



2018년 7월 25일 | Equity Research

대우조선해양 (042660)

중요한 것은 현금흐름이다

순차입금 감소(현금의 증가)가 역사적 주가 상승의 배경

2000년 초부터 대우조선해양의 주가 수준은 현금의 증감에 영향을 받는 모습을 보여왔다. 2003~2006년 동안 대우조선해양의 시가총액이 상승하는 동안 영업이익은 적자가 확대되는 모습을 보였다. 이유는 2003~2004년에 늘렸던 선박 수주량의 결과로 충당금(철판가 인상 등의 선박영 등)을 늘렸기 때문이다. 하지만 선박 건조량이 늘어날수록 현금흐름이 개선되고 차입금 규모가 줄어들면서 대우조선해양의 시가총액은 적자가 확대되는 구간에서 크게 상승했다. 중요한 것은 현금흐름이다.

2012년 이후 해양플랜트 매출액과 비중이 상승하면서 대우조선해양은 순차입금이 증가되었고 시가총액은 큰 폭으로 하락했다. 해양플랜트 사업이 정리되고 LNG선과 VL탱커 중심의 선박 건조량이 늘어나면서 대우조선해양의 순차입금은 빠른 속도로 감소되고 있다. 주가의 견조한 상승추세가 예상된다.

2분기 실적에서 주목해야 할 것은 현금흐름 개선(차입금 감소)

대우조선해양은 선박 건조량이 견조한 상황이며 1분기 매각했던 드릴십 2척에 대한 매각대금의 일부가 2분기에 인식될 예정이므로 2분기 현금흐름은 대폭 늘어날 가능성이 높다. 망갈리아 조선소 등 자회사들의 정리매각 역시 현금흐름을 개선시키게 될 것이다. 대우조선해양의 순차입금은 2016년 말에는 6.4조원에 달했지만 올해 1분기 말 기준으로는 3조원 수준으로 절반이상 감소되었다. 올해 연말이면 순차입금은 더욱 줄어들 것이며 시가총액은 상승해 있을 것으로 예상된다.

유로화 강세, 원화 강세와 높은 주가 상관도

대우조선해양을 비롯한 한국 조선업 주가는 유로화 강세와 원화 강세 구간에서 상승세를 보이고 있으며 이에 대한 보고서는 여러 차례 발간했었다. 이러한 구조는 조선소의 영업, 설계, 국제금융부서 실무자들과 직접 확인한 사안이며 한국외환시장 관계자와도 이에 대해 논의 및 확인한바 있다. 대우조선해양 주가는 2002년 이후 유로화 강세와 75% 상관도, 원화 강세와 60%의 상관도를 갖고 있다. 달러 약세 구간에서 선가 상승, 수주량 증가가 나타나기 때문이다. 당사 환율분석 전망에 의하면 유로화는 바닥을 확인한 것으로 예상되는 만큼 대우조선해양 주가는 상승 추세를 보이게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(7월 24일): 23,450원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,280.20
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900
시가총액(십억원)	2,514.0
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	583.1
60일 평균 거래대금(십억원)	15.0
18년 배당금(원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	5.37
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.4) 18.4 (47.7)
상대	(3.2) 31.8 (43.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,384.1	7,878.9
영업이익(십억원)	486.5	360.3
순이익(십억원)	376.6	264.5
EPS(원)	3,140	2,415
BPS(원)	39,285	41,728

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	305.8	364.1	408.0
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	317.9	391.0	444.1
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	291.9	331.3	374.8
EPS	원	(126,098)	7,447	2,725	3,090	3,496
증감률	%	적지	흑전	(63.4)	13.4	13.1
PER	배	N/A	1.87	8.60	7.59	6.71
PBR	배	2.86	0.44	0.66	0.61	0.56
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	7.27	5.83	4.44
ROE	%	(279.57)	28.12	8.12	8.36	8.68
BPS	원	15,660	31,823	35,426	38,516	42,012
DPS	원	0	0	0	0	0



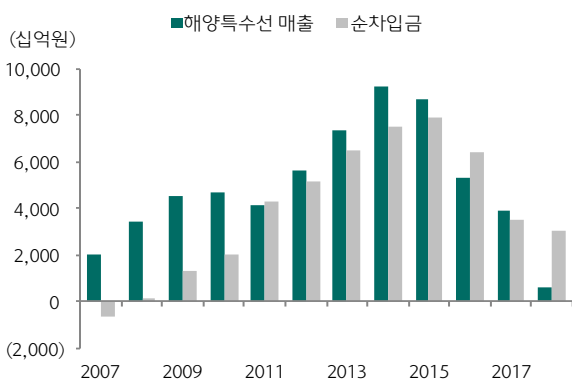
Analyst 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

늘어나는 현금흐름이 대우조선해양 주가 상승의 배경

2분기 순차입금 더욱 줄어들면
주가는 견조한 상승세 예상

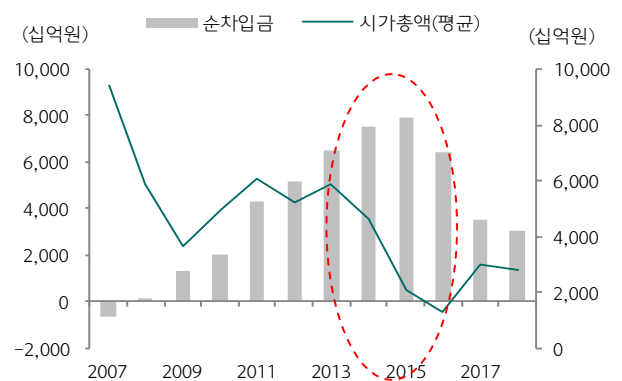
대우조선해양의 순차입금은 2016년 말 6.4조원에서 올해 1분기에는 3조원 수준으로 절반 이상 감소되었다. 1분기 매각된 드릴십의 매각 대금의 일부의 유입이 예상되는 2분기에 대우조선해양의 순차입금은 더욱 줄어들 것으로 예상된다. 순차입금 규모가 줄어들수록 대우조선해양 주가는 견조한 상승세를 보이게 될 것이다. 역사적으로 대우조선해양 주가 움직임은 분기 영업이익이 아닌 현금흐름 증감에 연동되어 움직여 왔기 때문이다. 이와 더불어 바닥을 확인한 것으로 전망되는 유로화 환율 움직임도 대우조선해양 주가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

그림 1. 해양플랜트 매출 늘어나면서 순차입금 증가



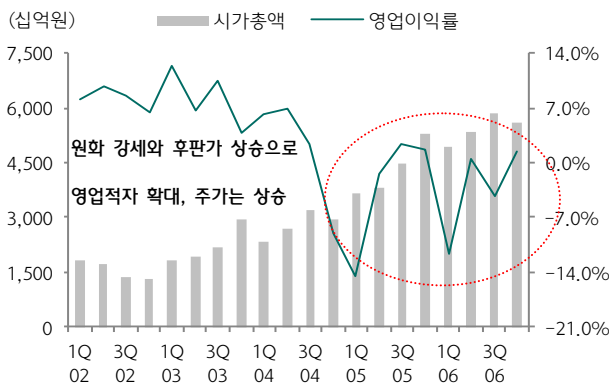
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 2. 순차입금 늘어날수록 시가총액(주가)은 하락



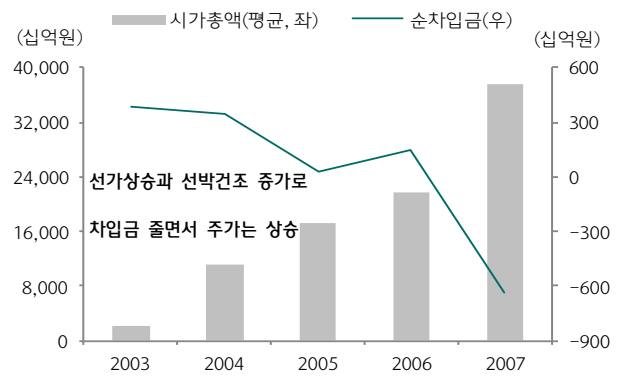
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 3. 2002-2006 영업이익률 적자에도 대우조선 시가총액 상승



자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 4. 대우조선해양 시가총액 상승 배경은 순차입금 감소(현금 증가)



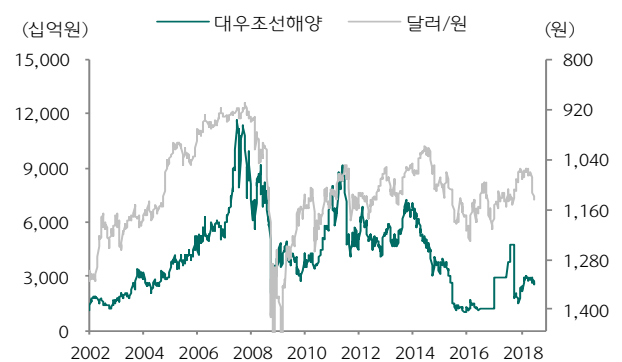
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 5. 대우조선해양 시가총액과 유로 강세 상관도 75%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 대우조선해양 시가총액과 원화 강세 상관도 60%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

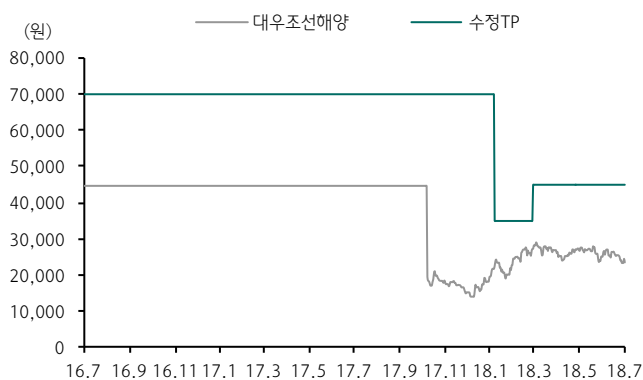
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,890.1	7,534.6	7,773.7
매출원가	13,449.6	9,557.7	9,408.8	6,940.0	7,227.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	481.3	594.6	546.7
판매비	900.5	811.1	175.6	230.5	138.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	305.8	364.1	408.0
금융손익	(81.6)	1,403.3	(63.4)	(23.7)	(8.9)
중속/관계기업손익	5.2	(167.3)	114.3	50.6	45.0
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(38.7)	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	317.9	391.0	444.1
법인세	827.8	543.3	20.7	59.0	66.0
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	297.3	332.0	378.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	297.3	332.0	378.1
비지배주주지분 손이익	(55.3)	24.3	5.4	0.7	3.3
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	291.9	331.3	374.8
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	313.5	339.3	386.3
NOPAT	(2,176.9)	398.1	285.9	309.1	347.3
EBITDA	(1,326.2)	885.4	450.8	518.1	561.7
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(10.9)	(23.8)	3.2
NOPAT증가율	적지	흑전	(28.2)	8.1	12.4
EBITDA증가율	적지	흑전	(49.1)	14.9	8.4
영업이익증가율	적지	흑전	(58.3)	19.1	12.1
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(53.0)	13.5	13.1
EPS증가율	적지	흑전	(63.4)	13.4	13.1
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	4.9	7.9	7.0
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	4.6	6.9	7.2
영업이익률	(11.9)	6.6	3.1	4.8	5.2
계속사업이익률	(21.8)	5.8	3.0	4.4	4.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	2,725	3,090	3,496
BPS	15,660	31,823	35,426	38,516	42,012
CFPS	(19,512)	25,162	3,956	5,310	5,665
EBITDAPS	(61,164)	10,610	4,209	4,833	5,239
SPS	591,222	133,034	92,348	70,282	72,512
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	8.6	7.6	6.7
PBR	2.9	0.4	0.7	0.6	0.6
PCR	N/A	0.6	5.9	4.4	4.1
EV/EBITDA	N/A	5.1	7.3	5.8	4.4
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	8.1	8.4	8.7
ROA	(16.1)	4.7	2.6	3.0	3.4
ROIC	(30.5)	5.9	4.9	6.4	7.3
부채비율	2,184.7	282.7	233.6	189.3	176.1
순부채비율	1,028.0	115.0	34.6	24.5	9.4
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	2.0	2.4	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	6,320.7	5,796.4	6,480.2
금융자산	426.1	419.2	2,441.3	2,686.7	3,216.6
현금성자산	224.3	205.8	2,240.7	2,526.2	3,048.1
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	911.0	735.0	770.2
비유동자산	7,065.3	4,795.5	4,989.9	4,970.6	4,839.9
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	4,246.4	4,344.1	4,191.9
무형자산	73.3	37.3	37.4	35.7	34.1
기타비유동자산	898.4	141.9	130.0	129.9	130.0
자산총계	15,064.8	11,446.8	11,310.6	10,767.0	11,320.1
유동부채	12,368.7	6,143.0	5,377.2	4,697.4	4,833.3
금융부채	5,918.5	2,588.2	2,048.8	2,033.6	2,036.6
매입채무 등	6,279.4	3,493.7	3,284.1	2,627.3	2,758.6
기타유동부채	170.8	61.1	44.3	36.5	38.1
비유동부채	2,036.8	2,313.0	2,543.1	2,347.3	2,386.4
금융부채	1,286.3	1,271.5	1,564.0	1,564.0	1,564.0
기타비유동부채	750.5	1,041.5	979.1	783.3	822.4
부채총계	14,405.5	8,456.1	7,920.3	7,044.7	7,219.7
지배주주지분	1,026.9	3,393.5	3,797.2	4,128.4	4,503.2
자본금	332.9	538.3	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	2,825.6	54.6	10.4	10.4	10.4
자본조정	1,004.6	2,599.0	2,339.8	2,339.8	2,339.8
기타포괄이익누계액	410.6	293.7	302.0	302.0	302.0
이익잉여금	(3,546.8)	(92.2)	603.9	935.2	1,310.0
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(406.9)	(406.1)	(402.9)
자본총계	659.4	2,990.7	3,390.3	3,722.3	4,100.3
순금융부채	6,778.6	3,440.4	1,171.4	910.9	384.0
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	2,603.1	395.3	549.9
당기순이익	(2,789.5)	645.8	297.3	332.0	378.1
조정	2,102.0	1,322.3	54.0	154.1	153.7
감가상각비	204.6	152.4	145.0	154.1	153.7
외환거래손익	48.3	144.9	25.7	0.0	0.0
지분법손익	16.7	171.5	(1.2)	0.0	0.0
기타	1,832.4	853.5	(115.5)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	2,251.8	(90.8)	18.1
투자활동 현금흐름	(282.7)	22.7	(316.8)	(94.6)	(31.1)
투자자산감소(증가)	(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)	84.8	(83.3)	(366.7)	(250.0)	0.0
기타	(79.0)	(176.8)	13.1	40.2	(8.1)
재무활동 현금흐름	(200.9)	987.9	(256.4)	(15.2)	3.0
금융부채증가(감소)	(2,712.0)	(3,345.1)	(246.9)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)	1,784.3	(2,565.6)	(41.4)	0.0	0.0
기타재무활동	726.8	6,898.6	31.9	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,011.7)	(18.5)	2,034.9	285.5	521.9
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	423.6	569.3	607.3
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	2,235.5	145.3	549.9

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
금융투자상품의 비율	93.3%	5.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

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 07월 25일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 07월 25일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.