

대우조선해양 (042660)

VL탱커 리세일 선가는 신조선가 상회

탱커 수요 증가를 반영하는 리세일 선가 상승

최근 VL급 원유 운반선의 리세일(Resale)선가는 94백만 달러로 신조선가 92.5백만 달러를 상회했다. 건조중인 선박이 신조선 가격보다 더 높은 시세로 매각될 정도로 탱커선박에 대한 선주들의 수요는 높아지고 있다. 지난 1년간 VL탱커 신조선가는 13.5% 상승했고 리세일선가는 11.9% 상승했다. VL탱커 수요가 늘어나고 있는 이유는 크게 두 가지 이유이다. 첫째 유가 하락으로 인한 석유 물동량 증가이며 둘째는 대우조선해양이 새로이 내놓은 Newly designed Eco-ship에 대한 교체수요이다. 지난해 하반기 유가는 하락세를 보이면서 탱커 운임은 선종에 따라 3~5배 상승했다. 지난해 탱커 선 해체량은 최근 10년 동안 가장 많은 수준으로 늘어났다.

2018년 VL탱커 해체량 33척으로 최근 10년간 최대 실적

지난해 VL 탱커 해체량은 33척으로 지난 10년 동안 가장 많은 해체실적을 보였다. 리세일선가가 신조선가를 상회할 정도로 선박 수요가 높아지고 있는 가운데 해체량이 늘어나고 있는 이유는 중고선과 비교해 신조선의 연비 경쟁력이 월등히 높기 때문이다. VL탱커 중고선의 하루 연료 소모량은 평균 하루 100톤(한국 선박은 약 90톤, 중국 선박은 약 110톤)이다. 하지만 대우조선해양은 2014년 하반기부터 내놓은 새로운 VL탱커의 하루 연료 소모량은 65톤 이하로 내려갔다. 이를 시작으로 VL탱커 교체수요가 나타나기 시작했다. LNG선 시장에서도 물동량의 성장과 운임의 급등에서 스팀터빈을 달고 있는 Moss LNG선이 퇴출되어 가듯이, VL급 원유 운반선 역시 연비가 좋지 못한 중고선이 퇴출되고 새로운 선형의 신조선 VL탱커 수요가 늘어나고 있는 것이다. 이런 가운데 낮아진 유가는 석유 물동량과 탱커 수요를 단기에 높임에 따라 선주들은 이미 건조되고 있는 선박을 신조선 가격보다 더 높은 시세를 지불하고 가져가려는 움직임을 보이고 있다.

VL탱커 1위 조선소 역시 대우조선해양

대우조선해양은 LNG선 뿐 아니라 VL탱커 분야에서도 가장 앞선 경쟁력을 갖고 있다. 누적 VL탱커 건조량 1위 역시 대우조선해양이며 지난해 수주 1위 조선소도 대우조선해양이 차지했다. 올해도 더욱 늘어난 VL탱커 수주실적이 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(1월4일): 33,300원

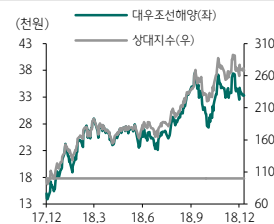
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25	
52주 최고/최저(원)	37,850/15,400	
시가총액(십억원)	3,570.0	
시가총액비중(%)	0.30	
발행주식수(천주)	107,205.8	
60일 평균 거래량(천주)	653.8	
60일 평균 거래대금(십억원)	21.7	
18년 배당금(예상, 원)	0	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	10.97	
주요주주 지분율(%)		
한국산업은행 외 3인	56.08	
하나은행	8.41	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(2.9)	31.6 101.8
상대	2.1	48.3 147.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,028.9	7,756.7
영업이익(십억원)	791.2	363.0
순이익(십억원)	324.2	300.4
EPS(원)	3,336	2,630
BPS(원)	37,914	40,672

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

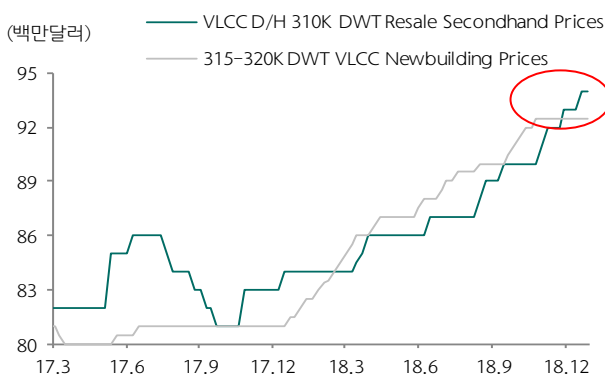
LNG선과 VL탱커 중심의 단순화된 수주잔고

대우조선해양의 주력 선박
VL탱커의 2019년 발주 전망 긍정적

VL탱커 리세일 선가는
신조선가를 상회

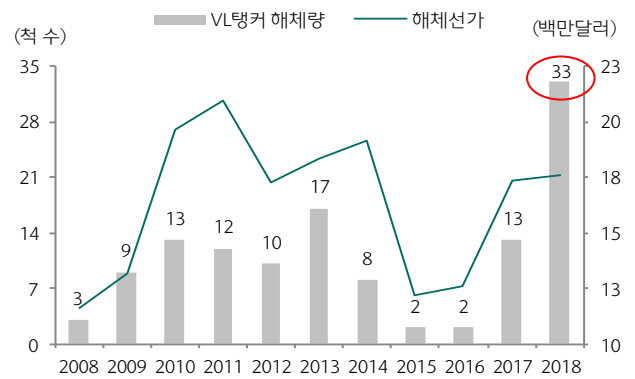
대우조선해양의 수주잔고는 LNG선과 VL탱커 두 개 선종으로 단순화되어 있다. 2019년에도 동일 선종인 LNG선과 VL탱커 수주를 늘릴수록 대우조선해양의 영업실적은 더욱 호전되는 모습을 보이게 될 것이다. 동일 선종의 반복 건조는 조선업 수익성 향상의 기본이기 때문이다. 이런 가운데 최근 VL탱커 리세일 선가가 신조선 선가를 상회하고 있는 상황은 대우조선해양의 2019년 VL탱커 수주가 더욱 늘어날 것을 암시하고 있다. 선주들은 건조중인 VL탱커를 신조선 가격보다 더 높은 시세를 주고 선박을 인도 받아갈 정도로 VL탱커 수요는 높은 상황이기 때문이다. 게다가 지난해 VL탱커 해체량은 최근 10년간 역사적 최대 수준으로 늘어났다.

그림 1. VL탱커 리세일 선가는 최근 신조선가를 상회



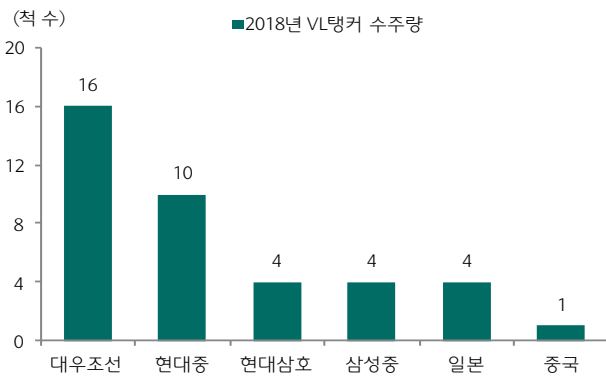
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 지난해 VL탱커 해체량은 역사적 최대 수준으로 증가



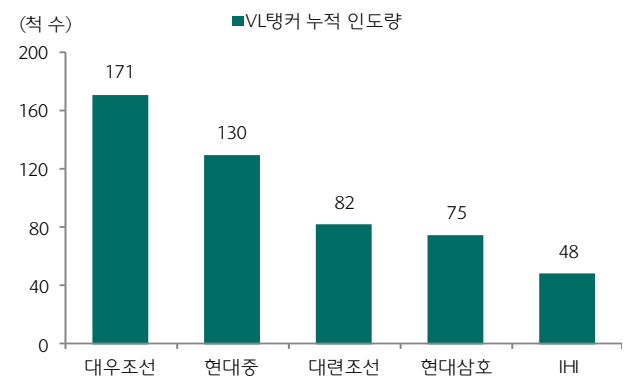
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 2018년 조선소별 VL탱커 수주실적 정리



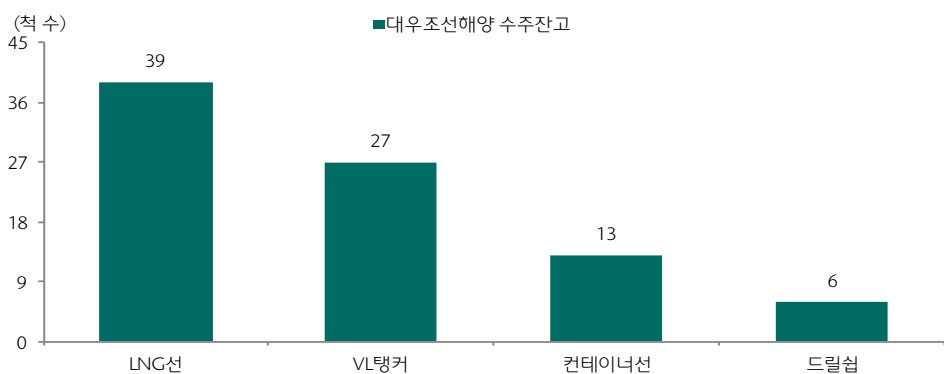
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. 역사적 VL탱커 인도실적 비교



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 5. LNG선과 VL탱커 두 개 선종으로 단순화된 대우조선해양 수주잔고



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

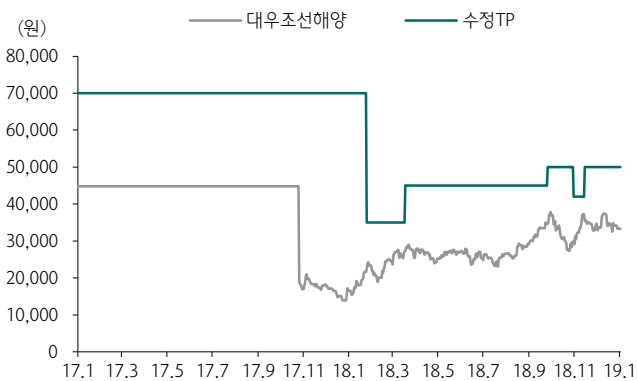
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	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	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 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: 2019년 1월 4일

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 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2019년 01월 07일 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.