2018년 8월 16일 I Equity Research

대우조선해양 (042660)

현금흐름 개선은 주가 상승 이끈다

2분기 영업이익률 9.9%, 선박 건조마진은 11.3%

대우조선해양의 올해 2분기 영업실적에서 주목해야 할 것은 두 가지 이다. 첫째는 상선부문 매출총이익률은 11.3%로 2011년 수준으로 회복되었다는 점이고 둘째는 지난해 4분기말 비교해 올해 상반기는 영업활동으로 인한 현금흐름이 흑자로 전환됨과 동시에 순차입금은 3조원 이하로 줄어든 점이다. 이를 한마디로 요약하면 대우조선해양의 현금흐름은 완전한 회복세를 보이고 있는 것이다.

조선업의 영업이익률은 큰 의미가 없다. Assembly Line을 통해 물건을 대량으로 만들어 놓고 판매하는 일반적인 제조기업과 달리 조선업과 같은 중공업기업들은 주문제작방식의 사업구조이므로 공사가 진행되는 동안 원가는 계속해서 변동되게 된다. 따라서 조선업은 공사진행량이 많아질수록 변동되는 원가에 대한 위험을 줄이기 위해 충당금을 높이는 것을 반복하게 된다. 대우조선해양은 올해 1분기 충당금 누적금액은 1조원 수준으로 지난해말 7천억원 수준에 비해 큰 폭으로 증가되었다.

차입금은 줄어들고 영업CF는 개선

조선업의 영업실적을 분석함에 있어 가장 주목해야 하는 것은 수주잔고 구성에 따른 현금흐름의 변동이다. 대우조선해양은 기본설계능력의 한계로 심각한 건조지연을 보였던 해양분야 매출액이 감소되고 세계 최고의 기술력을 갖춘 VL탱커와 LNG선 건조량을 늘리면서 영업활동으로 인한 현금흐름이 증가되고 차입금이 감소되는 현금흐름의 개선을 보이고 있다는 점에 주목해야 한다. 대우조선해양의 2020년까지 인도예정인 선박 역시 VL탱커와 LNG선 두 선종이라는 점에서 대우조선해양의 현금흐름은 더욱 개선될 전망이다. 선박의 정상인도(예정된 납기와 정해진 원가 범위)가 진행될수록 미리 설정해둔 충당금은 선박인도와 함께 환입이 되어갈 것이다.

주가 전망에서 가장 중요한 것은 현금흐름 분석

2003~2004년간 한국 조선업이 크게 늘린 수주량은 충당금 설정액을 늘리게 되면서 영업이익은 2005~2006년간 적자를 보였다. 하지만 주력선박의 인도량 증가는 현금유입을 늘리면서 조선업 시가총액은 매우 크게 상승했다. 조선업의 주가 분석에서 가장 중요한 것은 현금흐름 분석이다.

Update

BUY

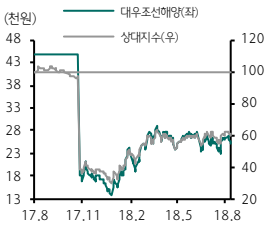
I TP(12M): 45,000원 I CP(8월 14일): 25,300원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,258.91
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900
시가총액(십억원)	2,712.3
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	532.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
18년 배당금(예상,원)	0
18년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	6.36
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3 인	56.08
하나은행	8.41

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.6)	26.2	(43.5)
상대	1.7	35.3	(41.6)

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	9,384.1	7,879.0
영업이익(십억원)	486.4	360.4
순이익(십억원)	385.2	279.2
EPS(원)	3,140	2,415
BPS(원)	39,537	42,115

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	8,982.9	7,070.0	7,299.0
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	704.9	419.2	528.2
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	98.1	488.3	586.7
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	125.8	457.4	548.3
EPS	원	(126,098)	7,447	1,175	4,267	5,115
증감률	%	적지	흑전	(84.2)	263.1	19.9
PER	배	N/A	1.87	21.54	5.93	4.95
PBR	배	2.86	0.44	0.75	0.66	0.58
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	5.36	6.86	5.00
ROE	%	(279.57)	28.12	3.58	11.85	12.57
BPS	원	15,660	31,823	33,877	38,144	43,259
DPS	원	0	0	0	0	0

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

하나금융투자

Analyst 박무현 02-3771-7771

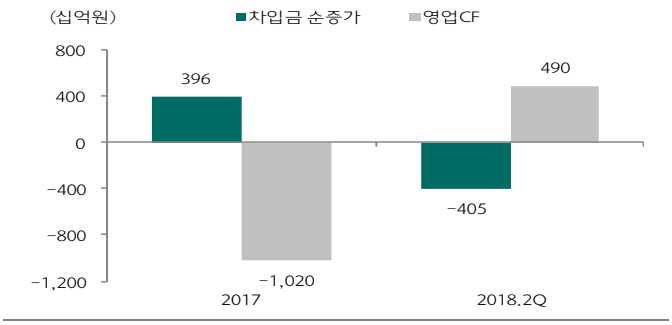
선박 건조 마진 11.3%로 2011년 수준으로 회복

해양 건조지연으로 인한 피해 줄어들면서 선박건조 수익성 두 자릿수 회복

대우조선해양의 올해 2분기 선박부문 매출총이익률은 11.3%를 기록했다. 이는 해양플랜트 건조지연에 따른 손실이 발생되기 이전 수준으로 선박부문 사업성이 회복된 것을 의미한다. 역사적으로 상선 건조를 통해 한국 조선업이 손실을 입은 경우는 없었다. 모두 해양플랜트 건조지연에 따른 손실의 회계적인 손실분담으로 인한 피해가 있었을 뿐이다.

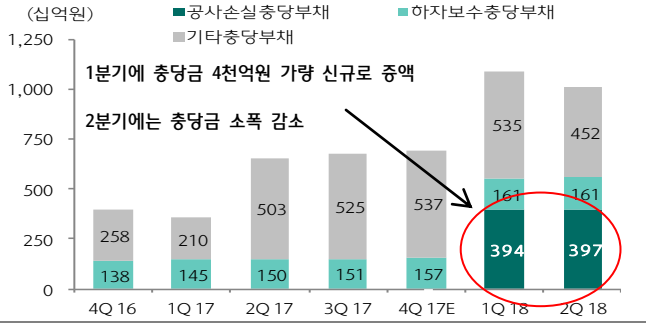
대우조선해양의 해양부문 잔고는 사실상 줄어들었고 올해 1분기 드릴쉽 2척이 매각됨에 따라 매각대금의 30%가량이 올해 2분기에 유입이 되었다. 해양분야로 인한 피해가 줄어들면서 선박부문이 이익률은 다시 예전수준으로 회복되고 있는 것이다. 대우조선해양의 2020년까지 인도되는 선박의 선종은 세계 최고수준의 기술력을 갖춘 VL탱커와 LNG선이라는 점에서 현금흐름의 개선 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 현금흐름의 개선될수록 대우조선해양의 주가 상승폭도 높아지게 될 것이다.

그림 1. 대우조선해양 현금흐름 비교



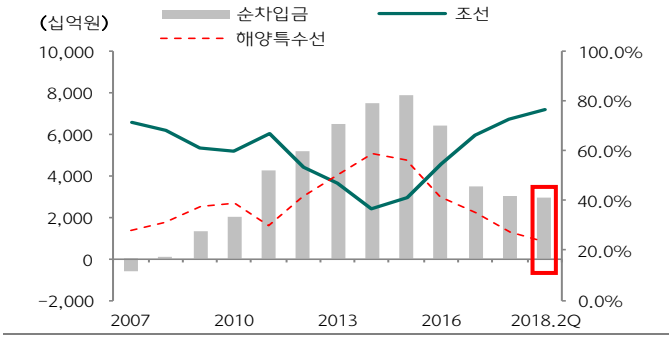
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 2. 누적 충당금은 1조원 수준, 정상인도 늘수록 충당금 환입 예상



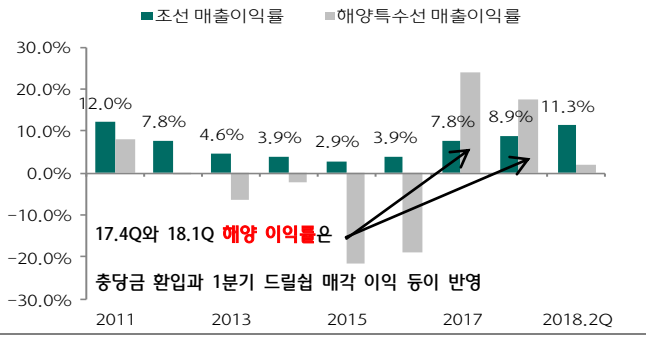
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 3. 해양 매출비중 내려가면서 순차입금 3조원 아래로 감소



자료: 기업 자료, 하나금융투자

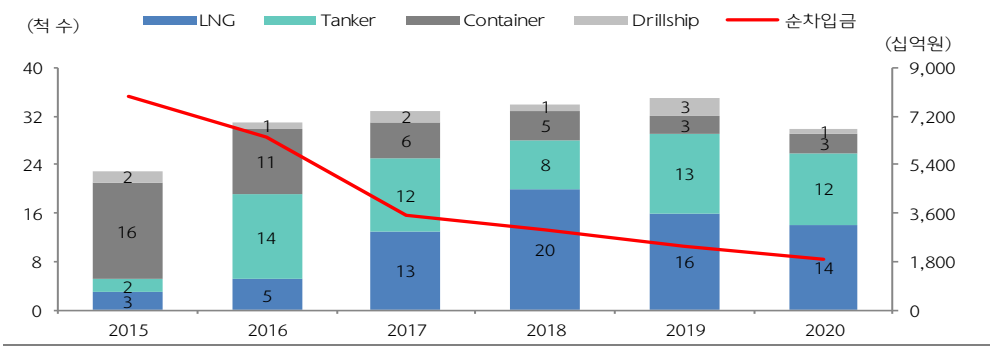
그림 4. 대우조선해양 2분기 선박 건조 마진은 11.3% 달성



자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 5. 2016년부터 탱커와 LNG선 두 선종 중심으로 건조 선종이 단순화 현금흐름이 회복

주력선박인 VL탱커와 LNG선 중심의 건조량 증가로 현금흐름이 개선



자료: Clarksons, 기업 자료, 하나금융투자 전망

Analyst 박무현 02-3771-7771

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**12,819.2**	**11,101.8**	**8,982.9**	**7,070.0**	**7,299.0**
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,175.8	6,433.0	6,642.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	807.1	637.0	657.0
판관비	900.5	811.1	102.2	217.8	128.8
영업이익	**(1,530.8)**	**733.0**	**704.9**	**419.2**	**528.2**
금융손익	(81.6)	1,403.3	(92.0)	(55.2)	(30.3)
종속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(476.1)	124.3	88.8
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(38.7)	0.0	0.0
세전이익	**(1,961.7)**	**1,189.0**	**98.1**	**488.3**	**586.7**
법인세	827.8	543.3	3.2	22.0	27.8
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	94.9	466.3	558.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(2,789.5)**	**645.8**	**94.9**	**466.3**	**558.9**
비지배주주지분 순이익	(55.3)	24.3	(30.9)	8.9	10.6
지배주주순이익	**(2,734.1)**	**621.5**	**125.8**	**457.4**	**548.3**
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	106.7	476.5	571.2
NOPAT	(2,176.9)	398.1	682.0	400.3	503.2
EBITDA	(1,326.2)	885.4	846.7	560.1	669.8
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(19.1)	(21.3)	3.2
NOPAT증가율	적지	흑전	71.3	(41.3)	25.7
EBITDA증가율	적지	흑전	(4.4)	(33.8)	19.6
영업이익증가율	적지	흑전	(3.8)	(40.5)	26.0
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	(79.8)	263.6	19.9
EPS증가율	적지	흑전	(84.2)	263.1	19.9
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	9.0	9.0	9.0
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	9.4	7.9	9.2
영업이익률	(11.9)	6.6	7.8	5.9	7.2
계속사업이익률	(21.8)	5.8	1.1	6.6	7.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,175	4,267	5,115
BPS	15,660	31,823	33,877	38,144	43,259
CFPS	(19,512)	25,162	2,140	6,389	7,081
EBITDAPS	(61,164)	10,610	7,906	5,224	6,247
SPS	591,222	133,034	83,878	65,948	68,084
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	21.5	5.9	4.9
PBR	2.9	0.4	0.7	0.7	0.6
PCFR	N/A	0.6	11.8	4.0	3.6
EV/EBITDA	N/A	5.1	5.4	6.9	5.0
PSR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	3.6	11.9	12.6
ROA	(16.1)	4.7	1.1	4.2	5.0
ROIC	(30.5)	5.9	10.9	7.2	9.2
부채비율	2,184.7	282.7	247.6	192.2	170.8
순부채비율	1,028.0	115.0	71.1	42.8	25.2
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.6	2.8	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**7,999.5**	**6,651.3**	**6,317.9**	**6,020.0**	**6,721.4**
금융자산	426.1	419.2	1,344.7	2,035.4	2,539.2
현금성자산	224.3	205.8	1,144.1	1,874.9	2,370.6
매출채권 등	5,094.9	4,508.0	3,124.8	2,499.7	2,624.7
재고자산	1,071.1	743.4	937.4	749.9	787.4
기타유동자산	1,407.4	980.7	911.0	735.0	770.1
비유동자산	**7,065.3**	**4,795.5**	**4,763.1**	**4,657.0**	**4,688.5**
투자자산	895.7	612.9	576.2	460.9	483.9
금융자산	877.4	597.0	561.2	448.9	471.4
유형자산	5,197.9	4,003.4	4,019.7	4,030.5	4,040.6
무형자산	**73.3**	**37.3**	**37.4**	**35.7**	**34.1**
기타비유동자산	**898.4**	**141.9**	**129.8**	**129.9**	**129.9**
자산총계	**15,064.8**	**11,446.8**	**11,081.1**	**10,677.0**	**11,409.9**
유동부채	**12,368.7**	**6,143.0**	**5,350.0**	**4,675.5**	**4,810.3**
금융부채	5,918.5	2,588.2	2,048.8	2,033.6	2,036.6
매입채무 등	6,279.4	3,493.7	3,256.9	2,605.4	2,735.6
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**	**7,893.1**	**7,022.8**	**7,196.7**
지배주주지분	**1,026.9**	**3,393.5**	**3,631.1**	**4,088.5**	**4,636.9**
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)	437.8	895.3	1,443.6
비지배주주지분	**(367.5)**	**(402.8)**	**(443.2)**	**(434.3)**	**(423.7)**
자본총계	**659.4**	**2,990.7**	**3,187.9**	**3,654.2**	**4,213.2**
순금융부채	6,778.6	3,440.4	2,268.1	1,562.2	1,061.5

현금흐름표

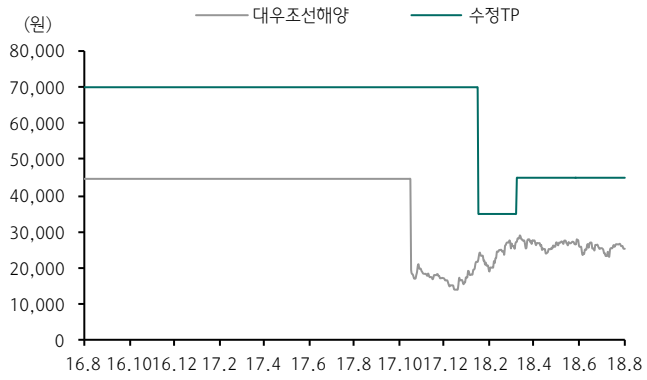
(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**(531.0)**	**(1,019.9)**	**1,276.5**	**740.6**	**673.8**
당기순이익	(2,789.5)	645.8	94.9	466.3	558.9
조정	2,102.0	1,322.3	50.8	140.8	141.6
감가상각비	204.6	152.4	141.8	140.9	141.5
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)	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	1,130.8	133.5	(26.7)
투자활동 현금흐름	**(282.7)**	**22.7**	**(86.9)**	**5.4**	**(181.1)**
투자자산감소(증가)	(288.5)	282.8	36.8	115.3	(23.0)
유형자산감소(증가)	84.8	(83.3)	(136.7)	(150.0)	(150.0)
기타	(79.0)	(176.8)	13.0	40.1	(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)**	**938.3**	**730.8**	**495.8**
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	229.2	684.9	759.1
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	1,138.9	590.6	523.8

Analyst 박무현 02-3771-7771

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.3.23	BUY	45,000		
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
17.5.8	1 년 경과		-49.53%	-36.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-36.01%	-28.71%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **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: 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 08월 16일 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.