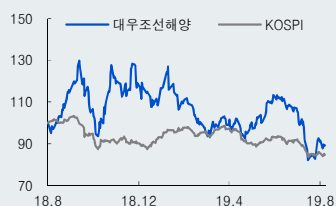


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 34,000원
현재주가(19/08/29)	26,000원
상승여력	31%

영업이익(19F,십억원)	535
Consensus 영업이익(19F,십억원)	510
EPS 성장률(19F,%)	24.3
MKT EPS 성장률(19F,%)	-27.6
P/E(19F,x)	6.5
MKT P/E(19F,x)	12.2
KOSPI	1,933.41

시가총액(십억원)	2,787
발행주식수(백만주)	107
유동주식비율(%)	31.7
외국인 보유비중(%)	12.6
베타(12M) 일간수익률	1.29
52주 최저가(원)	23,950
52주 최고가(원)	37,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.3	-17.7	-8.8
상대주가	-8.0	-6.6	9.0



[통신/로보틱스/조선]

이학무
02-3774-1785
hmlee@miraeasset.com

대우조선해양 (042660)

실적보다는 수주 모멘텀이 중요

2019년 하반기 영업이익 하락 불가피하지만 2020년 2분기부터 회복 예상

대우조선해양은 상반기에만 4천억원에 가까운 영업이익을 보여줬지만 하반기부터는 영업이익이 하락세를 보일 것으로 예상된다. 상반기 양호한 수익성을 보인 주요한 요인은 1) 원/달러 환율의 상승, 2) 고마진 LNG 운반선(야말 프로젝트)의 건조 및 인도 그리고 3) 공사손실 총당금 환입의 일회성 이익 발생 등이다. 원/달러 환율의 하반기 추가적인 상승은 제한적일 것으로 보여 환율 상승으로 인한 수익성 개선 효과는 중립적이 될 것이다. 고마진 LNG 운반선 역시 2분기까지 대부분의 건조가 완료되었기 때문에 하반기부터는 매출 및 이익에 미치는 영향이 상당히 낮아지게 된다. 반면에 2017년 하락 사이클에 낮은 가격으로 수주한 탱커의 매출 비중이 증가하게 되어 수익성을 악화시킬 것이다. 2018년 수주 물량이 건조되기 시작하며 매출 비중에서 다시 LNG가 높아질 것으로 예상되는 2020년 2분기까지는 낮은 영업이익 수준을 유지할 것으로 예상된다.

하반기 수주 재개 예상되지만 본격적인 수주는 2020년 상반기 기대

8월말까지 수주는 30억 달러 수준으로 올해 목표 83억 7천만 달러 대비해서 36% 수준에 불과한 것을 감안하면 올해 수주 목표 달성은 어려울 것으로 판단한다. 하반기 남은 기간 가능한 수주는 10억 달러 규모의 잠수함과 4~5척 규모의 LNG 운반선 수주와 일부 탱커 등으로 이를 감안하면 연간 60억 달러 전후의 수주 기대가 합리적이라고 판단한다. 그러나 이와 같이 수주 달성이 미흡한 이유가 카타르 LNG 발주가 2020년 상반기로 이연 되었기 때문이기에 낮은 수주 달성률이 부정적이지는 않다고 판단한다. 2023년부터 인도 예정인 카타르 LNG는 조선사의 도크 여유가 있는 현재 상황에서 서둘러서 올해 발주를 낼 필요가 없는 상황이기에 정상적인 발주 시기인 2020년 상반기 발주를 기대할 수 있다. 또한 에버그린 및 하파그로이드 등 컨테이너 선사가 2만 TEU급 컨테이너 발주도 예정하고 있어 수주 모멘텀 재개를 기대할 수 있다고 판단한다.

목표주가 34,000원으로 하향하지만 투자여건 매수 유지

대우조선해양에 대한 목표주가를 기존 38,000원에서 34,000원으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 적용 PBR을 기존 1.0배에서 0.9배로 하향 조정함에 따른 것으로, 단기적으로 영업이익이 하락하고 본격적인 수주 모멘텀이 2020년으로 이연 되는 상황을 감안해서 국내 조선업종의 최근 10년간 회복기 평균에 적용하던 할인율을 20%로 상향했기 때문이다. 그러나 하반기에는 상반기보다 양호한 수준의 수주를 보일 것이고 2020년에 카타르 LNG 및 에버그린과 하파그로이드 등의 컨테이너 발주 등 수주 모멘텀을 기대할 수 있는 것을 감안해서 투자여건은 매수를 유지한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	12,819	11,102	9,644	8,294	8,113	8,518
영업이익 (십억원)	-1,531	733	1,025	535	351	520
영업이익률 (%)	-11.9	6.6	10.6	6.5	4.3	6.1
순이익 (십억원)	-2,734	621	345	429	315	505
EPS (원)	-126,098	7,447	3,219	4,001	2,935	4,710
ROE (%)	-279.6	28.1	9.5	10.6	7.1	10.4
P/E (배)	-	1.9	10.6	6.5	8.9	5.5
P/B (배)	2.9	0.4	1.0	0.7	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

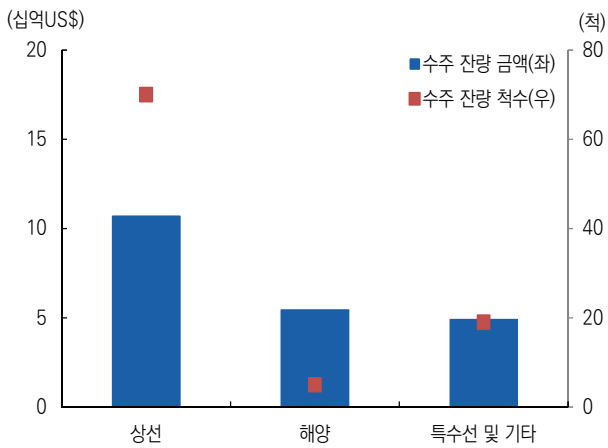
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 신규수주 척수 및 금액 추이

구분, 금액(십억US\$)		2014		2015		2016		2017		2018		~2019.07	
		척수	금액	척수	금액	척수	금액	척수	금액	척수	금액	척수	금액
상선	LNG선	37		9		3		4		18		6	
	LPG선	12	12.05	2	4.44	-	1.11	-	2.69	-	5.73	-	1.75
	컨테이너	6	81%	11	99%	-	72.1%	5	90.2%	7	84.1%	7	63.2%
	탱커	10		8		6		15		16		-	
해양	드릴쉽	-	2.69	-		-		-		-		-	
	시추설비	1	18%	-		-		-		-		-	
특수선 및 기타		3	0.18 1%	1	0.03 1%	2	0.43 27.9%	2	0.28 9.8%	8	1.08 15.9%	3	1.02 36.8%
합계		69	14.92	31	4.47	11	1.54	26	2.98	49	6.81	16	2.77

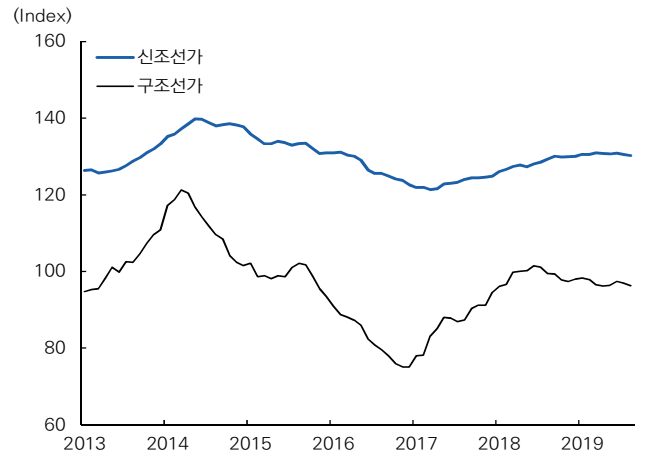
자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 19년 7월말 기준 수주 잔량



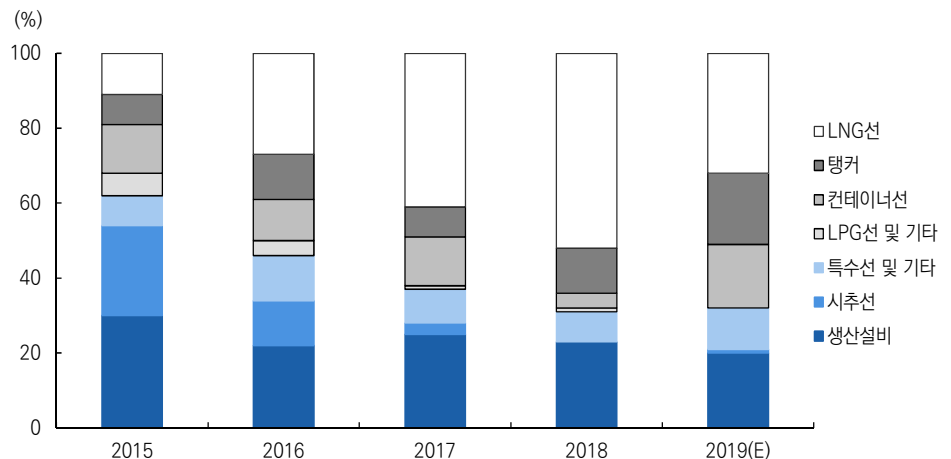
자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 신조선가 및 구조선가



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 선종별 매출 비중



자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

대우조선해양

실적보다는 수주 모멘텀이 중요

대우조선해양 (042660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	9,644	8,294	8,113	8,518
매출원가	8,893	7,529	7,531	7,757
매출총이익	751	765	582	761
판매비와관리비	-273	229	231	241
조정영업이익	1,025	535	351	520
영업이익	1,025	535	351	520
비영업손익	-657	-101	-28	-2
금융손익	-121	-91	-75	-49
관계기업등 투자손익	-498	-1	0	0
세전계속사업손익	368	434	323	518
계속사업법인세비용	48	5	8	13
계속사업이익	320	429	315	505
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	320	429	315	505
지배주주	345	429	315	505
비지배주주	-25	0	0	0
총포괄이익	300	436	315	505
지배주주	332	436	315	505
비지배주주	-33	0	0	0
EBITDA	1,160	708	521	685
FCF	577	-90	322	406
EBITDA 마진율 (%)	12.0	8.5	6.4	8.0
영업이익률 (%)	10.6	6.5	4.3	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	5.2	3.9	5.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	7,350	6,460	6,871	7,578
현금 및 현금성자산	351	175	491	879
매출채권 및 기타채권	707	495	502	527
재고자산	1,346	1,359	1,379	1,448
기타유동자산	4,946	4,431	4,499	4,724
비유동자산	4,568	4,355	4,309	4,280
관계기업투자등	15	10	11	11
유형자산	3,823	3,776	3,727	3,683
무형자산	40	40	39	38
자산총계	11,919	10,814	11,180	11,858
유동부채	5,357	4,076	4,115	4,246
매입채무 및 기타채무	891	624	633	665
단기금융부채	1,716	1,528	1,528	1,530
기타유동부채	2,750	1,924	1,954	2,051
비유동부채	2,722	2,468	2,481	2,522
장기금융부채	1,548	1,647	1,647	1,647
기타비유동부채	1,174	821	834	875
부채총계	8,078	6,545	6,596	6,768
지배주주지분	3,840	4,270	4,584	5,089
자본금	541	541	541	541
자본잉여금	18	18	18	18
이익잉여금	647	1,075	1,389	1,894
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,840	4,270	4,584	5,089

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	725	15	442	526
당기순이익	320	429	315	505
비현금수익비용가감	606	7	253	227
유형자산감가상각비	134	171	169	164
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	471	-165	83	62
영업활동으로인한자산및부채의변동	-113	-333	-43	-144
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-94	31	0	0
재고자산 감소(증가)	-74	98	-20	-69
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-38	-242	7	24
법인세납부	0	-4	-8	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-13	157	-126	-139
유형자산처분(취득)	-145	-103	-120	-120
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	270	162	-6	-19
기타투자활동	-134	98	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-566	-349	0	2
장단기금융부채의 증가(감소)	-596	-92	0	2
자본의 증가(감소)	-349	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	379	-257	0	0
현금의 증가	145	-176	317	388
기초현금	206	351	175	491
기말현금	351	175	491	879

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	10.6	6.5	8.9	5.5
P/CF (x)	3.9	6.4	4.9	3.8
P/B (x)	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	5.6	8.1	10.4	7.3
EPS (원)	3,219	4,001	2,935	4,710
CFPS (원)	8,646	4,070	5,292	6,827
BPS (원)	35,828	39,835	42,770	47,481
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-13.1	-14.0	-2.2	5.0
EBITDA증가율 (%)	31.1	-39.0	-26.4	31.5
조정영업이익증가율 (%)	39.8	-47.8	-34.4	48.1
EPS증가율 (%)	-56.8	24.3	-26.6	60.5
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	9.2	6.1	5.9	6.0
매입채무 회전을 (회)	12.7	13.3	16.0	15.9
ROA (%)	2.7	3.8	2.9	4.4
ROE (%)	9.5	10.6	7.1	10.4
ROIC (%)	12.1	6.3	4.3	6.3
부채비율 (%)	210.4	153.3	143.9	133.0
유동비율 (%)	137.2	158.5	167.0	178.5
순차입금/자기자본 (%)	73.2	68.6	57.0	43.7
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	3.2	2.1	3.1

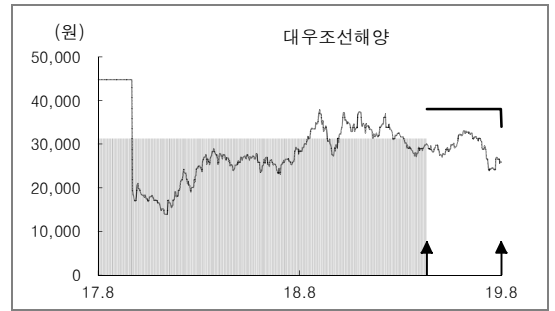
자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

대우조선해양

실적보다는 수주 모멘텀이 중요

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대우조선해양(042660)				
2019.08.29	매수	34,000	-	-
2019.04.16	매수	38,000	-23.08	-13.16



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.