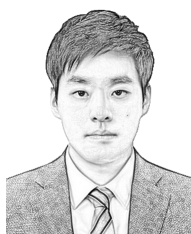


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,431 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외15)	33.96%
국민연금공단	10.33%
외국인지분률	16.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/01/22)	105,000 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	1.35
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	66,300 원
60일 평균 거래대금	52 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-16.5%
6개월	15.6%	-17.9%
12개월	-17.7%	-40.6%

한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(상향))

물동량 기저효과로 멀티플 회복 가능

동사의 4Q20 매출액은 3 조 6,300 억원, 영업이익은 504 억원이 전망됨. 최근 선가 회복으로 2021 년 실적은 전년 대비 양호할 전망. 아울러 2021 년은 해상 물동량 회복으로 조선사들의 수주가 기저효과 영향을 받을 것임. 이에 투자 의견 매수를 유지하며 과거 미중 무역분쟁 이전 12M Fwd PBR 0.8 배를 Target PBR 로 적용해 목표주가는 140,000 원으로 상향함. 현재 0.63 배 수준에 거래되고 있어 Top Pick 으로 제시함

4Q20 매출액 3 조 6,300 억원, 영업이익 504 억원 전망

동사의 4Q20 매출액은 3 조 6,300 억원, 영업이익은 504 억원이 전망됨. 1 월에 들어 LNG 선을 제외한 컨테이너선, VLCC, 벌크선 등의 선가가 회복하는 모습을 보여주고 있어 2021 년 실적은 작년보다 개선될 가능성이 높음. 공사손실충당금 설정 비율이 재차 하락할 가능성이 있다는 것임

물동량 기저효과로 멀티플 회복 가능

아울러 2021 년은 조선업체들이 해상 물동량 회복의 수혜를 받을 수 있음. Clarksons Research 집계와 전망에 따르면 2020 년 글로벌 해상 물동량은 YoY -3.78% 감소함. 이는 과거 2008~2009 년 리먼 사태 때의, YoY -4.04%에 소폭 못 미치는 수준인데, 최근 코로나 19 백신 접종 확대 등으로 지난 연말부터 해상 물동량이 드라마틱하게 회복하며 컨테이너선, 벌크선 등의 운임이 상승세에 있음. 이에 Clarksons Research 는 2021 년은 2020 년 대비 해상 물동량이 YoY +4.71% 상승할 것으로 전망 중임. 이는 결국 그동안 거론되었던 수주 가시권 물량들이 실제 수주로 이어질 가능성을 높이는 호재이며 조선사 멀티플 회복의 기폭제가 될 것임

투자의견 매수 유지, 목표주가는 140,000 원으로 상향함

이에 투자 의견 매수를 유지하며 과거 미중 무역분쟁 이전 동사 12M Fwd PBR 상단인 0.8 배를 Target PBR 로 적용해 목표주가는 140,000 원으로 상향 조정함. 아울러 현재 12M Fwd PBR 0.63 배 수준에서 거래되는 동사를 Top Pick 으로 제시함

영업실적 및 투자지표

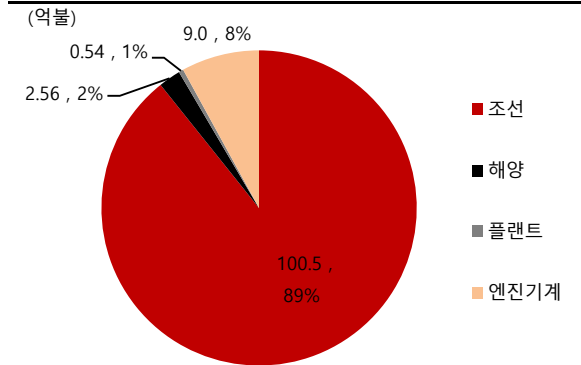
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	15,469	13,161	15,183	14,960	15,272	18,093
yoy	%	-30.6	-14.9	15.4	-1.5	2.1	18.5
영업이익	십억원	15	-481	290	306	326	484
yoy	%	-96.3	적전	흑전	5.4	6.8	48.4
EBITDA	십억원	597	-86	693	699	715	845
세전이익	십억원	-27	-854	90	260	269	428
순이익(지배주주)	십억원	2,458	-489	164	143	150	271
영업이익률%	%	0.1	-3.7	1.9	2.0	2.1	2.7
EBITDA%	%	3.9	-0.7	4.6	4.7	4.7	4.7
순이익률	%	17.4	-3.5	1.4	1.3	1.3	1.8
EPS(계속사업)	원	-5,038	-10,094	2,318	2,018	2,115	3,827
PER	배	N/A	N/A	54.6	53.8	49.6	27.4
PBR	배	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	14.7	-117.7	17.7	15.7	15.1	12.7
ROE	%	18.2	-4.3	1.4	1.2	1.3	2.2
순차입금	십억원	1,660	-325	1,819	1,714	1,675	1,609
부채비율	%	145.8	88.6	93.8	97.5	95.4	100.6

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		32,750	39,229	36,427	43,419	39,446	39,255	34,598	36,300	131,610	151,826	149,599
	YoY	7.6%	25.1%	12.1%	16.4%	20.4%	0.1%	-5.0%	-16.4%	-14.9%	15.4%	-1.5%
	QoQ	-12.2%	19.8%	-7.1%	19.2%	-9.2%	-0.5%	-11.9%	4.9%			
영업이익		345	555	303	1,699	1,217	930	407	504	(4,814)	2,902	3,058
영업이익률		1.1%	1.4%	0.8%	3.9%	3.1%	2.4%	1.2%	1.4%	-3.7%	1.9%	2.0%
	YoY	흑전	흑전	-20.2%	흑전	252.2%	67.6%	34.4%	-70.3%	적전	흑전	5.4%
	QoQ	흑전	60.7%	-45.5%	461.3%	-28.4%	-23.6%	-56.3%	24.1%			
세전이익		274	387	293	(55)	2,192	115	(695)	988	(8,540)	899	2,600
세전이익률		0.8%	1.0%	0.8%	-0.1%	5.6%	0.3%	-2.0%	2.7%	-6.5%	0.6%	1.7%
순이익		173	2,017	203	(262)	1,649	4	(771)	1,096	(4,536)	2,131	1,978
순이익률		0.5%	5.1%	0.6%	-0.6%	4.2%	0.0%	-2.2%	3.0%	-3.4%	1.4%	1.3%

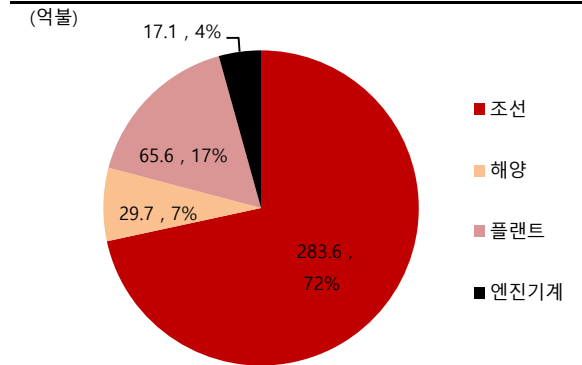
자료: 한국조선해양, SK 증권

2020년 신규수주



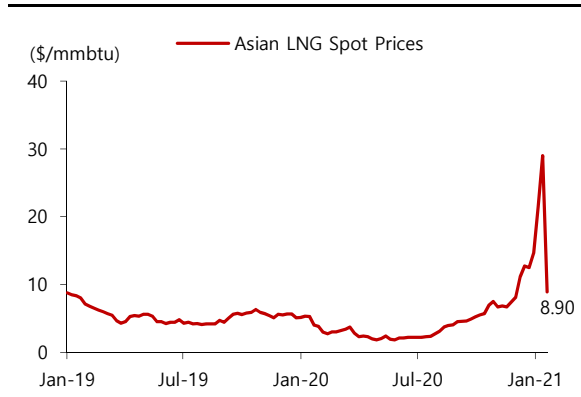
자료: 한국조선해양, SK 증권
 주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

2020년 말 인도기준 수주잔고



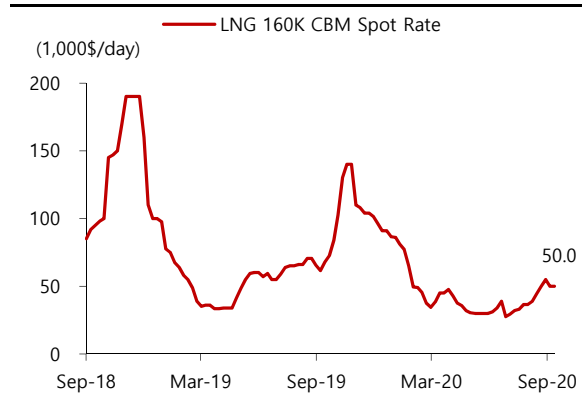
자료: 한국조선해양, SK 증권
 주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이



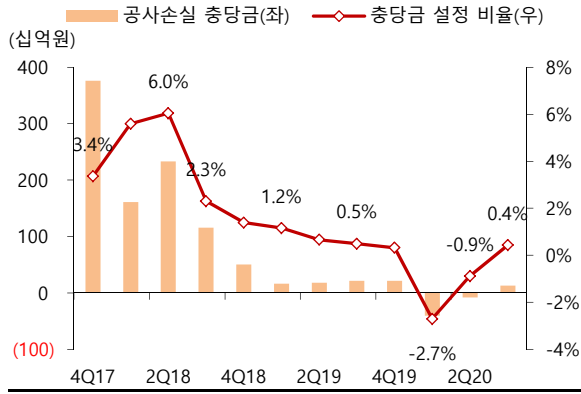
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarkson Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율은 상승할 것

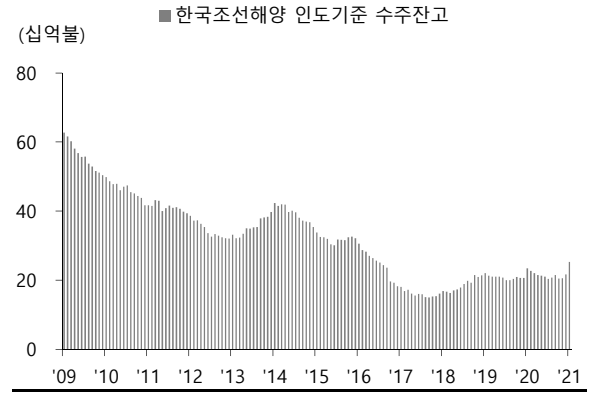


자료: 한국조선해양 SK 증권

주1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

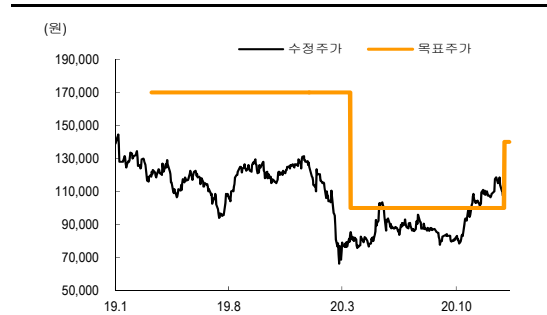
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 합산 기준

한국조선해양 목표 주가 산출

	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E
BPS(원)	169,026	168,466	168,134	168,383	171,967
Target BPS(원)	169,237				
Target PBR(배)	0.80				
목표 주가(원)	140,000				
현재 주가(원)	105,000				
상승 여력	33%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	매수	140,000원	6개월		
2020.09.25	매수	100,000원	6개월	-8.46%	18.50%
2020.04.10	매수	100,000원	6개월	-12.73%	3.50%
2020.01.15	매수	170,000원	6개월	-32.98%	-22.65%
2019.10.08	매수	170,000원	6개월	-30.73%	-22.65%
2019.07.26	매수	170,000원	6개월	-32.37%	-24.12%
2019.07.08	매수	170,000원	6개월	-31.12%	-24.12%
2019.05.03	매수	170,000원	6개월	-30.42%	-24.12%
2019.04.03	매수	170,000원	6개월	-27.90%	-24.12%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,317	12,546	13,702	13,874	15,513
현금및현금성자산	3,042	2,225	4,195	4,193	4,259
매출채권및기타채권	1,455	1,414	1,393	1,422	1,685
재고자산	1,009	1,318	1,299	1,326	1,571
비유동자산	12,413	12,509	12,372	12,387	12,152
장기금융자산	215	273	174	174	174
유형자산	10,269	9,947	9,719	9,599	9,256
무형자산	89	115	119	118	116
자산총계	24,730	25,055	26,075	26,261	27,665
유동부채	9,410	8,942	9,433	9,375	10,376
단기금융부채	2,965	3,040	3,973	3,954	3,954
매입채무 및 기타채무	1,714	1,939	1,910	1,950	2,310
단기충당부채	1,020	665	299	153	181
비유동부채	2,209	3,187	3,439	3,449	3,496
장기금융부채	1,106	2,648	2,890	2,868	2,868
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	833	355	436	459	502
부채총계	11,619	12,129	12,872	12,824	13,872
지배주주지분	11,882	11,567	11,739	11,917	12,216
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,483	2,484	2,484	2,484
기타자본구성요소	-8,448	-8,478	-8,478	-8,478	-8,478
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	16,044	16,181	16,367	16,516	16,787
비지배주주지분	1,229	1,359	1,464	1,520	1,577
자본총계	13,111	12,926	13,202	13,437	13,793
부채외자본총계	24,730	25,055	26,075	26,261	27,665

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-542	-1,404	380	422	197
당기순이익(손실)	-454	213	198	205	326
비현금성항목등	210	439	441	510	519
유형자산감가상각비	375	390	385	370	343
무형자산상각비	20	13	8	18	18
기타	-142	55	-78	-20	-20
운전자본감소(증가)	-255	-2,063	-70	-228	-546
매출채권및기타채권의 감소(증가)	240	-38	4	-29	-263
재고자산감소(증가)	-199	-305	-44	-27	-245
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-126	229	91	40	360
기타	-169	-1,949	-122	-212	-398
법인세납부	-44	6	-189	-64	-102
투자활동현금흐름	241	-231	489	-150	100
금융자산감소(증가)	-803	-187	594	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-339	-183	-250	0
무형자산감소(증가)	-4	-16	-16	-16	-16
기타	1,209	311	94	116	116
재무활동현금흐름	92	814	1,226	-274	-232
단기금융부채증가(감소)	-1,270	1,394	1,433	-19	0
장기금융부채증가(감소)	0	-11	-81	-22	0
자본의증가(감소)	1,554	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-192	-569	-126	-233	-232
현금의 증가(감소)	-198	-817	1,970	-2	66
기초현금	3,240	3,042	2,225	4,195	4,193
기말현금	3,042	2,225	4,195	4,193	4,259
FCF	129	-1,278	159	142	168

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,161	15,183	14,960	15,272	18,093
매출원가	12,763	14,191	13,972	14,093	16,598
매출총이익	398	991	988	1,179	1,495
매출총이익률 (%)	3.0	6.5	6.6	7.7	8.3
판매비와관리비	879	701	682	853	1,010
영업이익	-481	290	306	326	484
영업이익률 (%)	-3.7	1.9	2.0	2.1	2.7
비영업손익	-373	-200	-46	-57	-56
순금융비용	58	72	106	117	116
외환관련손익	24	55	39	39	39
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-854	90	260	269	428
세전계속사업이익률 (%)	-6.5	0.6	1.7	1.8	2.4
계속사업법인세	-209	-123	62	64	102
계속사업이익	-645	213	198	205	326
중단사업이익	191	0	0	0	0
*법인세효과	-31	0	0	0	0
당기순이익	-454	213	198	205	326
순이익률 (%)	-3.5	1.4	1.3	1.3	1.8
지배주주	-489	164	143	150	271
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.72	1.08	0.95	0.98	1.5
비지배주주	35	49	55	55	55
총포괄이익	-552	180	228	235	356
지배주주	-582	129	171	178	299
비지배주주	30	51	56	56	56
EBITDA	-86	693	699	715	845

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-14.9	15.4	-1.5	2.1	18.5
영업이익	적전	흑전	5.4	6.8	48.4
세전계속사업이익	적지	흑전	189.1	3.5	59.2
EBITDA	적전	흑전	0.8	2.3	18.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	-12.9	4.8	81.0
수익성 (%)					
ROE	-4.3	1.4	1.2	1.3	2.2
ROA	-1.7	0.9	0.8	0.8	1.2
EBITDA마진	-0.7	4.6	4.7	4.7	4.7
안정성 (%)					
유동비율	130.9	140.3	145.3	148.0	149.5
부채비율	88.6	93.8	97.5	95.4	100.6
순차입금/자기자본	-2.5	14.1	13.0	12.5	11.7
EBITDA/이자비용(배)	-0.6	4.2	3.6	3.1	3.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-10,094	2,318	2,018	2,115	3,827
BPS	167,892	163,436	165,864	168,383	172,614
CFPS	-1,396	8,015	7,570	7,601	8,929
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	N/A	62.3	65.2	56.0	31.0
PER(최저)	N/A	40.5	32.9	49.6	27.4
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
PCR	-92.1	15.8	14.3	13.8	11.8
EV/EBITDA(최고)	-134.1	19.5	18.1	16.4	13.8
EV/EBITDA(최저)	-82.9	14.4	11.5	15.1	12.7