

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

## Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,879 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외13)	33.96%
국민연금공단	8.78%
외국인지분률	19.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/12/14)	97,200 원
KOSPI	2987.95 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	160,500 원
52주 최저가	87,500 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.2%	-4.9%
6개월	-29.8%	-23.6%
12개월	-12.4%	-19.0%

## 한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(하향))

### EU 기업결합심의 결과가 무엇이든 약재는 아니다

최근 로이터 통신은 EU 당국이 기업결합심사 승인 거부를 준비 중이라고 보도함. 그러나 실제로 미승인될 경우 동사의 대우조선해양으로의 증자가 철회돼 현금 확보됨. 또한 이러한 외부 변수와 무관하게 경쟁국 대비 압도적 고부가 선종 수주 실적을 자랑한다는 점에서 긍정적임. 이에 투자의견 매수 유지함. 그러나 대형 조선사 Target PBR 1.0 배에 지주사 할인을 20%를 적용해 동사 목표주가는 120,000 원으로 하향 조정함

### EU 기업결합심사 결과가 무엇이든 한국조선해양에게 약재는 아니다

최근 로이터 통신은 EU 반독점 당국이 현대중공업그룹과 대우조선해양의 기업결합심사 승인을 거부할 준비를 하고 있다고 보도한 바 있음. EU 당국은 양사 합병에 따른 LNGC 독과점 우려에 대한 시정 조치를 지속 요구해 왔지만 EU 의 기대에 미치지 못한 것이 심사 거부의 주요 배경으로 지목되고 있음. 하지만 결과가 무엇이든 동사에게 약재는 아님. 미승인할 경우 동사의 대우조선해양으로의 1.5 조원 증자 계획이 철회되어 여유 자금을 고스란히 확보하게 됨. 이는 오히려 주가에 긍정적 이슈임

### 외부 변수와 무관하게 경쟁국 대비 압도적 수주 실적이 돋보이는 대한민국

그리고 대한민국 '21 년 YTD 수주 점유율은 37.6%로 최대 경쟁 국가인 중국의 49.1% 보다 뒤져있지만 척당 수주액은 대한민국 \$1.07 억/척으로 중국의 \$5,174 만/척의 2 배 이상임. 대한민국은 LNGC, LPGC 와 같은 고부가 선종 위주의 수주 전략을 고수하고 있는 것. 대한민국 '21 년 LNGC 수주 점유율은 87.7%으로 중국의 12.3%를 크게 앞지르고 있으며 이는 지난 수년간 불거진 중국 조선사들의 납기 지연 및 선박 결함에 따른 발주처의 대한민국 선호도 증가와 무관하지 않은 것으로 판단됨

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 150,000 원 → 120,000 원으로 하향

이에 투자의견 매수를 유지함. 그러나 목표주가는 150,000 원에서 120,000 원으로 20% 하향함. BPS 변경 폭은 작지만 현재 수주 모멘텀을 감안한 대형 조선사 Target PBR 1.0 배에 지주사 역할을 하는 동사에게 20% 할인한 0.8 배를 적용했기 때문임

## 영업실적 및 투자지표

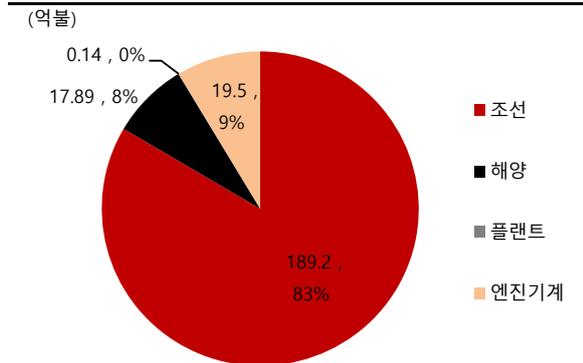
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	13,161	15,183	14,904	15,306	15,168	15,443
yoy	%	-14.9	15.4	-1.8	2.7	-0.9	1.8
영업이익	십억원	-481	290	74	-628	238	303
yoy	%	적전	흑전	-74.4	적전	흑전	27.4
EBITDA	십억원	-86	693	484	-227	628	682
세전이익	십억원	-854	90	-569	-636	634	696
순이익(지배주주)	십억원	-489	164	-834	-415	527	573
영업이익률%	%	-3.7	1.9	0.5	-4.1	1.6	2.0
EBITDA%	%	-0.7	4.6	3.2	-1.5	4.1	4.4
순이익률	%	-3.5	1.4	-5.6	-3.1	3.1	3.4
EPS(계속사업)	원	-10,094	2,318	-11,781	-5,871	7,440	8,096
PER	배	N/A	54.6	N/A	N/A	13.1	12.0
PBR	배	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	-117.7	17.7	23.1	-51.6	18.5	16.9
ROE	%	-4.3	1.4	-7.4	-3.9	4.9	5.0
순차입금	십억원	-325	1,819	1,911	2,040	2,004	1,966
부채비율	%	88.6	93.8	103.2	93.4	89.8	87.5

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액		39,446	39,255	34,598	35,738	36,815	37,973	35,580	42,696	151,826	149,037	153,063
	YoY	20.4%	0.1%	-5.0%	-17.7%	-6.7%	-3.3%	2.8%	19.5%	15.4%	-1.8%	2.7%
	QoQ	-9.2%	-0.5%	-11.9%	3.3%	3.0%	3.1%	-6.3%	20.0%			
영업이익		1,217	930	407	(1,809)	675	(8,973)	1,418	605	2,902	744	(6,276)
영업이익률		3.1%	2.4%	1.2%	-5.1%	1.8%	-23.6%	4.0%	1.4%	1.9%	0.5%	-4.1%
	YoY	252.2%	67.6%	34.4%	-206.5%	-44.5%	적전	248.7%	흑전	흑전	-74.4%	적전
	QoQ	-28.4%	-23.6%	-56.3%	-545.0%	-137.3%	적전	흑전	-57.4%			
세전이익		2,192	115	(695)	(7,302)	831	(9,538)	2,422	(75)	899	(5,690)	(6,359)
세전이익률		5.6%	0.3%	-2.0%	-20.4%	2.3%	-25.1%	6.8%	-0.2%	0.6%	-3.8%	-4.2%
순이익		1,649	4	(771)	(9,235)	636	(7,221)	1,926	(59)	2,131	(8,352)	(4,718)
순이익률		4.2%	0.0%	-2.2%	-25.8%	1.7%	-19.0%	5.4%	-0.1%	1.4%	-5.6%	-3.1%

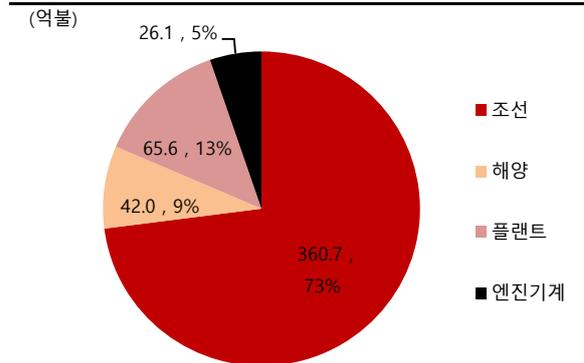
자료: 한국조선해양, SK 증권

2021년 10월 말 YTD 신규수주



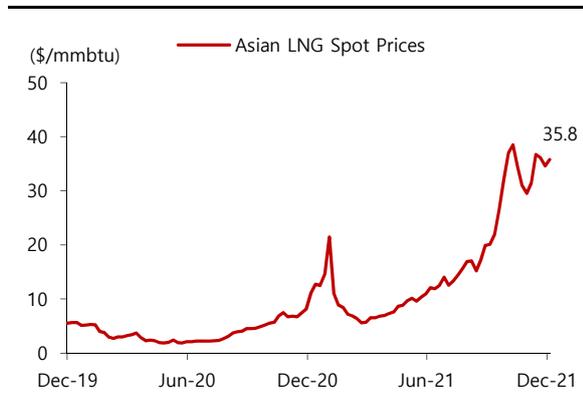
자료: 한국조선해양, SK 증권  
 주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

2021년 10월 말 인도기준 수주잔고



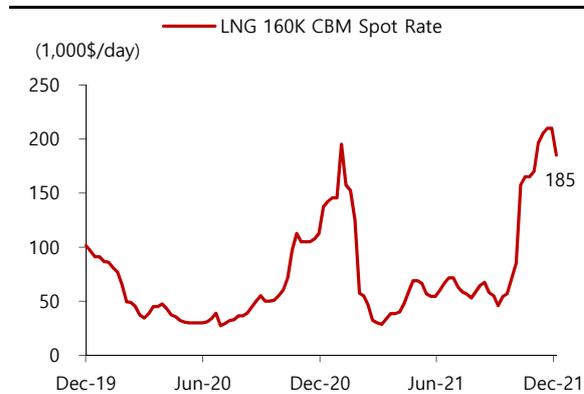
자료: 한국조선해양, SK 증권  
 주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarkson Research, SK 증권

신조선가 및 중고선가 지수 추이



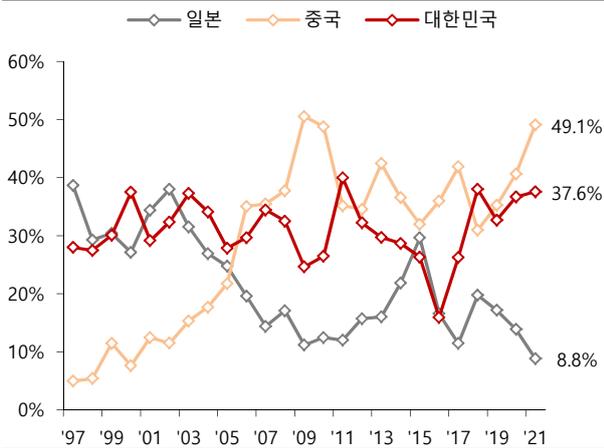
자료: Clarksons Research, SK 증권

POSCO 기준 후판 유통가 추이



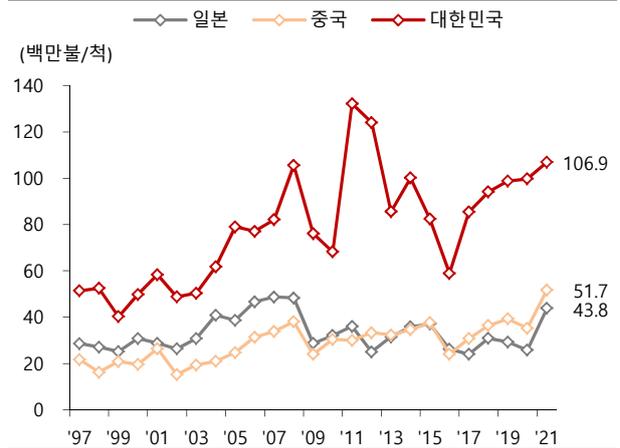
자료: 스틸데일리, SK 증권

대한민국, 중국, 일본 조선사 신규 수주 점유율 추이(CGT 기준)



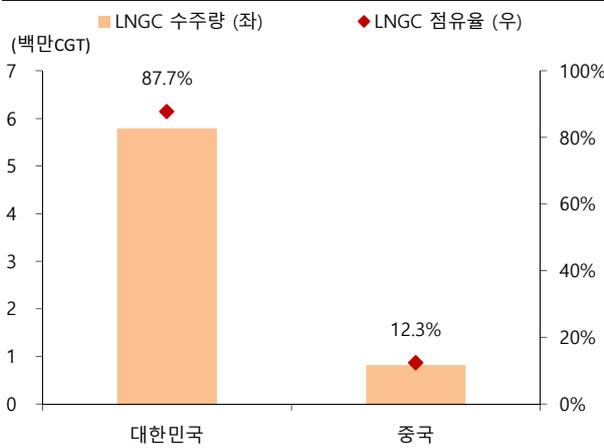
자료: Clarksons Research, SK 증권

대한민국, 중국, 일본 조선사 신규 수주 척당 수주액 추이



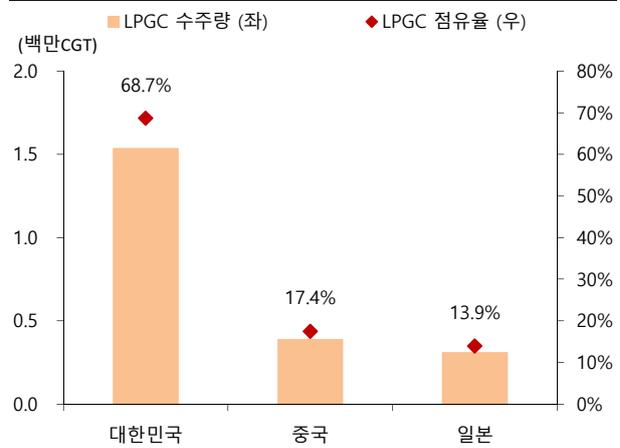
자료: Clarksons Research, SK 증권

2021년 YTD 대한민국, 중국 LNGC 수주 점유율 비교



자료: Clarksons Research, SK 증권

2021년 YTD 대한민국, 중국, 일본 LPGC 수주 점유율 비교



자료: 스틸데일리, SK 증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
BPS(원)	146,808	150,747	153,446	155,089	155,936
Target BPS(원)	153,804				
대형 조선사 Target PBR(배)	<b>1.0</b>				
Target PBR(배)	<b>0.8</b>	지주사 할인율	<b>20%</b>		
목표 주가(원)	<b>120,000</b>				
현재 주가(원)	97,200				
상승 여력	<b>23%</b>				

자료 SK 증권

한국조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	4Q21E	2021E	4Q21E	2021E	4Q21E	2021E
매출액(억원)	42,064	154,238	42,696	153,063	1.5%	-0.8%
영업이익(억원)	596	(7,547)	605	(6,276)	1.4%	적지
목표주가(원)	<b>150,000</b>		<b>120,000</b>		<b>-20%</b>	

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.12.15	매수	120,000원	6개월		
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%
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	-40.26%	-24.12%



### 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 12월 15일 기준)

매수	90.7%	중립	9.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	12,546	13,001	12,764	12,886	13,231
현금및현금성자산	2,225	3,703	3,485	3,688	3,910
매출채권및기타채권	1,414	1,023	1,051	1,041	1,060
재고자산	1,318	1,253	1,287	1,275	1,298
<b>비유동자산</b>	12,509	12,243	12,604	13,139	13,685
장기금융자산	273	291	621	621	621
유형자산	9,947	9,971	9,806	9,682	9,549
무형자산	115	117	134	139	143
<b>자산총계</b>	25,055	25,244	25,368	26,025	26,916
<b>유동부채</b>	8,942	9,512	8,095	8,299	8,641
단기금융부채	3,040	3,963	2,897	3,147	3,397
매입채무 및 기타채무	1,939	1,941	1,993	1,975	2,011
단기충당부채	665	633	153	152	154
<b>비유동부채</b>	3,187	3,311	4,157	4,013	3,919
장기금융부채	2,648	2,794	3,537	3,447	3,357
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	355	329	427	377	374
<b>부채총계</b>	12,129	12,823	12,253	12,312	12,560
<b>지배주주지분</b>	11,567	10,906	10,390	11,036	11,728
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,401	2,401	2,401	2,401
기타자본구성요소	-8,478	-8,478	-8,697	-8,697	-8,697
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	16,181	15,419	15,020	15,546	16,119
비지배주주지분	1,359	1,515	2,726	2,677	2,628
<b>자본총계</b>	12,926	12,421	13,116	13,713	14,357
<b>부채외자본총계</b>	25,055	25,244	25,368	26,025	26,916

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,404	22	-298	459	445
당기순이익(손실)	213	-835	-472	470	517
비현금성항목등	439	1,215	382	158	166
유형자산감가상각비	390	404	396	384	373
무형자산감가상각비	13	5	5	6	7
기타	55	535	-81	-310	-310
운전자본감소(증가)	-2,063	-337	-340	-5	-58
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-38	316	27	9	-19
재고자산감소(증가)	-305	11	-14	12	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	229	52	74	-18	36
기타	-1,949	-716	-426	-9	-52
법인세납부	6	-21	132	-164	-180
<b>투자활동현금흐름</b>	-231	534	-83	-201	-161
금융자산감소(증가)	-187	647	153	7	24
유형자산감소(증가)	-339	-331	-338	-260	-240
무형자산감소(증가)	-16	-11	-11	-11	-11
기타	311	230	113	63	66
<b>재무활동현금흐름</b>	814	1,038	127	-56	-61
단기금융부채증가(감소)	1,394	1,196	-636	250	250
장기금융부채증가(감소)	-11	-18	-84	-90	-90
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-1	0	0
기타	-569	-140	847	-216	-221
<b>현금의 증가(감소)</b>	-817	1,478	-218	202	222
기초현금	3,042	2,225	3,703	3,485	3,688
기말현금	2,225	3,703	3,485	3,688	3,910
FCF	-1,278	238	-900	291	295

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	15,183	14,904	15,306	15,168	15,443
<b>매출원가</b>	14,191	14,159	15,155	14,083	14,278
<b>매출총이익</b>	991	745	152	1,085	1,165
매출총이익률 (%)	6.5	5.0	1.0	7.2	7.6
<b>판매비와관리비</b>	701	670	779	847	862
<b>영업이익</b>	290	74	-628	238	303
영업이익률 (%)	1.9	0.5	-4.1	1.6	2.0
<b>비영업손익</b>	-200	-643	-8	396	393
순금융비용	72	146	157	153	156
외환관련손익	55	-152	239	239	239
관계기업투자등 관련손익	0	0	-1	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	90	-569	-636	634	696
세전계속사업이익률 (%)	0.6	-3.8	-4.2	4.2	4.5
<b>계속사업법인세</b>	-123	266	-164	164	180
<b>계속사업이익</b>	213	-835	-472	470	517
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	213	-835	-472	470	517
순이익률 (%)	1.4	-5.6	-3.1	3.1	3.4
지배주주	164	-834	-415	527	573
지배주주귀속 순이익률(%)	1.08	-5.59	-2.71	3.47	3.71
비지배주주	49	-1	-56	-56	-56
총포괄이익	180	-553	-345	597	644
지배주주	129	-578	-296	646	692
비지배주주	51	24	-49	-49	-49
<b>EBITDA</b>	693	484	-227	628	682

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.4	-1.8	2.7	-0.9	1.8
영업이익	흑전	-74.4	적전	흑전	27.4
세전계속사업이익	흑전	적전	적전	흑전	9.9
EBITDA	흑전	-30.3	적전	흑전	8.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	8.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.4	-7.4	-3.9	4.9	5.0
ROA	0.9	-3.3	-1.9	1.8	2.0
EBITDA마진	4.6	3.2	-1.5	4.1	4.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.3	136.7	157.7	155.3	153.1
부채비율	93.8	103.2	93.4	89.8	87.5
순차입금/자기자본	14.1	15.4	15.6	14.6	13.7
EBITDA/이자비용(배)	4.2	2.3	-1.0	2.9	3.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,318	-11,781	-5,871	7,440	8,096
BPS	163,436	154,102	146,808	155,936	165,719
CFPS	8,015	-6,000	-213	12,958	13,455
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	62.3	N/A	N/A	21.6	19.8
PER(최저)	40.5	N/A	N/A	11.8	10.8
PBR(최고)	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.6	0.4	0.6	0.6	0.5
PCR	15.8	-18.1	-456.5	7.5	7.2
EV/EBITDA(최고)	19.5	26.5	-71.3	25.6	23.5
EV/EBITDA(최저)	14.4	16.9	-48.5	17.4	15.9