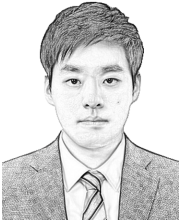


# SK COMPANY Analysis



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	10,616 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외14)	33.96%
국민연금공단	9.95%
외국인지분률	18.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/05/04)	150,000 원
KOSPI	3147.37 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	153,500 원
52주 최저가	76,700 원
60일 평균 거래대금	63 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.1%	12.8%
6개월	80.1%	34.9%
12개월	89.4%	14.0%

한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 200,000 원(상향))

## 대(大) 사이클 앞둔 소(小) 사이클 회복기

최근 BRICs 랠리 이후 대규모 선박 발주 기대감 불거지는 중. 그러나 평균 폐선령 감안시 2024년부터 본격 대(大) 사이클 시작 전망. 현재는 소(小) 사이클의 회복기로 코로나 19로 지연된 발주가 물리며 단기 수주 빠르게 증가 중. 잔고 회복과 동시에 선가도 오르고 있어 투자 의견 매수를 유지함. 과거 잔고 회복 및 선가 회복 겹쳤던 시기 12M Fwd PBR 1.26 배를 신규 Target PBR로 설정해 목표주가를 200,000 원으로 상향함

### 본격적인 대(大) 사이클은 아님

최근 조선사 주가는 가파르게 상승 중임. 그러나 아직 BRICs 랠리 이후 본격적인 대(大) 사이클 진입은 아닌 것으로 보임. 주요 선종들의 평균 폐선령이 20년 ~ 30년 사이에서 밴드를 형성하고 있음을 감안하면 최소 2024년은 되어야 노후 선박을 보유 중인 선주 및 해운사들의 대규모 교체 수요가 발생할 것으로 추정됨

### 소(小) 사이클의 회복기

현재 조선 업황은 본격적인 대(大) 사이클을 앞둔 소(小) 사이클의 급격한 회복기로 판단됨. 역사적으로 전 세계 선박 수주 잔고는 3 ~ 4년의 주기로 소(小) 사이클을 형성하는 경향이 있는데 현재는 2018년 말 ~ 2019년 초에 가장 최근 꼭지를 형성한 뒤 2021년 말 ~ 2022년 초 새로운 꼭지를 형성하는 사이클에 놓여 있음. 그런데 작년 코로나 19 이슈로 지연된 발주 물량이 2020년 연말, 2021년 초에 쏟아져 나오면서 수주잔고가 굉장히 급격하게 상승했음. 또한 운임 폭등으로 해운사들의 Capex 집행 여력이 커져 추가 발주도 기대되는 상황임. 따라서 2022년 초 즈음 새롭게 형성될 꼭지는 이전 꼭지보다 높을 전망

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 200,000 원으로 상향

단, 최근 주가가 단기 급등했다는 점에서 조정 가능하지만 사이클을 감안한 중기 호흡 상 매수를 추천함. 아울러 수주잔고 회복과 신조선가 회복이 맞물리고 있다는 점도 긍정적인. 대형조선사 기준 잔고 회복과 선가 상승이 겹쳤던 때의 평균 12M Fwd PBR 1.26 배를 신규 Target PBR로 설정해 목표주가를 200,000 원으로 상향함

## 영업실적 및 투자지표

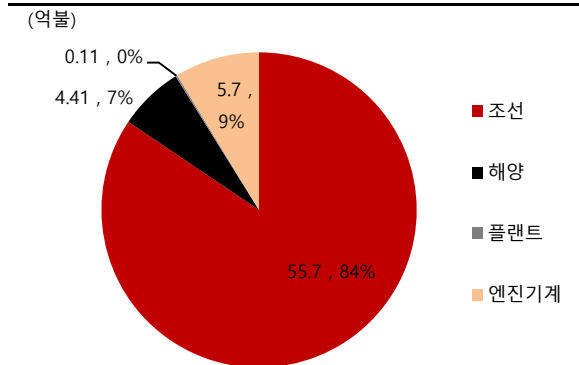
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	13,161	15,183	14,904	15,430	17,858	18,058
yoy	%	-14.9	15.4	-1.8	3.5	15.7	1.1
영업이익	십억원	-481	290	74	334	477	553
yoy	%	적전	흑전	-74.4	348.6	42.9	15.9
EBITDA	십억원	-86	693	484	735	867	932
세전이익	십억원	-854	90	-569	85	226	300
순이익(지배주주)	십억원	-489	164	-834	66	174	231
영업이익률%	%	-3.7	1.9	0.5	2.2	2.7	3.1
EBITDA%	%	-0.7	4.6	3.2	4.8	4.9	5.2
순이익률	%	-3.5	1.4	-5.6	0.4	1.0	1.3
EPS(계속사업)	원	-10,094	2,318	-11,781	938	2,463	3,266
PER	배	N/A	54.6	N/A	160.0	60.9	45.9
PBR	배	0.8	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	-117.7	17.7	23.1	19.5	16.7	15.1
ROE	%	-4.3	1.4	-7.4	0.6	1.5	1.9
순차입금	십억원	-325	1,819	1,911	2,103	2,219	1,825
부채비율	%	88.6	93.8	103.2	98.8	101.3	97.9

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액		39,446	39,255	34,598	35,738	36,815	34,515	37,032	45,941	151,826	149,037	154,303
	YoY	20.4%	0.1%	-5.0%	-17.7%	-6.7%	-12.1%	7.0%	28.6%	15.4%	-1.8%	3.5%
	QoQ	-9.2%	-0.5%	-11.9%	3.3%	3.0%	-6.2%	7.3%	24.1%			
영업이익		1,217	930	407	(1,809)	675	730	821	1,110	2,902	744	3,336
영업이익률		3.1%	2.4%	1.2%	-5.1%	1.8%	2.1%	2.2%	2.4%	1.9%	0.5%	2.2%
	YoY	252.2%	67.6%	34.4%	-206.5%	-44.5%	-21.5%	101.8%	-161.3%	흑전	-74.4%	348.6%
	QoQ	-28.4%	-23.6%	-56.3%	-545.0%	-137.3%	8.2%	12.4%	35.3%			
세전이익		2,192	115	(695)	(7,302)	830	(492)	(360)	871	899	(5,690)	849
세전이익률		5.6%	0.3%	-2.0%	-20.4%	2.3%	-1.4%	-1.0%	1.9%	0.6%	-3.8%	0.6%
순이익		1,649	4	(771)	(9,235)	635	(376)	(275)	667	2,131	(8,352)	650
순이익률		4.2%	0.0%	-2.2%	-25.8%	1.7%	-1.1%	-0.7%	1.5%	1.4%	-5.6%	0.4%

자료: 한국조선해양, SK 증권

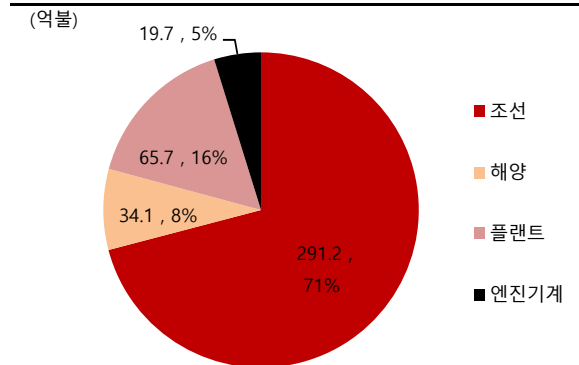
2021년 3월 말 YTD 신규수주



자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

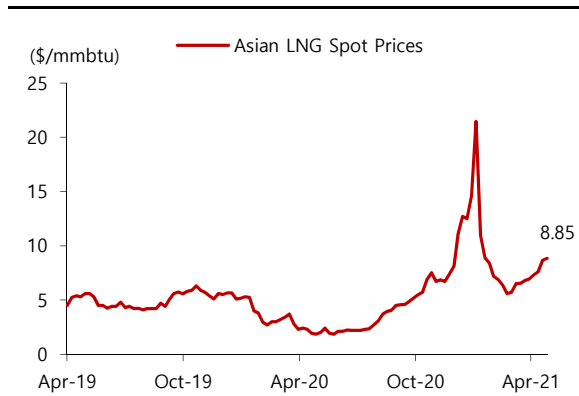
2021년 3월 말 인도기준 수주잔고



자료: 한국조선해양, SK 증권

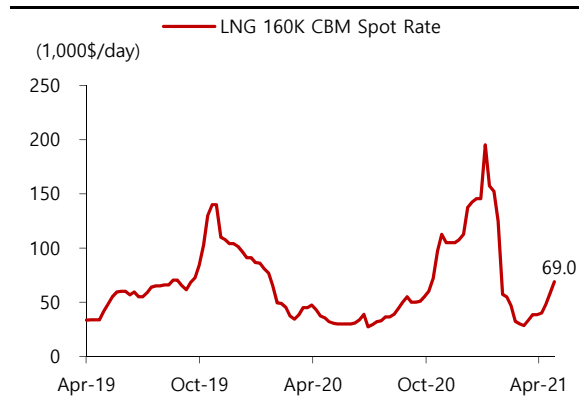
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이



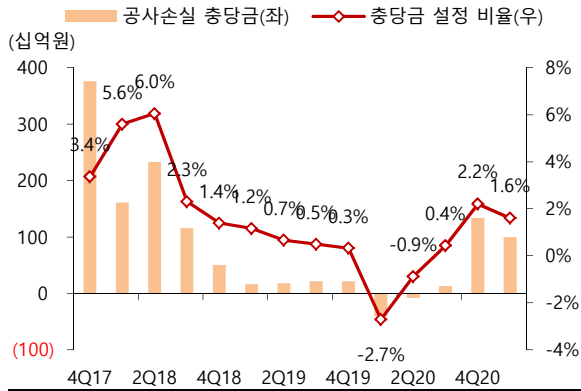
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarkson Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율 추이

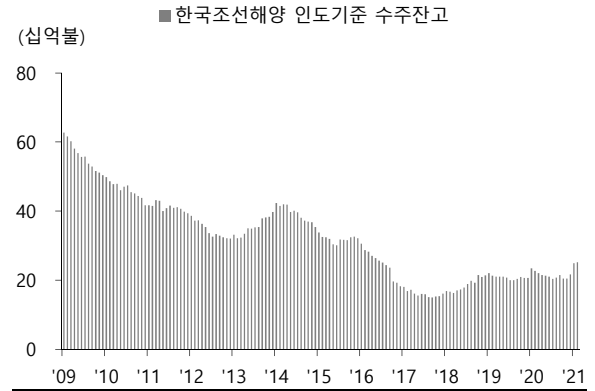


자료: 한국조선해양 SK 증권

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

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

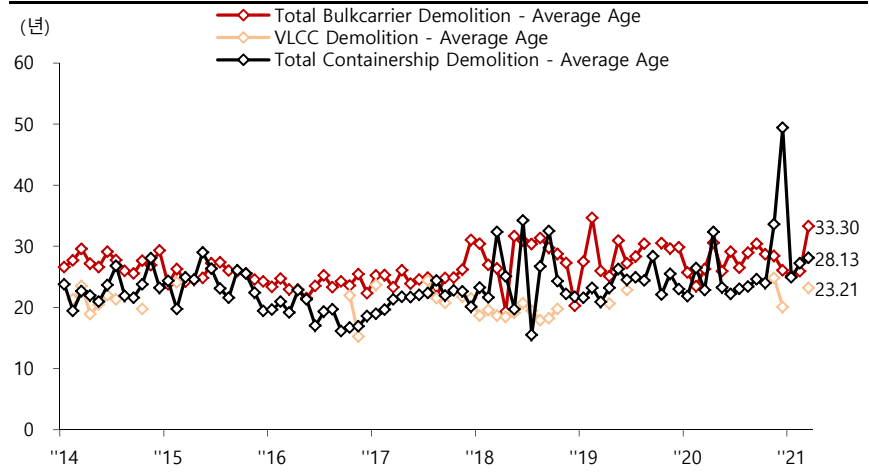
한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 현대중공업 현대삼호중공업 현대미포조선 현대베트남조선 합산 기준

선종별 평균 폐선령 추이



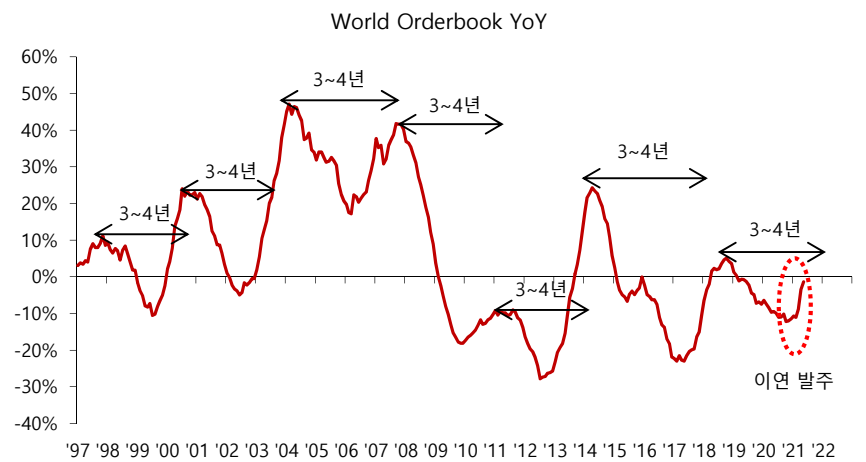
자료 : Clarksons Research, SK 증권

전 세계 선박 수주잔고 추이



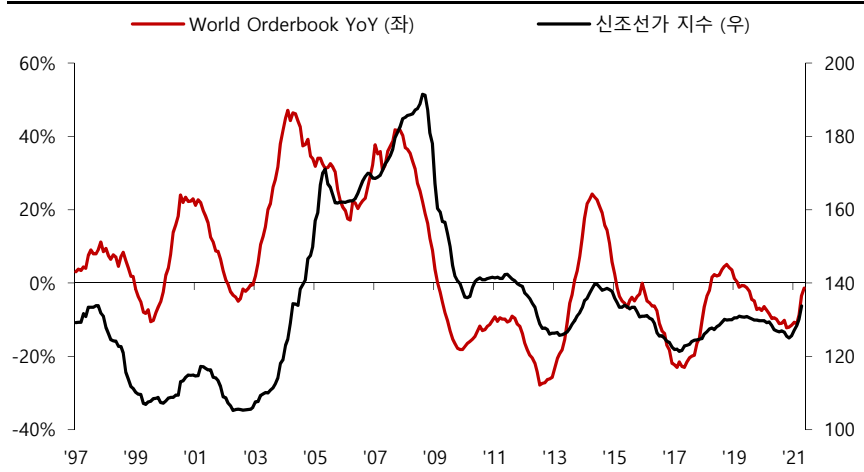
자료 : Clarksons Research, SK 증권

전 세계 선박 수주잔고 YoY 추이



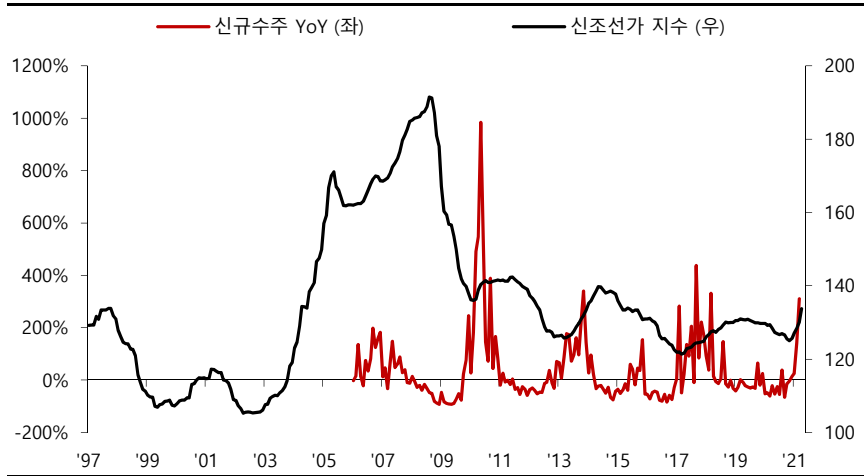
자료 : Clarksons Research, SK 증권

전 세계 선박 수주잔고 YoY 추이 및 신조선가 지수 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

전 세계 선박 신규수주 YoY 추이 및 신조선사 지수 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 12M Fwd PBR 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

삼성중공업 12M Fwd PBR 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

대우조선해양 12M Fwd PBR 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

현대미포조선 12M Fwd PBR 추이



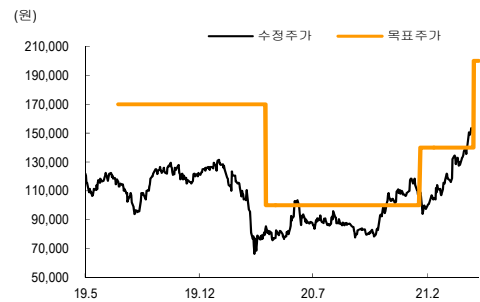
자료 : DataGuide, SK 증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
BPS(원)	154,300	154,023	158,658	159,843	159,676
Target BPS(원)	158,050				
Target PBR(배)	<b>1.26</b>				
목표 주가(원)	<b>200,000</b>				
현재 주가(원)	150,000				
상승 여력	<b>33%</b>				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.06	매수	200,000원	6개월		
2021.01.25	매수	140,000원	6개월	-13.80%	9.64%
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	-33.86%	-22.65%
2019.10.08	매수	170,000원	6개월	-30.88%	-22.65%
2019.07.26	매수	170,000원	6개월	-34.41%	-25.59%
2019.07.08	매수	170,000원	6개월	-34.35%	-31.76%



### 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 (2021년 5월 6일 기준)

매수	91.06%	중립	8.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	12,546	13,001	13,049	14,230	14,730
현금및현금성자산	2,225	3,703	3,470	3,354	3,748
매출채권및기타채권	1,414	1,023	1,059	1,226	1,240
재고자산	1,318	1,253	1,297	1,501	1,518
<b>비유동자산</b>	12,509	12,243	12,330	12,393	12,445
장기금융자산	273	291	291	291	291
유형자산	9,947	9,971	9,825	9,700	9,566
무형자산	115	117	123	128	133
<b>자산총계</b>	25,055	25,244	25,379	26,623	27,175
<b>유동부채</b>	8,942	9,512	9,184	9,993	10,060
단기금융부채	3,040	3,963	3,944	3,944	3,944
매입채무 및 기타채무	1,939	1,941	2,010	2,326	2,352
단기충당부채	665	633	154	179	181
<b>비유동부채</b>	3,187	3,311	3,428	3,407	3,381
장기금융부채	2,648	2,794	2,772	2,772	2,772
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	355	329	459	441	417
<b>부채총계</b>	12,129	12,823	12,611	13,400	13,441
<b>지배주주지분</b>	11,567	10,906	11,229	11,659	12,146
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,401	2,401	2,401	2,401
기타자본구성요소	-8,478	-8,478	-8,478	-8,478	-8,478
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	16,181	15,419	15,485	15,660	15,891
비지배주주지분	1,359	1,515	1,539	1,564	1,588
<b>자본총계</b>	12,926	12,421	12,768	13,223	13,734
<b>부채외자본총계</b>	25,055	25,244	25,379	26,623	27,175

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,404	22	226	315	806
당기순이익(손실)	213	-835	65	173	230
비현금성항목등	439	1,215	670	694	702
유형자산감가상각비	390	404	396	385	373
무형자산감가상각비	13	5	5	6	6
기타	55	535	105	105	105
운전자본감소(증가)	-2,063	-337	-489	-499	-56
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-38	316	-36	-167	-14
재고자산감소(증가)	-305	11	-44	-204	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	229	52	69	316	26
기타	-1,949	-716	-477	-445	-51
법인세납부	6	-21	-20	-53	-70
<b>투자활동현금흐름</b>	-231	534	-192	-205	-187
금융자산감소(증가)	-187	647	0	0	0
유형자산감소(증가)	-339	-331	-250	-260	-240
무형자산감소(증가)	-16	-11	-11	-11	-11
기타	311	230	69	66	64
<b>재무활동현금흐름</b>	814	1,038	-268	-225	-225
단기금융부채증가(감소)	1,394	1,196	-19	0	0
장기금융부채증가(감소)	-11	-18	-22	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-569	-140	-227	-225	-225
<b>현금의 증가(감소)</b>	-817	1,478	-233	-116	394
기초현금	3,042	2,225	3,703	3,470	3,354
기말현금	2,225	3,703	3,470	3,354	3,748
FCF	-1,278	238	-93	-15	496

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	15,183	14,904	15,430	17,858	18,058
<b>매출원가</b>	14,191	14,159	14,308	16,384	16,497
<b>매출총이익</b>	991	745	1,122	1,474	1,561
매출총이익률 (%)	6.5	5.0	7.3	8.3	8.6
<b>판매비와관리비</b>	701	670	788	997	1,008
<b>영업이익</b>	290	74	334	477	553
영업이익률 (%)	1.9	0.5	2.2	2.7	3.1
<b>비영업손익</b>	-200	-643	-249	-251	-252
순금융비용	72	146	157	159	161
외환관련손익	55	-152	13	13	13
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	90	-569	85	226	300
세전계속사업이익률 (%)	0.6	-3.8	0.6	1.3	1.7
<b>계속사업법인세</b>	-123	266	20	53	70
<b>계속사업이익</b>	213	-835	65	173	230
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	213	-835	65	173	230
순이익률 (%)	1.4	-5.6	0.4	1.0	1.3
<b>지배주주</b>	164	-834	66	174	231
지배주주귀속 순이익률(%)	1.08	-5.59	0.43	0.98	1.28
<b>비지배주주</b>	49	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	180	-553	347	455	512
<b>지배주주</b>	129	-578	322	430	487
<b>비지배주주</b>	51	24	24	24	24
<b>EBITDA</b>	693	484	735	867	932

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.4	-1.8	3.5	15.7	1.1
영업이익	흑전	-74.4	348.6	42.9	15.9
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	166.1	32.9
EBITDA	흑전	-30.3	52.0	18.0	7.5
EPS(계속사업)	흑전	적전	흑전	162.6	32.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.4	-7.4	0.6	1.5	1.9
ROA	0.9	-3.3	0.3	0.7	0.9
EBITDA마진	4.6	3.2	4.8	4.9	5.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.3	136.7	142.1	142.4	146.4
부채비율	93.8	103.2	98.8	101.3	97.9
순차입금/자기자본	14.1	15.4	16.5	16.8	13.3
EBITDA/이자비용(배)	4.2	2.3	3.2	3.9	4.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,318	-11,781	938	2,463	3,266
BPS	163,436	154,102	158,658	164,739	171,623
CFPS	8,015	-6,000	6,606	7,983	8,627
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	62.3	N/A	163.7	62.3	47.0
PER(최저)	40.5	N/A	100.2	38.2	28.8
PBR(최고)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
PCR	15.8	-18.1	22.7	18.8	17.4
EV/EBITDA(최고)	19.5	26.5	19.8	17.0	15.4
EV/EBITDA(최저)	14.4	16.9	14.1	12.1	10.9