



2018년 3월 30일 | Equity Research

# 대우조선해양 (042660)

## 기술의 변화가 이끌어낸 LNG선 원가 경쟁력

### 대우조선해양에게 집중되고 있는 LNG선주사들의 러브콜

대우조선해양의 올해 LNG선 수주량은 8척으로 올해 발주된 전체 16척 중에서 절반을 가져갔다. 대우조선해양의 LNG선 수주실적에서 우리가 주목해야 할 것은 두 가지이다. 첫째, 메이저 선사뿐 아니라 신생 선사들도 대우조선해양에 발주하고 있다는 점과 둘째 대우조선해양의 LNG선 인도시기는 2021년 까지 넘어가버린 점이다. 대우조선해양의 LNG선 수주잔량은 경쟁사들보다 압도적으로 많은 상황이 몇년째 유지되고 있음에도 대우조선해양의 LNG선 수주는 더욱 늘어나고 있다. Golar LNG와 같이 경쟁 조선소를 선호하던 메이저 선주도 지난해부터 대우조선해양으로 LNG선을 발주하기 시작했으며 최근에는 Minerva와 같은 신생 선사도 대우조선해양을 선택했다.

대우조선해양은 가장 많은 수주잔고를 갖고 있어 LNG선 영업 상황이 전혀 급할 것이 없는 상황임에도 선주들의 대우조선해양을 향한 러브콜은 계속되고 있다. 전일 대우조선해양의 LNG선 수주는 1.85억불로 최근 수주가격보다 소폭 상승했다.

### 기술 혁신이 이끌어낸 LNG선 건조원가 경쟁력

대우조선해양은 선주들에게 가장 낮은 건조원가와 가장 앞선 사양의 LNG선 발주문의를 제시하고 있다. 이러한 내용은 당시 리서치센터에서 2013년부터 일관되게 제시하고 있는 의견이다. 당시 리서치센터에서 제시해온 대로 대우조선해양은 그동안 수주한 LNG선을 건조하기 시작하면서 경쟁 조선소들과 비교해 양호한 영업실적을 보이기 시작했다. 특히 2013년 대우조선해양이 야말 LNG선 16척을 전량 수주했을 당시에도 근거 없는 저가수주 우려가 높았지만 실제 야말 LNG선은 대우조선해양 수익성 향상에 크게 기여하고 있다.

### 대우조선해양의 잔고가 채워질수록 선주들은 다급해진다

2020년이후 공급 계획의 북미지역 LNG액화플랜트 투자수요(Pre-FID)는 6.8억톤이다. 현재 글로벌 LNG 물동량 2.9억톤의 두 배가 넘는 수준이다. 따라서 선주들은 지금 당장 용선 계약 체결보다 조선소 Slot을 잡는 것이 더 급한 상황이다. 대우조선해양의 LNG선 인도 Slot은 2021년까지 넘어간 상황을 고려하면 선주들의 다급함은 더욱 가중되고 있을 것이다. 선주들은 대우조선해양을 가장 선호하고 있기 때문이다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(3월 29일): 27,950원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,436.37		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	11,144.7 8,654.1
시가총액(십억원)	2,981.0	영업이익(십억원)	1,075.0 287.7
시가총액비중(%)	0.25	순이익(십억원)	1,510.3 249.5
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	18,045 2,802
60일 평균 거래량(천주)	914.2	BPS(원)	40,097 33,783
60일 평균 거래대금(십억원)	21.5		
17년 배당금(예상,원)	0		
17년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	3.92		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.37		
하나은행	8.45		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	11.8 (37.6) (37.6)		
상대	11.4 (38.7) (44.5)		

Stock Price		
(천원)	대우조선해양(좌)	상대지수(우)
48		120
38		100
33		80
28		60
23		40
18		20
13		
17.3 17.6 17.9 17.12 18.3	대우조선해양(좌)	상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017	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	%	직지	직지	흑전	(28.9)	(6.9)
PER	배	N/A	N/A	3.94	5.53	5.94
PBR	배	1.03	0.89	0.89	0.77	0.68
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	6.28	7.59	6.67
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 박무현  
02-3771-7771  
bossniceshot@hanafn.com

## 선주들의 LNG선 발주 움직임은 다급해지고 있다

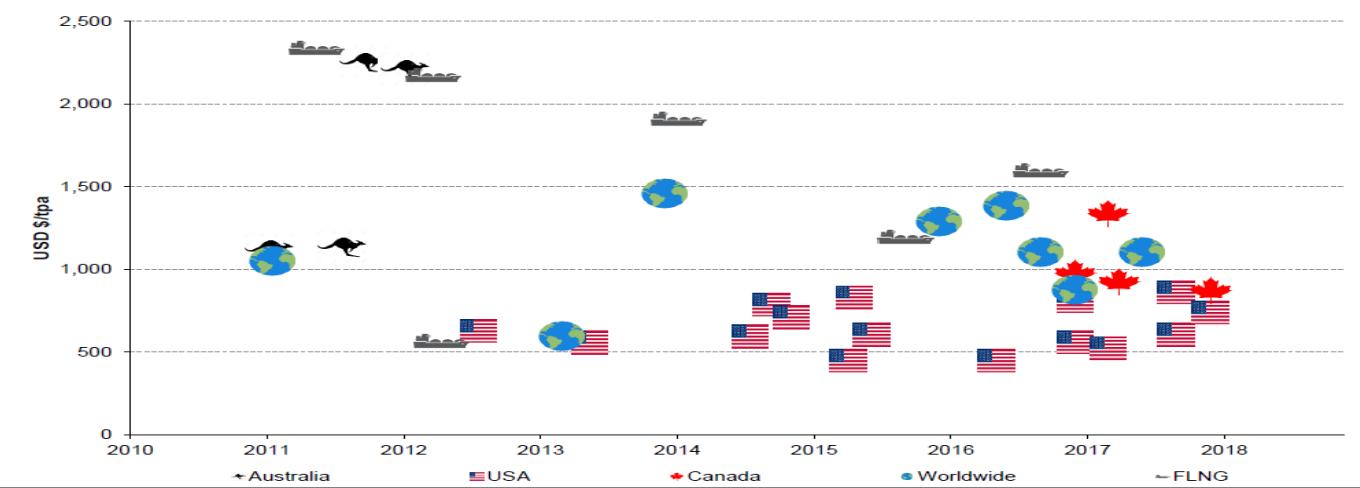
늘어나는 LNG 수요에 비해  
부족한 LNG 공급으로  
선주들은 용선계약보다  
조선소 인도 Slot 잡는 것에  
더 급한 상황

대우조선해양은 LNG선 분야에서  
새로운 기술을 선보이면서  
가장 낮은 건조원가를 갖추어  
선주들의 러브콜이 집중

전세계에서 LNG 개발 원가가 가장 낮은 지역은 북미지역이다. 2020년 이후부터 공급을 시작할 것으로 계획된 LNG액화플랜트의 투자 수요는 미국에서 3.43억톤, 캐나다에서도 3.36억톤이 대기하고 있다. 북미지역의 액화플랜트 수요는 순차적으로 정부의 개발승인을 받아내고 있다. 전세계 LNG 물동량은 2.9억톤의 두 배를 상회하는 6.8억톤의 액화플랜트 투자가 점점 본격화 되어가는 상황이므로 LNG선사들은 이를 실어나를 LNG선 발주를 서둘러야 하는 상황이다. 2017년부터 LNG선 인도 증가율은 LNG 물동량 성장률을 하회하기 시작해 시장에서 LNG선은 부족상황으로 전환되었기 때문이기도 하다. 따라서 선주들은 지금 당장 LNG선 용선계약 체결보다 더 급한 것은 조선소의 인도 Slot을 잡는 것이다. 늘어나고 있는 수요에 비해 부족한 LNG 공급상황은 용선계약 체결의 부담을 완전히 없애주고 있다.

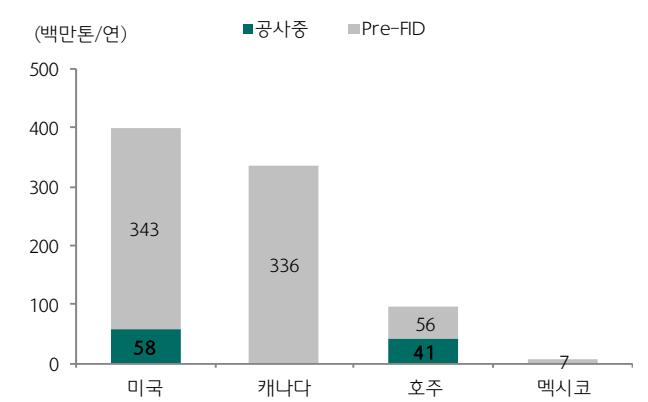
한국 조선업이 전세계 LNG선 인도량의 95% 이상을 차지하고 있지만 그 중에서도 대우조선해양을 향하는 선주들의 러브콜은 시간이 흐를수록 더욱 심해지고 있다. 경쟁 조선소를 선호해온 Golar LNG와 같은 메이저 선주부터 최근 등장한 신생 선사인 Minerva까지 경쟁 조선소보다 인도 시기가 1년 더 늦은 2021년 인도일정으로 대우조선해양을 선택하는 모습을 보이고 있다. 대우조선해양은 ME-GI 추진엔진 시스템 변화, 재액화장치의 진화 등 LNG선 분야에 새로운 기술을 선보이면서 가장 앞선 LNG선 건조원가 경쟁력을 갖추었기 때문이다. 대우조선해양의 LNG선 수주잔고가 채워질수록 선주들의 다급함은 더욱 가중되고 있다.

그림 1. 북미지역의 LNG 개발 원가(EPC)는 글로벌 평균보다 낮아 개발 원가 경쟁력이 가장 높다



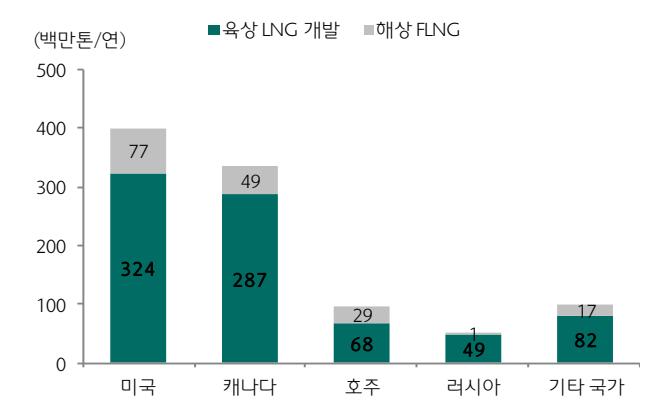
자료: Poten & Partners, 하나금융투자

그림 2. 2020-2027년까지 공급 계획의 LNG 액화플랜트 투자 계획



자료: EIA, 하나금융투자

그림 3. 육상 액화플랜트 중심의 국가별 LNG 개발 계획



자료: EIA, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>		<b>15,443.6</b>	<b>12,819.2</b>	<b>11,101.7</b>	<b>9,954.9</b>	<b>7,582.6</b>
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
판관비		548.9	900.5	486.0	321.8	232.5
<b>영업이익</b>		<b>(2,124.5)</b>	<b>(1,530.8)</b>	<b>733.0</b>	<b>332.1</b>	<b>366.1</b>
금융순익		(165.0)	(81.6)	1,362.3	9.5	24.8
종속/관계기업순익		(66.8)	5.2	(131.8)	300.3	204.2
기타영업외순익		(768.1)	(354.4)	(751.8)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>(3,124.4)</b>	<b>(1,961.7)</b>	<b>1,211.8</b>	<b>641.9</b>	<b>595.1</b>
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
<b>당기순이익</b>		<b>(2,209.2)</b>	<b>(2,789.5)</b>	<b>668.6</b>	<b>545.9</b>	<b>505.2</b>
비자매주주지분 순이익		(111.7)	(55.3)	76.9	4.9	1.1
<b>지배주주순이익</b>		<b>(2,097.5)</b>	<b>(2,734.1)</b>	<b>591.7</b>	<b>541.0</b>	<b>504.1</b>
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
<b>성장률(%)</b>						
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)
<b>수익성(%)</b>						
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	2017	2018F	2019F
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	3.9	5.5	5.9
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PCFR	N/A	N/A	1.7	4.2	4.6
EV/EBITDA	N/A	N/A	6.3	7.6	6.7
PSR	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
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

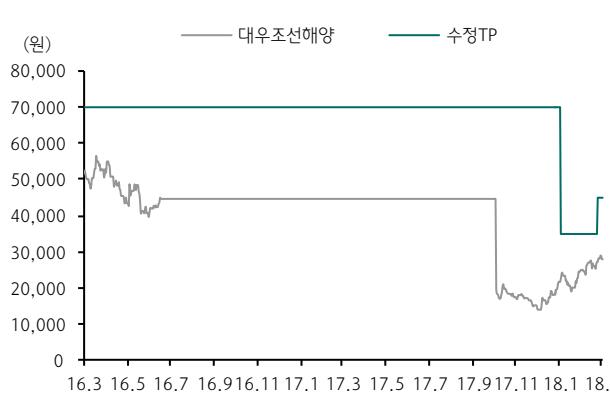
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>유동자산</b>		<b>10,466.0</b>	<b>7,999.5</b>	<b>7,593.2</b>	<b>7,527.2</b>	<b>6,807.0</b>
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
<b>비유동자산</b>		<b>8,414.3</b>	<b>7,065.3</b>	<b>5,629.9</b>	<b>5,860.1</b>	<b>5,882.8</b>
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
<b>자산총계</b>		<b>18,880.3</b>	<b>15,064.8</b>	<b>13,223.1</b>	<b>13,387.3</b>	<b>12,689.9</b>
<b>유동부채</b>		<b>15,349.2</b>	<b>12,368.7</b>	<b>8,263.2</b>	<b>7,919.0</b>	<b>6,840.0</b>
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
<b>비유동부채</b>		<b>2,912.3</b>	<b>2,036.8</b>	<b>1,983.8</b>	<b>1,944.3</b>	<b>1,820.7</b>
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
<b>부채총계</b>		<b>18,261.5</b>	<b>14,405.5</b>	<b>10,247.0</b>	<b>9,863.4</b>	<b>8,660.7</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>929.1</b>	<b>1,026.9</b>	<b>3,352.3</b>	<b>3,895.3</b>	<b>4,399.4</b>
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
<b>비자매주주지분</b>		<b>(310.2)</b>	<b>(367.5)</b>	<b>(376.2)</b>	<b>(371.3)</b>	<b>(370.2)</b>
<b>자본총계</b>		<b>618.9</b>	<b>659.4</b>	<b>2,976.1</b>	<b>3,524.0</b>	<b>4,029.2</b>
<b>순금융부채</b>		<b>8,506.0</b>	<b>6,778.6</b>	<b>2,847.9</b>	<b>465.4</b>	<b>364.8</b>

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>(843.0)</b>	<b>(531.0)</b>	<b>11.8</b>	<b>2,683.5</b>	<b>203.0</b>
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)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>172.1</b>	<b>(282.7)</b>	<b>(145.9)</b>	<b>(292.3)</b>	<b>(69.2)</b>
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
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>1,772.9</b>	<b>(200.9)</b>	<b>923.4</b>	<b>(9.5)</b>	<b>(36.1)</b>
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
<b>현금의 증감</b>		<b>1,097.1</b>	<b>(1,011.7)</b>	<b>792.4</b>	<b>2,381.6</b>	<b>97.7</b>
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)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### 대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			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%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	90.9%	8.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 03월 29일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 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 2018년 03월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 03월 30일 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.