



2018년 4월 11일 | Equity Research

대우조선해양 (042660)

LNG선, 차별적인 높은 수익성의 배경

기술개발에 의한 건조원가 하락과 대량수주에 따른 반복건조

대우조선해양은 경쟁 조선소들과 비교해 LNG선 분야에서 상대적으로 높은 수익성을 내고 있다. 이러한 차별적인 이익의 배경은 크게 두 가지 이다. 기술개발에 의한 건조원가 하락과 대량수주에 따른 반복건조 효과이다. 특히 대량 수주에 따른 반복건조 효과는 조선업 수익성의 가장 큰 원천이자 기본이라 할 수 있다. 야말 LNG선의 경우 건조량을 늘릴수록 건조기간이 줄어들면서 수익성은 점점 향상되고 있다.

대우조선해양은 가장 많은 LNG선 수주잔고를 갖고 있으며 수주잔고의 절반 이상이 LNG선으로 채워져 있어 상대적으로 높은 수익성을 만들어낼 수 있는 것이다. 이와 동시에 대우조선해양은 기술혁신을 통한 LNG선 건조원가의 하락으로 LNG선 수주를 계속해서 늘리는 모습을 보여주고 있다. 대우조선해양의 상대적인 높은 수익성은 상당기간 지속될 것이다.

조선업 수익성의 배경은 기본설계 능력

조선업 수익성 배경은 기본설계능력에서 나온다. 기본설계능력을 갖추지 못하면 원가와 납기를 통제하지 못하기 때문에 높은 가격으로 수주를 받는다 해도 수익성은 훼손된다. 해양플랜트 사업 실패의 배경은 기본설계능력이 없었기 때문이다. 중국과 일본 조선소들의 선박 건조가 모조리 지연되면서 영업실적이 악화되고 있는 이유 역시 기본설계능력이 없기 때문이다. 높은 선가는 높은 원가가 반영되는 것이므로 실제 수익성의 원천은 정상인도를 가능하게 하는 기본설계능력에서 찾아야 한다.

다른 선종에서도 높은 수익성을 이끌어낼 수 있다

한국 조선업은 벌크선부터 LNG선까지 상선분야에서 완벽한 기본설계능력을 갖추고 있다. 따라서 벌크선 분야에서도 대량 수주를 하게 되면 반복건조를 통해 수익성은 높여갈 수 있다. 2007년 한국 조선업계에서 가장 높은 건조 마진을 보였던 선종은 벌크선이였다. 이를 고려하면 특정 선종이 특별히 마진이 높은 선박으로 말하기는 어렵다. 대우조선해양의 경우처럼 조선소별로 수주선종을 단순화해 차별화된 대량 수주 늘리게 되면 건조마진을 점차 높일 수 있게 됨과 동시에 조선소간 수주 경쟁이 완화되면서 수주선가도 점차 높일 수 있게 된다.

Update

BUY

TP(12M): 45,000원 | CP(4월 10일): 27,450원

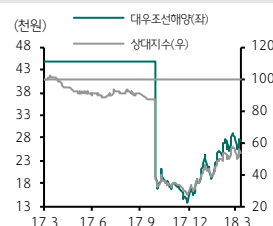
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,450.74
52주 최고/최저 (원)	44,800/13,900
시가총액(십억원)	2,942.8
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	985.8
60일 평균 거래대금(십억원)	24.0
17년 배당금(원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.19
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.5 (38.7) (38.7)
상대	1.8 (39.2) (46.7)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	11,144.7	8,770.6
영업이익(십억원)	1,075.0	283.6
순이익(십억원)	1,510.3	243.0
EPS(원)	18,045	2,728
BPS(원)	40,097	34,009

Stock Price



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 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

추정 재무제표

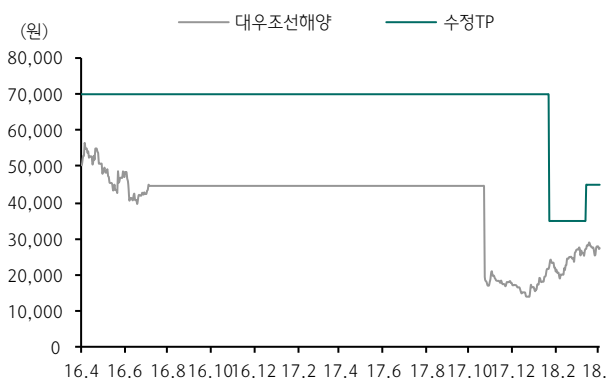
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	15,443.6	12,819.2	11,101.7	9,954.9	7,582.6
매출원가	17,019.2	13,449.6	9,882.7	9,301.0	6,984.0
매출총이익	(1,575.6)	(630.4)	1,219.0	653.9	598.6
판매비	548.9	900.5	486.0	321.8	232.5
영업이익	(2,124.5)	(1,530.8)	733.0	332.1	366.1
금융손익	(165.0)	(81.6)	1,362.3	9.5	24.8
중속/관계기업손익	(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	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
PCR	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
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	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 피리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	피리율	
			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 비율공시

- 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 04월 10일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 04월 11일 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.