

대우조선해양(042660)

지속 가능한 영업이익률 6% 입증

일회성 요인 배제해도 컨센서스를 31% 상회
점차 저선가 물량 편입되나 우호적 환율로 극복
충실한 자구안 이행, 재무구조는 점차 안정화

Facts : 일회성 요인 배제해도 컨센서스를 31% 상회

2분기 매출은 전년대비 33%, 영업이익은 65% 감소했다. 이익 감소폭이 커 보이는 이유는 대규모 대손충당금 환입이 발생했던 전년의 베이스 부담이다. 영업이익의 60%는 지속 가능한 경상적인 이익으로, 영업이익률 5.9%로 추정되며 1분기와 유사한 수준이다. 해양플랜트의 change order와 충당금 환입 효과가 약 1천억 원 이상 반영된 것으로 추정된다. 2018년 하반기와 2019년 스텔커팅될 건조 예정 물량에 모두 강재가격 상승 리스크를 충당금으로 반영했다.

Pros & cons : 점차 저선가 물량 편입되나 우호적 환율로 극복

2017년부터 일회성 요인을 제외한 경상적인 영업이익률 5~6%대를 지속하고 있다. 2014년 수주한 37척의 LNG선의 건조효과다. 특히 수익성 높은 Yamal LNG 선 영향이 큰데, 2020년까지 10척의 Yamal LNG선을 인도할 예정이다. 점차 2015년부터 수주한 물량의 건조 비중이 커지며 영업이익률 하락 압력이 있음에도, 최근 우호적으로 전환한 원/달러 환율 변수가 이를 상쇄할 것이다. 올 들어 10척의 LNG선(FSRU 포함) 수주를 확보함에 따라 장기적으로 LNG선 매출 비중은 50%대를 지속할 전망이며 반복 건조에 따른 이익 개선도 기대된다.

Action : 충실한 자구안 이행, 재무구조는 점차 안정화

대우조선해양의 자구 개선안은 지금도 충실히 이행 중이다. 지난 7월 대우망갈리아 조선소가 매각돼 종속회사에서 제외됐고 239억원의 매각대금이 유입됐다. 그간 FLC, 디렉, 웰리브, 대우조선해양건설, 드원드 등 비핵심 자산 매각으로 약 2천억원의 현금을 마련했고 부채비율은 전년 말 283%에서 현재 220%로 하락했다. 추진 중인 약 4천억원의 부동산 매각까지 완료되면 재무구조는 더욱 건전해질 것이다. 더불어 2020년 임박한 IMO의 환경규제로 선주들의 한국 조선소의 선호도는 더욱 높아지고 있어 하반기 수주 강세가 예상된다. 현재까지 31억달러의 수주를 달성했으며 현대상선 컨테이너선 수주 포함 시 약 40억달러에 달해, 연간 73억달러의 목표 달성을 큰 차질은 없을 전망이다. 2019년 매출 기준 2.1년치의 일감을 확보해 타사대비 고정비 부담이 덜한 점이 긍정적이다.

하회 | 부합 | 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 33,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	25,300
시가총액(십억원)	2,712
발행주식수(백만)	107
52주 최고/최저가(원)	44,800/13,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,857
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.0/6.4
주요주주(%)	한국산업은행 외 3 인
	56.1
	하나은행
	8.4

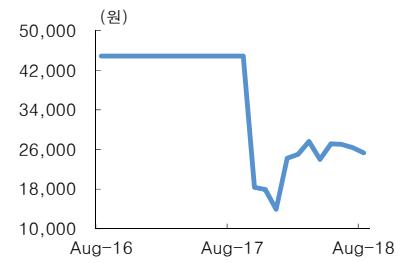
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	1.9	4.5	9.4
PBR(x)	0.4	0.7	0.6
ROE(%)	28.1	16.3	7.0
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	5.1	4.9	8.9
EPS(원)	7,141	5,616	2,698
BPS(원)	31,823	37,061	39,759

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.6)	26.2	(43.5)
KOSPI 대비(%p)	1.7	32.9	(40.3)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

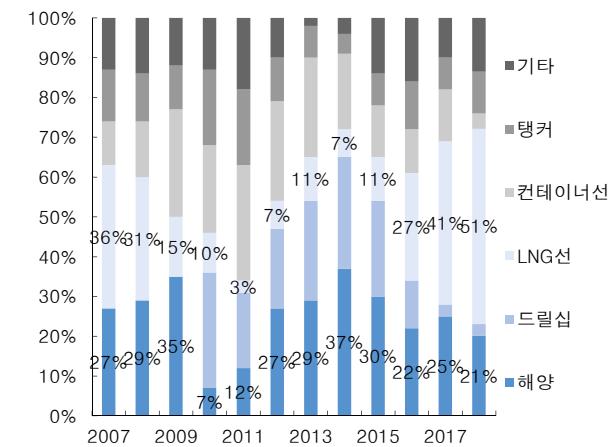
<표 1> 2분기 영업이익 컨센서스 상회

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,458	2,421	2,493	2,256	2,326	3.1	(32.7)	2,531
영업이익	665	196	(351)	299	229	(23.2)	(65.5)	105
영업이익률(%)	19.2	8.1	(14.1)	13.2	9.9	(3.4)	(9.4)	4.2
세전이익	1,238	195	(503)	233	212	(9.1)	(82.9)	102
순이익	1,233	70	(909)	222	235	5.8	(81.0)	79

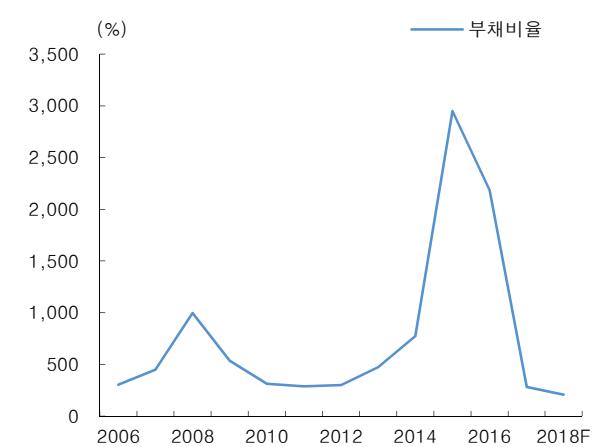
자료: 한국투자증권

[그림 1] 선종별 매출 비중



자료: 대우조선해양, 한국투자증권

[그림 2] 부채비율



자료: 대우조선해양, 한국투자증권

<표 2> 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출	2,730	3,458	2,421	2,493	2,256	2,326	2,397	2,643	12,819	11,102	9,646	7,661
원가율	88.8%	69.3%	87.0%	102.8%	88.5%	87.9%	88.0%	88.4%	104.9%	85.5%	88.0%	87.5%
판관비	81	395	119	282	(40)	52	150	188	901	811	350	550
영업이익	223	665	196	(351)	299	229	138	118	(1,531)	733	807	408
영업이익률	8.2%	19.2%	8.1%	(14.1%)	13.2%	9.9%	5.7%	4.5%	(11.9%)	6.6%	8.4%	5.3%
세전이익	259	1,238	195	(479)	233	212	128	111	(1,962)	1,189	707	383
순이익	234	1,255	75	(893)	226	206	97	48	(2,789)	646	601	289
지배주주순이익	229	1,233	70	(885)	222	235	97	48	(2,734)	621	601	289

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 영구채 가정에 따른 BPS, PBR 변화

(단위: 원, 배)

BPS 변화	2018F	2019F	2020F
1) 영구채 전환 없을 경우	37,061	39,759	42,601
2) 영구채 전량 전환시	24,517	26,302	28,182
3) 1/2 전환, 1/2 상환 시	21,138	23,304	25,585
4) 영구채 상환시	15,924	18,678	21,578
주가: 25,300 원 기준 PBR	2017	2018F	2019F
1) 영구채 전환 없을 경우	0.68	0.64	0.59
2) 영구채 전량 전환시	1.03	0.96	0.90
3) 1/2 전환, 1/2 상환 시	1.20	1.09	0.99
4) 영구채 상환시	1.59	1.35	1.17
주가: 30,000 원 기준 PBR	2017	2018F	2019F
1) 영구채 전환 없을 경우	0.81	0.75	0.70
2) 영구채 전량 전환시	1.22	1.14	1.06
3) 1/2 전환, 1/2 상환 시	1.42	1.29	1.17
4) 영구채 상환시	1.88	1.61	1.39

자료: 한국투자증권

기업개요

대우조선해양그룹의 주력기업인 조선 업체. 주요 사업은 LNG선 · 유조선 · 컨테이너선 · LPG선 · 자동차운반선 등 각종 선박과 FPSO(부유식 원유생산저장하역설비) · RIG선 · 고정식 플랫폼 등 해양 제품, 잠수함 등 특수선 건조.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999	6,651	6,270	5,133	4,660
현금성자산	224	206	675	536	473
매출채권및기타채권	5,095	4,508	3,858	3,064	2,701
재고자산	1,071	743	675	383	473
비유동자산	7,065	4,795	4,703	4,625	4,540
투자자산	896	613	641	636	632
유형자산	5,198	4,003	3,915	3,795	3,670
무형자산	73	37	32	26	23
자산총계	15,065	11,447	10,973	9,758	9,200
유동부채	12,369	6,143	5,409	4,127	3,757
매입채무및기타채무	6,279	3,494	3,183	2,681	2,364
단기차입금및단기사채	4,210	2,047	1,897	1,797	1,747
유동성장기부채	1,486	461	428	395	400
비유동부채	2,037	2,313	1,994	1,771	1,279
사채	192	531	531	516	483
장기차입금및금융부채	1,094	741	358	378	428
부채총계	14,405	8,456	7,403	5,899	5,036
지배주주지분	1,027	3,393	3,972	4,262	4,566
자본금	333	538	538	538	538
자본잉여금	2,826	55	347	347	347
기타자본	1,005	2,599	2,284	2,284	2,284
이익잉여금	(3,547)	(92)	509	798	1,103
비지배주주지분	(368)	(403)	(403)	(403)	(403)
자본총계	659	2,991	3,570	3,859	4,164

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819	11,102	9,646	7,661	6,753
매출원가	13,450	9,558	8,488	6,703	5,875
매출총이익	(630)	1,544	1,157	958	878
판매관리비	901	811	350	550	450
영업이익	(1,531)	733	807	408	428
금융수익	34	1,450	20	25	25
이자수익	30	17	20	25	25
금융비용	115	47	70	50	50
이자비용	115	47	70	50	50
기타영업외손익	(354)	(780)	(50)	0	0
관계기업관련손익	5	(167)	0	0	0
세전계속사업이익	(1,962)	1,189	707	383	403
법인세비용	828	543	106	93	98
연결당기순이익	(2,789)	646	601	289	305
지배주주지분순이익	(2,734)	621	601	289	305
기타포괄이익	29	(88)	0	0	0
총포괄이익	(2,760)	557	601	289	305
지배주주지분포괄이익	(2,709)	527	601	289	305
EBITDA	(1,326)	885	935	527	540

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(531)	(1,020)	1,111	(65)	(71)
당기순이익	(2,789)	646	601	289	305
유형자산감가상각비	198	149	125	118	110
무형자산상각비	6	3	2	2	1
자산부채변동	157	(2,988)	369	(296)	(0)
기타	1,897	1,170	14	(178)	(487)
투자활동현금흐름	(283)	23	(39)	54	40
유형자산투자	(120)	(109)	(37)	2	15
유형자산매각	205	26	0	0	0
투자자산순증	(411)	(80)	(28)	4	4
무형자산순증	(6)	(7)	3	5	2
기타	49	193	23	43	19
재무활동현금흐름	(201)	988	(603)	(128)	(33)
자본의증가	0	0	292	0	0
차입금의순증	(199)	1,005	(581)	(128)	(33)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(2)	(17)	(314)	0	0
기타현금흐름	3	(9)	0	0	0
현금의증가	(1,012)	(18)	469	(139)	(64)

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,141	5,616	2,698	2,842
BPS	15,660	31,823	37,061	39,759	42,601
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(17.0)	(13.4)	(13.1)	(20.6)	(11.8)
영업이익증가율	NM	NM	10.2	(49.5)	5.0
순이익증가율	NM	NM	(3.2)	(51.9)	5.3
EPS증가율	NM	NM	(21.4)	(52.0)	5.3
EBITDA증가율	NM	NM	5.5	(43.6)	2.3
수익성(%)					
영업이익률	(11.9)	6.6	8.4	5.3	6.3
순이익률	(21.3)	5.6	6.2	3.8	4.5
EBITDA Margin	(10.3)	8.0	9.7	6.9	8.0
ROA	(16.4)	4.9	5.4	2.8	3.2
ROE	(279.6)	28.1	16.3	7.0	6.9
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	6,779	3,440	2,311	2,376	2,415
차입금/자본총계비율(%)	1,092.7	129.1	89.0	79.4	72.6
Valuation(X)					
PER	NM	1.9	4.5	9.4	8.9
PBR	2.9	0.4	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	NM	5.1	4.9	8.9	8.7

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대우조선해양(042660)	2016.07.10	비중축소	—	—	—
	2017.07.10	1년경과	—	—	—
	2017.11.08	매수	26,000원	-29.4	-6.7
	2018.02.20	매수	30,000원	-12.6	-3.3
	2018.05.16	매수	33,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 15일 현재 대우조선해양 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.