

# 대우조선해양 (042660)

## Again 2014, 유가 하락과 VL탱커 발주 증가

### 유가 하락 -> 석유 수요 증가 -> 탱커 발주량 증가

2014년 10월 OPEC의 석유감산 반대성명 발표 이후 국제유가는 배럴당 100달러 수준에서 단숨에 60달러 선으로 급락했다. 이후 곧바로 나타난 현상은 Teekay, Euronav 같은 탱커 선사들의 주가가 단숨에 3배에서 6배 가량 상승했다. 석유가격 하락은 곧 석유수요 증가를 의미하기 때문이다. 가격 하락이 수요 증가를 견인하는 것은 경제법칙이다. 늘어나는 석유 물동량은 곧 탱커 발주량 마저 급격히 늘려주게 된다. 2014년 11월부터 2015년까지 탱커 발주량은 앞선 기간에 비해 큰 폭으로 증가되었다. 당시의 VL탱커 발주량 증가는 현대중공업이 대부분의 수주를 가져갔다. 대우조선해양은 같은 기간 ME-GI가 탑재되는 LNG선 수주를 싹쓸이 하고 있었다.

유가가 더 하락한 2016년에는 IMO Nox Tier II 규제 발효로 모든 선박 발주량이 일시적으로 급감했지만 2017년 발주량 증가에 반응했다. 2018년 유가는 점진적인 상승세를 보이자 탱커 발주량은 소폭 둔화되는 모습을 보여왔다. 최근의 유가 하락이 고착화되거나 더욱 내려가면 지난 2014년 말~2015년과 동일하게 2019년 탱커 발주량은 크게 늘어나게 될 것이다.

### VL탱커 중고선 해체 증가와 VL탱커 신조선가 상승

VL탱커를 비롯해 탱커 해체량은 계속해서 늘어나고 있다. 중고선가에 비해 해체선가 상승폭이 더 크게 움직이고 있기 때문이다. VL탱커 해체선가는 18백만 달러로 선령 15년 중고선가의 58% 수준까지 회복되었다. VL탱커 신조선가는 연초부터 계속 상승해 움직임이 거의 없는 중고선가와 격차도 벌어지고 있다. VL탱커의 하루 연료소모량은 평균 100톤 가량인데 신조선의 연료소모량은 60톤 수준으로 크게 줄어들어 중고선박에 대한 수요는 점점 내려가고 있기 때문이다.

### 대우조선해양의 주력 선박은 LNG선과 VL탱커

대우조선해양의 수주잔고 82척 중 LNG선과 VL탱커 두 개 선종 비중은 75.6% 이다. 두 선종으로 구성된 수주잔고는 반복 건조효과를 극대화시켜 건조 효율성을 높이게 된다. 대우조선해양은 2019년에도 LNG선과 VL탱커의 추가적인 수주를 통해 건조 효율성을 더욱 높여가게 될 것이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(11월 26일): 34,700원

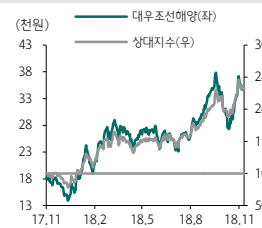
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,083.02
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900
시가총액(십억원)	3,720.0
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	593.9
60일 평균 거래대금(십억원)	19.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.43
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.7 26.0 99.4
상대	22.4 48.8 143.6

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,148.1	7,672.9
영업이익(십억원)	777.6	343.5
순이익(십억원)	383.4	260.0
EPS(원)	3,941	2,586
BPS(원)	37,654	40,345

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
EPS	원	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
증감률	%	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
PER	배	N/A	1.87	17.95	9.07	7.45
PBR	배	2.86	0.44	1.00	0.90	0.81
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.51	10.65	8.12
ROE	%	(279.57)	28.12	5.83	10.49	11.44
BPS	원	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
DPS	원	0	0	0	0	0



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

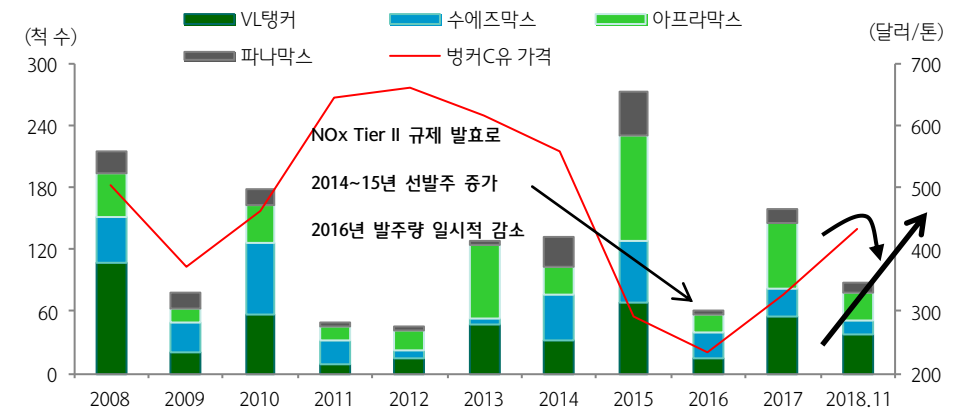
유가 하락은 대우조선해양의 VL탱커 수주 증가의 신호

2014년 하반기 유가 하락기와 유사하게 이번의 유가 하락 역시 대우조선해양의 탱커 수주 늘어날 것

역사적으로 유가 하락은 곧 탱커 수요 증가를 의미해왔다. 더 이상 구리가격 상승을 두고 경기 회복의 신호라 말하지 않듯이, 유가는 리먼사태 이전처럼 글로벌 수요를 대변하지 못하고 있다. 미국 Shale을 비롯한 공급 경쟁이 유가 하락을 유도하고 있고 이는 석유 수요 증가를 이끌고 있다. 지난 2014년 하반기와 동일하게 이번에도 유가 하락은 전반적인 탱커 발주량 증가를 불러오게 될 것이다. 누적 VL탱커 인도실적 1위 조선소인 대우조선해양이 이번의 탱커 발주 증가의 수혜의 상당부분을 가져가게 될 것이다.

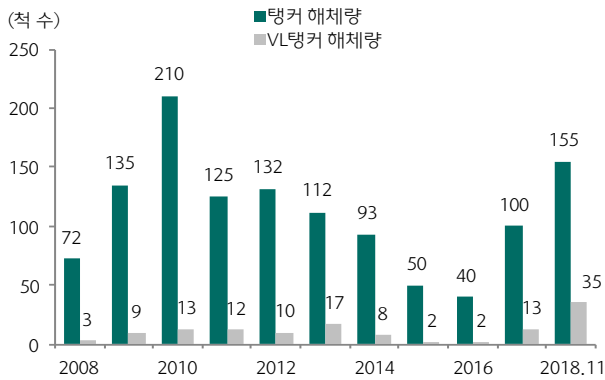
그림 1. 유가 하락할때마다 탱커 발주량 증가

유가 하락 -> 석유 수요 증가  
-> 탱커 발주량 증가



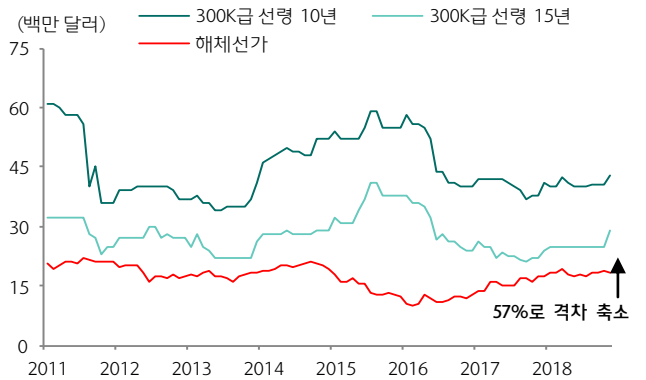
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 해체선가 상승으로 탱커 해체량 증가



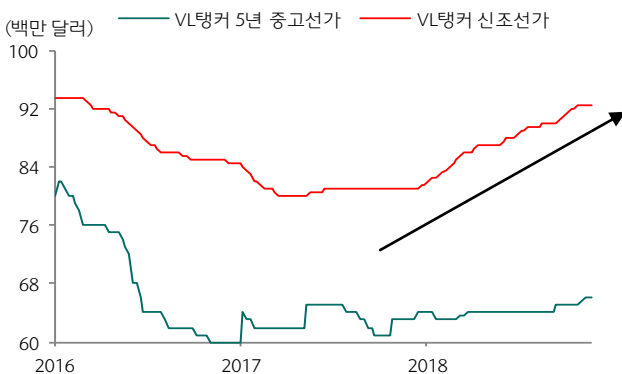
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 중고선가 대비 해체선가 상승 확대



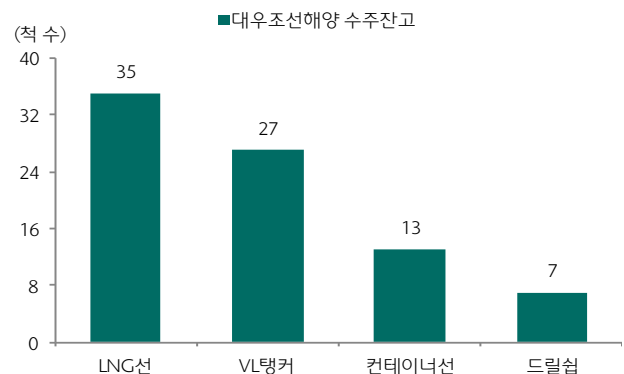
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. VL탱커 신조선가는 상승, 중고선가는 정체



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 5. 대우조선해양 수주잔고는 VL탱커와 LNG선 중심으로 구성



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

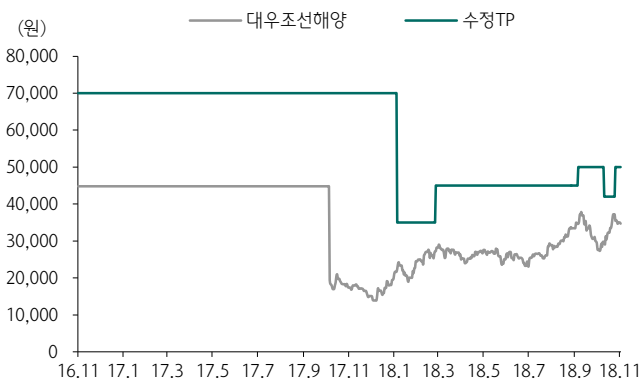
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(474.1)	107.9	54.0
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
법인세	827.8	543.3	20.7	13.4	16.6
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
비지배주주지분 순이익	(55.3)	24.3	(29.0)	7.9	9.7
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	178.4	474.7	577.8
NOPAT	(2,176.9)	398.1	716.1	348.0	449.0
EBITDA	(1,326.2)	885.4	942.3	501.3	606.4
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(17.8)	(21.3)	3.3
NOPAT증가율	적지	흑전	79.9	(51.4)	29.0
EBITDA증가율	적지	흑전	6.4	(46.8)	21.0
영업이익증가율	적지	흑전	9.1	(55.1)	29.1
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(66.7)	98.1	21.7
EPS증가율	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	9.5	9.0	8.8
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	10.3	7.0	8.2
영업이익률	(11.9)	6.6	8.8	5.0	6.3
계속사업이익률	(21.8)	5.8	2.0	5.8	6.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
BPS	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
CFPS	(19,512)	25,162	3,821	5,942	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	8,798	4,676	5,656
SPS	591,222	133,034	85,182	66,991	69,179
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	18.0	9.1	7.5
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	9.1	5.8	5.4
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.5	10.7	8.1
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	5.8	10.5	11.4
ROA	(16.1)	4.7	1.9	4.2	5.0
ROIC	(30.5)	5.9	11.1	6.0	8.1
부채비율	2,184.7	282.7	200.0	161.1	144.4
순부채비율	1,028.0	115.0	87.3	55.7	38.8
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.7	2.1	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	5,102.6	5,031.4	5,629.2
금융자산	426.1	419.2	651.8	1,435.8	1,862.6
현금성자산	224.3	205.8	451.2	1,275.3	1,694.0
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	879.1	914.2
비유동자산	7,065.3	4,795.5	4,688.6	4,581.4	4,611.7
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
자산총계	15,064.8	11,446.8	9,791.3	9,612.8	10,240.9
유동부채	12,368.7	6,143.0	4,001.0	3,600.3	3,680.4
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
비유동부채	2,036.8	2,313.0	2,526.1	2,330.3	2,369.5
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
부채총계	14,405.5	8,456.1	6,527.1	5,930.6	6,049.8
지배주주지분	1,026.9	3,393.5	3,704.0	4,114.0	4,613.3
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)	518.5	928.6	1,427.8
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(439.8)	(431.8)	(422.2)
자본총계	659.4	2,990.7	3,264.2	3,682.2	4,191.1
순금융부채	6,778.6	3,440.4	2,849.7	2,050.6	1,626.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	888.5	833.9	596.8
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
조정	2,102.0	1,322.3	135.3	142.1	142.7
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	(28.6)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	575.3	273.8	(54.7)
투자활동 현금흐름	(282.7)	22.7	(298.2)	5.4	(181.1)
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)
재무활동 현금흐름	(200.9)	987.9	(346.2)	(15.2)	3.0
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
현금의 증감	(1,011.7)	(18.5)	245.4	824.1	418.8
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	409.2	637.0	688.2
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	713.1	683.9	446.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	50,000		
18.11.5	BUY	42,000	-21.61%	-11.43%
18.10.1	BUY	50,000	-36.09%	-24.30%
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 투자 의견 비율공시

• 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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.3%	4.9%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2018년 11월 26일

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 11월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 11월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.