



2018년 4월 6일 | Equity Research

대우조선해양 (042660)

선가 상승을 주도하다

경쟁 조선소들보다 높은 선가로 수주

대우조선해양이 선가 상승을 주도하고 있다. 대우조선해양의 최근 선박 수주실적은 경쟁사들과 비교해 높은 선가와 가장 늦은 인도시기의 조건으로 채워지고 있다. 대우조선해양의 최근 LNG선 수주선가는 척 당 1.85억 달러로 전일 삼성중공업의 수주선가 1.84억 달러보다 소폭 높은 수준이면서 인도시기는 2021년으로 가장 늦다. 대우조선해양은 올해 발주된 18척의 LNG선 중 8척을 가져갔다. 선주들은 1백만불의 더 높은 선가와 1년이 더 늦은 인도시기의 조건임에도 대우조선해양을 가장 선호하고 있다는 것을 말하는 것이다.

VL탱커 역시 대우조선해양의 최근 수주선가는 경쟁사보다 높은 수준을 보이고 있다. 지난달 대한해운이 발주한 VL탱커는 대우조선해양이 척 당 0.877억 달러, 현대중공업은 0.871억 달러에 수주했다.

한국 조선업, 선박에서 손해본적이 없다

조선업의 수익성은 기본설계능력에서 나온다. 선가의 높낮이는 원가의 높낮이가 반영되는 것이다. 한국 조선업은 선박 분야에서 손해를 본적이 없다. 선박분야에서 가장 완벽한 기본설계능력과 많은 건조경험을 갖고 있기 때문이다. 한국 조선업 실적 악화의 모든 원인과 책임은 기본설계능력 없이 무리하게 EPC 조건으로 수주한 해양플랜트 분야에서 찾을 수 있다.

일반적인 제조업은 제조 후 판매 구조이기 때문에 제조원가는 고정되어 있어 판매가격과 판매량이 늘어날수록 영업 레버리지가 높아지면서 수익성은 향상된다. 조선/건설과 같은 수주산업은 주문 제작 방식이므로 공사가 완료될 때까지 원가는 계속해서 변동하게 된다. 기본설계능력을 갖추어야 공사가 진행되는 동안 공정과 원가를 통제할 수 있기 때문에 기본설계능력을 갖춘 선박 건조를 늘릴수록 조선업의 수익성은 향상되게 된다.

가장 중요한 것은 수주잔고의 구성

수익성 향상의 또 다른 조건은 수주잔고의 구성이다. 수주잔고의 구성이 단일선종으로 압축될수록 반복건조 효과로 수익성은 극대화 된다. 대우조선해양의 수주잔고는 LNG선과 VL탱커 두 개의 선종 중심으로 단순화되어 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(4월 5일): 27,450원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,437.52		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	11,144.7 8,752.4
시가총액(십억원)	2,942.8	영업이익(십억원)	1,075.0 301.7
시가총액비중(%)	0.24	순이익(십억원)	1,510.3 249.5
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	18,045 2,802
60일 평균 거래량(천주)	963.2	BPS(원)	40,097 33,783
60일 평균 거래대금(십억원)	23.2		
17년 배당금(예상,원)	0		
17년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	4.22		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	16.1 (38.7) (38.7)		
상대	13.1 (39.8) (45.7)		

Stock Price	
(천원)	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	%	적지	적지	흑전	(28.9)	(6.9)
PER	배	N/A	N/A	3.86	5.43	5.84
PBR	배	1.03	0.89	0.87	0.76	0.67
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	6.23	7.50	6.59
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 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

수익성 향상의 핵심은 기본설계 능력

기본설계능력을 갖춘

선박 건조 늘릴수록

조선업 수익성은 향상

2005년 현대미포조선이

분기 영업이익률 20% 배경은

MR탱커와 중형 컨테이너선 중심의

반복 건조 효과

대우조선해양 수주잔고 80척 중

LNG선 44척, VL탱커 22척으로

선종은 단순화되어 반복건조 기대

대우조선해양은 경쟁 조선소보다

높은 선가로 수주계약을 하고 있어

수주선가 상승을 주도

조선업의 수익성은 기본설계능력에서 나온다. 선종을 단순화한 반복건조 효과는 수익성을 더욱 높여준다. 선가의 높고 낮음은 원가의 높고 낮음이 반영되는 것에 불과하다. 2005년 현대미포조선이 분기 영업이익률 20%를 보였던 이유는 MR탱커와 중형 컨테이너 두 선종만 집중적으로 수주 및 건조했기 때문이다. 이와 반대로 조선소들이 기본설계능력을 갖추지 못한 해양플랜트를 대규모로 수주하면서 모든 조선소들의 영업실적은 심각한 수준으로 악화되었었다. 현재 대우조선해양은 80척의 수주잔고에서 LNG선은 44척, VL탱커는 22척으로 선종은 단순화 되어있다. 반복건조 효과에 따른 수익성 향상이 기대되는 이유이다. 특히 야말 LNG선의 경우 1호선의 건조작업에서 안벽 기간은 10개월 소요됐지만 2호선은 7개월로 단축되었고, 건조량이 늘어날수록 수익성은 향상되는 모습을 보이고 있다.

조선업과 같은 수주산업은 공사가 진행되는 동안 투입원가는 계속해서 변동하게 된다. 주문자의 잣은 설계변경 요구 때문이다. 따라서 주문자의 잣은 설계변경 요구를 수용하면서 예정 마진을 공사 완료까지 확보하기 위해서는 투입원가와 공정을 통제할 수 있어야 한다.

몇 해전 크루즈선 1위 아카야즈(STX프랑스) 조선소 방문에서 현지 정영진과의 질의응답 중 하나가 크루즈선 1척 건조에 따른 설계변경이 얼마나 발생하는 가 이었다. 답은 크고 작은 설계 변경을 합쳐 최소 100번, 설계 변경에 따른 추가공사대금 지급은 때에 다르다. 추가공사대금 지급은 귀책사유가 누구에게 있는지를 먼저 따져야 하며, 추가로 발생되는 원가만큼만 보전해주기 때문에 이익률 개선은 나타날 수 없다.

그동안 한국 조선업이 심각한 영업손실을 보였던 해양플랜트 공사가 대부분 마무리 되고 가장 완벽한 기본설계능력을 갖추 선박의 수주 및 건조가 늘어나고 있어 조선업의 수익성은 점진적으로 회복세를 보여갈 것이다. 특히 대우조선해양은 경쟁조선소보다 높은 선가로 수주하면서 선가 상승을 주도하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

표 1. 최근 LNG선 수주가격 추이

	삼성	대우	대우	대우
일자	4월 5일	3월 29일	3월 15일	2월 27일
총 수주금액(억원)	3,890	3,961	3,899	3,943
척당 수주금액(억원)	1,945	1,981	1,950	1,972
환율	1057.8	1072.2	1065.8	1078.5
척당 수주금액(억달러)	1.84	1.85	1.83	1.83

자료: 기업 공시 자료, 하나금융투자

표 2. 최근 VLCC 수주가격 추이

	현대	대우
일자	3월 15일	3월 30일
총 수주금액(억원)	1,856	1,871
척당 수주금액(억원)	928	935
환율	1065.8	1066.5
척당 수주금액(억달러)	0.871	0.877

자료: 기업 공시 자료, 하나금융투자

표 3. 대우조선해양 수주잔고는 LNG선과 VL탱커 두 가지 선종으로 단순화

	LNG/RV/FSU	VLCC	Container	Drillship	합 계
수주잔고 척 수	44	22	8	6	80

자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	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
판관비		548.9	900.5	486.0	321.8	232.5
영업이익		(2,124.5)	(1,530.8)	733.0	332.1	366.1
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
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
비자매주주지분 순이익		(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
성장률(%)						
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	2017	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	3.9	5.4	5.8
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PCFR	N/A	N/A	1.7	4.2	4.5
EV/EBITDA	N/A	N/A	6.2	7.5	6.6
PSR	0.0	0.0	0.2	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

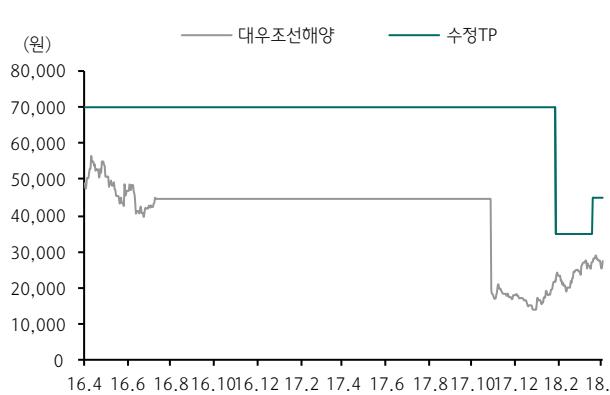
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	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
비자매주주지분		(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	2017	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)

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	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 04월 05일

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 04월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 04월 06일 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.