



하나금융그룹

2018년 7월 30일 | Equity Research

대우조선해양 (042660)

노르웨이 선박왕, 대우조선의 기술을 선택하다

존 프레드릭센, 대우조선해양으로 LNG선 발주

골라 LNG, 프론트라인, Flex LNG, Seatankers, 골든 오션, Seadrill 등을 거느린, 과거 그리스 선박왕 아리스토를 오나시스에 뒤이은 노르웨이 선박왕 존 프레드릭센이 대우조선해양을 주목하기 시작했다. 그동안 존 프레드릭센의 골라 LNG는 2010년 이후 인도된 LNG선 18척 중 11척을 삼성중공업에 발주할 정도로 삼성중공업을 선호하기로 전세계 해운업계에 널리 알려져 있었다. 하지만 최근 존 프레드릭센의 LNG선 신조선 발주는 Flex LNG가 발주한 8척 중 4척과 Seatankers에서 최근 발주한 3척의 LNG선을 모두 대우조선해양에 발주했다.

영향력이 높은 메이저 선주들은 보통 발주 조선소를 변경하는 일이 거의 드물고, 특히 존 프레드릭센은 지난 2012~2014년 동안 선박의 연비는 중요한 것이 아니며 중국 조선업을 더욱 높게 평가했던 것을 고려할 때 최근 대우조선해양에 LNG선 발주를 늘리는 것은 매우 이례적이면서 해운업계의 중요한 변화를 반영하는 모습이라고 설명할 수 있다.

2015년 텡커 운임 상승기에 실패를 경험한 프론트라인

2014년 10월 OPEC에서 석유 감산에 대해 반발하는 입장을 발표하면서 유가는 배럴당 100달러 수준에서 단기간에 60달러 수준으로 급락했었다. 유가의 급격한 하락은 전세계 석유 수요를 늘리게 되었고 이는 텡커 수요를 늘리면서 텡커 운임은 3개 월 사이에 6배 상승했다. 글로벌 텡커 선사들이 상승세를 보이던 시기 존 프레드릭센의 프론트라인은 오히려 주가가 하락했다. 유로나브, N.A.T, 티케이 텡커스와 달리 프론트라인의 보유 텡커의 80%가량이 중국에서 건조되었기 때문이다. 운임이 상승한다 하더라도 연비와 선박 사양이 좋지 못한 중국 선박에 대한 수요는 늘어나지 못했던 것이다. 존 프레드릭센은 이를 계기로 선박교체에 대한 진지한 고민을 시작했을 것이다.

중요한 것은 수주잔고의 구성과 발주 선사의 등급

대우조선해양을 조선업 최선호주로 제시하는 이유는 단순히 수주잔량이 많아서가 아니다. 대우조선해양에 발주하는 선주들은 하나같이 전세계 최고 메이저 선주들이기 때문이다. 그동안 경쟁조선소 그리고 중국 조선소를 치켜 세웠던 노르웨이 선박왕 마저 대우조선해양의 기술력을 인정하기 시작했다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(7월27일): 25,450원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,294.99		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	9,384.1 7,878.9
시가총액(십억원)	2,728.4	영업이익(십억원)	486.5 360.3
시가총액비중(%)	0.23	순이익(십억원)	385.2 279.3
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,140 2,415
60일 평균 거래량(천주)	584.4	BPS(원)	39,537 42,116
60일 평균 거래대금(십억원)	15.0		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	5.50		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(0.6) 17.6 (43.2)		
상대	1.5 31.9 (39.5)		

Stock Price	
(천원)	대우조선해양(주) 상대지수(우)

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	%	직지	흑전	(63.4)	13.4	13.1
PER	배	N/A	1.87	9.34	8.24	7.28
PBR	배	2.86	0.44	0.72	0.66	0.61
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	7.75	6.24	4.82
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 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

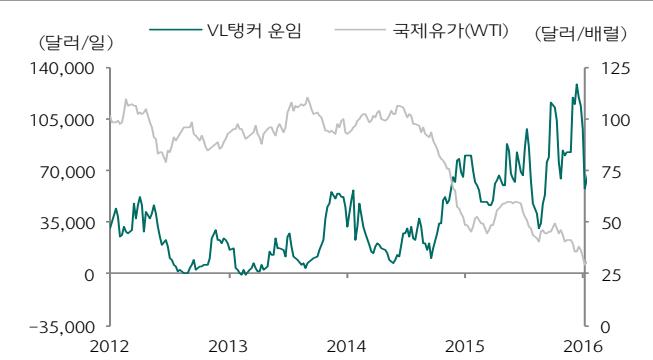
노르웨이 선박왕, 대우조선해양을 주목하기 시작

존 프레드릭센은 대우조선해양으로 LNG선 발주를 늘리는 과거와 다른 모습을 보이고 있다

노르웨이 선박왕 존 프레드릭센은 2012~2014년 동안 선박의 연비는 무의미하며 VL탱커 건조기간이 무려 6년이나 걸렸던 중국 진하이조선에 9척의 VL탱커 발주를 늘리는 모습마저 보였었다. 2014년 하반기 유가가 급격히 하락하면서 탱커 운임은 2015년 말까지 저점 대비 6배 상승했었다. 한국 선박을 보유한 유로나브, 티케이, 노르딕 탱커의 주가는 높은 상승세를 보여온 반면 중국 선박을 갖고 있던 프론트라인은 오히려 주가가 급락하는 모습을 보였다. 그 동안 자신이 주장해온 해운업의 시황이 완벽히 틀렸음이 증명되는 순간이었다.

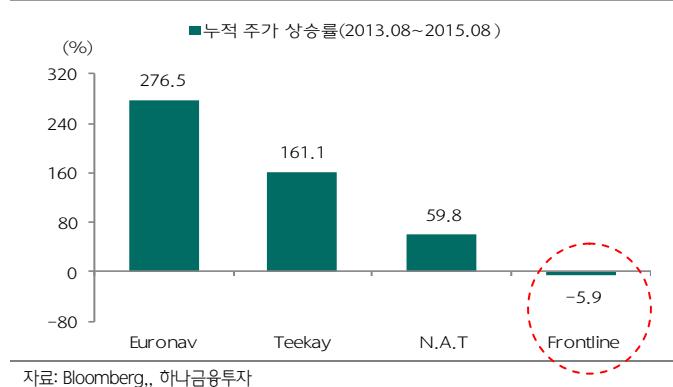
존 프레드릭센은 이를 계기로 선박의 연비와 새로운 기술에 대해 진지한 고민을 시작하게 되었을 것이다. 그 결과 그 동안 선호해온 조선소가 아닌 가장 기술력이 앞선 조선소를 다시 찾게 되었을 것이고 그에 대한 해답으로 대우조선해양에 LNG선 발주를 집중시키는 모습을 보여주고 있다.

그림 1. 2014년 10월 유가 급락하면서 탱커 운임 6배 상승



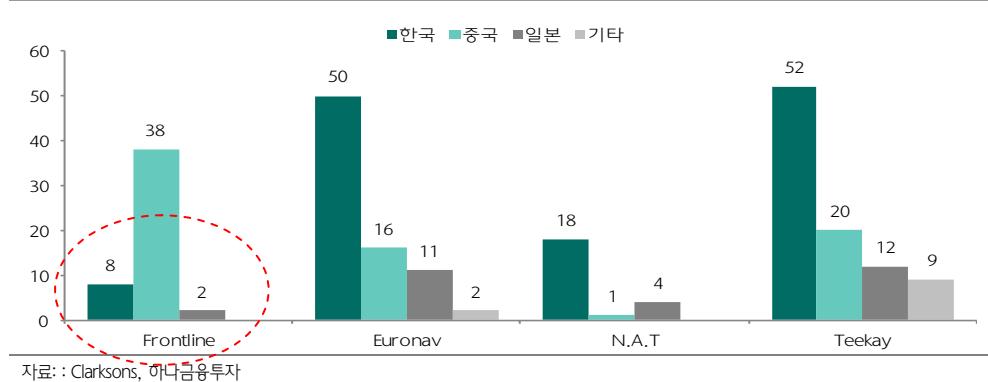
자료: Clarksons, Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 탱커 운임 급격히 상승함에도 프론트라인 주가는 하락



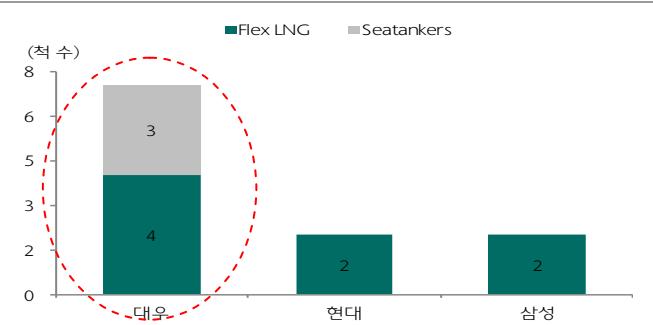
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 프론트라인의 보유 선박 중 80%는 중국에서 건조된 선박



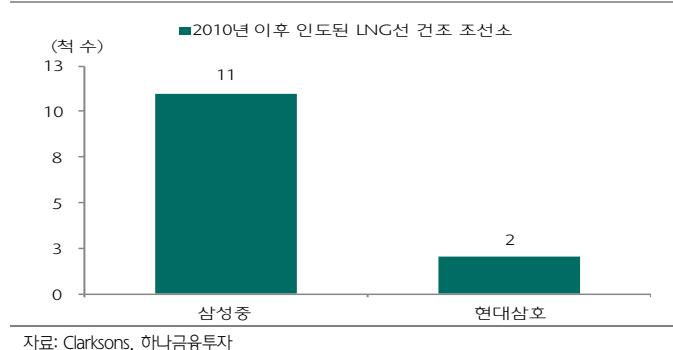
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. Seatankers와 Flex LNG의 합계 LNG선 발주 현황



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 5. 삼성중공업을 선호해온 골라LNG



자료: Clarksons, 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
판관비		900.5	811.1	175.6	230.5	138.7
영업이익		(1,530.8)	733.0	305.8	364.1	408.0
금융순익		(81.6)	1,403.3	(63.4)	(23.7)	(8.9)
종속/관계기업순익		5.2	(167.3)	114.3	50.6	45.0
기타영업외순익		(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 순이익		(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	9.3	8.2	7.3
PBR	2.9	0.4	0.7	0.7	0.6
PCFR	N/A	0.6	6.4	4.8	4.5
EV/EBITDA	N/A	5.1	7.7	6.2	4.8
PSR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
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

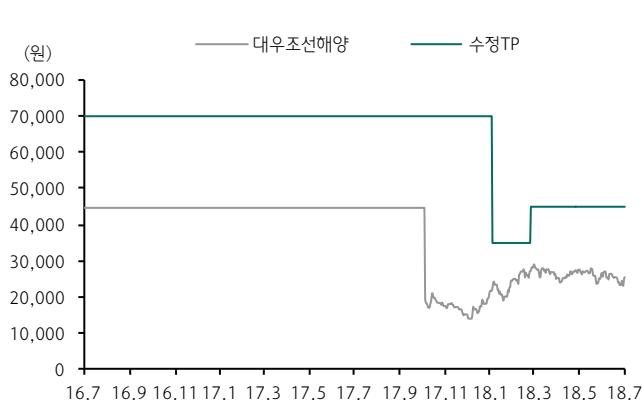
자료: 하나금융투자

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		(단위: 십억원)				
		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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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 비율

- 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 07월 27일

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 07월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 07월 30일 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.