

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,915 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외13)	33.96%
국민연금공단	8.78%
외국인지분률	20.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/04/17)	97,700 원
KOSPI	2696.06 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	160,500 원
52주 최저가	77,800 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	6.7%
6개월	0.4%	12.3%
12개월	-27.4%	-13.9%

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

운임 하락기 진입

북미 서안 컨테이너항 적체 현상이 서서히 완화되고 있음. 컨테이너 혼잡도가 전년 동기 대비 개선되고 있고, 바이든 정부의 공급망 안정화 정책이 효과를 일부 발휘해 실제 해운 운임 하락으로 이어지고 있음. 이러한 흐름은 지속될 것으로 판단되며 조선 업황에도 부담으로 작용할 것으로 전망함. 하지만 동사는 지주사로서 조선 업황 우려 속 방어적 대응이 가능하다는 점에서 투자 의견 매수를 유지하며 목표주가도 120,000 원으로 유지함

항만 적체 완화로 운임 하락기 진입

북미 서안 컨테이너항의 적체 현상이 서서히 완화되고 있음. Clarksons Research 의 Port Congestion Index 에 따르면 한 때 데일리 기준 100 만 TEU 수준을 기록하기도 했던 북미 서안 컨테이너항의 혼잡도는 최근 전년 동기 대비로 뚜렷한 하락세를 보여주고 있음. 바이든 정부의 공급망 완화 정책의 효과가 나타나고 있는 것으로 볼 수도 있고, 코로나 19 이후 업무 현장을 떠난 노동자들의 업무 복귀가 적체 해소에 기여했다고 볼 수도 있음. 확실한 것은 적체 완화는 발이 묶인 선박이 줄어들며 전체 선박 공급을 늘리고 운임 하락세가 유지될 것으로 전망하는 주된 근거임. 최근 선박 정시성과 선박 도착 지연 일수도 크게 개선되고 있음. IMF 의 2022 년 물동량 성장률 전망치도 지속 하향 리비전되고 있음

선가도 오르고 원재료가도 오른다

해운 업황을 감안시 조선 업황에 대해서도 전년 대비 긍정적으로 전망하기는 쉽지 않음. 선가가 여전히 상승세를 보여주고 있는 부분은 긍정적 요인이지만 해운 업황 둔화가 결국 현재의 선가 흐름에도 악영향을 줄 수 있음. 동시에 후판 가격도 상승하고 있어 실적 악재가 불가피한 것으로 판단됨.

투자의견 매수, 목표주가 120,000 원 유지

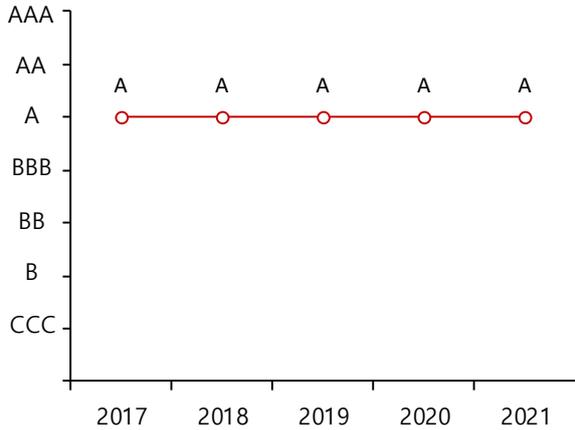
하지만 동사는 지주사로서 조선 업황에 대한 우려 속에서 방어적 대응으로 적절하다고 판단됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 120,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	15,183	14,904	15,493	17,897	18,149	16,980
yoy	%	15.4	-1.8	4.0	15.5	1.4	-6.4
영업이익	십억원	290	74	-1,385	-166	318	451
yoy	%	흑전	-74.4	적전	적지	흑전	41.7
EBITDA	십억원	693	484	-986	247	718	837
세전이익	십억원	90	-569	-1,632	-86	394	526
순이익(지배주주)	십억원	164	-834	-929	152	487	580
영업이익률%	%	1.9	0.5	-8.9	-0.9	1.8	2.7
EBITDA%	%	4.6	3.2	-6.4	1.4	4.0	4.9
순이익률	%	1.4	-5.6	-7.4	-0.3	1.5	2.2
EPS(계속사업)	원	2,318	-11,781	-13,131	2,142	6,884	8,189
PER	배	54.6	N/A	N/A	45.5	14.2	11.9
PBR	배	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	17.7	23.1	-9.8	39.7	13.1	10.6
ROE	%	1.4	-7.4	-9.0	1.5	4.7	5.3
순차입금	십억원	1,819	1,911	381	527	337	-20
부채비율	%	93.8	103.2	119.9	132.3	130.4	121.7

ESG 하이라이트

한국조선해양의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한국조선해양 종합 등급	A	B	53.1
환경(Environment)	72.6	NA	35.8
사회(Social)	41.5	NA	36.0
지배구조(Governance)	51.4	NA	87.2
<비교업체 종합 등급>			
삼성중공업	BBB	B-	57.2
대우조선해양	BBB	C	46.5
현대미포조선	A	C-	36.9

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한국조선해양 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 환경뿐 아니라 사회적으로도 지역사회에 많은 기부를 통해 실천하고 있다. 그룹 차원에서 현대중공업은 경영협력사들과 MOU 를 체결해, 협력사들에게 ESG 경영을 위해 필요한 금융지원, 교육·컨설팅 제공 등 실질적인 지원 방안을 수립할 계획을 최근 밝혔다. 앞서 현대중공업은 조선사 최초로 녹색채권 발행을 위한 최우량 등급인 그린 1(Green 1) 등급을 받아, 1500 억 규모 녹색채권유치에도 성공한 바 있다.

자료: SK 증권

한국조선해양의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/A.			

자료: KRX, SK 증권

한국조선해양의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.12.16	사회 (Social)	"현대중 상여금, 통상임금 인정"...대법, 5년 만에 파기환송
2021.11.16	사회 (Social)	중기부, 네이버·한국조선해양·다인건설 검찰 고발 요청
2021.10.27	사회 (Social)	하도급업체 갑질 한국조선해양, 첫 재판서 혐의 부인
2021.10.5	사회 (Social)	한국조선해양 대우조선 인수기한 네 번째 연장
2021.9.1	지배구조 (Governance)	현대중공업 IPO 임박...한국 조선해양 주주권 침해 우려 고조
2021.8.20	사회 (Social)	한국조선해양, 수년간 하도급업체에 갑질 혐의로 기소...25일 첫 재판

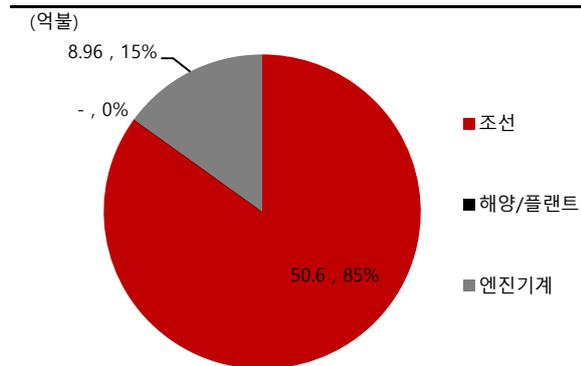
자료: 주요 언론사, SK 증권

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액		36,815	37,973	35,580	44,566	42,977	41,772	44,708	49,510	149,037	154,934	178,967
	YoY	-6.7%	-3.3%	2.8%	24.7%	16.7%	10.0%	25.7%	11.1%	-1.8%	4.0%	15.5%
	QoQ	3.0%	3.1%	-6.3%	25.3%	-3.6%	-2.8%	7.0%	10.7%			
영업이익		675	(8,973)	1,418	(6,968)	(466)	(411)	(395)	(388)	744	(13,848)	(1,660)
영업이익률		1.8%	-23.6%	4.0%	-15.6%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	0.5%	-8.9%	-0.9%
	YoY	-44.5%	적전	248.7%	적지	적전	적지	적전	적지	-74.4%	적전	적지
	QoQ	-137.3%	적전	흑전	적전	적지	적지	적지	적지			
세전이익		831	(9,538)	2,422	(10,037)	809	(522)	(509)	(640)	(5,690)	(16,322)	(862)
세전이익률		2.3%	-25.1%	6.8%	-22.5%	1.9%	-1.2%	-1.1%	-1.3%	-3.8%	-10.5%	-0.5%
순이익		636	(7,221)	1,926	(6,753)	565	(365)	(356)	(448)	(8,352)	(11,412)	(603)
순이익률		1.7%	-19.0%	5.4%	-15.2%	1.3%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-5.6%	-7.4%	-0.3%

자료: 한국조선해양, SK 증권

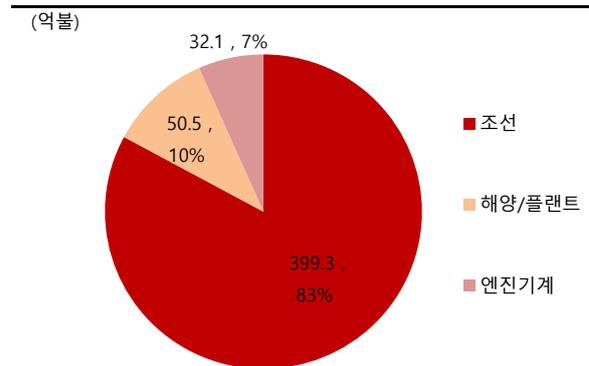
2022년 2월 말 YTD 신규수주



자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

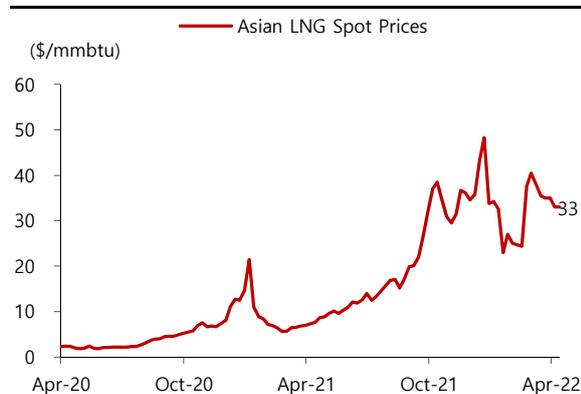
2022년 2월 말 인도기준 수주잔고



자료: 한국조선해양, SK 증권

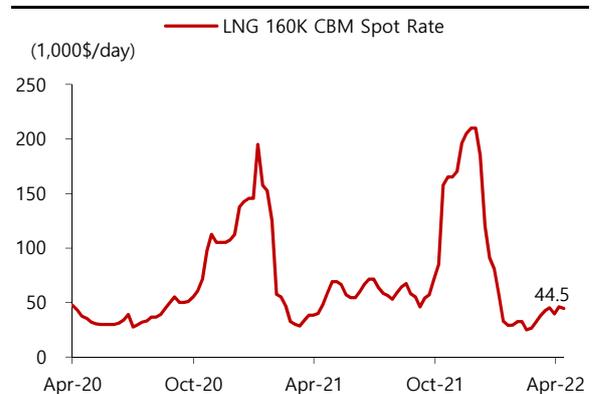
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

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

한국조선해양 목표 주가 산출

	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E
BPS(원)	140,921	142,672	141,534	142,821	145,610
Target BPS(원)	143,159				
대형 조선사 Target PBR(배)	1.0				
Target PBR(배)	0.8	지주사 할인율	20%		
목표 주가(원)	120,000				
현재 주가(원)	97,400				
상승 여력	23.2%				

자료: SK 증권

한국조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	1Q22E	2022E	1Q22E	2022E	1Q22E	2022E
매출액(억원)	42,064	151,681	42,977	178,967	2.2%	18.0%
영업이익(억원)	596	3,031	(466)	(1,660)	적전	적전
목표주가(원)	120,000		120,000		0%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.04.18	매수	120,000원	6개월		
2021.12.15	매수	120,000원	6개월	-25.01%	-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%
2020.09.25	매수	100,000원	6개월	-2.25%	18.50%



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 4월 18일 기준)

매수	92.8%	중립	7.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,001	14,562	15,992	16,514	16,329
현금및현금성자산	3,703	4,567	4,588	4,985	5,482
매출채권및기타채권	1,023	1,050	1,212	1,229	1,150
재고자산	1,253	1,554	1,795	1,821	1,703
비유동자산	12,243	12,731	12,928	13,012	13,113
장기금융자산	291	540	540	540	540
유형자산	9,971	9,872	9,725	9,572	9,411
무형자산	117	134	150	166	181
자산총계	25,244	27,293	28,920	29,525	29,441
유동부채	9,512	11,286	12,872	13,261	12,857
단기금융부채	3,963	2,676	2,926	3,175	3,420
매입채무 및 기타채무	1,941	2,505	2,894	2,935	2,746
단기충당부채	633	1,750	2,021	2,050	1,918
비유동부채	3,311	3,593	3,600	3,447	3,305
장기금융부채	2,794	3,124	3,034	2,968	2,870
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	329	319	408	328	289
부채총계	12,823	14,879	16,473	16,708	16,162
지배주주지분	10,906	9,857	10,108	10,695	11,374
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,401	2,401	2,401	2,401
기타자본구성요소	-8,478	-8,697	-8,697	-8,697	-8,697
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	15,419	14,467	14,619	15,106	15,686
비지배주주지분	1,515	2,557	2,340	2,123	1,905
자본총계	12,421	12,414	12,448	12,817	13,279
부채외자본총계	25,244	27,293	28,920	29,525	29,441

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	22	902	234	554	700
당기순이익(손실)	-835	-1,141	-60	275	368
비현금성항목등	1,215	233	307	443	470
유형자산감가상각비	404	394	407	393	379
무형자산감가상각비	5	5	6	7	8
기타	535	-177	6	6	6
운전자본감소(증가)	-337	1,795	-39	-46	21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	316	-48	-163	-17	79
재고자산감소(증가)	11	-400	-241	-25	117
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	52	686	389	41	-189
기타	-716	1,557	-24	-44	13
법인세납부	-21	16	26	-118	-158
투자활동현금흐름	534	281	-209	-172	-176
금융자산감소(증가)	647	184	7	24	-7
유형자산감소(증가)	-331	-354	-260	-240	-218
무형자산감소(증가)	-11	-23	-23	-23	-23
기타	230	474	67	67	71
재무활동현금흐름	1,038	-355	-4	14	-27
단기금융부채증가(감소)	1,196	-1,235	250	249	245
장기금융부채증가(감소)	-18	-19	-90	-66	-98
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-9	-4	0	0	0
기타	-131	902	-164	-169	-174
현금의 증가(감소)	1,478	864	21	397	497
기초현금	2,225	3,703	4,567	4,588	4,985
기말현금	3,703	4,567	4,588	4,985	5,482
FCF	238	982	-25	314	482

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	14,904	15,493	17,897	18,149	16,980
매출원가	14,159	16,010	17,063	16,817	15,581
매출총이익	745	-517	833	1,332	1,399
매출총이익률 (%)	5.0	-3.3	4.7	7.3	8.2
판매비와관리비	670	868	999	1,013	948
영업이익	74	-1,385	-166	318	451
영업이익률 (%)	0.5	-8.9	-0.9	1.8	2.7
비영업손익	-643	-247	80	75	75
순금융비용	146	115	98	102	102
외환관련손익	-152	232	184	184	184
관계기업투자등 관련손익	0	-11	-1	-1	-1
세전계속사업이익	-569	-1,632	-86	394	526
세전계속사업이익률 (%)	-3.8	-10.5	-0.5	2.2	3.1
계속사업법인세	266	-491	-26	118	158
계속사업이익	-835	-1,141	-60	275	368
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-835	-1,141	-60	275	368
순이익률 (%)	-5.6	-7.4	-0.3	1.5	2.2
지배주주	-834	-929	152	487	580
지배주주귀속 순이익률(%)	-5.59	-6	0.85	2.68	3.41
비지배주주	-1	-212	-212	-212	-212
총포괄이익	-553	-1,047	34	370	462
지배주주	-578	-830	251	587	679
비지배주주	24	-217	-217	-217	-217
EBITDA	484	-986	247	718	837

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-1.8	4.0	15.5	1.4	-6.4
영업이익	-74.4	적전	적지	흑전	41.7
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	33.5
EBITDA	-30.3	적전	흑전	190.7	16.5
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	221.3	19.0
수익성 (%)					
ROE	-7.4	-9.0	1.5	4.7	5.3
ROA	-3.3	-4.3	-0.2	0.9	1.3
EBITDA마진	3.2	-6.4	1.4	4.0	4.9
안정성 (%)					
유동비율	136.7	129.0	124.2	124.5	127.0
부채비율	103.2	119.9	132.3	130.4	121.7
순차입금/자기자본	15.4	3.1	4.2	2.6	-0.2
EBITDA/이자비용(배)	2.3	-5.6	1.5	4.3	4.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-11,781	-13,131	2,142	6,884	8,189
BPS	154,102	139,270	142,821	151,115	160,712
CFPS	-6,000	-7,497	7,980	12,537	13,646
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	47.8	14.9	12.5
PER(최저)	N/A	N/A	36.3	11.3	9.5
PBR(최고)	0.9	1.2	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	-18.1	-12.6	12.2	7.8	7.1
EV/EBITDA(최고)	26.5	-14.6	41.2	13.6	11.0
EV/EBITDA(최저)	16.9	-9.3	34.1	11.2	8.9