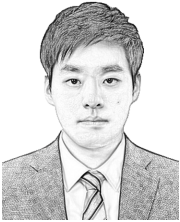


SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

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

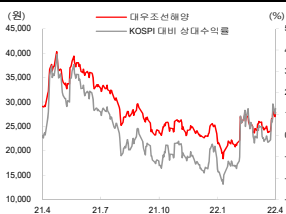
Company Data

| | |
|------------|-----------|
| 자본금 | 542 십억원 |
| 발행주식수 | 10,729 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 3,020 십억원 |
| 주요주주 | |
| 한국산업은행(외6) | 67.85% |
| 국민연금공단 | 6.06% |
| 외국인지분률 | 4.70% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(22/04/17) | 28,150 원 |
| KOSPI | 2696.06 pt |
| 52주 Beta | 1.42 |
| 52주 최고가 | 40,300 원 |
| 52주 최저가 | 18,350 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 15 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | 18.5% | 15.3% |
| 6개월 | 15.8% | 29.5% |
| 12개월 | -0.9% | 17.4% |

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

수주가 지속되기 어려운 해운 업황

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. 아울러 매각 불발로 자본 확충 가능성이 있다는 점에서 투자의견 중립과 목표주가 27,000 원을 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 중립, 목표주가 27,000 원 유지

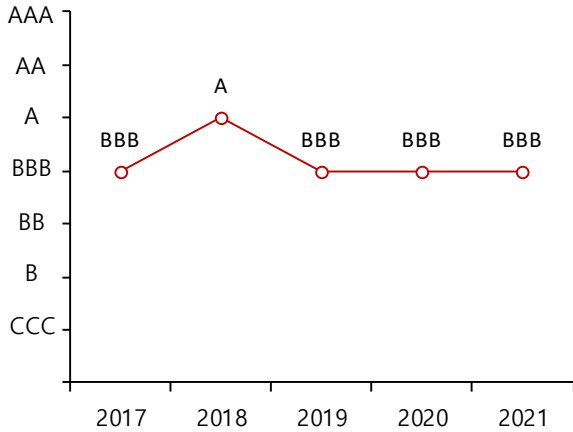
아울러 당사는 한국조선해양으로의 매각이 불발돼 자본 확충 가능성이 남아있다고 판단됨. 이에 투자의견 중립과 목표주가 27,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-----|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 8,359 | 7,030 | 4,487 | 7,023 | 7,729 | 9,738 |
| yoy | % | -13.3 | -15.9 | -36.2 | 56.5 | 10.1 | 26.0 |
| 영업이익 | 십억원 | 293 | 153 | -1,755 | -50 | 284 | 641 |
| yoy | % | -71.4 | -47.6 | 적전 | 적지 | 흑전 | 125.9 |
| EBITDA | 십억원 | 457 | 283 | -1,631 | 84 | 417 | 772 |
| 세전이익 | 십억원 | -49 | 78 | -1,727 | -22 | 319 | 671 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -46 | 87 | -1,700 | -16 | 242 | 509 |
| 영업이익률% | % | 3.5 | 2.2 | -39.1 | -0.7 | 3.7 | 6.6 |
| EBITDA% | % | 5.5 | 4.0 | -36.4 | 1.2 | 5.4 | 7.9 |
| 순이익률 | % | -0.6 | 1.2 | -37.9 | -0.2 | 3.1 | 5.2 |
| EPS(계속사업) | 원 | -434 | 807 | -15,843 | -153 | 2,251 | 4,744 |
| PER | 배 | N/A | 33.9 | N/A | N/A | 12.4 | 5.9 |
| PBR | 배 | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 8.1 | 15.2 | -2.1 | 41.3 | 7.8 | 3.2 |
| ROE | % | -1.2 | 2.3 | -55.9 | -0.7 | 10.1 | 18.0 |
| 순차입금 | 십억원 | 622 | 1,355 | 916 | 453 | 237 | -534 |
| 부채비율 | % | 200.3 | 166.8 | 379.0 | 510.5 | 497.8 | 491.2 |

ESG 하이라이트

대우조선해양의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---------------------------|------------|-----------|-------------|
| 대우조선해양 종합 등급 | BBB | C | 46.5 |
| 환경(Environment) | 45.3 | NA | 26.4 |
| 사회(Social) | 43.6 | NA | 20.2 |
| 지배구조(Governance) | 44.9 | NA | 92.8 |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 한국조선해양 | A | B | 53.1 |
| 삼성중공업 | BBB | B- | 57.2 |
| 현대미포조선 | A | C- | 36.9 |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 대우조선해양 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 환경뿐 아니라 사회적으로도 지역사회에 많은 기부를 통해 실천하고 있다. 대우조선해양은 ESG 전담조직 구성을 내부적으로 준비해 ESG 경영 체제를 구축하며, ESG 경영 방향을 제시하는 지속가능경영보고서도 5 년만에 새로 발간할 준비를 하고 있다. 대우조선은 전 공정에서 원자재 및 에너지 사용량 감소를 위한 기술을 적용하고 있으며, 환경 보호와 임직원들의 건강을 위해 주기적으로 사업장 대기질을 자체 환경 기준에 맞춰 관리하겠다고 했다.

자료: SK 증권

대우조선해양의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 | 표면금리 (%) |
|-----|-------|------|----------|
| NA | | | |

자료: KRX, SK 증권

대우조선해양의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|------------|-------------------|---|
| 2022.04.05 | 지배구조 (Governance) | 김철, 김용빈 대우조선해양건설 회장 압수수색...자본시장법 위반 혐의 |
| 2022.03.25 | 사회 (Social) | 대우조선해양 거제 조선소 하청업체 노동자 사망...중대재해처벌법 위반 조사 |
| 2022.03.04 | 지배구조 (Governance) | 국민연금, 대우조선 분식회계 손배소 2 심도 일부 승소...배상액은 줄어 |
| 2022.02.07 | 지배구조 (Governance) | 분식회계 고재호 전 대우조선해양 사장 850 억 배상 판결 |
| 2022.02.02 | 지배구조 (Governance) | "대우조선 안진 515 억 물어줘라"...국민연금, 회사채 손배소 승 |
| 2022.01.28 | 지배구조 (Governance) | 합병 최초 대우조선, 수백억 손배도 댈지나...회사채 소송 줄패소 |

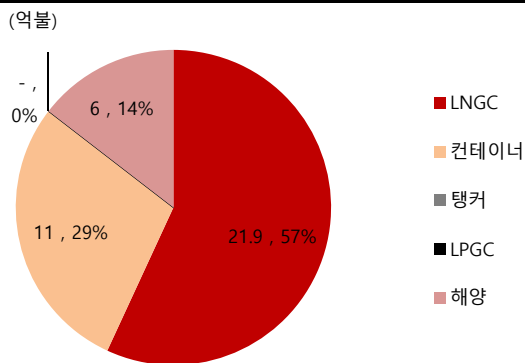
자료: 주요 언론사, SK 증권

대우조선해양 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2020 | 2021 | 2022E |
|-----------|-----|---------|-----------|--------|---------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|
| 매출액 | | 1,102 | 1,069 | 960 | 1,356 | 1,371 | 1,551 | 1,828 | 2,274 | 7,030 | 4,487 | 7,023 |
| | YoY | -43.7% | -45.6% | -33.4% | -18.6% | 24.4% | 45.0% | 90.5% | 67.7% | -15.9% | -36.2% | 56.5% |
| | QoQ | -33.8% | -2.9% | -10.3% | 41.3% | 1.1% | 13.1% | 17.9% | 24.4% | | | |
| 영업이익 | | (212.9) | (1,007.4) | (19.0) | (515.3) | (85.9) | (5.6) | 12.4 | 28.9 | 153 | (1,755) | (50) |
| 영업이익률 | | -19.3% | -94.2% | -2.0% | -38.0% | -6.3% | -0.4% | 0.7% | 1.3% | 2.2% | -39.1% | -0.7% |
| | YoY | 적전 | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 흑전 | -47.6% | 적전 | 적지 |
| | QoQ | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 133.6% | | | |
| 세전이익 | | (238) | (1,025) | (55) | (410) | (36) | (13) | 6 | 22 | 78 | (1,727) | (22) |
| 세전이익률 | | -21.6% | -95.8% | -5.8% | -30.2% | -2.6% | -0.8% | 0.3% | 1.0% | 1.1% | -38.5% | -0.3% |
| 순이익 | | (235) | (1,012) | (54) | (398) | (27) | (10) | 4 | 16 | 87 | (1,700) | (16) |
| 순이익률 | | -21.3% | -94.7% | -5.7% | -29.4% | -2.0% | -0.6% | 0.2% | 0.7% | 1.2% | -37.9% | -0.2% |

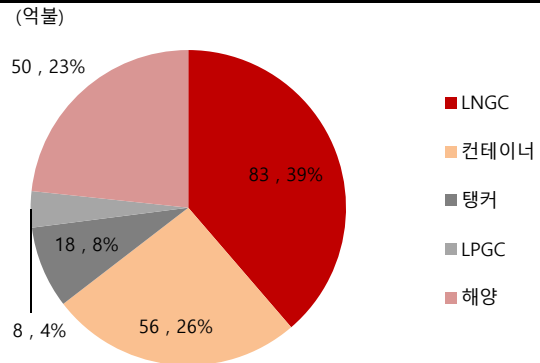
자료: 대우조선해양, SK 증권

2022년 3월 말 기준 신규 수주



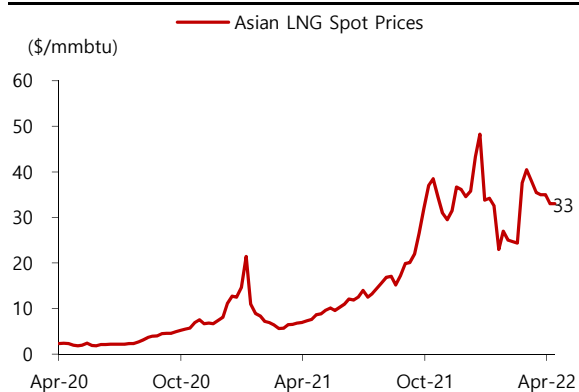
자료: 대우조선해양, SK 증권

2022년 3월 말 기준 수주잔고



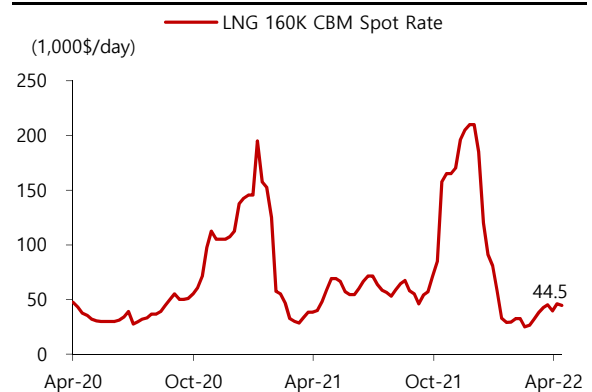
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

| | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E |
|---------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| BPS(원) | 20,440 | 20,375 | 20,467 | 20,978 | 21,878 |
| Target BPS(원) | 20,925 | | | | |
| Target PBR(배) | 1.2 | | | | |
| 목표 주가(원) | 27,000 | | | | |
| 현재 주가(원) | 27,850 | | | | |
| 상승 여력 | -3% | | | | |

자료 SK 증권

대우조선해양 추정치 변경

| | 추정치 변경 전 | | 추정치 변경 후 | | 변동 폭 | |
|-----------|---------------|-------|---------------|-------|-----------|-------|
| | 1Q22E | 2022E | 1Q22E | 2022E | 1Q22E | 2022E |
| 매출액(십억원) | 1,671 | 6,492 | 1,371 | 7,023 | -18.0% | 8.2% |
| 영업이익(십억원) | 124 | 125 | (85.9) | (50) | 적전 | 적전 |
| 목표주가(원) | 27,000 | | 27,000 | | 0% | |

자료 SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2022.04.18 | 중립 | 27,000원 | 6개월 | | |
| 2021.08.20 | 중립 | 27,000원 | 6개월 | -8.66% | 9.81% |
| 2021.05.06 | 매수 | 47,000원 | 6개월 | -26.37% | -14.26% |
| 2021.01.25 | 매수 | 33,000원 | 6개월 | -16.15% | 14.24% |
| 2020.09.25 | 중립 | 22,000원 | 6개월 | 16.60% | 34.32% |



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 | 5,953 | 6,481 | 9,245 | 10,641 | 13,635 |
| 현금및현금성자산 | 1,344 | 1,779 | 2,172 | 2,908 | 4,023 |
| 매출채권및기타채권 | 599 | 270 | 423 | 466 | 587 |
| 재고자산 | 963 | 1,139 | 1,783 | 1,962 | 2,472 |
| 비유동자산 | 4,368 | 4,142 | 4,496 | 4,555 | 4,693 |
| 장기금융자산 | 540 | 465 | 465 | 465 | 465 |
| 유형자산 | 3,668 | 3,469 | 3,466 | 3,453 | 3,433 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산총계 | 10,321 | 10,623 | 13,742 | 15,196 | 18,327 |
| 유동부채 | 5,163 | 7,464 | 10,440 | 11,555 | 14,072 |
| 단기금융부채 | 2,305 | 2,538 | 2,728 | 3,068 | 3,379 |
| 매입채무 및 기타채무 | 631 | 617 | 966 | 1,063 | 1,339 |
| 단기충당부채 | 645 | 1,758 | 2,752 | 3,029 | 3,816 |
| 비유동부채 | 1,289 | 941 | 1,051 | 1,099 | 1,155 |
| 장기금융부채 | 574 | 504 | 244 | 424 | 457 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 4 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 장기충당부채 | 624 | 360 | 730 | 598 | 621 |
| 부채총계 | 6,452 | 8,406 | 11,491 | 12,654 | 15,227 |
| 지배주주지분 | 3,869 | 2,218 | 2,251 | 2,542 | 3,100 |
| 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 | 675 | -1,001 | -1,018 | -776 | -267 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 3,869 | 2,218 | 2,251 | 2,542 | 3,100 |
| 부채외자본총계 | 10,321 | 10,623 | 13,742 | 15,196 | 18,327 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | -403 | 528 | 665 | 397 | 948 |
| 당기순이익(손실) | 87 | -1,700 | -16 | 242 | 509 |
| 비현금성항목등 | 619 | 1,453 | 100 | 175 | 263 |
| 유형자산감가상각비 | 129 | 124 | 134 | 133 | 131 |
| 무형자산감가상각비 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 425 | 1,166 | -15 | -10 | -10 |
| 운전자본감소(증가) | -1,108 | 761 | 577 | 57 | 338 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -251 | 343 | -153 | -43 | -121 |
| 재고자산감소(증가) | 98 | -290 | -644 | -179 | -510 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -100 | 1 | 349 | 97 | 276 |
| 기타 | -855 | 706 | 1,025 | 182 | 693 |
| 법인세납부 | 0 | 15 | 5 | -77 | -162 |
| 투자활동현금흐름 | 161 | 121 | -84 | -65 | -40 |
| 금융자산감소(증가) | 325 | 93 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -188 | -95 | -130 | -120 | -111 |
| 무형자산감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 24 | 123 | 46 | 55 | 71 |
| 재무활동현금흐름 | -387 | -220 | -188 | 404 | 208 |
| 단기금융부채증가(감소) | -217 | -77 | 190 | 340 | 311 |
| 장기금융부채증가(감소) | -28 | -17 | -260 | 180 | 33 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -142 | -125 | -118 | -116 | -136 |
| 현금의 증가(감소) | -669 | 435 | 393 | 736 | 1,115 |
| 기초현금 | 2,012 | 1,344 | 1,779 | 2,172 | 2,908 |
| 기말현금 | 1,344 | 1,779 | 2,172 | 2,908 | 4,023 |
| FCF | -762 | 668 | 542 | 285 | 844 |

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 7,030 | 4,487 | 7,023 | 7,729 | 9,738 |
| 매출원가 | 6,634 | 6,034 | 6,842 | 7,172 | 8,741 |
| 매출총이익 | 396 | -1,547 | 181 | 557 | 997 |
| 매출총이익률 (%) | 5.6 | -34.5 | 2.6 | 7.2 | 10.2 |
| 판매비와관리비 | 242 | 208 | 231 | 274 | 357 |
| 영업이익 | 153 | -1,755 | -50 | 284 | 641 |
| 영업이익률 (%) | 2.2 | -39.1 | -0.7 | 3.7 | 6.6 |
| 비영업손익 | -75 | 27 | 29 | 35 | 31 |
| 순금융비용 | 80 | 76 | 72 | 61 | 65 |
| 외환관련손익 | 60 | 1 | 87 | 87 | 87 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -2 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 세전계속사업이익 | 78 | -1,727 | -22 | 319 | 671 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 1.1 | -38.5 | -0.3 | 4.1 | 6.9 |
| 계속사업법인세 | -8 | -28 | -5 | 77 | 162 |
| 계속사업이익 | 87 | -1,700 | -16 | 242 | 509 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 87 | -1,700 | -16 | 242 | 509 |
| 순이익률 (%) | 1.2 | -37.9 | -0.2 | 3.1 | 5.2 |
| 지배주주 | 87 | -1,700 | -16 | 242 | 509 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 1.23 | -37.89 | -0.23 | 3.12 | 5.23 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 114 | -1,650 | 33 | 291 | 558 |
| 지배주주 | 114 | -1,650 | 33 | 291 | 558 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 283 | -1,631 | 84 | 417 | 772 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | -15.9 | -36.2 | 56.5 | 10.1 | 26.0 |
| 영업이익 | -47.6 | 적전 | 적지 | 흑전 | 125.9 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 110.8 |
| EBITDA | -38.0 | 적전 | 흑전 | 398.1 | 85.4 |
| EPS(계속사업) | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 110.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 2.3 | -55.9 | -0.7 | 10.1 | 18.0 |
| ROA | 0.8 | -16.2 | -0.1 | 1.7 | 3.0 |
| EBITDA마진 | 4.0 | -36.4 | 1.2 | 5.4 | 7.9 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 115.3 | 86.8 | 88.6 | 92.1 | 96.9 |
| 부채비율 | 166.8 | 379.0 | 510.5 | 497.8 | 491.2 |
| 순차입금/자기자본 | 35.0 | 41.3 | 20.1 | 9.3 | -17.2 |
| EBITDA/이자비용(배) | 2.0 | -14.1 | 0.7 | 3.6 | 5.7 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 807 | -15,843 | -153 | 2,251 | 4,744 |
| BPS | 36,061 | 20,669 | 20,978 | 23,691 | 28,896 |
| CFPS | 2,017 | -14,688 | 1,095 | 3,489 | 5,967 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 36.4 | N/A | N/A | 12.5 | 5.9 |
| PER(최저) | 13.9 | N/A | N/A | 8.2 | 3.9 |
| PBR(최고) | 0.8 | 2.0 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |
| PBR(최저) | 0.3 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.6 |
| PCR | 13.6 | -1.6 | 25.4 | 8.0 | 4.7 |
| EV/EBITDA(최고) | 16.0 | -3.2 | 41.7 | 7.9 | 3.2 |
| EV/EBITDA(최저) | 9.1 | -2.1 | 29.1 | 5.3 | 1.9 |