



2018년 6월 12일 | Equity Research

대우조선해양 (042660)

국내외 조선업계와의 논의와 결과

저유황의 기술적 결함과 LNG 연료의 당위성 제고

지난달 '저유황의 역습'에 관한 In-depth 보고서를 세계 최초로 발간한 후 3주간의 시간이 흐르는 동안 조선업계의 기술 및 산업 포럼에서 저유황 사용에 따른 기술적 결함에 대한 심도 있는 논의가 이루어진 것으로 알려져 왔으며 LNG 연료의 당위성이 더욱 높아지는 계기가 되었다. 저유황과 엔진손상 문제는 조선해운 에너지분야 산업의 그림을 다시 그려야 할 정도로 파급력은 매우 크다는 것을 확인했다. 조선산업 정부 담당자와 함께 한 자리에서도 저유황 및 Cat fines의 위험성을 이유로 LNG추진선에 대한 투자 확대와 한국이 투자를 주도할 수 있는 전략에 대해 직접 제안했었다. 이미 IMO규제 국내외 담당자들은 저유황 사용에 따른 엔진손상과 Cat fines의 심각성에 대해 깊이 있게 인지하고 있었다. 국내외 선급과 조선학계 교수님들 역시 Cat fines의 심각성에 대해 해운업계에 경고를 해오고 있었다. 한편 Scrubber투자는 항만에서 폐기물 대란을 유발하게 될 것이라는 것이 업계의 대다수 의견이다.

가장 현실성 있는 국산 LNG화물창은 Solidus

최근 해운업계에서의 움직임에 고려하면 프랑스 GTT기술을 대체할 가장 현실성 있는 국산 LNG화물창은 대우조선해양의 Solidus가 유일하다는 것이 보다 분명해졌다. 대우조선해양은 해외 선주들과 Solidus관련 수주상담이 일정대로 진행되고 있으며 올해 하반기에는 첫 계약을 눈으로 보게 될 것이다.

대우조선의 LNG선 기술 및 원가 경쟁력을 산업계에서 인정

국내외 조선업계와 해외 Engineering 기업들은 공통적으로 대우조선해양이 LNG선 분야에서 가장 앞선 기술경쟁력과 가장 낮은 건조원가를 갖추고 있다는 것에 인정하고 있으며 실제 수주계약에서 그대로 적용이 되고 있다. 이러한 이유로 해외 일급 선주들은 경쟁조선소보다 높은 가격과 늦은 인도시기 조건에도 대우조선해양을 가장 선호하고 있다. 지난주 그리스 선박 박람회에서는 그리스 최대 선주사 Maran gas의 owner가 대우조선해양의 후원자라고 스스로 밝히기도 했다. 대우조선해양의 이러한 기술 경쟁력은 영업실적에서 그대로 검증이 되고 있다. 대우조선해양의 주가 움직임은 이러한 튼튼한 Fundamental을 따라 장기적인 상승추세를 보이게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(6월 11일): 27,900원

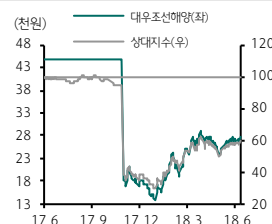
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,470.15
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900
시가총액(십억원)	2,991.0
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	740.3
60일 평균 거래대금(십억원)	19.9
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.82
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.7 62.2 (37.7)
상대	8.1 62.3 (40.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,533.6	7,988.9
영업이익(십억원)	540.1	362.3
순이익(십억원)	387.1	257.4
EPS(원)	3,552	2,364
BPS(원)	38,921	41,298

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	9,890.1	7,534.6	7,773.7
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	573.6	364.1	408.4
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	584.4	391.4	444.3
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	517.8	331.0	375.0
EPS	원	(126,098)	7,447	4,835	3,088	3,498
증감률	%	적지	흑전	(35.1)	(36.1)	13.3
PER	배	N/A	1.87	5.77	9.04	7.98
PBR	배	2.86	0.44	0.76	0.70	0.65
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	5.10	6.61	5.15
ROE	%	(279.57)	28.12	14.17	8.12	8.46
BPS	원	15,660	31,823	36,509	39,596	43,094
DPS	원	0	0	0	0	0



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

추정 재무제표

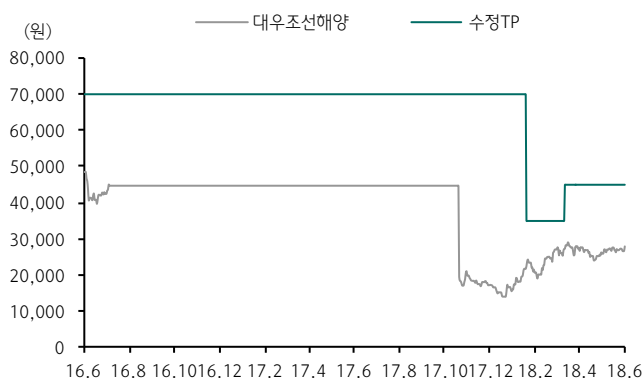
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,890.1	7,534.6	7,773.7
매출원가	13,449.6	9,557.7	9,141.0	6,940.0	7,227.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	749.1	594.6	546.7
판매비	900.5	811.1	175.5	230.5	138.3
영업이익	(1,530.8)	733.0	573.6	364.1	408.4
금융손익	(81.6)	1,403.3	60.6	77.5	85.4
중속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(49.8)	(50.2)	(49.5)
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	584.4	391.4	444.3
법인세	827.8	543.3	59.5	59.7	66.0
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	524.9	331.7	378.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	524.9	331.7	378.3
비지배주주지분 손익	(55.3)	24.3	7.1	0.7	3.3
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	517.8	331.0	375.0
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	535.1	338.2	385.7
NOPAT	(2,176.9)	398.1	515.2	308.6	347.8
EBITDA	(1,326.2)	885.4	709.9	509.6	554.2
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(10.9)	(23.8)	3.2
NOPAT증가율	적지	흑전	29.4	(40.1)	12.7
EBITDA증가율	적지	흑전	(19.8)	(28.2)	8.8
영업이익증가율	적지	흑전	(21.7)	(36.5)	12.2
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(16.7)	(36.1)	13.3
EPS증가율	적지	흑전	(35.1)	(36.1)	13.3
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	7.6	7.9	7.0
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	7.2	6.8	7.1
영업이익률	(11.9)	6.6	5.8	4.8	5.3
계속사업이익률	(21.8)	5.8	5.3	4.4	4.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	4,835	3,088	3,498
BPS	15,660	31,823	36,509	39,596	43,094
CFPS	(19,512)	25,162	6,164	4,285	4,708
EBITDAPS	(61,164)	10,610	6,629	4,754	5,169
SPS	591,222	133,034	92,348	70,282	72,512
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	5.8	9.0	8.0
PBR	2.9	0.4	0.8	0.7	0.6
PCR	N/A	0.6	4.5	6.5	5.9
EV/EBITDA	N/A	5.1	5.1	6.6	5.2
PSR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	14.2	8.1	8.5
ROA	(16.1)	4.7	4.5	2.9	3.3
ROIC	(30.5)	5.9	8.9	6.5	7.4
부채비율	2,184.7	282.7	232.5	189.7	176.8
순부채비율	1,028.0	115.0	29.2	20.1	6.0
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	75.8	48.4	54.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	6,721.8	6,188.6	6,864.7
금융자산	426.1	419.2	2,828.8	3,065.3	3,587.5
현금성자산	224.3	205.8	2,628.2	2,904.8	3,419.0
매출채권 등	5,094.9	4,508.0	2,343.5	1,874.8	1,968.5
재고자산	1,071.1	743.4	624.9	499.9	524.9
기타유동자산	1,407.4	980.7	924.6	748.6	783.8
비유동자산	7,065.3	4,795.5	4,972.4	4,961.6	4,838.9
투자자산	895.7	612.9	576.1	460.9	483.9
금융자산	877.4	597.0	561.1	448.9	471.4
유형자산	5,197.9	4,003.4	4,219.0	4,325.3	4,181.2
무형자산	73.3	37.3	35.4	33.7	32.0
기타비유동자산	898.4	141.9	141.9	141.7	141.8
자산총계	15,064.8	11,446.8	11,694.1	11,150.2	11,703.6
유동부채	12,368.7	6,143.0	5,926.1	5,246.2	5,382.1
금융부채	5,918.5	2,588.2	2,583.3	2,568.1	2,571.2
매입채무 등	6,279.4	3,493.7	3,284.1	2,627.3	2,758.6
기타유동부채	170.8	61.1	58.7	50.8	52.3
비유동부채	2,036.8	2,313.0	2,250.6	2,054.7	2,093.9
금융부채	1,286.3	1,271.5	1,271.5	1,271.5	1,271.5
기타비유동부채	750.5	1,041.5	979.1	783.2	822.4
부채총계	14,405.5	8,456.1	8,176.6	7,301.0	7,476.0
지배주주지분	1,026.9	3,393.5	3,913.2	4,244.3	4,619.3
자본금	332.9	538.3	540.3	540.3	540.3
자본잉여금	2,825.6	54.6	54.6	54.6	54.6
자본조정	1,004.6	2,599.0	2,599.0	2,599.0	2,599.0
기타포괄이익누계액	410.6	293.7	293.7	293.7	293.7
이익잉여금	(3,546.8)	(92.2)	425.7	756.7	1,131.7
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(395.7)	(395.0)	(391.7)
자본총계	659.4	2,990.7	3,517.5	3,849.3	4,227.6
순금융부채	6,778.6	3,440.4	1,026.0	774.3	255.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	2,725.7	386.5	542.2
당기순이익	(2,789.5)	645.8	524.9	331.7	378.3
조정	2,102.0	1,322.3	136.3	145.6	145.8
감가상각비	204.6	152.4	136.3	145.5	145.7
외환거래손익	48.3	144.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	16.7	171.5	0.0	0.0	0.0
기타	1,832.4	853.5	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	2,064.5	(90.8)	18.1
투자활동 현금흐름	(282.7)	22.7	(300.4)	(94.6)	(31.1)
투자자산감소(증가)	(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)	84.8	(83.3)	(350.0)	(250.0)	0.0
기타	(79.0)	(176.8)	12.8	40.2	(8.1)
재무활동 현금흐름	(200.9)	987.9	(2.9)	(15.2)	3.0
금융부채증가(감소)	(2,712.0)	(3,345.1)	(4.8)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)	1,784.3	(2,565.6)	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	726.8	6,898.6	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,011.7)	(18.5)	2,422.4	276.6	514.2
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	660.1	459.4	504.7
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	2,375.7	136.5	542.2

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%
17.5.8	1년 경과		-49.53%	-36.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-36.01%	-28.71%

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 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

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융 투자 상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 6월 11일

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 06월 12일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 06월 12일 현재 해당 회사의 유가 증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항료는 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 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명 자료로 사용될 수 없습니다.