

# 대우조선해양(042660)

## 2019년에는 현금이 왕창 들어온다

### 미인도 드릴쉽 6척 인도대금 2.7조원은 시가총액 대비 73%

대우조선해양은 지난주 소난골 드릴쉽 2척의 매각을 확정하면서 미인도 6척의 드릴쉽 인도일정을 모두 확정 지었다. 6척의 인도일정은 2019년 3척, 2020년 1척, 2021년 2척이다. 이중 소난골 드릴쉽 2척은 2019년 1월과 3월에 인도될 예정이며 척 당 4,500억원의 현금 유입이 예상된다. 2021년까지 6척의 드릴쉽을 모두 인도하게 되면 합계 2.7조원 규모의 현금 유입이 예상된다. 이는 현재 시가총액 3.7조원의 73% 수준이며 현재 순차입금 3조원의 90%에 해당된다. 2.7조원의 절반가량인 1.3조원 수준의 대규모 현금이 2019년에 유입될 전망이다.

### 높은 현금창출효과 기대되는 해외 잠수함 수주사업

1년전 침몰한 아르헨티나 잠수함 ARA 산후안이 두 달 전에 발견되었다. 2008년 이후 10년 만에 창정비(가운데 절단 후 내부장비 교체)가 도래한 ARA 산후안은 지난해 209급 잠수함 최고 실력자인 대우조선해양에 창정비를 의뢰했지만 대우조선해양은 넘쳐나는 주문량으로 이를 거절해 ARA 산후안은 침몰 사고를 겪게 된다. ARA 산후안은 독일 H.D.W에게서 1982년에 도입한 209급 잠수함이다. 대우조선해양은 2003년과 2009년 인도네시아로부터 창정비 수주를 계약해 완벽한 정비를 마친 후 2011년 209급(1,400톤) 잠수함 3척의 신조 주문을 받아 낸바 있다. 현재는 214급(1,800톤) 3척(총 1.2조원)의 추가 수주를 눈 앞에 두고 있다. 대우조선해양의 잠수함 해외수출사업은 수익성이 보장되는 사업이며 수명이 다할 때까지 주기적인 정비수요를 가져올 수 있다는 점에서 현금창출효과가 크다.

### 주가 상승 동력은 수익성이 아닌 현금흐름이 견인

조선업 주가는 현금흐름 개선이 상승을 이끌어왔다. 대우조선해양은 2021년까지 인도될 6척의 드릴쉽과 해외 잠수함 수주 사업을 통해 현금흐름이 더욱 개선될 전망이다. 일반 상선과 동일하게 인도네시아 잠수함 예상 수주량은 3척이라는 점에서 반복건조로 인한 안정적인 수익성이 기대된다. 선박건조 사업은 선종에 따른 수익성 비교는 무의미하며 동일 선종의 대량 수주와 반복건조를 통해 수익성을 높이는 산업구조를 갖고 있다. 대우조선해양은 국내 18척(209급 9척, 214급 9척) 잠수함 건조경험과 인도네시아에 209급 3척 수출경험을 갖고 있다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(1월 2일): 33,300원

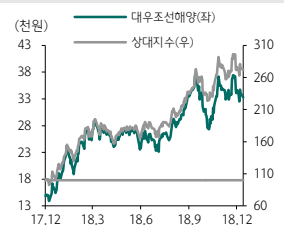
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.00
52주 최고/최저(원)	37,850/15,350
시가총액(십억원)	3,570.0
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	660.7
60일 평균 거래대금(십억원)	22.0
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.93
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.4 31.1 116.9
상대	5.8 48.2 167.6

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,037.2	7,756.7
영업이익(십억원)	799.7	389.1
순이익(십억원)	318.6	319.5
EPS(원)	3,272	2,817
BPS(원)	37,524	40,467

#### 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	17.67	8.71	7.15
PBR	배	2.86	0.44	0.99	0.87	0.77
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.44	10.35	7.87
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

조선업 주가 상승을 이끄는 요인은 영업이익률이 아닌 현금흐름의 개선

미인도 드릴십의 매각확정과 해외 잠수함 수주는 대우조선해양의 현금흐름을 더욱 개선시킬 전망

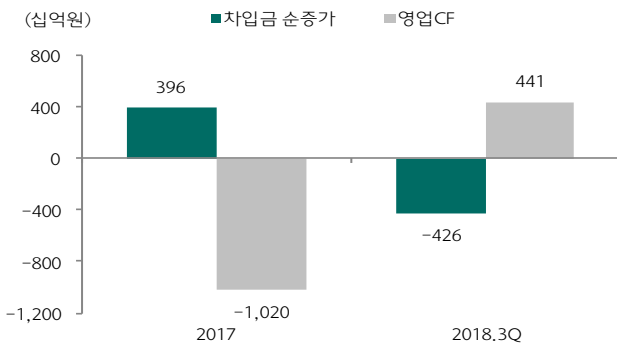
역사적으로 조선업 주가상승은 현금흐름 개선이 견인해왔다

대우조선해양은 해양플랜트 수주잔량이 줄어들고 LNG선과 VL탱커 중심의 단일선종의 반복 건조를 통해 현금흐름이 개선되는 모습을 보이고 있다. 역사적인 조선업 주가는 현금흐름이 개선되고 차입금이 감소될수록 높은 주가 상승을 보여왔다.

대우조선해양은 미인도 드릴십 6척의 인도일정을 모두 확정지음에 따라 2019년에 대규모 현금 유입이 예상된다. 6척의 미인도 드릴십 중 3척이 2019년에 인도될 예정이며 척 당 4~4.5천억원의 현금이 유입될 것으로 기대된다.

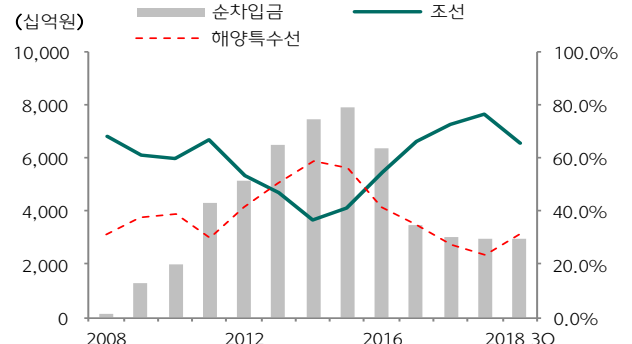
기대되고 있는 인도네시아 잠수함 수주량이 3척이라는 점에서 수익성과 현금흐름 개선이 기대된다. 시리즈 수주를 통한 반복건조가 조선업 수익성 향상의 기본이기 때문이다. 잠수함 해외수주는 안정적인 정비수요까지 가져올 수 있다는 점에서 높은 현금창출효과가 기대된다.

그림 1. 개선된 대우조선해양 현금흐름



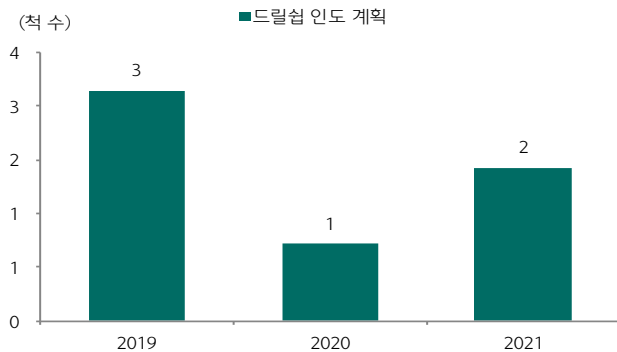
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 2. 해양 매출비중 내리거면서 순차입금 3조원 수준으로 감소



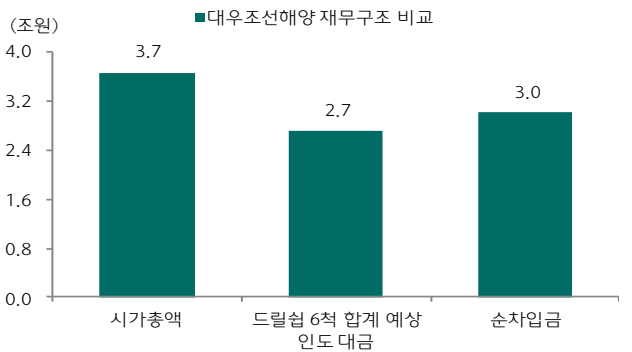
자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 3. 미인도 드릴십 6척 매각 확정과 인도계획



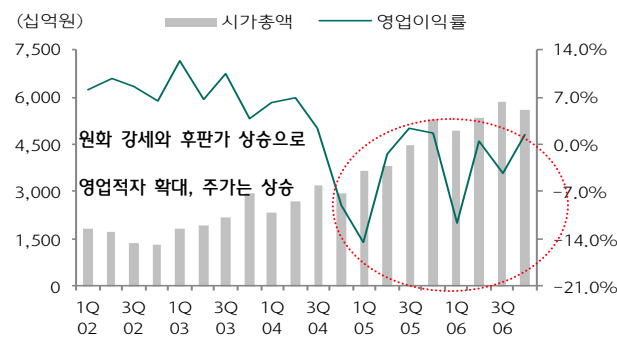
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. 미인도 드릴십 6척의 합계 예상 인도대금은 2.7조원



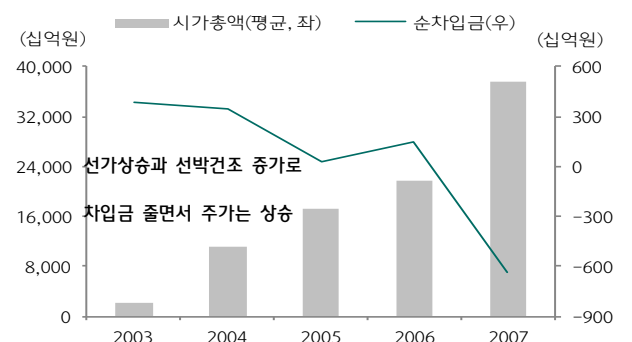
자료: 기업 자료, 하나금융투자 추정

그림 5. 2002-2006 영업이익률 적자에도 대우조선 시가총액 상승



자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 6. 대우조선해양 시가총액 상승 배경은 순차입금 감소(현금 증가)



자료: 기업 자료, 하나금융투자

추정 재무제표

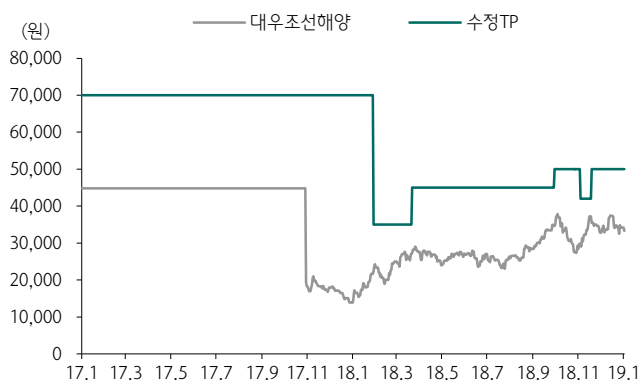
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	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
비배주주지분 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
주기지표(배)					
PER	N/A	1.9	17.7	8.7	7.2
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	8.9	5.6	5.2
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	10.4	7.9
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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 1월 3일

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 2019년 01월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2019년 01월 03일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.