

대우조선해양 (042660)

조선, 그 이상의 조선사

조선

Results comment
2013. 8. 16

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	35,000
현재주가(13/08/14, 원)	28,250
상승여력	24%

영업이익(13F, 십억원)	415
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	426
EPS 성장률(13F, %)	-11.0
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.1
P/E(13F, x)	27.4
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSPI	1,923.91
시가총액(십억원)	5,407
발행주식수(백만주)	191
유동주식비율(%)	50.2
외국인 보유비중(%)	15.2
베타(12M, 일간수익률)	1.32
52주 최저가(원)	21,100
52주 최고가(원)	32,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.6 -3.9 5.0
상대주가	-1.3 -1.1 6.7



조선/기계

성기종

02-768-3263
kijong.sung@dwsec.com

2Q13 실적 Review: 매출액 4조 879억원(YoY +3.5%) 영업이익 1,268억원(YoY -8.1%)

대우조선해양의 2분기 매출액은 전년동기비 3.5% 증가한 4조 879억원, 영업이익은 8.1% 감소한 1,268억원, 순이익은 61.1% 감소한 540억원을 기록했다. 영업이익률은 3.1%으로 시장 컨센서스 대비 양호한 실적이다.

2분기 영업실적 특징은 1) 해양플랜트 비중이 약 55%로 전년비 매출액이 58% 증가했다. 이중 드릴쉽 비중은 전체의 15%, 리그가 12%, Fixed Platform이 22%를 차지했다. **2)** 상선 중 컨테이너선 비중이 전체의 약 24%로 가장 많았으며 초대형 컨테이너선이 대부분이다. 상선의 수익성이 해양플랜트보다 우세한 것으로 나타났다. **3)** 후판가격이 전분기비 톤당 약 3만원 하락했고, 매출액 증가와 브로커 수수료 감소로 판매비율이 크게 낮아졌다.

하반기에도 경쟁사 중 최고의 영업실적 전망

동사는 하반기에 3%대의 영업이익률을 유지할 전망이다. 해양플랜트 비중이 증가하면서 건조가 안정화 상태로 접어들었으나, 2010년 저가 수주분 투입 비중이 높고, 자회사의 부실충당금 때문에 수익성 개선은 쉽지 않아 보인다. 충당금이 부담스럽긴 하나 기존 예상보다 줄어들 가능성이 높아 보인다. 하반기에 약 1,500~1,800억원의 충당금 설정이 예상된다.

특히 하반기는 헤비테일 인도물량 증가에 따라 현금흐름이 개선되어 대규모 차입금 상환이 예상된다. 2분기말 기준으로 동사의 차입금은 약 6조 2,300원으로 1분기 대비 증가하였으나 연말에는 차입금이 5조원 미만인될 전망이다.

동사는 지난 상반기 동안 상선 \$19.5억, 해양 \$57.9억, 특수선 \$2.4억 등 총 \$79.8억을 수주해 연간 목표액의 61.3%를 달성했다. 하반기에도 LNG FPSO, 드릴쉽, 리그선, LNG선, 초대형 컨테이너선, 특수선 등 다양한 선종에서 대규모 수주가 이어져 연간 목표 \$130억은 무난히 달성할 수 있을 전망이다. 수주가 순조롭다면 연간 \$150억도 충분할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 35,000원 제시하며 커버리지 재개

대우조선해양에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 35,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 2014년 BPS 26,846원에 PBR 1.3배를 적용하였다. 경쟁사 평균 Valuation 수준이다.

동사는 세계의 해양플랜트 및 대형 상선 시장을 주도하는 빅 3 중 한 업체이다. 높은 경쟁력을 바탕으로 대규모 수주를 이끌고 있으며, 2014년 하반기부터 실적 턴어라운드가 확실시된다. 저가성 수주분 소진과 함께 수익성 높은 특수선과 해양부문 매출 비중이 증가하기 때문이다. 수주 증가, 현금흐름 및 재무구조 개선은 물론 유럽 금융시장의 안정과 세계 경기 회복 기대감 등 대내외적으로 중장기적 비중확대 국면으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	12,990	13,903	14,058	14,309	14,757	15,495
영업이익(십억원)	1,203	1,089	486	415	664	930
영업이익률 (%)	9.3	7.8	3.5	2.9	4.5	6.0
순이익(십억원)	767	686	222	197	457	689
EPS (원)	4,007	3,587	1,159	1,031	2,387	3,599
ROE (%)	20.9	15.9	4.8	4.2	9.1	12.3
P/E (배)	9.1	6.8	23.4	27.4	11.8	7.9
P/B (배)	1.8	1.0	1.1	1.1	1.1	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

대우조선해양의 투자포인트

해양과 상선부문 경쟁력은
녹슬지 않았다

1) 글로벌 FPS(Floating Production System) 시장이 확대되면서 해양플랜트 경쟁구도가 완화되고 있다. 기존 시추설비 시장에서 경쟁을 벌이던 현대중공업이 FPS 시장에서 대규모 수주를 이끌면서 시추설비 수주 경쟁이 크게 완화되었다. 이에 대우조선해양과 삼성중공업이 시추설비 시장에서 수주와 단가 인상을 주도하고 있다. 대우조선해양은 FPS부문에서 현대중공업 다음으로 다수의 경험과 기술력을 확보하고 있어 향후 해양플랜트 수주 확대와 안정적인 가격정책을 펼칠 것으로 예상된다.

2) 북해지역을 비롯하여 북극항로 개발이 활발해지며 시추설비인 반잠수식 리그선과 쇄빙선 수요가 확대되고 있다. 동사는 리그선과 LNG선 부문에서 최고의 경쟁력을 보유하고 있어 대규모 수혜가 예상된다. 이러한 경쟁력을 앞세워 동사는 최근 러시아의 대규모 천연가스 개발(Yamal project)에 투입될 약 54억달러 규모의 쇄빙 LNG선(약 16척 예상) 수주전에서 우선협상대상자로 선정된 바 있다.

3) 동사는 세계 최대형 상선 시장을 선도하고 있다. LNG선 부문에서 글로벌 선도주자로 자리매김하였고, 초대형 컨테이너선 시장에서도 세계 최대 사이즈인 Maersk사의 18,000TEU급 컨테이너선을 세계 최초로 건조하여 선박부문에서 최고의 기술력을 인정받았다.

4) 삼성중공업이 보유하지 못한 군함 등 특수선 시장에서도 세계적인 경쟁력을 갖추고 있다. 이를 토대로 동사는 2013년 연간 목표 수주액인 \$130억을 초과한 \$150억 수주가 가능해 보인다.

표 1. 2013년 2분기 Review

(십억원, %, %p)

	2Q12	1Q13	2Q13		증감률	
			잠정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,950	3,259	4,088	3,618	3.5	25.4
영업이익	138	67	127	91	-8.1	88.5
영업이익률	3.5	2.1	3.1	2.5	-0.4	1.0
세전이익	108	76	77	89	-28.9	1.1
순이익	139	48	54	79	-61.1	12.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대우조선해양, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 대우조선해양의 분기별 수익예상

(십억원, %, %p)

	2012				2013F				2Q13F 증가율		2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	QoQ	YoY				
매출액	3,065	3,950	3,171	3,872	3,259	4,088	3,272	3,690	25.4	3.5	13,903	14,058	14,309	14,757
영업이익	142	138	118	88	67	127	98	123	88.5	-8.1	1,089	486	415	664
세전이익	125	108	85	-53	76	77	55	89	1.1	-28.9	998	265	298	657
순이익	88	139	57	-61	48	54	37	60	12.2	-61.1	686	222	197	457
영업이익률	4.6	3.5	3.7	2.3	2.1	3.1	3.0	3.3	-	-	7.8	3.5	2.9	4.5
순이익률	2.9	3.5	1.8	-1.6	1.5	1.3	1.1	1.6	-	-	4.9	1.6	1.4	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

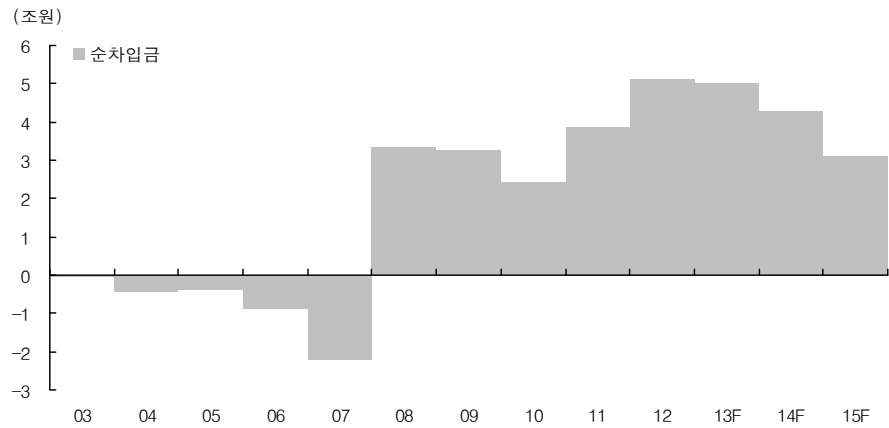
표 3. 대우조선해양의 수주 및 수주잔고

(단위: 척, \$bn)

타입	2011	2012	2013.07	수주잔고
상선	6.83	1.34	1.95	11.17
Tanker		5	8	19
Container	27		7	39
LNGC	9	4	4	19
해양	6.29	10.47	5.79	26.13
특수선	1.16	2.45	0.24	4.36
총계	14.29	14.27	7.98	41.66

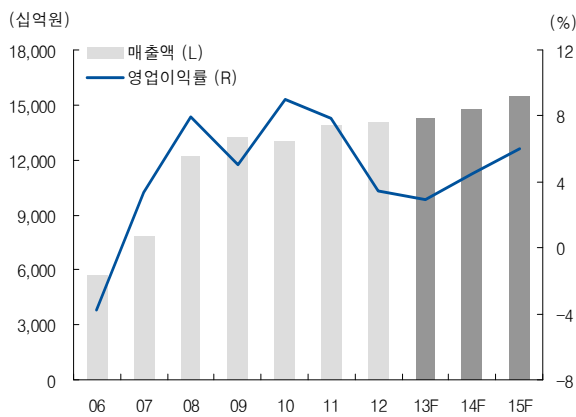
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 대우조선해양의 순차입금 추이 및 전망



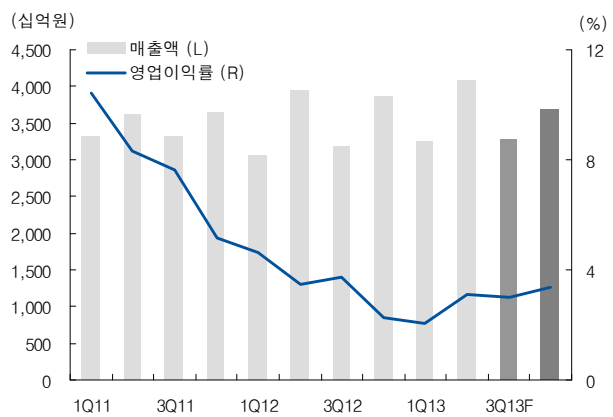
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 대우조선해양의 연간 영업실적 추이 및 전망



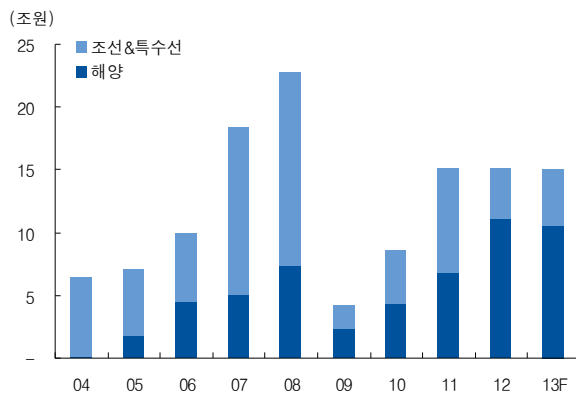
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 대우조선해양의 분기별 영업실적 추이 및 전망



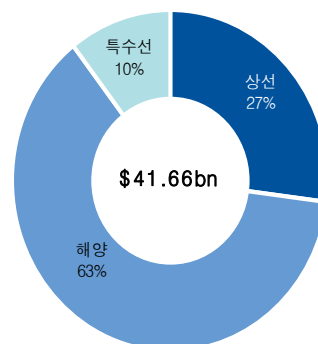
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 대우조선해양의 수주 추이



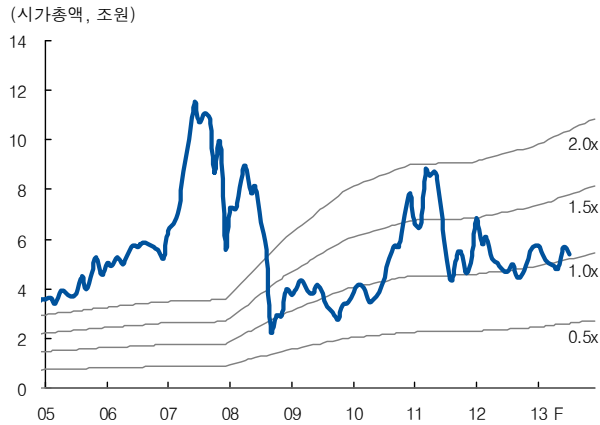
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 대우조선해양의 수주 잔고 (2013년 7월 기준)



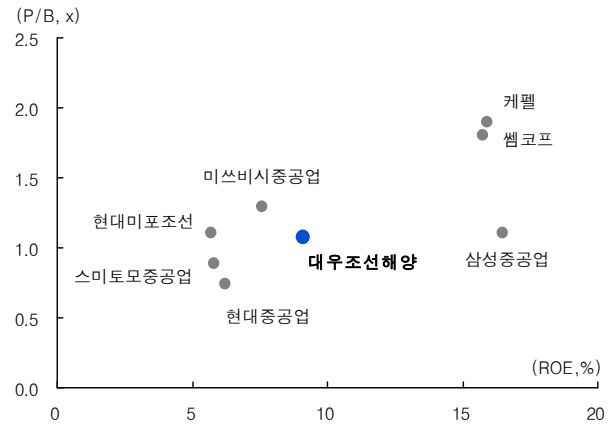
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 대우조선해양의 PBR 밴드 추이



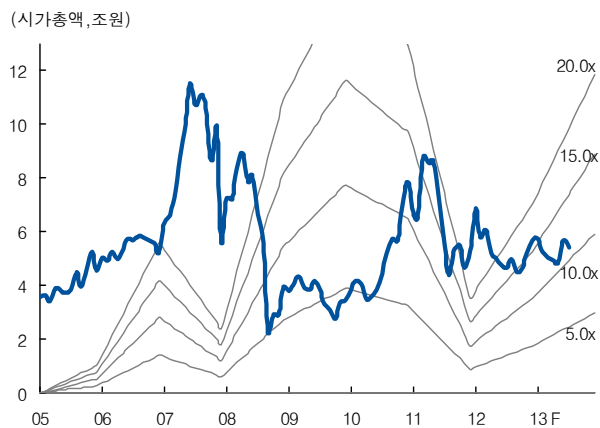
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 경쟁업체 ROE-PBR 비교 (2014F)



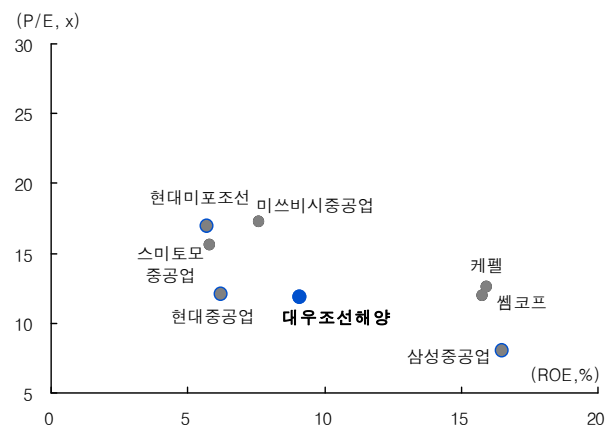
자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 대우조선해양의 PER 밴드 추이



자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 경쟁업체 ROE-PER 비교 (2014F)



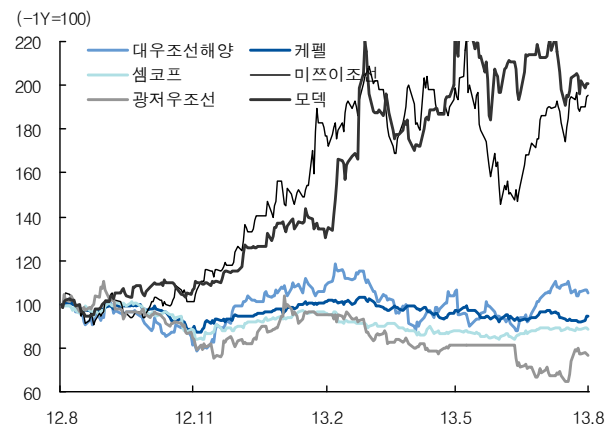
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주요 조선 3사 상대주가 추이 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 글로벌 경쟁업체 주가 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

대우조선해양 (042660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	14,058	14,309	14,757	15,495
매출원가	12,922	13,336	13,503	13,945
매출총이익	1,136	973	1,254	1,550
판매비와관리비	650	558	590	620
조정영업이익	486	415	664	930
영업이익	486	415	664	930
비영업손익	-221	-117	-7	38
순금융비용	20	-9	2	7
관계기업등 투자손익	1	-1	0	0
세전계속사업손익	265	298	657	968
계속사업법인세비용	89	98	197	276
계속사업이익	176	200	460	692
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	176	200	460	692
지배주주	222	197	457	689
비지배주주	-46	3	3	3
총포괄이익	149	212	472	704
지배주주	185	211	468	700
비지배주주	-36	2	4	4
EBITDA	745	673	929	1,201
FCF	-1,289	-822	161	352
EBITDA마진율 (%)	5.3	4.7	6.3	7.8
영업이익률 (%)	3.5	2.9	4.5	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.6	1.4	3.1	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	7,161	8,382	8,441	8,782
현금 및 현금성자산	267	287	101	38
매출채권 및 기타채권	3,834	5,029	5,186	5,445
재고자산	1,198	1,220	1,258	1,321
기타유동자산	1,409	1,574	1,623	1,704
비유동자산	8,962	9,167	9,408	9,603
관계기업투자등	61	94	94	94
유형자산	6,219	6,360	6,453	6,539
무형자산	133	142	148	153
자산총계	16,122	17,548	17,849	18,385
유동부채	8,173	9,055	9,022	9,047
매입채무 및 기타채무	4,516	4,622	4,767	5,005
단기금융부채	3,193	3,716	3,516	3,266
기타유동부채	464	717	739	776
비유동부채	3,395	3,776	3,684	3,538
장기금융부채	2,641	2,859	2,759	2,659
기타비유동부채	679	817	825	780
부채총계	11,568	12,830	12,706	12,585
지배주주지분	4,672	4,835	5,256	5,908
자본금	962	962	962	962
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	3,708	3,844	4,254	4,895
비지배주주지분	-117	-117	-113	-109
자본총계	4,554	4,718	5,143	5,799

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-883	-490	526	705
당기순이익	176	200	460	692
비현금수익비용가감	896	519	469	509
유형자산감가상각비	253	251	258	263
무형자산상각비	6	7	7	8
기타	-406	-241	-76	-26
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,695	-1,147	-206	-220
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	618	-1,308	-158	-259
재고자산 감소(증가)	-374	-105	-38	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,133	348	145	238
법인세납부	-260	-62	-197	-276
투자활동으로 인한 현금흐름	-305	-156	-279	-307
유형자산처분(취득)	-317	-242	-350	-350
무형자산감소(증가)	-16	-13	-13	-13
장단기금융자산의 감소(증가)	-103	-1	0	0
기타투자활동	130	100	84	56
재무활동으로 인한 현금흐름	914	663	-433	-460
장단기금융부채의 증가(감소)	1,232	757	-300	-350
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-97	-47	-47	-47
기타재무활동	-222	-94	-86	-63
현금의증가	-275	20	-186	-62
기초현금	542	267	287	101
기말현금	267	287	101	38

자료: 대우조선해양, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	23.4	27.4	11.8	7.9
P/CF (x)	10.8	11.9	7.5	5.6
P/B (x)	1.1	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	14.0	17.2	12.3	9.3
EPS (원)	1,159	1,031	2,387	3,599
CFPS (원)	2,511	2,378	3,771	5,013
BPS (원)	23,869	24,678	26,846	30,226
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	21.3	23.9	10.3	6.9
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	1.1	1.8	3.1	5.0
EBITDA증가율 (%)	-43.8	-9.7	38.1	29.2
영업이익증가율 (%)	-55.3	-14.7	60.0	40.0
EPS증가율 (%)	-67.7	-11.0	131.5	50.7
매출채권 회전율 (회)	3.3	3.4	3.0	3.0
재고자산 회전율 (회)	14.4	11.8	11.9	12.0
매입채무 회전율 (회)	3.0	3.6	3.6	3.7
ROA (%)	1.1	1.2	2.6	3.8
ROE (%)	4.8	4.2	9.1	12.3
ROIC (%)	3.7	2.8	4.3	6.0
부채비율 (%)	254.0	271.9	247.1	217.0
유동비율 (%)	87.6	92.6	93.6	97.1
순차입금/자기자본 (%)	112.3	127.5	114.7	96.8
영업이익/금융비용 (x)	3.1	4.2	7.8	14.8

Compliance Notice

- 대우조선해양 계열회사관계 법인, 대우조선해양 주식매수계약 체결 등 관련 기타이해관계 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

