

한국조선해양 (009540)

이동현 dongheon.lee@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자 의견 **Marketperform**
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **107,000**
유지

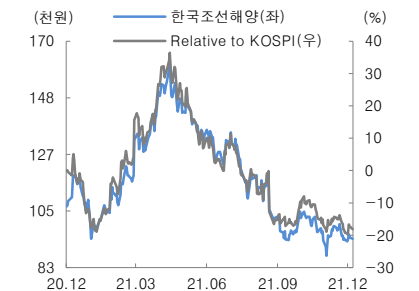
현재주가 **94,000**
(22.01.03)

조선업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2988.77
시가총액	6,653십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	354십억원
52주 최고/최저	160,500원 / 87,500원
120일 평균거래대금	328억원
외국인지분율	20.37%
주요주주	현대중공업지주 외 11 인 33.96% 국민연금공단 6.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	-3.1	-30.6	-13.4
상대수익률	-1.3	-2.1	-23.8	-16.7



2022년 사업계획 발표, 수주 감소, 매출 증가

투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 107,000원 유지

- 목표주가는 2021E, 22E 평균 BPS 153,413원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2015~2020년 평균치를 적용
- 업황 회복 수혜, 전세계 1위 조선사 그룹으로 시장의 친환경 혁신을 주도, 다만 핵심 자회사 성장에 따른 중간 지주사 할인을 반영

2022년 사업계획 발표, 수주 감소, 매출 증가

- 1/3 2022년 사업계획을 발표, 자회사 3사(현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선)의 2022년 수주목표는 195억불(yoy 계획비 +16.8%, 달성비 -21.8%)
- [자회사별] 현대중공업 113.5억불(+27.7%, -23.0%), 현대삼호 46억불(+5.7%, -16.4%), 현대미포 36억불(+3%, -24.5%)
- 2021년은 2020년 코로나19 여파로 이연된 수요가 반영되며 수주 급증. 2022년은 다시 정상화되는 시점
- 현대중공업은 친환경 규제 확대에 따른 엔진사업 경쟁력 강화로 성장이 지속. 현대삼호와 현대미포의 경우 수주잔고 급증에 따른 도크 부족으로 선가와 선종을 감안한 선별 수주가 이어질 것으로 판단
- [매출] 자회사 3사의 2022년 매출 계획은 18조 4,472억원(yoy 계획비 +18%, 당사 추정대비 +23%). 자회사별로 현대중공업 10조 1,753억원(계획비 +22.0% yoy), 현대삼호 4조 4,914억원(+9.4% yoy), 현대미포(+19.0% yoy)
- 수주잔고 증가가 4Q20부터 시작된 점을 감안하면 본격적인 매출 성장은 2023년부터. 2022년 매출 성장은 상당 수준의 선평 조정을 예상하는 것으로 판단
- * 추후 통상임금과 선평 조정 예상치를 반영해 당사의 실적 전망 수정 예정

조선업 최선호주 현대미포조선

- 2022년 매출 성장이 가장 두드러질 현대미포조선을 최선호주로 유지
- 수주 전망치 감소는 도크 상황에 따른 것으로 2021년 22.7% 상승한 선가(Clarkson Index)는 2022년에도 완만한 상승을 예상. 외형 성장이 담보된 상황에서 수주보다 수주의 질을 볼 때

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	15,183	14,904	14,643	14,993	16,118
영업이익	290	74	-558	310	797
세전순이익	90	-569	-513	244	815
총당기순이익	213	-835	-377	187	624
자배지분순이익	164	-834	-340	138	463
EPS	2,318	-11,781	-4,800	1,954	6,537
PER	54.6	NA	NA	49.6	14.8
BPS	163,436	154,102	152,363	157,924	168,714
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	1.4	-7.4	-3.1	1.3	4.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center

조선3사 2022년 수주 및 매출 계획

(단위: 수주 - 백만불, 매출 - 억원)

구분			2021 년		2022 년	
			계획	추정실적	계획	"추정실적 대비 증감률 (%)"
수주	현대중공업	조선 ①	6,600	9,803	6,950	-29.1%
		특수선	583	1,040	1,393	33.9%
		해양 · 플랜트	110	1,818	1,084	-40.4%
		엔진기계	1,595	2,076	1,919	-7.6%
		계	8,888	14,737	11,346	-23.0%
	현대미포조선		3,500	4,767	3,600	-24.5%
	현대삼호중공업		4,358	5,506	4,605	-16.4%
		조선부문 ②	4,180	5,454	4,500	-17.5%
		산업설비 (인프라)	178	52	105	101.9%
	총계		16,746	25,010	19,551	-21.8%
매출			조선 ①+②+③	20,024	15,050	-24.8%
	한국조선해양		1,646	-	1,785	-
	현대중공업	조선	53,900	-	64,431	-
		특수선	9,450		7,050	
		해양 · 플랜트	5,189		12,943	
		엔진기계	14,212		16,651	
		기타	656		678	
	계		83,407		101,753	
	현대미포조선		30,271	-	36,020	-
	현대삼호중공업		41,054	-	44,914	-
		조선부문	39,345		43,254	
		산업설비 (인프라)	1,709		1,660	
	총계		156,378	-	184,472	-

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

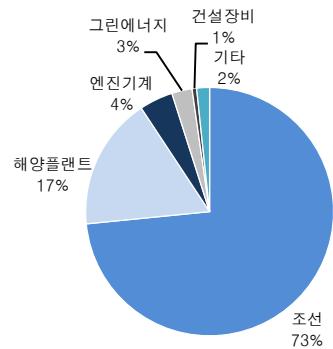
- 1973년 설립된 이후 조선사업, 해양플랜트사업, 엔진기계사업 등을 영위하고 있는 세계 최대의 조선회사
- 현대중공업, 현대미포조선, 현대삼호중공업을 자회사로 두고 있음
- 대우조선해양 인수과정에서 물적분할하여 중간자회사로 변경
- 자산 24조 7,390억원 부채 12조 1,729억원 자본 12조 5,660억원
- 발행주식수: 70,773,116주 / 자기주식수: 58,486주

주가 변동요인

- 전방 시장 운임 변동
- 원자재 가격 추이
- 노후 선박 교체 수요
- 해상선박 환경규제 관련 발주 수요

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2021년 3월 기준
자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center

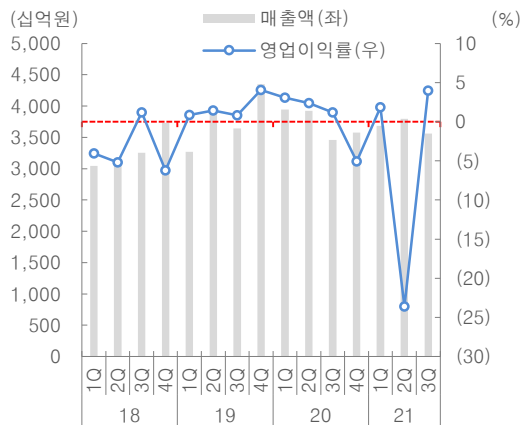
매출 비중 추이



자료: 한국조선해양 대신증권 Research Center
주: 2020년 12월 기준

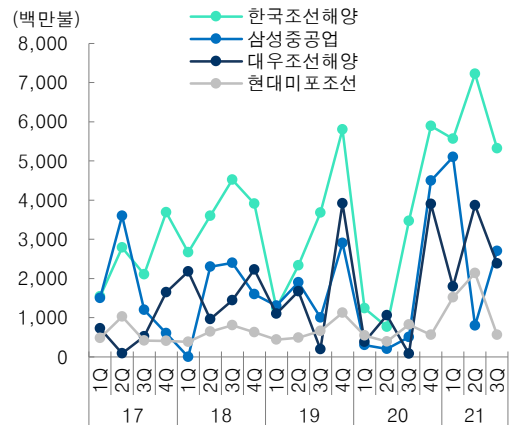
2. Earnings Driver

매출액과 영업이익률



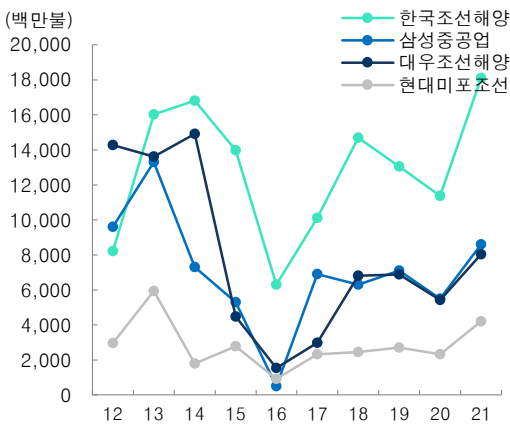
자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center

분기별 수주금액 추이



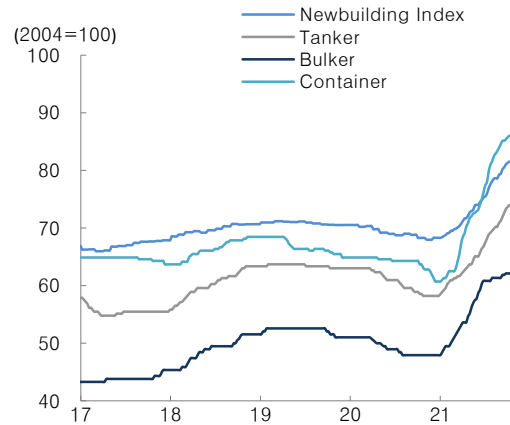
자료: 조선 4사, 대신증권 Research Center

연도별 수주금액 추이



자료: 조선 4사, 대신증권 Research Center

신조선가 추이



자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	15,183	14,904	14,643	14,993	16,118
매출원가	14,191	14,159	14,480	14,130	14,758
매출총이익	991	745	163	863	1,359
판매비와관리비	701	670	721	553	562
영업이익	290	74	-558	310	797
영업외수익	1.9	0.5	-3.8	2.1	4.9
EBITDA	693	484	-178	684	1,168
영업외손익	-200	-643	46	-67	18
관계기업손익	0	0	-43	-43	-43
금융수익	787	1,304	840	826	771
외환판손이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,089	-1,328	-1,164	-1,161	-901
외환판손실	406	846	526	526	526
기타	103	-620	414	312	190
법인세비용차감전순이익	90	-569	-513	244	815
법인세비용	123	-266	135	-57	-191
계속사업순이익	213	-835	-377	187	624
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	213	-835	-377	187	624
당기순이익률	1.4	-5.6	-2.6	1.2	3.9
비자비자분순이익	49	-1	-37	48	162
자비자분순이익	164	-834	-340	138	463
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-33	282	296	311	326
포괄순이익	180	-553	-81	497	951
비자비자분포괄이익	51	24	-8	129	246
자비자분포괄이익	129	-578	-73	369	704

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,318	-11,781	-4,800	1,954	6,537
PER	54.6	NA	NA	49.6	14.8
BPS	163,436	154,102	152,363	157,924	168,714
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	9,797	6,832	-2,517	9,670	16,503
EV/EBITDA	17.5	23.0	NA	14.0	7.4
SPS	214,524	210,584	206,897	211,849	227,738
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	9,221	5,368	9,264	19,696	24,808
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	15.4	-1.8	-1.8	2.4	7.5
영업이익 증가율	흑전	-74.4	적전	흑전	156.9
순이익 증가율	흑전	적전	적기	흑전	234.6
수익성					
ROIC	7.6	1.2	-3.7	1.8	4.7
ROA	1.2	0.3	-2.2	1.2	2.9
ROE	1.4	-7.4	-3.1	1.3	4.0
안정성					
부채비율	93.8	103.2	113.9	109.2	102.2
순차입금비율	14.1	15.4	11.9	6.4	-1.6
이자보상비율	1.8	0.4	-2.1	1.2	0.0

자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	12,546	13,001	14,071	14,475	15,387
현금및현금성자산	2,225	3,703	5,115	5,400	6,081
매출채권 및 기타채권	1,424	1,030	1,025	1,055	1,129
재고자산	1,318	1,253	1,231	1,261	1,355
기타유동자산	7,578	7,015	6,700	6,760	6,823
비유동자산	12,509	12,243	12,193	12,150	12,111
유형자산	9,947	9,971	9,926	9,888	9,853
관계기업투자지급	459	460	449	437	424
기타비유동자산	2,104	1,812	1,818	1,825	1,833
자산총계	25,055	25,244	26,264	26,625	27,498
유동부채	8,942	9,512	9,746	9,831	10,006
매입채무 및 기타채무	2,587	2,683	2,658	2,692	2,802
차입금	2,507	1,635	1,635	1,635	1,635
유동상채무	304	2,111	2,217	2,106	2,001
기타유동부채	3,544	3,082	3,236	3,398	3,568
비유동부채	3,187	3,311	4,237	4,065	3,893
차입금	2,250	2,384	3,284	3,084	2,884
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	937	927	953	980	1,009
부채총계	12,129	12,823	13,983	13,895	13,899
자비자분	11,567	10,906	10,783	11,177	11,940
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,401	2,401	2,401	2,401
이익잉여금	16,181	15,419	15,079	15,218	15,680
기타자비자분	-7,451	-7,267	-7,051	-6,795	-6,494
비자비자분	1,359	1,515	1,498	1,553	1,659
자본총계	12,926	12,421	12,281	12,729	13,599
순차입금	1,819	1,911	1,459	814	-223

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-1,464	-90	-131	401	802
당기순이익	213	-835	-377	187	624
비유동항목의 가감	439	1,215	1,033	1,207	1,131
감가상각비	403	409	380	374	371
외환손익	0	0	-13	-13	-13
자본법정손익	0	0	43	43	43
기타	36	806	622	803	731
자산부채의 증감	-2,063	-337	-705	-730	-763
기타현금흐름	-53	-133	-82	-263	-190
투자활동 현금흐름	-330	457	-199	-201	-205
투자자산	22	-22	6	6	6
유형자산	-339	-331	-331	-331	-331
기타	-13	810	127	124	121
재무활동 현금흐름	973	1,227	2,232	916	921
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	900	-200	-200
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	973	1,227	1,332	1,116	1,121
현금의 증감	-817	1,478	1,412	285	681
기초 현금	3,042	2,225	3,703	5,115	5,400
기말 현금	2,225	3,703	5,115	5,400	6,081
NOPLAT	687	109	-411	238	611
FCF	670	129	-409	233	603

[ESG 평가 등급체계]

* 대인지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

한국조선해양 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.06.30

B+

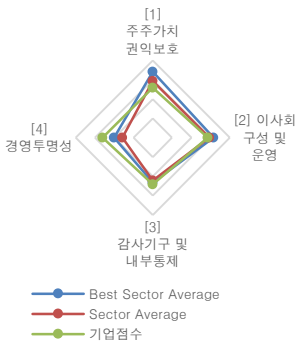
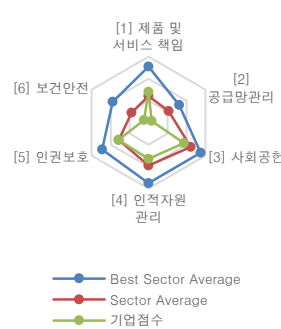
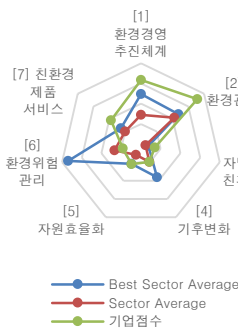
- 한국조선해양은/는 대인지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■	이사회 구성 및 운영	■■■■
자발적인 친환경 활동	■■■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■	인적자원 관리	■■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■■■	인권보호	■■■■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■■■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대인지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 대인지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자선이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 대인지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대인지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대인지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것들을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동현)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국조선해양(009540) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	22.01.04	21.10.07	21.09.15	21.07.22	21.04.27	21.03.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	107,000	107,000	150,000	180,000	188,000	158,000
과다율(평균%)		(8.86)	(32.27)	(32.93)	(25.51)	(14.89)
과다율(최대/최소%)		(2.34)	(21.00)	(25.00)	(14.63)	(4.75)

제시일자	21.02.04	20.12.14	20.11.24	20.11.01	20.10.07	20.06.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	135,000	150,000	133,000	90,000	105,000	133,000
과다율(평균%)	(17.83)	(27.36)	(21.49)	1.64	(22.79)	(33.04)
과다율(최대/최소%)	(9.63)	(21.00)	(17.67)	13.33	(20.67)	(22.18)

제시일자	20.04.05	20.02.06	20.01.05
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	165,000	155,000
과다율(평균%)	(25.94)	(41.65)	(20.22)
과다율(최대/최소%)	(15.73)	(26.97)	(15.16)

제시일자	20.04.05
투자의견	Buy
목표주가	110,000
과다율(평균%)	(25.94)
과다율(최대/최소%)	(15.73)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.9%	7.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상