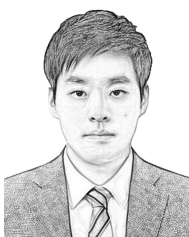


# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**유승우**

yswbest@sk.com.kr  
02-3773-9180

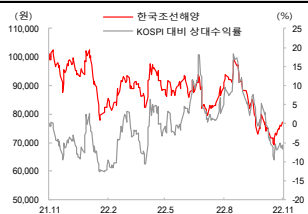
### Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,457 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외10)	36.65%
국민연금공단	5.74%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(22/11/09)	77,100 원
KOSPI	2424.41 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	102,500 원
52주 최저가	69,300 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.8%	-11.4%
6개월	-12.9%	-6.2%
12개월	-23.7%	-6.7%

## 한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

### 자회사 주가 부진 + 중간지주사 성격 강화

신규 수주 감소 우려로 자회사인 현대중공업과 현대미포조선의 주가가 약세를 면치 못했음. 중고선가 지수가 급락한 뒤 회복하지 못하고 있고 경기 침체 우려가 확산되고 있음. 그러나 동사는 내년 현대삼호중공업 IPO와 관련해 주가 낙폭이 과대한 측면이 있어 투자 의견 매수를 유지하고 상승 여력이 가장 크기 때문에 업종 내 Top Pick 으로 제시함. 목표 주가는 Target PBR 조정으로 120,000 원에서 100,000 원으로 하향함

### 신규 수주 감소 우려로 자회사 주가 부진

최근 동사의 자회사인 현대중공업과 현대미포조선의 주가가 약세를 면치 못하고 있음. 이는 신규 수주가 줄어들 우려 때문인 것으로 판단됨. 11 월 1 주차 신조선가 지수는 161.45pts 로 마감함. 6 개월여째 161pts 인근에 머물고 있는 것임. 선종별로는 컨테이너 선과 벌크선은 선가 하락세에 놓여 있고, LNGC와 VLCC는 버티고 있는 형국임. 컨테이너는 2019 년 11 월 대비 42.2%까지 신조선가가 상승했지만 현재 35.8% 수준이고, 벌크선은 30.3%까지 상승했지만 역시 하락세에 놓여 26.3% 수준을 기록 중임. 동시에 중고선가도 하락세임. 11 월 1 주차 중고선가 지수는 172.22pts 로 WoW - 1.6% 기록 함. 지난 9 월 4 주차에 211.32pts 에서 200.89pts 로 하락하고 10 월 1 주차에 201.02pts 에서 175.77pts 로 급락한 뒤 회복할 기미가 보이지 않고 있음. 경기 침체에 대한 우려 감이 중고선가 급락으로 반영된 상황으로 보이며 선박 신조 발주가 지속적으로 줄어들 것으로 전망됨

### 투자의견 매수 유지, 목표주가는 120,000 원 → 100,000 원으로 하향

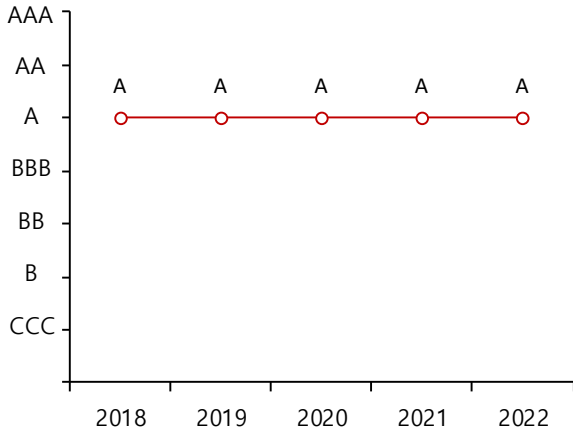
그럼에도 불구하고 투자의견 매수를 유지하고 상승 여력이 섹터 내에서 가장 크다는 점에서 업종 내 Top Pick 으로 제시함. 내년 비상장 자회사인 현대삼호중공업의 IPO 가 진행될 것으로 점쳐지면서 동사의 중간지주사로서의 성격이 짙어졌음. 이에 주가 낙폭이 다소 과대해진 측면이 있음. 목표주가는 기존 120,000 원에서 17% 하향한 100,000 원 으로 제시함. 12M Fwd BPS 146,430 원에 대형조선사 Target PBR 1.1 배에 지주사할인율 30%에 5%p 를 더 감안한 35%를 적용한 것임

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	15,183	14,904	15,493	17,700	22,029	22,265
yoy	%	15.4	-1.8	4.0	14.2	24.5	1.1
영업이익	십억원	290	74	-1,385	-344	828	1,015
yoy	%	흑전	-74.4	적전	적지	흑전	22.6
EBITDA	십억원	693	484	-986	71	1,225	1,398
세전이익	십억원	90	-569	-1,632	-59	1,094	1,282
순이익(지배주주)	십억원	164	-834	-929	17	678	785
영업이익률%	%	1.9	0.5	-8.9	-1.9	3.8	4.6
EBITDA%	%	4.6	3.2	-6.4	0.4	5.6	6.3
순이익률	%	1.4	-5.6	-7.4	-0.2	2.9	3.3
EPS(계속사업)	원	2,318	-11,781	-13,131	237	9,575	11,092
PER	배	54.6	N/A	N/A	324.8	8.1	7.0
PBR	배	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	17.7	23.1	-9.8	116.5	6.6	5.4
ROE	%	1.4	-7.4	-9.0	0.2	6.6	7.1
순차입금	십억원	1,819	1,911	381	182	-76	-524
부채비율	%	93.8	103.2	119.9	140.3	153.3	146.3

## ESG 하이라이트

### 한국조선해양의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>한국조선해양 종합 등급</b>	<b>A</b>	<b>C-</b>	<b>53.6</b>
환경(Environment)	606	B+	40.1
사회(Social)	49.7	C	33.4
지배구조(Governance)	602	B-	87.2
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
삼성중공업	A	C	66.1
대우조선해양	BBB	C	46.5
현대미포조선	AA	C-	36.9

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 한국조선해양 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 현대중공업그룹은 지난해 안전관리 종합개선대책 수립을 발표하며 산업재해 사망사고에 대한 전면적 대응에 나선 바 있다. 조선사업부 생산본부를 안전생산본부로, 생산부문을 안전생산부문으로 변경하는 등 안전조직을 개편하고 안전 조직이 생산 부분에 종속되거나 치우치지 않도록 안전위기관리팀을 신설했다는 내용이다. 또 안전투자를 강화하고 전 작업자에게 안전작업 요구권 부여, 작업표준혁신 TF 팀 운영 등을 골자로 한다.

자료: SK 증권

### 한국조선해양의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	"발행규모	표면금리 (%)
NA			

자료: KRX, SK 증권

### 한국조선해양의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.10.10	지배구조 (Governance)	이번엔 한국조선해양...주주 저지 성공할까
2022.08.25	사회 (Social)	"인력 부담하게 빼겠다"...조선 4 사, 한국조선해양 공정부 제소
2022.06.02	사회 (Social)	하청업체 기술 유출 한국조선해양, 첫 재판서 혐의 부인
2022.05.09	사회 (Social)	현대重 적자 탈출 바쁜데...파업연장으로 발목잡는 노조
2022.04.18	사회 (Social)	경쟁업체에 하청업체 기술 유출...검찰, 한국조선해양 기소
2021.12.16	사회 (Social)	현대重 근로자 손 들어준 대법원 "일시적 경영악화 탓 임금 미지급 안 돼"

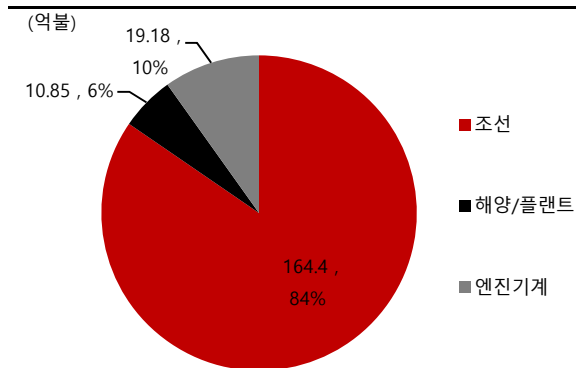
자료: 주요 언론사, SK 증권

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액		36,815	37,973	35,580	44,566	39,077	41,886	42,644	53,392	149,037	154,934	176,999
	YoY	-6.7%	-3.3%	2.8%	24.7%	6.1%	10.3%	19.9%	19.8%	-1.8%	4.0%	14.2%
	QoQ	3.0%	3.1%	-6.3%	25.3%	-12.3%	7.2%	1.8%	25.2%			
영업이익		675	(8,973)	1,418	(6,968)	(3,964)	(2,651)	1,888	1,290	744	(13,848)	(3,437)
영업이익률		1.8%	-23.6%	4.0%	-15.6%	-10.1%	-6.3%	4.4%	2.4%	0.5%	-8.9%	-1.9%
	YoY	-44.5%	적전	248.7%	적지	적전	적지	33.2%	적지	-74.4%	적전	적지
	QoQ	-137.3%	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	-31.7%			
세전이익		831	(9,538)	2,422	(10,037)	(3,829)	(1,513)	4,050	705	(5,690)	(16,322)	(587)
세전이익률		2.3%	-25.1%	6.8%	-22.5%	-9.8%	-3.6%	9.5%	1.3%	-3.8%	-10.5%	-0.3%
순이익		636	(7,221)	1,926	(6,753)	(2,932)	(1,056)	3,159	492	(8,352)	(11,412)	(337)
순이익률		1.7%	-19.0%	5.4%	-15.2%	-7.5%	-2.5%	7.4%	0.9%	-5.6%	-7.4%	-0.2%

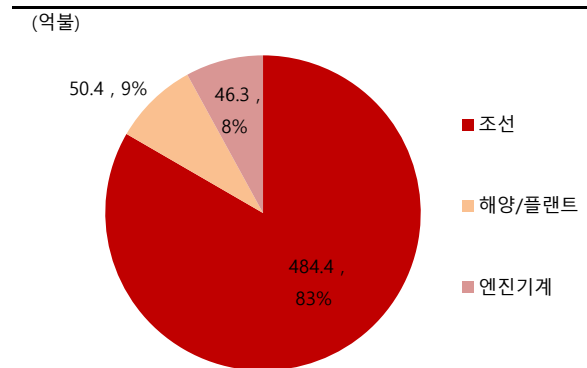
자료: 한국조선해양, SK 증권

2022년 9월 말 YTD 신규수주



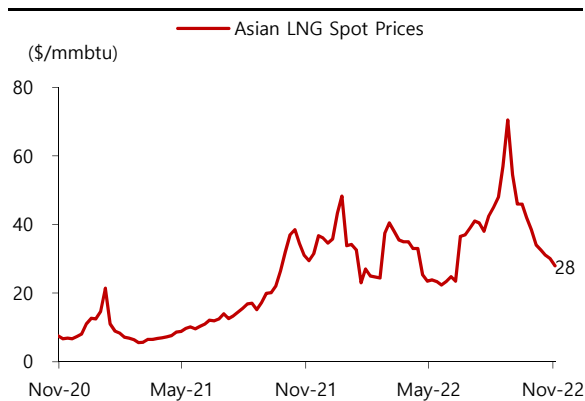
자료: 한국조선해양, SK 증권  
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

2022년 9월 말 인도기준 수주잔고



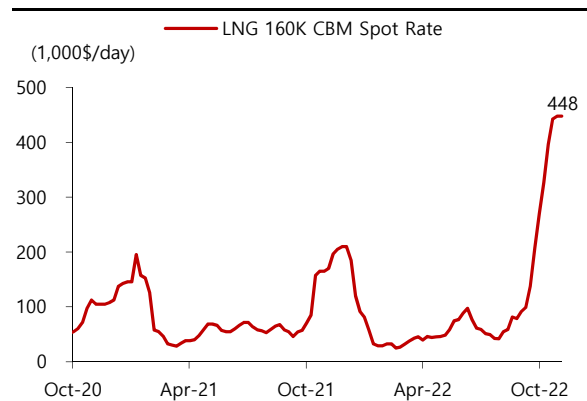
자료: 한국조선해양, SK 증권  
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이



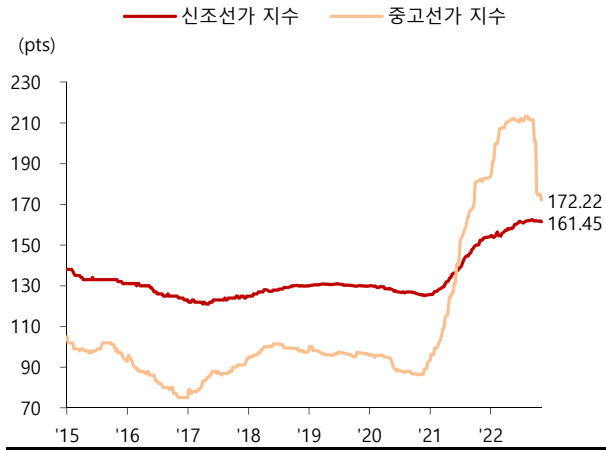
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



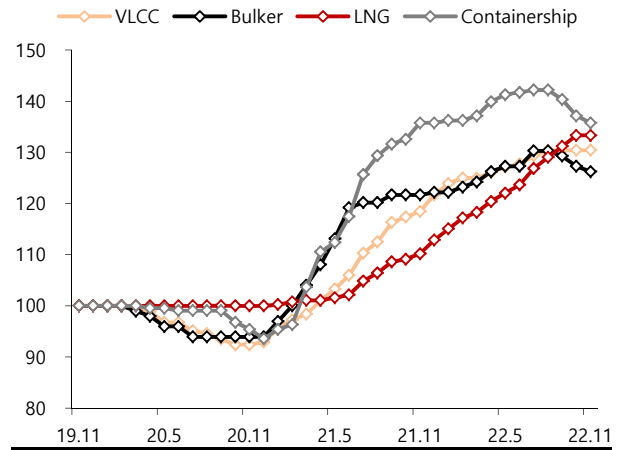
자료: Clarksons Research, SK 증권

신조선가, 중고선가 지수 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

선종별 신조선가 지수 추이(2019,11=100)



자료: Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
BPS(원)	140,632	143,900	144,017	147,336	150,469
Target BPS(원)	146,430				
대형 조선사 Target PBR(배)	1.1				
Target PBR(배)	0.72	중간지주사 할인율	35%		
목표 주가(원)	100,000				
현재 주가(원)	77,100				
상승 여력	30%				

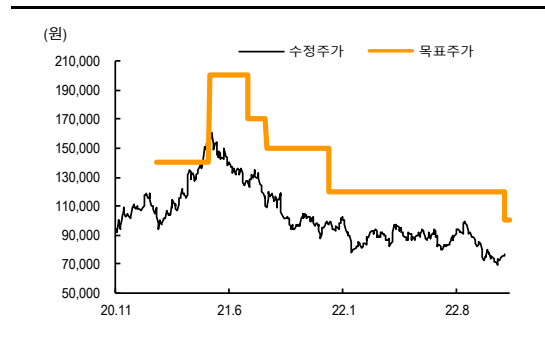
자료 SK 증권

한국조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E
매출액(억원)	49,510	178,967	53,392	176,999	7.8%	-1.1%
영업이익(억원)	(388)	(1,660)	1,290	(3,437)	흑전	적지
목표주가(원)	120,000		100,000		-17%	

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.10	매수	100,000원	6개월		
2022.04.20	매수	120,000원	6개월	-27.12%	-14.58%
2021.12.15	매수	120,000원	6개월	-24.90%	-14.58%
2021.08.20	매수	150,000원	6개월	-31.42%	-20.33%
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%



### 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 (2022년 11월 10일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	13,001	14,562	17,457	20,450	21,183
현금및현금성자산	3,703	4,567	6,330	6,796	7,383
매출채권및기타채권	1,023	1,050	1,199	1,492	1,508
재고자산	1,253	1,554	1,775	2,210	2,233
<b>비유동자산</b>	12,243	12,731	12,748	13,066	13,288
장기금융자산	291	540	378	378	378
유형자산	9,971	9,872	9,770	9,620	9,462
무형자산	117	134	148	163	178
<b>자산총계</b>	25,244	27,293	30,205	33,516	34,471
<b>유동부채</b>	9,512	11,286	14,033	16,688	17,064
단기금융부채	3,963	2,676	4,196	4,445	4,690
매입채무 및 기타채무	1,941	2,505	2,862	3,562	3,600
단기충당부채	633	1,750	1,999	2,488	2,515
<b>비유동부채</b>	3,311	3,593	3,601	3,597	3,410
장기금융부채	2,794	3,124	2,999	2,933	2,835
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	329	319	440	497	415
<b>부채총계</b>	12,823	14,879	17,634	20,285	20,474
<b>지배주주지분</b>	10,906	9,857	9,953	10,649	11,453
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,401	2,468	2,468	2,468
기타자본구성요소	-8,478	-8,697	-8,703	-8,703	-8,703
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	15,419	14,467	14,511	15,188	15,973
비지배주주지분	1,515	2,557	2,618	2,581	2,545
<b>자본총계</b>	12,421	12,414	12,571	13,230	13,997
<b>부채외자본총계</b>	25,244	27,293	30,205	33,516	34,471

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	22	902	1,816	639	805
당기순이익(손실)	-835	-1,141	-34	627	735
비현금성항목등	1,215	233	180	598	664
유형자산감가상각비	404	394	407	390	376
무형자산감가상각비	5	5	8	7	8
기타	535	-177	-565	-200	-200
운전자본감소(증가)	-337	1,795	1,668	-119	-46
매출채권및기타채권의 감소(증가)	316	-48	8	-293	-16
재고자산감소(증가)	11	-400	-216	-434	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	52	686	281	700	38
기타	-716	1,557	1,595	-91	-45
법인세납부	-21	16	1	-467	-547
<b>투자활동현금흐름</b>	534	281	-193	-152	-156
금융자산감소(증가)	647	184	56	24	-7
유형자산감소(증가)	-331	-354	-269	-240	-218
무형자산감소(증가)	-11	-23	-23	-23	-23
기타	230	474	43	86	92
<b>재무활동현금흐름</b>	1,038	-355	135	-21	-62
단기금융부채증가(감소)	1,196	-1,235	102	249	245
장기금융부채증가(감소)	-18	-19	0	-66	-98
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-9	-4	-3	0	0
기타	-131	902	35	-204	-209
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,478	864	1,762	466	587
기초현금	2,225	3,703	4,567	6,330	6,796
기말현금	3,703	4,567	6,330	6,796	7,383
FCF	238	982	-91	490	678

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	14,904	15,493	17,700	22,029	22,265
<b>매출원가</b>	14,159	16,010	17,091	19,971	20,007
<b>매출총이익</b>	745	-517	609	2,058	2,258
매출총이익률 (%)	5.0	-3.3	3.4	9.3	10.1
<b>판매비와관리비</b>	670	868	953	1,230	1,243
<b>영업이익</b>	74	-1,385	-344	828	1,015
영업이익률 (%)	0.5	-8.9	-1.9	3.8	4.6
<b>비영업손익</b>	-643	-247	285	266	267
순금융비용	146	115	98	117	117
외환관련손익	-152	232	184	184	184
관계기업투자등 관련손익	0	-11	-5	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-569	-1,632	-59	1,094	1,282
세전계속사업이익률 (%)	-3.8	-10.5	-0.3	5.0	5.8
<b>계속사업법인세</b>	266	-491	-25	467	547
<b>계속사업이익</b>	-835	-1,141	-34	627	735
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-835	-1,141	-34	627	735
순이익률 (%)	-5.6	-7.4	-0.2	2.9	3.3
지배주주	-834	-929	17	678	785
지배주주귀속 순이익률(%)	-5.59	-6	0.09	3.08	3.53
비지배주주	-1	-212	-50	-50	-50
총포괄이익	-553	-1,047	-1	659	767
지배주주	-578	-830	35	696	804
비지배주주	24	-217	-37	-37	-37
<b>EBITDA</b>	484	-986	71	1,225	1,398

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-1.8	4.0	14.2	24.5	1.1
영업이익	-74.4	적전	적지	흑전	22.6
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	17.1
EBITDA	-30.3	적전	흑전	1,615.0	14.2
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	3,934.2	15.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-7.4	-9.0	0.2	6.6	7.1
ROA	-3.3	-4.3	-0.1	2.0	2.2
EBITDA마진	3.2	-6.4	0.4	5.6	6.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	136.7	129.0	124.4	122.5	124.1
부채비율	103.2	119.9	140.3	153.3	146.3
순차입금/자기자본	15.4	3.1	1.5	-0.6	-3.7
EBITDA/이자비용(배)	2.3	-5.6	0.4	6.0	6.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-11,781	-13,131	237	9,575	11,092
BPS	154,102	139,270	140,632	150,469	161,822
CFPS	-6,000	-7,497	6,102	15,182	16,507
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation 지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	431.9	10.7	9.2
PER(최저)	N/A	N/A	292.0	7.2	6.3
PBR(최고)	0.9	1.2	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	-18.1	-12.6	12.6	5.1	4.7
EV/EBITDA(최고)	26.5	-14.6	141.6	8.0	6.7
EV/EBITDA(최저)	16.9	-9.3	108.7	6.1	5.0