



2018년 10월 30일 | Equity Research

하나금융그룹

# 대우조선해양(042660)

## IMO 2020의 주사위는 던져졌다.

### There will be no delay to the start of the IMO rule

"IMO has said repeatedly there will be no delay to the start of the IMO 2020 rule".

최근 백악관에서 IMO 2020 SOx규제의 지연에 관한 서신을 배포한 것에 대해, 지난주 있었던 IMO MEPC 73차 총회에서 IMO는 위와 같이 답변했다. 이미 선진국에서는 2015년부터 IMO가 제시하는 0.5% 이하 저유황보다 더 강한 기준인 0.1% 이하 저유황 규제를 자국 ECA지역에서 실행해오고 있다. 중국 역시 올해 10월부터 자국 해안가를 ECA로 지정해 SOx규제가 발효되었다. 이러한 움직임들은 IMO 규제 지연 가능성의 명분을 약화시키고 있다. 저유황 생산량 부족을 이유로 제기된 Sulfur cap 지연에 대해서는 LNG라는 효율적인 대체연료가 있다는 점도 IMO 2020 규제가 지연될 이유를 찾기 어렵다.

### 그리스 선주들은 Scrubber에 대해 강하게 비판

그리스 선주들은 Scrubber를 허용하지 말아야 한다는 입장을 IMO에 밝혔다. Scrubber는 가격이 비싸고, 선체 내부에 부식을 일으키며, 해양생태계를 교란하는 위험성을 갖고 있다. 특히 실선에서 장비가동이 겸증되지 않은 신생 기업들의 Scrubber 제품에 대한 위험성은 더 크다. 유럽 ECA에서 Scrubber는 사용되고 있는데, 앤트워프, 로테르담 같은 메이저 항구에서는 Scrubber 사용으로 인한 선체 내부 및 파이프의 부식 문제가 빈번하다는 것을 강조하고 있다.

### 선박 연료는 결국 LNG, 선주들의 발주속도 빨라질 전망

IMO 2020 규제가 예정대로 진행될 것이 다시 한번 확인되었으므로 선주들은 더욱 확신을 갖고 선박 발주를 시작할 것이다. 저유황과 Scrubber가 유발하는 많은 기계적 결함을 고려하면 LNG추진선의 발주가 더욱 본격화될 전망이다. 이미 유럽 메이저 항구에서는 석유연료 판매량이 급감하고 LNG연료 판매량이 늘어나고 있다. 특히 Shell이 최근 인도받은 최초의 LNG벙커링선이 대우조선해양의 기술지원으로 건조되었다는 점을 주목할 필요가 있다. 대우조선해양은 대형선박뿐 아니라 중소 LNG벙커링선 분야에서도 기술적인 영향력을 미치고 있다. LNG 분야를 선도하는 대우조선해양을 향한 선주들의 발길은 더욱 늘어나게 될 것이다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 50,000원 | CP(10월29일): 27,300원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	1,996.05		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	9,213.2 7,886.1
시가총액(십억원)	2,926.7	영업이익(십억원)	833.7 509.4
시가총액비중(%)	0.24	순이익(십억원)	405.5 210.0
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,913 2,324
60일 평균 거래량(천주)	539.3	BPS(원)	37,495 39,557
60일 평균 거래대금(십억원)	16.5		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	10.01		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(21.2) 8.3 (39.1)		
상대	(7.5) 35.3 (23.8)		

  

Stock Price	
(천원)	대우조선해양(주) 상대지수(우)

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	353.5	457.2
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	98.1	423.4	518.0
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	126.0	395.3	482.6
EPS	원	(126,098)	7,447	1,176	3,687	4,502
증감률	%	직지	흑전	(84.2)	213.5	22.1
PER	배	N/A	1.87	23.21	7.40	6.06
PBR	배	2.86	0.44	0.81	0.73	0.65
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.39	9.36	7.07
ROE	%	(279.57)	28.12	3.59	10.35	11.33
BPS	원	15,660	31,823	33,801	37,489	41,991
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>8,982.9</b>	<b>7,070.0</b>	<b>7,299.0</b>
매출원가		13,449.6	9,557.7	8,175.8	6,433.0	6,659.0
매출총이익		(630.4)	1,544.1	807.1	637.0	640.0
판관비		900.5	811.1	102.2	283.5	182.8
<b>영업이익</b>		<b>(1,530.8)</b>	<b>733.0</b>	<b>704.9</b>	<b>353.5</b>	<b>457.2</b>
금융순익		(81.6)	1,403.3	(96.8)	(41.8)	0.4
종속/관계기업순익		5.2	(167.3)	(480.0)	111.6	60.4
기타영업외순익		(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>(1,961.7)</b>	<b>1,189.0</b>	<b>98.1</b>	<b>423.4</b>	<b>518.0</b>
법인세		827.8	543.3	2.7	20.4	26.0
계속사업이익		(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>(2,789.5)</b>	<b>645.8</b>	<b>95.4</b>	<b>403.0</b>	<b>492.0</b>
비자매주주지분 순이익		(55.3)	24.3	(30.6)	7.7	9.3
<b>지배주주순이익</b>		<b>(2,734.1)</b>	<b>621.5</b>	<b>126.0</b>	<b>395.3</b>	<b>482.6</b>
지배주주지분포괄이익		(2,709.5)	527.1	84.6	457.6	558.6
NOPAT		(2,176.9)	398.1	685.3	336.5	434.2
EBITDA		(1,326.2)	885.4	847.6	495.6	599.9
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		(17.0)	(13.4)	(19.1)	(21.3)	3.2
NOPAT증가율		적지	흑전	72.1	(50.9)	29.0
EBITDA증가율		적지	흑전	(4.3)	(41.5)	21.0
영업이익증가율		적지	흑전	(3.8)	(49.9)	29.3
(지배주주)순이익증가율		적지	흑전	(79.7)	213.7	22.1
EPS증가율		적지	흑전	(84.2)	213.5	22.1
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		(4.9)	13.9	9.0	9.0	8.8
EBITDA이익률		(10.3)	8.0	9.4	7.0	8.2
영업이익률		(11.9)	6.6	7.8	5.0	6.3
계속사업이익률		(21.8)	5.8	1.1	5.7	6.7

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(126,098)	7,447	1,176	3,687	4,502
BPS	15,660	31,823	33,801	37,489	41,991
CFPS	(19,512)	25,162	2,882	5,924	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	7,915	4,623	5,596
SPS	591,222	133,034	83,877	65,948	68,084
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	1.9	23.2	7.4	6.1
PBR	2.9	0.4	0.8	0.7	0.7
PCFR	N/A	0.6	9.5	4.6	4.3
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	9.4	7.1
PSR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(279.6)	28.1	3.6	10.3	11.3
ROA	(16.1)	4.7	1.2	4.1	4.9
ROIC	(30.5)	5.9	10.6	5.8	7.9
부채비율	2,184.7	282.7	205.1	165.4	148.4
순부채비율	1,028.0	115.0	92.2	59.9	42.7
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.2	2.1	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		<b>7,999.5</b>	<b>6,651.3</b>	<b>5,020.1</b>	<b>4,933.8</b>	<b>5,514.7</b>
금융자산		426.1	419.2	569.3	1,338.1	1,748.1
현금성자산		224.3	205.8	368.6	1,177.6	1,579.6
매출채권 등		5,094.9	4,508.0	2,019.4	1,615.5	1,696.3
재고자산		1,071.1	743.4	1,376.3	1,101.0	1,156.1
기타유동자산		1,407.4	980.7	1,055.1	879.2	914.2
<b>비유동자산</b>		<b>7,065.3</b>	<b>4,795.5</b>	<b>4,688.6</b>	<b>4,581.4</b>	<b>4,611.7</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	3,958.4	3,967.9	3,976.8
무형자산		73.3	37.3	39.6	38.1	36.6
기타비유동자산		898.4	141.9	114.5	114.5	114.4
<b>자산총계</b>		<b>15,064.8</b>	<b>11,446.8</b>	<b>9,708.7</b>	<b>9,515.2</b>	<b>10,126.4</b>
<b>유동부채</b>		<b>12,368.7</b>	<b>6,143.0</b>	<b>4,001.0</b>	<b>3,600.3</b>	<b>3,680.4</b>
금융부채		5,918.5	2,588.2	1,954.5	1,939.3	1,942.3
매입채무 등		6,279.4	3,493.7	1,888.4	1,510.8	1,586.3
기타유동부채		170.8	61.1	158.1	150.2	151.8
<b>비유동부채</b>		<b>2,036.8</b>	<b>2,313.0</b>	<b>2,526.1</b>	<b>2,330.3</b>	<b>2,369.5</b>
금융부채		1,286.3	1,271.5	1,547.1	1,547.1	1,547.1
기타비유동부채		750.5	1,041.5	979.0	783.2	822.4
<b>부채총계</b>		<b>14,405.5</b>	<b>8,456.1</b>	<b>6,527.1</b>	<b>5,930.6</b>	<b>6,049.8</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>1,026.9</b>	<b>3,393.5</b>	<b>3,622.9</b>	<b>4,018.3</b>	<b>4,500.9</b>
자본금		332.9	538.3	541.0	541.0	541.0
자본잉여금		2,825.6	54.6	18.1	18.1	18.1
자본조정		1,004.6	2,599.0	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액		410.6	293.7	294.2	294.2	294.2
이익잉여금		(3,546.8)	(92.2)	437.5	832.8	1,315.5
<b>비자매주주지분</b>		<b>(367.5)</b>	<b>(402.8)</b>	<b>(441.3)</b>	<b>(433.7)</b>	<b>(424.3)</b>
<b>자본총계</b>		<b>659.4</b>	<b>2,990.7</b>	<b>3,181.6</b>	<b>3,584.6</b>	<b>4,076.6</b>
<b>순금융부채</b>		<b>6,778.6</b>	<b>3,440.4</b>	<b>2,932.3</b>	<b>2,148.2</b>	<b>1,741.3</b>

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>(531.0)</b>	<b>(1,019.9)</b>	<b>805.9</b>	<b>818.8</b>	<b>579.9</b>
당기순이익		(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
조정		2,102.0	1,322.3	135.2	142.0	142.6
감가상각비		204.6	152.4	142.8	142.1	142.7
외환거래손익		48.3	144.9	17.9	0.0	0.0
지분법손익		16.7	171.5	3.2	0.0	0.0
기타		1,832.4	853.5	(28.7)	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동		156.5	(2,988.0)	575.3	273.8	(54.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(282.7)</b>	<b>22.7</b>	<b>(298.2)</b>	<b>5.4</b>	<b>(181.1)</b>
투자자산감소(증가)		(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)		84.8	(83.3)	(173.8)	(150.0)	(150.0)
기타		(79.0)	(176.8)	(161.2)	40.2	(8.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(200.9)</b>	<b>987.9</b>	<b>(346.2)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>3.0</b>
금융부채증가(감소)		(2,712.0)	(3,345.1)	(358.1)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)		1,784.3	(2,565.6)	(33.8)	0.0	0.0
기타재무활동		726.8	6,898.6	45.7	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>162.8</b>	<b>809.0</b>	<b>401.9</b>
Unlevered CFO		(423.1)	2,099.8	308.7	635.0	688.1
Free Cash Flow		(650.8)	(1,128.7)	630.5	668.8	429.9

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

## 대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.10.1	BUY	50,000		
18.3.23	BUY	45,000	-39.89%	-22.33%
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-41.67%	-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	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 10월 28일

## 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 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 10월 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.