

대우조선해양 (042660.KS)

더 높아지는 중장기 이익개선 가시성

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

신규 LNG 프로젝트 증가, 노후선 교체 수요로 잔여 슬롯이 감소하면서, LNG선 가격 상승세가 이어질 전망. 한화그룹 인수 이후, 신규 사업을 통해 지속가능성도 동반 개선 기대. 목표주가 31,000원으로 19% 상향

LNG선 신조선가 상승세, 중장기 신규 사업을 통해 지속가능성 개선 기대

투자 의견 Buy, 목표주가는 기존 26,000원에서 31,000원으로 19% 상향. 목표주가 상향은 적용 ROE(향후 3개년 평균에서 4개년 평균으로 기간 변경)를 기존 11.0%에서 12.2%로 상향한 결과. 2023년 들어서도 신조선가 상승세 이어지면서 중장기 이익 개선 가시성이 높아짐을 반영

주력 선종인 LNG선 신조선가 상승세. 경쟁사가 수주한 LNG선 가격은 척당 2.55억달러까지 상승. LNG 신규 프로젝트도 증가 추세, 2023년 상반기 내로 최종투자결정(FID)이 예상되는 미국 내 신규 LNG 프로젝트는 총 4개로 관련하여 필요한 LNG선은 98척에 달함. 미국 중심의 LNG 개발이 계속되고, 환경규제로 노후 LNG선 교체 수요가 존재하여, 2023년에도 건조한 LNG선 발주 모멘텀이 예상. 신조선가 상승세도 이어질 전망

한화그룹은 대우조선해양 인수를 위한 경쟁당국 승인 절차 진행 중. 2023년 수주목표를 감안하면, LNG선, 특수선을 주력 선종으로 건조하는 가운데, 해양플랜트 사업은 다소 축소. 한편, HSD엔진 인수를 통해 친환경 선박 포트폴리오 강화, 중장기 친환경 해양 프로젝트(ex, 해상풍력 구조물) 및 신선종(액화수소, 이산화탄소 운반선 등)의 사업을 확장할 것으로 예상

4분기는 환율 하락과 인건비, 외주비 관련 비용 반영으로 영업적자 기록

4분기 실적은 매출액 1.45조원(+6.9% y-y), 영업적자 4,161억원(적지 y-y) 기록. 일반 상선 매출은 1.13조원(-1.5% y-y)으로 건조량 증가는 제한적이었으나, 해양 매출은 3,503억원으로 충당금 환입(1,050억원) 반영에 따른 전년 대비 71% 증가. 이익단에는 전체 수주잔고에 대해 기본급 및 외주비 인상을 감안하여, 3,650억원의 충당금 설정. 23년 1분기는 건조 물량 증가와 해양부문 추가 Change Order 반영으로 매출액은 1.63조원까지 확대될 전망. 영업이익 292억원으로 흑자전환 기대, 환율에 따라 수익성이 변동될 수 있으나, 건조량 증가로 고정비 부담이 완화될 전망

Buy (유지)

목표주가	31,000원 (상향)
현재가 (23/3/6)	24,000원
업종	운수장비
KOSPI / KOSDAQ	2462.62 / 816.51
시가총액(보통주)	2,575.0십억원
발행주식수(보통주)	107.3백만주
52주 최고가('22/04/15)	28,150원
최저가('22/10/26)	17,600원
평균거래대금(60일)	9,709백만원
배당수익률(2022E)	0.00%
외국인지분율	3.1%
주요주주	
한국산업은행 외 3인	56.1%
하나은행(구, 외환은행)	8.4%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	30.1 24.0 -10.6
상대수익률 (%)	26.4 21.4 -1.5

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	4,487	4,860	7,818	8,825
증감률	-36.2	8.3	60.9	12.9
영업이익	-1,755	-1,614	264	472
증감률	적전	적지	흑전	78.7
영업이익률	-39.1	-33.2	3.4	5.3
(지배지분)순이익	-1,700	-1,745	125	383
EPS	-15,843	-16,260	673	1,807
증감률	적전	적지	흑전	168.7
PER	N/A	N/A	35.7	13.3
PBR	1.1	2.7	1.8	1.6
EV/EBITDA	N/A	N/A	5.4	4.4
ROE	-55.9	-117.8	6.9	12.5
부채비율	379.0	1542.5	375.7	316.1
순차입금	594	1,492	-478	72

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

대우조선해양 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P					1Q23E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	1,356	1,245	1,184	981	1,449	6.9	47.7	1,370	1,571	1,625
영업이익	-515	-470	-100	-628	-416	적지	적지	-69	-66	29
영업이익률	-38.0	-37.7	-8.4	-64.0	-28.7			-5.1	-4.2	1.8
세전이익	-410	-491	-176	-682	-445	적지	적지	10	-114	11
(지배)순이익	-398	-492	-176	-647	-430	적지	적지	28	-114	11

자료: 대우조선해양, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 정연승
 02)768-7882, ys.jung@nhqv.com

Summary

대우조선해양은 2000년 10월 대우중공업으로부터 신설 법인으로 설립. 2001년 2월 상장. LNG 운반선, 유조선, 컨테이너선, LPG선 등의 선박과 부유식 원유생산저장설비(FPSO), 고정식 플랫폼 등의 해양 설비 및 잠수함, 구축함 등의 특수선을 건조하는 조선, 해양 전문회사. 2022년 9월, 한화그룹은 대우조선해양 인수를 결정하였으며, 인수절차 진행 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 연간 20척 이상의 건조한 LNG선 수주
- 유조선 및 특수선 수요 증가로 비LNG선 영역에서 수주 확대
- 주요 선종 신조선가 상승
- 인력 확충 등을 통해 2023년부터 건조량 증가 및 고정비 부담 완화에 따른 영업이익 흑자전환 확인
- 한화그룹으로부터 자본 투입에 따른 재무구조 개선

Downside Risk

- 인력 부족에 따른 상선 건조 과정에서 건조 지연 발생
- 컨테이너선 발주 계약 취소
- 해양플랜트에서 계속되는 공사손실충당금 설정 및 이에 따른 자본 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
현대중공업	N/A	36.1	1.9	1.6	-6.5	4.6
삼성중공업	N/A	40.6	1.3	1.3	-16.1	3.2
현대미포조선	N/A	33.9	N/A	1.3	-2.0	3.7
CSSC	75.9	36.7	2.5	2.3	3.2	6.3
Yangzijiang	9.3	8.5	1.6	1.4	9.7	16.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부 전망

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022P	2023E	2024F
PER	33.9	N/A	N/A	35.7	13.3
PBR	0.8	1.1	2.7	1.8	1.6
PSR	0.4	0.6	0.4	0.6	0.6
ROE	2.3	-55.9	-117.8	6.9	12.5
ROIC	2.9	-32.2	-32.5	5.6	9.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	14,585	15,562	15,444	12,819	11,102	9,644	8,359	7,030	4,487
영업이익	-1,010	-565	-2,124	-1,531	733	1,025	293	153	-1,755
영업이익률(%)	-6.9	-3.6	-13.8	-11.9	6.6	10.6	3.5	2.2	-39.1
세전이익	-1,124	-1,011	-3,124	-1,962	1,189	368	-49	78	-1,727
순이익	-920	-853	-2,209	-2,789	646	320	-46	87	-1,700
지배지분순이익	-893	-774	-2,098	-2,734	621	345	-46	87	-1,700
EBITDA	-750	-309	-1,884	-1,326	885	1,160	457	283	-1,631
CAPEX	269	392	182	120	109	148	157	190	100
Free Cash Flow	-1,467	-952	-1,025	-651	-1,129	577	2,385	-648	386
EPS(원)	-59,855	-51,837	-139,078	-126,098	7,447	3,219	-434	807	-15,843
BPS(원)	206,206	149,857	43,577	15,660	31,816	35,821	35,025	36,061	20,669
DPS(원)	3,847	1,924	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	6,203	7,377	7,749	6,204	3,292	2,729	460	1,186	594
ROE(%)	-58.1	-29.1	-132.5	-279.6	28.1	9.5	-1.2	2.3	-55.9
ROIC(%)	-20.9	-9.0	-30.4	-20.0	14.7	12.9	4.3	2.9	-32.2
배당성장률(%)	-6.3	-3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	1.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	211.8	364.0	1,252.1	941.0	110.1	71.1	12.3	30.6	26.8

자료: 대우조선해양, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

1. 인건비 관련 총당금 반영 및 신조선가 상승으로 이익 개선 가시성 상승

목표주가 19% 상향

대우조선해양에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 26,000원에서 31,000원으로 19% 상향하였다. 목표주가를 상향한 요인은 2023년에도 이어지는 신조선가 상승을 감안하여, 적용 ROE를 기존 11.0%에서 12.2%로 상향하였기 때문이다. 적용 ROE를 산출하는 과정은 기존 향후 3개년 평균 ROE를 적용하였으나, 중장기 이익 개선세를 감안하여, 기간을 4개년 평균 ROE를 변경하였다.

**22년 4분기
3,650억원 인건비
관련 총당금 반영**

2022년 연간 영업적자는 1.61조원으로 기존 예상인 1.27조원대비 3,400억원 정도 증가하였으나, 이는 경쟁사인 삼성중공업과 같이, 기존 수주잔고에 대해서 인건비 및 외주비 인상을 반영하여 3,650억원의 총당금을 반영한 결과이다. 선제적으로 인건비 관련 비용을 반영함으로써 인건비 상승에 대한 수익성 우려는 다소 해소된 것으로 판단하며, 2023년 이후부터 건조량 증가와 선가 상승을 통해 영업이익 창출이 가능할 것으로 예상된다.

**신조선가 연초 이후
1.5% 상승. 10년내
최고치 경신**

2023년에도 한국 조선사들은 LNG선, 메탄올 추진 컨테이너선을 수주하고 있으며, 전 선종에 걸쳐, 신조선가도 상승세가 이어지고 있다. 신조선가 지수(2023년 3월 3일 기준, 164.3p)는 연초대비 1.5% 상승하였으며, 2019년말 대비로는 27% 상승하였다. 잔여 슬롯이 계속적으로 감소함에 따라 조선사들은 비용 상승을 선가에 충분히 반영할 수 있는 상황이며, 신조선가는 점진적인 상승세를 이어갈 것으로 예상된다. 신조선가 상승으로 국내 조선사들의 중장기 이익 개선 가시성은 더욱 높아질 전망이다.

표1. 대우조선해양 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022P	2023E	2024F
매출액	- 수정 후	4,486.6	4,860	7,818	8,825
	- 수정 전	-	4,781	7,783	8,725
	- 변동률	-	1.7	0.4	1.1
영업이익	- 수정 후	-1,754.7	-1,614	264	472
	- 수정 전	-	-1,267	246	477
	- 변동률	-	-27.3	7.2	-1.1
영업이익률(수정 후)		-39.1	-33.2	3.4	5.3
EBITDA		-1,630.7	-1,489	391	607
(지배지분)순이익		-1,699.8	-1,745	125	383
EPS	- 수정 후	-15,843	-16,260	673	1,807
	- 수정 전	-	-11,987	787	1,797
	- 변동률	-	-35.6	-14.6	0.6
PER		N/A	N/A	35.7	13.3
PBR		1.1	2.7	1.8	1.6
EV/EBITDA		N/A	N/A	5.4	4.4
ROE		-55.9	-117.8	6.9	12.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준, 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

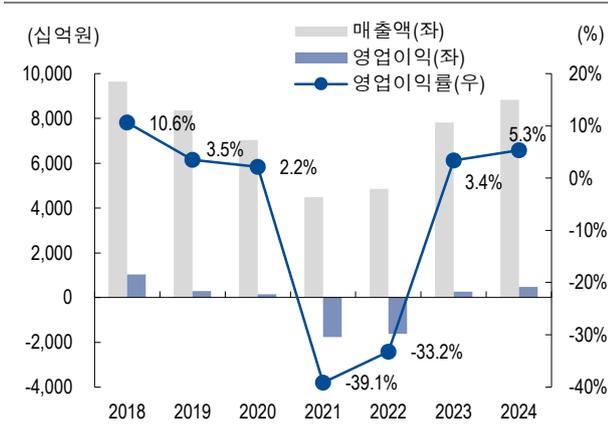
표2. 대우조선해양 목표주가 산정

(단위: %, 배, 원)

	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024F	2025F	비고
ROE(%)	-1.2	2.3	-55.9	-117.8	6.9	12.5	13.2	향후 3개년 평균 무위험이자율 3.5%, 리스크프리미엄 6.0% 베타 0.56 적용 재무구조 개선, LNG선 수주강세 방위산업 및 신규 해상풍력 등의 사업 다각화 감안
지속가능 ROE(%)	-18.3	-57.1	-55.6	-32.8	12.2	13.8	14.2	
자기자본비용(COE, %)	6.2	6.1	5.7	7.0	7.0	7.0	7.0	
할증률(%)					30%			
PBR(배)	-2.9	-9.3	-9.8	-4.7	2.3	2.4	2.2	
BPS(원)	34,795	36,052	20,658	6,929	13,548	15,356	17,534	
BPS X 적정PBR(원)	-102,411	-336,095	-202,216	15,622	30,546	36,296	39,185	
목표주가(원)					31,000			

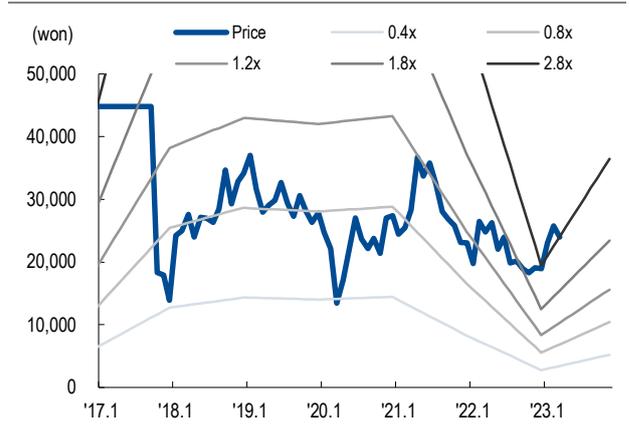
자료: 대우조선해양, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 대우조선해양 연간 매출액 및 영업이익 전망



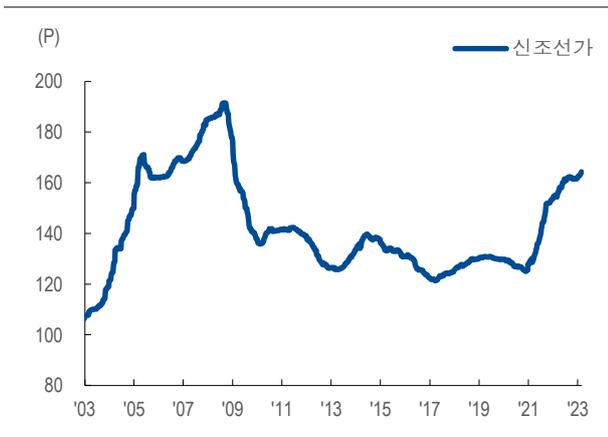
자료: 대우조선해양, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. PBR Band 차트



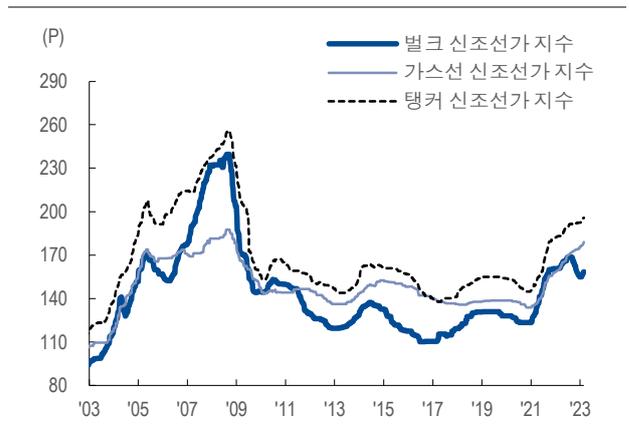
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 신조선가 지수 추이



자료: 대우조선해양, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 선종별 신조선가 지수 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

2. 2023년에도 이어지는 LNG선 발주 모멘텀, 선가 상승도 지속

LNG선 가격 상승이 핵심

대우조선해양의 목표주가 상향의 근거는 주력 선종인 LNG선의 선가 상승에 있다. 계속되는 LNG선 발주에도 불구하고 LNG선 가격은 재차 상승세를 이어갈 전망이다.

23년 현재까지 11척 대형 LNG선 발주

2022년 기록적인 LNG선 발주로 인해, 2023년에는 다소 수주 모멘텀이 약화되고 이에 따른 선가 하락 우려가 있었으나, 2023년 현재까지 대형 LNG선 11척이 발주되었으며, 신조선가도 우상향 추세를 이어가고 있다. 특히 지난 현대삼호중공업이 일본 NYK로부터 수주받은 LNG선은 척당 2.55억달러를 기록하여, 174K급 기준으로 역대 최고가를 경신하였다. 대형 발주 계획인 카타르, 모잠비크 LNG 프로젝트와 상관없이 LNG선 발주가 계속되고 있다는 점에 주목해야 한다.

LNG선 선가도 연초 이후 줄곧 상승세

LNG선 운임 하락에도 중장기 물동량 증가에 대비하기 위해 LNG선 발주

유럽 내 천연가스 가격은 충분한 재고 확보 및 수요 둔화로 큰 폭의 하락세를 기록했다. 이에 급등했던 LNG선 운임도 지난 11월 이후, 하락세를 나타내면서 일평균 70,000달러까지 하락하였다. 그럼에도 LNG선이 계속적으로 발주되고 있는 것은 단기 운임에 상관없이 중장기 LNG 수출 프로젝트 증가에 따른 물동량 증가를 염두하고 발주하고 있는 것이다.

발주처의 지급 구조 변화로 실질 가격은 상승세

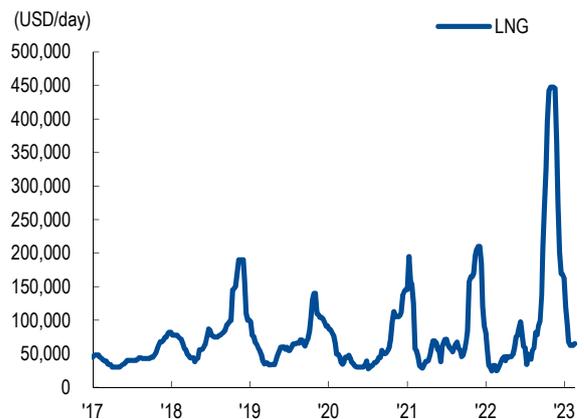
국내 조선사들의 가격협상력이 강화되면서 2023년 수주한 LNG선 중에서는 표면적인 가격은 동일하나, 발주처의 대금지급 구조가 변경된 발주도 존재한다. 기존 대금 지급 방식은 Heavy-Tail 형태로 건조 과정에서 조선사들의 운전자본 부담이 발생하고, 건조대금 조달 과정에서 금융비용이 발생하나, 대금 지급 방식이 변화하면서 운전자본 부담이 완화되고 있다. 금융비용 절감을 감안하면, 실질적인 LNG선 가격은 상승세를 이어가고 있다.

그림5. 글로벌 LNG선 가격 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림6. 글로벌 LNG선 Spot 운임



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

표 3. 2023년 대형 LNG 선 발주 내역

조선사	선주	선박규모(cum)	계약일	건조일	신조선가(백만달러)	비고
현대중공업	Dynagas	200,000	2023-01-16	2026-05	261	중국 조선소(DSIC)를 검토하였으나, 한국 조선소로 유턴 200K급 대형 LNG선
현대중공업	Dynagas	200,000	2023-01-16	2026-08	261	
현대중공업	Dynagas	200,000	2023-01-16	2026-11	261	
현대삼호중공업	Capital Gas	174,000	2023-01-18	2026-08	253	Payment 변화 추정
현대삼호중공업	Capital Gas	174,000	2023-01-18	2026-11	253	
삼성중공업	Mitsui OSK	174,000	2023-02-01	2026-11	248	
삼성중공업	Mitsui OSK	174,000	2023-02-01	2027-01	248	
대우조선해양	Mitsui OSK	174,000	2023-02-10	2027-03	249	
현대삼호중공업	NYK	174,000	2023-03-02	2027-	255	
현대삼호중공업	NYK	174,000	2023-03-02	2027-	255	174K급 LNG선으로 역대 최고치 가격
현대삼호중공업	NYK	174,000	2023-03-02	2027-	255	

자료: Clarkson, NH 투자증권 리서치본부

**2023년 상반기
미국 내 4개 LNG
프로젝트가 FID
앞두고 있음**

에너지 안보 제고와 온실가스 감축의 2가지 목표를 달성하기 위해, 천연가스 생산 및 물동량이 동반 증가하고 있다. 특히 미국 내 천연가스 개발 및 LNG 수출 프로젝트가 증가하고 있는데, 2023년 상반기에도 4개 신규 LNG 수출 프로젝트가 최종 투자결정(FID)를 앞두고 있다. Port Arthur LNG 프로젝트 개발을 담당하는 Sempra Energy는 3월 내로 해당 프로젝트에 대해 최종투자결정을 기대한다고 언급한 바 있다.

**미국 내 LNG 수출
규모는 2030년까지
2배 확장**

2022년에 비해 2023년, 2024년에는 최종투자결정이 예상되는 LNG 프로젝트 규모는 더욱 늘어난다. Wood Mackenzie는 장기적으로 2030년까지 미국 내에 7,000만톤~1억9,000만톤의 천연가스 생산 능력이 확충될 것으로 전망한 바 있다. 2022년 연간 미국의 천연가스 수출 규모가 7,640만톤이었다는 점을 감안하면, 향후 미국의 LNG 수출 규모는 2022년 대비 최소 2배 이상 확대될 전망이다.

**4개 프로젝트 관련
필요 LNG선은 98척에
달함**

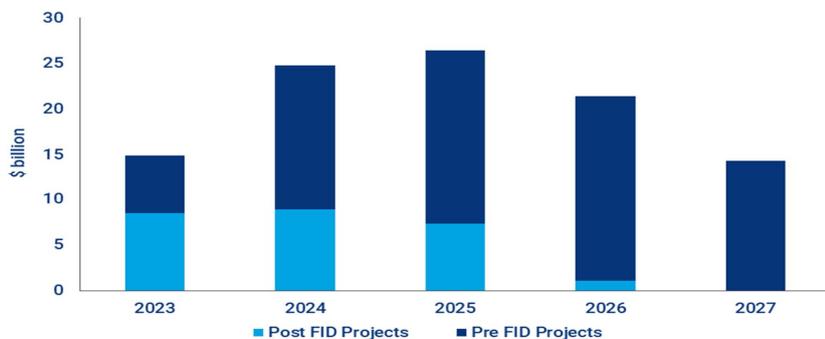
신규 LNG 수출 프로젝트가 확정됨에 따라 필요한 LNG선 규모도 점차 늘어날 전망이다. Clarkson 전망에 따르면, 상반기 FID가 예상된 4개 프로젝트에 필요한 LNG선 규모는 Rio Grande-35척, Port Arthur-29척, CP2 LNG-22척, Lake Charles-12척, 총 98척에 달한다. 해당 프로젝트에 신조 LNG선만 필요한 것은 아니지만, 140K급 이상의 대형 LNG선이 전세계 549척에 불과하다는 점을 감안하면, 해당 프로젝트의 최종투자결정은 LNG선 추가 발주 모멘텀으로 작용할 전망이다.

표 4. 2023년도 상반기 FID 예정 미국 내 LNG 프로젝트 개요

개발사	NextDecade	SEMPRA	Venture Global LNG	Energy Transfer
프로젝트명	Rio Grande	Port Arthur	CP2	Lake Charles
연간 생산능력(백만톤)	16.2	13.5	20.0	16.5
구매확정 용량(백만톤)	9.8	10.6	7.0	7.9
목표 FID 일정	1Q23	1Q23	2Q23	1Q23
생산시작 년도	2027	2027	2025	2026
지역	미국 텍사스	미국 텍사스	미국 루이지애나	미국 루이지애나

자료: FLEX LNG, NH 투자증권 리서치본부

그림 7. 최종투자결정 여부를 분류한 2023년부터 2027년까지 미국 LNG 프로젝트 투자 규모



자료: Wood Mackenzie LNG Services /https://www.woodmac.com/news/opinion/third-wave-us-lng/

표5. FEED 단계의 글로벌 LNG 액화설비 프로젝트 및 필요 LNG선 규모

국가	프로젝트	수출 능력 Mtpa	현재 상황	기술 시작 연도	예상 연도	LNG선 사이즈	필요 선박	
1	U.A.E.	Fujairah LNG	9.6	FEED		2026	174,000	10
2	United States	Commonwealth LNG	8.4	FEED	2021	2026	174,000	18
3	United States	CP2 LNG Phase 1	10.0	FEED	2025	2026	174,000	22
4	United States	Delta LNG Phase 2	10.0	FEED	2024	2026	174,000	22
5	United States	Eagle LNG	0.9	FEED	2026	2026	40,000	1
6	United States	Gulf LNG Phase 1	5.0	FEED	2020	2026	174,000	11
7	United States	Lake Charles LNG Train 1	5.5	FEED	2010	2026	174,000	12
8	United States	Plaquemines LNG Phase 2	10.0	FEED	2024	2026	174,000	22
9	United States	Port Arthur LNG	13.5	FEED	2021	2026	174,000	29
10	United States	Port Delfin 1 (FLNG)	3.25	FEED	2021	2026	174,000	7
11	United States	Rio Grande LNG Phase 1	16.2	FEED	2020	2026	174,000	35
12	United States	Texas LNG	2.0	FEED	2023	2026	174,000	4
13	Canada	Woodfibre LNG	2.1	FEED	2017	2027	174,000	2
14	Mexico	Amigo LNG Train 1	3.9	FEED	2027	2027	174,000	7
15	Mexico	Puerto Libertad LNG	14.0	FEED	2027	2027	174,000	23
16	Qatar	North Field LNG Expansion Train 5	7.8	FEED		2027	174,000	9
17	United States	Cameron LNG Train 4	6.8	FEED	2019	2027	174,000	15
18	United States	Freeport LNG Train 4	5.1	FEED	2022	2027	174,000	11
19	United States	G2 Net Zero LNG	13.0	FEED		2027	174,000	27
20	United States	Gulf LNG Phase 2	5.0	FEED	2021	2027	174,000	10
21	United States	Lake Charles LNG Train 2	5.5	FEED		2027	174,000	12
22	United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.4	FEED	2018	2027	174,000	9
23	Australia	Equus (FLNG)	2.0	FEED	2028	2028	174,000	2
24	Canada	Cedar (FLNG)	3.0	FEED	2027	2028	174,000	3
25	Canada	Ksi Lisims (FLNG)	12.0	FEED		2028	174,000	13
26	Canada	LNG Canada Phase 2	14.0	FEED		2028	174,000	15
27	Israel	Leviathan (FLNG)	4.5	FEED		2026	174,000	3
28	Mexico	Amigo LNG Train 2	3.9	FEED	2028	2028	174,000	6
29	Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.8	FEED		2028	174,000	8
30	United States	Alaska LNG	20.0	FEED	2023	2028	174,000	19
31	United States	Delta LNG Phase 1	10.0	FEED	2028	2028	174,000	22
32	United States	Lake Charles LNG Train 3	5.5	FEED		2028	174,000	12
33	United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.4	FEED	2018	2028	174,000	9
34	United States	Rio Grande LNG Phase 2	10.8	FEED		2028	174,000	24
35	Mozambique	Rovuma LNG	7.6	FEED	2020	2030	174,000	10
36	Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.4	FEED		2030	174,000	2
37	Russia	Yakutia LNG	18.0	FEED	2027	2030	174,000	8
	Total		290.8					474

주: 음영이 칠해진 프로젝트의 경우, 2023년 상반기 내 최종투자승인(FID)이 기대되는 미국 내 LNG 프로젝트

자료: Clarkson, NH 투자증권 리서치본부 정리

**GTT,
향후 10년 LNG선
450척 추가 발주
전망. 노후 LNG선
교체도 필요**

단순 LNG 수출 프로젝트외에도 노후선 LNG선 교체를 위한 선박 교체 발주도 필요하다. LNG선 화물창 관련 원천 기술을 보유한 GTT는 2030년까지 물동량 증가 외에도 노후선 교체를 위해선 향후 10년간 450척의 신규 LNG선이 필요할 것으로 예상한 바 있다. 추가적으로 2023년에는 2022년보다 더 많은 수의 LNG 프로젝트가 최종투자결정 단계에 돌입할 것으로 언급하였다. 실제로 2024년 시행되는 CII(탄소집약도) 규정에서 240척의 LNG선이 E등급(운항 중단) 등급을 받을 것으로 예상되고 있다. 특히 2000년대 초반까지 발주된 Steam Turbine 형태의 LNG선은 환경규제에 취약하여, 중장기적으로 교체가 필요하다.

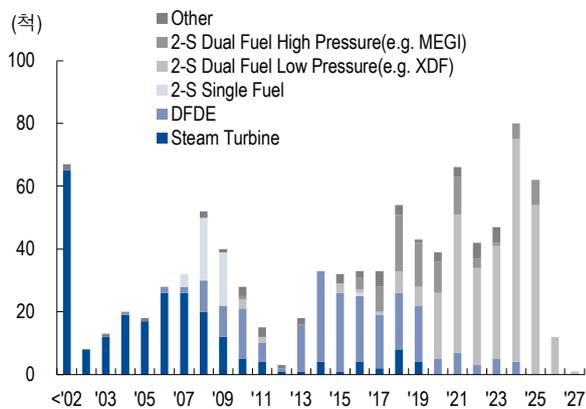
**상반기보다 하반기
수주 전략을 취하는
것이 더 효과적일
전망**

2023년 대우조선해양은 LNG선 1척을 수주하였다. 현재까지 대형 3사 기준으로 수주 규모는 가장 적으나, 현재와 같은 LNG선 가격 상승세를 감안하면, 리스크가 일부 있음에도 후반부에 수주하는 전략이 가격 극대화 전략에 유리할 전망이다. 추가적으로 원자재 가격 변동이 계속되고 있고, 중국향 원자재 수요 개선 기대감이 존재하는 상황에서 후반가 변동을 반영하려면 상반기보다는 하반기에 수주하는 전략이 비용 반영 측면에서 유리할 전망이다.

**중장기 신조선가
상승세 전망**

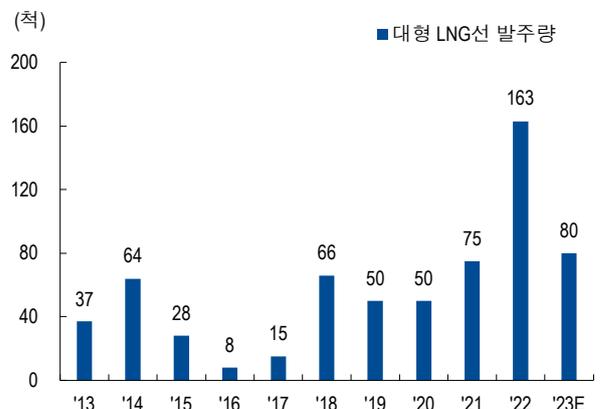
선박 가격은 해운 운임의 함수이나, 조선사의 여유 슬롯에 따라서도 변동한다. 최근과 같이 컨테이너 운임 하락에도 불구하고 환경 규제에 대응하고자 메탄올 추진선을 발주하는 것을 보면, 단순히 운임만으로는 해당 발주를 설명할 수 없다. 2023년 메탄올 추진선 발주 등으로 재차 국내 조선사들의 여유 슬롯이 감소하고 있다는 점에서 선박 가격은 추가적으로 상승 여력이 존재한다. LNG선 발주가 꾸준한 가운데, 하반기 탱커 발주까지 나타난다면 가격 상승세로 국내 조선업 전반에 걸쳐, 밸류에이션 확장도 충분히 가능하다. 인력 부족 및 이에 따른 건조 지연 리스크는 우려 요인이나, 이미 노출된 리스크이며, 조선사 및 범정부적 차원에서 해결을 위한 노력이 계속되고 있다.

그림8. 글로벌 LNG선 엔진별 인도 시점



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림9. 글로벌 대형 LNG선 발주량 전망



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

표6. 국내 대형조선사 연간 수주 실적

(단위: 백만달러, %)

수주	2021년			2022년			2023년		
	목표	실제	달성률	목표	실제	달성률	목표	실제	달성률
현대중공업	8,888	14,743	166%	11,346	14,989	132%	11,857	1,699	14%
상선	6,600	9,805	149%	6,950	10,414	150%	7,000	1,175	17%
특수선	583	1,040	178%	1,393	1,193	86%	1,213	-	0%
해양플랜트	110	1,820	1655%	1,084	19	2%	1,224	-	0%
엔진기계	1,595	2,087	131%	1,919	3,363	175%	2,420	524	22%
현대삼호중공업	4,358	5,553	127%	4,605	8,662	188%	2,600	4,394	169%
현대미포조선	3,500	4,789	137%	3,600	3,787	105%	3,700	408	11%
한국조선해양 3사 합계	16,746	25,085	150%	19,551	27,438	140%	18,157	6,501	36%
3사 조선(특수선 포함) 합계	14,863	21,103	142%	16,443	24,020	146%	14,513	5,977	41%
3사 상선 합계	14,280	20,063	140%	15,050	22,827	152%	13,300	5,977	45%
삼성중공업	7,800	12,200	156%	8,800	9,400	107%	9,500	2,007	21%
대우조선해양	7,700	10,860	141%	8,900	10,480	118%	6,980	249	4%
한국조선해양 + 삼성 + 대우	32,246	48,145	149%	37,251	47,318	127%	34,637	8,757	25%
조선, 해양부문	30,651	46,067	150%	35,332	43,955	124%	32,217	8,233	26%

주: 2023년 3월 3일 기준, 현대중공업 특수선, 해양 및 엔진 사업부는 1월말 수주 기준

자료: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, 대우조선해양, NH투자증권 리서치본부 전망

3. 한화그룹 인수 이후, 방향성 예상해보기

**기업 결합을 위해서는
총 8개국의 승인 필요**

한화그룹이 대우조선해양을 인수하기 위해서는 8개국(튀르키예, 한국, EU, 영국, 일본, 중국, 싱가포르, 베트남)의 경쟁당국에서 승인을 받아야한다. 현재 튀르키예로부터 기업결합을 승인받았으며, 영국 경쟁당국에도 심의서를 제출, 사실상 승인 단계로 알려져 있다. 한화그룹은 빠르면 4월 내로 승인 절차를 마무리할 계획이다.

**LNG선, 특수선을 주력
사업으로 선정할 전망**

현재 인수단계가 진행중이므로 한화그룹이 구체적으로 대우조선해양 인수 이후 방향성을 발표한 적은 없다. 하지만, 23년 수주 가이드스를 기반으로 중장기 사업 방향성을 예상해볼 수 있다. 대우조선해양은 23년 수주 목표로 69.8억달러를 제시하였다. 세부적으로 상선 52억달러, 특수선 13억달러, 해양플랜트 5억달러로 사실상 LNG선과 특수선 사업을 주력 사업으로 설정한 것으로 판단된다. 한화임팩트가 인수가 HSD엔진을 통해 기존 상선에서 친환경연료추진 선박 수주도 노려볼 수 있다.

**해양플랜트 수주
감소로 중장기 전통
에너지 해양플랜트
사업 축소 전망**

현재 2021년 수주한 해양플랜트 매출이 발생되고 있으나, 22년 해양부문 신규 수주 금액은 5.6억달러에 그쳐, 21년 22.7억달러 대비 큰 폭으로 감소하였다. 현재 건조 중인 프로젝트가 마무리되면 해양플랜트 관련 전반에 걸쳐, 장기 방향성을 재검토할 것으로 예상된다. 경쟁사인 삼성중공업과 달리 전통 석유, 가스 관련 해양플랜트 부문에서 사업 확장보다는 신선종(풍력발전설치선, 이산화탄소 운반선 등)으로 사업을 다각화할 것으로 예상된다.

**중장기 친환경 관련
해양 사업 확대 가능**

한화그룹이 대우조선해양의 사명을 ‘한화오션’으로 변경하는 것을 검토하고 있다는 언론보도가 있었다. 실제 사명이 확정된 것은 아니나, 기존 주력 사업인 LNG선 및 군함 건조 외에도 사업 다각화를 모색하고 있기에, 해당 사명을 고려하고 있는 것으로 추정해 볼 수 있다. 위의 언급대로 전통 에너지 관련 해양플랜트 사업 축소 시, 유향 자원을 활용하여 해양 관련 친환경 에너지 사업에 진출할 가능성이 높다. 중장기 해상풍력 시장성장이 전망되는 가운데, 고정식 해상풍력에서 부유식 해상풍력으로의 풍력 시장 변화도 2026년 이후부터 본격화될 전망이다. 대우조선해양 입장에서는 중장기 부유식 해상풍력 플랫폼 등으로의 사업다각화 가능성도 존재한다.

**해상풍력 관련 구조물
플랫폼 사업 진출
예상**

**중장기 지속가능성
제고를 위한 신사업
진출이 중요할 전망**

향후 기업가치 상승을 위해서는 수익성 및 지속가능성 제고가 필요하다. 국내 조선사들이 장기간 대규모 영업적자를 기록한 만큼, 투자자들의 신뢰도 제고를 위해서라도 수익성 제고가 필요하다. 하지만, 대우조선해양은 23년 2월말 기준, 304억달러 규모의 충분한 수주잔고를 확보하고 있고, 선가도 높아지고 있어, 수익성 개선 방향성은 명확하다. 따라서 수익성 재고도 중요하나, 중장기 신규 사업을 통한 지속가능성을 높이는 것이 중장기 밸류에이션 측면에서 중요해질 전망이다. 최종적 인수절차 이후, 로드맵에 따라 추가적인 밸류에이션 할증도 가능할 것으로 예상된다.

표 7. 대우조선해양 연도별 수주실적

구분		'21년 수주실적 (12월말 기준)		'22년 수주실적 (12월말 기준)		인도기준 수주잔량 ('23년 2월말 기준)	
		척기(건)	금액(억\$)	척기(건)	금액(억\$)	척기(건)	금액(억\$)
상선	LNGC (inc. FSRU, FSU)	15	31.0	38	84.0	62	141.0
	Cont.	20	27.5	6	11.0	32	49.1
	Tanker (inc. SHTK)	11	10.6	-	-	10	9.7
	LPGC	9	7.2	-	-	9	7.2
	소계	55	76.3	44	95.0	113	207.0
해양 플랜트	DRILLSHIP	-	-	-	-	4	18.1
	FPSO	1	9.8	-	-	1	9.9
	FCS	-	-	1	5.6	1	6.1
	FP	1	6.3	-	-	1	6.3
	WTIV	2	6.5	-	-	2	6.6
	기타	-	0.1	-	-	-	0.3
	소계	4	22.7	1	5.6	9	47.3
특수선 및 기타		2	9.6	1	4.2	14	50.2
합계		61	108.6	46	104.8	136	304.5

주: 2023년 2월말 기준, 신규 수주 1척, 수주금액은 2.5억달러

자료: 대우조선해양, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
매출액	4,487	4,860	7,818	8,825
증감률 (%)	-36.2	8.3	60.9	12.9
매출원가	6,034	6,207	7,229	8,019
매출총이익	-1,547	-1,347	589	806
Gross 마진 (%)	-34.5	-27.7	7.5	9.1
판매비와 일반관리비	208	267	325	334
영업이익	-1,755	-1,614	264	472
증감률 (%)	적전	적지	흑전	78.7
OP 마진 (%)	-39.1	-33.2	3.4	5.3
EBITDA	-1,631	-1,489	391	607
영업외손익	27	-181	-140	-85
금융수익(비용)	-484	-244	-140	-85
기타영업외손익	512	63	0	0
종속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	-1,727	-1,794	124	387
법인세비용	-28	-50	-1	4
계속사업이익	-1,700	-1,745	125	383
당기순이익	-1,700	-1,745	125	383
증감률 (%)	적전	적지	흑전	206.3
Net 마진 (%)	-37.9	-35.9	1.6	4.3
지배주주지분 순이익	-1,700	-1,745	125	383
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	50	272	0	0
총포괄이익	-1,650	-1,473	125	383

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
PER(X)	N/A	N/A	35.7	13.3
PBR(X)	1.1	2.7	1.8	1.6
PCR(X)	-10.0	-1.3	12.4	9.1
PSR(X)	0.6	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA(X)	N/A	N/A	5.4	4.4
EV/EBIT(X)	N/A	N/A	7.9	5.6
EPS(W)	-15,843	-16,260	673	1,807
BPS(W)	20,669	6,943	13,554	15,362
SPS(W)	41,817	45,299	42,101	41,680
자기자본이익률(ROE, %)	-55.9	-117.8	6.9	12.5
총자산이익률(ROA, %)	-16.2	-15.3	1.0	2.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	-32.2	-32.5	5.6	9.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)자기자본(%)	26.8	200.3	-16.6	2.2
총부채/ 자기자본(%)	379.0	1,542.5	375.7	316.1
이자발생부채	3,041	3,222	2,537	2,280
유동비율(%)	86.8	73.3	92.1	94.1
총발행주식수(mn)	107	107	212	212
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	23,050	18,950	24,000	24,000
시가총액(십억원)	2,473	2,033	2,575	2,575

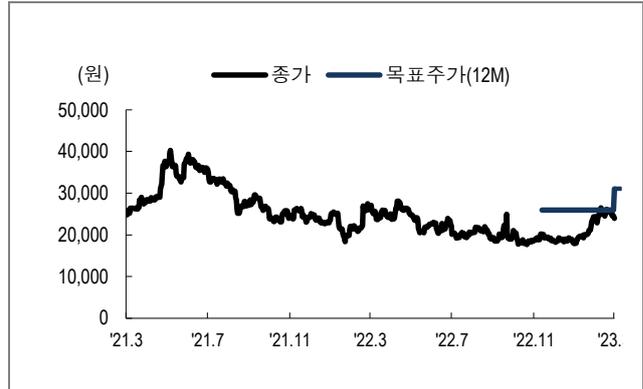
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
현금및현금성자산	1,779	676	1,804	1,200
매출채권	345	405	869	1,103
유동자산	6,481	7,822	9,216	8,982
유형자산	3,469	3,787	3,810	3,926
투자자산	469	283	283	283
비유동자산	4,142	4,413	4,437	4,552
자산총계	10,623	12,236	13,653	13,534
단기성부채	2,538	2,879	2,193	1,944
매입채무	467	617	992	1,120
유동부채	7,464	10,672	10,003	9,542
장기성부채	504	343	343	336
장기충당부채	367	351	327	306
비유동부채	941	818	780	740
부채총계	8,406	11,491	10,783	10,281
자본금	541	541	1,064	1,064
자본잉여금	18	18	1,495	1,495
이익잉여금	-1,001	-2,746	-2,621	-2,238
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,218	745	2,870	3,252

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
영업활동 현금흐름	486	-1,029	136	-316
당기순이익	-1,700	-1,745	125	383
+ 유/무형자산상각비	124	125	126	135
+ 종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	87	-41	16	-16
Gross Cash Flow	-247	-1,626	360	556
- 운전자본의증가(감소)	760	632	-131	-818
투자활동 현금흐름	101	-256	-322	-32
+ 유형자산 감소	6	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-100	-74	-150	-250
+ 투자자산의매각(취득)	74	186	0	0
Free Cash Flow	386	-1,103	-14	-566
Net Cash Flow	587	-1,284	-186	-348
재무활동 현금흐름	-157	181	1,314	-257
자기자본 증가	0	0	2,000	0
부채증감	-157	181	-686	-257
현금의증가	435	-1,103	1,129	-604
기말현금 및 현금성자산	1,779	676	1,804	1,200
기말 순부채(순현금)	594	1,492	-478	72

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.03.07	Buy	31,000원(12개월)	-	-
2022.11.18	Buy	26,000원(12개월)	-19.5%	1.9%

대우조선해양 (042660.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2023년 3월 3일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 종목들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.