

대우인터내셔널(047050/KS)

계속되는 세전손실 우려

매수(유지)

T.P 19,000 원(하향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

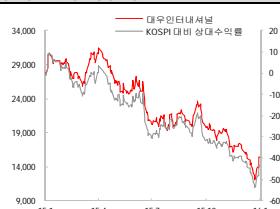
Company Data

자본금	5,694 억원
발행주식수	11,388 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,537 억원
주요주주	
(주)포스코	60.31%
국민연금공단	5.09%
외국인지분율	12.00%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(16/01/30)	15,400 원
KOSPI	1912.06 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	31,400 원
52주 최저가	12,100 원
60일 평균 거래대금	65 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.1%	-5.5%
6개월	-23.6%	-18.6%
12개월	-44.7%	-43.6%

4 분기 영업이익은 833 억원으로서 추정치를 10.5% 하회하는 실적이었음. 그러나 세전손실이 -203 억원에 달했다는 것이 주목 요인임. 광산과 광구에 대한 손실반영분이 컸는데, 3 분기부터 동일한 요인에 의해 세전손실이 이어지고 있다는 것은 차후 부담으로 작용할 수 있는 요인임. 1 분기는 4 분기와 크게 다르지 않은 영업이익 수준 예상함. 최근 과매도에 따른 매수매력 있지만, 장기 저유가 상황에서의 부담감이 여전히 큼을 인지해야 함

4Q15 영업이익 833 억원(QoQ -5.1% / YoY -33.6%) 추정

SK 증권 리서치센터 추정치 930 억원을 10.5% 하회하는 기대 이하의 실적이었음. 기본적으로 유가 하락의 악재 속에서 E&P 사업부의 감익이 발생했고, 무역/관리 본부의 실적 약세도 지속되었음. 무역본부에서는 217 억원 가량의 대손충당금이 반영되었음. 그러나 영업이익보다 주목할 것은 세전에서 발생한 손실 부분임. 니켈광산 지분법 손실 -1,081 억원, 기타 유전광구들에 대한 상각과 손상차손 등으로 -718 억원이 발생했기 때문에 세전손실은 -203 억원을 기록했음. 이미 지난 3 분기에도 대손충당금과 외화부채 환산손 등에 의해 -200 억원의 세전손실이 발생했던 것을 감안한다면 차후 영업이익 외적인 리스크에 대해서도 지속적인 체크가 필요함을 알 수 있음

1Q16 영업이익 849 억원(QoQ +1.9% / YoY -23.4%) 추정

1 회성 비용효과가 소멸될 것을 감안한다면 전분기 대비로는 개선된 실적을 기대할 수 있음. 그러나 유가의 하락세가 지속되고 있다는 것은 부담 요인임. 최근 OPEC 내지는 러시아의 감산 기대감으로 1/29 기준 \$28.4/bbl 까지 반등하였지만, 감산 가능성성이 높지 않기 때문에 재차 하락할 가능성이 높후함. 1/21에는 \$22.8/bbl 까지 하락했음을 감안해야 함. 특히 동사의 E&P 가격 산정방식은 후행적인(trailing) 요인이 있기 때문에 실적의 추가하락은 불가피한 것으로 파악함

목표주가 22,000 원 → 19,000 원 / 투자의견 매수 유지

2016년과 17년 영업이익 추정치를 기준대비 각각 -11.8% / -14.8% 하향 조정한 것을 반영하여 목표주가 역시 기준 22,000 원에서 19,000 원으로 하향 조정함. 가장 큰 원인은 역시 지속적인 유가 약세를 반영한 것임. 동사의 주가는 위낙 하락폭이 크고 최근 유가 반등세도 있는 만큼 매수여력 부각될 수 있음. 그러나 SK 증권 리서치 센터에서는 지속적으로 장기 저유가의 불가피함을 주장하고 있는데, 이를 감안한다면 주가의 추가 반등여력은 제한적일 수밖에 없음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	17,108.6	20,407.8	17,526.9	16,057.3	15,759.3	15,498.5
yoy	%	(1.2)	19.3	(14.1)	(8.4)	(1.9)	(1.7)
영업이익	십억원	158.9	376.1	368.8	315.0	293.4	276.2
yoy	%	13.7	136.7	(1.9)	(14.6)	(6.8)	(5.9)
EBITDA	십억원	203.5	488.8	539.8	501.1	479.6	462.4
세전이익	십억원	177.9	287.2	31.6	241.2	210.8	191.9
순이익(지배주주)	십억원	138.2	184.5	34.6	188.2	164.4	149.7
영업이익률%	%	0.9	1.8	2.1	2.0	1.9	1.8
EBITDA%	%	1.2	2.4	3.1	3.1	3.0	3.0
순이익률	%	1.0	1.4	0.2	1.5	1.3	1.2
EPS	원	1,214	1,620	304	1,652	1,444	1,315
PER	배	34.0	19.4	53.8	93	107	11.7
PBR	배	2.2	1.6	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	40.7	16.5	10.9	10.9	10.9	3.8
ROE	%	6.3	8.0	1.5	8.2	6.8	6.0
순차입금부채비율	십억원	3,583	4,472	4,046	3,728	3,454	3,207
	%	270.7	293.3	282.4	265.0	252.3	242.2

4Q15 실적 review

(단위: %, 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차0 (a/b)
매출액	5,245.3	4,525.5	4,704.5	4,179.4	4,117.4	(21.5)	(1.5)	4,434.8	3,984.5	3.3
영업이익	125.4	110.8	86.8	87.8	83.3	(33.6)	(5.1)	96.6	93.0	(10.5)
세전이익	96.9	109.6	64.2	(20.0)	(17.0)	(117.5)	(15.2)	45.9	27.5	(161.6)
지배순이익	43.8	91.3	48.5	(9.9)	(13.2)	(130.2)	34.2	23.5	21.5	(161.6)
영업이익률	2.4	2.4	1.8	2.1	2.0	(0.4)	(0.1)	2.2	2.3	(0.3)
세전이익률	1.8	2.4	1.4	(0.5)	(0.4)	(2.3)	0.1	1.0	0.7	(1.1)
지배주주순이익률	0.8	2.0	1.0	(0.2)	(0.3)	(1.2)	(0.1)	0.5	0.5	(0.9)

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	17,394.0	16,198.3	15,797.4	17,526.9	16,057.3	15,759.3	0.8%	-0.9%	-0.2%
YoY %	-14.8%	-6.9%	-2.5%	-14.1%	-8.4%	-1.9%			
영업이익	378.5	356.9	344.6	368.8	315.0	293.4	-2.6%	-11.8%	-14.8%
YoY %	0.7%	-5.7%	-3.5%	-1.9%	-14.6%	-6.8%			
EBITDA	549.5	543.1	530.7	539.8	501.1	479.6	-1.8%	-7.7%	-9.6%
YoY %	12.4%	-1.2%	-2.3%	10.4%	-7.2%	-4.3%			
순이익	151.4	205.6	199.9	116.7	186.2	180.4	-22.9%	-9.5%	-9.8%
YoY %	-18.0%	35.8%	-2.8%	-36.8%	59.6%	-3.1%			

자료: 대우인터내셔널 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	3,984.5	4,091.7	4,055.2	4,023.6	4,117.4	4,008.0	4,014.9	4,029.8	3.3%	-2.0%	-1.0%	0.2%
YoY %	-24.0%	-9.6%	-13.8%	-3.7%	-21.5%	-11.4%	-14.7%	-3.6%				
QoQ %	-4.7%	2.7%	-0.9%	-0.8%	-1.5%	-2.7%	0.2%	0.4%				
영업이익	93.0	95.6	86.9	86.0	83.3	84.9	80.3	75.3	-10.5%	-11.2%	-7.6%	-12.4%
YoY %	-25.8%	-13.7%	0.1%	-2.1%	-33.6%	-23.4%	-7.5%	-14.2%				
QoQ %	5.9%	28%	-9.1%	-1.1%	-5.1%	1.9%	-5.4%	-6.2%				
EBITDA	139.6	142.1	133.5	132.5	129.8	131.4	126.9	121.9	-7.0%	-7.5%	-4.9%	-8.1%
YoY %	-10.1%	-5.6%	6.7%	-1.4%	-16.3%	-12.7%	1.4%	-9.3%				
QoQ %	3.9%	1.8%	-6.1%	-0.7%	-3.4%	1.2%	-3.5%	-3.9%				
순이익	21.5	37.9	44.3	58.7	(13.2)	37.8	43.8	49.3	-161.6%	0.0%	-1.1%	-16.1%
YoY %	-51.0%	-58.5%	-8.6%	흑전	적전	-58.6%	-9.5%	흑전				
QoQ %	흑전	76.2%	17.0%	32.6%	적지	흑전	15.8%	12.4%				

자료: 대우인터내셔널 SK 증권

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	8.0%	7.6%	7.0%	5.6%	5.9%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	6.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.90						
4Q15E BPS(지배주주지분)	20,629						
Target Price	18,511						

자료: 대우인터내셔널 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
EPS(지배주주지분)	1,620	1,635	1,584	1,298	1,428
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,537				
1Q16E EPS	1,635				
1Q17E EPS	1,584				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	12,295	13,832	15,369	16,905	18,442	19,979	21,516	23,053	24,590	26,127
TP by 4Q15E EPS	13,080	14,715	16,350	17,985	19,619	21,254	22,889	24,524	26,159	27,794
TP by 4Q16E EPS	12,674	14,258	15,842	17,427	19,011	20,595	22,179	23,764	25,348	26,932

자료: 대우인터내셔널 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.01.30	매수	19,000원
	2015.10.25	매수	22,000원
	2015.09.30	매수	26,000원
	2015.07.17	매수	31,000원
	2015.06.29	매수	36,000원
	2015.04.21	매수	36,000원
	2015.03.29	매수	36,000원
	2015.02.01	매수	38,000원
	2015.01.06	매수	38,000원
	2014.09.29	매수	45,000원
	2014.07.27	매수	45,000원
	2014.05.28	담당자 변경	
	2014.04.13	매수	55,000원

Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 30일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,652	4,752	4,943	5,139	5,310
현금및현금성자산	250	139	456	745	990
매출채권및기타채권	4,050	3,395	3,299	3,228	3,171
재고자산	1,037	948	922	903	887
비유동자산	3,689	3,766	3,669	3,570	3,469
장기금융자산	574	560	560	560	560
유형자산	583	584	486	387	286
무형자산	1,728	1,780	1,780	1,780	1,780
자산총계	9,341	8,519	8,612	8,709	8,779
유동부채	5,437	4,675	4,639	4,612	4,591
단기금융부채	3,662	3,226	3,226	3,226	3,226
매입채무 및 기타채무	1,564	1,306	1,270	1,244	1,223
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,530	1,556	1,556	1,556	1,556
장기금융부채	1,432	1,477	1,477	1,477	1,477
장기매입채무 및 기타채무	13	12	12	12	12
장기충당부채	55	44	44	44	44
부채총계	6,966	6,231	6,195	6,168	6,147
지배주주지분	2,378	2,305	2,434	2,557	2,648
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	333	333	333	333	333
기타자본구성요소	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,400	1,403	1,532	1,655	1,746
비지배주주지분	(4)	(16)	(16)	(16)	(16)
자본총계	2,375	2,288	2,417	2,541	2,632
부채와자본총계	9,341	8,519	8,612	8,709	8,779

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	(381)	933	473	445	399
당기순이익(손실)	176	101	186	180	148
비현금성항목등	271	364	199	199	199
유형자산감가상각비	113	171	186	186	186
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(159)	(193)	(13)	(13)	(13)
운전자본감소(증가)	(688)	524	88	65	52
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(603)	612	93	70	55
재고자산감소(증가)	(237)	89	26	19	15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(161)	(232)	(32)	(23)	(19)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	111	40	1	1	1
투자활동현금흐름	(484)	(181)	(89)	(87)	(85)
금융자산감소(증가)	(92)	(3)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(96)	(89)	(87)	(85)
무형자산감소(증가)	(126)	(146)	0	0	0
기타	(173)	65	0	0	0
재무활동현금흐름	953	(740)	(57)	(57)	(57)
단기금융부채증가(감소)	788	(800)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	199	174	0	0	0
자본의증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	35	114	57	57	57
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	(117)	316	290	245
기초현금	167	257	139	456	745
기밀현금	257	139	456	745	990
FCF	(708)	1,104	433	395	369

자료 : 대우인터내셔널, SK증권

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	20,408	17,527	16,057	15,759	15,498
매출원가	19,170	16,248	14,897	14,636	14,407
매출총이익	1,238	1,279	1,160	1,123	1,092
매출총이익률 (%)	6.1	7.3	7.2	7.1	7.0
판매비와관리비	862	910	845	829	816
영업이익	376	369	315	293	276
영업이익률 (%)	1.8	2.1	2.0	1.9	1.8
비영업손익	(89)	(232)	(76)	(62)	(87)
순금융비용	434	376	302	317	294
외환관련손익	(23)	(38)	0	0	0
관계기업투자등 관련순익	16	40	34	33	32
세전계속사업이익	287	137	239	231	190
세전계속사업이익률 (%)	1.4	0.8	1.5	1.5	1.2
계속사업법인세	111	36	53	51	42
계속사업이익	176	101	186	180	148
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	176	101	186	180	148
순이익률 (%)	0.9	0.6	1.2	1.1	1.0
지배주주	185	117	186	180	148
지배주주가속 순이익률(%)	0.9	0.7	1.2	1.1	1.0
비지배주주	(8)	(16)	0	0	0
총포괄이익	177	149	186	180	148
지배주주	185	157	261	253	207
비지배주주	(8)	(7)	(75)	(72)	(59)
EBITDA	489	540	501	480	462

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	19.3	(14.1)	(8.4)	(1.9)	(1.7)
영업이익	136.7	(1.9)	(14.6)	(6.8)	(5.9)
세전계속사업이익	61.4	(52.3)	74.4	(3.1)	(18.0)
EBITDA	140.2	10.4	(7.2)	(4.3)	(3.6)
EPS(계속사업)	33.5	(36.8)	59.6	(3.1)	(18.0)
수익성 (%)					
ROE	8.0	5.0	7.9	7.2	5.7
ROA	2.0	1.1	2.2	2.1	1.7
EBITDA/이자비용(배)	2.4	3.1	3.1	3.0	3.0
안정성 (%)					
유동비율	104.0	101.7	106.6	111.4	115.7
부채비율	293.3	272.3	256.3	242.8	233.6
순자금/자기자본	188.3	173.2	150.9	132.2	118.3
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,620	1,025	1,635	1,584	1,298
BPS	20,123	19,494	20,629	21,713	22,512
CFPS	3,018	4,191	3,792	3,644	3,527
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.4	16.0	9.4	9.7	11.9
PER(최저)					
PBR(최고)	1.6	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	10.4	3.9	4.1	4.2	4.4
EV/EBITDA(최고)	16.5	10.8	10.8	10.7	3.8
EV/EBITDA(최저)	34.3	36.2	14.8	6.8	5.0