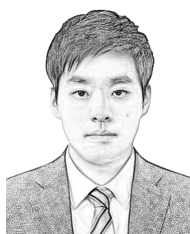


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,024 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외13)	33.96%
국민연금공단	8.78%
외국인지분률	17.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/07/15)	127,500 원
KOSPI	3286.22 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	160,500 원
52주 최저가	77,700 원
60일 평균 거래대금	64 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.6%	-7.4%
6개월	11.8%	5.0%
12개월	40.1%	-6.1%

한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(하향))

실적 악재 속 수주 모멘텀은 연말까지 지속 전망

상반기 신조선가 인상 폭 대비 후반가 인상 폭이 커 조선사들 2Q21 혹은 3Q21 실적에 대규모 공사손실충당금 설정 가능성 커짐. 그러나 작년 이연 발주 물량에 올해 예정 발주 물량이 겹치며 조선사들 도크가 빠르게 차올라 내년 물량도 올해 발주될 가능성도 있어 수주 모멘텀은 연말까지 지속될 것. 실적 악재로 BPS 추정치 하향해 목표주가를 170,000 원으로 하향함. 그러나 주가 낙폭 과대로 투자 의견은 매수 유지함

2Q21 일지 3Q21 일지 모르는 실적 악재

조선사들과 철강사들의 하반기 후판 가격 협상과 관련해 조선사들 실적에 상당한 악재가 발생한 것으로 판단됨. 철광석 가격 상승으로 상반기 공급 가격 대비 약 60% 인상할 것으로 전망됨. 2021 년 신조선가도 약 40%가량 상승했지만 POSCO 기준 후판 유통 가격은 100%가량 상승함. 이에 조선사들이 2Q21 혹은 3Q21 실적에 한꺼번에 공사손실충당금으로 설정할 전망이다. 이러한 부분은 BPS 추정치를 하향할 수밖에 없는 악재임

그러나 연말까지 수주 모멘텀은 지속될 것

그러나 연말까지 수주 모멘텀은 유지될 전망. 운임이 상승해 해운사 현금 여력이 풍부해 졌다는 점에서 Capex 집행 유인 커졌음. 아울러 작년 이연 발주 물량들과 올해 예정 발주 물량들에 더해 내년 물량 조기 발주까지 가능한 상황임. 왜냐하면 동사도 7 월 현재 까지 \$148 억을 수주해 수주 목표의 약 99%를 달성한 상황이며 경쟁사들도 70~80% 수준을 달성했기 때문에 발주처의 조선사 도크 부킹이 쉽지 않을 것이기 때문임

투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000 원으로 하향

충당금 설정으로 실적 추정치를 대폭 하향하는 것을 감안해 Target BPS 를 158,050 원에서 151,002 원으로 하향함. 小 cycle 회복기인데 이전 보고서보다 시간이 지나 수주 모멘텀이 소폭 둔화되었다는 점에서 Target PBR 도 종전 1.3 배 수준에서 1.2 배 수준으로 10% 하향함. 이에 목표주가는 200,000 원에서 170,000 원으로 15% 하향함. 그러나 최근 주가 낙폭 과대로 투자 의견 매수는 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	13,161	15,183	14,904	15,358	16,237	18,375
yoy	%	-14.9	15.4	-1.8	3.1	5.7	13.2
영업이익	십억원	-481	290	74	-515	255	361
yoy	%	적전	흑전	-74.4	적전	흑전	41.4
EBITDA	십억원	-86	693	484	-114	646	741
세전이익	십억원	-854	90	-569	-532	237	339
순이익(지배주주)	십억원	-489	164	-834	-426	162	241
영업이익률%	%	-3.7	1.9	0.5	-3.4	1.6	2.0
EBITDA%	%	-0.7	4.6	3.2	-0.7	4.0	4.0
순이익률	%	-3.5	1.4	-5.6	-2.7	1.1	1.4
EPS(계속사업)	원	-10,094	2,318	-11,781	-6,022	2,296	3,404
PER	배	N/A	54.6	N/A	N/A	55.5	37.5
PBR	배	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-117.7	17.7	23.1	-117.3	20.7	18.4
ROE	%	-4.3	1.4	-7.4	-4.0	1.5	2.2
순차입금	십억원	-325	1,819	1,911	2,737	2,751	2,912
부채비율	%	88.6	93.8	103.2	99.6	101.2	105.6

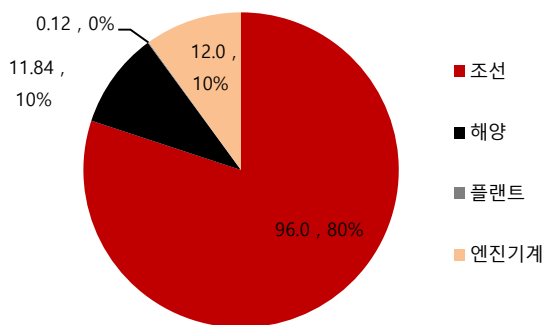
연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액		39,446	39,255	34,598	35,738	36,815	37,211	37,388	42,161	151,826	149,037	153,576
	YoY	20.4%	0.1%	-5.0%	-17.7%	-6.7%	-5.2%	8.1%	18.0%	15.4%	-1.8%	3.0%
	QoQ	-9.2%	-0.5%	-11.9%	3.3%	3.0%	1.1%	0.5%	12.8%			
영업이익		1,217	930	407	(1,809)	675	155	(6,574)	597	2,902	744	(5,148)
영업이익률		3.1%	2.4%	1.2%	-5.1%	1.8%	0.4%	-17.6%	1.4%	1.9%	0.5%	-3.4%
	YoY	252.2%	67.6%	34.4%	-206.5%	-44.5%	-83.4%	-1716.8%	-133.0%	흑전	-74.4%	-792.2%
	QoQ	-28.4%	-23.6%	-56.3%	-545.0%	-137.3%	-77.1%	-4346.2%	-109.1%			
세전이익		2,192	115	(695)	(7,302)	831	78	(6,612)	386	899	(5,690)	(5,317)
세전이익률		5.6%	0.3%	-2.0%	-20.4%	2.3%	0.2%	-17.7%	0.9%	0.6%	-3.8%	-3.5%
순이익		1,649	4	(771)	(9,235)	636	60	(5,065)	296	2,131	(8,352)	(4,073)
순이익률		4.2%	0.0%	-2.2%	-25.8%	1.7%	0.2%	-13.5%	0.7%	1.4%	-5.6%	-2.7%

자료: 한국조선해양, SK 증권

2021년 5월 말 YTD 신규수주

(억불)

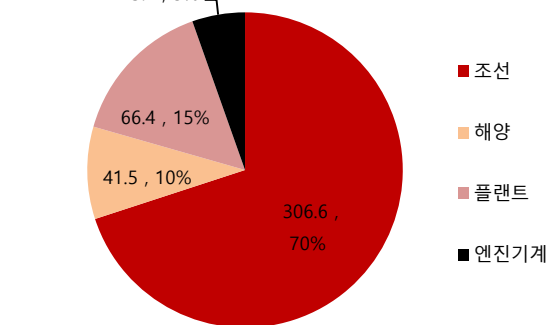


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

2021년 5월 말 인도기준 수주잔고

(억불)

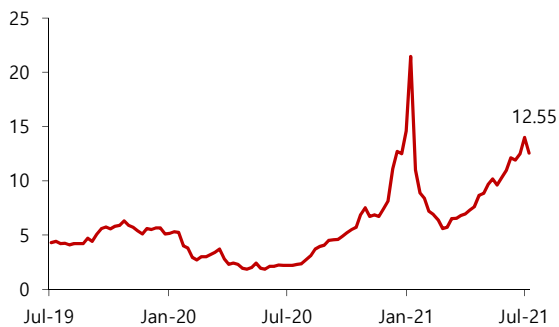


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이

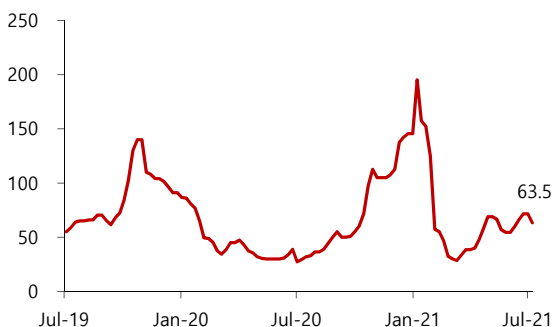
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

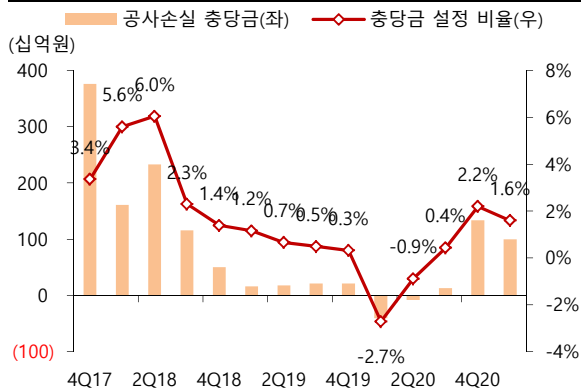
160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율 추이

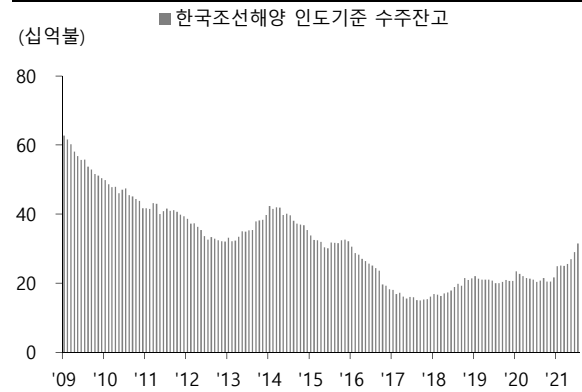


자료: 한국조선해양 SK 증권

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

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

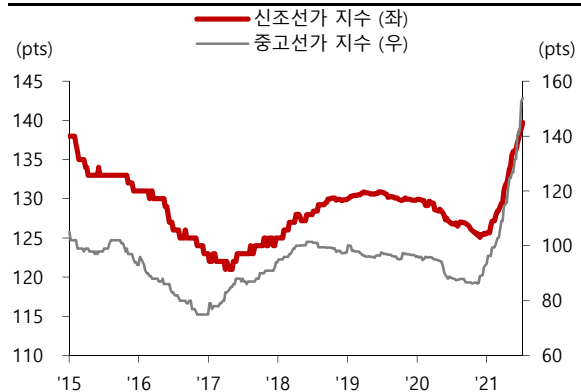
한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 합산 기준

신조선가 및 중고선가 지수 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

POSCO 기준 후판 유통가 추이



자료: 스틸데일리, SK 증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E
BPS(원)	148,657	149,184	151,653	151,559	151,613
Target BPS(원)	151,002				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	127,500				
상승 여력	33%				

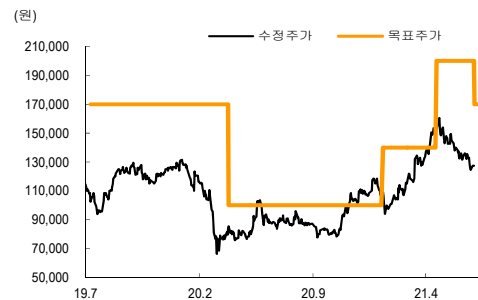
자료 SK 증권

한국조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	2Q21E	2021E	2Q21E	2021E	2Q21E	2021E
매출액(억원)	34,515	154,303	37,211	153,576	7.8%	-0.5%
영업이익(억원)	730	3,336	155	(5,148)	적자전환	적자전환
목표주가(원)	200,000		170,000		-15%	

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.07.16	매수	170,000원	6개월		
2021.05.06	매수	200,000원	6개월	-29.93%	-19.75%
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	-33.82%	-22.65%
2019.10.08	매수	170,000원	6개월	-30.46%	-22.65%
2019.07.26	매수	170,000원	6개월	-34.43%	-25.59%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 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 7 월 16 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,546	13,001	11,878	12,493	13,634
현금및현금성자산	2,225	3,703	2,510	2,656	2,655
매출채권및기타채권	1,414	1,023	1,054	1,115	1,261
재고자산	1,318	1,253	1,291	1,365	1,545
비유동자산	12,509	12,243	12,264	12,368	12,476
장기금융자산	273	291	336	336	336
유형자산	9,947	9,971	9,805	9,680	9,546
무형자산	115	117	124	129	134
자산총계	25,055	25,244	24,142	24,862	26,110
유동부채	8,942	9,512	8,081	8,624	9,587
단기금융부채	3,040	3,963	2,866	3,116	3,366
매입채무 및 기타채무	1,939	1,941	2,000	2,115	2,393
단기충당부채	665	633	154	162	184
비유동부채	3,187	3,311	3,966	3,878	3,821
장기금융부채	2,648	2,794	3,352	3,262	3,172
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	355	329	422	423	453
부채총계	12,129	12,823	12,047	12,502	13,407
지배주주지분	11,567	10,906	10,558	10,800	11,120
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	15,010	15,172	15,413
비지배주주지분	1,359	1,515	1,537	1,560	1,583
자본총계	12,926	12,421	12,095	12,360	12,703
부채외자본총계	25,055	25,244	24,142	24,862	26,110

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-1,404	22	-333	415	253
당기순이익(손실)	213	-835	-407	181	260
비현금성항목등	439	1,215	319	465	481
유형자산감가상각비	390	404	396	385	374
무형자산감가상각비	13	5	5	6	6
기타	55	535	14	99	99
운전자본감소(증가)	-2,063	-337	-346	-175	-409
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-38	316	43	-60	-147
재고자산감소(증가)	-305	11	-30	-74	-180
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	229	52	117	115	278
기타	-1,949	-716	-476	-156	-361
법인세납부	6	-21	102	-55	-79
투자활동현금흐름	-231	534	-141	-221	-199
금융자산감소(증가)	-187	647	41	0	0
유형자산감소(증가)	-339	-331	-250	-260	-240
무형자산감소(증가)	-16	-11	-11	-11	-11
기타	311	230	80	50	52
재무활동현금흐름	814	1,038	-730	-49	-54
단기금융부채증가(감소)	1,394	1,196	-430	250	250
장기금융부채증가(감소)	-11	-18	-77	-90	-90
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-569	-140	-223	-209	-214
현금의 증가(감소)	-817	1,478	-1,193	145	-1
기초현금	3,042	2,225	3,703	2,510	2,656
기말현금	2,225	3,703	2,510	2,656	2,655
FCF	-1,278	238	-754	140	-4

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,183	14,904	15,358	16,237	18,375
매출원가	14,191	14,159	15,088	15,075	16,988
매출총이익	991	745	269	1,162	1,387
매출총이익률 (%)	6.5	5.0	1.8	7.2	7.6
판매비와관리비	701	670	784	907	1,026
영업이익	290	74	-515	255	361
영업이익률 (%)	1.9	0.5	-3.4	1.6	2.0
비영업손익	-200	-643	-17	-19	-22
순금융비용	72	146	157	159	162
외환관련손익	55	-152	239	239	239
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	90	-569	-532	237	339
세전계속사업이익률 (%)	0.6	-3.8	-3.5	1.5	1.9
계속사업법인세	-123	266	-124	55	79
계속사업이익	213	-835	-407	181	260
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	213	-835	-407	181	260
순이익률 (%)	1.4	-5.6	-2.7	1.1	1.4
지배주주	164	-834	-426	162	241
지배주주귀속 순이익률(%)	1.08	-5.59	-2.78	1	1.31
비지배주주	49	-1	19	19	19
총포괄이익	180	-553	-324	265	343
지배주주	129	-578	-347	242	320
비지배주주	51	24	23	23	23
EBITDA	693	484	-114	646	741

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	15.4	-1.8	3.1	5.7	13.2
영업이익	흑전	-74.4	적전	흑전	41.4
세전계속사업이익	흑전	적전	적전	흑전	43.2
EBITDA	흑전	-30.3	적전	흑전	14.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	48.3
수익성 (%)					
ROE	1.4	-7.4	-4.0	1.5	2.2
ROA	0.9	-3.3	-1.7	0.7	1.0
EBITDA마진	4.6	3.2	-0.7	4.0	4.0
안정성 (%)					
유동비율	140.3	136.7	147.0	144.9	142.2
부채비율	93.8	103.2	99.6	101.2	105.6
순차입금/자기자본	14.1	15.4	22.6	22.3	22.9
EBITDA/이자비용(배)	4.2	2.3	-0.5	3.1	3.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,318	-11,781	-6,022	2,296	3,404
BPS	163,436	154,102	149,184	152,599	157,123
CFPS	8,015	-6,000	-358	7,818	8,767
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	62.3	N/A	N/A	69.9	47.2
PER(최저)	40.5	N/A	N/A	40.9	27.6
PBR(최고)	0.9	0.9	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
PCR	15.8	-18.1	-356.0	16.3	14.5
EV/EBITDA(최고)	19.5	26.5	-137.8	24.4	21.5
EV/EBITDA(최저)	14.4	16.9	-96.5	17.1	15.2