



2018년 3월 27일 | Equity Research

# 대우조선해양 (042660)

## 테마섹은 GTT 지분을 왜 팔았을까?

### Solidus가 등장하면서 테마섹은 GTT 지분 전량 매각

싱가폴 국부펀드 테마섹이 최근 GTT 보유지분 10.38%를 전량 매각한 것에 많은 투자자들이 관심을 보이고 있다. KCS, KC-1과 같은 독자화물창이 등장했을 때에도 전혀 움직임이 없던 테마섹은 Solidus의 기술시연회 이후 보유하고 있던 GTT 지분을 장중에 전량 매각했기 때문이다. Solidus는 GTT에게 가장 위협적인 독자 화물창으로 보여지고 있다. 테마섹은 지난 4~5년간 글로벌 LNG 밸류체인에 집중적으로 투자해왔으며 지난 2012년에는 글로벌 LNG 밸류체인에 32억 달러(40억 싱가포르 달러)를 투자했다.

### Solidus는 GTT에게 가장 위협적인 LNG 독자 화물창

GTT 기술은 삼성과 현대가 사용하고 있는 Mark III Flex Plus(기화율 0.07%)와 대우가 사용해온 NO 96(기화율 0.15%)로 나뉜다. 한국 조선업계가 GTT를 대체하고자 개발해온 독자 화물창은 KCS(기화율 0.07%), KC-1(기화율 0.11%), Solidus(기화율 0.049%)가 있다. 한국의 독자 화물창 중에서 GTT에게 가장 위협적인 것은 Solidus이다. 이유는 몇 가지가 있다. KCS는 Mark III FLEX PLUS와 기화율이 차이가 나지 않는다. 이는 Mark series 화물창과 직접 경쟁한다는 점에서 GTT와 관계 악화(소송 가능성) 가능성이 있다. KC-1은 두 개의 베리어가 메탈 소재로 제작되므로 제작원가가 가장 높다. 선주들은 높은 가격을 지불하는 것에 매우 보수적이다. 반면 대우조선해양은 선주들에게 NO 96과 Solidus 두 가지를 제시하기 때문에 확연한 기화율 차이로 Solidus의 영업력과 사업성은 가장 높을 수 밖에 없다. 대우조선해양은 GTT 매출의 절반 가량을 차지한다는 것도 GTT 입장에서 대우조선해양에게 대항하기에는 상당히 부담스러운 상황이다.

### Solidus, 가장 높은 사업성과 발 빠른 영업력 보인다

Solidus는 선주들에게 여러 경제적 이점을 제시하고 있다. 로열티 절감으로 인한 낮아진 선가, 이상적인 기화율에 따른 운항 효율성 극대화, 건조공법 변화로 인한 인도 시기의 단축 등이다. 이런 이유로 메이저 선주들은 Solidus 화물창이 탑재되는 선박 발주를 문의하기 시작했다. Solidus 화물창은 독자 화물창 중에서 가장 발 빠른 영업력을 보이고 있다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 45,000원 | CP(3월 26일): 29,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,437.08
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900
시가총액(십억원)	3,093.0
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	881.9
60일 평균 거래대금(십억원)	20.4
17년 배당금(원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.34
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.37
하나은행	8.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.2 (35.3) (35.3)
상대	17.2 (36.9) (42.4)

#### Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	11,144.7	8,654.1
영업이익(십억원)	986.8	287.7
순이익(십억원)	1,436.0	249.5
EPS(원)	17,023	2,802
BPS(원)	39,541	33,783

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	15,443.6	12,819.2	11,101.7	9,954.9	7,582.6
영업이익	십억원	(2,124.5)	(1,530.8)	733.0	332.1	366.1
세전이익	십억원	(3,124.4)	(1,961.7)	1,211.8	641.9	595.1
순이익	십억원	(2,097.5)	(2,734.1)	591.7	541.0	504.1
EPS	원	(139,078)	(126,098)	7,103	5,052	4,702
증감률	%	적지	적지	흑전	(28.9)	(6.9)
PER	배	N/A	N/A	1.96	5.74	6.17
PBR	배	1.16	2.86	0.44	0.80	0.71
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	4.52	7.87	6.92
ROE	%	(132.52)	(279.57)	27.02	14.93	12.15
BPS	원	43,577	15,660	31,431	36,335	41,037
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박문현  
02-3771-7771  
bossniceshot@hanafn.com

## 추정 재무제표

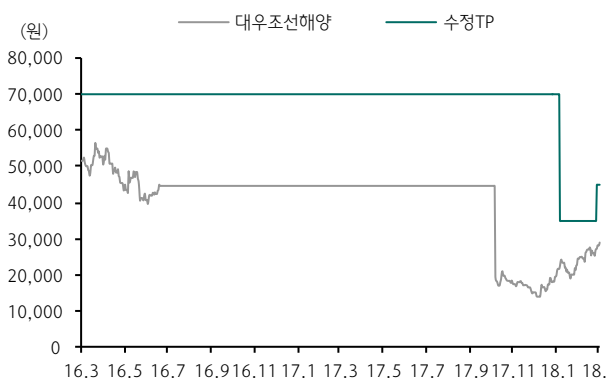
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	15,443.6	12,819.2	11,101.7	9,954.9	7,582.6
매출원가	17,019.2	13,449.6	9,882.7	9,301.0	6,984.0
매출총이익	(1,575.6)	(630.4)	1,219.0	653.9	598.6
판매비	548.9	900.5	486.0	321.8	232.5
영업이익	(2,124.5)	(1,530.8)	733.0	332.1	366.1
금융손익	(165.0)	(81.6)	1,362.3	9.5	24.8
중속/관계기업손익	(66.8)	5.2	(131.8)	300.3	204.2
기타영업외손익	(768.1)	(354.4)	(751.8)	0.0	0.0
세전이익	(3,124.4)	(1,961.7)	1,211.8	641.9	595.1
법인세	(950.6)	827.8	543.1	96.0	89.9
계속사업이익	(2,173.7)	(2,789.5)	668.6	545.9	505.2
중단사업이익	(35.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,209.2)	(2,789.5)	668.6	545.9	505.2
비지배주주지분 손이익	(111.7)	(55.3)	76.9	4.9	1.1
지배주주순이익	(2,097.5)	(2,734.1)	591.7	541.0	504.1
지배주주지분포괄이익	(1,710.8)	(2,709.5)	505.7	594.9	550.6
NOPAT	(1,478.1)	(2,176.9)	404.5	282.4	310.8
EBITDA	(1,883.8)	(1,326.2)	869.2	404.9	445.9
성장성(%)					
매출액증가율	(0.8)	(17.0)	(13.4)	(10.3)	(23.8)
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	(30.2)	10.1
EBITDA증가율	적지	적지	흑전	(53.4)	10.1
영업이익증가율	적지	적지	흑전	(54.7)	10.2
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	(8.6)	(6.8)
EPS증가율	적지	적지	흑전	(28.9)	(6.9)
수익성(%)					
매출총이익률	(10.2)	(4.9)	11.0	6.6	7.9
EBITDA이익률	(12.2)	(10.3)	7.8	4.1	5.9
영업이익률	(13.8)	(11.9)	6.6	3.3	4.8
계속사업이익률	(14.1)	(21.8)	6.0	5.5	6.7
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(139,078)	(126,098)	7,103	5,052	4,702
BPS	43,577	15,660	31,431	36,335	41,037
CFPS	(114,184)	(19,512)	16,455	6,577	6,057
EBITDAPS	(124,906)	(61,164)	10,434	3,781	4,159
SPS	1,024,005	591,222	133,263	92,953	70,729
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	2.0	5.7	6.2
PBR	1.2	2.9	0.4	0.8	0.7
PCR	N/A	N/A	0.8	4.4	4.8
EV/EBITDA	N/A	N/A	4.5	7.9	6.9
PSR	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4
재무비율(%)					
ROE	(132.5)	(279.6)	27.0	14.9	12.2
ROA	(11.5)	(16.1)	4.2	4.1	3.9
ROIC	(17.4)	(30.5)	7.1	6.9	8.8
부채비율	2,950.8	2,184.7	344.3	279.9	214.9
순부채비율	1,374.4	1,028.0	95.7	13.2	9.1
이자보상배율(배)	(22.3)	(13.3)	13.5	8.8	9.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,466.0	7,999.5	7,593.2	7,527.2	6,807.0
금융자산	1,410.7	426.1	1,193.4	3,564.4	3,628.8
현금성자산	1,235.9	224.3	1,016.6	3,398.2	3,495.9
매출채권 등	5,546.0	5,094.9	4,470.7	2,343.5	1,874.8
재고자산	2,014.0	1,071.1	873.7	624.9	499.9
기타유동자산	1,495.3	1,407.4	1,055.4	994.4	803.5
비유동자산	8,414.3	7,065.3	5,629.9	5,860.1	5,882.8
투자자산	607.2	895.7	784.6	737.6	590.1
금융자산	573.7	877.4	768.6	722.5	578.0
유형자산	5,838.3	5,197.9	4,091.9	4,364.7	4,530.1
무형자산	81.9	73.3	38.9	43.3	48.2
기타비유동자산	1,886.9	898.4	714.5	714.5	714.4
자산총계	18,880.3	15,064.8	13,223.1	13,387.3	12,689.9
유동부채	15,349.2	12,368.7	8,263.2	7,919.0	6,840.0
금융부채	7,535.8	5,918.5	2,715.0	2,703.5	2,667.3
매입채무 등	7,745.4	6,279.4	5,500.6	5,170.7	4,136.6
기타유동부채	68.0	170.8	47.6	44.8	36.1
비유동부채	2,912.3	2,036.8	1,983.8	1,944.3	1,820.7
금융부채	2,380.9	1,286.3	1,326.3	1,326.3	1,326.3
기타비유동부채	531.4	750.5	657.5	618.0	494.4
부채총계	18,261.5	14,405.5	10,247.0	9,863.4	8,660.7
지배주주지분	929.1	1,026.9	3,352.3	3,895.3	4,399.4
자본금	1,372.1	332.9	530.1	532.1	532.1
자본잉여금	2.1	2,825.6	347.8	347.8	347.8
자본조정	(8.2)	1,004.6	2,284.8	2,284.8	2,284.8
기타포괄이익누계액	422.4	410.6	341.2	341.2	341.2
이익잉여금	(859.3)	(3,546.8)	(151.6)	389.4	893.5
비지배주주지분	(310.2)	(367.5)	(376.2)	(371.3)	(370.2)
자본총계	618.9	659.4	2,976.1	3,524.0	4,029.2
순금융부채	8,506.0	6,778.6	2,847.9	465.4	364.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(843.0)	(531.0)	11.8	2,683.5	203.0
당기순이익	(2,209.2)	(2,789.5)	668.6	545.9	505.2
조정	124.2	2,102.0	171.0	72.8	79.7
감가상각비	240.7	204.6	136.2	72.8	79.7
외환거래손익	(4.3)	48.3	102.4	0.0	0.0
지분법손익	16.2	11.3	2.5	0.0	0.0
기타	(128.4)	1,837.8	(70.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	1,242.0	156.5	(827.8)	2,064.8	(381.9)
투자활동 현금흐름	172.1	(282.7)	(145.9)	(292.3)	(69.2)
투자자산감소(증가)	(122.2)	(288.5)	111.1	47.1	147.5
유형자산감소(증가)	123.2	84.8	(106.8)	(350.0)	(250.0)
기타	171.1	(79.0)	(150.2)	10.6	33.3
재무활동 현금흐름	1,772.9	(200.9)	923.4	(9.5)	(36.1)
금융부채증가(감소)	1,943.9	(2,712.0)	(3,163.4)	(11.5)	(36.1)
자본증가(감소)	412.2	1,784.3	(2,280.6)	2.0	0.0
기타재무활동	(554.1)	726.8	6,367.4	0.0	0.0
배당지급	(29.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,097.1	(1,011.7)	792.4	2,381.6	97.7
Unlevered CFO	(1,722.1)	(423.1)	1,370.8	704.4	649.3
Free Cash Flow	(1,025.0)	(650.8)	(120.0)	2,333.5	(47.0)

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 피리울

### 대우조선해양



날짜	투자 의견	목표주가	피리울	
			평균	최고/최저
18.3.23	BUY	45,000		
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
16.11.3	1년 경과		-43.92%	-36.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-30.38%	0.43%
15.11.2	BUY	70,000	-24.93%	0.43%

## 투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효 기간은 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

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융 투자 상품의 비율	90.9%	8.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 3월 25일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관 투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 27일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 3월 27일 현재 해당 회사의 유가 증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사 자료는 고객에 투자에 정보를 제공 할 목적으로 작성 되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.