

# 대우조선해양 (042660)

## 잠수함 사업, 핵심은 해외수주에 있다

### KF-X에 소극적인 인도네시아, 대우조선 잠수함에는 적극적

인도네시아는 분담금 납입을 지연하는 등 한국형 전투기 사업(KF-X)에 받을 때는 모습을 보이고 있지만 반대로 대우조선해양 잠수함에 대해서는 아주 적극적인 모습을 보이고 있다. 인도네시아는 2011년 대우조선해양에 (1,400톤으로 개량된)209급 잠수함 3척을 발주한 데 이어 이번에는 214급 (1800톤) 잠수함 3척에 대한 추가 발주를 진행하고 있다. 3척의 수주금액은 총 1.2조원으로 2011년과 동일한 조건이 될 것으로 전망된다. 이는 한국 방산수출 역사상 최대규모의 실적이다. 인도네시아는 섬과 산호가 많은 지형으로 항공기 운용이 어려우며 얇은 수심으로 중형 디젤잠수함 운용에 최적의 지리조건을 갖고 있다.

### 2011년 독일 원천기술사를 제치고 대우조선해양이 수주

지난 2011년 인도네시아 잠수함 수주경쟁에서 대우조선해양은 재래식(디젤-전기추진)잠수함 분야 세계 최강자이자 209급 잠수함 기술을 전수해준 원천기술사 독일 H.D.W와 직접 맞붙었다. 결과는 대우조선해양이 3척 전량 수주를 가져가면서 당시 유럽 조선업체를 큰 충격에 빠트린 바 있다. RIMPAC훈련 등에서 대우조선의 잠수함이 미국의 전함과 원자력 잠수함을 격침하는 실전 전투능력의 검증과 독일 H.D.W 잠수함보다 소음을 더욱 낮춘 기술적 진보가 대우조선해양이 잠수함 수주를 가져간 배경이다. 대우조선해양의 잠수함 기술력은 원천기술사와의 경쟁을 압도할 정도로 세계가 인정하고 있다.

### 검증된 방산기술은 Valuation premium 요인

방산무기의 상용화는 기술력의 지표로 설명할 수 있다. 그 중에서 방산무기의 해외수출은 무기 판매 후 약 20년에 가까운 긴 시간 동안 정비수요를 이끌어낼 수 있다는 점에서 수익성은 대단히 높은 것으로 볼 수 있다. 한국의 여러 방산 무기들이 해외수출을 시도하고 있지만 대우조선해양의 잠수함은 이미 실전에서 성능이 검증돼 해외수주에 성공했으며 해외 창정비 수주도 받아내고 있다. 대우조선해양의 이런 높은 기술력은 기업가치를 높이는 분명한 Premium 요인으로 바라볼 필요가 있다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(12월 21일): 34,700원

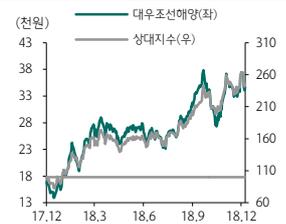
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,061.49	
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)	676.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	22.6	
18년 배당금(예상, 원)	0	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	10.76	
주요주주 지분율(%)		
한국산업은행 외 3인	56.08	
하나은행	8.41	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(2.0)	45.5 134.5
상대	(1.3)	65.0 176.4

#### 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	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

추정 재무제표

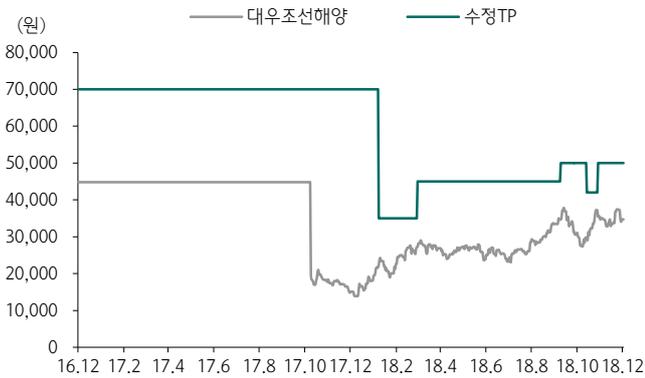
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	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

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 24일

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 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 12월 24일 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.