

# 대우조선해양(042660)

매수(분석재개) / TP : 34,000원

주가(10/18, 원)	24,100
시가총액(십억원)	2,586
발행주식수(백만)	107
52주 최고/최저가(원)	40,300/21,350
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	18,536
유동주식비율(%)	31.9
외국인지분율(%)	6.5
주요주주(%)	한국산업은행 외 3인 하나은행(구,외환은행)
	56.1 8.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2019A	8,359	293	(46)	(655)	NM	457	NM	7.9	0.8	(1.2)	0.0
2020A	7,030	153	87	583	NM	283	47.0	15.2	0.8	2.3	0.0
2021F	4,477	(1,296)	(1,413)	(13,171)	NM	(1,108)	NM	NM	1.0	(44.5)	0.0
2022F	8,430	7	(142)	(1,325)	NM	196	NM	16.5	1.1	(5.9)	0.0
2023F	11,437	451	194	1,808	NM	641	13.3	4.0	1.0	7.8	0.0

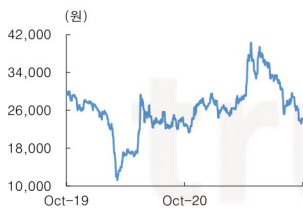
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 우리 슬롯 비었어요, 오세요

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.3)	(15.1)	6.2
상대주가(%p)	(12.1)	(9.1)	(22.2)

### 주가추이



**호황기에는 슬로우 스타터가 좋다:** 대우조선해양은 수주가 8월까지 63억달러에 달했고 9월의 잠수함과 러시아 내빙 LNG선을 포함할 경우 80억달러로 수주목표 77억 달러를 4% 초과 달성했다. 그런데 이 추세와 속도는 현대중공업의 89억달러(목표대비 달성률 125%), 현대삼호중공업의 46억달러(106%), 삼성중공업의 95억달러(104%)보다 작고 느리다. 그 결과로 동사의 수주잔고(인도기준)는 204억달러로 현대중공업의 231억달러, 삼성중공업의 255억달러보다 적다. 그러나 호황기에는 수주가 느린 것이 장점이다. 신조선가가 오르고 경쟁사들의 도크가 차면 우리의 단납기 슬롯은 프리미엄을 받을 수 있기 때문이다.

**특히 LNG 슬롯이 많이 빈 것이 장점:** 동사의 올해 LNG선 수주는 6척으로 현대중공업 그룹의 25척, 삼성중공업의 13척보다 적다. 또한 동사의 2024년 인도 LNG선 확보 척수는 현대중공업 그룹이 20척, 삼성중공업이 15척인데 비해 5척으로 적다[그림32]. 현재 영업이 한창인 시점인 2024년 LNG선 슬롯이 동사만 비어 있다. 향후 LNG선 교체발주 및 투기발주 중 단납기를 원하는 발주처들에게 선택지는 대우조선해양이다. LNG선 신조선가는 2020년 말 1억 8,500만달러에서 올해 2억달러를 넘어섰다. 2024년에 더 높은 가격에 수주한 LNG선을 건조할 것이다.

**경쟁사보다 늦은 건조량 바닥, 2022년 턴어라운드 시작:** 2014~2016년 해양플랜트 빅배스(대규모 일회적 비용 반영)에 따른 자본잠식 및 유동성 위기로 시작된 채무조정 구간에 동사의 수주 활동은 위축되었다. 이에 7~8조원의 설비용량(Capacity) 대비 올해 동사의 매출은 5조원으로 경쟁사 중 가장 적다. 경쟁사 삼성중공업 등의 6조원 후반 매출보다도 크게 작아 고정비 부담이 상당하다. 그러나 최근의 호황 덕분에 내년 매출은 턴어라운드를 시작한다. 건조량이 크게 줄어 고정비 부담이 가중될 때 체질 개선을 잘했다면 2022년에 흑자 전환할 수 있다.

### 최광식

gs.choie@koreainvestment.com

**목표주가 34,000원으로 커버리지 개시:** 동사의 목표주가를 조선업종 공통 타겟 PBR 1.8배를 적용해 산출한 34,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. BPS는 현재 주식수 기준 공표 BPS와 2.3조원의 전환사채가 모두 전환된다는 가정하에서 도출된 BPS를 평균한 값을 사용했다.

〈표 9〉 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시: 타겟 PBR 1.8배

▶ PBR VALUATION	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
주식수(백만주)	66	107	107	107	107	107	107	107	107
주식수 영구채 전환 가정					165	165	165	165	165
						↑ 전환사채 모두 전환 가정			
EPS	(41,694)	5,827	3,216	(434)	807	(13,167)	(1,318)	1,818	2,535
EPS 영구채 전환 후	(41,694)	5,827	2,089	(282)	524	(8,556)	(856)	1,181	1,647
BPS	15,660	31,816	35,821	35,025	36,061	22,926	21,608	23,426	25,960
BPS 영구채 전환 후	15,660	31,816	23,271	22,754	23,433	14,898	14,042	15,223	16,870
공표, 영구채 전환 평균					29,747	18,912	17,825	19,324	21,415
PBR(고)	1.60	2.40	1.06	0.98	0.79	1.65			
PBR(저)	(2.37)	0.43	0.43	0.66	0.30	1.10			
ROE	(280%)	28%	9.5%	(1.2%)	2.3%	(44.6%)	(5.9%)	8.1%	10.3%
적용ROE					2년 후→	8.1%			
적용COE: TRL 참조						4.0%			
Target PBR				바텀	~ 현재 ~	타겟			
적정주가				0.32	1.60	1.8			
목표주가				7,272		34,040			
증가(10월 18일)						34,000			
상승여력						24,100			
						41.1%			

주: EPS, BPS 계산에 사용된 주식수는 기말주식수 기준  
 자료: 한국투자증권

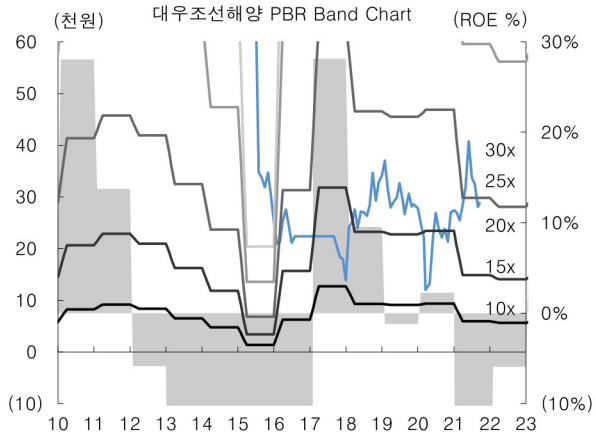
〈표 10〉 대우조선해양 실적 예상: 2023년 한 자릿수 증반 영업이익률 예상

(단위: 십억원)

대우조선해양	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
가이던스									9,961	8,300	7,318	4,800		
매출액	1,958.1	1,965.8	1,441.4	1,664.8	1,101.8	1,069.4	1,030.5	1,277.4	9,644.4	8,358.7	7,030.2	4,479.1	8,436.1	11,445.8
YoY	(5.5%)	(8.6%)	(26.0%)	(23.9%)	(43.7%)	(45.6%)	(28.5%)	(23.3%)	(13.1%)	(13.3%)	(15.9%)	(36.3%)	88.3%	35.7%
영업이익	279.0	73.4	33.6	(232.5)	(212.9)	(1,007)	(45.7)	(29.5)	1,024.8	292.8	153.4	(1,295.5)	7.6	452.4
금융/기타영업외	(38)	(20)	(61)	45	(24)	(17)	(45)	(47)	(159)	(342)	(74)	(134)	(196)	(192)
세전사업이익	241	54	(29)	(188)	(238)	(1,025)	(91)	(77)	368	(49)	78	(1,430)	(189)	260
지배주주순이익	242.5	51.5	(29.2)	(178.2)	(234.7)	(1,012)	(89.8)	(75.9)	344.7	(46.5)	86.6	(1,413)	(141.4)	195.0
영업이익률	14.2%	3.7%	2.3%	(14.0%)	(19.3%)	(94.2%)	(4.4%)	(2.3%)	10.6%	3.5%	2.2%	(28.9%)	0.1%	4.0%
지배주주순이익률	12.4%	2.6%	(2.0%)	(10.7%)	(21.3%)	(94.7%)	(8.7%)	(5.9%)	3.6%	(0.6%)	1.2%	(31.5%)	(1.7%)	1.7%
조선														
매출액	1,413	1,352	1,204	1,248	907	912	861	1,047	6,607	5,758	5,217	3,727	7,520	9,901
영업이익(e)	72	(173)	107	(383)	(190)	(717)	(28)	(18)	466	(132)	(376)	(953)	54	394
영업이익률	5.1%	(12.8%)	8.9%	(30.7%)	(21.0%)	(78.6%)	(3.3%)	(1.7%)	7.0%	(2.3%)	(7.2%)	(25.6%)	0.7%	4.0%
해양														
매출액	541	613	286	434	203	226	181	244	3,066	2,638	1,874	853	1,027	1,694
영업이익(e)	200	229	(91)	137	(34)	(22)	(18)	(12)	485	384	474	(88)	(52)	49
영업이익률	36.9%	37.3%	(31.8%)	31.4%	(17.0%)	(10.0%)	(10.1%)	(5.1%)	15.8%	14.6%	25.3%	(10.3%)	(5.1%)	2.9%

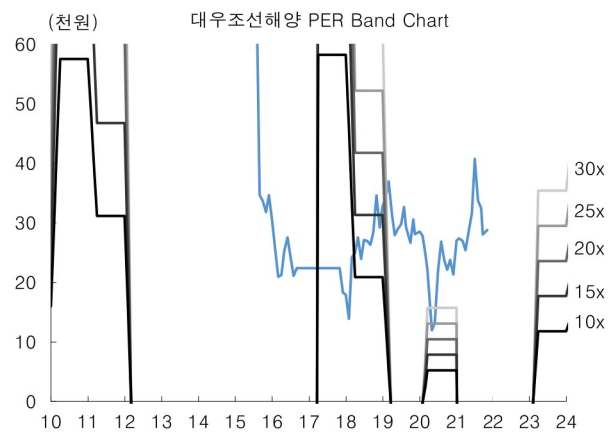
자료: 한국투자증권

[그림 29] PBR Band



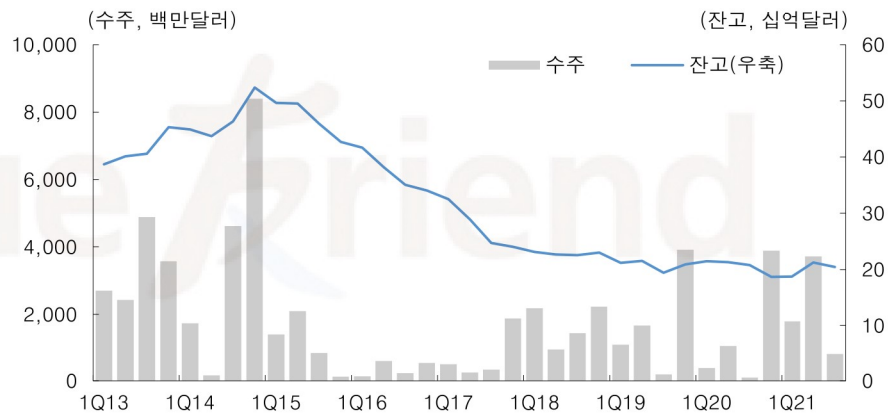
자료: 한국투자증권

[그림 30] PER Band



자료: 한국투자증권

[그림 31] 대우조선해양의 분기 수주



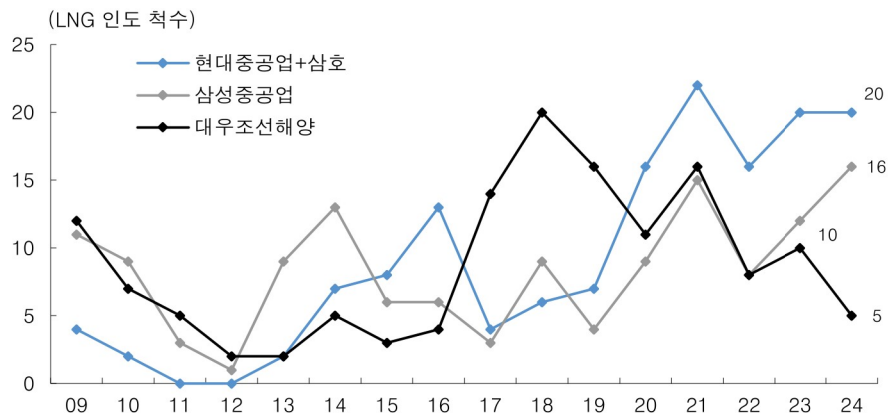
자료: 한국투자증권

〈표 11〉 대우조선해양의 과거 수주와 잔고

	05	06	07	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	~21.08
수주(척수)	45	48	122	68	50	31	57	69	31	11	26	49	39	33	41
상선	42	40	108	57	36	9	43	65	30	9	24	41	33	29	38
탱커	-	-	-	-	-	5	15	10	8	6	15	18	10	9	11
컨선	-	-	-	-	27	-	19	6	11	-	5	7	11	10	16
LNG	-	-	-	-	9	4	6	37	9	3	4	16	10	9	2
LPG	-	-	-	-	-	-	3	12	2	-	-	-	2	1	9
기타	42	40	108	57	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
해양	3	8	14	8	11	14	11	1	-	-	-	-	1	-	3
방산	-	-	-	3	3	8	3	3	1	2	2	8	5	4	-
수주(백만\$)	6,800						13,600	14,920	4,470	1,540	2,980	6,810	6,875	5,420	6,330
상선	5,300						4,500	12,050	4,440	1,110	2,690	5,730	4,460	5,200	4,380
해양	1,500	4,470	5,140	4,060	6,290	10,470	8,100	2,690	-	-	10	-	195	40	1,950
방산	-	-	-	3	3	8	3	3	1	2	2	8	5	4	-
잔고(척수)	138	139	212	195	188	142	145	164	152	114	95	104	88	90	111
상선	127	125	187	168	148	93	89	113	112	82	72	80	64	65	86
벌크	-	-	-	-	22	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
탱커	-	-	-	-	37	22	22	23	25	15	18	27	18	16	20
컨선	-	-	-	-	66	42	46	27	23	12	11	13	16	15	29
LNG	-	-	-	-	12	14	18	48	52	51	43	40	31	31	20
LPG	-	-	-	-	8	6	3	15	12	4	-	-	2	3	12
기타	127	125	187	168	3	3	-	-	-	-	-	-	-3	-	5
해양	11	14	25	21	29	32	37	31	20	12	7	7	6	5	8
방산	-	-	-	6	11	17	19	20	20	20	16	17	18	20	17
잔고(백만\$)	16,010	22,320	37,550	32,880	37,620	37,840	45,300	52,350	42,720	34,020	24,020	23,000	20,880	18,690	20,440
상선	13,240	16,180	26,440	19,250	18,010	12,360	12,050	18,050	18,650	15,600	13,330	12,730	9,330	8,450	8,888
해양	2,770	6,140	11,110	12,630	17,170	21,060	28,350	29,410	19,180	13,190	6,310	6,160	5,540	4,260	6,210
방산	-	-	-	1,000	2,440	4,420	4,900	4,890	4,890	5,230	4,380	4,110	6,010	5,980	5,342

자료: 한국투자증권

[그림 32] 한국 조선 3사의 과거 LNG선 인도와 잔고에서 확보 되어있는 인도 척수



자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

세계 조선 BIG3 중 하나. 1973년 대한조선공사로 설립되어, 1978년 대우조선으로 창립. 1999년 워크아웃에 돌입해 200년 대우중공업으로부터 분할해 신설법인이 됨. 2001년 워크아웃 졸업. 2006년 수주 100억달러 돌파 및 2008년 매출 11조원 초과달성. 2011년 국내 최초 잠수함 해외 수출, 2016년 100번째 LNG선 인도. 2017년 해양공사에서 비롯된 대규모 적자와 자본잠식으로 채무조정을 거쳐 산업은행이 지분 55.7%를 보유 중.

true 友 friend

### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,871	5,953	4,236	5,204	5,751
현금성자산	2,012	1,344	856	1,012	1,372
매출채권및기타채권	369	676	413	1,134	1,145
재고자산	1,159	963	613	1,155	1,567
비유동자산	4,405	4,368	4,346	5,018	5,497
투자자산	570	544	347	653	886
유형자산	3,694	3,668	3,868	4,068	4,268
무형자산	25	1	1	1	1
자산총계	11,276	10,321	8,582	10,222	11,248
유동부채	4,808	5,163	5,069	6,742	7,241
매입채무및기타채무	1,100	965	877	1,393	2,015
단기차입금및단기사채	1,124	1,012	1,113	1,224	1,347
유동성장기부채	320	1,224	0	321	0
비유동부채	2,714	1,289	1,030	1,111	1,416
사채	512	321	321	0	0
장기차입금및금융부채	1,031	254	254	254	254
부채총계	7,521	6,452	6,098	7,853	8,657
지배주주지분	3,755	3,869	2,484	2,369	2,590
자본금	541	541	541	541	541
자본잉여금	18	18	18	18	18
기타자본	2,332	2,332	2,332	2,332	2,332
이익잉여금	558	675	(738)	(880)	(686)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,755	3,869	2,484	2,369	2,590

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	2,542	(458)	695	872	1,276
당기순이익	(46)	87	(1,413)	(142)	194
유형자산감가상각비	163	129	188	189	190
무형자산상각비	1	1	0	0	0
자산부채변동	2,037	(1,108)	2,151	467	619
기타	387	433	(231)	358	273
투자활동현금흐름	(485)	138	(61)	(827)	(717)
유형자산투자	(157)	(190)	(390)	(391)	(392)
유형자산매각	9	2	2	2	2
투자자산순증	(358)	327	224	(279)	(205)
무형자산순증	0	0	0	(1)	(0)
기타	21	(1)	103	(158)	(122)
재무활동현금흐름	(395)	(308)	(1,123)	111	(198)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(395)	(245)	(1,123)	111	(198)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(63)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	(40)	0	0	0
현금의증가	1,661	(669)	(488)	156	361

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	8,359	7,030	4,477	8,430	11,437
매출원가	7,890	6,634	5,604	8,098	10,547
매출총이익	469	396	(1,127)	332	890
판매관리비	176	242	168	326	439
영업이익	293	153	(1,296)	7	451
금융수익	432	545	162	35	44
이자수익	91	64	34	23	28
금융비용	723	442	354	132	136
이자비용	168	144	120	121	123
기타영업외손익	(51)	(176)	58	(100)	(100)
관계기업관련손익	0	(2)	(1)	0	0
세전계속사업이익	(49)	78	(1,431)	(190)	259
법인세비용	(2)	(8)	(18)	(47)	65
연결당기순이익	(46)	87	(1,413)	(142)	194
지배주주지분순이익	(46)	87	(1,413)	(142)	194
기타포괄이익	(39)	28	28	28	28
총포괄이익	(85)	114	(1,385)	(115)	221
지배주주지분포괄이익	(85)	114	(1,385)	(115)	221
EBITDA	457	283	(1,108)	196	641

### 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(655)	583	(13,171)	(1,325)	1,808
BPS	35,032	36,067	23,155	22,087	24,151
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(13.3)	(15.9)	(36.3)	88.3	35.7
영업이익증가율	(71.4)	(47.6)	NM	NM	6,794.0
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA증가율	(60.6)	(38.0)	NM	NM	227.9
수익성(%)					
영업이익률	3.5	2.2	(28.9)	0.1	3.9
순이익률	(0.6)	1.2	(31.6)	(1.7)	1.7
EBITDA Margin	5.5	4.0	(24.8)	2.3	5.6
ROA	(0.4)	0.8	(14.9)	(1.5)	1.8
ROE	(1.2)	2.3	(44.5)	(5.9)	7.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	NM	NM	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	622	1,355	785	639	2
차입금/자본총계비율(%)	82.4	74.4	70.7	78.8	64.4
Valuation(X)					
PER	NM	47.0	NM	NM	13.3
PBR	0.8	0.8	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	15.2	NM	16.5	4.0

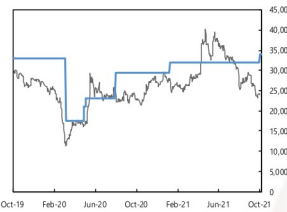
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대미포조선 (010620)	2019.11.25	매수	58,000원	-28.7	-16.2	대우조선해양 (042660)	2019.11.25	매수	33,000원	-25.3	-14.7
	2020.03.22	매수	30,000원	-5.6	4.8		2020.03.22	매수	17,500원	-10.9	1.1
	2020.04.29	매수	38,000원	-21.5	-18.3		2020.05.16	매수	21,000원	-18.1	-16.9
	2020.05.22	매수	40,000원	-9.4	34.5		2020.05.22	매수	23,000원	6.3	27.6
	2021.01.25	매수	58,000원	25.0	62.2		2020.08.17	매수	29,500원	-15.3	0.2
	2021.10.18	매수	100,000원	-	-		2021.01.25	매수	32,000원	-5.2	25.9
한국카본(017960)	2019.05.09	NR	-	-	-	HSD엔진(082740)	2021.10.18	매수	34,000원	-	-
	2020.05.09	1년경과	-	-	-		2021.10.18	매수	11,000원	-	-
	2021.05.09	1년경과	-	-	-						
	2021.10.18	매수	16,000원	-	-						

현대미포조선(010620)



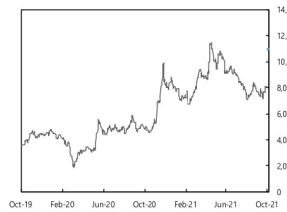
대우조선해양(042660)



한국카본(017960)



HSD엔진(082740)



true friend



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2021년 10월 18일 현재 현대미포조선, 한국카본, 대우조선해양, HSD엔진 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2021. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
89.5%	10.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.