

대우조선해양(042660)

VL탱커 연속 수주, 반복건조 극대화 노린다

VL탱커 4척 수주 계약, 동일 선종의 반복건조 극대화

대우조선해양은 전일 VL급 초대형 유조선 4척을 적당 91.5백만 달러의 가격으로 계약한 것을 공시했다. 클락슨에서 표시하고 있는 VL탱커 선가는 92.5백만 달러이다. 대우조선해양의 이번 수주선가는 최근 두 달 사이 9.1% 가량 하락한 철강가격을 반영하고 있다. 조선업과 같은 중공업 산업은 발주처가 Global giant의 위상을 갖고 있어 조선소의 건조원가에 대해 정통하다는 특징을 갖고 있다. 따라서 선가가 오르고 내린다는 것은 원자재 가격의 변동을 반영하는 것이다. 역사적으로 철강가격과 VL탱커 신조선가의 상관도는 80%를 보이고 있다. 이번에 수주한 VL탱커는 4척이라는 점과 수주잔고의 절반 이상을 채우고 있는 선종과 동일하다는 점에서 반복건조 효과가 극대화 될 것이다.

Resale 선가는 신조선가를 상회, 선박 수요 증가를 의미

VL탱커 신조선가는 철강가격 하락이 반영돼 상승세가 둔화되었지만 건조중인 선박을 가져가려는 수요가 반영되는 Resale 선가는 오히려 상승세가 지속되고 있다. 유가 하락으로 인한 석유 물동량 증가와 탱커 해체량 증가로 인한 선박 공급 축소가 선주들로 하여금 납기가 짧은 신조선박에 대한 수요를 높이고 있는 것이다. VL탱커에 대한 수요가 높아지고 있는 가운데 원자재 가격 하락이 반영된 신조선가의 상승세 둔화는 선주들의 발주 움직임을 더욱 활발하게 해주게 될 것이다.

조선업 수익성의 기본은 동일 선종의 반복건조

선박 건조사업의 수익성은 기본설계능력에서 비롯되며 동일 선종의 반복건조를 통해 수익성 향상이 극대화된다. 단위 시간당 선박 인도량을 늘리면 인도대금의 유입으로 현금흐름이 개선되고 기업가치는 상승한다. 선가 상승은 원자재 가격 인상을 용인하면서 선박을 발주하려는 선주들의 움직임을 반영하는 것이므로 직접적인 수익성 향상과는 다소 거리가 있다. 선박 건조 마진은 선종별 마진 혹은 선가 상승에 따른 향상이 아닌 동일 선종을 몇 척 건조했을 때부터 향상되는 것인지에 대한 고민이다. 대우조선해양의 수주잔고의 대부분은 LNG선과 VL탱커로 채워져 있으며 동일한 설계도를 바탕으로 여러 선주들에게 연속 수주를 받아내고 있다. 반복건조의 극대화가 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(1월 14일): 32,300원

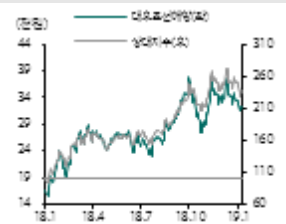
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.52
52주 최고/최저(원)	37,850/17,300
시가총액(십억원)	3,462.7
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	614.5
60일 평균 거래대금(십억원)	20.4
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.96
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.6) 26.9 86.7
상대	(13.4) 42.1 125.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,055.6	7,756.7
영업이익(십억원)	794.2	368.3
순이익(십억원)	261.4	297.0
EPS(원)	2,820	2,608
BPS(원)	37,370	40,114

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	8.46	6.95
PBR	배	2.86	0.44	0.99	0.84	0.75
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.44	10.15	7.71
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 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 장대익
02-3771-8009
daeik@hanafn.com

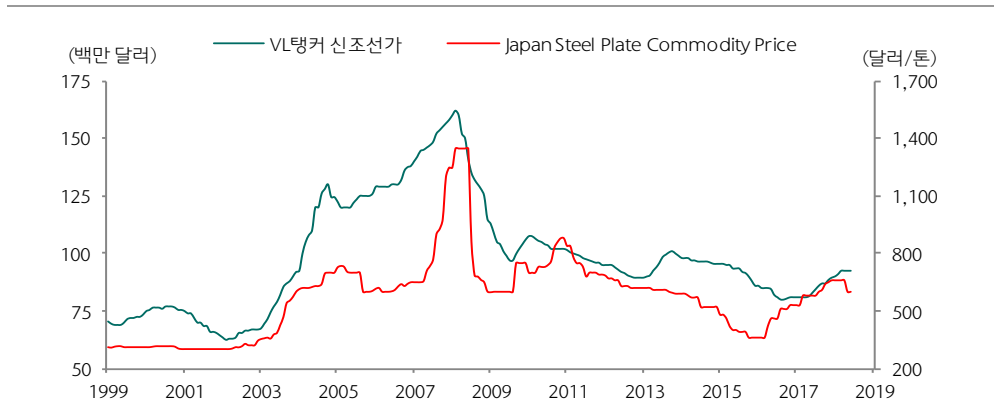
조선업 수익성의 기본은
기본설계능력과 반복건조 효과

VL탱커의 연속 수주를 통해
선박건조 마진 더욱 향상될 전망

VL탱커의 연속 수주와 반복건조 효과

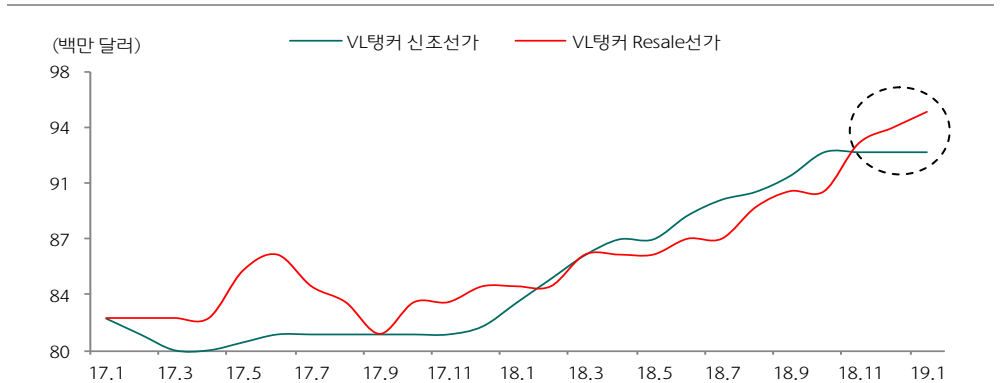
조선업 수익성의 기본은 기본설계능력과 동일 선종의 반복건조 효과이다. 수주선가의 높고 낮음이 아닌 동일한 선종을 몇 척 지었을 때부터 선박 건조마진이 달라지는 지가 중요한 것이다. 선박 건조원가의 설계비용은 대부분 초기 호선에 대부분 배분되기 때문이다. 일례로 대우조선해양이 건조하고 있는 Yamal LNG선의 건조 수익성이 좋은 이유는 선가가 척당 3 억불을 상회하기 때문이 아닌 총 16척 건조에 따른 반복건조 효과 때문이다. 실제로 Yamal LNG선 건조 호선이 늘어날수록 안벽 작업기간이 줄어드는 등 건조원가는 내려가고 있다. 이번에 수주한 VL탱커는 척수가 4척이라는 점과 이미 대우조선해양이 수주잔고의 절반 가까이 채우고 있는 선종과 동일하다는 점에서 반복건조 효과는 더욱 높아질 것으로 기대된다.

그림 1. 역사적으로 철강가격과 VL탱커 신조선가 상관도는 80%



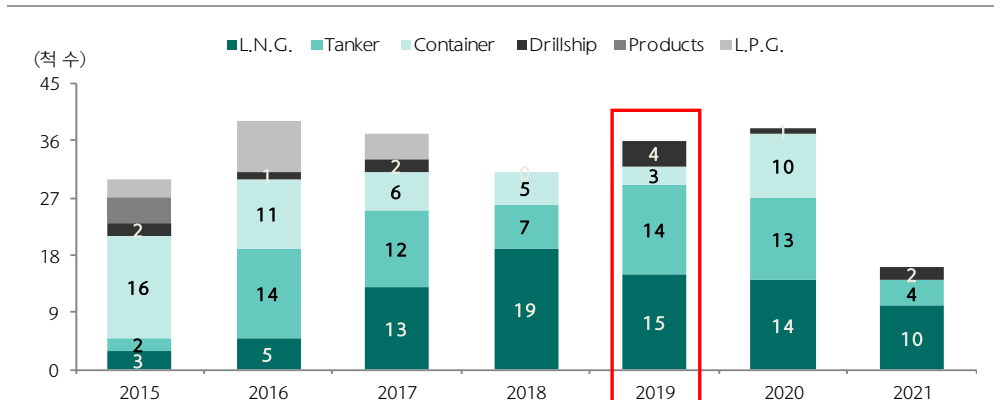
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. VL탱커 리세일 선가와 신조선가 격차 확대 - 납기가 짧은 선박에 대한 선주들의 수요 증가 의미



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 2019년 인도 선박은 LNG선과 VL탱커 두 개 선종으로 단순화



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
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	8.4	6.9
PBR	2.9	0.4	1.0	0.8	0.8
PCFR	N/A	0.6	8.9	5.4	5.0
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	10.1	7.7
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

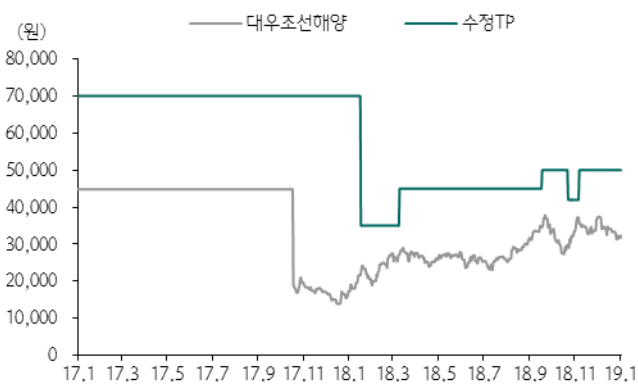
현금흐름표

(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
영업활동자산부채 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

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자이전	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 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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%	4.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 14일

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 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2019년 01월 15일 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.