



## 조선

### 본격적 운임 하락기

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.



Analyst

유승우

yswbest@sksecurities.co.kr  
02-3773-9180

### 항만 적체 완화로 운임 하락기 진입

북미 서안 컨테이너항의 적체 현상이 서서히 완화되고 있음. Clarksons Research 의 Port Congestion Index에 따르면 한 때 데일리 기준 100만 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 밭이 묶인 선박이 줄어들며 전체 선박 공급을 늘리고 운임 하락세가 유지될 것으로 전망하는 주된 근거임. 최근 선박 정시성과 선박 도착 지연 일수도 크게 개선되고 있음. IMF의 2022년 물동량 성장률 전망치도 지속 하향 리비전되고 있음.

수주 잔고 흐름 상으로도 수주 랠리에 대한 우려가 있음. 3 ~ 4년 주기의 수주 잔고 사이클 상, 올해 연초를 기점으로 peak-out 한 기조가 뚜렷하게 나타나고 있음. 과거 BRICs 랠리 때 대규모로 밸주된 선박들의 교체 밸주 수요가 발생할 시점도 아직 시기상조임.

### 선가도 오르고 원재료가도 오른다

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

# Contents

1. 산업 분석	3
2. 기업 분석	12
1) 한국조선해양	
2) 삼성중공업	
3) 대우조선해양	

## 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 3 자에게 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%
----	-------	----	------	----	----

북미 서안 컨테이너항의 선박 적체 현상은 코로나 19 이후로 그 동안 겪어보지 못한 수준으로 해운 운임을 끌어 올렸다. 코로나 19로 집에서 머물며 즐길 수 있는 제품들에 대한 수요가 높아져 북미로 진입하는 선박이 늘어났다. 하지만 도착한 선박에서 화물을 하역하는 항만 노동자와, 화물을 철도나 트럭으로 재차 상차하고, 육지로 화물을 옮기는 철도, 트럭 운전 노동자들이 코로나 19 이슈로 정상적인 업무가 불가능해졌다. 결국 항만에 선박이 누적으로 적체될 수 밖에 없었다. 또한 노동자들의 백신 접종 의무화 이슈도 겹쳤으며 코로나 19에 감염된 노동자들이 늘어나 노동 공급이 타이트해졌다. 노동자가 부족하니 임금이 치솟고, 고스란히 해운 운임 상승으로 이어졌다.

이에 바이든 대통령은 지난 10월 공급망 안정화 긴급 성명을 통해 LA 항과 롱비치항을 모두 24시간 연중무휴 체제로 전환했다. 두 항만은 미국 컨테이너 수입 화물의 40% 가량을 차지하는 곳이기에 적체 현상을 손 놓고 있을 수 없었을 것으로 판단된다. 물론 누적된 적체는 쉽게 해소되지 않았고 정책 효과가 나타나기까지는 시간이 더 필요해 보였다. 당연히 운임은 추가적인 강세를 보였다.

#### 항만 적체가 심해 바이든 정부가 조치를 내렸지만 쉽사리 해결되지 않았음



#### 美 서안항만, 바이든 대통령까지 나섰지만 적체 다시 가중

올해 하반기부터 서안 항만의 적체 현상이 다시 악화되면서 심각한 물류 차질을 빚고 있다. 특히 미국 조 바이든 대통령의 공급망 안정화 긴급 성명에도 항만 적체가 쉽게 가라앉지 않을 전망이다. [최근 조 바이든 대통령은 LA 항과 롱비치항을 모두 24시간 체제로 전환](#)했다. 미국 조 바이든 대통령은 최근 긴급 성명에서 “미국 로스앤젤레스(LA)항이 연중 무휴로 24시간 체제로 가동

한다”고 밝혔다. 대표적인 미국의 수출입 화물 관문항의 적체가 더 이상 두고 볼 수 없는 수준에 이르렀다는 위기감이 대통령의 성명으로 이어졌다는 분석이다. 두 항만은 미국 수입컨테이너 화물의 40%를 담당하고 있다. 바이든 대통령은 “전통적으로 미국 항만은 주중 기간인 월요일부터 금요일까지만 열려 있고 일반적으로 야간과 주말엔 문을 닫는다”며 “이번 조치로 [LA 항은 일주일에 60시간 추가로 운영](#)될 예정”이라고 말했다…(중략)… [미국 정부가 특단의 대책을 꺼내 들었지만 서안 항만의 체선은 개선의 기미를 보이지 않고 있다.](#) 지난 19일(현지시각) 현재 LA와 롱비치항에서 접안을 기다리고 있는 컨테이너선은 총 67척을 기록했다. LA 항에서 36척, 롱비치항에서 31척이 닦을 내리고 대기하는 상태다. 10월 초 50척대에서 오히려 상승 곡선을 그리고 있다.

자료: 코리아쉬핑가제트(2021-10-26), SK 증권

그리고 해가 바뀌면서 기류가 달라졌다. 코로나 19 확진자 증가세도 둔화되기 시작했고, 정책 효과로 실제 항만 적체가 해소되기 시작했다. LA 항과 롱비치항의 평균 선박대기 시간이 약 3.1 일 수준으로 크게 떨어졌다. 이는 해운 운임 하락으로 이어져 하늘 높은 줄 모르고 치솟기만 하던 컨테이너선 운임이 가파르게 하락하기 시작했다. 또 다른 대표적 운임 지수인 BDI는 일찌감치 작년 10 월을 고점으로 하락세를 이어오고 있다.

#### 드디어 적체가 해소되고 있는 북미 서안 컨테이너항

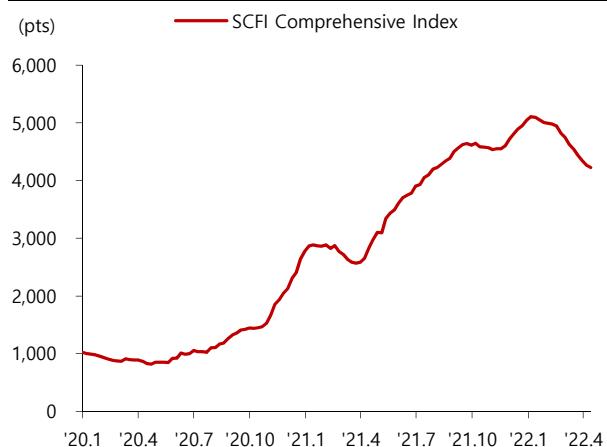
##### 북미서안항만 물동량 6 개월 만에 반등…LA·롱비치항 적체도 완화

북미서안 주요 항만의 컨테이너 물동량이 6 개월 만에 반등에 성공했다. 각 항만 당국에 따르면 북미 서안 7 개 항만의 올해 2 월 컨테이너 물동량은 전년 동월 대비 5.0% 늘어난 250 만TEU 로 집계됐다. 서안 남부(PSW) 3 개항은 모두 물동량 증가세를 나타냈다. PSW 3 개항의 전체 처리량은 4.9% 오른 184 만 8712TEU 를 기록했다. 북미 서안을 대표하는 로스엔젤레스(LA)항과 롱비치항은 각각 7.3% 3.2% 상승한 85 만 7800TEU 79 만 6600TEU 를 처리했다. 오

클랜드항도 2.0% 증가한 19 만 4400TEU 를 거뒀다. 서안 북부(PNW) 4 개항은 1 년 전 같은 시기보다 4.2% 오른 64 만 6851TEU 를 처리했다. 시애틀-터코마항(NWSA)과 프린스루퍼트항은 각각 11.1% 5.2% 상승한 29 만 8000TEU 7 만 5800TEU 였다. 반면 캐나다 최대 항구인 밴쿠버항은 2.7% 감소한 27 만 3000TEU 에 머물렀다. NWSA 항은 서안 항만 중 유일하게 물동량과 더불어 점유율 확장세를 보였다. NWSA 항의 2 월 점유율은 전년 동기 대비 1%p(포인트) 상승한 4%로 집계됐다. 미 서안에 위치해 있지만 비교적 혼잡이 덜해 LA·롱비치항의 대체 항구로서 제 역할을 톡톡히 했다는 분석이다…(중략)…계속된 항만 적체로 골머리를 앓던 LA 와 롱비치항의 평균 선박대기시간이 크게 개선됐다. 두 항만 인근에 대기 중인 선박 수가 50 개 미만으로 절반 가까이 줄었다. 지난 1 월 9 일 기준 두 항만의 대기선박 수는 109 척이었다. LA 항만청에 따르면 터미널의 평균대기시간은 3.1 일로 떨어졌으며 일부 시설에선 지연이 거의 또는 전혀 없다고 보고했다. 중국의 공급망 혼란, 육송 연계 운영 개선, 미국 동부 및 걸프 연안 항만으로의 물량 이전이 서안 항만 혼잡 완화에 영향을 끼쳤다는 분석이다. (하략)

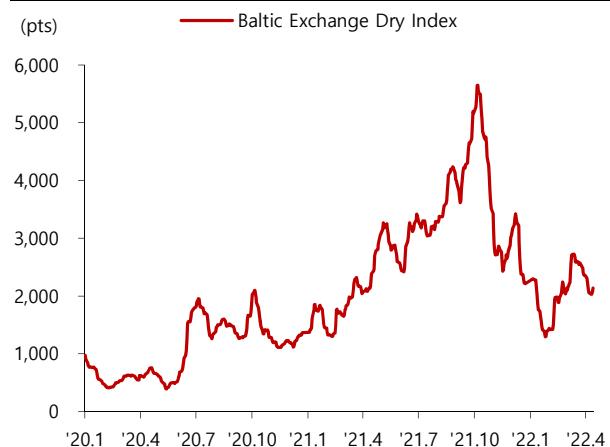
자료: 코리아쉬핑가제트(2022-04-14), SK 증권

#### SCFI 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

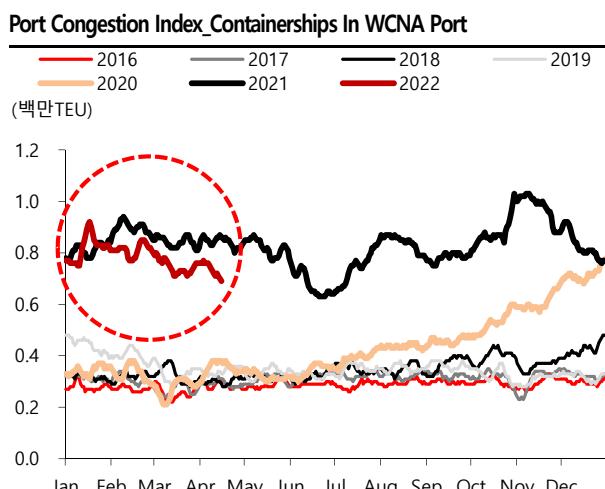
#### BDI 추이



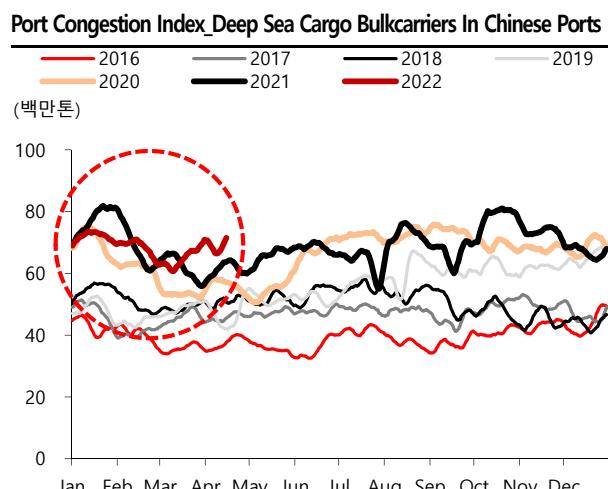
자료: Clarksons Research, SK 증권

실제 데이터로도 혼잡도의 개선세를 확인할 수 있다. 북미 서안 컨테이너 항구들(West Coast North America)의 혼잡도는 코로나 19 이후로 치솟아 한 때는 100만 TEU에 육박할 수준이었는데 올해 1분기를 지나며 점차 하향 곡선을 보여주고 있다. 중국 항구의 벌크선 혼잡도는 상하이가 봉쇄되며 최근 일시적으로 증가하고 있으나 애초에 코로나 19로 혼잡도가 급격하게 악화된 것이 아니었다.

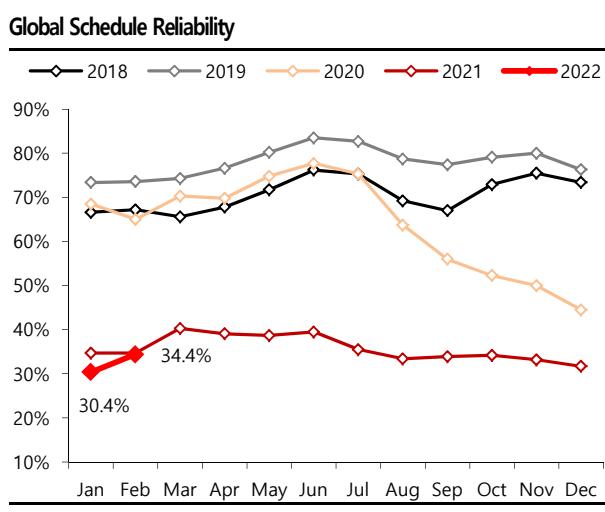
지난 2월 글로벌 선박 정시성도 1월 대비 개선되었고, 글로벌 평균 도착 지연일수도 1월 대비 개선되었다. 3월과 4월 데이터는 더욱 개선될 것으로 판단되며 앞으로도 추가적인 해운 운임 하락세가 이어질 것으로 판단되는 대목이다.



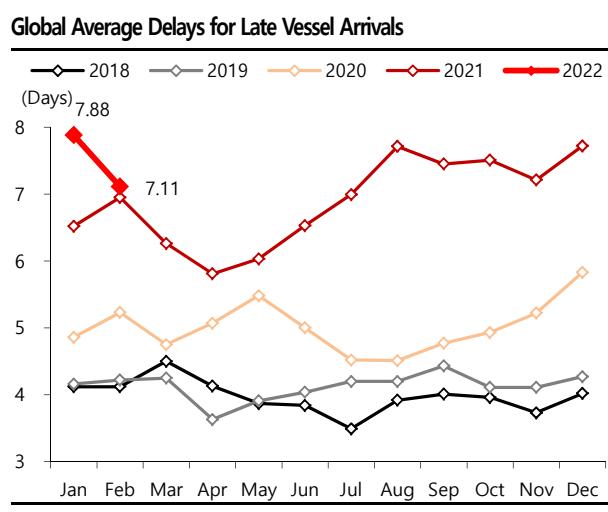
자료: Clarksons Research, SK 증권



자료: Clarksons Research, SK 증권



자료: Sea-Intelligence, SK 증권



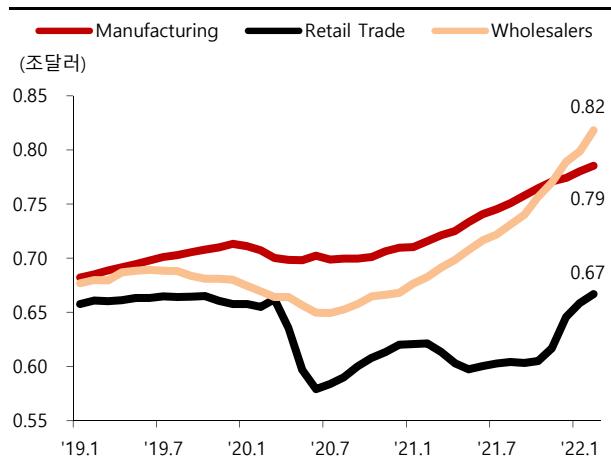
자료: Sea-Intelligence, SK 증권

아울러 미국 통계국에 따르면 지난 2월 미국 전체 합산 기준 재고는 \$2.27조 수준으로 이미 코로나 19 이전 레벨을 상회하고 있다. YoY + 12.4% 증가했고, 2년 전 동월과 비교해보면 + 11.7% 성장했다. 재고가 굉장히 빠르게 늘어났다고 볼 수 있는 수준이다.

카테고리별로 보면 제조업 재고는 \$0.79조, 도매업 \$0.82조, 소매업 \$0.67조다. 절대 레벨로 보면 소매업을 제외하면 이미 코로나 19 이전 수준을 돌파했다. 소매업도 코로나 19 이전 수준을 회복했다. 전년 대비로는 제조업이 YoY + 9.7%, 도매업이 YoY + 19.9%, 소매업이 YoY + 7.3% 수준이다.

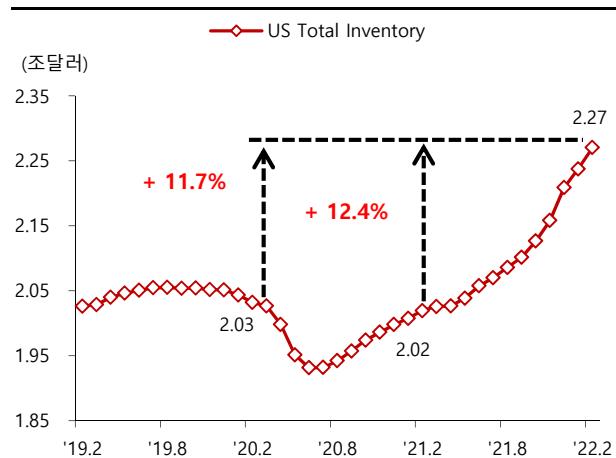
이는 창고 Capacity 문제를 야기할 수밖에 없다. 제조업, 도매업이 갑자기 이렇게 창고 수요가 늘어난 적이 없기 때문에 창고 공급이 비탄력적일 수 밖에 없고 이는 미국의 추가적인 수입 제한 요인이며 해운 수요에 악재로 볼 수 있다.

카테고리별 미국 재고액수 추이



자료: 미국통계국, SK증권

미국 총 재고액수 추이

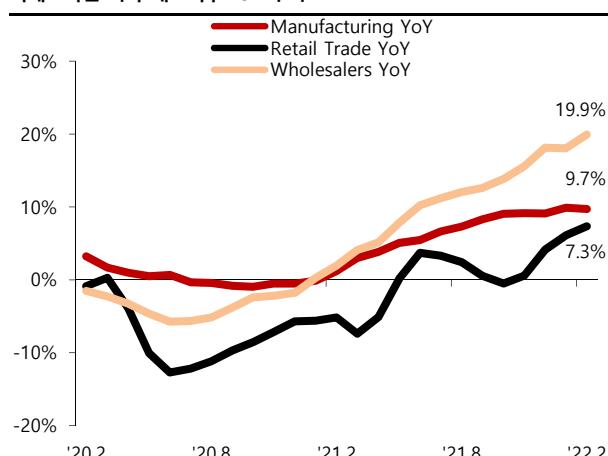


자료: 미국통계국, SK증권

IMF의 전망도 크게 다르지 않다. IMF의 지난 1월 전망에 따르면 2022년 글로벌 물동량은 YoY + 6% 수준으로 추정되고 있다. 그런데 IMF가 작년 7월에 밝힌 2022년 물동량 전망치는 YoY + 7%였고, 작년 10월 전망치는 YoY +6.7%였다. 점진적으로 2022년 물동량에 대한 비우호적인 전망이 우세해지고 있음을 확인할 수 있다. 작년 대비 올해 해운 업황이 긍정적인 흐름을 보이기는 쉽지 않은 여건으로 판단된다.

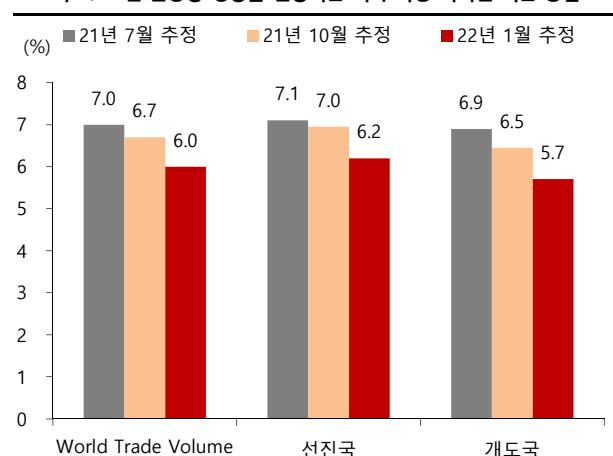
그리고 해운의 다운사이클은 조선 섹터에도 좋지 않은 영향을 줄 수 밖에 없다. 간단히 말해서, 해운 수요가 줄어들면 선박 수요도 줄어들기 때문이다. 마침 조선 섹터의 주요 원자료인 후판 가격도 예상과 다르게 고공 행진하는 바람에 실적 악재도 불가피하다. 물론 지금은 선가 상승세가 지속되고 있지만 선박 수요가 꺾이면 흐름이 바뀔 수 있다.

카테고리별 미국 재고액수 YoY 추이



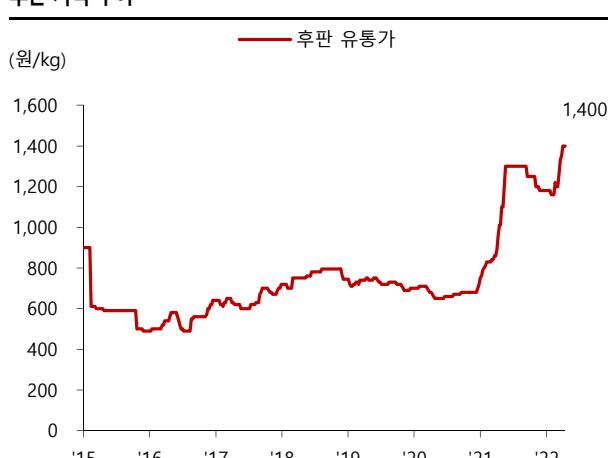
자료: 미국통계국, SK 증권

IMF의 2022년 물동량 성장을 전망하는 지속 하향 리비전 되는 종합



자료 IMF, SK 증권

후판 가격 추이



자료: Steel Daily, SK 증권

신조선가, 중고선가 지수는 지속 상승세임



자료 Clarksons Research, SK 증권

우크라이나 전쟁 이슈로 LNG 업황이 계절성과 무관하게 초호황기를 지나고 있다는 점에서 LNG 캐리어 발주 기대감이 지속적으로 주가에 긍정적으로 작용할 여지도 있다. 유럽의 천연가스 러시아 의존도가 매우 높기 때문에 현재 상황으로는 유럽이 LNG 수입으로 다변화를 시도할 수 밖에 없고 LNG 운반선에 호재성 이슈는 맞아 보인다. 하지만 반대로 LNG 수요가 늘어 가격이 비싸지면 LNG 추진선의 경제성이 떨어질 수도 있다.

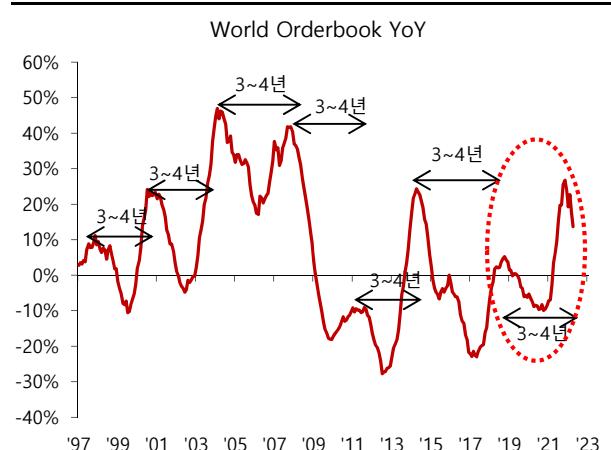
무엇보다 3~4년을 주기로 움직이는 선박 수주 사이클이 일단락되었다는 점이 가장 우려된다. 전 세계 조선사들의 월간 선박 수주잔고 YoY 추이를 보면 대략 3~4년의 주기로 잔고를 채우고 비우기를 반복한다. 현재는 이러한 소(小) 사이클 상승 국면이 끝나고 올해 초 사이클의 피크를 높게 형성한 이후로 대차게 하락 전환했다. 심지어 하락세가 이제 시작한 단계이기 때문에 작년보다 올해 선박 수주를 긍정적으로 바라보기 쉽지 않다.

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK증권

전 세계 선박 수주잔고 YoY 추이

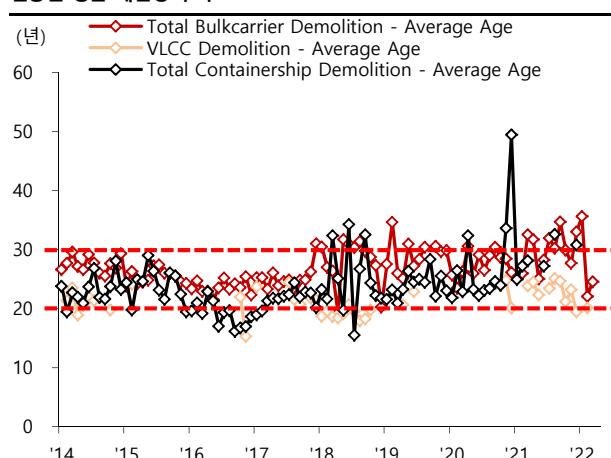


자료: Clarksons Research, SK증권

더욱이 현재는 BRICs 랠리 이후 도래할 빅 사이클 국면도 아니다. 주요 선종인 벌크선, VLCC, 컨테이너선의 월간 평균 폐선령 추이를 감안하면 아직 BRICs 랠리 때 쏟아졌던 발주 물량의 대세적 폐선까지는 시간이 남아있기 때문이다.

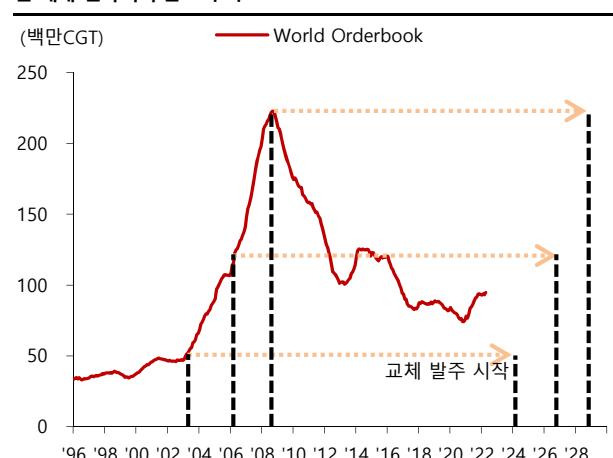
역사적으로 주요 선종별 평균 폐선령은 대략 20 년 ~ 30 년 사이의 밴드를 형성하고 있다. 물론 이따금씩 밴드를 뚫고 일찍 폐선되는 경우들이 있지만 빈도가 낮다. 대략적으로 30년까지는 아니더라도 적어도 20년은 된 선박들에 대해서 선주들이 교체 발주를 결정하는 것으로 파악된다. 그러면 BRICs 랠리 이후 산술적으로 '24년 즈음부터 서서히 노후 선박에 대한 교체 발주가 대규모로 시작되는 것으로 봐야 하기에 현재는 대(大) 씨이클 진입 전 단계로 보인다.

선종별 평균 폐선령 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

전 세계 선박 수주잔고 추이

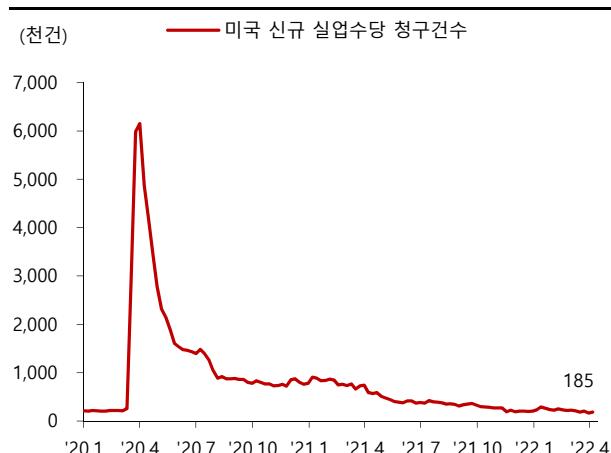


자료: Clarksons Research, SK 증권

참고로 미국 신규 실업수당 청구건수는 코로나 19 창궐 아래 최저치를 지속 간신히 중에 있다. 노동자들이 업무 현장에 속속 복귀하고 있다는 의미이며 미국 항만 적체 해소에 속도가 붙을 전망이다.

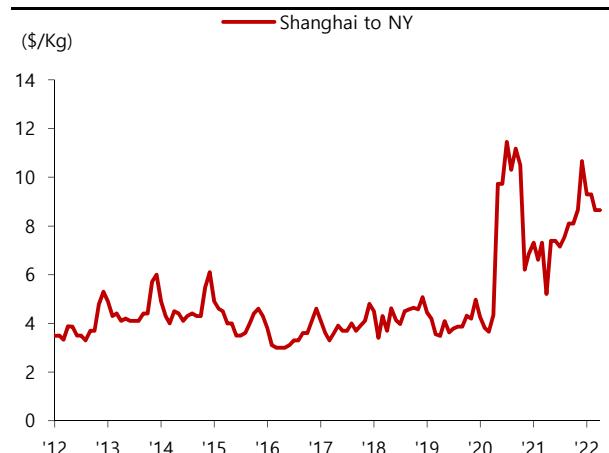
해운 적체로 항공 화물로 옮겨간 화주들이 있었기에 코로나 19 이후 항공 화물도 운임 수혜를 어느 정도 입었지만 해운 운임 조정기에서는 반대 영향을 받을 가능성이 높다. 이미 코로나 19 방역조치가 국가별로 완화되며 해외여행이 늘어나고 여객기 운항 횟수가 증가한다는 점에서 벨리 카고 공급이 늘고, 항공 화물 운임은 조정 받을 수 밖에 없지만 해운 운임 하락이 이러한 흐름을 부추길 것으로 보인다.

#### 미국 신규 실업수당 청구건수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

#### 항공 화물 운임 추이(상하이 → 뉴욕)



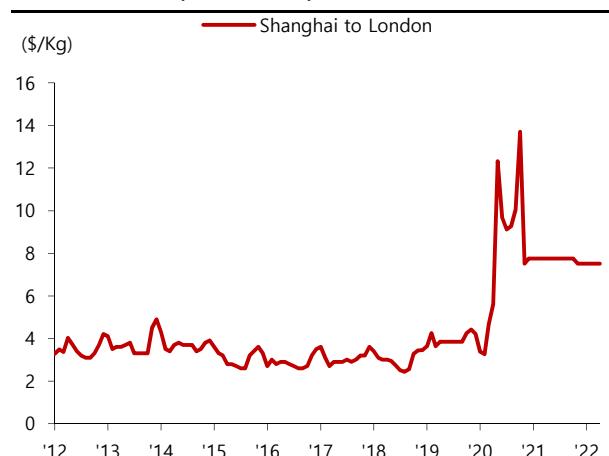
자료: Bloomberg, SK 증권

#### 항공 화물 운임 추이(상하이 → LA)



자료: Bloomberg, SK 증권

#### 항공 화물 운임 추이(상하이 → 런던)



자료: Bloomberg, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sksecurities.co.kr  
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(와13)	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 자주사로서 조선 업황 우려 속 방어적 대응이 가능하다는 점에서 투자의견 매수를 유지하며 목표주가도 120,000 원으로 유지 함

### 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 보여 주고 있음. 바이든 정부의 공급망 완화 정책의 효과가 나타나고 있는 것으로 볼 수도 있고, 코로나19 이후 업무 현장을 떠난 노동자들의 업무 복귀가 적체 해소에 기여했다고 볼 수도 있음. 확실한 것은 적체 완화는 밸이 묶인 선박이 줄어들며 전체 선박 공급 을 늘리고 운임 하락세가 유지될 것으로 전망하는 주된 근거임. 최근 선박 정시성과 선박 도착 지연 일수도 크게 개선되고 있음. IMF 의 2022년 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 요인이나마 해운 업황 둔화 가 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

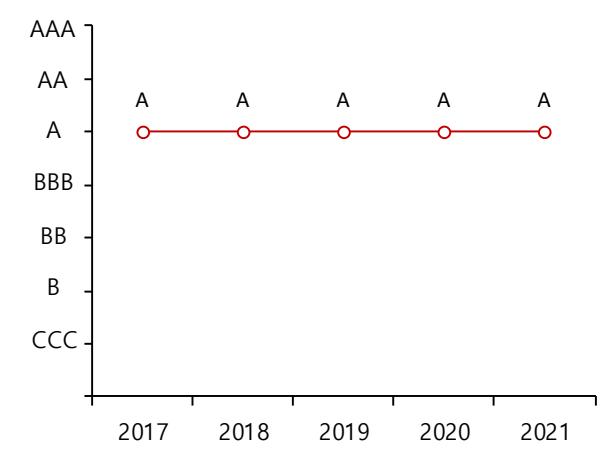
하지만 동사는 자주사로서 조선 업황에 대한 우려 속에서 방어적 대응으로 적절하다고 판단됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 120,000 원을 유지함

### 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	적자	흑전	41.7
EBITDA	십억원	693	484	-986	247	718	837
세전이익	십억원	90	-569	-1,632	-86	394	526
순이익(자배주주)	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 (백만 원)	표면금리 (%)
N.A.			

N.A.

자료: KRX, SK 증권

한국조선해양의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.12.16	사회 (Social)	"현대重 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..25 일 첫 재판

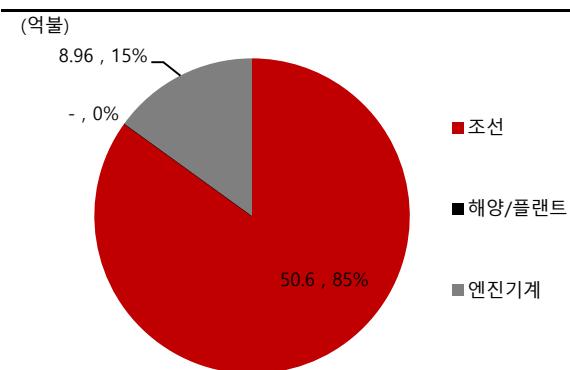
자료: 주요 언론사, SK 증권

## 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

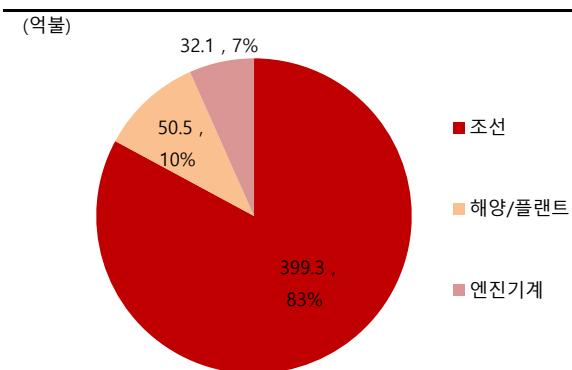
## 2022년 2월 말 YTD 신규수주



자료: 한국조선해양, SK 증권

주. 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

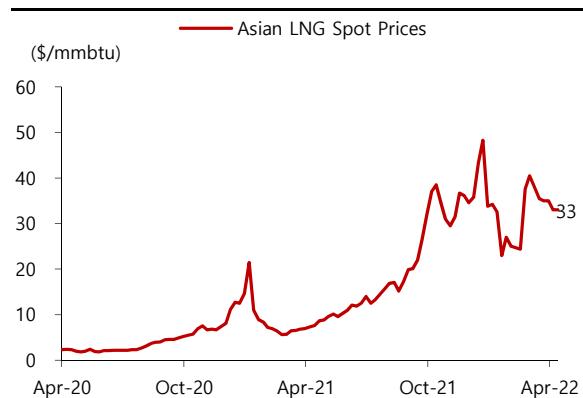
## 2022년 2월 말 인도기준 수주잔고



자료: 한국조선해양, SK 증권

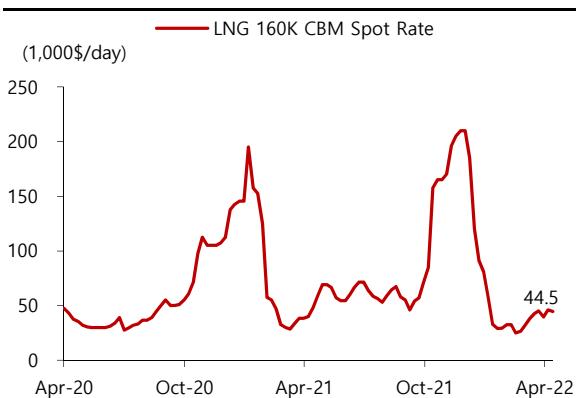
주. 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons 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

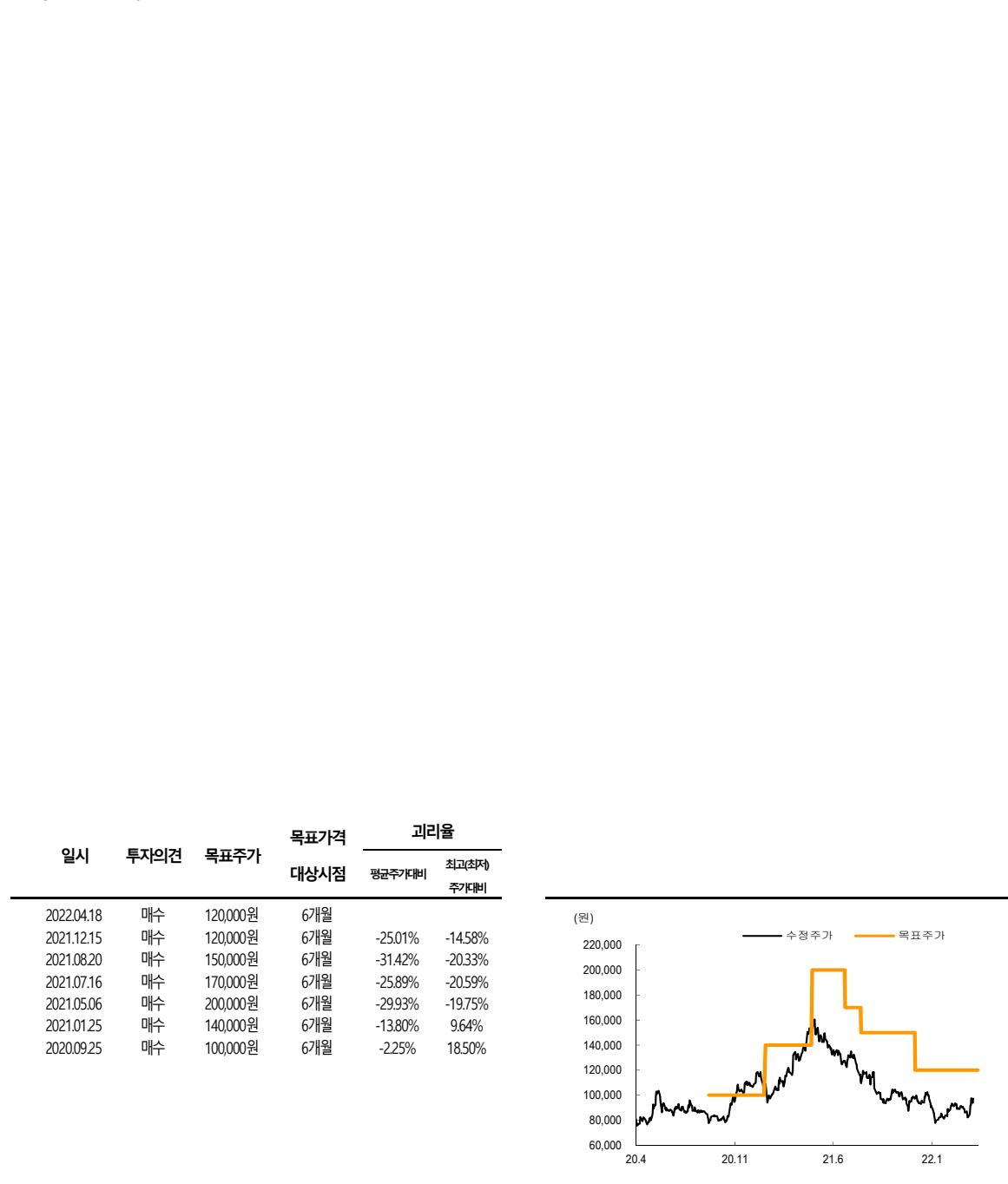
	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E
BPS(원)	140,921	142,672	141,534	142,821	145,610
Target BPS(원)	143,159				
대형 조선사	1.0				
Target PBR(배)					
Target PBR(배)	0.8		지주사 할인율	20%	
목표 주가(원)	120,000				
현재 주가(원)	97,400				
상승 여력	23.2%				

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



### Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	25,244	27,293	28,920	29,525	29,441
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	12,823	14,879	16,473	16,708	16,162
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	12,421	12,414	12,448	12,817	13,279
<b>부채와자본총계</b>	25,244	27,293	28,920	29,525	29,441

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	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
무형자산상각비	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
<b>투자활동현금흐름</b>	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
<b>재무활동현금흐름</b>	1,038	-355	-4	14	-27
단기금융부채증가(감소)	1,196	-1,235	250	249	245
장기금융부채증가(감소)	-18	-19	-90	-66	-98
자본이증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-9	-4	0	0	0
기타	-131	902	-164	-169	-174
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,478	864	21	397	497
<b>기초현금</b>	2,225	3,703	4,567	4,588	4,985
<b>기말현금</b>	3,703	4,567	4,588	4,985	5,482
<b>FCF</b>	238	982	-25	314	482

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

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

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
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	적전	190.7	16.5
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	221.3	19.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-7.4	-90	1.5	4.7	5.3
ROA	-3.3	-4.3	-0.2	0.9	1.3
EBITDA/마진	3.2	-6.4	1.4	4.0	4.9
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**유승우**

yswbest@sks.co.kr  
02-3773-9180

## Company Data

자본금	880 십억원
발행주식수	63,011 만주
자사주	12,982 만주
액면가	1,000 원
시가총액	5,491 십억원
주요주주	
삼성전자(외9)	21.88%
국민연금공단	6.12%
외국인자본률	15.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/04/17)	6,240 원
KOSPI	2696.06 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	7,026 원
52주 최저가	5,070 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.8%	9.7%
6개월	1.3%	13.3%
12개월	-10.9%	5.5%

## 삼성중공업 (010140/KS | 중립(유지) | T.P 6,000 원(유지))

### 유가 상승 덕에 악성 재고 정리에 성공

북미 서안 컨테이너항 적체 현상이 서서히 완화되고 있음. 혼잡도가 전년 동기 대비 개선되고 있고, 바이든 정부의 공급망 안정화 정책이 효과를 일부 발휘해 실제 해운 운임 하락으로 이어지고 있음. 이러한 흐름은 자속될 것으로 판단되며 업황에도 부담으로 작용할 것으로 전망함. 그 와중에 유가가 높게 유지돼 동사 악성 재고가 정리되고 있어 호재임. 하지만 이미 PBR 1 배를 상회하고 있어 투자의견 중립, 목표주가 6,000 원 유지

### 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 밸이 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 2022년 물동량 성장률 전망치도 지속 하향 리비전되고 있음. 해운 업황을 감안해 조선 업황에 대해서도 전년 대비 긍정적 으로 전망하기는 쉽지 않음. 선수가 여전히 상승세를 보여주고 있는 부분은 긍정적 요인[지만 해운 업황 풍화가 결국 현재의 선가 흐름에도 악영향을 줄 수 있음. 동시에 후판 가격도 상승하고 있어 실적 악재가 불가피한 것으로 판단됨]

### 행운의 고유가로 악성 재고를 정리함

다행스러운 점은 유가 레벨이 높게 유지되면서 악성 재고인 드릴십 매각에 성공하고 있음. 재무적 이벤트가 많았던 동사에게 숨통이 트이는 이벤트임

### 투자의견 중립, 목표주가 6,000 원 유지

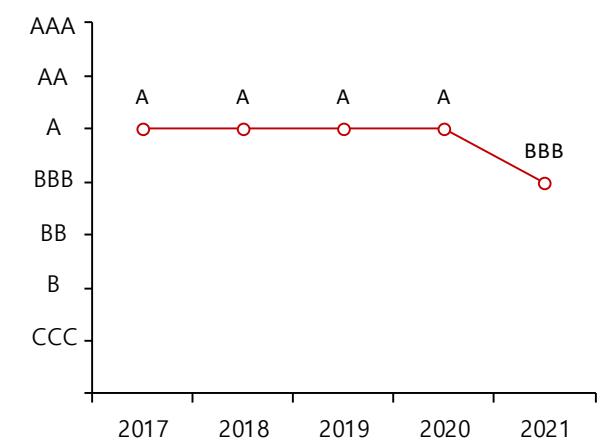
하지만 동사가 거래되고 있는 주가 레벨은 이미 PBR 1 배를 상회하고 있어 투자의견 중립, 목표주가 6,000 원을 유지함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	7,350	6,860	6,622	7,802	8,372	6,791
yoY	%	39.6	-6.7	-3.5	17.8	7.3	-18.9
영업이익	십억원	-617	-1,054	-1,312	-287	-89	-72
yoY	적지						
EBITDA	십억원	-300	-772	-1,113	-106	68	58
세전이익	십억원	-1,139	-1,475	-1,350	-279	-83	-46
순이익(자본주주)	십억원	-1,311	-1,482	-1,445	-293	-82	-43
영업이익률%	%	-8.4	-15.4	-19.8	-3.7	-1.1	-1.1
EBITDA%	%	-4.1	-11.3	-16.8	-1.4	0.8	0.9
순이익률%	%	-17.9	-21.8	-21.9	-3.9	-1.1	-0.7
EPS(계속사업)	원	-2,003	-2,265	-2,097	-333	-93	-48
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.9	1.2	1.2	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	-27.4	-10.5	-5.7	-63.6	94.0	109.2
ROE	%	-21.9	-33.1	-36.9	-6.9	-1.8	-0.8
순차입금	십억원	3,576	3,629	1,391	1,153	786	722
부채비율	%	159.1	247.5	196.3	208.0	182.4	131.7

## ESG 하이라이트

### 삼성중공업의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
삼성중공업 종합 등급	<b>BBB</b>	B-	57.2
환경(Environment)	51.0	NA	64.4
사회(Social)	48.0	NA	17.7
지배구조(Governance)	51.8	NA	89.3
<비교업체 종합 등급>			
한국조선해양	A	B	53.1
대우조선해양	BBB	C	46.5
현대미포조선	A	C-	36.9

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 삼성중공업 ESG 평가

전반적으로 ESG에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 환경뿐 아니라 사회적으로도 지역사회에 많은 기부를 통해 실천하고 있다. 삼성중공업은 지난 해 8월 ESG 위원회를 신설했다. 아울러 세부 추진 과제를 수행하는 ESG 자문위원회와 ESG 전담 조직을 별도로 운영한다. 삼성중공업 ESG 위원회는 친환경·고효율 제품 개발 선도, 탄소 중립 조선소 운영, 안전·인권 경영, 상생 경영, 준법 경영, 대외 협력 강화 등 여섯 가지를 실천한다는 계획이다.

자료: SK 증권

### 삼성중공업의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	"발행규모 (억원)"	표면금리 (%)
N.A.			

N.A.

자료: KRX, SK 증권

### 삼성중공업의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.04.01	사회 (Social)	조선업 임금·단가 현실화 촉구... "위기"
2022.03.14	사회 (Social)	거제조선소 크레인 참사 파기환송심 시작
2021.11.22	사회 (Social)	삼성중 크레인참사 규탄 집회 노조 간부 벌금
2021.10.28	사회 (Social)	"기름 유출 피해 기금 제대로 쓰여야" 공익소송 예고
2021.10.19	사회 (Social)	하도급법 위반 삼성중에 과징금 5200 만 원 부과
2021.10.16	사회 (Social)	조선소 중대재해 80% 협력업체 노동자... "다단계하청 고리 끊어야"

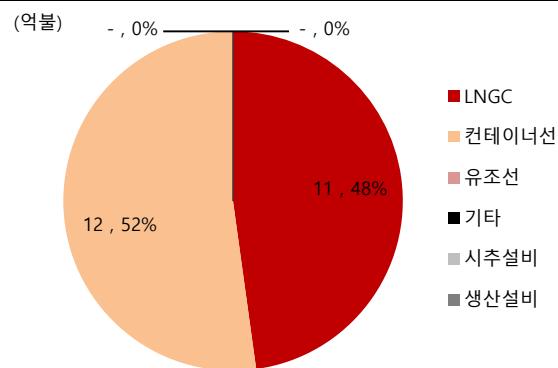
자료: 주요 언론사, SK 증권

## 삼성중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	15,746	17,155	14,854	18,465	18,812	19,134	19,646	20,425	68,603	66,220	78,017
YoY	-13.8%	1.4%	-11.4%	10.9%	19.5%	11.5%	32.3%	10.6%	-6.7%	-3.5%	17.8%
QoQ	-5.4%	8.9%	-13.4%	24.3%	1.9%	1.7%	2.7%	4.0%			
영업이익	-5,068	-4,379	-1,102	-2,571	-765	-778	-602	-728	-10,541	-13,120	-2,873
영업이익률	-32.2%	-25.5%	-7.4%	-13.9%	-4.1%	-4.1%	-3.1%	-3.6%	-15.4%	-19.8%	-3.7%
YoY	적지	적지	적지								
QoQ	적지										
세전이익	-5,312	-4,438	-1,307	-2,441	10	-1,740	2,722	-3,782	-14,750	-13,498	-2,790
세전이익률	-33.7%	-25.9%	-8.8%	-13.2%	0.1%	-9.1%	13.9%	-18.5%	-21.5%	-20.4%	-3.6%
순이익	-5,342	-4,459	-1,220	-3,430	27	-1,857	2,947	-4,049	-14,824	-14,451	-2,931
순이익률	-33.9%	-26.0%	-8.2%	-18.6%	0.1%	-9.7%	15.0%	-19.8%	-21.6%	-21.8%	-3.8%

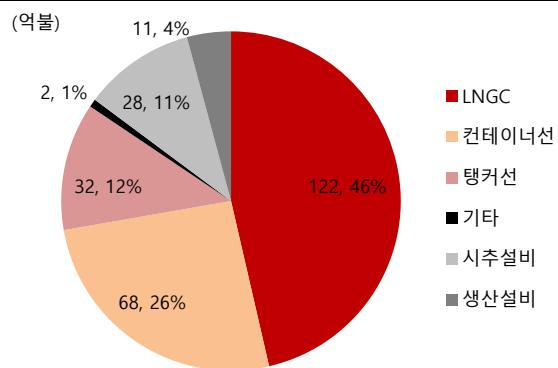
자료: 삼성중공업 SK 증권

## 2022년 3월 YTD 신규수주



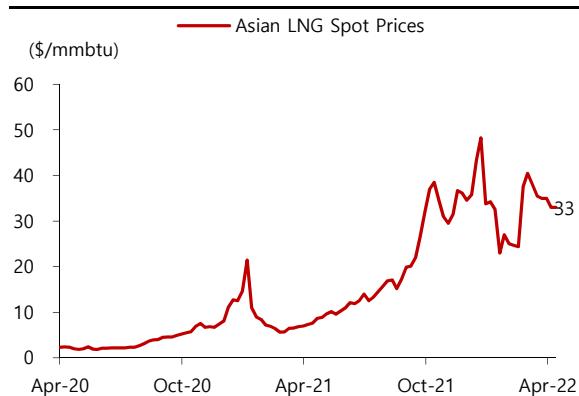
자료: 삼성중공업 SK 증권

## 2022년 3월 말 기준 수주잔고



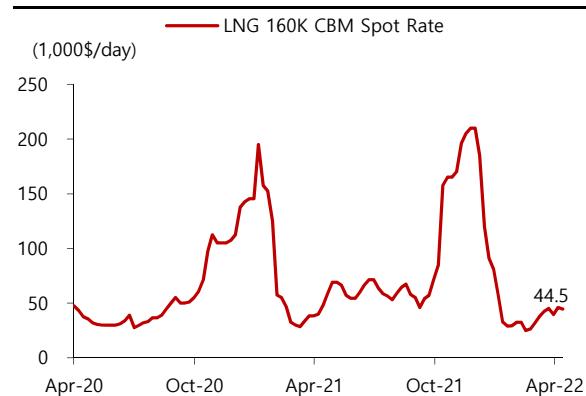
자료: 삼성중공업 SK 증권

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

## 삼성중공업 목표 주가 산출

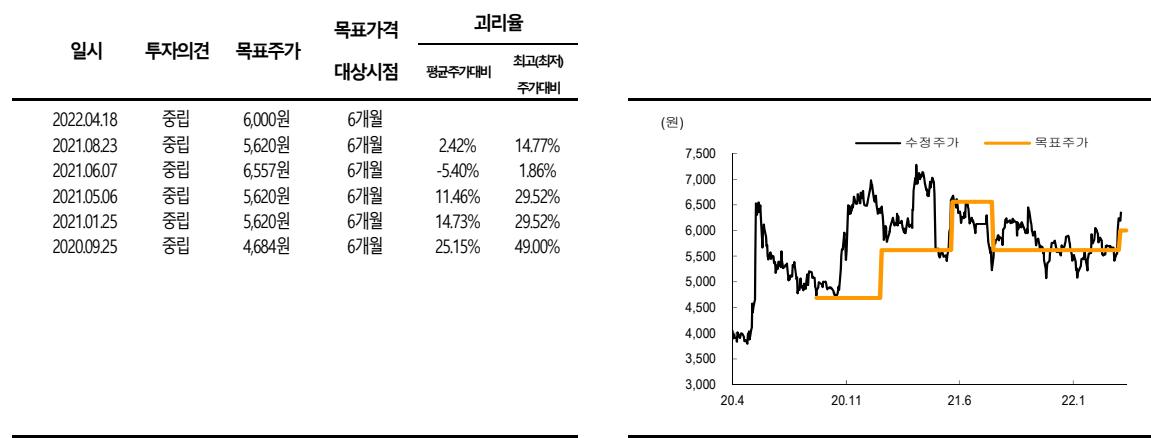
	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E
BPS(원)	4,850	4,660	5,231	4,971	5,217
Target BPS(원)	5,019				
Target PBR(배)	1.1				
목표 주가(원)	<b>6,000</b>				
현재 주가(원)	6,350				
상승 여력	-5.5%				

자료 SK 증권

## 삼성중공업 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	1Q22E	2022E	1Q22E	2022E	1Q22E	2022E
매출액(억원)	17,342	70,059	18,812	78,017	8.5%	11.4%
영업이익(억원)	(271)	(5,911)	(765)	(2,873)	적지	적지
목표주가(원)	<b>6,000</b>		<b>6,000</b>		0%	

자료 SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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
<b>유동자산</b>	6,698	5,594	6,619	6,624	5,236
현금및현금성자산	987	571	919	604	0
매출채권및기타채권	291	146	172	185	150
재고자산	1,821	1,488	1,753	1,881	1,526
<b>비유동자산</b>	6,224	6,545	6,786	6,991	7,103
장기금융자산	141	582	582	582	582
유형자산	5,505	5,614	5,194	4,747	4,252
무형자산	28	24	18	13	8
<b>자산총계</b>	12,922	12,139	13,405	13,614	12,339
<b>유동부채</b>	7,534	7,058	8,039	8,003	6,545
단기금융부채	4,030	2,233	2,355	1,904	1,596
매입채무 및 기타채무	528	626	737	791	642
단기충당부채	1,066	1,279	1,507	1,617	1,312
<b>비유동부채</b>	1,670	983	1,013	791	468
장기금융부채	1,456	827	827	594	342
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	132	79	97	104	60
<b>부채총계</b>	9,204	8,041	9,052	8,794	7,012
<b>지배주주지분</b>	3,724	4,111	4,375	4,850	5,364
자본금	3,151	880	880	880	880
자본잉여금	1,789	5,488	5,488	5,488	5,488
기타자본구성요소	-970	-970	-970	-970	-970
자기주식	-970	-970	-970	-970	-970
이익잉여금	30	-1,355	-1,648	-1,730	-1,773
비지배주주지분	-6	-14	-22	-29	-37
<b>자본총계</b>	3,718	4,097	4,353	4,820	5,327
<b>부채와자본총계</b>	12,922	12,139	13,405	13,614	12,339

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	-124	967	80	160	-238
당기순이익(손실)	-1,475	-1,350	-300	-89	-50
비현금성항목등	1,294	655	194	157	107
유형자산감가상각비	259	196	178	155	129
무형자산상각비	23	4	3	2	1
기타	873	348	-55	-55	-55
운전자본감소(증가)	64	1,654	207	98	-292
매출채권및기타채권의 감소증가)	-19	178	-26	-13	35
재고자산감소(증가)	209	-165	-265	-128	355
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-185	87	111	54	-149
기타	59	1,554	387	185	-532
법인세납부	-7	8	-21	-6	-3
<b>투자활동현금흐름</b>	-143	118	243	309	273
금융자산감소(증가)	-73	-104	-12	1	-107
유형자산감소(증가)	-87	169	241	292	367
무형자산감소(증가)	0	3	3	3	3
기타	17	50	10	13	11
<b>재무활동현금흐름</b>	868	-1,510	25	-785	-639
단기금융부채증가(감소)	-1,109	-3,482	122	-451	-308
장기금융부채증가(감소)	2,127	839	0	-233	-252
자본이증가(감소)	0	1,275	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-150	-141	-97	-101	-79
<b>현금의 증가(감소)</b>	603	-416	348	-316	-603
<b>기초현금</b>	384	987	571	919	604
<b>기말현금</b>	987	571	919	604	0
<b>FCF</b>	250	1,338	324	455	130

자료 : 삼성증공업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	6,860	6,622	7,802	8,372	6,791
<b>매출원가</b>	7,326	7,388	7,616	7,953	6,452
<b>매출총이익</b>	-466	-766	186	419	340
매출총이익률 (%)	-6.8	-11.6	2.4	5.0	5.0
<b>판매비와관리비</b>	589	546	473	508	412
<b>영업이익</b>	-1,054	-1,312	-287	-89	-72
영업이익률 (%)	-15.4	-19.8	-3.7	-1.1	-1.1
<b>비영업손익</b>	-421	-38	8	7	26
순금융비용	155	124	86	88	68
외환관련손익	93	33	40	40	40
관계기업투자등 관련손익	-3	-2	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-1,475	-1,350	-279	-83	-46
세전계속사업이익률 (%)	-21.5	-20.4	-3.6	-1.0	-0.7
<b>계속사업법인세</b>	18	102	21	6	3
<b>계속사업이익</b>	-1,493	-1,452	-300	-89	-50
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-1,493	-1,452	-300	-89	-50
순이익률 (%)	-21.8	-21.9	-3.9	-1.1	-0.7
<b>지배주주</b>	-1,482	-1,445	-293	-82	-43
지배주주귀속 순이익률(%)	-21.61	-21.82	-3.76	-0.98	-0.63
비지배주주	-10	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	-1,531	-896	256	467	506
지배주주	-1,521	-888	264	475	514
비지배주주	-10	-8	-8	-8	-8
<b>EBITDA</b>	-772	-1,113	-106	68	58

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-6.7	-3.5	17.8	7.3	-18.9
영업이익	적자	적자	적자	적자	적자
세전계속사업이익	적자	적자	적자	적자	적자
EBITDA	적자	적자	적자	후전	-14.9
EPS(계속사업)	적자	적자	적자	적자	적자
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-33.1	-36.9	-6.9	-1.8	-0.8
ROA	-11.3	-11.6	-2.4	-0.7	-0.4
EBITDA/마진	-11.3	-16.8	-1.4	0.8	0.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	88.9	79.3	82.3	82.8	80.0
부채비율	247.5	196.3	208.0	182.4	131.7
순차입금/자기자본	97.6	34.0	26.5	16.3	13.6
EBITDA/이자비용(배)	-4.7	-8.2	-1.1	0.7	0.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-2,265	-2,097	-333	-93	-48
BPS	5,691	4,671	4,971	5,510	6,095
CFPS	-1,834	-1,808	-127	85	99
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.3	1.7	1.3	1.2	1.0
PBR(최저)	0.6	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	-3.8	-3.1	-49.9	74.3	63.8
EV/EBITDA(최고)	-10.8	-5.9	-63.6	94.0	109.2
EV/EBITDA(최저)	-7.3	-4.4	-53.0	77.4	89.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
유승우

yswbest@sks.co.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%
외국인자본률	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 보여 주고 있음. 바이든 정부의 공급망 완화 정책의 효과가 나타나고 있는 것으로 볼 수도 있고, 코로나19 이후 업무 현장을 떠난 노동자들의 업무 복귀가 적체 해소에 기여했다고 볼 수도 있음. 확실한 것은 적체 완화는 밸이 묶인 선박이 줄어들며 전체 선박 공급 을 늘리고 운임 하락세가 유지될 것으로 전망하는 주된 근거임. 최근 선박 정시성과 선박 도착 지연 일수도 크게 개선되고 있음. IMF 의 2022년 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 요인이나마 해운 업황 둔화 가 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

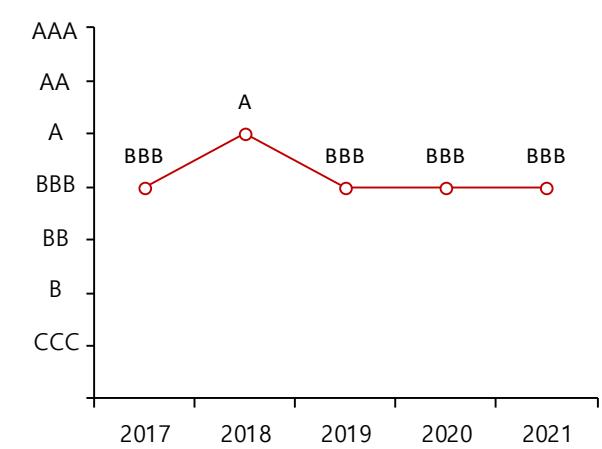
아울러 동사는 한국조선해양으로의 매각이 불발돼 자본 확충 가능성이 남아있다고 판단됨. 이에 투자의견 중립과 목표주가 27,000 원을 유지함

## 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(자본주주)	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	<b>BBB</b>	C	<b>46.5</b>
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 ESG에 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 5년만에 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 (억원)"	표면금리 (%)
N.A.			

자료: KRX, SK 증권

대우조선해양의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.04.05	지배구조 (Governance)	검찰, 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 2심도 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 손배소송
2022.01.28	지배구조 (Governance)	합병 좌초 대우조선, 수백억 손배도 덮치나...회사채 소송 출패소

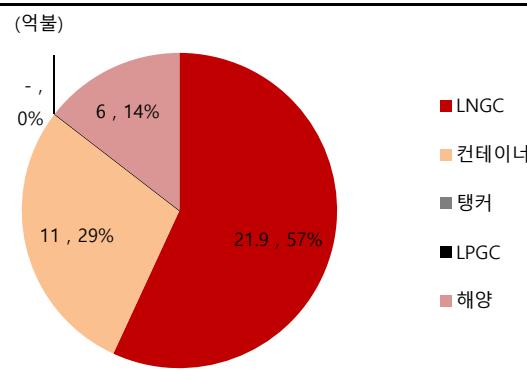
자료: 주요 언론사, SK 증권

## 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%			
영업이익률	(21.9)	(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%			
세전이익률	(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%
순이익률	(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%

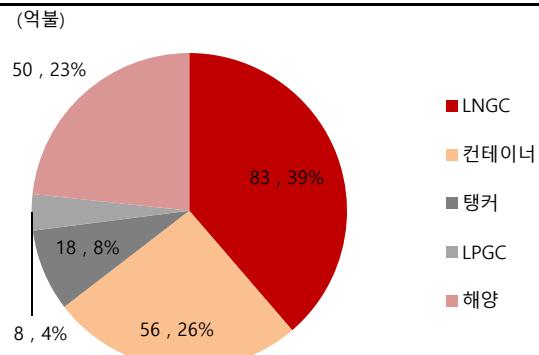
자료: 대우조선해양, SK 증권

## 2022년 3월 말 기준 신규 수주



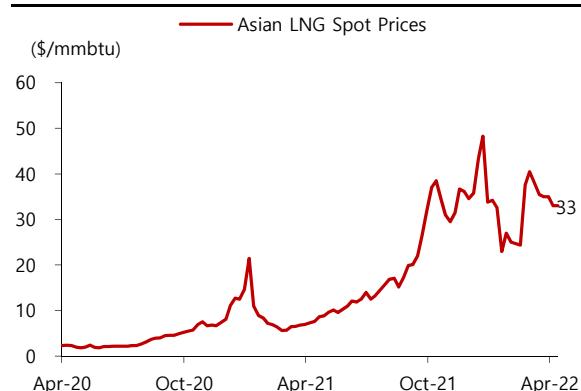
자료: 대우조선해양, SK 증권

## 2022년 3월 말 기준 수주잔고



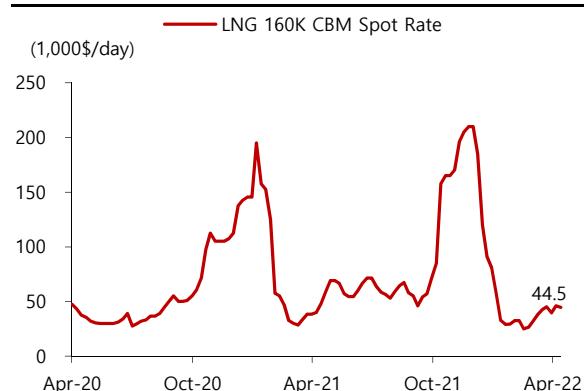
자료: 대우조선해양, SK 증권

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

## 대우조선해양 목표 주가 산출

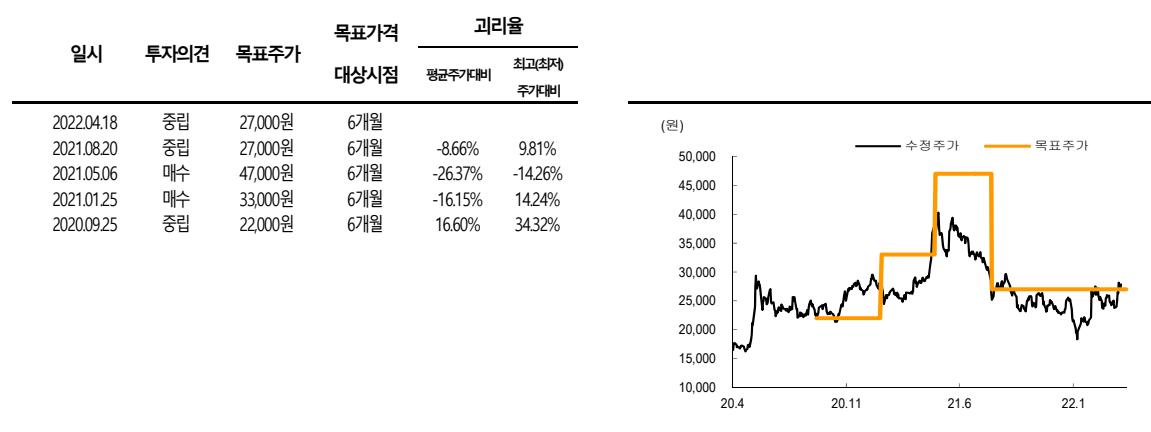
	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E
BPS(원)	20,440	20,375	20,467	20,978	21,878
Target BPS(원)	20,925				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	<b>27,000</b>				
현재 주가(원)	27,850				
상승 여력	-3%				

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)	12.4	125	(85.9)	(50)	적전	적전
목표주가(원)	<b>27,000</b>		<b>27,000</b>		0%	

자료 SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	10,321	10,623	13,742	15,196	18,327
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	6,452	8,406	11,491	12,654	15,227
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	3,869	2,218	2,251	2,542	3,100
<b>부채와자본총계</b>	10,321	10,623	13,742	15,196	18,327

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	-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
무형자산상각비	1	0	0	0	0
기타	425	1,166	-15	-10	-10
운전자본감소(증가)	-1,108	761	577	57	338
매출채권및기타채권의 감소증가)	-251	343	-153	-43	-121
재고자산감소증가)	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
<b>투자활동현금흐름</b>	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
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-669	435	393	736	1,115
<b>기초현금</b>	2,012	1,344	1,779	2,172	2,908
<b>기말현금</b>	1,344	1,779	2,172	2,908	4,023
<b>FCF</b>	-762	668	542	285	844

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

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

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
<b>매출액</b>	-15.9	-362	56.5	10.1	26.0
<b>영업이익</b>	-47.6	적전	적지	흑전	125.9
<b>세전계속사업이익</b>	흑전	적전	적지	흑전	110.8
<b>EBITDA</b>	-38.0	적전	흑전	398.1	85.4
<b>EPS(계속사업)</b>	흑전	적전	적지	흑전	110.8
<b>수익성 (%)</b>					
<b>ROE</b>	2.3	-55.9	-0.7	10.1	18.0
<b>ROA</b>	0.8	-16.2	-0.1	1.7	3.0
<b>EBITDA/마진</b>	4.0	-36.4	1.2	5.4	7.9
<b>안정성 (%)</b>					
<b>유동비율</b>	115.3	86.8	88.6	92.1	96.9
<b>부채비율</b>	166.8	379.0	510.5	497.8	491.2
<b>순차입금/자기자본</b>	35.0	41.3	20.1	9.3	-17.2
<b>EBITDA/이자비용(배)</b>	2.0	-14.1	0.7	3.6	5.7
<b>주당지표 (원)</b>					
<b>EPS(계속사업)</b>	807	-15,843	-153	2,251	4,744
<b>BPS</b>	36,061	20,669	20,978	23,691	28,896
<b>CFPS</b>	2,017	-14,688	1,095	3,489	5,967
<b>주당 현금배당금</b>	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
<b>PER(최고)</b>	36.4	N/A	N/A	12.5	5.9
<b>PER(최저)</b>	13.9	N/A	N/A	8.2	3.9
<b>PBR(최고)</b>	0.8	2.0	1.3	1.2	1.0
<b>PBR(최저)</b>	0.3	1.1	0.9	0.8	0.6
<b>PCR</b>	13.6	-1.6	25.4	8.0	4.7
<b>EV/EBITDA(최고)</b>	160	-3.2	41.7	7.9	3.2
<b>EV/EBITDA(최저)</b>	9.1	-2.1	29.1	5.3	1.9

# **memo**

---