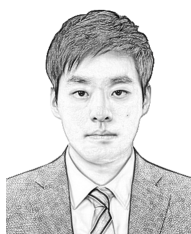


SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

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

Company Data

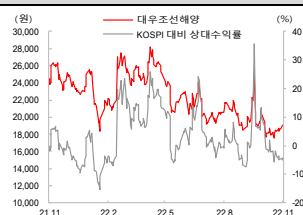
자본금	542 십억원
발행주식수	10,729 만주
자사주	2 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,049 십억원
주요주주	
한국산업은행(외)	67.80%

외국인지분률	2.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/11/09)	19,100 원
KOSPI	2424.41 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	28,150 원
52주 최저가	17,600 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.4%	-13.8%
6개월	-21.1%	-15.0%
12개월	-22.2%	-4.9%

대우조선해양 (042660/KS | 중립(유지) | T.P 19,000 원(하향))

수주 감소 속 다행스러운 스텝업 유예

신조선가 상승이 둔화되고 중고선가는 급락 전환 뒤 회복이 요원해 보임. 선종별로는 컨테이너선과 벌크선이 신조선가가 하락 전환한 형국임. 경기 침체 우려가 중고선가 급락으로 반영된 상황으로 보이며 향후 신규 발주 줄어들 것으로 보임. 이에 투자 의견 중립 유지함. 목표주가는 Target PBR, 12M Fwd BPS 조정으로 기존 27,000 원에서 19,000 원으로 하향함. 수은의 스텝업 유예는 BPS 조정 폭을 제한하는 호재로 작용함

선가 상승이 멈췄고 신규 수주가 줄어들고 있음

11 월 1 주차 신조선가 지수는 161.45pts 로 마감함. 6 개월여째 161pts 인근에 머물고 있는 것임. 선종별로는 컨테이너선과 벌크선은 선가 하락세에 놓여 있고, LNGC 와 VLCC 는 버티고 있는 형국임. 컨테이너는 2019 년 11 월 대비 42.2%까지 신조선가가 상승했지만 현재 35.8% 수준이고, 벌크선은 30.3%까지 상승했지만 역시 하락세에 놓여 26.3% 수준을 기록 중임. 동시에 중고선가도 하락세임. 11 월 1 주차 중고선가 지수는 172.22pts 로 WoW - 1.6% 기록함. 지난 9 월 4 주차에 211.32pts 에서 200.89pts 로 하락하고 10 월 1 주차에 201.02pts 에서 175.77pts 로 급락한 뒤 회복할 기미가 보이지 않고 있음. 경기 침체에 대한 우려감이 중고선가 급락으로 반영된 상황으로 보이며 선박 신조 발주가 지속적으로 줄어들 것으로 판단됨

투자 의견 중립 유지, 목표주가 27,000 원 → 19,000 원으로 하향

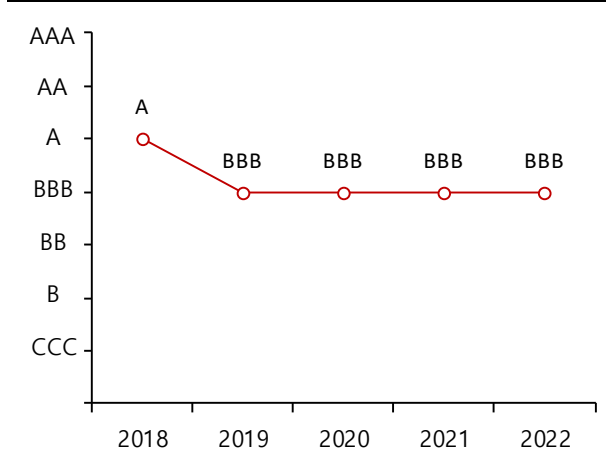
이에 투자 의견 중립을 유지함. 목표주가는 기존 27,000 원에서 19,000 원으로 29.6% 하향함. 수주 감소세를 감안해 대형 조선사 Target PBR 을 1.2 배에서 1.1 배로 하향하며 부진했던 상반기 실적을 감안해 12M Fwd BPS 가 기존 보고서의 20,925 원에서 16,419 원으로 하향 조정된 영향임. 다행스러운 점은 동사의 영구채 2.33 조원에 대해 수출입은행이 스텝업 이자율을 유예함. 스텝업이 적용될 경우 2023 년부터 10% 이상의 금리가 적용되어 연간 2,330 억원 이상의 이자 비용이 발생할 수 있었음. 하지만 한국조선해양으로의 피인수가 불발되고 한화가 인수자로 거론되면서 스텝업이 5년 유예될 가능성이 높아져 추가적인 BPS 하향 조정은 반영하지 않았음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	8,359	7,030	4,487	6,072	8,133	9,238
yoy	%	-13.3	-15.9	-36.2	35.3	34.0	13.6
영업이익	십억원	293	153	-1,755	-592	306	488
yoy	%	-71.4	-47.6	적전	적지	흑전	59.4
EBITDA	십억원	457	283	-1,631	-459	440	620
세전이익	십억원	-49	78	-1,727	-563	307	492
순이익(지배주주)	십억원	-46	87	-1,700	-589	233	373
영업이익률%	%	3.5	2.2	-39.1	-9.8	3.8	5.3
EBITDA%	%	5.5	4.0	-36.4	-7.6	5.4	6.7
순이익률	%	-0.6	1.2	-37.9	-9.7	2.9	4.0
EPS(계속사업)	원	-434	807	-15,843	-5,487	2,170	3,473
PER	배	N/A	33.9	N/A	N/A	8.8	5.5
PBR	배	0.8	0.8	1.1	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	8.1	15.2	-2.1	-7.8	7.0	4.1
ROE	%	-1.2	2.3	-55.9	-30.6	13.4	18.2
순차입금	십억원	622	1,355	916	1,525	996	461
부채비율	%	200.3	166.8	379.0	676.6	747.4	698.7

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)	648	C+	26.4
사회(Social)	395	B+	20.2
지배구조(Governance)	446	B-	92.8
<비교업체 종합 등급>			
한국조선해양	A	C-	53.6
삼성중공업	A	C	66.1
현대미포조선	AA	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 기여를 통해 실천하고 있다. 대우조선해양은 업계 최초로 조선업에 특화된 ESG 평가 지표를 개발하고, 거제 옥포조선소를 대상으로 처음 적용했다. 대우조선해양은 지난해 12 월부터 9 개월간 한국선급(KR)과 함께 조선업 특화 ESG 평가 지표 개발에 나서 총 146 개의 지표를 만들었다. 이로써 대우조선해양은 지속가능 성장 실현을 위한 ESG 경영의 실질적 체계를 갖춘 조선업체 선두 주자로서의 면모를 보였다

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
2022.10.20	지배구조 (Governance)	법원 "분식회계 대우조선, 하나은행에 15 억 배상해야"
2022.10.19	사회 (Social)	대우조선해양 · 한국화이바 공장서 하청 · 외부 근로자 사고사
2022.10.18	사회 (Social)	대기발령 → 통상하고...대법 "근무능력 개선기회 충분히 줘야"
2022.10.13	사회 (Social)	대우조선 노동조합 "매각 과정 당사자 참여 보장하라"
2022.10.12	사회 (Social)	조선업 하청 연봉, 원청의 50~70% 수준
2022.10.10	사회 (Social)	대우조선해양 산재 신청 전국서 여섯 번째로 많아

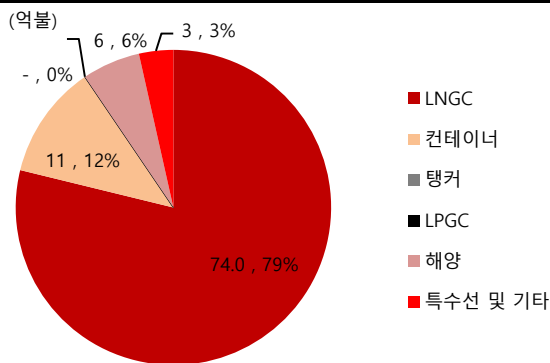
자료: 주요 언론사, SK 증권

대우조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액		1,102	1,069	960	1,356	1,245	1,184	1,682	1,960	7,030	4,487	6,072
	YoY	-43.7%	-45.6%	-33.4%	-18.6%	13.0%	10.7%	75.3%	44.5%	-15.9%	-36.2%	35.3%
	QoQ	-33.8%	-2.9%	-10.3%	41.3%	-8.1%	-4.9%	42.1%	16.5%			
영업이익		(212.9)	(1,007.4)	(19.0)	(515.3)	(470.1)	(99.5)	(22.3)	(0.5)	153	(1,755)	(592)
영업이익률		-19.3%	-94.2%	-2.0%	-38.0%	-37.7%	-8.4%	-1.3%	0.0%	2.2%	-39.1%	-9.8%
	YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-47.6%	적전	적지
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
세전이익		(238)	(1,025)	(55)	(410)	(491)	(176)	(17)	122	78	(1,727)	(563)
세전이익률		-21.6%	-95.8%	-5.8%	-30.2%	-39.5%	-14.8%	-1.0%	6.2%	1.1%	-38.5%	-9.3%
순이익		(235)	(1,012)	(54)	(398)	(492)	(176)	(13)	92	87	(1,700)	(589)
순이익률		-21.3%	-94.7%	-5.7%	-29.4%	-39.5%	-14.9%	-0.8%	4.7%	1.2%	-37.9%	-9.7%

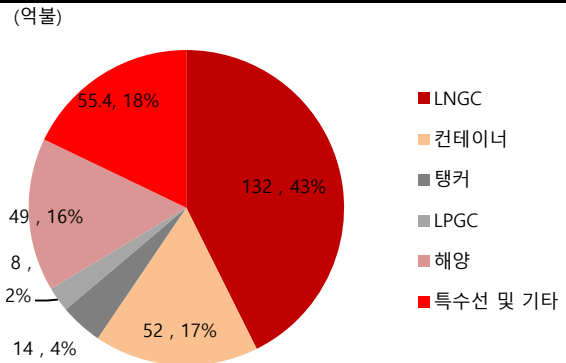
자료: 대우조선해양, SK 증권

2022년 9월 말 기준 신규 수주



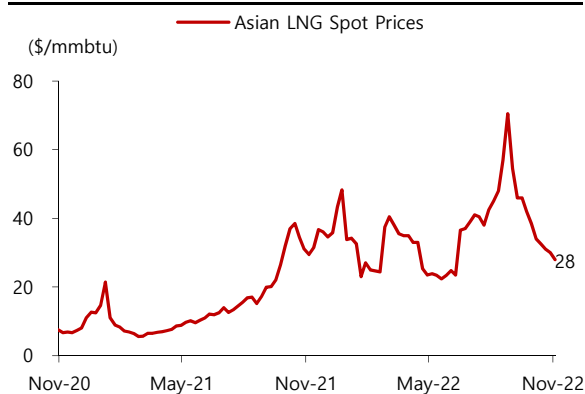
자료: 대우조선해양, SK 증권

2022년 9월 말 기준 수주잔고



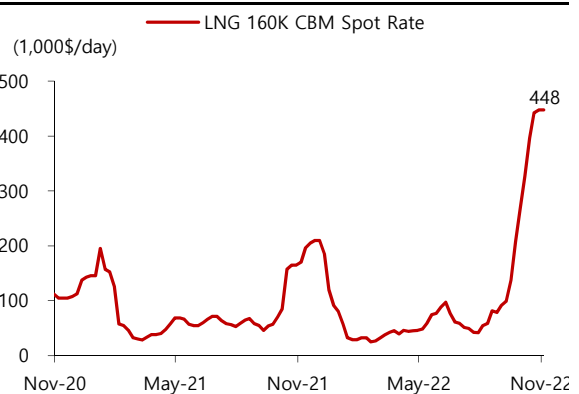
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



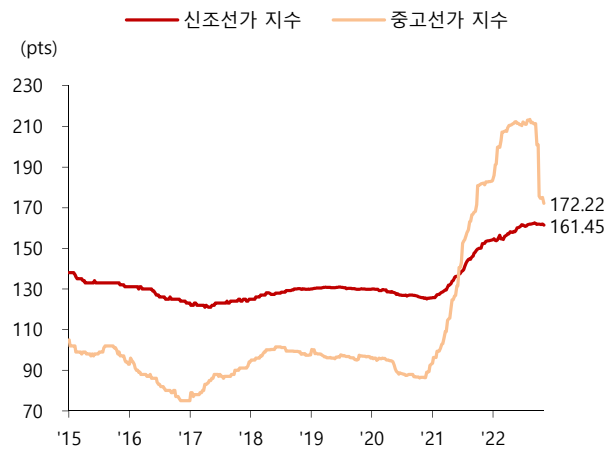
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



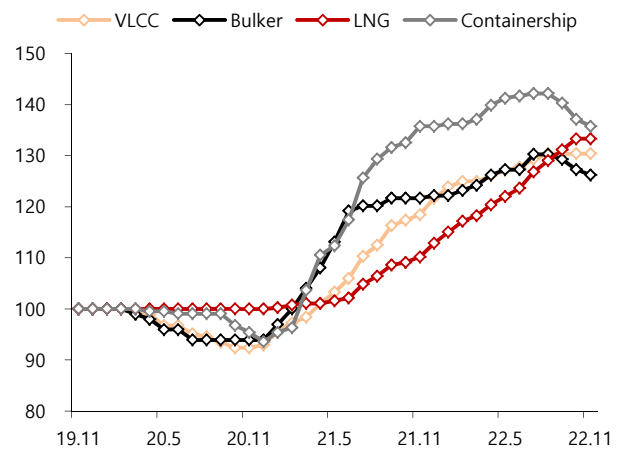
자료: Clarksons Research, SK 증권

신조선가, 중고선가 지수 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

선종별 신조선가 지수 추이(2019,11=100)



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
BPS(원)	15,170	15,747	16,042	16,561	17,328
Target BPS(원)	16,419				
Target PBR(배)	1.1				
목표 주가(원)	19,000				
현재 주가(원)	19,100				
상승 여력	-1%				

자료: SK 증권

대우조선해양 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q22E	2022E	3Q22E	2022E	3Q22E	2022E
매출액(십억원)	1,828	7,023	1,682	6,072	-8.0%	-13.5%
영업이익(십억원)	124	(50)	(22)	(592)	적전	적지
목표주가(원)	27,000		19,000		-29.6%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.10	중립	19,000원	6개월		
2022.04.20	중립	27,000원	6개월	-14.81%	9.81%
2021.08.20	중립	27,000원	6개월	-8.54%	9.81%
2021.05.06	매수	47,000원	6개월	-26.37%	-14.26%
2021.01.25	매수	33,000원	6개월	-16.15%	14.24%



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 기관투자자 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 11월 10일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,953	6,481	7,951	10,928	12,839
현금및현금성자산	1,344	1,779	1,792	2,841	3,721
매출채권및기타채권	599	270	366	490	557
재고자산	963	1,139	1,542	2,065	2,345
비유동자산	4,368	4,142	4,689	4,826	4,974
장기금융자산	540	465	674	674	674
유형자산	3,668	3,469	3,481	3,467	3,446
무형자산	1	1	2	2	1
자산총계	10,321	10,623	12,640	15,753	17,814
유동부채	5,163	7,464	10,015	12,619	14,143
단기금융부채	2,305	2,538	3,348	3,688	3,999
매입채무 및 기타채무	631	617	835	1,118	1,270
단기충당부채	645	1,758	2,379	3,187	3,620
비유동부채	1,289	941	998	1,275	1,440
장기금융부채	574	504	291	471	504
장기매입채무 및 기타채무	4	7	7	7	7
장기충당부채	624	360	629	727	859
부채총계	6,452	8,406	11,013	13,894	15,583
지배주주지분	3,869	2,218	1,628	1,859	2,230
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	-1,592	-1,359	-986
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,869	2,218	1,628	1,859	2,230
부채외자본총계	10,321	10,623	12,640	15,753	17,814

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-403	528	59	745	740
당기순이익(손실)	87	-1,700	-589	233	373
비현금성항목등	619	1,453	137	207	247
유형자산감가상각비	129	124	134	134	132
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	425	1,166	-45	-10	-10
운전자본감소(증가)	-1,108	761	542	379	238
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-251	343	-162	-124	-67
재고자산감소(증가)	98	-290	1	-523	-280
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-100	1	200	283	152
기타	-855	706	504	744	434
법인세납부	0	15	-32	-74	-119
투자활동현금흐름	161	121	165	-74	-42
금융자산감소(증가)	325	93	249	0	0
유형자산감소(증가)	-188	-95	-130	-120	-111
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	24	123	46	46	69
재무활동현금흐름	-387	-220	-213	378	182
단기금융부채증가(감소)	-217	-77	354	340	311
장기금융부채증가(감소)	-28	-17	-473	180	33
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-142	-125	-94	-142	-162
현금의 증가(감소)	-669	435	13	1,049	879
기초현금	2,012	1,344	1,779	1,792	2,841
기말현금	1,344	1,779	1,792	2,841	3,721
FCF	-762	668	-68	625	629

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,030	4,487	6,072	8,133	9,238
매출원가	6,634	6,034	6,425	7,541	8,411
매출총이익	396	-1,547	-353	592	827
매출총이익률 (%)	5.6	-34.5	-5.8	7.3	9.0
판매비와관리비	242	208	239	286	339
영업이익	153	-1,755	-592	306	488
영업이익률 (%)	2.2	-39.1	-9.8	3.8	5.3
비영업손익	-75	27	30	1	4
순금융비용	80	76	72	96	93
외환관련손익	60	1	87	87	87
관계기업투자등 관련손익	-2	-1	0	0	0
세전계속사업이익	78	-1,727	-563	307	492
세전계속사업이익률 (%)	1.1	-38.5	-9.3	3.8	5.3
계속사업법인세	-8	-28	26	74	119
계속사업이익	87	-1,700	-589	233	373
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	87	-1,700	-589	233	373
순이익률 (%)	1.2	-37.9	-9.7	2.9	4.0
지배주주	87	-1,700	-589	233	373
지배주주귀속 순이익률(%)	1.23	-37.89	-9.7	2.86	4.03
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	114	-1,650	-590	232	371
지배주주	114	-1,650	-590	232	371
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	283	-1,631	-459	440	620

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-15.9	-36.2	35.3	34.0	13.6
영업이익	-47.6	적전	적지	흑전	59.4
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	60.0
EBITDA	-38.0	적전	적지	흑전	41.0
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	60.0
수익성 (%)					
ROE	2.3	-55.9	-30.6	13.4	18.2
ROA	0.8	-16.2	-5.1	1.6	2.2
EBITDA마진	4.0	-36.4	-7.6	5.4	6.7
안정성 (%)					
유동비율	115.3	86.8	79.4	86.6	90.8
부채비율	166.8	379.0	676.6	747.4	698.7
순차입금/자기자본	35.0	41.3	93.7	53.6	20.7
EBITDA/이자비용(배)	2.0	-14.1	-3.9	3.1	3.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	807	-15,843	-5,487	2,170	3,473
BPS	36,061	20,669	15,170	17,328	20,788
CFPS	2,017	-14,688	-4,240	3,417	4,704
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	36.4	N/A	N/A	13.0	8.1
PER(최저)	13.9	N/A	N/A	8.1	5.1
PBR(최고)	0.8	2.0	1.9	1.6	1.4
PBR(최저)	0.3	1.1	1.2	1.0	0.9
PCR	13.6	-1.6	-4.5	5.6	4.1
EV/EBITDA(최고)	16.0	-3.2	-9.9	9.2	5.6
EV/EBITDA(최저)	9.1	-2.1	-7.5	6.6	3.8