

대우조선해양(042660)

실적은 예상을 하회, 전망은 상회

4분기 영업손실은 예상보다 확대, 공사손실충당금 반영
2018년 전망은 수주 73억달러, 매출 10조원으로 예상 상회
이연법인세자산 상각으로 밸류에이션은 상승했으나 수주에 따라 재인식 가능

Facts : 영업손실은 예상보다 확대

매출은 전년대비 7% 감소한 2.5조원, 영업손실은 3,510억원으로 예상보다 적자 폭이 확대됐다. 이연법인세자산 상각으로 당기순손실은 8,930억원을 기록했고 연간 순이익은 6,699억원에 그쳤다. 자세한 내용은 감사보고서 발간 이후 확인 가능하나 일부 change order가 유입됐음에도 환율 하락과 강재가격 상승분만큼 공사 손실충당금을 반영했기 때문이다. 통상 이연법인세자산 상각은 급격한 시황 변동에 의해 영업상황이 크게 악화된다고 판단될 때 발생한다. 대우조선해양은 2017년 수주목표가 45억달러였지만 이를 미달한 34억달러를 기록했고, 2015~2016년 실적이 예상을 크게 하회한 것이 상각의 요인이 되었다.

Pros & cons : 2018년 전망은 수주 73억달러, 매출 10조원으로 양호

부진한 실적과 달리 2018년 전망은 수주는 73억달러, 매출은 10조원을 공시하며 예상을 상회했다. 기존 우리의 매출 예상치인 9.1조원보다 높고 컨센서스는 5~8조원에 분포돼 있다. 2018년 LNG선 인도량이 20척으로 우리의 기존 전망대비 5척 이상 많고 선가가 높은 Yamal LNG선 인도량이 4~5척에 이를 것으로 예상되기 때문이다. 2018년 LNG선에서만 약 30억달러의 현금 회수가 예상돼, 자금수지는 크게 개선될 것이다.

Action : 이연법인세자산은 수주에 따라 재인식 가능, 매수의견 유지

이연법인세자산 상각이 약 2,500억원 이상 발생한 것으로 추정돼, BPS가 기존대비 18% 감소했고 PBR은 0.8배로 상승했다. 그러나 이연법인세 자산 상각의 이유가 수주 부진이었듯, 향후 수주 흐름에 따라 이연법인세 자산의 재인식 역시 가능함을 의미한다. 다음주 후반부 감사보고서 제출 예정인데, 적정의견의 가능성은 높다. 특히 LNG선 위주의 업황 턴어라운드는 대우조선해양에 유리한 환경이다. 올해 LNG선 수주량은 최소 10척 이상 가능할 전망이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(3/12)	2,484
주가(3/12)	27,650
시가총액(십억원)	2,949
발행주식수(백만)	107
52주 최고/최저가(원)	44,800/13,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,173
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.0/5.3
주요주주(%)	한국산업은행 외 3인 56.4
	하나은행 8.5

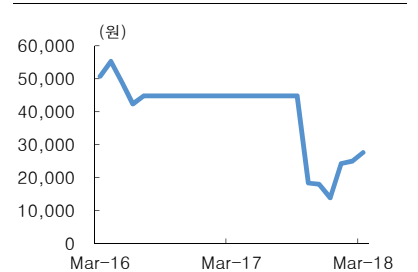
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	1.8	13.8
PBR(x)	2.9	0.5	0.8
ROE(%)	(279.6)	30.6	6.4
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	4.1	8.1
EPS(원)	(126,098)	7,742	1,998
BPS(원)	15,660	30,427	32,424

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	41.8	(38.3)	(38.3)
KOSPI 대비(%p)	37.7	(43.3)	(56.7)

주가추이



이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 영업이익 컨센서스 하회

(단위: 십억원, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,685	2,730	3,457.6	2,421	2,493	3.0	(7.2)	2,605
영업이익	(1,145)	223	664.7	196	(351)	NM	NM	(35)
영업이익률(%)	(42.7)	8.1	19.2	8.1	(14.1)	(12.6)	38.1	(1.4)
세전이익	(1,485)	259	1,238.3	195	(479)	NM	NM	(41)
순이익	(1,510)	229	1,232.7	70	(885)	NM	NM	113

자료: 한국투자증권

이연법인세자산 상각여부는 통상 과거 실적을 반영

이연법인세자산은 기업이 세전손실을 냈을 경우, 법인세를 현금으로 돌려주지 않고 일종의 포인트처럼 미래 법인세를 줄여주는 역할을 한다. 회사가 이익을 내고 세금을 내야 할 때 세금을 줄여주는 동시에 이연법인세자산이 해소된다. 통상 이를 쓸 수 있는 기한은 10년이다. 만약 10년 내 이익을 내지 못해 세금 면제 기회를 잃는다면 현금의 유출은 없이, 법인세 비용으로 한꺼번에 인식되며 세금의 면제기회를 잃는다.

대우조선해양은 2015년 세전손실 4조원, 당기순손실 3.3조원을 기록하며 법인세 수익 7,760억원(10년 내 이익이 발생할 경우 면제 받을 수 있는 법인세 한도가 7,760억원이라는 의미)이 발생했다. 그러나 2015년 2분기 세전손실 5,613억원을 내며 법인세비용 6,596억원이 계상됐다. 이연법인세자산 인정을 받지 못했기 때문이다. 과거의 손실이 미래 세금을 줄여주려면 세금을 낼 수 있는 채원, 즉 이익 전망이 가능해야 한다는 원칙 때문이다.

〈표 2〉 대우조선해양 이연법인세자산

(단위: 십억원)

연도	이연법인세자산	증분
2000	17	-
2001	47	30
2002	17	(30)
2003	33	16
2004	32	(1)
2005	14	(18)
2006	4	(10)
2007	7	3
2008	76	70
2009	-	(76)
2010	46	46
2011	33	(12)
2012	41	8
2013	129	88
2014	445	316
2015	1,335	890
2016	515	(821)

자료: 대우조선해양, 한국투자증권

이처럼 이연법인세자산 인식 혹은 상각은 재무제표 작성 시점을 기준으로 향후 이익을 창출할 수 있다는 확실한 근거가 있어야 한다. 이번 4분기 상각은 과거 실적치, 2017년 수주와 2016~2017년 실적이 목표에 미달함에 따라 이뤄졌다. 이는 역으로 수주 회복 등 이익 개선의 근거가 발생하면 이연법인세자산의 재인식이 가능함을 의미한다.

〈표 3〉 대우조선해양 분기실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출	2,730	3,458	2,421	2,493	1,853	2,806	2,010	2,976	12,819	11,102	9,646	7,661
상선	1,828	2,010	1,493	1,553	1,459	2,019	1,485	2,057	7,057	6,883	7,020	5,516
해양	944	1,429	678	769	394	788	525	919	5,343	3,818	2,626	2,145
영업이익	223	665	196	(351)	59	159	71	68	(1,531)	733	357	472
영업이익률	8.2%	19.2%	8.1%	(14.1%)	3.2%	5.7%	3.5%	2.3%	(11.9%)	6.6%	3.7%	6.2%
세전이익	259	1,238	195	(479)	49	144	46	38	(1,962)	1,213	277	447
순이익	234	1,255	75	(893)	37	109	35	29	(2,789)	670	210	338
(지배주주)	229	1,233	70	(885)	37	109	35	29	(2,734)	646	210	338

자료: 대우조선해양, 한국투자증권

〈표 4〉 BPS 가정에 따른 PBR 변화

(단위: 원, 배)

BPS 변화	2017	2018F	2019F
1) 영구채 전환 없을 경우	30,427	32,424	35,645
2) 영구채 전량 전환시	19,723	21,018	23,106
3) 1/2 전환, 1/2 상환 시	15,320	16,891	19,425
4) 영구채 상환시	8,528	10,526	13,747
주가: 27,650 원 기준	2017	2018F	2019F
1) 영구채 전환 없을 경우	0.91	0.85	0.78
2) 영구채 전량 전환시	1.40	1.32	1.20
3) 1/2 전환, 1/2 상환 시	1.80	1.64	1.42
4) 영구채 상환시	3.24	2.63	2.01
주가: 30,000 원 기준	2017	2018F	2019F
1) 영구채 전환 없을 경우	0.99	0.93	0.84
2) 영구채 전량 전환시	1.52	1.43	1.30
3) 1/2 전환, 1/2 상환 시	1.96	1.78	1.54
4) 영구채 상환시	3.52	2.85	2.18

자료: 대우조선해양, 한국투자증권

기업개요

대우조선해양그룹의 주력기업인 조선 업체. 주요 사업은 LNG선 · 유조선 · 컨테이너선 · LPG선 · 자동차운반선 등 각종 선박과 FPSO(부유식 원유생산저장하역설비) · RIG선 · 고정식 플랫폼 등 해양 제품, 잠수함 등 특수선 건조

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,466	7,999	7,724	6,945	5,516
현금성자산	1,236	224	555	675	536
매출채권및기타채권	5,546	5,095	4,441	3,858	3,064
재고자산	2,014	1,071	1,110	772	613
비유동자산	8,414	7,065	6,665	6,465	6,183
투자자산	607	896	662	661	653
유형자산	5,838	5,198	5,148	5,060	4,940
무형자산	82	73	63	55	44
자산총계	18,880	15,065	14,389	13,410	11,699
유동부채	15,349	12,369	10,001	9,095	7,272
매입채무및기타채무	7,745	6,279	5,551	4,341	2,681
단기차입금및단기사채	3,712	2,861	1,861	1,461	911
유동성장기부채	3,517	2,838	938	905	872
비유동부채	2,912	2,037	1,536	1,253	1,027
사채	187	192	192	192	192
장기차입금및금융부채	2,195	1,094	694	496	386
부채총계	18,261	14,405	11,537	10,348	8,298
지배주주지분	929	1,027	3,196	3,405	3,744
자본금	1,372	333	530	530	530
자본잉여금	2	2,826	347	347	347
기타자본	(8)	1,005	2,285	2,285	2,285
이익잉여금	(859)	(3,547)	(377)	(167)	171
비지배주주지분	(310)	(368)	(343)	(343)	(343)
자본총계	619	659	2,852	3,062	3,401

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(843)	(531)	1,982	1,049	489
당기순이익	(2,209)	(2,789)	670	210	338
유형자산감가상각비	233	198	185	180	172
무형자산상각비	8	6	5	5	4
자산부채변동	1,242	157	1,177	722	66
기타	(117)	1,897	(55)	(68)	(91)
투자활동현금흐름	172	(283)	150	(283)	65
유형자산투자	(182)	(120)	(135)	(92)	(52)
유형자산매각	305	205	0	0	0
투자자산순증	23	(411)	234	0	9
무형자산순증	(12)	(6)	5	4	8
기타	38	49	46	(195)	100
재무활동현금흐름	1,773	(201)	(1,801)	(646)	(693)
자본의증가	428	0	(2,282)	0	0
차입금의순증	1,374	(199)	(3,300)	(646)	(693)
배당금지급	(29)	0	0	0	0
기타	0	(2)	3,781	0	0
기타현금흐름	(5)	3	0	0	0
현금의증가	1,097	(1,012)	331	120	(139)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

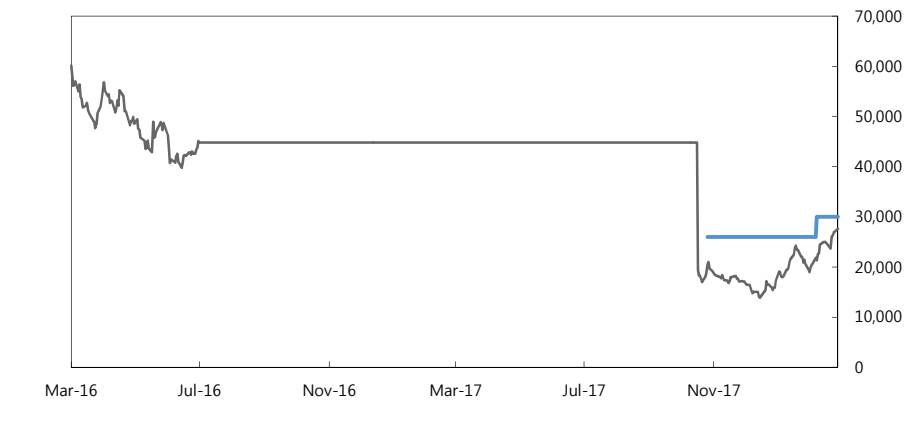
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	15,444	12,819	11,102	9,646	7,661
매출원가	17,019	13,450	9,492	8,488	6,588
매출총이익	(1,576)	(630)	1,610	1,157	1,072
판매관리비	549	901	877	800	600
영업이익	(2,124)	(1,531)	733	357	472
금융수익	22	34	1,411	20	25
이자수익	21	30	20	20	25
금융비용	187	115	70	70	50
이자비용	95	115	70	70	50
기타영업외손익	(768)	(354)	(860)	(30)	0
관계기업관련손익	(67)	5	0	0	0
세전계속사업이익	(3,124)	(1,962)	1,213	277	447
법인세비용	(951)	828	543	68	109
연결당기순이익	(2,209)	(2,789)	670	210	338
지배주주지분순이익	(2,098)	(2,734)	646	210	338
기타포괄이익	404	29	0	0	0
총포괄이익	(1,805)	(2,760)	670	210	338
지배주주지분포괄이익	(1,711)	(2,709)	670	210	338
EBITDA	(1,884)	(1,326)	923	542	648

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(140,610)	(126,098)	7,742	1,998	3,222
BPS	3,398	15,660	30,427	32,424	35,645
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.8)	(17.0)	(13.4)	(13.1)	(20.6)
영업이익증가율	NM	NM	NM	(51.2)	32.2
순이익증가율	NM	NM	NM	(67.5)	61.3
EPS증가율	NM	NM	NM	(74.2)	61.3
EBITDA증가율	NM	NM	NM	(41.3)	19.7
수익성(%)					
영업이익률	(13.8)	(11.9)	6.6	3.7	6.2
순이익률	(13.6)	(21.3)	5.8	2.2	4.4
EBITDA Margin	(12.2)	(10.3)	8.3	5.6	8.5
ROA	(12.1)	(16.4)	4.5	1.5	2.7
ROE	(132.5)	(279.6)	30.6	6.4	9.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	8,506	6,779	2,654	1,790	1,410
차입금/자본총계비율(%)	1,602.4	1,092.7	118.6	93.1	66.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	1.8	13.8	8.6
PBR	14.9	2.9	0.5	0.8	0.8
EV/EBITDA	NM	NM	4.1	8.1	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대우조선해양(042660)	2016.03.07	비중축소	-	-	-
	2017.03.07	1년경과	-	-	-
	2017.11.08	매수	26,000원	-29.4	-6.7
	2018.02.20	매수	30,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 12일 현재 대우조선해양 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.