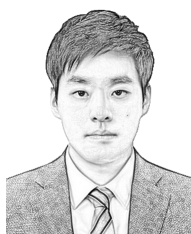


# SK COMPANY Analysis



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	7,820 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외13)	33.96%
국민연금공단	8.78%
외국인지분률	17.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/08/19)	110,500 원
KOSPI	3097.83 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	160,500 원
52주 최저가	77,700 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.2%	-5.9%
6개월	5.2%	5.6%
12개월	20.9%	-7.9%

## 한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(하향))

### 조선업 실적 약제 속 유동성 위기 없는 조선사

최근 조선업종은 개별 기업 실적 약제 지속으로 약세 시현 중. 그러나 가장 먼저 2Q21 실적 발표한 동사는 이미 약제가 주가에 반영되었고, 그럼에도 불구하고 유동성 지표가 경쟁사 대비 양호하다는 점에서 현재 과매도 구간임. 이에 투자 의견 매수를 유지함. 그러나 대규모 손실 인식으로 12M Fwd BPS 하향 불가피하며 이전 보고서 발간 시점 대비 수주 모멘텀 둔화로 Target PBR 도 1.1 배로 하향해 목표주가는 150,000 원으로 하향함

### 조선업 실적 약제 속 유동성 위기 없는 조선사

최근 조선업종은 개별 기업들의 실적 약제가 지속되며 주가 약세를 시현 중에 있음. 가장 먼저 2Q21 실적을 발표한 동사의 경우 이러한 약제가 주가에 크게 반영이 된 바 있었음. 그 외중에 동사의 경우 2021년 말 기준 104.1% 수준의 부채비율을 기록할 것으로 추정돼 업종 디스카운트가 온전히 적용된 현재 주가 수준이 과매도 구간이라고 판단됨. 경쟁사들은 현재 유동성 위기에서 자유롭지 못한. 삼성중공업은 무상감자에 이어 유상증자를 연이어 추진하며 자본잠식을 회피하기 위한 선제적 자본 확충을 진행 중이며 대우조선해양은 2Q21 실적에 수주량 대비 대규모 공사손실충당금을 설정해 장부의 훼손이 심각한 상황에 진입함. 이에 대우조선해양은 한국조선해양으로의 피인수 과정과 무관하게 자체적인 자본 확충 가능성을 완전히 배제하기 힘든 상황임. 반면 동사는 일찌감치 연간 수주 목표도 초과 달성(8월 현재 한국조선해양 수주 목표 달성률 116%, 삼성중공업 74%, 대우조선해양 82% 수준으로 추정됨)했다는 점에서 중기적 성장성까지 담보된 상황임

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 150,000 원으로 하향

이에 투자의견 매수를 유지함. 그러나 목표주가는 170,000 원에서 150,000 원으로 12% 하향함. 2Q21 대규모 손실 인식으로 12M Fwd BPS가 기존 151,002 원에서 145,535 원으로 하향된 점과 이전 보고서 발간 시점보다 수주 모멘텀이 둔화되었다는 점에서 대형 조선사 Target PBR을 종전 1.3 배 수준에서 1.1 배 수준으로 일괄 하향 조정할 영향임. 참고로 동사는 이미 1.3 배에서 1.2 배 수준으로 이전 보고서에서 하향한 바 있었음

## 영업실적 및 투자지표

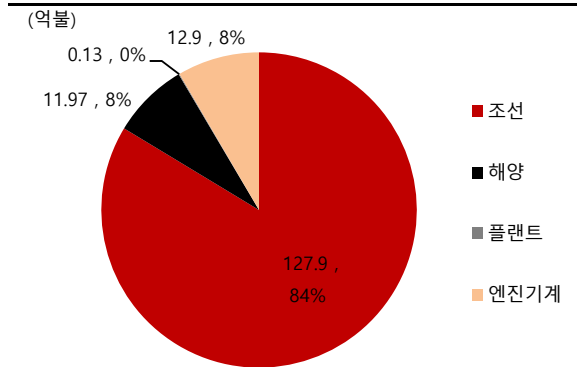
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	13,161	15,183	14,904	15,424	16,030	17,689
yoy	%	-14.9	15.4	-1.8	3.5	3.9	10.4
영업이익	십억원	-481	290	74	-755	252	347
yoy	%	적전	흑전	-74.4	적전	흑전	37.9
EBITDA	십억원	-86	693	484	-354	643	727
세전이익	십억원	-854	90	-569	-1,009	-6	88
순이익(지배주주)	십억원	-489	164	-834	-783	-23	48
영업이익률%	%	-3.7	1.9	0.5	-4.9	1.6	2.0
EBITDA%	%	-0.7	4.6	3.2	-2.3	4.0	4.1
순이익률	%	-3.5	1.4	-5.6	-5.0	0.0	0.4
EPS(계속사업)	원	-10,094	2,318	-11,781	-11,067	-328	673
PER	배	N/A	54.6	N/A	N/A	N/A	164.2
PBR	배	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-117.7	17.7	23.1	-34.8	19.0	16.9
ROE	%	-4.3	1.4	-7.4	-7.4	-0.2	0.5
순차입금	십억원	-325	1,819	1,911	2,870	2,784	2,812
부채비율	%	88.6	93.8	103.2	104.1	106.5	111.4

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액		39,446	39,255	34,598	35,738	36,815	37,973	37,386	42,064	151,826	149,037	154,238
	YoY	20.4%	0.1%	-5.0%	-17.7%	-6.7%	-3.3%	8.1%	17.7%	15.4%	-1.8%	3.5%
	QoQ	-9.2%	-0.5%	-11.9%	3.3%	3.0%	3.1%	-1.5%	12.5%			
영업이익		1,217	930	407	(1,809)	675	(8,973)	156	596	2,902	744	(7,547)
영업이익률		3.1%	2.4%	1.2%	-5.1%	1.8%	-23.6%	0.4%	1.4%	1.9%	0.5%	-4.9%
	YoY	252.2%	67.6%	34.4%	-206.5%	-44.5%	적전	-61.7%	흑전	흑전	-74.4%	적전
	QoQ	-28.4%	-23.6%	-56.3%	-545.0%	-137.3%	적전	흑전	282.9%			
세전이익		2,192	115	(695)	(7,302)	831	(9,541)	(404)	(975)	899	(5,690)	(10,089)
세전이익률		5.6%	0.3%	-2.0%	-20.4%	2.3%	-25.1%	-1.1%	-2.3%	0.6%	-3.8%	-6.5%
순이익		1,649	4	(771)	(9,235)	636	(7,224)	(309)	(747)	2,131	(8,352)	(7,644)
순이익률		4.2%	0.0%	-2.2%	-25.8%	1.7%	-19.0%	-0.8%	-1.8%	1.4%	-5.6%	-5.0%

자료: 한국조선해양, SK 증권

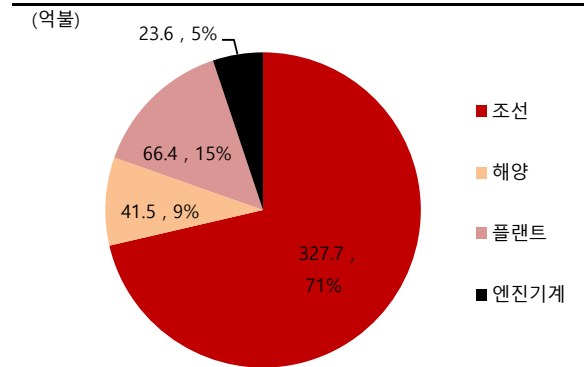
2021년 6월 말 YTD 신규수주



자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

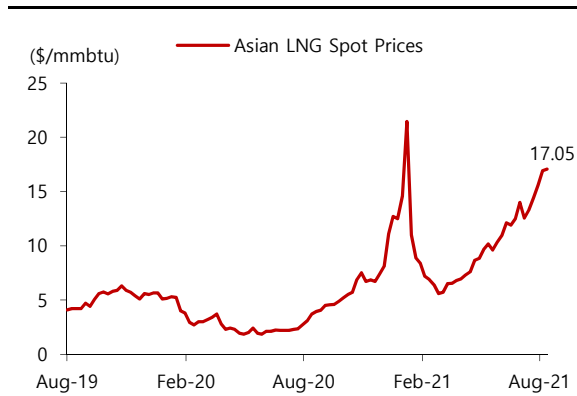
2021년 6월 말 인도기준 수주잔고



자료: 한국조선해양, SK 증권

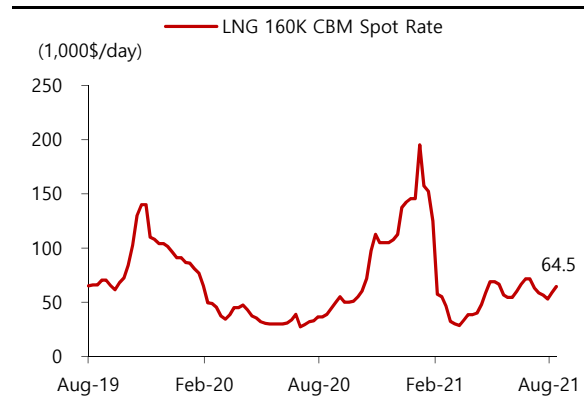
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이



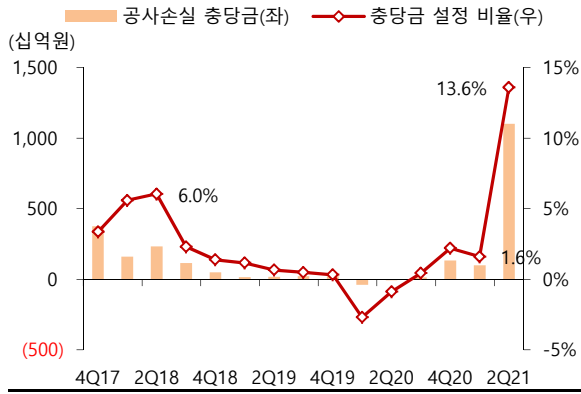
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



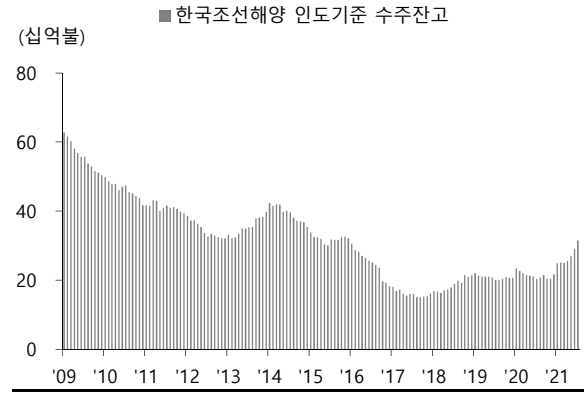
자료: Clarkson's Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율 추이



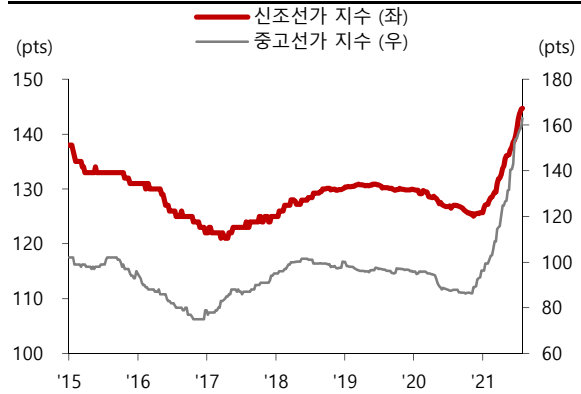
자료: 한국조선해양 SK 증권  
 주1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임  
 주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정  
 주3: 2Q21의 경우 기존 수주량에 대해서도 공손충 설정함

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)	145,085	144,140	146,586	145,962	145,451
Target BPS(원)	145,535				
Target PBR(배)	<b>1.1</b>				
목표 주가(원)	<b>150,000</b>				
현재 주가(원)	110,500				
상승 여력	<b>36%</b>				

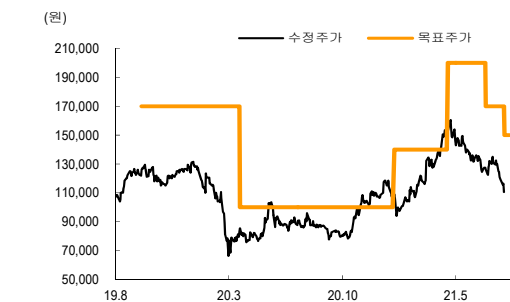
자료 SK 증권

## 한국조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(억원)	37,388	153,576	37,386	154,238	0.0%	0.4%
영업이익(억원)	(6,574)	(5,148)	156	(7,547)	흑전	적지
목표주가(원)	<b>170,000</b>		<b>150,000</b>		<b>-12%</b>	

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.08.20	매수	150,000원	6개월		
2021.07.16	매수	170,000원	6개월	-25.89%	-20.59%
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	-33.59%	-22.65%
2019.10.08	매수	170,000원	6개월	-27.62%	-22.65%



### 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 8월 20일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	12,546	13,001	11,780	12,350	13,368
현금및현금성자산	2,225	3,703	2,377	2,623	2,755
매출채권및기타채권	1,414	1,023	1,059	1,100	1,214
재고자산	1,318	1,253	1,297	1,348	1,487
<b>비유동자산</b>	12,509	12,243	12,175	12,052	11,932
장기금융자산	273	291	336	336	336
유형자산	9,947	9,971	9,805	9,680	9,546
무형자산	115	117	124	129	134
<b>자산총계</b>	25,055	25,244	23,955	24,402	25,299
<b>유동부채</b>	8,942	9,512	8,103	8,555	9,358
단기금융부채	3,040	3,963	2,866	3,116	3,366
매입채무 및 기타채무	1,939	1,941	2,009	2,088	2,304
단기충당부채	665	633	154	160	177
<b>비유동부채</b>	3,187	3,311	4,114	4,030	3,974
장기금융부채	2,648	2,794	3,352	3,262	3,172
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	355	329	421	414	433
<b>부채총계</b>	12,129	12,823	12,217	12,585	13,332
<b>지배주주지분</b>	11,567	10,906	10,201	10,257	10,384
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	14,652	14,629	14,677
비지배주주지분	1,359	1,515	1,537	1,560	1,583
<b>자본총계</b>	12,926	12,421	11,738	11,817	11,967
<b>부채외자본총계</b>	25,055	25,244	23,955	24,402	25,299

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,404	22	-467	518	386
당기순이익(손실)	213	-835	-764	-4	67
비현금성항목등	439	1,215	436	647	660
유형자산감가상각비	390	404	396	385	374
무형자산감가상각비	13	5	5	6	6
기타	55	535	251	336	336
운전자본감소(증가)	-2,063	-337	-360	-126	-320
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-38	316	38	-42	-114
재고자산감소(증가)	-305	11	-36	-51	-139
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	229	52	125	79	216
기타	-1,949	-716	-489	-112	-283
법인세납부	6	-21	222	1	-21
<b>투자활동현금흐름</b>	-231	534	-141	-223	-200
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	48	51
<b>재무활동현금흐름</b>	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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-817	1,478	-1,327	246	132
기초현금	3,042	2,225	3,703	2,377	2,623
기말현금	2,225	3,703	2,377	2,623	2,755
FCF	-1,278	238	-945	185	72

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	15,183	14,904	15,424	16,030	17,689
<b>매출원가</b>	14,191	14,159	15,414	14,883	16,354
<b>매출총이익</b>	991	745	10	1,147	1,335
매출총이익률 (%)	6.5	5.0	0.1	7.2	7.6
<b>판매비와관리비</b>	701	670	765	895	988
<b>영업이익</b>	290	74	-755	252	347
영업이익률 (%)	1.9	0.5	-4.9	1.6	2.0
<b>비영업손익</b>	-200	-643	-254	-258	-260
순금융비용	72	146	157	161	163
외환관련손익	55	-152	239	239	239
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	90	-569	-1,009	-6	88
세전계속사업이익률 (%)	0.6	-3.8	-6.5	0.0	0.5
<b>계속사업법인세</b>	-123	266	-245	-1	21
<b>계속사업이익</b>	213	-835	-764	-4	67
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	213	-835	-764	-4	67
순이익률 (%)	1.4	-5.6	-5.0	0.0	0.4
<b>지배주주</b>	164	-834	-783	-23	48
지배주주귀속 순이익률(%)	1.08	-5.59	-5.08	-0.15	0.27
<b>비지배주주</b>	49	-1	19	19	19
<b>총포괄이익</b>	180	-553	-681	79	150
<b>지배주주</b>	129	-578	-704	56	127
<b>비지배주주</b>	51	24	23	23	23
<b>EBITDA</b>	693	484	-354	643	727

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.4	-1.8	3.5	3.9	10.4
영업이익	흑전	-74.4	적전	흑전	37.9
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	흑전	-30.3	적전	흑전	13.1
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	흑전
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.4	-7.4	-7.4	-0.2	0.5
ROA	0.9	-3.3	-3.1	0.0	0.3
EBITDA마진	4.6	3.2	-2.3	4.0	4.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.3	136.7	145.4	144.4	142.9
부채비율	93.8	103.2	104.1	106.5	111.4
순차입금/자기자본	14.1	15.4	24.5	23.6	23.5
EBITDA/이자비용(배)	4.2	2.3	-1.6	3.1	3.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,318	-11,781	-11,067	-328	673
BPS	163,436	154,102	144,139	144,930	146,722
CFPS	8,015	-6,000	-5,404	5,193	6,036
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	62.3	N/A	N/A	N/A	238.5
PER(최저)	40.5	N/A	N/A	N/A	139.7
PBR(최고)	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
PBR(최저)	0.6	0.4	0.7	0.7	0.6
PCR	15.8	-18.1	-20.5	21.3	18.3
EV/EBITDA(최고)	19.5	26.5	-44.8	24.5	21.8
EV/EBITDA(최저)	14.4	16.9	-31.5	17.2	15.3