

대우조선해양  
(042660)

## 3분기 실적 : 우려 보다는 양호한 실적

전재천 769,3082  
jjeon7@daishin.com

## 투자포인트

- 연결 실적 기준, 총당금(30십억원) 제거 시, 기대치 충족
- 기말환율 하락으로 외환평가손실 증가. 세전이익 기대치 하회(세전 외환손실 71십억원)
- 향후 추가 총당금 아무리 많이 잡아도 300십억원으로 자본총계의 6% 미만
- PBR 0.8배(22,000원)는 자회사 부실을 감안해도 바닥주가
- 다만, 자산관리공사 물량 부담 감안 시, 2013.2월 말까지 빠른 상승 기대하기는 어려워

## Comment

## 연결 영업이익, 총당금(30 십억원) 제거 시, 기대치 충족

동사의 3분기 실적은 매출 3,171십억원(QoQ -4%), 영업이익 174십억원(QoQ 52%), 순이익 57십억원(QoQ -59%)을 기록하였다. 영업이익은 기대치 수준이며 세전이익은 기대치를 크게 하회하였다. 영업이익에는 기말환율 하락에 따라 파생상품 관련 이익이 28십억원 반영되어 있으며 일부 선사에 대한 매출채권 총당금 30십억원이 반영되었다.

세전이익은 기대치를 크게 하회하였는데, 기말환율 하락에 따라 외환손실이 크게 발생하고(외환손실 71십억원) 차입금 증가에 따라 금융비용(7.9십억원)이 발생했기 때문이다.

총당금을 제거하고 환율 효과를 제거한 별도 조정 영업이익을 기준, 2012년 2분기 5.4%에서 3분기에 4.4%로 감소하였다. 2008년 이전 수준인 고가 물량 비중 감소에 따른 수익성 하락은 3분기에 마무리되고 수익성은 2013년 상반기까지 회복하거나 매우 완만한 회복을 예상한다.

## 자회사 부실 감안해도 PBR 0.8 배는 바닥 주가

대우조선해양의 3분기 실적에 총당금이 크게 쌓이면서(별도 기준, 87십억원(영업이익에 53십억원, 영업외 34십억원), 연결기준으로 30십억원(영업이익)) 향후 추가 총당금에 대한 우려가 있다. 풍력과 해운 자회사에 대한 총당금과 매출채권에 대한 총당금이다. 그러나 매우 보수적인 추정으로도 연결실적 기준, 300십억원을 넘지 않을 것으로 예상하며 2013년 자본총계 기준, 6%를 넘지 않을 것으로 예상한다. 이 같은 총당금을 일시에 자본에서 제거고 추가적으로 10%를 할인한다 하더라도 PBR 0.8배(22,000원)이면 바닥 주가라는 판단이다.

## 길게 보면 저점 매수 구간. 다만, 자산관리공사 물량 부담 있음

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가는 36,000원을 제시한다. 투자 포인트는 1) 동사는 2012년 3분기 달성율이 높고(현재 105억불(목표의 95% 달성)) 2) 둘째, 대형3사의 주주 환경은 4분기 대비 2013년 상반기 QoQ로 개선이 예상되며 3) 셋째, 주가는 충분히 조정되었다는 점이다. 다만, 총당금 문제가 2013년 상반기까지 지속될 가능성이 있고 또한, 자산관리공사의 물량 부담이 2013년 2월 말까지 지속될 수 있다는 점은 투자 시점을 뒤로 미루게 한다.

BUY

[매수, 유지]

조선업종

현재가 23,600

목표주가  
(유지)

36,000

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| KOSPI       | 1,934.85            |
| 시가총액        | 4,517 십억원           |
| 시가총액비중      | 0.4%                |
| 자본금(보통주)    | 962 십억원             |
| 52주 최고/최저   | 36,050 원 / 21,200 원 |
| 120일 평균거래대금 | 222 억원              |
| 외국인지분율      | 19.2%               |
| 주요주주        | 한국산업은행 외 2 인 31.3%  |
|             | 한국자산관리공사 19.1%      |

| 주가수익률(%) | 1W  | 1M   | 3M   | 12M   |
|----------|-----|------|------|-------|
| 절대수익률    | 9.0 | 1.7  | -7.6 | -17.8 |
| 상대수익률    | 7.0 | -0.6 | -7.9 | -21.1 |



## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2010A  | 2011A  | 2012F  | 2013F  | 2014F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 12,989 | 13,903 | 13,702 | 13,985 | 14,449 |
| 영업이익    | 1,203  | 1,104  | 653    | 663    | 801    |
| 세전순이익   | 1,040  | 998    | 420    | 658    | 863    |
| 총당기순이익  | 776    | 648    | 319    | 499    | 654    |
| 지배지분순이익 | 767    | 686    | 357    | 533    | 680    |
| EPS     | 4,007  | 3,587  | 1,864  | 2,787  | 3,553  |
| PER     | 9.1    | 6.8    | 12.7   | 8.5    | 6.6    |
| BPS     | 21,300 | 23,939 | 25,165 | 27,380 | 30,397 |
| PBR     | 1.7    | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.8    |
| ROE     | 20.9   | 15.9   | 7.6    | 10.6   | 12.3   |

주: 영업이익은 회사별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준 / 자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 2012년 3분기 실적 비교 - 연결 영업이익, 총당금(30십억원) 제거 시, 기대치 충족

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 확정치   |       | 잠정치     |        |        | 직전추정치 | 컨센서스  | 대신증권 추정치 |       |       |
|------|-------|-------|---------|--------|--------|-------|-------|----------|-------|-------|
|      | 3Q11  | 2Q12  | 3Q12(A) | YoY    | QoQ    | 3Q12  | 3Q12  | 4Q12     | YoY   | QoQ   |
| 매출액  | 3,311 | 3,950 | 3,172   | -4.2%  | -19.7% | 3,333 | 3,321 | 3,515    | -3.8% | 10.8% |
| 영업이익 | 263   | 114   | 174     | -33.9% | 52.5%  | 183   | 146   | 184      | 86.6% | 5.5%  |
| 순이익  | 260   | 139   | 57      | -78.2% | -59.1% | 104   | 89    | 73       | 85.4% | 29.0% |

자료: 대우조선해양, Valuewise, 대신증권 리서치센터 / 순이익은 지배주주지분순이익 기준

## 2013년 실적 조정 내역

2013년 실적 조정은 환율 하락 조정과 차입금 증가에 따른 금융 비용 증가를 반영하였다. 아래 실적 추정에는 추가 총당금을 반영하지 않았다. 반영 가능한 총당금 규모는 0원~300십억원 규모이며 현실적으로 100십억원 내외 정도일 것으로 추정한다.

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %)

|              | 수정전    |        |        | 수정후    |        |        | 컨센서스   | 변동률    |        |       |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
|              | 2012F  | 2013F  | 2014F  | 2012F  | 2013F  | 2014F  | 2012F  | 2012F  | 2013F  | 2014F |
| 매출액          | 13,941 | 14,333 | 14,760 | 13,702 | 13,985 | 14,449 | 13,895 | -1.7%  | -2.4%  | -2.1% |
| 영업이익         | 638    | 728    | 879    | 653    | 663    | 801    | 595    | 2.4%   | -8.9%  | -8.9% |
| 세전순이익        | 516    | 732    | 875    | 420    | 658    | 863    | 531    | -18.6% | -10.1% | -1.4% |
| 총당기순이익       | 391    | 555    | 663    | 319    | 499    | 654    | 394    | -18.4% | -10.1% | -1.4% |
| 지배지분순이익      | 450    | 572    | 670    | 357    | 533    | 680    | 427    | -20.7% | -6.8%  | 1.5%  |
| EPS(지배지분순이익) | 2,349  | 2,987  | 3,498  | 1,864  | 2,787  | 3,553  | 2,230  | -20.6% | -6.7%  | 1.6%  |

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

주: 수정전 실적은 2012.11.20일 보고서 기준

표 2. 대우조선 각 사업부의 분기, 연간 실적 추이(연결기준)

(% , 십억원)

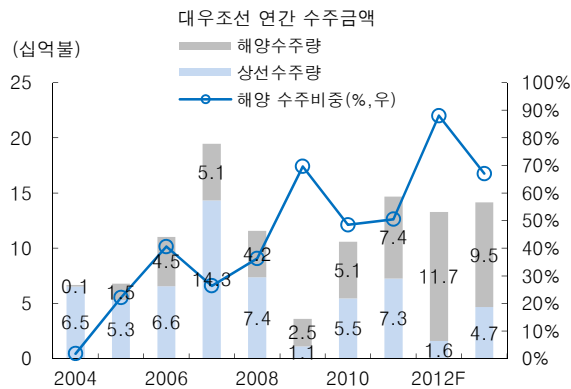
|       |      | 2011  |       |       |       | 2012  |       |       | 2011   | 2012F  | 2013F  |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|       |      | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2Q    | 3Q    |        |        |        |
| 조선    | 매출액  | 2,243 | 2,550 | 2,243 | 2,066 | 1,755 | 1,790 | 1,721 | 9,102  | 7,160  | 7,080  |
|       | 영업이익 | 226   | 215   | 284   | 143   | 100   | 144   | 155   | 868    | 572    | 490    |
|       | %    | 10.1% | 8.4%  | 12.7% | 6.9%  | 5.7%  | 8.1%  | 9.0%  | 9.5%   | 8.0%   | 6.9%   |
| 해양    | 매출액  | 1,115 | 961   | 918   | 1,349 | 1,391 | 1,711 | 1,423 | 4,343  | 6,063  | 6,536  |
|       | 영업이익 | 258   | 184   | 108   | 123   | 161   | 143   | 105   | 673    | 547    | 670    |
|       | %    | 23.1% | 19.1% | 11.8% | 9.2%  | 11.6% | 8.4%  | 7.4%  | 15.5%  | 9.0%   | 10.2%  |
| 건설    | 매출액  | 50    | 81    | 75    | 158   | 133   | 120   | 89    | 364    | 471    | 471    |
|       | 영업이익 | 7     | 8     | 6     | 8     | 2     | -7    | -1    | 29     | -2     | 19     |
|       | %    | 13.7% | 10.4% | 7.6%  | 5.0%  | 1.5%  | -5.7% | -5.7% | 7.9%   | -0.5%  | 4.0%   |
| 기타    | 매출액  | 262   | 406   | 369   | 369   | 324   | 423   | 236   | 1,406  | 1,284  | 1,284  |
|       | 영업이익 | 52    | 47    | 41    | 41    | 50    | 35    | 51    | 181    | 169    | 141    |
|       | %    | 19.8% | 11.6% | 11.2% | 11.0% | 15.4% | 8.4%  | 21.4% | 12.9%  | 13.2%  | 11.0%  |
| 연결 조정 | 매출액  | -347  | -383  | -295  | -282  | -539  | -95   | -298  | -1,307 | -1,278 | -1,386 |
|       | 영업이익 | -14   | -22   | -19   | 44    | -8    | -20   | -17   | -100   | -69    | -97    |
|       | %    | 4.1%  | 5.8%  | 6.5%  | 15.6% | 1.4%  | 7.0%  | 7.0%  | 7.6%   | 5.4%   | 7.0%   |
| 공통판관비 |      | 93    | 124   | 157   | 172   | 124   | 182   | 118   | 546    | 546    | 564    |

|    |             | 2.8%  | 3.4%  | 4.7%  | 4.7%  | 4.0%  | 4.6%  | 3.7%  | 3.9%   | 4.1%   | 4.0%   |
|----|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 전체 | 매출액         | 3,324 | 3,615 | 3,311 | 3,654 | 3,065 | 3,950 | 3,171 | 13,903 | 13,701 | 13,985 |
|    | 영업이익        | 434   | 308   | 263   | 98    | 181   | 114   | 174   | 1,104  | 653.0  | 663.0  |
|    | %           | 13.1% | 8.5%  | 8.0%  | 2.7%  | 5.9%  | 2.9%  | 5.5%  | 7.9%   | 4.8%   | 4.7%   |
|    | 조정영업이익      | 346   | 302   | 252   | 162   | 138   | 138   | 119   | 1,061  | 551    | 663    |
|    | 순이익         | 263   | 143   | 239   | 3     | 84    | 96    | 64    | 648    | 319    | 499    |
|    | 지배주주<br>순이익 | 249   | 138   | 260   | 40    | 88    | 139   | 57    | 686    | 357    | 533    |

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

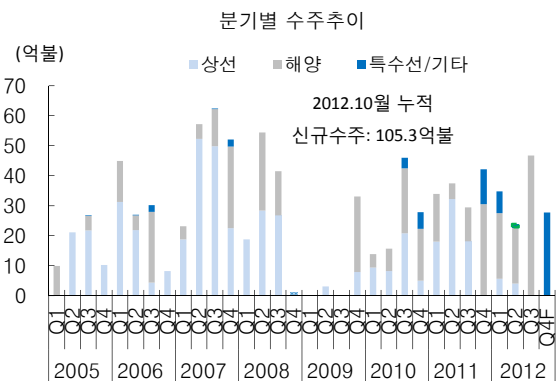
주: 조정영업이익: 영업이익-(영업외비용-영업외수익)

그림 1. 대우조선 연간 수주금액



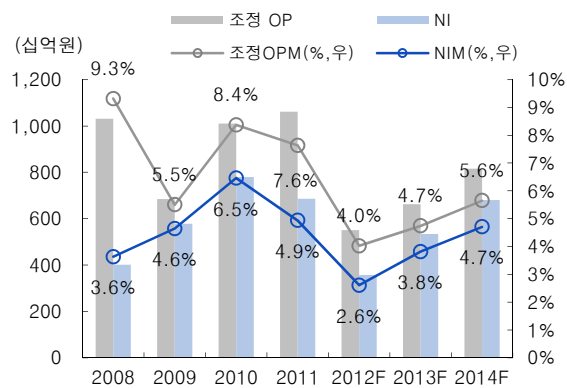
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 2. 대우조선 분기별 수주금액



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

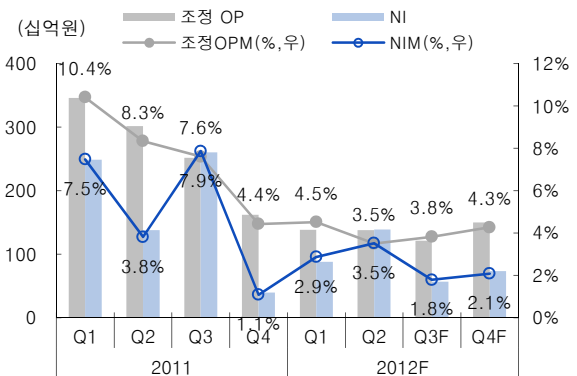
그림 3. 대우조선 연간 실적추이



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준

그림 4. 대우조선 분기별 실적추이



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

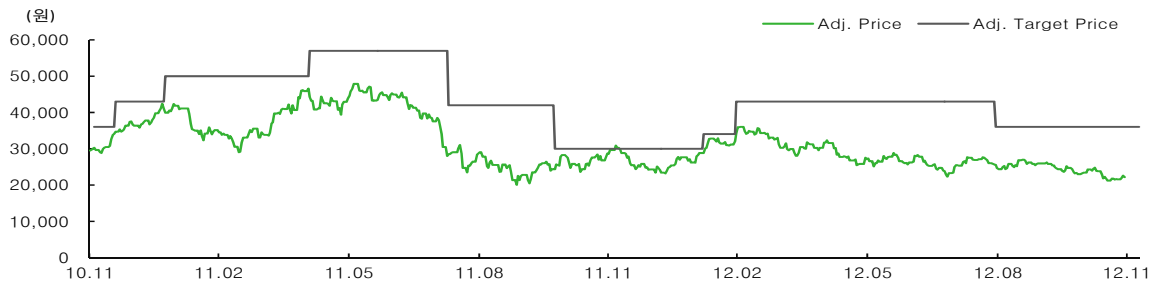
주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준

### ► Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 전재천)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### ► 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|      |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 12.11.30 | 12.11.20 | 12.11.18 | 12.10.23 | 12.09.26 | 12.09.20 | 12.09.12 | 12.08.29 | 12.08.22 | 12.07.23 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 36,000   | 36,000   | 36,000   | 36,000   | 36,000   | 36,000   | 36,000   | 36,000   | 43,000   | 43,000   |
| 제시일자 | 12.07.05 | 12.06.22 | 12.05.30 | 12.05.23 | 12.04.10 | 12.04.03 | 12.03.21 | 12.02.28 | 12.02.05 | 11.11.27 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 43,000   | 43,000   | 43,000   | 43,000   | 43,000   | 43,000   | 43,000   | 43,000   | 34,000   | 30,000   |
| 제시일자 | 11.11.21 | 11.11.02 | 11.10.23 | 11.08.09 | 11.06.30 | 11.06.13 | 11.05.31 | 11.05.03 | 11.03.17 | 11.02.21 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 30,000   | 30,000   | 30,000   | 42,000   | 57,000   | 57,000   | 57,000   | 57,000   | 50,000   | 50,000   |

### ► 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상