



2018년 6월 28일 | Equity Research

# 대우조선해양 (042660)

## Solidus, 성공의 열쇠는 시스템 내재화

### KC-1 화물창 탑재 선박의 운항 중단 소식

국내 선사 SK해운이 KC-1 화물창이 탑재한 LNG선 2척을 삼성중공업으로부터 올해 상반기 인도받아 운항을 시작했지만 가스가 새어나갈 가능성을 이유로 선박의 운항이 한 달 이상 중단되었다. 이는 약 한달 전부터 조선/해운업계에 소식이 퍼지고 있었고 최근에서야 기사로 부각이 되었다.

<http://www.sedaily.com/NewsView/1S0YJ6BT4P>

사실 KC-1 화물창은 지난해 가을 국정감사에서도 문제점이 있는 것이 드러났었고, 해외 메이저선급에서도 Solidus만이 인증을 모두 마친 독자 LNG화물창이라는 의견이 있어 이를 보고서를 통해 여러 번 강조했다. LNG 메이저 화주인 한국가스공사는 선박 발주를 주도한 후 선박 운항을 통해 KC-1 화물창의 성능을 검증하려 했으나 이번 선박 운항 중단사태로 상황은 녹록지 않아 보인다.

### LNG선 화물창 자체 제작의 차별적 경쟁력

대우조선해양은 LNG선 화물창 NO96(GTT기술)을 자체 제작해오고 있었기 때문에 경쟁 조선소들에 비해 제작원가와 화물창 시스템 내재화에 기술적 우위를 보여오고 있었다. 실제로 대우조선해양이 지난 2000년 최초로 해외 LNG선 수주에 성공했던 이유도 모든 장비를 100% 국산화했던 통합자동화시스템(Integrated Automation System), 분산제어시스템(Distributed Control System) 그리고 화물창 시스템(Cargo Containment System) 등이 선주들의 선택을 받았기 때문이다. 이런 이유로 대우조선해양의 Solidus는 그 동안 개발이 시도된 다른 독자 LNG화물창들과 달리 시스템이 내재화된 기술로 평가될 수 있으며 실제 메이저 선주들을 대상으로 한 기술시연회에서 검증된 바 있다.

### Mctib, Solidus, LNG추진 연료 탱크로도 부각

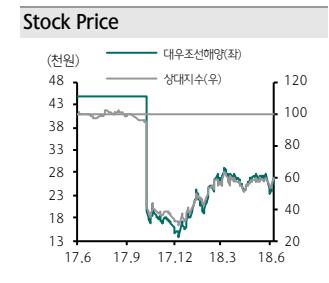
선박 연료는 석유에서 가스로 빠르게 달라져갈 것이다. 모든 선종이 LNG로 추진하게 되면 LNG연료탱크가 필요하게 된다. 대우조선해양은 포스코와 공동으로 개발한 고망간강 연료탱크 MCTIB와 Solidus 두 가지를 갖추고 있다. 다시 말해 초대형 컨테이너선, 탱커, LPG선과 별크선까지의 모든 선종에 연료탱크를 공급할 수 있는 풀 라인업을 갖추고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(6월 27일): 25,600원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,342.03		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	9,533.6 7,988.9
시가총액(십억원)	2,744.5	영업이익(십억원)	540.1 362.3
시가총액비중(%)	0.23	순이익(십억원)	387.1 257.4
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,552 2,364
60일 평균 거래량(천주)	649.9	BPS(원)	38,921 41,298
60일 평균 거래대금(십억원)	17.1		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	3.82		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(7.1) 82.2 (42.9)		
상대	(2.4) 89.6 (41.6)		



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	%	직지	흑전	(35.1)	(36.1)	13.3
PER	배	N/A	1.87	5.29	8.29	7.32
PBR	배	2.86	0.44	0.70	0.65	0.59
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	4.75	6.13	4.71
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 박무현  
02-3771-7771  
bossniceshot@hanafn.com

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>		<b>12,819.2</b>	<b>11,101.8</b>	<b>9,890.1</b>	<b>7,534.6</b>	<b>7,773.7</b>
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
판관비		900.5	811.1	175.5	230.5	138.3
<b>영업이익</b>		<b>(1,530.8)</b>	<b>733.0</b>	<b>573.6</b>	<b>364.1</b>	<b>408.4</b>
금융순익		(81.6)	1,403.3	60.6	77.5	85.4
종속/관계기업순익		5.2	(167.3)	(49.8)	(50.2)	(49.5)
기타영업외순익		(354.4)	(780.0)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>(1,961.7)</b>	<b>1,189.0</b>	<b>584.4</b>	<b>391.4</b>	<b>444.3</b>
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
<b>당기순이익</b>		<b>(2,789.5)</b>	<b>645.8</b>	<b>524.9</b>	<b>331.7</b>	<b>378.3</b>
비지배주주지분 순이익		(55.3)	24.3	7.1	0.7	3.3
<b>지배주주순이익</b>		<b>(2,734.1)</b>	<b>621.5</b>	<b>517.8</b>	<b>331.0</b>	<b>375.0</b>
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
<b>성장률(%)</b>						
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
<b>수익성(%)</b>						
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
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	1.9	5.3	8.3	7.3
PBR	2.9	0.4	0.7	0.6	0.6
PCFR	N/A	0.6	4.2	6.0	5.4
EV/EBITDA	N/A	5.1	4.8	6.1	4.7
PSR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
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

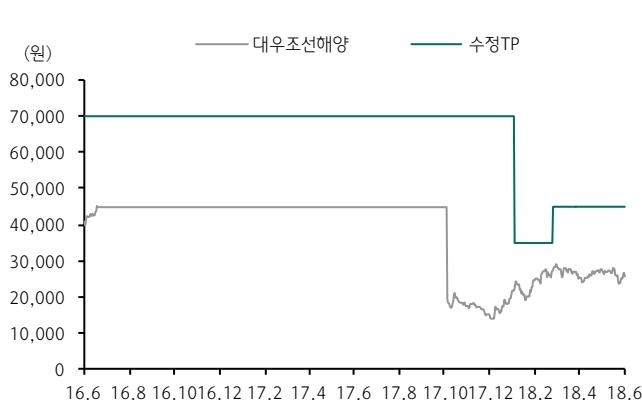
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		<b>7,999.5</b>	<b>6,651.3</b>	<b>6,721.8</b>	<b>6,188.6</b>	<b>6,864.7</b>
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
<b>비유동자산</b>		<b>7,065.3</b>	<b>4,795.5</b>	<b>4,972.4</b>	<b>4,961.6</b>	<b>4,838.9</b>
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
<b>자산총계</b>		<b>15,064.8</b>	<b>11,446.8</b>	<b>11,694.1</b>	<b>11,150.2</b>	<b>11,703.6</b>
<b>유동부채</b>		<b>12,368.7</b>	<b>6,143.0</b>	<b>5,926.1</b>	<b>5,246.2</b>	<b>5,382.1</b>
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
<b>비유동부채</b>		<b>2,036.8</b>	<b>2,313.0</b>	<b>2,250.6</b>	<b>2,054.7</b>	<b>2,093.9</b>
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
<b>부채총계</b>		<b>14,405.5</b>	<b>8,456.1</b>	<b>8,176.6</b>	<b>7,301.0</b>	<b>7,476.0</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>1,026.9</b>	<b>3,393.5</b>	<b>3,913.2</b>	<b>4,244.3</b>	<b>4,619.3</b>
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
<b>비지배주주지분</b>		<b>(367.5)</b>	<b>(402.8)</b>	<b>(395.7)</b>	<b>(395.0)</b>	<b>(391.7)</b>
<b>자본총계</b>		<b>659.4</b>	<b>2,990.7</b>	<b>3,517.5</b>	<b>3,849.3</b>	<b>4,227.6</b>
<b>순금융부채</b>		<b>6,778.6</b>	<b>3,440.4</b>	<b>1,026.0</b>	<b>774.3</b>	<b>255.2</b>

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>(531.0)</b>	<b>(1,019.9)</b>	<b>2,725.7</b>	<b>386.5</b>	<b>542.2</b>
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
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(282.7)</b>	<b>22.7</b>	<b>(300.4)</b>	<b>(94.6)</b>	<b>(31.1)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(200.9)</b>	<b>987.9</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>3.0</b>
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
<b>현금의 증감</b>		<b>(1,011.7)</b>	<b>(18.5)</b>	<b>2,422.4</b>	<b>276.6</b>	<b>514.2</b>
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

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			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%

## 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	93.0%	6.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 0000년 0월 0일

## 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 06월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 06월 28일 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.