

2013. 04. 24

Analysts

이상원 02) 3777-8097
sangwon.lee@kbsec.co.kr강선아 02) 3777-8182
sakang@kbsec.co.kr

탐방 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **37,000 (원)**

Upside / Downside (%)	44.5
현재가 (04/23, 원)	25,600
Consensus target price (원)	36,000
Difference from consensus (%)	2.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	14,058	14,693	15,563	16,623
영업이익 (십억원)	486	591	840	935
순이익 (십억원)	176	395	622	682
EPS (원)	1,159	2,065	3,249	3,564
증감률 (%)	(67.7)	78.1	57.3	9.7
PER (X)	23.4	12.4	7.9	7.2
EV/EBITDA (X)	13.8	10.4	7.6	6.6
PBR (X)	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE (%)	3.8	8.2	11.7	11.4

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(5.7)	(11.7)	8.7	(15.4)
KOSPI대비 상대수익률	(4.2)	(8.6)	9.1	(12.6)



Trading Data

시가총액 (십억원)	4,900
유통주식수 (백만주)	91
Free Float (%)	47.8
52주 최고/최저 (원)	32,300 / 21,200
거래대금 (3M, 십억원)	27
외국인 소유자분율 (%)	15.1
주요주주 지분율 (%)	한국산업은행외 2인 31.3
자료: Fnguide, KB투자증권	

대우조선해양 (042660)

여전히 조선업의 Top-picks

올해 1Q수주액은 27억달러로 부진했지만, 여전히 조선업내 Top-picks로 유지한다. 이는 1) 2분기내 TransOcean의 Drillship (옵션4기)과 Upper Zakum Plant (8억달러), LNGC의 수주를 통해 30~40억달러의 수주모멘텀, 2) 현재 valuation PER 12.4X, PBR 0.9X (2013년)은 금융위기 이후 PBR Band 저점 (0.8X) 수준이기 때문이다. 한편 최근 일본 조선업체의 합병으로 인해 국내 조선업의 부정적인 영향이 우려되지만, 1) 두 조선소는 글로벌 조선소 순위에서 하위권 (64위, 73위) 클래스 4월호 수주잔고 기준)수준이고, 2) 주력선종 (벌크선)이 한국조선소와 겹치지 않고, 3) 시너지 효과창출을 위한 합병으로 국내 조선소에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

1Q 수주달성을 다소 부진, 다만 2Q에는 30~40억달러 수주모멘텀 기대

올해 1Q수주액은 27억달러 (해양플랜트, 고정식 플랫폼)로 다소 부진했다. 그러나 2분기내에 TransOcean의 Drillship (옵션4기, 기타 신규수주)과 Upper Zakum Plant (8억달러), LNGC의 수주를 통해 30~40억달러 정도 추가가 가능할 것으로 기대된다. 이를 통해 상반기내 60~70억달러 달성하여, 연간목표 수주액 대비 50% 이상 달성률을 기록할 것으로 전망된다. 하반기에는 컨테이너선, 생산설비 중심의 신규수주가 예상되며, 지속적인 수주모멘텀이 기대된다.

최근 일본 조선업체 합병에 대한 우려는 기우 (杞憂)

최근 언론에서 일본 조선업체인 가와사키 중공업과 미쓰이 조선소의 합병진행을 보도했다. 일부 시장에서 일본조선소 경쟁력 강화에 따른 국내 조선소의 부정적인 영향을 우려하지만, 아직은 시기상조라는 판단이다. 이는 1) 두 조선소는 글로벌 조선 순위에서 하위권 (64위, 73위) 클래스 4월호 수주잔고 기준)수준이고, 2) 주력선종 (벌크선)이 한국조선소와 겹치지 않고, 3) 시너지 효과창출을 위한 합병보다는 구조조정 차원의 합병으로 판단하기 때문이다.

올해 역시 총당금 설정이 우려되지만, 주가에는 이미 상당수 반영된 듯

1Q13 실적은 매출액 3.3조원 (YoY +8.9%, QoQ -13.8%), 영업이익 1,152억원 (YoY -18.6%, QoQ +30.5%)으로 전망된다. 올해내 자회사 및 장기매출채권 관련 총당금 설정액이 실적의 변수사 항이지만, 컨센서스 대비 큰 오차는 발생하지 않을 전망이다. 또한 향후 총당금을 제외한 수익성은 점진적 개선추세가 기대되는데, 이는 1) 작년까지 07~08년 고선가 물량 감소에 따른 수익성 하락 국면이 마무리 단계, 2) 올해부터 해양매출 비중증가로 이어지기 때문이다.

여전히 조선업 Top-picks 유지

최근 주가흐름은 건설업 저가 수주에 따른 수주산업 우려로 인해 조정국면에 있다. 현재 valuation은 PER 12.4X, PBR 0.9X (2013년)을 기록하고 있는데, 이는 금융위기 이후 PBR Band 저점이 0.8X 수준임을 고려하면 과도한 저평가 국면이다. 또한 향후 실적추세를 감안하면 2013년 실적이 향후 2~3년간 저점 구간이며 본격적인 매출 성장에 따른 수익성 회복이 2014년부터 예상된다. 따라서 여전히 조선업내 삼성중공업과 동사를 Top-picks로 유지한다.

대우조선해양 (042660 / BUY, TP: 37,000원)

표 1. Recent updated & stock					
최근 뉴스					
- 태국 해군 발주한 군함의 우선협상대상자로 선정					
- 자회사 망갈리아조선소 (루마니아 소재)는 그리스 Eastern Mediterranean Maritime (East Med)으로부터 long-range-two(LR2) 탱커 4척 수주					
최근 수주					
- 노르웨이 Statoil로부터 고정식 플랫폼 2기 수주 (16억달러-영국 대륙붕 Mariner유전에 설치, 11억달러-노르웨이 대륙붕 Dagny 유전지역 설치)					
Performance					
(%)	1W	2W	1M	3M	YTD
절대수익률	8.5	(3.4)	(5.7)	(11.7)	5.3
KOSPI대비	8.7	(3.3)	(4.2)	(8.6)	0.3
업종대비	5.0	(0.9)	2.7	0.8	17.4
시나리오별 상승여력 (단위: 원)					
현재주가	목표주가	PER14X적용	PBR2.0X적용	52주신고가	52주신저가
25,600	36,209	24,991	50,661	32,300	21,200
상승여력(%)	41.4	(2.4)	97.9	26.2	(17.2)
그림 1. 사업부문별 수주 잔고 (3월말 기준)					
그림 3. 지배구조					

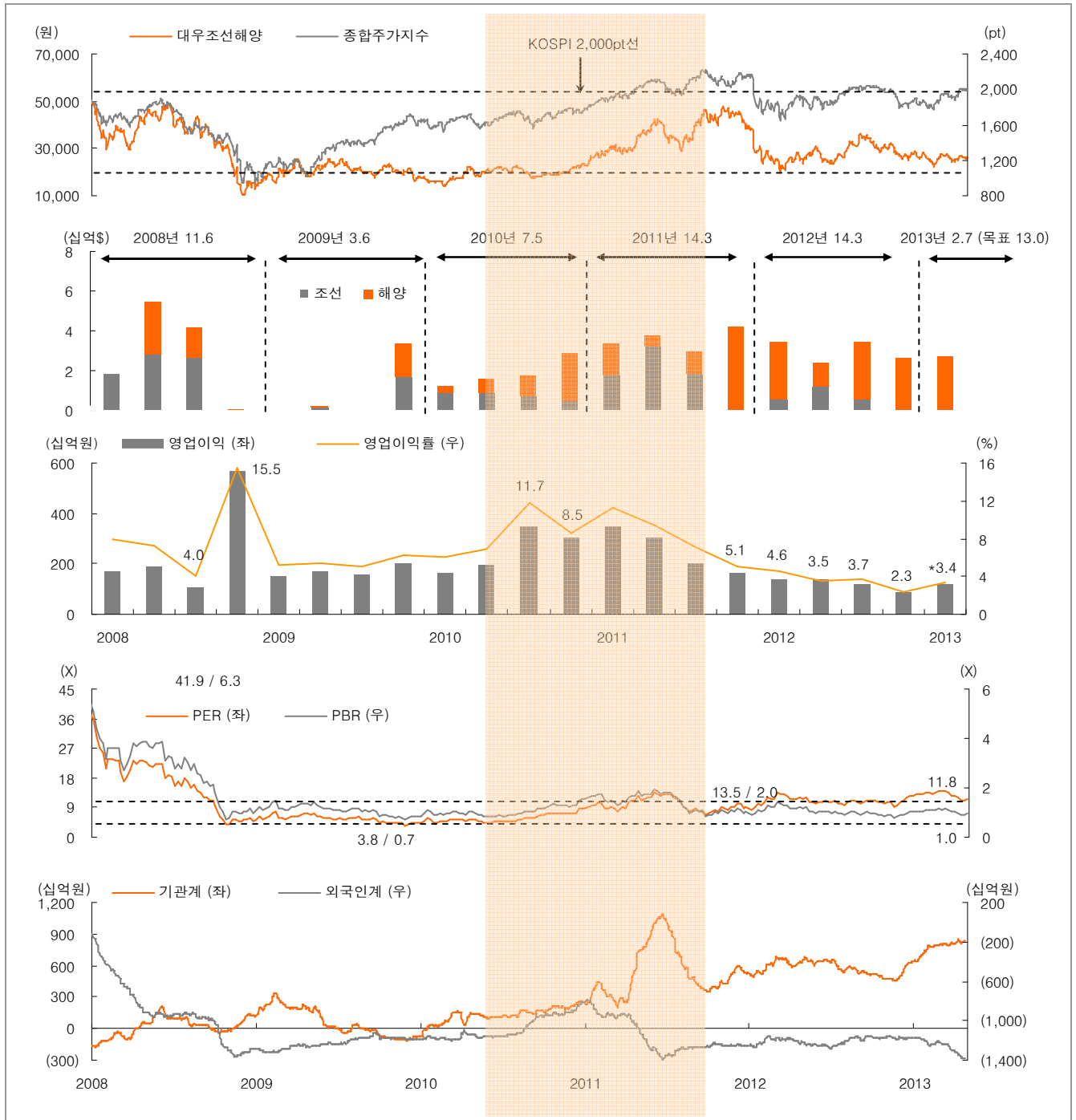
표 2. Forecast earnings & Financials				
(단위:십억원)	2011	2012	2013 (C)	2014 (C)
매출액	13,903	14,058	14,750	15,675
YoY growth	7.0	1.1	4.9	6.3
영업이익	1,089	486	598	847
YoY growth	(4.9)	(55.3)	22.9	41.7
순이익	648	176	394	638
YoY growth	(14.5)	(72.9)	124.2	61.7
영업이익률 (%)	7.8	3.5	4.1	5.4
순이익률 (%)	4.7	1.3	2.7	4.1
분기별	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q	2013 4Q
매출액	3,489	3,807	3,584	3,950
영업이익	120	142	143	180
영업이익률 (%)	3.4	3.7	4.0	4.6
	2011	2012	2013 (C)	2014 (C)
PER (X)	6.8	23.4	11.8	7.3
PBR (X)	1.0	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	15.9	4.8	12.2	15.7
그림 2. 목표 수주액 대비 달성률				

자료: 대우조선해양, Clarksons, KB투자증권, Fnguide, 주: 전일 증가 기준, Fnguide 컨센서스 기준, 2010년까지는 GAAP 연결, 2011년 이후, IFRS 연결 기준

대우조선해양 투자전략

① KOSPI vs 대우조선해양: 부진, ② 수주: 27억불 (20.8% 목표 달성), ③ 영업이익률 컨센서스: 1Q 3.4%, ④ Valuation: PER 11.8X/PBR 1.0X ⑤ 수급: 외국인 매도세

그림 4. 대우조선해양 투자전략



자료: Enguide, KB투자증권, 주: 영업이익은 컨센서스 기준이며, 2010년까지 GAAP개별, 2011년부터 IFRS 연결기준, PER, PBR 숫자는 주가종가이용

Appendices: 동종업체 비교

표 3. 국내 동종 업체 비교

	현대중공업	삼성중공업	대우조선해양	현대미포조선	STX조선해양	한진중공업
현재주가 (04/23, 원)	197,000	33,250	25,600	108,000	3,815	7,190
시가총액 (십억원)	14,972	7,677	4,900	2,160	327	498
절대수익률 (%)						
1M	(4.3)	(6.8)	(7.0)	(5.7)	(44.4)	(20.0)
3M	(14.3)	(14.1)	(14.4)	(16.2)	(46.6)	(13.0)
6M	(17.8)	(2.8)	4.6	(14.6)	(58.0)	(34.5)
12M	(35.9)	(16.9)	(18.3)	(12.9)	(72.6)	(55.9)
상대수익률 (%)						
1M	(4.8)	(7.3)	(7.5)	(6.1)	(44.9)	(20.5)
3M	(19.5)	(19.4)	(19.7)	(21.5)	(51.9)	(18.2)
6M	(28.1)	(13.0)	(5.6)	(24.8)	(68.2)	(44.8)
12M	(51.8)	(32.8)	(34.3)	(28.8)	(88.6)	(71.8)
PER (X)						
2011	5.5	7.1	6.7	11.0	12.4	n/a
2012	11.9	8.7	11.3	21.0	n/a	n/a
2013C	9.2	8.1	11.6	14.8	n/a	n/a
PBR (X)						
2011	1.0	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
2012	0.8	1.2	1.0	0.7	0.3	0.3
2013C	0.7	1.1	0.9	0.6	0.8	0.3
ROE (%)						
2011	16.7	19.4	15.9	5.5	5.5	(5.0)
2012	6.4	15.4	8.7	2.8	(13.0)	(2.0)
2013C	7.6	14.3	11.8	4.0	(15.3)	(0.9)
매출액성장률 (%)						
2011	43.8	1.9	7.0	11.7	24.5	(9.4)
2012	2.7	11.9	4.7	(10.7)	(39.9)	(9.6)
2013C	3.7	3.1	5.9	2.4	31.1	7.7
영업이익성장률 (%)						
2011	(18.0)	(9.8)	(9.2)	(44.7)	361.1	(60.1)
2012	(56.5)	2.5	(42.0)	(77.6)	(70.4)	4.8
2013C	18.6	6.6	34.9	69.6	28.8	21.2
순이익성장률 (%)						
2011	(38.4)	(14.9)	(10.5)	(59.4)	흑전	적지
2012	(53.3)	2.7	(38.4)	(51.8)	적전	적지
2013C	31.4	6.4	47.7	45.8	적지	적지
영업이익률 (%)						
2011	8.4	8.1	7.6	8.2	5.4	3.0
2012	3.6	7.4	4.2	2.1	2.6	3.5
2013C	4.1	7.7	5.4	3.4	2.6	3.9
순이익률 (%)						
2011	4.8	6.4	4.9	4.3	0.6	(3.3)
2012	2.2	5.8	2.9	2.3	(4.0)	(1.4)
2013C	2.7	6.0	4.1	3.3	(1.7)	(0.4)

자료: Bloomberg, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	13,903	14,058	14,693	15,563	16,623
증감률 (YoY %)	6.7	1.1	4.5	5.9	6.8
매출원가	12,269	12,922	12,451	12,598	14,017
판매 및 일반관리비	545	650	596	642	686
기타	0	(0)	1,054	1,484	985
영업이익	1,089	486	591	840	935
증감률 (YoY %)	(4.9)	(55.3)	21.5	42.1	11.4
EBITDA	1,325	745	849	1,102	1,204
증감률 (YoY %)	(5.1)	(43.8)	14.0	29.9	9.2
이자수익	135	137	108	133	141
이자비용	118	155	214	214	214
지분법손익	(71)	1	19	19	19
기타	(179)	(202)	(65)	(89)	(92)
세전계속사업손익	998	265	402	651	751
증감률 (YoY %)	(0.8)	(73.4)	51.5	62.0	15.5
법인세비용	349	89	135	219	253
당기순이익	648	176	395	622	682
증감률 (YoY %)	(14.5)	(72.9)	124.7	57.3	9.7
순손익의 귀속					
지배주주	686	222	395	622	682
비지배주주	(38)	(46)	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	7.8	3.5	4.0	5.4	5.6
EBITDA마진	9.5	5.3	5.8	7.1	7.2
세전이익률	7.2	1.9	2.7	4.2	4.5
순이익률	4.7	1.3	2.7	4.0	4.1

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	16,660	16,122	16,843	17,679	18,779
유동자산	7,618	7,160	7,669	8,268	9,099
현금성자산	972	720	1,923	2,338	2,798
매출채권	4,919	3,834	3,877	4,029	4,349
재고자산	752	1,198	446	464	501
기타	975	1,409	1,423	1,437	1,451
비유동자산	9,042	8,962	9,174	9,411	9,680
투자자산	2,415	2,610	2,716	2,826	2,941
유형자산	6,504	6,219	6,320	6,438	6,576
무형자산	123	133	138	148	164
부채총계	12,158	11,568	11,941	12,155	12,573
유동부채	9,520	8,173	8,521	8,711	9,102
매입채무	5,978	4,515	4,666	4,849	5,234
유동성이자부채	2,976	3,193	3,193	3,193	3,193
기타	565	464	662	669	675
비유동부채	2,638	3,395	3,420	3,445	3,471
비유동이자부채	1,866	2,641	2,641	2,641	2,641
기타	773	754	778	803	830
자본총계	4,502	4,554	4,902	5,524	6,206
자본금	962	962	962	962	962
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,603	3,708	4,056	4,677	5,359
자본조정	17	2	2	2	2
지배주주지분	4,582	4,672	5,020	5,641	6,323
순차입금	3,870	5,115	3,912	3,496	3,036
이자지급성부채	4,842	5,834	5,834	5,834	5,834

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	2	(996)	1,702	897	979
당기순이익	648	176	395	622	682
자산상각비	236	259	258	263	269
기타비현금성손익	939	638	6	7	8
운전자본증감	(1,531)	(1,695)	1,043	6	21
매출채권감소 (증가)	(570)	618	(43)	(152)	(320)
재고자산감소 (증가)	(44)	(374)	752	(17)	(37)
매입채무증가 (감소)	(196)	(1,133)	151	183	385
기타	(722)	(806)	184	(8)	(8)
투자현금	(612)	(413)	(470)	(501)	(539)
단기투자자산감소 (증가)	(36)	20	(18)	(19)	(20)
장기투자증권감소 (증가)	(15)	(91)	4	4	3
설비투자	(453)	(338)	(353)	(374)	(400)
유무형자산감소 (증가)	(21)	6	(11)	(15)	(23)
재무현금	538	1,136	(47)	0	0
차입금증가 (감소)	642	1,232	0	0	0
자본증가 (감소)	(96)	(97)	(47)	0	0
배당금지급	96	97	47	0	0
현금 증감	(73)	(275)	1,184	396	440
총현금흐름 (Gross CF)	1,824	1,072	659	891	958
(-) 운전자본증가 (감소)	286	1,359	(1,043)	(6)	(21)
(-) 설비투자	453	338	353	374	400
(+) 자산매각	(21)	6	(11)	(15)	(23)
Free Cash Flow	1,064	(619)	1,337	507	556
(-) 기타투자	15	91	(4)	(4)	(3)
잉여현금	1,049	(710)	1,342	511	559

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	6.8	23.4	12.4	7.9	7.2
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	6.4	13.8	10.4	7.6	6.6
배당수익률	2.1	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	3,587	1,159	2,065	3,249	3,564
BPS	23,294	23,712	25,504	28,704	32,184
SPS	72,643	73,451	76,769	81,316	86,854
DPS	500	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성지표 (%)					
ROA	4.1	1.1	2.4	3.6	3.7
ROE	15.0	3.8	8.2	11.7	11.4
ROIC	9.8	3.7	4.4	6.5	7.1
안정성지표 (% , X)					
부채비율	270.0	254.0	243.6	220.0	202.6
순차입비율	86.0	112.3	79.8	63.3	48.9
유동비율	80.0	87.6	90.0	94.9	100.0
이자보상배율	n/a	26.6	5.6	10.3	12.7
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	3.0	3.2	3.8	3.9	4.0
재고자산회전율	18.7	14.4	17.9	34.2	34.5
자산/자본구조 (%)					
투자자본	70.6	73.7	64.6	62.6	60.7
차입금	51.8	56.2	54.3	51.4	48.5

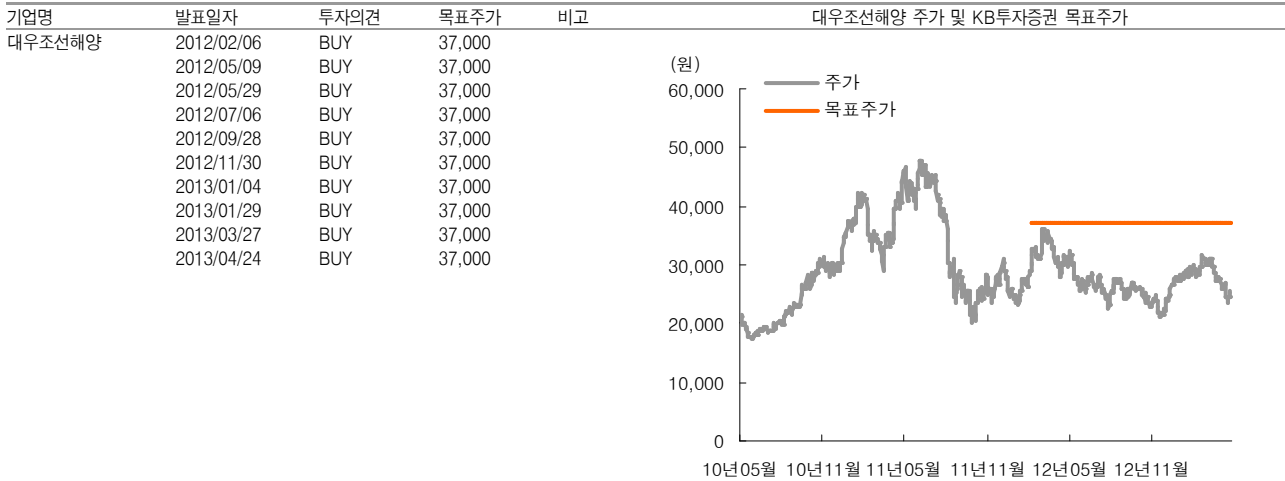
주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 04월 24일 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 대우조선해양, 삼성중공업 종목을 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP 회사를 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.