

대우조선해양 (042660)

세계에서 검증된 방산기술, 대우조선 잠수함

One shot, one hit, one kill

1999년 탠덤트리스트 훈련에서 단 한번도 격침된 사례가 없는 미국 순양함 오클라오마시티가 대우조선해양이 건조한 209급 (1200톤)잠수함이 발사한 어뢰 한발에 격침되면서 209급 잠수함은 'One shot, one hit, one kill'이라는 극찬을 받게 된다. 2004년 림팩(환태평양군사훈련)에서는 10만톤급 미국 최신예 원자력 잠수함과 15척의 수상함을 격침하고도 마지막까지 모습을 드러내지 않은 잠수함 역시 대우조선해양이 건조한 잠수함이였다. 한국의 방산무기 중 유일하게 실전 경험에서 성능이 검증된 무기는 대우조선해양 잠수함이다.

대우조선해양은 국내에서 최초로 잠수함 건조를 시작했으며 최초로 해외 수출도 달성했다. LNG선과 탱커, 컨테이너 같은 일반 상선과 더불어 특수선 분야에서도 대우조선해양은 한발 앞서나가는 모습을 보여오고 있다.

잠수함 건조기술의 핵심, 완벽한 진원과 특수소재 용접

잠수함 건조기술의 핵심은 선체가 완벽한 진원(동그라미)을 구현하는 것과 HY100강과 같은 특수소재의 고난도 용접기술이다. 잠수함 선체는 강도가 3배 강한 특수강으로 원을 만들면서 시작한다. 완벽한 원으로 뼈대를 만들고 곁에 단단한 외형을 입혀 이중선체를 만들면 엄청난 수압을 견디는 실린더가 완성된다. 실린더 내부에 특수 장비를 탑재하고 함수와 함미를 연결하면 잠수함이 완성된다. 실린더가 진원을 이루지 못하게 되면 선체가 찌르러 지는 위험이 발생되므로 완벽한 진원을 이루기 위한 특수소재의 고난이도 용접기술이 매우 중요하다.

수심이 얇은 동남아지역, 대우조선해양 디젤 잠수함이 최적

War game에서 미국 잠수함이 대우조선 잠수함에 패하는 이유는 간단하다. 미국은 대양해군으로 원자력 잠수함만을 운용한다. 원자력 잠수함은 소음이 심하다. 스탠터빈을 구동할 때와 원자로 냉각수를 가동할 때 엄청난 소음이 발생된다. 반면 디젤 잠수함은 배터리로 기동하므로 소음이 거의 없다. 특히 대우조선의 214급(1800톤)은 AIP(공기불요추진) 기술이 적용돼 한국에서 하와이까지 잠항으로만 왕복이 가능할 정도로 전략적 가치가 높다. 동남아해역의 얇은 수심은 실전 경험을 갖춘 대우조선해양의 중소형급 디젤 잠수함 수요를 높이고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(12월 18일): 37,150원

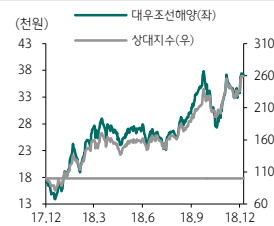
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,062.11	
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900	
시가총액(십억원)	3,982.7	
시가총액비중(%)	0.33	
발행주식수(천주)	107,205.8	
60일 평균 거래량(천주)	677.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	22.6	
18년 배당금(예상, 원)	0	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	11.21	
주요주주 지분율(%)		
한국산업은행 외 3인	56.08	
하나은행	8.41	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(0.1)	52.6 125.8
상대	1.3	75.8 171.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,037.2	7,756.7
영업이익(십억원)	799.7	376.0
순이익(십억원)	314.9	301.5
EPS(원)	3,242	2,667
BPS(원)	37,489	40,265

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	19.22	9.71	7.98
PBR	배	2.86	0.44	1.08	0.97	0.86
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.78	11.17	8.56
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@hanafin.com

AIP기술 적용된 214급 잠수함
잠항으로만 한국과 하와이 왕복 가능

수심 얇은 동남아 해역에서
디젤 잠수함 전략적 가치 높다

동남아 국가 중 인도네시아가
대우조선 잠수함에 가장 적극적

대우조선해양에 의해
한국은 세계에서 5번째로
잠수함 수출국으로 부상

얕은 수심의 동남아 해역은 대우조선 디젤 잠수함이 활동할 최적의 장소

2차 세계 대전 당시 독일 퇴니스 제독은 잠수함 함대(U-Boat)를 활용해 대영제국의 거함들을 격침시키면서 잠수함의 전략적 가치를 전세계에 증명했다. 잠수함이 갖는 전략적 가치는 은밀함에 있다. 그런 면에서 수심이 얇고 섬과 산호들로 둘러싸인 한반도 해안과 동남아 해역은 대우조선해양이 건조하는 214급 디젤 잠수함이 활동하기에 최적의 조건이 되고 있다.

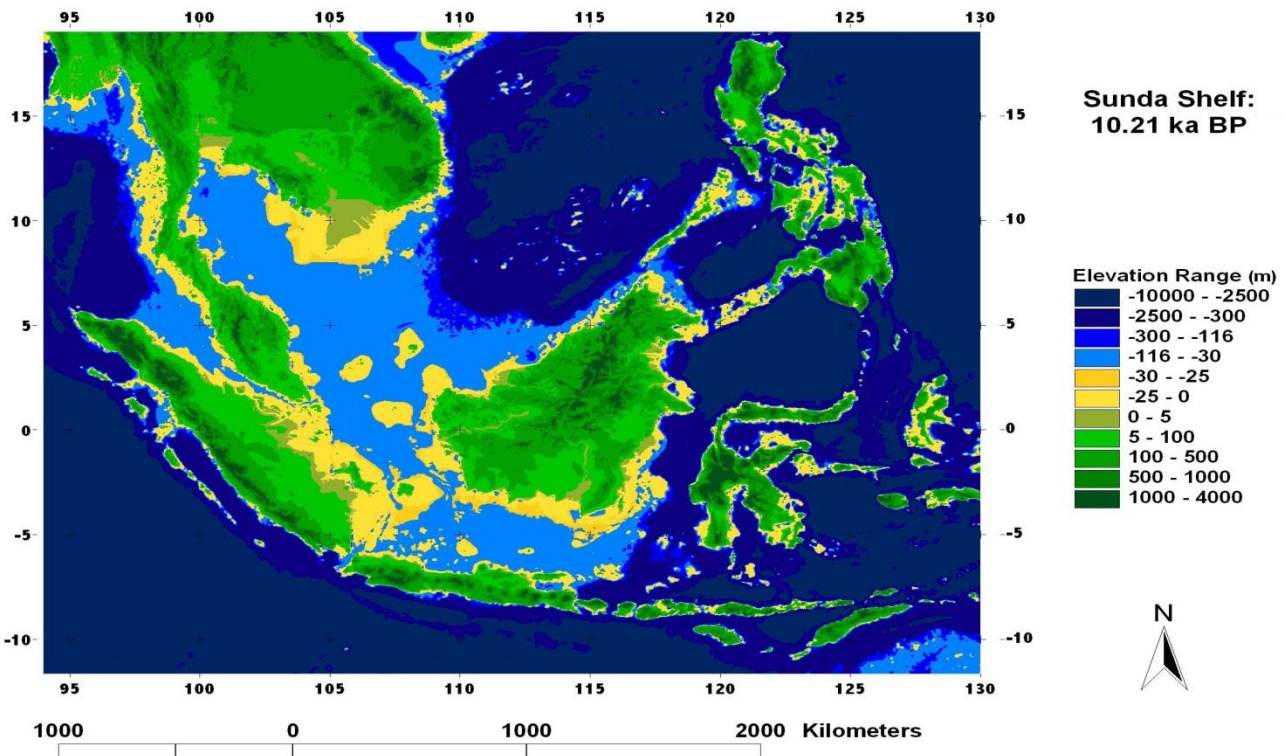
특히 214급에 적용되고 있는 AIP(공기불요추진: Air independent propulsion)은 물의 전기분해를 역이용한 원리로 수소와 산소를 촉매로 백금과 팔라듐을 가해 물과 함께 전기를 발생시키는 것으로 이때 소음이 거의 발생되지 않는다. 따라서 기존 디젤 잠수함이 2~3일 간격으로 배터리 충전을 위해 수면위로 부상(스노클 운항)하는 단점을 개선한 것으로 214급 잠수함은 한국에서 하와이까지 잠항으로만 왕복이 가능할 정도로 전략적 가치가 높아 동남아 국가들에게 큰 인기를 끌고 있다.

동남아 국가 중 인도네시아는 대우조선해양에 2차례의 창정비를 맡긴후 잠수함 신조선 발주를 주고 있다. 이로써 대우조선해양 잠수함은 독일, 러시아, 프랑스, 스웨덴에 이어 세계에서 5번째로 잠수함을 수출하는 국가로 올라서는데 그 역할을 기여하고 있다.

잠수함은 보통 30년을 운용하게 되며 8년마다 창정비(신조선에 가까운 개조작업) 후 퇴역하게 된다. 디젤 잠수함에는 480개의 배터리가 탑재되는데 배터리 수명이 다하는 8년마다 선체의 절반을 쪼개 배터리 및 주요 장비를 모두 교체하는 창정비를 수행하게 된다. 대우조선해양은 우수한 잠수함 건조 능력과 실전에서의 성능 검증으로 해외에서 건조된 잠수함의 창정비 수주도 받아내고 있다.

대우조선해양의 특수선 분야에서의 앞선 기술력은 기업가치를 더욱 높이는 프리미엄 요인으로 바라볼 필요가 있다.

그림 1. 수심이 얇은 동남아 해역에서 디젤 잠수함은 '형체 없는 유령'이라는 별칭이 붙을 정도로 전략적 가치가 높다



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

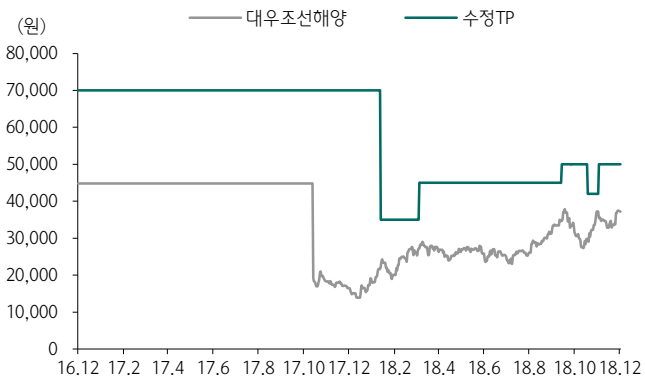
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4	
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0	
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4	
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7	
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7	
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8	
중속/관계기업손익	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	19.2	9.7	8.0	
PBR	2.9	0.4	1.1	1.0	0.9	
PCFR	N/A	0.6	9.7	6.3	5.8	
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.8	11.2	8.6	
PSR	0.1	0.1	0.4	0.6	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						
	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 현금흐름	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	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	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 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	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 12월 19일

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 12월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 12월 19일 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.