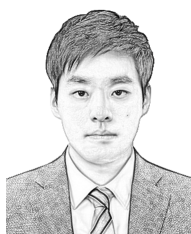


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	542 십억원
발행주식수	10,729 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,822 십억원
주요주주	
한국산업은행(외6)	67.85%
국민연금공단	6.06%
외국인지분률	7.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/08/19)	26,300 원
KOSPI	3097.83 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	40,300 원
52주 최저가	21,350 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.7%	-15.9%
6개월	-0.4%	-0.1%
12개월	11.7%	-14.9%

대우조선해양 (042660/KS | 중립(하향) | T.P 27,000 원(하향))

너무 많이 훼손된 장부

동사는 2Q21 연결 매출액 1 조 694 억원, 영업손실 1 조 74 억원으로 상당한 수준의 손실을 기록함. 2021 년 연말 기준 자본총계 추정치는 기존 3.96 조원 수준에서 2.42 조원 수준으로 38.8% 하향됨. 수주 모멘텀 둔화로 Target PBR 을 종전 1.3 배 수준에서 1.1 배 수준으로 일괄 하향 조정했고, 12M Fwd BPS 도 기존 36,989 원에서 22,745 원으로 대폭 하향해 투자의견을 중립으로 하향하며 목표주가도 27,000 원으로 하향함

2Q21 대규모 손실 기록

동사는 2Q21 연결 매출액 1 조 694 억원, 영업손실 1 조 74 억원, 순손실 1 조 122 억원으로 상당한 수준의 손실을 기록함. 물론 강재가 인상으로 조선업체 전체가 2Q21 에 공사손실충당금을 대규모로 설정했지만 동사는 상선 관련 6,500 억원 수준의 충당금에 해양 충당금 3,000 억원이 추가로 설정되며 경쟁사 대비 큰 규모의 충당금이 설정됨.

너무 많이 훼손된 장부

따라서 자본총계가 크게 훼손됨. 2021 년 연말 기준 자본총계 추정치는 기존 3.96 조원 수준에서 2.42 조원 수준으로 38.8% 하향됨. 올해 대규모 수주에 성공했지만 당장의 매출로 인식되는 물량이 아니기 때문에 매출액도 당분간 받쳐주지 못해 장부 훼손으로 인한 재무안정성 지표의 개선이 요원한 상황임. 현재 2021 년 말 기준 부채비율은 239.5% 수준으로 추정되어 기존 추정치 171.9% 대비 악화된 상황임. 한국조선해양으로 피인수와 무관하게 사전 자본 확충 가능성도 있다고 볼 수 있음

투자의견 중립으로 하향, 목표주가 27,000 원으로 하향

이에 목표주가를 기존 47,000 원에서 27,000 원으로 42.6% 하향 조정함. 우선 수주 모멘텀이 둔화되었다는 점에서 대형 조선사 Target PBR 을 종전 1.3 배 수준에서 1.1 배 수준으로 일괄 하향 조정했으며 장부 훼손으로 12M Fwd BPS 도 기존 36,989 원에서 22,745 원으로 대폭 하향된 영향임. 이에 현재 주가 대비 상승 여력도 15% 미만으로 투자의견도 중립으로 하향함

영업실적 및 투자지표

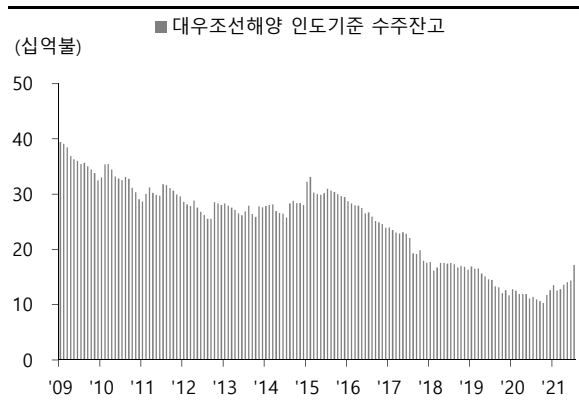
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	9,644	8,359	7,030	4,723	7,322	7,598
yoy	%	-13.1	-13.3	-15.9	-32.8	55.0	3.8
영업이익	십억원	1,025	293	153	-1,329	-69	92
yoy	%	39.8	-71.4	-47.6	적전	적지	흑전
EBITDA	십억원	1,160	457	283	-1,190	71	231
세전이익	십억원	368	-49	78	-1,527	-2	145
순이익(지배주주)	십억원	345	-46	87	-1,447	-2	110
영업이익률%	%	10.6	3.5	2.2	-28.2	-0.9	1.2
EBITDA%	%	12.0	5.5	4.0	-25.2	1.0	3.0
순이익률	%	3.3	-0.6	1.2	-30.6	0.0	1.5
EPS(계속사업)	원	3,219	-434	807	-13,489	-15	1,024
PER	배	10.6	N/A	33.9	N/A	N/A	25.7
PBR	배	1.0	0.8	0.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	5.8	8.1	15.2	-4.3	78.9	25.2
ROE	%	9.5	-1.2	2.3	-46.0	-0.1	4.4
순차입금	십억원	2,811	622	1,355	2,286	2,763	2,974
부채비율	%	210.4	200.3	166.8	239.5	291.2	298.8

대우조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액		1,958	1,966	1,441	1,665	1,102	1,069	1,295	1,256	8,359	7,030	4,723
	YoY	-5.5%	-8.6%	-26.0%	-23.9%	-43.7%	-45.6%	-10.1%	-24.6%	-13.3%	-15.9%	-32.8%
	QoQ	-10.5%	0.4%	-26.7%	15.5%	-33.8%	-2.9%	21.1%	-3.0%			
영업이익		279	73	34	(232.5)	(212.9)	(1,007.4)	(55.1)	(53.8)	293	153	(1,329)
영업이익률		14.2%	3.7%	2.3%	-14.0%	-19.3%	-94.2%	-4.3%	-4.3%	3.5%	2.2%	-28.1%
	YoY	39.8%	-62.3%	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	-71.4%	-47.6%	적전
	QoQ	80.5%	-73.7%	-54.3%	적전	적지	적지	적지	적지			
세전이익		241	54	(29)	(188)	(238)	(1,025)	(97)	(167)	(49)	78	(1,527)
세전이익률		12.3%	2.7%	-2.0%	-11.3%	-21.6%	-95.8%	-7.5%	-13.3%	-0.6%	1.1%	-32.3%
순이익		243	51	(29)	(178)	(235)	(1,012)	(74)	(126)	(46)	87	(1,447)
순이익률		12.4%	2.6%	-2.0%	-10.7%	-21.3%	-94.7%	-5.7%	-10.1%	-0.6%	1.2%	-30.6%

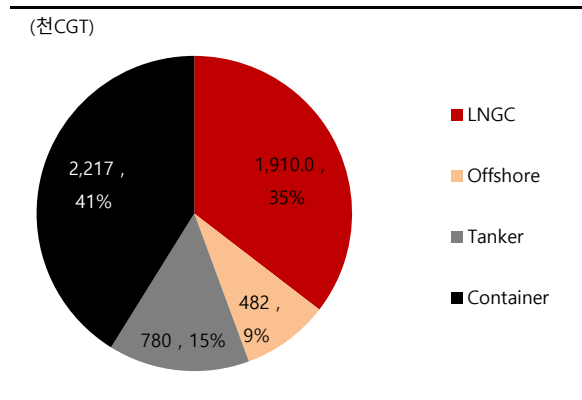
자료: 대우조선해양, SK 증권

대우조선해양 인도기준 수주잔고 추이



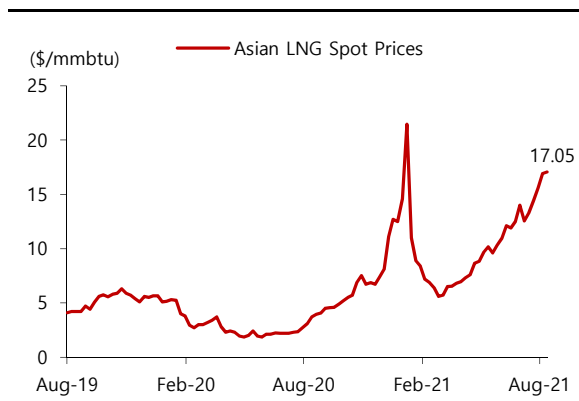
자료: 대우조선해양, SK 증권

2021년 8월 말 기준 수주잔고



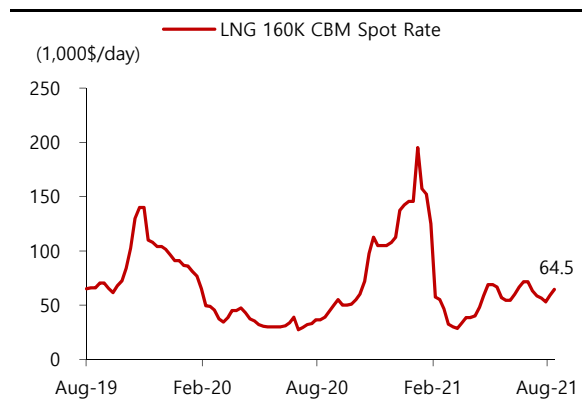
자료: Clarksons Research, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E
BPS(원)	23,768	22,584	22,975	22,740	22,682
Target BPS(원)	22,745				
Target PBR(배)	1.1				
목표 주가(원)	27,000				
현재 주가(원)	26,300				
상승 여력	3%				

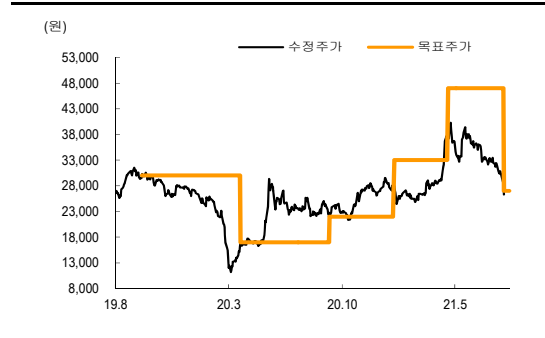
자료 SK 증권

대우조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(십억원)	1,671	6,492	1,295	4,723	-22.5%	-27.3%
영업이익(십억원)	124	125	(55.1)	(1,329)	적자전환	적자전환
목표주가(원)	47,000		27,000		-42.6%	

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.08.19	중립	27,000원	6개월		
2021.05.06	매수	47,000원	6개월	-26.13%	-14.26%
2021.01.25	매수	33,000원	6개월	-16.15%	14.24%
2020.09.25	중립	22,000원	6개월	16.60%	34.32%
2020.04.10	중립	17,000원	6개월	31.55%	72.65%
2020.01.15	중립	30,000원	6개월	-18.07%	1.83%
2019.10.08	중립	30,000원	6개월	-6.54%	1.83%



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 (2021 년 8 월 19 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,871	5,953	3,939	5,025	5,506
현금및현금성자산	2,012	1,344	881	335	643
매출채권및기타채권	366	599	402	624	648
재고자산	1,159	963	647	1,003	1,041
비유동자산	4,405	4,368	4,287	4,458	4,609
장기금융자산	564	540	528	528	528
유형자산	3,694	3,668	3,639	3,629	3,611
무형자산	25	1	1	1	1
자산총계	11,276	10,321	8,226	9,483	10,115
유동부채	4,808	5,163	4,465	5,712	6,164
단기금융부채	1,550	2,305	2,546	2,736	3,076
매입채무 및 기타채무	753	631	424	657	682
단기충당부채	354	645	434	672	698
비유동부채	2,714	1,289	1,338	1,347	1,415
장기금융부채	1,543	574	700	440	620
장기매입채무 및 기타채무	43	4	4	4	4
장기충당부채	991	624	446	816	704
부채총계	7,521	6,452	5,803	7,059	7,579
지배주주지분	3,755	3,869	2,423	2,424	2,536
자본금	541	541	541	541	541
자본잉여금	18	18	18	18	18
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	558	675	-771	-772	-662
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,755	3,869	2,423	2,424	2,536
부채외자본총계	11,276	10,321	8,226	9,483	10,115

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,611	-403	-653	-220	48
당기순이익(손실)	-46	87	-1,447	-2	110
비현금성항목등	625	619	392	73	121
유형자산감가상각비	163	129	139	140	138
무형자산상각비	1	1	0	0	0
기타	348	425	255	-150	-150
운전자본감소(증가)	2,037	-1,108	324	-292	-147
매출채권및기타채권의 감소(증가)	205	-251	200	-222	-24
재고자산감소(증가)	131	98	358	-356	-38
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-71	-100	-188	233	25
기타	1,772	-855	-46	53	-111
법인세납부	-3	0	77	1	-35
투자활동현금흐름	-449	161	-8	-99	-107
금융자산감소(증가)	-367	325	45	0	0
유형자산감소(증가)	-148	-188	-103	-130	-120
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	67	24	50	31	13
재무활동현금흐름	-500	-387	198	-227	367
단기금융부채증가(감소)	-347	-217	208	190	340
장기금융부채증가(감소)	-48	-28	113	-260	180
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-105	-142	-123	-157	-153
현금의 증가(감소)	1,661	-669	-463	-546	308
기초현금	351	2,012	1,344	881	335
기말현금	2,012	1,344	881	335	643
FCF	2,545	-762	-597	-334	-59

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	8,359	7,030	4,723	7,322	7,598
매출원가	7,890	6,634	5,886	7,150	7,237
매출총이익	469	396	-1,163	172	361
매출총이익률 (%)	5.6	5.6	-24.6	2.4	4.8
판매비와관리비	176	242	166	241	269
영업이익	293	153	-1,329	-69	92
영업이익률 (%)	3.5	2.2	-28.2	-0.9	1.2
비영업손익	-342	-75	-198	67	53
순금융비용	77	80	90	126	140
외환관련손익	98	60	42	42	42
관계기업투자등 관련손익	0	-2	1	1	1
세전계속사업이익	-49	78	-1,527	-2	145
세전계속사업이익률 (%)	-0.6	1.1	-32.3	0.0	1.9
계속사업법인세	-2	-8	-80	-1	35
계속사업이익	-46	87	-1,447	-2	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-46	87	-1,447	-2	110
순이익률 (%)	-0.6	1.2	-30.6	0.0	1.5
지배주주	-46	87	-1,447	-2	110
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.56	1.23	-30.64	-0.02	1.45
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-85	114	-1,445	1	112
지배주주	-85	114	-1,445	1	112
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	457	283	-1,190	71	231

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-133	-159	-32.8	55.0	3.8
영업이익	-71.4	-47.6	적전	적지	흑전
세전계속사업이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	-60.6	-38.0	적전	흑전	224.9
EPS(계속사업)	적전	흑전	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	-1.2	2.3	-46.0	-0.1	4.4
ROA	-0.4	0.8	-15.6	0.0	1.1
EBITDA마진	5.5	4.0	-25.2	1.0	3.0
안정성 (%)					
유동비율	142.9	115.3	88.2	88.0	89.3
부채비율	200.3	166.8	239.5	291.2	298.8
순차입금/자기자본	16.6	35.0	94.4	114.0	117.3
EBITDA/이자비용(배)	2.7	2.0	-8.6	0.5	1.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-434	807	-13,489	-15	1,024
BPS	35,025	36,061	22,584	22,591	23,638
CFPS	1,098	2,017	-12,191	1,289	2,314
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	36.4	N/A	N/A	39.4
PER(최저)	N/A	13.9	N/A	N/A	23.9
PBR(최고)	1.1	0.8	1.8	1.8	1.7
PBR(최저)	0.7	0.3	1.1	1.1	1.0
PCR	25.4	13.6	-2.2	20.4	11.4
EV/EBITDA(최고)	10.3	16.0	-5.6	100.1	31.7
EV/EBITDA(최저)	7.2	9.1	-4.1	76.1	24.4