

대우조선해양(042660)

환입 제외해도 서프라이즈

약 1,500억원의 환입으로 예상 상회
원가율 안정, 지속 가능한 영업이익률은 5~6%
모멘텀 소강이었으나 양호한 실적으로 투자매력 높아져

Facts : 약 1,500억원의 환입으로 예상 상회

매출은 17% 감소했지만 1,500억원의 환입으로 영업이익은 예상을 크게 상회했다. 환입의 대부분은 1) 최근 resale에 성공한 씨드릴의 드릴십 2척과 관련해 씨드릴로부터 확보한 회생채권 매각이 이뤄지며 매각차익이 발생했고, 2) 지난 4분기 반영한 공사손실충당금의 일부가 환입됐으며, 3) 2017년 sail-away한 Inpex 해양 플랜트에서 change order가 유입됐기 때문이다. 모두 판관비 차감 형식으로 반영돼 판관비는 -400억원을 기록했다. 영업외비용에는 환손실 500억원이 반영됐다.

Pros & cons : 원가율 안정, 지속 가능한 영업이익률은 5~6%

원가율은 88.5%로 2017년 4분기를 제외하고는 매분기 유사한 수준을 보이고 있다. 일회성 요인 제외 시 1분기 경상적인 영업이익률은 6.7%로 추정된다. 2018년 LNG선 매출 비중이 52%에 이르기엔 연속 건조에서 발생할 비용 절감 효과가 환율 하락과 강재가격 상승의 부담을 최소화할 것이다. 또한 1분기보다는 현저히 줄겠지만, 향후에도 환입 가능성은 여전히 열려 있다. 따라서 매출감소에도 불구하고, 지속 가능한 영업이익률은 5%대로 추정한다. 더불어 최근 드릴십 resale로 올해 1.2억달러의 현금 회수가 예정돼 있다(2021년 인도 시 잔금 4.8억달러 회수). 미 인도 드릴십은 4척으로 줄었는데 이 중 'Atwood' 2척은 입금률이 50%에 달하고 2018년 인도하기로 합의했기에 리스크로 간주되지 않는다. 즉, 이익 개선뿐 아니라 기업 전반의 리스크가 하락세라는 점이 포인트다.

Action : 모멘텀 소강이었으나 양호한 실적으로 투자매력 높아져

4월부터 order flow가 slow해지고 대북 관련주에 관심이 쏠리며 조선업종이 소외된 상황이다. 이 상황에서 대우조선해양의 서프라이즈는 새삼 투자 매력을 높이는 계기가 될 것이다. 6월에는 현대상선의 초대형 컨테이너선 20척(3조원) 발주가, 하반기부터 다시 LNG선 발주가 예상된다. 현재까지 23억달러의 수주를 기록하고 있어 연간 72억달러의 목표 달성 가능성은 어렵지 않다. 목표주가를 33,000원으로 10% 상향한다. 2018년 예상 영업이익을 43%, 순이익을 64% 상향함에 따라 BPS도 10% 상향됐다. 목표주가는 2018년 예상 BPS에 PBR 1배를 적용한 것이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 33,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	27,050
시가총액(십억원)	2,900
발행주식수(백만)	107
52주 최고/최저가(원)	44,800/13,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,655
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.9/4.6
주요주주(%)	한국산업은행 외 3 인 56.1
	하나은행 8.4

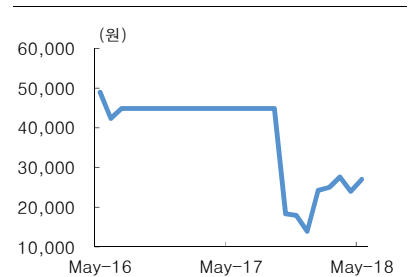
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	1.9	8.4	10.0
PBR(x)	0.4	0.8	0.7
ROE(%)	28.1	9.7	7.5
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	5.1	7.6	8.8
EPS(원)	7,141	3,207	2,698
BPS(원)	31,823	34,655	37,353

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	46.6	(39.6)
KOSPI 대비(%p)	(2.1)	49.0	(46.9)

주가추이



이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 영업이익 컨센서스 상회

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,730	3,458	2,421	2,493	2,256	(9.5)	(17.4)	2,282
영업이익	223	665	196	(351)	299	NM	33.7	80
영업이익률(%)	8.2	19.2	8.1	(14.1)	13.2	27.3	5.1	3.5
세전이익	259	1,238	195	(503)	233	NM	(9.9)	77
순이익	229	1,233	70	(909)	222	NM	(2.9)	68

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 2018년 실적추정 변경

(단위: 십억원)

	변경 전	변경 후	변경률
매출	9,646	9,646	0.0%
영업이익	357	509	42.6%
영업이익률	3.7%	5.3%	+1.6%p
순이익	210	343	63.5%

자료: 한국투자증권

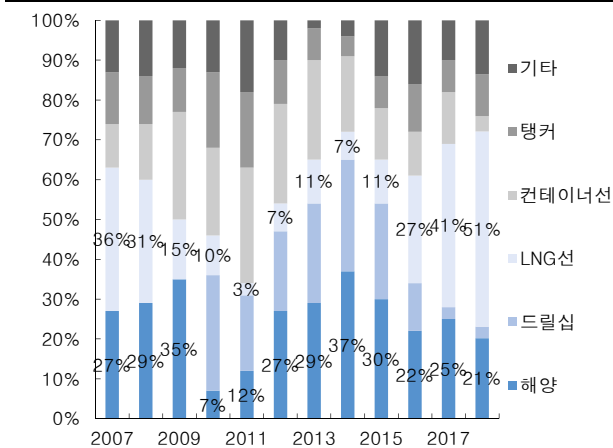
〈표 3〉 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18	2016	2017	2018F	2019F
매출	2,730	3,458	2,421	2,493	2,256	2,539	2,291	2,548	12,819	11,102	9,646	7,661
별도	2,533	3,241	2,221	2,307	2,257	2,539	2,291	2,548	11,385	10,302	9,646	7,661
연결자회사	197	217	200	186	(1)	-	-	-	1,434	800	-	-
원가율	88.8%	69.3%	87.0%	102.8%	88.5%	88.0%	89.0%	88.9%	104.9%	85.5%	88.5%	87.5%
판관비	81	395	119	282	(40)	200	200	240	901	877	600	550
영업이익	223	665	196	(351)	299	105	52	43	(1,531)	733	509	408
영업이익률	8.2%	19.2%	8.1%	(14.1%)	13.2%	4.1%	2.3%	1.7%	(11.9%)	6.6%	5.3%	5.3%
세전이익	259	1,238	195	(479)	233	90	27	68	(1,962)	1,189	429	383
지배주주순이익	229	1,233	70	(885)	222	68	20	18	(2,734)	621	343	289

자료: 한국투자증권

[그림 1] 대우조선해양 매출 믹스



자료: 대우조선해양, 한국투자증권

[그림 2] LNG 스팟 운임 재반등



자료: Clarkson's, 한국투자증권

〈표 4〉 미인도 드릴십 현황

(단위: 십억달러)

상태	프로젝트	선가	기성률	입금률	인도 예정
인도 완료	Transocean	0.7	100%	95%	4Q17 인도
resale	Seadrill #1	0.6	100%	20%	1Q2021
resale	Seadrill #2	0.6	100%	20%	1Q2021
인도 예정	Atwood #1	0.6	100%	50%	2018 년으로 인도 연장 합의
인도 예정	Atwood #2	0.6	100%	50%	2018 년으로 인도 연장 합의
Pending	Sonangol #1	0.6	100%	20%	미정
Pending	Sonangol #2	0.6	100%	20%	미정

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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999	6,651	6,270	5,133	4,660
현금성자산	224	206	675	536	473
매출채권및기타채권	5,095	4,508	3,858	3,064	2,701
재고자산	1,071	743	675	383	473
비유동자산	7,065	4,795	4,703	4,625	4,540
투자자산	896	613	641	636	632
유형자산	5,198	4,003	3,915	3,795	3,670
무형자산	73	37	32	26	23
자산총계	15,065	11,447	10,973	9,758	9,200
유동부채	12,369	6,143	5,868	4,550	4,097
매입채무및기타채무	6,279	3,494	3,087	2,451	1,688
단기차입금및단기사채	2,861	2,047	1,897	1,697	1,697
유동성장기부채	2,838	461	428	278	283
비유동부채	2,037	2,313	1,793	1,607	1,235
사채	192	531	531	531	531
장기차입금및금융부채	1,094	741	358	358	388
부채총계	14,405	8,456	7,661	6,157	5,332
지배주주지분	1,027	3,393	3,715	4,004	4,271
자본금	333	538	538	538	538
자본잉여금	2,826	55	347	347	347
기타자본	1,005	2,599	2,284	2,284	2,284
이익잉여금	(3,547)	(92)	251	540	807
비지배주주지분	(368)	(403)	(403)	(403)	(403)
자본총계	659	2,991	3,312	3,601	3,868

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(531)	(1,020)	1,111	157	(134)
당기순이익	(2,789)	646	343	289	267
유형자산감가상각비	198	149	125	118	110
무형자산상각비	6	3	2	2	1
자산부채변동	157	(2,988)	753	(100)	(125)
기타	1,897	1,170	(112)	(152)	(387)
투자활동현금흐름	(283)	23	(39)	54	40
유형자산투자	(120)	(109)	(37)	2	15
유형자산매각	205	26	0	0	0
투자자산순증	(411)	(80)	(28)	4	4
무형자산순증	(6)	(7)	3	5	2
기타	49	193	23	43	19
재무활동현금흐름	(201)	988	(603)	(350)	30
자본의증가	0	0	292	0	0
차입금의순증	(199)	1,005	(581)	(350)	30
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(2)	(17)	(314)	0	0
기타현금흐름	3	(9)	0	0	0
현금의증가	(1,012)	(18)	469	(139)	(64)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

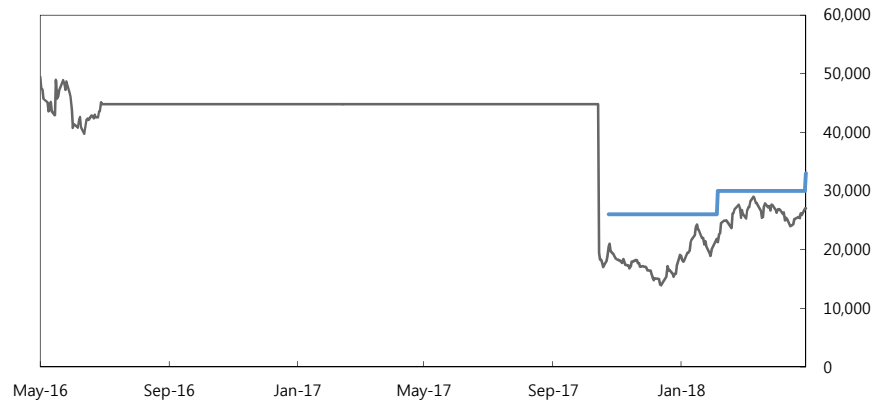
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819	11,102	9,646	7,661	6,753
매출원가	13,450	9,558	8,536	6,703	5,875
매출총이익	(630)	1,544	1,109	958	878
판매관리비	901	811	600	550	500
영업이익	(1,531)	733	509	408	378
금융수익	34	1,450	20	25	25
이자수익	30	17	20	25	25
금융비용	115	47	70	50	50
이자비용	115	47	70	50	50
기타영업외손익	(354)	(780)	(30)	0	0
관계기업관련손익	5	(167)	0	0	0
세전계속사업이익	(1,962)	1,189	429	383	353
법인세비용	828	543	86	93	86
연결당기순이익	(2,789)	646	343	289	267
지배주주지분순이익	(2,734)	621	343	289	267
기타포괄이익	29	(88)	0	0	0
총포괄이익	(2,760)	557	343	289	267
지배주주지분포괄이익	(2,709)	527	343	289	267
EBITDA	(1,326)	885	636	527	490

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,141	3,207	2,698	2,489
BPS	15,660	31,823	34,655	37,353	39,842
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(17.0)	(13.4)	(13.1)	(20.6)	(11.8)
영업이익증가율	NM	NM	(30.5)	(20.0)	(7.3)
순이익증가율	NM	NM	(44.7)	(15.8)	(7.8)
EPS증가율	NM	NM	(55.1)	(15.9)	(7.8)
EBITDA증가율	NM	NM	(28.1)	(17.1)	(7.2)
수익성(%)					
영업이익률	(11.9)	6.6	5.3	5.3	5.6
순이익률	(21.3)	5.6	3.6	3.8	4.0
EBITDA Margin	(10.3)	8.0	6.6	6.9	7.2
ROA	(16.4)	4.9	3.1	2.8	2.8
ROE	(279.6)	28.1	9.7	7.5	6.4
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	6,779	3,440	2,311	2,154	2,256
차입금/자본총계비율(%)	1,092.7	129.1	96.0	79.0	74.0
Valuation(X)					
PER	NM	1.9	8.4	10.0	10.9
PBR	2.9	0.4	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	NM	5.1	7.6	8.8	9.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대우조선해양(042660)	2016.05.05	비중축소	—	—	—
	2017.05.05	1년경과	—	—	—
	2017.11.08	매수	26,000원	-29.4	-6.7
	2018.02.20	매수	30,000원	-12.7	-3.3
	2018.05.15	매수	33,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 15일 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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.