

2021. 7. 22



## ▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6454-4861

hyun.kim@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월) 147,000 원

현재주가 (7.21) 128,000 원

상승여력 14.8%

KOSPI 3,215.91pt

시가총액 90,590억원

발행주식수 7,077만주

유동주식비율 63.74%

외국인비중 17.71%

52주 최고/최저가 160,500원/77,700원

평균거래대금 617.8억원

## 주요주주(%)

현대중공업지주 외 13 인 33.96

국민연금공단 8.78

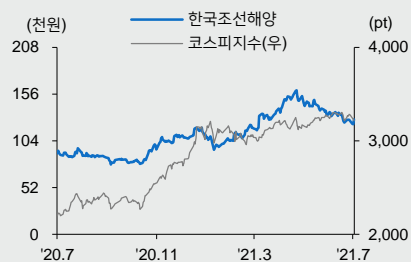
케이씨씨 외 1 인 6.61

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.9 18.5 37.6

상대주가 -5.2 16.5 -4.6

## 주가그래프



## 한국조선해양 009540

## 확실한 Big-Bath, 실적 바닥은 확인

- ✓ 2Q21 강재가 예상 인상분을 보수적 반영한 Big Bath, 2021<2022<2023 방향성 명확
- ✓ 2Q21 매출액 3,80조원(-3.3% YoY), 영업손실 8,973억원, OPM -23.6%의 어닝쇼크
- ✓ 강재가격 인상 예상효과 -9,162억원, 신규 수주 공손충 -1,842억원 반영 기준
- ✓ 21년 하반기 조선·엔진부문 개선, 22년 해양·플랜트 매출 개선 + 조선매출 증가
- ✓ 강재가격 인상에 따른 Big-Bath 구간에서 Trading 여력이 가장 높을 전망

## 예상 수준을 넘어선 보수적인 Big Bath, 2Q 실적이 저점임은 명확

하반기 강재가격 협상이 진행 중임에도 예상원가 산정을 매우 보수적으로 반영하는 Big-Bath를 단행했다. 조선 계열 3사 강재가격 인상에 대한 총당금을 4,800억원으로 예상한 바 있지만, 실제 총당금 설정은 9,162억원이었다. 신규 수주분의 공사손실총당금 1,842억원까지 반영하며 2분기 매출액 3조 7,973억원(+3.1% QoQ), 영업적자 8,973억원(적자전환), 지배지분순손실 6,287억원(적자전환)의 부진한 실적을 기록했다. 예상 강재가격 인상분의 일괄 비용 반영으로 조선부문 영업이익률은 -24.4%(-27.2%p QoQ), 엔진 +8.0%, 해양 -44.7%, 플랜트 -45.8%를 기록했다.

## 2H21 조선·엔진 수익 ↑ → 22년 해양플랜트 매출 ↑ → 23년 수익 정상화

2021년에 수주한 Shwe Platform, Petrobras FPSO Hull 해양공사의 본격적인 매출 인식은 2022년 2분기부터다. 플랜트부문은 COVID-19에 따른 현지 작업 지연이 안정화되면 적자폭이 축소된다. 6월 연결기준 신규 수주는 153.0억달러로 연간 목표 대비 91.4%를 이미 달성했다. 조선 계열 3사의 합산 매출기준 잔고는 292.3억달러로 2021년 예상 매출액 기준 2.3년치 수준이다. 2022년에는 비조선부문의 수익성 개선과 조선부문 매출증가, 2023년에는 전사적인 수익성 정상화가 유력한 이유다.

## 12개월 선행 PBR 1.0배 유지 - 중간지주 할인 감안해도 Trading 여력 ↑

2021년 말 예상 현금성자산은 4.4조원, 순차입금비율은 8.4%으로 우량 재무구조를 확보했다. 향후 주도주가 될 자회사(지분율 100%) 현대중공업의 IPO는 3분기 말로 예상되나, 중간지주회사라는 주가 할인요인은 이미 선반영되었다. Target PBR 1.0배를 유지하며, Big-Bath 이후 안정적인 Trading이 가능한 주가 수준이라고 본다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	15,182.6	290.2	164.1	2,318	-144.5	163,436	54.6	0.8	17.5	1.4	93.8
2020	14,903.7	74.4	-833.8	-11,781	-492.0	154,102	-9.2	0.7	23.0	-7.4	103.2
2021E	14,399.1	-812.2	-606.1	-8,565	-14.6	145,721	-14.9	0.9	-26.8	-5.7	113.4
2022E	16,356.1	363.1	93.8	1,325	-117.5	147,258	96.6	0.9	15.3	0.9	116.2
2023E	18,139.0	586.7	279.1	3,943	178.9	150,440	32.5	0.9	11.9	2.6	115.7

표1 한국조선해양 2Q21 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,797.3	3,925.5	-3.3	3,681.5	3.1	3,782.1	0.4	3,609.4	5.2
영업이익	-897.3	93.0	적전	67.5	적전	-191.3	369.1	-389.7	130.2
세전이익	-953.8	11.5	적전	83.1	적전	-222.6	328.5	-456.5	108.9
순이익	-722.1	0.4	적전	63.6	적전	-146.7	392.2	-351.5	105.4
지배주주순이익	-628.7	-3.4	적지	44.7	적전	-74.0	749.1	-228.5	175.1
영업이익률	-23.6	2.4		1.8		-5.1	-18.6	-10.8	-12.8
순이익률	-19.0	0.0		1.7		-3.9	-15.1	-9.7	-9.3

주: 컨센서스는 2021년 7월 21일 기준

자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국조선해양 영업실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		3,944.6	3,925.5	3,459.8	3,573.8	3,681.5	3,797.3	3,344.6	3,575.6	3,818.9	4,094.6	3,943.4	4,499.1	14,904	14,399	16,356
영업이익		121.7	93.0	40.7	-180.9	67.5	-897.3	1.9	15.8	56.1	84.4	97.1	125.5	74	-812	363
세전계속사업이익		219.2	11.5	-69.5	-730.2	83.1	-953.8	-42.1	-13.3	7.4	39.7	61.5	53.8	-569	-926	162
당기순이익		164.9	0.4	-77.1	-923.5	63.6	-722.1	-32.4	-22.2	5.7	30.6	47.4	41.4	-835	-713	125
매출액 증가율	YoY	20.7	-0.1	-5.0	-17.7	-6.7	-3.3	-3.3	0.1	3.7	7.8	17.9	25.8	-1.8	-3.4	13.6
	QoQ	-9.2	-0.5	-11.9	3.3	3.0	3.1	-11.9	6.9	6.8	7.2	-3.7	14.1			
영업이익 증가율	YoY	332.7	50.2	34.4	적전	-44.5	적전	-95.4	흑전	-16.8	흑전	5,080.1	695.3	-74.4	적전	흑전
	QoQ	-28.4	-23.6	-56.3	적전	흑전	적전	흑전	742.4	255.6	50.3	15.1	29.3	-74.4	적전	흑전
영업이익률		3.1	2.4	1.2	-5.1	1.8	-23.6	0.1	0.4	1.5	2.1	2.5	2.8	0.5	-5.6	2.2
순이익률		4.2	0.0	-2.2	-25.8	1.7	-19.0	-1.0	-0.6	0.1	0.7	1.2	0.9	-5.6	-5.0	0.8

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표3 한국조선해양의 사업부문별 연결기준 경영실적

(십억원)	2Q21P			1Q21			2Q20			2020년 연간		
	매출액	영업이익	영업이익률	매출액	영업이익	영업이익률	매출액	영업이익	영업이익률	매출액	영업이익	영업이익률
조선	3,254.4	-794.0	-24.4%	3,181.3	88.1	2.8%	3,335.1	107.8	3.2%	12,468.7	223.1	1.8%
해양	50.8	-22.7	-44.7%	77.7	-15.5	-19.9%	131.6	-6.3	-4.8%	533.1	-38.4	-7.2%
플랜트	107.1	-49.0	-45.8%	90.1	-12.6	-14.0%	154.2	3.0	1.9%	543.5	-22.4	-4.1%
엔진기계	168.3	13.4	8.0%	165.8	50.8	30.6%	146.0	51.1	35.0%	708.6	131.9	18.6%
그린에너지	146.3	2.9	2.0%	90.1	1.6	1.8%	108.8	0.9	0.8%	394.4	8.8	2.2%
기타	70.4	-47.9		76.5	-44.9		49.8	-63.6		255.4	-228.6	
합계	3,797.3	-897.3	-23.6%	3,681.5	67.5	1.8%	3,925.5	92.9	2.4%	14,903.7	74.4	0.5%

자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q21 Conference Call Q&amp;A

- Q1** 강제가 협상이 완료되지 않은 상황에서 보수적으로 총당금을 설정했다는 것의 근거는?  
기자재, 의장재, 도료 등의 비용은 어떻게 반영이 되는지?
- A1** 하반기 강제가격은 현재 협상 진행 중. POSCO는 115만원을 제시했고, 100-115만원 사이일 것으로 생각함. ‘보수적’이라는 표현은 가격을 충분히 높게 잡았다는 의미임. 기타 비용은 따로 발체해서 언급하긴 어려움. 도료 같은 경우는 매출액에서 2~3%, 원가에서 5% 정도 차지함.
- Q2** 후판가격 추이 시나리오가 있는가? 이번에 공손충을 유발한 프로젝트의 비중은?
- A2** 후판가격의 고점은 하반기부터 내년 상반기까지 1년 정도 유지되고, 그 이후에 완만하게 안정되는 시나리오를 생각함. 선종별로, 개별 수주 선박별로 비용이 상이하기에 정확한 비중 계산은 어려움. 이미 계약한 선박도 선가 인상을 협의하는 중임.
- Q3** 이번 총당금을 설정하며, 3, 4분기에는 흑자전환이 가능한 건지?
- A3** 상선부문에 대해서는 후판가격을 매우 높게 설정했고, 후판가격이 현재 수준을 유지하고 환율 변동이 없다면 3분기부터 상선부문 흑자전환을 예상함.
- Q4** 후판가격 인상이 조선부문 이외에 해양사업부문에는 영향이 없나?
- A4** 마지막 공사(King's Quay)가 6월 29일 출항(Sail-away), 추가 강제가 투입된 것이 없기에 손실 반영이 없었음. 2021년 수주한 미얀마 Shwe Platform과 브라질 Petrobras FPSO Hull은 2021년에는 설계 부분이 반영되고 있음. 두 프로젝트의 본격적인 건조와 매출인식은 2022년 2분기부터이기에 해양플랜트부문 영향은 없으며, 조선부문 총당금 9,105억원과 엔진부분에서 57억원 비용이 반영됨.
- Q5** 이미 수주목표를 초과달성 상황인데, 향후 수주 전략은? 발주처들의 움직임은 어떤지?
- A5** 이미 2년치를 상회하는 물량을 충분히 확보한 상황에서, 하반기에는 수익성 좋은 프로젝트에 한해 선별적으로 수주할 것. 발주처들은 강제가격 상승을 인식하고 선가에 반영될 수 밖에 없다는 점도 인지하고 있으나, inquiry는 계속 오고 있음. 당분간 선주-조선사간 선가 줄다리기는 지속될 것.
- Q6** 최근 낮은 선가로 체결된 선박은 LOI(Letter of Intent)나 Option인거 같은데 잔여분은? 큰 폭의 선가 인상이 가능한 시기는 언제쯤으로 예상하는지?
- A6** Shell이 발주한 LNG선은 2020년에 계약했지만, 계속 추가적인 선가 인상 협상을 해서 올린 것. 현재 남아있는 LOI나 옵션은 LNG선을 제외하고 거의 없음. 카타르를 포함해서 몇몇 LNG선은 아직 발주 가능성이 많음. 선가 인상 효과는 Slot이 부족한 대형 컨테이너선에서 먼저 나타나고, 빠르면 8월중에 볼 수 있다고 예상함.

**Q7** 강재가격 인상을 감안했을 때, 정상적 수익 기대치의 수준이 어느 정도인지? 선가 상승 폭은 어느 정도로 예상하나?

**A7** 2분기 실적은 향후 인상될 강재가격을 반영한 공사손실충당금을 설정한 것이 손실의 대부분임. 강재가격 제외 시 소폭 흑자 상황. 조선부문은 약 2,000억원의 이익이나, 해양·플랜트에서 적자가 발생하여 전체적으로도 소폭 이익을 본 수준임. 선가는 VLCC는 이중연료(Dual-Fuel)가 아닌 기존 연료(Conventional) 기준으로 조선업계가 척당 1.05억달러 수준까지 가격을 제시(Offer)하고 있다고 판단됨.

연초 VLCC 신조선가가 9천만달러 초반이었다는 점에서 조선업계 전반적으로 가격 전가를 시도하고 있음, 대형 컨테이너선은 2023년은 물론 2024년 초까지도 Dock Slot이 없는 상황이기에 현재 컨테이너선 운임의 초호황 국면이 유지됨을 감안하면, 조선업계의 추가 선가 인상이 가능하다고 봄.

**Q8** Dock Slot이 2024년 2분기까지 확보되었다면, 발주량 자체가 감소하지는 않을까?

**A8** 조선업체들이 2~2.5년의 안정적 물량을 확보한 것이 중요함. 이를 바탕으로 실제 수요를 분석하여 수익성 위주의 프로젝트 수주를 할 것. 속도 조절이 중요한데, 현재의 발주 모멘텀이 사라지지 않고 선가인상을 계속 시도하는 방향으로 나아갈 것.

**Q9** 메탄올, 암모니아 등 친환경 선박 발주 흐름이 수주측면에서 어떤 영향을 줄지?

**A9** 친환경 선박과 관련한 발주문의(Inquiry)가 컨테이너선과 탱커 등 지속적으로 들어오고 있음. 선사들이 어느 정도 발주여건이 갖춰진 상태라고 판단. 메탄올(CH<sub>3</sub>OH), 암모니아(NH<sub>3</sub>) Ready 선박이 늘어나더라도 하나의 주요 대안으로서 Gas 이중연료(LNG/LPG-Dual Fuel) 시장도 동반 성장한다고 전망함.

**Q10** 선가는 어떻게 offer되는 상황인지?

**A10** 강재가격을 반영한 수준에서 VLCC(초대형원유운반선)의 신조선가는 1.05억달러보다 더 높은 수준으로 제시할 수 있을 것으로 예상함. 컨테이너선은 15,000TEU 급의 경우 TEU당 10,000달러는 넘는 상황. 척당 1.6억달러 이상으로 생각함. 대부분 Conventional Type이 아닌 이중연료(DF)를 장착해 선가는 높게 형성될 것.

**Q11** 현대중공업의 상장 일정은?

**A11** 아직 구체적으로 확정된 것은 없음. 8월 중순 전후로 증권신고서를 제출하면 9월 말 전후로 상장할 예정으로 판단함.

## 한국조선해양 (009540)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,182.6	14,903.7	14,399.1	16,356.1	18,139.0
매출액증가율 (%)	15.4	-1.8	-3.4	13.6	10.9
매출원가	14,191.2	14,159.0	14,635.4	15,322.4	16,790.5
매출총이익	991.4	744.7	-236.3	1,033.7	1,348.5
판매관리비	701.2	670.3	576.0	670.6	761.8
영업이익	290.2	74.4	-812.2	363.1	586.7
영업이익률	1.9	0.5	-5.6	2.2	3.2
금융손익	-302.8	-24.0	-94.1	-164.5	-121.2
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	102.5	-619.5	-20.0	-36.3	-12.5
세전계속사업이익	89.9	-569.0	-926.1	162.4	453.1
법인세비용	-123.1	266.2	-213.0	37.4	104.2
당기순이익	213.1	-835.2	-713.1	125.1	348.9
지배주주지분 순이익	164.1	-833.8	-606.1	93.8	279.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-1,464.1	-90.0	1,515.3	805.4	559.2
당기순이익(손실)	213.1	-835.2	-713.1	125.1	348.9
유형자산상각비	390.3	404.0	380.6	368.3	357.8
무형자산상각비	12.9	5.2	4.3	4.2	4.1
운전자본의 증감	-2,063.2	-337.2	1,635.2	111.4	-339.3
투자활동 현금흐름	-329.6	457.1	-489.6	-640.1	-653.5
유형자산의증가(CAPEX)	-404.7	-378.4	-310.0	-325.5	-341.8
투자자산의감소(증가)	-113.0	28.3	-138.2	-100.3	-91.5
재무활동 현금흐름	973.3	1,226.8	-355.1	-118.2	-301.6
차입금의 증감	1,617.6	1,068.8	-355.1	-118.2	-301.6
자본의 증가	0.0	-82.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-816.6	1,478.3	683.5	59.9	-383.2
기초현금	3,041.8	2,225.1	3,703.4	4,386.9	4,446.8
기말현금	2,225.1	3,703.4	4,386.9	4,446.8	4,063.6

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,546.0	13,001.4	12,755.1	13,383.6	13,938.7
현금및현금성자산	2,225.1	3,703.4	4,386.9	4,446.8	4,063.6
매출채권	1,192.7	838.8	754.9	806.2	894.1
재고자산	1,318.3	1,253.0	1,127.7	1,204.3	1,335.6
비유동자산	12,509.4	12,242.8	12,253.6	12,257.0	12,281.1
유형자산	9,946.7	9,970.5	9,899.9	9,857.1	9,841.1
무형자산	115.4	117.3	115.0	112.7	110.3
투자자산	731.8	703.7	837.8	934.3	1,022.1
자산총계	25,055.4	25,244.2	25,008.7	25,640.7	26,219.8
유동부채	8,941.9	9,511.5	9,107.9	9,600.9	10,021.1
매입채무	1,460.0	1,461.3	1,411.9	1,603.8	1,778.6
단기차입금	2,506.9	1,635.1	1,035.1	935.1	835.1
유동성장기부채	304.4	2,111.1	1,496.1	1,476.1	1,456.1
비유동부채	3,187.1	3,311.4	4,179.7	4,178.6	4,042.7
사채	596.4	521.8	958.8	858.8	758.8
장기차입금	1,653.7	1,862.3	2,262.3	2,362.3	2,262.3
부채총계	12,129.1	12,823.0	13,287.6	13,779.5	14,063.8
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,483.4	2,400.5	2,400.5	2,400.5	2,400.5
기타포괄이익누계액	1,027.4	1,211.2	1,224.1	1,239.1	1,255.9
이익잉여금	16,180.6	15,419.1	14,812.9	14,906.8	15,115.1
비지배주주지분	1,359.4	1,514.9	1,408.0	1,439.2	1,509.0
자본총계	12,926.3	12,421.2	11,721.1	11,861.1	12,156.1

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	214,524	210,584	203,455	231,106	256,297
EPS(지배주주)	2,318	-11,781	-8,565	1,325	3,943
CFPS	9,221	5,368	-3,428	11,457	15,233
EBITDAPS	9,797	6,832	-6,038	10,393	13,402
BPS	163,436	154,102	145,721	147,258	150,440
DPS	0	0	0	0	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	54.6	-9.2	-14.9	96.6	32.5
PCR	13.7	20.2	-37.3	11.2	8.4
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
EBITDA	693.4	483.5	-427.4	735.5	948.5
EV/EBITDA	17.5	23.0	-26.8	15.3	11.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-7.4	-5.7	0.9	2.6
EBITDA 이익률	4.6	3.2	-3.0	4.5	5.2
부채비율	93.8	103.2	113.4	116.2	115.7
금융비용부담률	1.1	1.4	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	1.8	0.4	-4.9	2.3	3.8
매출채권회전율(x)	13.0	14.7	18.1	21.0	21.3
재고자산회전율(x)	13.0	11.6	12.1	14.0	14.3

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자자의견 비율

투자자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	170,000	김현	-34.4	-22.6	
2020.04.28	산업분석	Buy	100,000	김현	-13.1	3.5	
2020.11.13	산업분석	Buy	110,000	김현	8.5	45.9	
2021.05.31	산업분석	Hold	157,000	김현	-13.9	-4.8	
2021.07.19	산업브리프	Hold	152,000	김현	-18.1	-15.8	
2021.07.22	기업브리프	Hold	147,000	김현	-	-	