



하나금융그룹

2020년 8월 11일 | Equity Research

대우조선해양(042660)

유로 및 원화 강세는 선박 발주의 신호탄

달러화 약세 전환으로 선박 발주 증가의 움직임 예상

역사적으로 한국 조선소들은 달러와 약세 그리고 원화 및 유로화 강세 구간에서 선박 발주량이 집중되는 모습을 보여왔다. 최근 미국 통화의 약세 움직임을 보임에 따라 상반기 동안 잠잠하던 한국 조선소들의 선박 수주소식이 다시 늘어나는 움직임을 보이고 있다. 물론 조선소 현장에서는 환차익을 기대할 수 있는 원화 약세를 선호할 것이다. 하지만 여러 차례 강조해 오고 있지만 유럽 선주들이 선박 발주를 위해 가장 마지막까지 고려하는 것은 환율 움직임이다. 달러와 대비 유로화 가치가 높아질 때 선박을 발주하는 것이 유리하기 때문이다. 한국 조선소들 역시 선박 건조 원가는 원화로 고정(설계와 기자재가 국산이며 근로자들의 임금도 원화로 지급)이 된 상황에서 달러 선가를 두고 선주와 협상을 벌이기 때문에 원화가 강세를 보일 때 선박 수주계약을 늘리게 된다. 원화 강세가 될수록 외화선가는 반등하기 때문에 선주들의 선박 발주 움직임이 빨라지기 때문이다. 이런 이유로 환율과 선박 수주량 그림을 그려보면 원화 강세와 유로강세일 때 선박 발주는 늘어났었다.

선박 발주의 이유는 LNG추진으로 명확

선박 연료는 석유에서 LNG로 달라지고 있는 명확한 선박 발주의 이유가 있음에도 선주들은 더 낮은 선가에 발주를 하고 싶어하고 조선소들은 선가가 오를 때 수주를 받기를 원한다. 이런 선주들과의 수주 협상에서 계약 선가에 영향을 미치는 변수가 바로 환율 정보인 것이다. 상반기 동안 LNG선박 연료 판매량이 급격히 늘어나는 모습을 보였기 때문에 선주들은 LNG 추진시양의 선박 발주를 늘릴 명확한 이유를 갖게 되었고 환율 마저 달러화가 약세를 보이게 되면 선주들의 선박 발주 움직임은 다시 빨라지게 될 것이다.

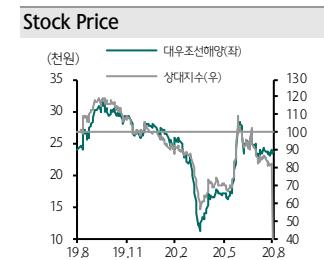
목표주가 40,000원(유지), 투자의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 40,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. 대우조선해양은 국내 조선업체 중 가장 낮은 건조원가를 갖고 있어 상대적으로 가장 양호한 영업실적이 올해 하반기에도 지속될 전망이다. ROE는 2020년 13.08%에서 2021년 8.38%, 2022년은 8.19%가 될 것으로 추정된다.

| Update | |
|--------|--|
| BUY | |

| TP(12M): 40,000원 | CP(8월 10일): 23,600원

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | | 2020 | 2021 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2386.38 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 31,500/11,200 | 매출액(십억원) | 7,853.4 7,844.7 |
| 시가총액(십억원) | 2,530.1 | 영업이익(십억원) | 464.2 282.3 |
| 시가총액비중(%) | 0.21 | 순이익(십억원) | 377.6 185.6 |
| 발행주식수(천주) | 107,205.8 | EPS(원) | 3,379 1,543 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 783.0 | BPS(원) | 38,110 39,732 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 19.9 | | |
| 20년 배당금(예상,원) | 0 | | |
| 20년 배당수익률(예상,%) | 0.00 | | |
| 외국인지분율(%) | 9.47 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| 한국산업은행 외 3 인 | 56.15 | | |
| 하나은행 | 8.41 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | 5.6 (6.2) (3.3) | | |
| 상대 | 0.0 0.0 0.0 | | |



| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 9,644.4 | 8,358.7 | 8,166.1 | 8,269.2 | 8,453.8 |
| 영업이익 | 십억원 | 1,024.8 | 292.8 | 631.0 | 558.3 | 570.7 |
| 세전이익 | 십억원 | 367.7 | (48.9) | 523.1 | 373.4 | 396.7 |
| 순이익 | 십억원 | 344.7 | (46.5) | 525.4 | 374.3 | 397.7 |
| EPS | 원 | 3,219 | (434) | 4,901 | 3,492 | 3,709 |
| 증감률 | % | (56.8) | 적전 | 흑전 | (28.7) | 6.2 |
| PER | 배 | 10.61 | N/A | 4.82 | 6.76 | 6.36 |
| PBR | 배 | 0.95 | 0.79 | 0.59 | 0.54 | 0.50 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.58 | 7.90 | 3.73 | 3.81 | 2.97 |
| ROE | % | 9.53 | (1.22) | 13.08 | 8.38 | 8.19 |
| BPS | 원 | 35,828 | 35,032 | 39,946 | 43,438 | 47,147 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

원화강세, 달러 약세 구간에서 조선소들의 수주실적 늘어나고 주가도 상승

조선업 주가와 수주실적과 상관도가 높은 것은 환율 정보

조선업은 해외에서 외화로 선박건조 주문을 받아 원화의 건조비용을 투입해 마진을 남기는 산업 구조를 갖고 있다. 매출액의 거의 대부분이 해외에서 발생되는 수출기업이므로 달러화 대비 원화가 약세가 될 때 조선소의 영업실적은 환차익 효과로 향상되는 모습을 보이게 된다. 하지만 선박 주문을 받을 때는 원화 약세는 외화선기를 내리는 효과를 보이게 되므로 선주들은 발주를 멈추고 추가적인 선가 하락을 기다리게 된다. 조선소의 설계부서에서는 원화 기준의 건조 원가를 산정을 했기 때문에 선박영업에서는 원화선기를 포기하지 않는 전략으로 외화선기가 내려가면 선박 영업에 소극적으로 바뀌게 된다. 반대로 원화가 강세로 전환되면 외화선기가 높아지므로 선주들과 조선소에서 선박 수주계약에 적극적으로 임하는 것으로 움직임은 달라지게 된다. 이런 실제 현장의 움직임으로 한국 조선소들의 선박 수주실적은 달러 약세와 원화 강세 구간에서 대체로 집중되었으며 조선소의 주가는 영업실적이 아닌 수주전망에 연동되므로 원화 강세 구간에서 오르는 모습을 보인다. 이는 그림을 그려보면 더욱 명확히 알 수 있다. 최근 달러화가 약세로 전환됨에 따라 한국 조선소들의 수주실적이 소폭 늘어나는 모습을 보이고 있다. 하반기 달러 약세가 지속된다면 조선소들의 수주 실적은 더욱 늘어나고 주가는 상승세를 보이게 될 것이다.

그림 1. 유로화 강세 구간에서 한국 조선소들의 선박 수주량 집중

유럽 선주들은 유로화 강세일 때 선박 발주 유리

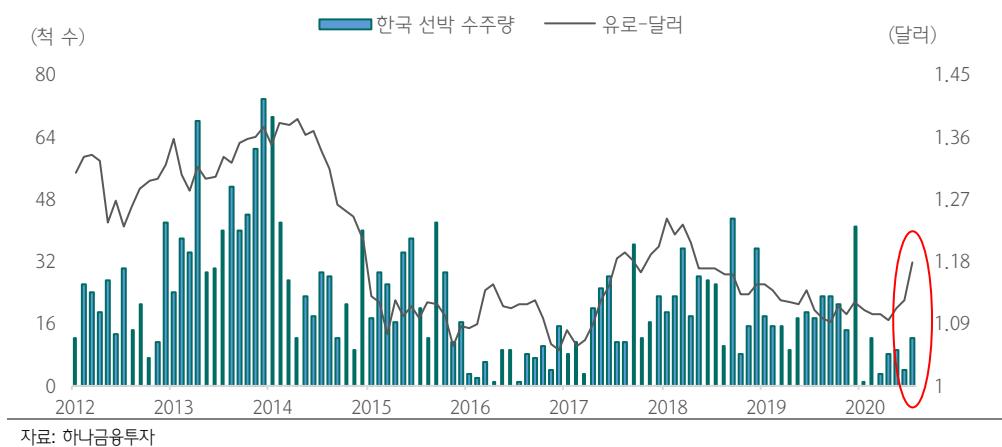
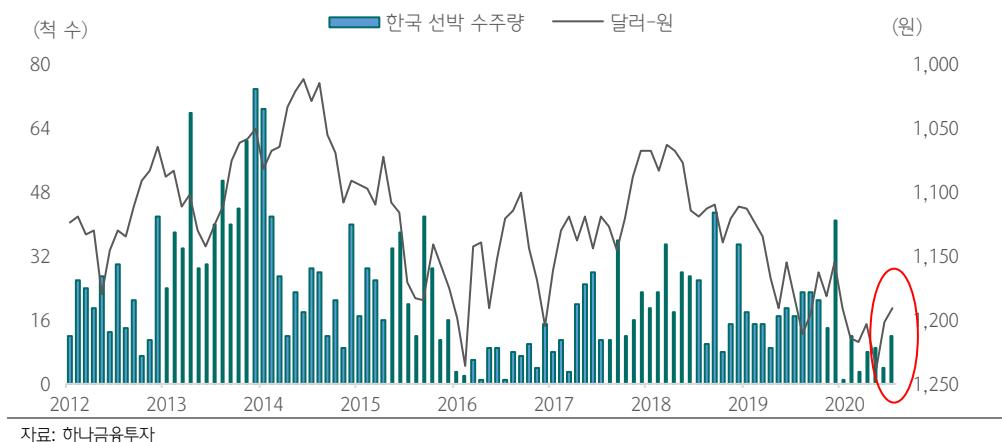


그림 2. 원화 강세 구간에서 한국 조선소들의 선박 수주량 집중

한국 조선소들의 건조원가는 원화가 기준이므로 달러 약세, 원화 강세일 때 선박 수주영업이 활발



추정 재무제표

손익계산서

| | (단위: 십억원) | | | | |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 9,644.4 | 8,358.7 | 8,166.1 | 8,269.2 | 8,453.8 |
| 매출원가 | 8,892.7 | 7,889.8 | 7,113.4 | 7,191.0 | 7,353.0 |
| 매출총이익 | 751.7 | 468.9 | 1,052.7 | 1,078.2 | 1,100.8 |
| 판관비 | (273.2) | 176.2 | 421.8 | 519.9 | 530.1 |
| 영업이익 | 1,024.8 | 292.8 | 631.0 | 558.3 | 570.7 |
| 금융손익 | (120.0) | (76.2) | (234.5) | (46.3) | (36.5) |
| 종속/관계기업손익 | (497.8) | (1.5) | (29.5) | (138.6) | (137.5) |
| 기타영업외손익 | (39.3) | (264.0) | 156.1 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 367.7 | (48.9) | 523.1 | 373.4 | 396.7 |
| 법인세 | 47.7 | (2.4) | (2.7) | (1.7) | (1.8) |
| 계속사업이익 | 320.1 | (46.5) | 525.7 | 375.1 | 398.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 320.1 | (46.5) | 525.7 | 375.1 | 398.5 |
| 비지배주주지분 순이익 | (24.7) | 0.0 | 0.3 | 0.8 | 0.8 |
| 지배주주순이익 | 344.7 | (46.5) | 525.4 | 374.3 | 397.7 |
| 지배주주지분포괄이익 | 332.5 | (85.3) | 527.1 | 375.1 | 398.5 |
| NOPAT | 892.0 | 278.3 | 634.2 | 560.8 | 573.2 |
| EBITDA | 1,160.4 | 456.9 | 743.6 | 678.1 | 697.0 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (13.1) | (13.3) | (2.3) | 1.3 | 2.2 |
| NOPAT증가율 | 124.1 | (68.8) | 127.9 | (11.6) | 2.2 |
| EBITDA증가율 | 31.1 | (60.6) | 62.7 | (8.8) | 2.8 |
| 영업이익증가율 | 39.8 | (71.4) | 115.5 | (11.5) | 2.2 |
| (지배주주)순이익증가율 | (44.5) | 적전 | 흑전 | (28.8) | 6.3 |
| EPS증가율 | (56.8) | 적전 | 흑전 | (28.7) | 6.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 7.8 | 5.6 | 12.9 | 13.0 | 13.0 |
| EBITDA이익률 | 12.0 | 5.5 | 9.1 | 8.2 | 8.2 |
| 영업이익률 | 10.6 | 3.5 | 7.7 | 6.8 | 6.8 |
| 계속사업이익률 | 3.3 | (0.6) | 6.4 | 4.5 | 4.7 |

투자지표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,219 | (434) | 4,901 | 3,492 | 3,709 |
| BPS | 35,828 | 35,032 | 39,946 | 43,438 | 47,147 |
| CFPS | 8,646 | 5,393 | 6,330 | 5,035 | 5,223 |
| EBITDAPS | 10,835 | 4,262 | 6,936 | 6,325 | 6,502 |
| SPS | 90,052 | 77,969 | 76,172 | 77,134 | 78,856 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 10.6 | N/A | 4.8 | 6.8 | 6.4 |
| PBR | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| PCFR | 3.9 | 5.2 | 3.7 | 4.7 | 4.5 |
| EV/EBITDA | 5.6 | 7.9 | 3.7 | 3.8 | 3.0 |
| PSR | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 9.5 | (1.2) | 13.1 | 8.4 | 8.2 |
| ROA | 3.0 | (0.4) | 4.5 | 3.1 | 3.2 |
| ROIC | 12.1 | 4.2 | 11.8 | 10.1 | 10.3 |
| 부채비율 | 210.4 | 200.3 | 178.3 | 164.9 | 152.8 |
| 순부채비율 | 73.2 | 16.6 | 5.7 | 1.2 | (9.2) |
| 이자보상배율(배) | 5.6 | 1.7 | 4.0 | 3.5 | 3.6 |

자료: 하나금융투자

대차대조표

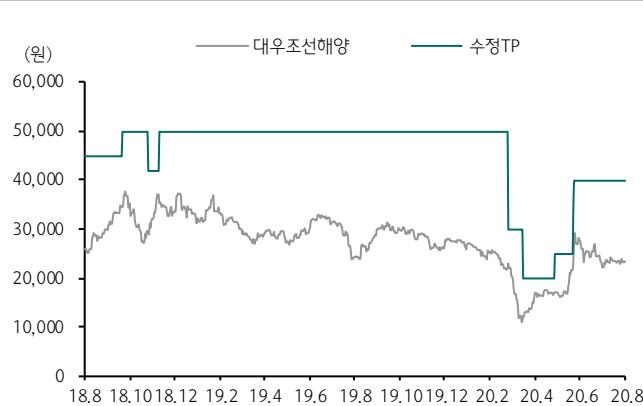
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 7,350.0 | 6,871.1 | 7,346.6 | 7,581.3 | 8,146.7 |
| 금융자산 | 452.8 | 2,470.3 | 2,990.1 | 3,181.6 | 3,702.9 |
| 현금성자산 | 351.2 | 2,012.2 | 2,541.5 | 2,728.5 | 3,245.4 |
| 매출채권 등 | 706.9 | 369.4 | 306.8 | 309.9 | 313.0 |
| 재고자산 | 1,345.6 | 1,159.0 | 1,233.4 | 1,245.6 | 1,258.1 |
| 기타유동자산 | 4,844.7 | 2,872.4 | 2,816.3 | 2,844.2 | 2,872.7 |
| 비유동자산 | 4,568.5 | 4,405.0 | 4,571.5 | 4,756.6 | 4,635.2 |
| 투자자산 | 494.6 | 570.4 | 555.4 | 560.3 | 565.2 |
| 금융자산 | 439.5 | 491.1 | 481.3 | 486.1 | 490.9 |
| 유형자산 | 3,822.9 | 3,694.5 | 3,822.2 | 4,003.2 | 3,877.7 |
| 무형자산 | 39.8 | 24.7 | 25.1 | 24.2 | 23.4 |
| 기타비유동자산 | 211.2 | 115.4 | 168.8 | 168.9 | 168.9 |
| 자산총계 | 11,918.5 | 11,276.1 | 11,918.1 | 12,337.9 | 12,781.9 |
| 유동부채 | 5,356.8 | 4,807.5 | 4,306.8 | 4,340.1 | 4,374.0 |
| 금융부채 | 1,715.6 | 1,549.6 | 1,054.0 | 1,055.0 | 1,056.0 |
| 매입채무 등 | 1,206.5 | 1,100.1 | 1,137.8 | 1,149.1 | 1,160.6 |
| 기타유동부채 | 2,434.7 | 2,157.8 | 2,115.0 | 2,136.0 | 2,157.4 |
| 비유동부채 | 2,721.5 | 2,713.6 | 3,329.3 | 3,340.7 | 3,352.3 |
| 금융부채 | 1,548.0 | 1,542.9 | 2,181.9 | 2,181.9 | 2,181.9 |
| 기타비유동부채 | 1,173.5 | 1,170.7 | 1,147.4 | 1,158.8 | 1,170.4 |
| 부채총계 | 8,078.3 | 7,521.2 | 7,636.1 | 7,680.8 | 7,726.3 |
| 지배주주지분 | 3,840.2 | 3,754.9 | 4,281.7 | 4,656.1 | 5,053.7 |
| 자본금 | 541.0 | 541.0 | 541.0 | 541.0 | 541.0 |
| 자본잉여금 | 18.1 | 18.1 | 18.1 | 18.1 | 18.1 |
| 자본조정 | 2,332.1 | 2,332.1 | 2,332.1 | 2,332.1 | 2,332.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 302.0 | 305.2 | 298.4 | 298.4 | 298.4 |
| 이익잉여금 | 647.0 | 558.4 | 1,092.1 | 1,466.4 | 1,864.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 1.0 | 1.8 |
| 자본총계 | 3,840.2 | 3,754.9 | 4,282.0 | 4,657.1 | 5,055.5 |
| 순금융부채 | 2,810.9 | 622.2 | 245.8 | 55.4 | (465.0) |

현금흐름표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 725.1 | 2,542.1 | 820.9 | 495.3 | 525.3 |
| 당기순이익 | 320.1 | (46.5) | 525.7 | 375.1 | 398.5 |
| 조정 | 518.1 | 552.1 | 103.2 | 119.7 | 126.3 |
| 감가상각비 | 135.6 | 164.2 | 112.6 | 119.8 | 126.3 |
| 외환거래손익 | 33.8 | 36.4 | 2.7 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 497.8 | 1.5 | (6.3) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (149.1) | 350.0 | (5.8) | (0.1) | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (113.1) | 2,036.5 | 192.0 | 0.5 | 0.5 |
| 투자활동 현금흐름 | (13.2) | (484.5) | (120.1) | (309.3) | (9.5) |
| 투자자산감소(증가) | 118.3 | (75.8) | 15.2 | (4.8) | (4.9) |
| 유형자산감소(증가) | (145.4) | (146.3) | (225.8) | (300.0) | 0.0 |
| 기타 | 13.9 | (262.4) | 90.5 | (4.5) | (4.6) |
| 재무활동 현금흐름 | (565.9) | (395.1) | (169.2) | 1.0 | 1.0 |
| 금융부채증가(감소) | (596.1) | (171.1) | 143.4 | 1.0 | 1.0 |
| 자본증가(감소) | (348.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 378.9 | (224.0) | (312.6) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | 145.4 | 1,661.0 | 529.2 | 187.0 | 516.8 |
| Unlevered CFO | 926.0 | 578.2 | 678.6 | 539.8 | 559.9 |
| Free Cash Flow | 577.1 | 2,387.0 | 594.1 | 195.3 | 525.3 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대우조선해양



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 폴리울 | |
|----------|------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.6.3 | BUY | 40,000 | | |
| 20.6.2 | BUY | 35,000 | | |
| 20.5.8 | BUY | 25,000 | -28.10% | -12.80% |
| 20.3.26 | BUY | 20,000 | -21.35% | -11.50% |
| 20.3.6 | BUY | 30,000 | -45.85% | -26.00% |
| 18.11.20 | BUY | 50,000 | -41.06% | -25.20% |
| 18.11.5 | BUY | 42,000 | -21.61% | -11.43% |
| 18.10.1 | BUY | 50,000 | -36.09% | -24.30% |
| 18.8.13 | BUY | 45,000 | -33.54% | -22.33% |
| 18.3.20 | BUY | 35,000 | -25.27% | -17.14% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 92.3% | 7.7% | 0.0% | 100.0% |

* 기준일: 2020년 8월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)은 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 8월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)은 2020년 8월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.