한화투자증권

대우조선해양 (042660)

2014. 02. 25 | 기업분석

Analyst **정동익**
newday@hanwha.com

RA **이한별**
onestar@hanwha.com

Buy(maintain)

목 표 주 가: 45,000원(유지)
주가(2/24): 35,700원

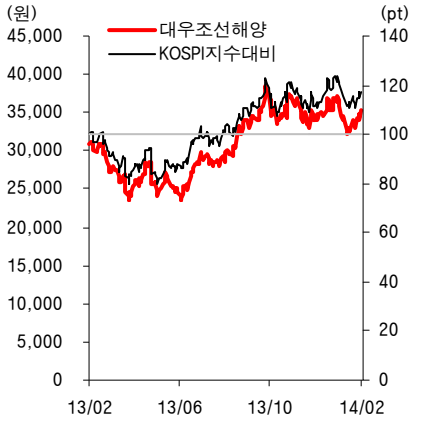
Stock Data

KOSPI(2/24)		1,949.05pt
시가총액		68,327억원
발행주식수		191,391천주
52주 최고가 / 최저가		38,400 / 23,600원
90일 일평균거래대금		357.83억원
외국인 지분율		18.6%
배당수익률(13.12E)		0.8%
BPS(13.12E)		25,417원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-1.1%
	3개월	1.2%
	6개월	16.0%

주주구성

한국산업은행외 1인	31.5%
금융위원회	17.2%
국민연금공단	8.1%

Stock Price



수주도 실적도 Big3 중 Top

4분기 실적은 컨센선스 부합

동사는 전일 지난해 4분기 동안 매출액 4조 2,998억원(yoy +11.0%), 영업이익 1,310억원(yoy +48.4%, 영업이익률 3.0%)의 실적을 달성했다고 발표했다. 매출액 4조 737억원, 영업이익 1,298억원 수준이었던 컨센서스를 소폭 상회하는 무난한 실적으로 평가된다. 한편 올해 1분기의 경우 매출액은 계절성으로 인해 QoQ 소폭 감소한 3조 8,394억원 수준에 그치겠으나 2013년 중 미리 설정한 충당금과 해양플랜트 비중 증가 등으로 영업이익률은 3.5%로 소폭 개선될 전망이다.

2014년 수주목표 145억 달러 제시

동사는 올해 신규수주 목표(별도)를 145억 달러로 제시하였다. 부문별로는 해양플랜트 60%, 상선 30%, 특수선 및 기타 10% 수준으로 사업계획에 반영되어있는 것으로 파악되고 있다. 이는 당사가 연초에 전망했던 수치와 일치하는 수준으로 LNG선과 컨테이너선, 드릴십 시장이 여전히 견조하고, FLNG 프로젝트들도 가시권에 있는 것들이 있어 충분히 달성가능성이 있다는 것이 당사의 판단이다. 특히 Yamal LNG선 프로젝트 등 사실상 확정된 물량을 확보중인 점도 수주목표 달성에 긍정적이다.

목표주가 45,000원, 투자의견 Buy유지

동사주가는 10월 중순 이후의 시장조정과 장기상승에 따른 차익매물 출회, 2대주주 보유물량 블록딜에 따른 오버행 이슈부각, 신조선가지수의 정체 등이 부담으로 작용하면서 4개월 이상 좁은 박스권에서 횡보 중이다. 그러나 선진국을 중심으로 한 글로벌 경기회복과 이에 따른 상선시황 호조, 견조한 매출증가와 수익성 회복에 대한 기대감, 지난해 선제적 대응에 따른 충당금 이슈의 완화 등을 감안하면 주가조정구간을 이용한 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단된다.

Financial Data	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(십억원)	13,903	14,058	15,305	16,338	17,163
영업이익(십억원)	1,089	486	441	685	910
세전계속사업손익(십억원)	998	265	327	652	889
순이익(십억원)	686	222	240	459	625
EPS(원)	3,587	1,159	1,256	2,396	3,265
증감률(%)	-10.5	-67.7	8.3	90.8	36.3
PER(배)	6.8	23.4	28.4	14.9	10.9
PBR(배)	1.0	1.1	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	6.4	13.8	19.5	13.8	10.4
영업이익률(%)	7.8	3.5	2.9	4.2	5.3
EBITDA 마진(%)	9.5	5.3	4.6	5.8	6.8
ROE(%)	15.9	4.8	5.0	8.9	10.6
순부채비율(%)	84.0	111.8	143.1	115.4	87.3

주: IFRS 연결 기준임

4분기 실적은 컨센선스 부합

동사는 전일 지난해 4분기 동안 매출액 4조 2,998억원(yoy +11.0%), 영업이익 1,310억원(yoy +48.4%, 영업이익률 3.0%), 세전이익 410억원(yoy 흑자전환), 지배주주 순이익 464억원(yoy 흑자전환)의 실적을 달성했다고 발표했다. 매출액 4조 737억원, 영업이익 1,298억원 수준이었던 컨센서스를 소폭 상회하는 무난한 실적으로 평가된다. 전분기 대비 매출액 증가는 계절성에 따른 작업일수 증가(6일)와 해양플랜트 부문의 매출증가 등이 주된 요인인 것으로 판단되며, 영업이익률은 매출증가에 따른 고정비 희석과 해양플랜트 비중 증가, 투입후판가격 하락 등에도 불구하고 상선의 건조선가 하락으로 전분기 대비 소폭 하락하였다. 한편 올해 1분기의 경우 매출액은 계절성으로 인해 QoQ 소폭 감소한 3조 8,394억원 수준에 그치겠으나 2013년 중 미리 설정한 충당금과 해양플랜트 비중 증가 등으로 영업이익률은 3.5%로 소폭 개선될 전망이다.

770억원 규모 충당금 영향으로 세전이익은 기대치 하회

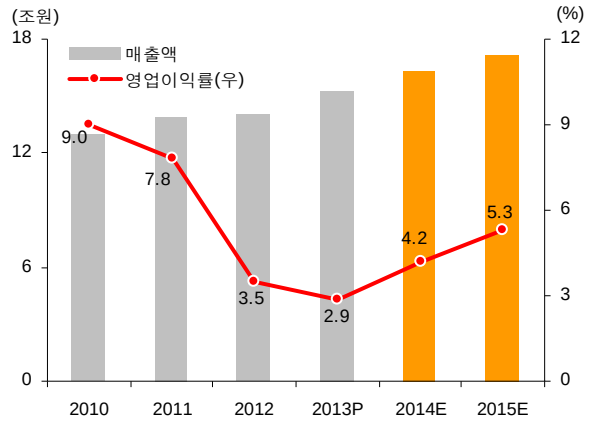
매출액과 영업이익은 기대치에 부합했으나 세전이익과 순이익은 당사추정치 및 컨센선스를 큰 폭으로 하회하였다. 영업외수지가 기대치를 크게 벗어난 것은 하도급법 위반 관련 공정거래위원회의 과징금에 대한 충당금 490억원을 비롯해 총 770억원의 충당금을 쌓은 데 따른 것으로 이를 제외할 경우 당사 전망치와의 차이는 크지 않았다. 순이익은 세전이익에 비해 54억 정도 오히려 더 컸는데, 이는 자회사 KLDS의 청산에 따라 과거 손금불산입되었던 금액이 손실로 인정된 데 따른 일회성 요인에 의한 것이다.

[표1] 대우조선해양 분기별 실적추이 (단위: 억원)

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13			증감		차이	
					발표치	당사추정	컨센선스	YoY	QoQ	당사추정	컨센서스
매출액	38,720	32,589	40,879	36,587	**42,998**	41,282	40,737	11.0	17.5	4.2	5.6
영업이익	883	673	1,268	1,158	**1,310**	1,321	1,298	48.4	13.1	-0.8	0.9
세전이익	-527	761	769	1,329	**410**	1,286	1,177	흑전	-69.1	-68.1	-65.1
순이익(지배주주)	-615	481	540	918	**464**	872	967	흑전	-49.5	-46.8	-52.0
영업이익률	2.3	2.1	3.1	3.2	**3.0**	3.2	3.2				
세전이익률	-1.4	2.3	1.9	3.6	**1.0**	3.1	2.9				
순이익률	-1.6	1.5	1.3	2.5	**1.1**	2.1	2.4				

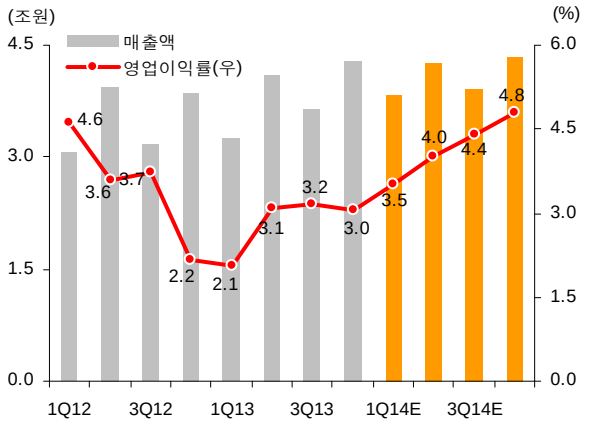
주: 4Q13 지배주주순이익은 당사추정치, 전체 순이익은 469억원임
자료: 대우조선해양, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연도별 매출액과 영업이익률



자료: 대우조선해양, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 분기별 매출액과 영업이익률



자료: 대우조선해양, 한화투자증권 리서치센터 추정

2013년 신규수주는 136억 달러로 마감, 수주잔고는 사상최대

동사의 2013년 신규수주는 Tanker 15척, Container 19척, LNG선 6척 등 상선 총 43척(45.0억 달러), 해양플랜트 11기(81.0억 달러), 특수선 10.2억 달러 등 총 136.1억 달러를 기록하였다. 해양플랜트 수주가 2012년 104.7억 달러에서 81.0억 달러로 22.6% 감소했으나 상선수주가 2012년 대비 3배 이상 급증하면서 전체 수주규모는 2012년 대비 소폭 감소하는데 그쳤다. 동사의 지난해 신규수주 목표가 130억 달러임을 감안하면 사업계획상 수주목표를 4.7% 초과달성했다. 한편 동사의 지난해 말 기준 수주잔고는 지난해 양호한 신규수주 성과에 힘입어 453억 달러(인도기준)를 기록 중이며, 매출기준으로도 약 35조원 수준에 이르고 있는 것으로 추정되어 올해 예상매출액 대비 약 2배 이상에 해당하는 일감을 확보중인 것으로 판단된다. 수주잔고 453억 달러는 지난번 업황호조기 당시 고점이었던 2008년의 436억 달러를 상회하는 창사이래 최대수준으로 향후 안정적인 매출증가의 바탕이 될 것으로 판단된다.

2014년 수주목표 145억 달러 제시

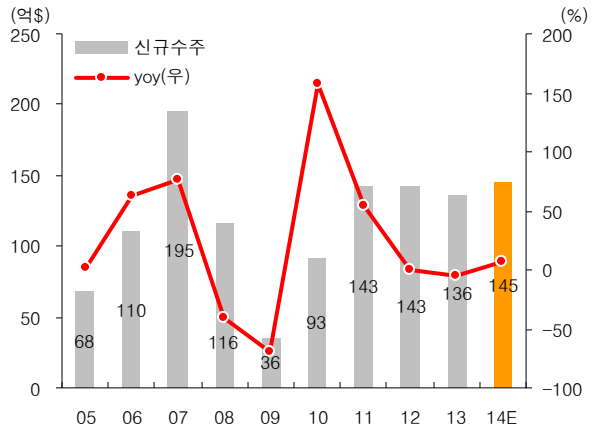
한편 동사는 올해 신규수주 목표(별도)를 145억 달러로 제시하였다. 부문별로는 해양플랜트 60%, 상선 30%, 특수선 및 기타 10% 수준으로 사업계획에 반영했으나 시장상황에 따라 세부 수주내역은 다소 변화가 있을 수 있다는 설명이다. 이는 당사가 연초에 전망했던 수치와 일치하는 수준으로 LNG선과 컨테이너선, 드릴십 시장이 여전히 견조하고 FLNG 프로젝트들도 가시권에 있는 것들이 있어 충분히 달성가능성이 있다는 것이 당사의 판단이다. 특히 Yamal LNG선 프로젝트 등 사실상 확정된 물량을 확보중인 점도 수주목표 달성에 긍정적이다.

[표1] 선종별 신규수주 현황 (단위: 척, 기, 십억$)

Type	수주잔고 (2013.12.31.)	신규수주 (2013)	신규수주 (2012)	신규수주 (2011)
Bulk	0	0	0	0
Tanker	22	15	5	0
Container	46	19	0	27
LNGC	18	6	4	9(FSRU 1 척 포함)
LPGC	3	3	0	0
기타	0	0	0	0
선박소계	89($12.05 bil.)	43($4.50 bil.)	9($1.34 bil.)	36($6.83 bil.)
해양소계	37($28.35 bil.)	11($8.1 bil.)	14($10.47 bil.)	11($6.29 bil.)
특수선	19($4.90 bil.)	3($1.02 bil.)	7($2.45 bil.)	3($1.16 bil.)
총계	145($45.3 bil.)	57($13.61 bil.)	30($14.27 bil.)	50($14.29 bil.)

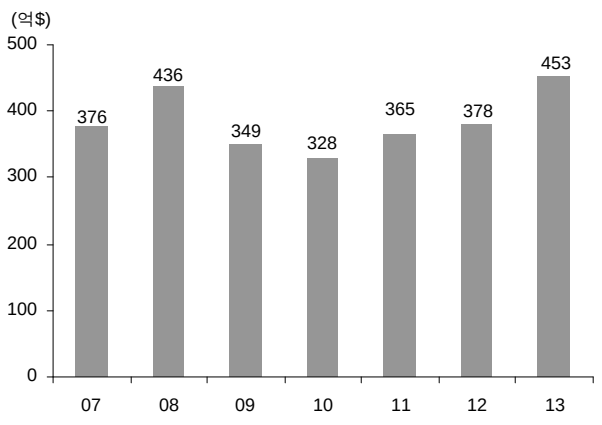
자료: 대우조선해양, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 대우조선해양 신규수주 추이와 전망



주: 2014년은 회사측 가이던스(상선 30%, 해양 60%, 기타 10%)
자료: 대우조선해양, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 대우조선해양 수주잔고 추이



주: 수주잔고는 인도기준임
자료: 대우조선해양, 한화투자증권 리서치센터

2014년, Big3 중 최고의 외형성장과 수익성 개선 기대

2011년 이후 3년 연속 130~140억 달러 이상의 수주를 기록함에 따라 올해 매출성장은 Big3 중 가장 높은 6.7%를 기록할 것으로 기대된다. 또한 충당금 규모의 축소와 상선 대비 상대적으로 마진이 좋은 해양플랜트 매출비중 증가 등으로 영업이익률 역시 지난해 2.9%에서 올해 4.2%로 개선될 전망이다. 동사가 강점을 보유한 LNG선 시황이 올해에도 매우 긍정적이라는 점 역시 동사입장에서는 기회이다. 이에 따라 동사의 올해 연결매출액은 16조 3,377억원, 영업이익은 6,846억원에 이를 전망이다. 더디지만 작년을 바닥으로 점진적으로 수익성이 개선되는 모습은 동사 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

목표주가 45,000원, 투자의견 Buy유지

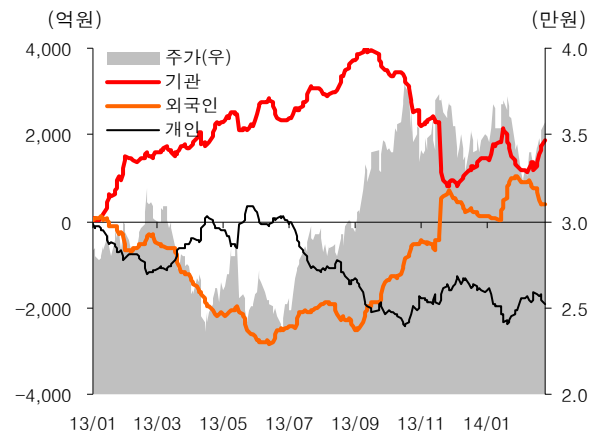
동사주가는 10월 중순 이후의 시장조정과 장기상승에 따른 차익매물 출회, 2대주주 보유물량 블록딜에 따른 오버행 이슈부각, 신조선가지수의 정체 등이 부담으로 작용하면서 4개월 이상 좁은 박스권에서 횡보 중이다. 그러나 선진국을 중심으로 한 글로벌 경기회복과 이에 따른 상선시황 호조, 견조한 매출증가와 수익성 회복에 대한 기대감, 지난해 선제적 대응에 따른 충당금 이슈의 완화 등을 감안하면 주가조정 구간을 이용한 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단된다. 지난해 수주성과와 2014년 매출액 가이던스 등을 반영하여 동사에 대한 실적전망치를 [표2]와 같이 변경한다. 실적추정치 변경에도 불구하고 2014~2016년 가중평균 EPS의 변화는 미미하여 기존의 목표주가 45,000원과 투자의견 Buy를 유지하고, 당사 조선업종 Top-pick으로의 추천을 지속한다.

[표2] 대우조선해양 수익추정 변경내역 (단위:억원, %)

	변경전			변경후			차이		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	15,134	16,189	17,021	15,305	16,338	17,163	1.1	0.9	0.8
영업이익	442	711	902	441	685	910	-0.2	-3.7	0.9
세전이익	423	679	882	327	652	889	-22.7	-4.0	0.8
순이익(지배주주)	287	460	598	240	459	625	-16.4	-0.2	4.5
EPS	1,500	2,405	3,124	1,256	2,396	3,265	-16.3	-0.4	4.5

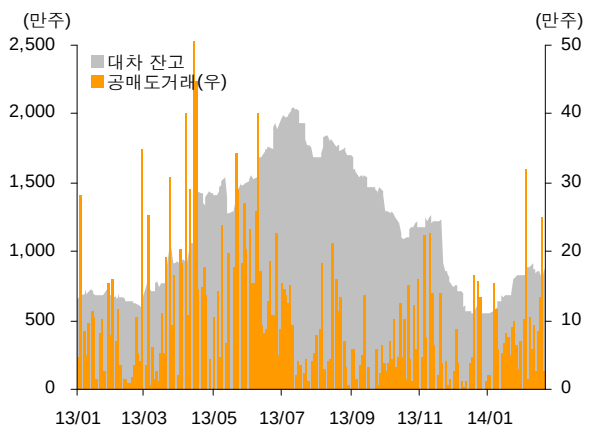
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림3] 투자주체별 순매매추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 대차잔고와 공매도 거래 추이



자료: DataGuide, 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	**13,903**	**14,058**	**15,305**	**16,338**	**17,163**
매출원가	12,269	12,922	14,252	15,000	15,567
매출총이익	**1,634**	**1,136**	**1,053**	**1,338**	**1,596**
판매비 및 관리비	545	650	612	654	687
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	**1,089**	**486**	**441**	**685**	**910**
EBITDA	1,325	745	700	945	1,172
영업외 손익	**-91**	**-221**	**-114**	**-32**	**-21**
이자수익	135	137	107	110	115
이자비용	118	155	146	142	135
외화관련손익	-57	-186	96	0	0
지분법손익	-71	1	11	0	0
세전계속사업손익	**998**	**265**	**327**	**652**	**889**
계속사업법인세비용	349	89	85	189	258
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	648	176	242	463	631
지배주주지분	686	**222**	**240**	**459**	**625**
포괄손익	597	161	246	463	631
매출총이익률(%)	11.8	8.1	6.9	8.2	9.3
EBITDA마진율(%)	9.5	5.3	4.6	5.8	6.8
영업이익률(%)	7.8	3.5	2.9	4.2	5.3
당기순이익률(지배주주)(%)	4.9	1.6	1.6	2.8	3.6
ROA(%)	4.2	1.4	1.4	2.4	3.3
ROE(%)	15.9	4.8	5.0	8.9	10.6
ROIC(%)	10.1	3.7	3.2	4.4	5.8

대차대조표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	**7,618**	**7,160**	**9,931**	**9,874**	**9,761**
현금 및 현금성자산	542	267	433	697	765
단기금융상품	119	102	79	89	100
매출채권	631	478	707	569	598
재고자산	752	1,198	1,178	1,281	1,346
비유동자산	9,042	8,962	8,777	8,922	9,068
투자자산	2,415	2,610	2,380	2,476	2,577
유형자산	6,504	6,219	6,261	6,307	6,351
무형자산	123	133	137	139	140
자산총계	16,660	16,122	18,709	18,796	18,829
유동부채	9,520	8,173	9,067	8,594	7,981
매입채무	852	750	1,178	1,186	1,246
단기차입금	2,809	2,973	3,300	3,000	2,500
비유동성부채	2,638	3,395	4,897	4,862	4,677
장기금융부채	1,631	2,489	4,000	3,950	3,750
부채총계	**12,158**	**11,568**	**13,964**	**13,456**	**12,658**
자본금	962	962	962	962	962
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정	17	2	21	21	21
기타포괄손익누계액	60	45	49	49	49
이익잉여금	3,603	3,708	3,882	4,477	5,308
지배회사지분	**4,582**	**4,672**	**4,865**	**5,460**	**6,291**
소수주주지분	-80	-117	-120	-120	-120
자본총계	4,502	4,554	4,745	5,340	6,172
순차입금	**3,780**	**5,092**	**6,788**	**6,164**	**5,386**

주요지표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	6.8	23.4	28.4	14.9	10.9
PBR(배)	1.0	1.1	1.4	1.3	1.1
PSR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
배당수익률(%)	2.1	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	6.4	13.8	19.5	13.8	10.4
성장성(%,YOY)					
매출액	7.0	1.1	8.9	6.7	5.1
영업이익	-9.5	-55.3	-9.3	55.3	32.9
세전계속사업손익	-4.1	-73.4	23.3	99.6	36.3
지배주주지분 당기순이익	-10.5	-67.7	8.3	90.8	36.3
포괄손익	1,445.3	-73.1	53.3	88.1	36.3
EPS	-10.5	-67.7	8.3	90.8	36.3
안정성(%)					
유동비율	80.0	87.6	109.5	114.9	122.3
부채비율	270.0	254.0	294.3	252.0	205.1
이자보상배율	-62.8	26.6	11.3	21.3	44.3
순차입금/자기자본	84.0	111.8	143.1	115.4	87.3
주당지표(원)					
EPS	3,587	1,159	1,256	2,396	3,265
BPS	23,939	24,409	25,417	28,526	32,872
EBITDA/Share	6,924	3,892	3,656	4,936	6,121
CFPS	9,531	5,601	2,798	4,845	6,093
DPS	500	250	300	300	300

현금흐름표

(단위: 십억원)

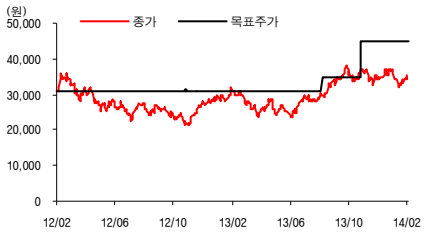
12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금	**2**	**-996**	**-1,496**	**1,086**	**1,244**
당기순이익	648	176	242	463	631
비현금수익비용가감	1,176	896	294	464	535
유형자산감가상각비	231	253	251	254	256
무형자산상각비	6	6	8	6	6
기타현금수익비용	111	139	35	204	273
영업활동 자산부채변동	**-1,531**	**-1,695**	**-1,857**	**159**	**78**
매출채권 감소(증가)	-570	618	-1,970	137	-29
재고자산 감소(증가)	-44	-374	-64	-103	-65
매입채무 증가(감소)	-196	-1,133	455	8	60
기타자산, 부채변동	-722	-806	-278	116	112
투자활동 현금	**-612**	**-413**	**-219**	**-414**	**-419**
유형자산처분(취득)	**-446**	**-317**	**-209**	**-300**	**-300**
무형자산 감소(증가)	-28	-16	-12	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-51	-72	11	-25	-27
기타투자활동	-87	-9	-10	-81	-85
재무활동 현금	538	1,136	1,882	-407	-757
차입금의 증가(감소)	**642**	**1,232**	**1,930**	**-350**	**-700**
자본의 증가(감소)	-96	-97	-48	-57	-57
배당금의 지급	96	97	48	57	57
기타재무활동	-9	0	0	0	0
현금의 증가	-73	-275	166	264	67
기초현금	**614**	**542**	**267**	**433**	**697**
기말현금	542	267	433	697	765

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정동익,이한별)
상기종목에 대하여 2014년 02월 24일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
당사는 2014년 02월 24일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

대우조선해양 주가 및 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2010.09.01	2012.05.14	2012.05.21	2012.07.01	2012.08.27	2012.10.29	2012.12.04	2013.01.27
투자의견	담당자변경	Marketperform	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform
목표가격	정동익	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2013.03.25	2013.04.15	2013.05.15	2013.06.03	2013.06.10	2013.08.16	2013.08.28	2013.09.01
투자의견	Outperform	Outperform	Outperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	35,000	35,000
일 시	2013.11.18	2014.01.06	2014.02.24					
투자의견	Buy	Buy	Buy					
목표가격	45,000	45,000	45,000					

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대	Overweight	비중확대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대	Neutral	중립
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대	Underweight	비중축소
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대		
N/R(Not Rated)	투자의견 없음		