

대우조선해양 (042660)

기술의 대우, LNG선의 혁신을 주도하다

LNG선 분야 기술혁신을 주도

대우조선해양은 세계가 인정하는 LNG선 분야 최고 조선소이다. 한국 조선업 역사에서도 가장 먼저 해외 선주에게서 LNG선 수주(2000년 2월, Exmar)를 받아내기도 했다. 클락슨에 의하면 올해 발주된 14척 LNG선 중 대우조선해양은 6척을 수주했으며 전세계 105척 LNG선 수주잔고(RV 9척 포함)에서 대우조선해양은 41척(RV 2척 포함)의 잔량을 차지하고 있다. 대우조선해양은 2012년 12월 ME-GI 추진시스템 상용화를 주도하면서 일시적으로 놓쳤던 LNG선 분야 리더십을 다시 회복했으며 LNG선 분야의 신기술을 계속해서 보여오고 있다.

대우조선해양은 LNG선 뿐 아니라 VL탱커, 컨테이너선에서도 일급 선주들로부터 가장 많은 리브콜을 받아왔다. 특히 세계 최대 컨테이너선사 Maersk Line의 보유 선박은 자회사였던 Odense shipyard와 대우조선해양이 절반씩 건조해왔다.

LNG선 원천기술의 완성을 눈앞에 두다

대우조선해양은 조선업계가 해양플랜트 실패로 매우 큰 어려움을 겪고 있던 최근 5년 동안 LNG선 분야에서 새로운 기술들을 선보이며 상용화에 모두 성공했다. ME-GI 추진시스템의 상용화 주도, ARC 7 LNG선의 성공적인 인도, 독자적인 Cargo handling 기술도 갖고 있다. 대우조선해양은 LNG선 분야 원천기술 완성을 목표로 독자 화물창 Solidus를 최근 출시했다. 국내에서 개발된 여러 LNG화물창 중 Solidus는 가장 늦게 개발 되었지만 가장 앞선 영업력과 높은 사업성을 보이고 있다는 것에 주목할 필요가 있다.

목표주가 45,000(상향), 투자 의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가를 35,000원에서 45,000원으로 상향하고 투자 의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 2019년 BPS 41,248원에 PBR 1.1배를 적용해 산정했다. 2018년에도 3% 수준의 영업이익률이 예상되고 있으며 ROE는 2017년 27.02%에서 2018년은 14.93%, 2019년은 12.15%로 추정된다.

Upgrade Price Target

BUY

| TP(12M): 45,000원(상향) | CP(3월22일): 27,250원

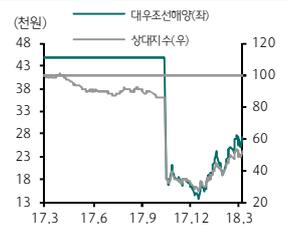
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,496.02
52주최고/최저(원)	44,800/13,900
시가총액(십억원)	2,906.4
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	788.3
60일 평균 거래대금(십억원)	17.6
17년 배당금(예상, 원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.78
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.37
하나은행	8.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	19.8 (39.2) (39.2)
상대	15.9 (41.8) (47.2)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	11,144.7	8,322.8
영업이익(십억원)	986.8	261.5
순이익(십억원)	1,436.0	230.0
EPS(원)	17,023	2,579
BPS(원)	39,541	35,582

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	십억원	15,443.6	12,819.2	11,101.7	9,954.9	7,582.6
영업이익	십억원	(2,124.5)	(1,530.8)	733.0	332.1	366.1
세전이익	십억원	(3,124.4)	(1,961.7)	1,211.8	641.9	595.1
순이익	십억원	(2,097.5)	(2,734.1)	591.7	541.0	504.1
EPS	원	(139,078)	(126,098)	7,103	5,072	4,726
증감률	%	적지	적지	폭전	(28.6)	(6.8)
PER	배	N/A	N/A	1.96	5.37	5.77
PBR	배	1.16	2.86	0.44	0.75	0.66
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	4.52	7.41	6.51
ROE	%	(132.52)	(279.57)	27.02	14.93	12.15
BPS	원	43,577	15,660	31,431	36,522	41,248
DPS	원	0	0	0	0	0



조선/조선기자재 Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

CONTENTS

1. 선박이 조선업 주가 상승 이끈다	2
1) 상선 시황이 조선업 주가 상승 주도	
2) LNG가 움직이면 대우조선해양을 주목하자	
2. 대우조선해양이 LNG선 분야 강자인 이유	4
유일한 ULCC 건조경험이 LNG선 건조 경쟁력의 발판	
3. Solidus, 가장 앞선 영업력을 보인다	5
1) 해외 선주사들로부터의 다수의 발주 문의	
2) Solidus의 사업성 평가는 과거 베타맥스와 VHS 기술표준 경쟁과 유사	
3) NO 96과 비교해서는 분명한 기술적 차이과 경제적 이점이 존재	
4. Solidus의 부각과 테마섹의 GTT 지분 매각	6
1) LNG 밸류체인에 올인 해왔던 테마섹, GTT 보유지분 매각	
2) Solidus의 등장으로 GTT의 독점력 사라질 것	
3) 대우조선해양은 Solidus, DCS 16 두 가지로 기술 독립 실현 예상	
4) 추진엔진 변화에 비하면 화물창은 쉬운 주제	
5. Ice-class ARC7, 또 하나의 Reference	7
Yamal LNG선, 한국이 경험한 최고 난이도의 쇄빙 기술	
6. 대우조선해양 실적 추정	8
240억 달러 수주잔고 중 LNG선 비중은 35.8%	

1. 선박이 조선업 주가 상승 이끈다

1) 상선 시황이 조선업 주가 상승 주도

선박 수주상황이 호전되면서
2018년 조선/조선 기자재 주가는
시장 수익률 크게 상회

역사적으로 조선업 주가는
상선시황이 호조세를 보일 때
시장 수익률을 크게 상회

조선업 주가는 역사적으로 상선시황이 호조세를 보이던 시기에 시장 수익률을 상회했다. 2007년까지 조선업 주가는 시장 수익률을 상회해왔으며 해양 플랜트가 부각되던 2011~2013년 조선업 주가 움직임은 시장수익률을 상회하지 못했다. 게다가 2012~2013년의 경우는 현대미포조선이 MR탱커와 케미컬 탱커를 대량 수주하면서 조선업 주가 움직임을 이끌었다. 당시 조선업 주가 움직임은 현대미포조선 주가 움직임을 제외하면 시장수익률을 크게 하회했다.

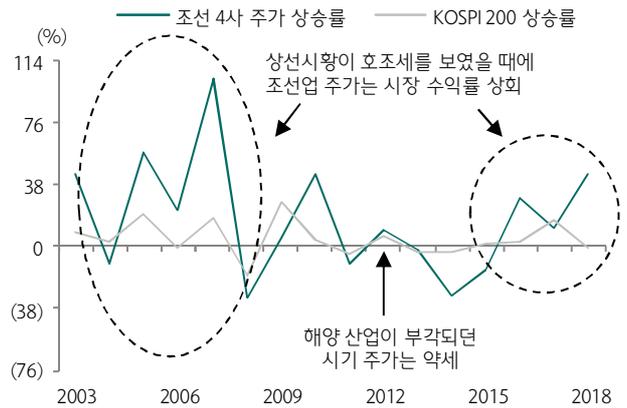
2018년 연초 이후 조선업과 주요 조선 기자재 기업들의 주가 상승률은 모두 시장 수익률을 크게 상회하는 모습을 보이고 있다. 지난 몇 년간 해양플랜트 사업 실패와 그에 따른 실적 악화로 조선업 주가는 부진한 움직임을 보여왔는데 올해 들어 급격히 선박 수주상황이 호전되면서 조선업 주가 움직임은 또 다시 시장수익률을 크게 상회하는 모습을 보이기 시작했다.

그림 1. 선박 시황이 좋을 때 조선업 주가는 시장 수익률 상회



자료: Bloomberg, 하나금융투자

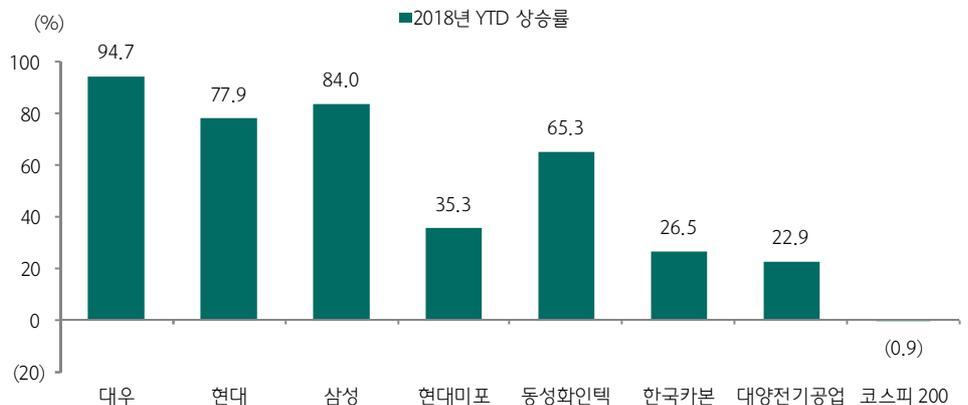
그림 2. 조선업 주가 움직임과 시장 수익률 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. LNG선을 비롯해 선박 수주량이 늘어나면서 조선/기자재 기업들의 주가 상승률은 시장 수익률 상회

연초 이후 조선업 주가 상승률은
시장 수익률을 매우 크게 상회



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2) LNG가 움직이면 대우조선해양을 주목하자

과거 LNG선 발주량이
늘어나던 시기에
대우조선해양 시가총액은
현대중공업을 상회

1999년 미국 캘리포니아 정전이 이끌어낸 미국 복합화력발전 투자 증가는 카타르 LNG개발을 유발했었다. 당시 LNG선 발주량이 대량으로 늘어나는 시기였는데 한국 조선 3사 중 대우조선해양이 가장 높은 주가 상승률을 보였으며 당시 대우조선해양 시가총액은 2003~2004년 동안 현대중공업 시가총액을 상회하기도 했었다. 2011년 일본 지진을 거쳐 세번째로 맞이한 LNG선 시황 호조기에 대우조선해양의 주가는 이번에도 가장 높은 상승세를 보일 것으로 전망된다.

카타르 LNG 개발시기였던
2003~2004년 2년 동안
대우조선해양 시가총액은
현대중공업 시가총액을 상회

그림 4. 2003~2004년 LNG선이 부각되던 시기에 대우조선해양 시가총액은 현대중공업 시가총액을 상회



미국의 복합화력발전 투자가
카타르 LNG 개발을 이끌었으며
LNG선 발주가 크게 증가되었으나
미국 Shale gas 개발이 성공하면서
LNG선 발주량은 감소되기 시작

그림 5. 미국 가스 생산량 늘면서 LNG선 발주 감소

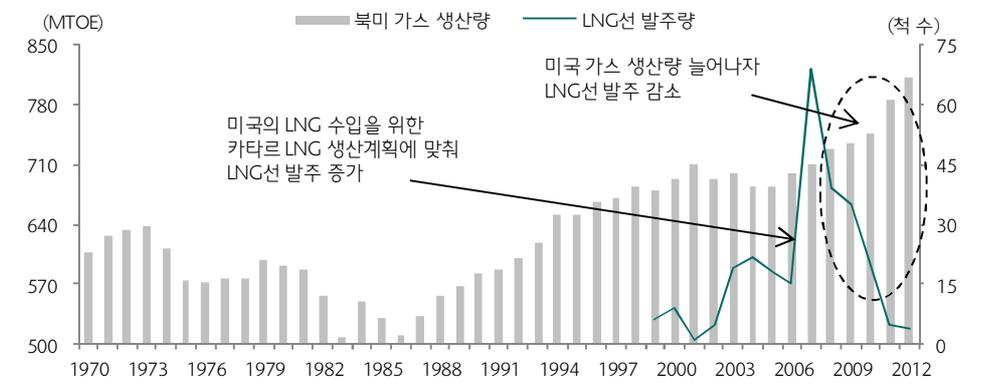


그림 6. 카타르 LNG 개발 시기에 LNG선 발주 증가

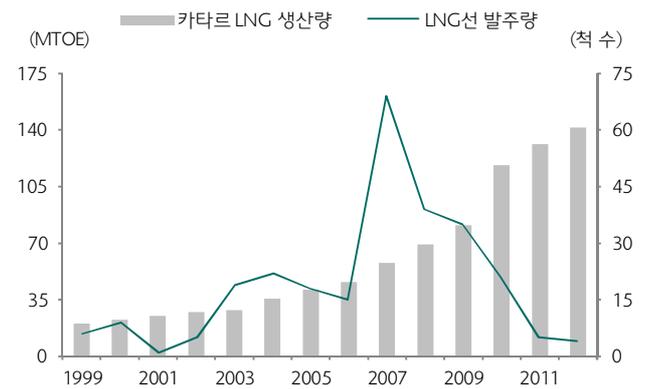
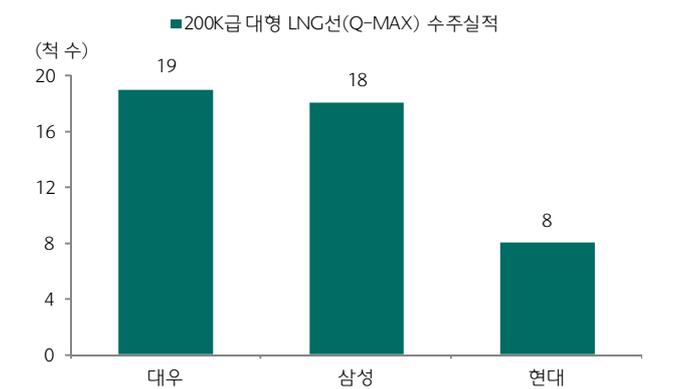


그림 7. 200K급 대형 LNG선(Q-MAX, 카타르 전용선) 한국이 독식



2. 대우조선해양이 LNG선 분야 강자인 이유

유일한 ULCC 건조경험이 LNG선 건조 경쟁력의 발판

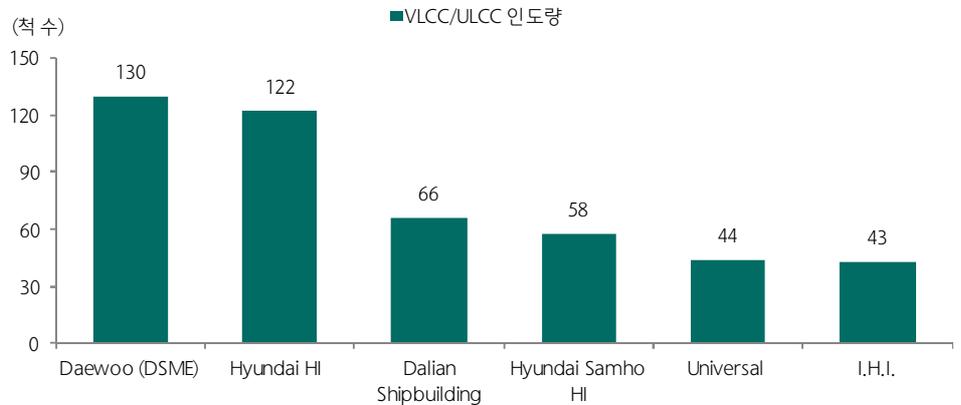
대우조선해양이 2000년 초 워크아웃 직후에 LNG선 분야에 앞선 경쟁력을 보였던 이유는 ULCC 건조 경험 때문

대우조선해양은 2000년 워크아웃 직후 LNG선 경쟁에서 앞섰던 이유는 ULCC(45만톤급 유조선) 건조 경험 때문이다. ULCC는 VLCC(30~35만톤급)보다 10만톤이 더 큰 선박이다. 전세계 유일하게 2척이 존재하는 ULCC는 대우조선해양이 건조했다. 대우조선해양이 역사적으로 LNG선 분야 경쟁을 주도해왔던 것은 이러한 차별적인 건조경험을 바탕으로 한 기술력이 주된 이유라 할 수 있다. 당시 대우조선해양은 세상에 존재하지 않던 사상 최대 크기의 유조선을 건조하면서 엄청난 수업료를 지불하면서도 완벽한 사양의 선박건조에 성공했다. ULCC 건조 이후 대우조선해양은 가장 많은 VLCC 및 LNG선 건조 경험, 최초의 해외 LNG선 수주에 성공했으며 나아가 Maersk Line이 발주했던 18,000TEU급 컨테이너선에는 Twin skeg(쌍발 엔진)을 장착하면서 선박의 연비 효율성을 극대화 시킨바 있다.

대우조선해양은 2012년 ME-GI엔진이 탑재되는 LNG선을 최초로 수주하면서 LNG선 분야 리더십을 다시 회복했으며 현재 전세계 LNG선 수주잔고의 40% 가량을 갖고 있다. 또한 올해 발주된 LNG선 14척 중에서 6척을 수주해 절반에 가까운 수주 점유율을 보이고 있다.

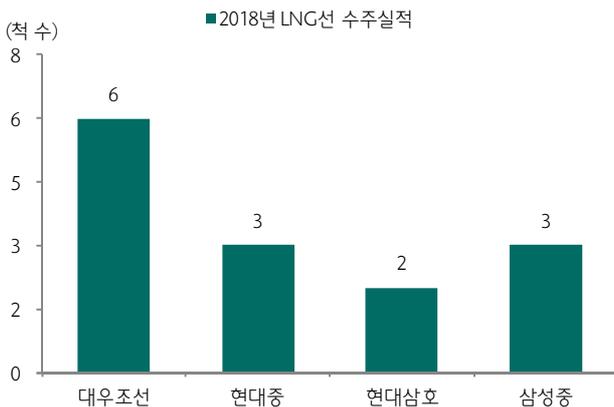
그림 8. 역사적인 VLCC/ULCC 건조 경험 비교

단일 조선소 기준에서 대우조선해양이 가장 많은 VL탱커 건조 경험 보유



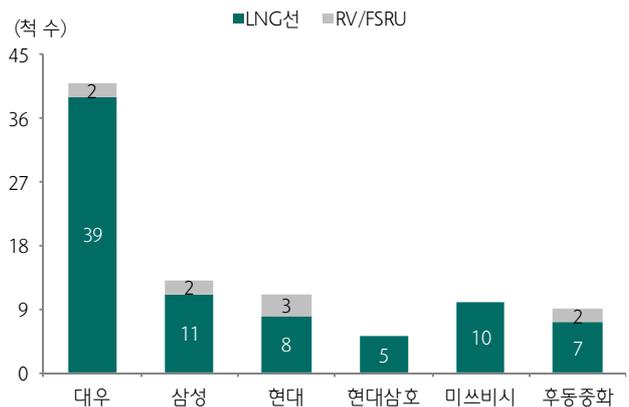
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 9. 2018년 LNG선 수주실적 비교



자료: Bloomberg, BP Outlook & Statics, Clarksons, 하나금융투자

그림 10. LNG선 수주잔량 비교



자료: Clarksons, 하나금융투자

3. Solidus, 가장 앞선 영업력을 보인다

1) 해외 선주사들로부터의 다수의 발주 문의

후발주자인 Solidus
가장 앞선 영업력을 보인다

대우조선해양이 새로이 개발한 LNG 독자화물창 Solidus는 다른 독자화물창들과 비교해 가장 뒤늦게 개발되었으며 기술적으로 가장 좋다고 말하기는 어렵다. 보다 중요한 것은 가장 뒤늦게 개발된 대우조선해양의 Solidus는 가장 앞선 영업력을 보여주고 있으며 실제 해외 메이저 선주사들로부터 다수의 발주문의를 받았다는 것이다. 이러한 이유로 Solidus 화물창은 사업성이 매우 좋은 독자 화물창이라고 말할 수 있다.

해외 메이저 선주사들이 Solidus 화물창에 발주문의를 준 것에는 여러가지 이유가 있을 것이다. 실제 발주한 사람들의 의견을 들어보기 전에는 정확한 이유를 알기도 어렵다. 따라서 우리는 Solidus 화물창 사업의 성공 가능성과 사업성에 대한 평가를 위해 과거 유사한 사례와 비교해볼 필요가 있다.

2) Solidus의 사업성 평가는 과거 베타맥스와 VHS 기술표준 경쟁과 유사

베타맥스와 VHS간의 표준 경쟁과
유사한 Solidus 사업성 평가

Solidus 화물창 사업의 성공 가능성은 높아보인다. 그 이유는 과거 가정용 비디오 시장에서 기술표준 경쟁을 했던 베타맥스와 VHS간의 경쟁에서 그 답을 찾을 수 있다. VHS는 베타맥스와 비교해 뒤늦게 개발되었고 기술적으로도 압도적인 수준은 아니었다. 하지만 최후에 살아남은 표준 규격은 후발주자였던 VHS가 차지했었다. 재생시간 30분의 차이가 사용자의 편의와 만족도에서 큰 차이를 유발했기 때문이다. 소니가 먼저 내놓은 베타맥스 방식은 테이프 크기가 작고 화질이 선명한 기술적인 우위가 있었음에도 VHS가 기술표준 경쟁에서 승리할 수 있었던 것은 재생시간이 2시간으로 베타맥스의 1시간 30분보다 더 길었기 때문이다. 당시 대부분의 영화는 재생 시간이 2시간 남짓이었기 때문이다. 2개의 테이프에 녹음해야 하는 베타맥스 보다 1개의 테이프로 영화 전체를 녹음할 수 있는 VHS가 홈 비디오 시장의 최후의 승자가 되었다.

Solidus는 가장 낮은 Boil-off rates 0.049%를 보이고 있다. 화물창 두께를 감안했을 때 Solidus의 기화율이 GTT 화물창 등과 비교해 기술적 우위가 높다고 하기는 어렵다. 하지만 Solidus는 실제 Mock-up을 제작한 후 실제 LNG를 사용한 기술시연회에서 그 성능이 검증되었다는 점에서 실제 Track record를 갖춘 것으로 볼 수 있다. 또한 PRS를 제거하면서 0.049%의 기화율을 만족한다는 점도 장점으로 꼽을 수 있다. 이러한 이유로 해외 메이저 선주사들과 Solidus 화물창이 탑재되는 LNG선의 발주 상담을 진행하고 있는 가장 앞선 영업력을 보여주고 있다.

3) NO 96과 비교해서는 분명한 기술적 차이과 경제적 이점이 존재

NO 96과 비교하면
Solidus의 경쟁력은
더욱 분명해진다

대우조선해양이 자체제작하고 있던 GTT타입의 NO 96과 비교하면 Solidus의 사업성은 매우 높은 것으로 볼 수 있다. NO 96은 기화율이 0.15%로 가장 불리한 타입이라는 점에서 Solidus의 낮은 기화율은 선주들에게 크게 매력적인 것으로 보여진다. 대우조선해양에 발주하려는 선주들은 NO 96과 Solidus 두 가지 중에서 선택을 할 수 있는 선택권이 넓어지는 것이다. 또한 Solidus의 제작 비용은 NO 96에 비해 낮다는 점도 주목할 필요가 있다.

4. Solidus의 부각과 테마섹의 GTT 지분 매각

1) LNG 밸류체인에 올인 해왔던 테마섹, GTT 보유지분 매각

GTT의 2대 주주였던 테마섹은 최근 GTT 보유지분 전량 매각

지난 4~5년간 글로벌 LNG 밸류체인에 집중적으로 투자해온 싱가포르 국부펀드 테마섹은 보유 중이던 GTT 지분 10.38%를 지난주 장중에 전량 매각했다. LNG선 발주량이 늘어나고 있는 시기에 테마섹은 LNG 화물창 원천기술을 갖고 있는 GTT의 지분을 모두 팔아버렸다. 이유는 대우조선해양의 새로운 LNG독자 화물창 Solidus에 대한 정보가 전세계적으로 확산되고 있기 때문으로 보여진다. 테마섹은 지난 2014년 프랑스 TOTAL社에게서 GTT 지분을 매입해 보유하고 있었으며 ENGIE SA (40.07%)에 이어 GTT의 2대 주주였었다.

아시아 Oil & Gas시장의 허브인 싱가포르의 국부펀드 테마섹은 글로벌 LNG 밸류체인에 집중적으로 투자해 왔으며, 2012년에는 글로벌 LNG 밸류체인에 32억 달러(40억 싱가포르 달러)를 투자했다. 테마섹은 현재 Petrochina, Cheniere Energy, Pavilion Energy와 같은 전세계 국가와 지역의 주요 LNG관련 기업들의 지분을 보유하고 있다.

2) Solidus의 등장으로 GTT의 독점력 사라질 것

GTT 독점력이 사라질수록 GTT 시가총액 20억 유로는 한국 조선업계로 이전될 전망

대우조선해양이 새로이 개발한 LNG 독자화물창 Solidus에 대한 실제 수주계약이 시작되면 GTT의 독점력은 빠르게 사라지게 될 것이다. 이와 동시에 GTT의 시가총액 (20억 유로 수준)도 한국 조선업계로 이전되게 될 것이다. 한국 공정거래위원회는 2016년 초 GTT에 대해 특허 기반으로 한 우월적 지위를 남용해 공정거래법을 위반한 혐의가 있다며 조사에 착수한 바 있다. GTT는 멤브레인 화물창 가격이 아닌 LNG선가의 5%를 로열티로 과도하게 받고 있기 때문이다.

3) 대우조선해양은 Solidus, DCS 16 두 가지로 기술 독립 실현 예상

대우조선해양은 Solidus과 더불어 로열티 없이 사용 가능한 DCS 16 화물창도 활용 가능

대우조선해양은 독자화물창 Solidus 외에도 GTT 기술인 NO 96의 구형 DCS 16 화물창을 로열티 없이 자유롭게 활용할 수 있게 되었다. DCS 16은 GTT와의 특허가 만료되었기 때문이다. 대우조선해양은 독자기술인 Solidus와 낮은 비용으로 제작이 가능한 DCS 16 두 가지 화물창을 바탕으로 화물창의 로열티 부담에서 완전히 벗어나 기술독립을 실현하게 될 것이다

4) 추진엔진 변화에 비하면 화물창은 쉬운 주제

대우조선해양은 MAN Diesel과 함께 LNG선 추진 기관을 DFDE에서 ME-GI로 변화를 주도

추진엔진 변화에 비하면 화물창은 매우 쉬운 주제

추진엔진의 변화에 비교하면 화물창은 크게 어렵지 않은 주제이다. 선박에서 가장 중요한 핵심은 추진엔진이다. 선박의 운항성능을 비롯해 중고 가치를 고려해야 하므로 선주들은 선박을 발주하기 전에 엔진 타입을 먼저 결정할 정도이다. 따라서 추진엔진의 변화를 이끌어내는 것은 가장 어려운 주제이다. 그러한 어려운 변화를 대우조선해양은 2014년 12월 세계 최초로 ME-GI엔진이 탑재되는 LNG선을 수주하면서 이끌어 냈다. ME-GI엔진은 300bar의 고압으로 LNG연료를 주입하는 시스템으로 10bar의 낮은 압력으로 연료를 주입하는 기존의 DF중속발전기에 비해 높은 위험성이 제기되었지만 결국 대우조선해양은 스스로의 기술력과 건조경험으로 선주들로부터 변화를 이끌어 냈다. ME-GI탑재 LNG선 수주계약 소식 이후 곧바로 경쟁 선사들은 같은 사양의 선박 발주를 경쟁적으로 늘리기 시작했다.

5. Ice-class ARC7, 또 하나의 Reference

Yamal LNG선, 한국이 경험한 최고 난이도의 쇄빙 기술

대우조선해양이 건조중인 Yamal LNG선은 2호선부터 시운전 없이 인도될 정도로 선주들의 큰 호평을 받고 있다

대우조선해양은 2007년부터 ARC 7기술을 준비해왔으며

대우조선해양이 2013년 수주를 독식했던 Yamal LNG선이 성공적으로 인도되고 있다. Yamal LNG선은 지금까지 한국 조선업이 경험한 쇄빙 기술 중 가장 높은 기술 등급이다. 대우조선해양은 새로운 기술이 요구되는 선박에 대한 Reference를 가장 먼저 선점함에 따라 세계 조선업 분야 Frontier로서의 모습을 보여주고 있다.

Yamal LNG선은 ARC 7 Ice class LNG선으로 Yamal 반도를 둘러싸고 있는 바렌츠海와 카라海를 유도 쇄빙선(Convoy) 지원 없이 5 Knot(약 시속 8km)의 추진속도를 유지하면서 얼음두께 최고 2.1미터를 연속적으로 깨고 전진할 수 있어야 하는 사양이다. 특히 15미터 높이의 Ice ridge를 자력으로 깨면서 돌파할 수 있다. ARC 7 LNG선은 선체가 직접 얼음과 부딪혀서 항해를 해야 하므로 안정성을 비롯해 기술적 난이도는 상당히 높다. 이러한 이유로 화물창은 안정성을 이유로 Mark III는 배제되고 NO 96이 채택되었으며 추진엔진은 제자리에서 360도 선회가 가능하면서 프로펠러를 여러 개 달아 두꺼운 얼음을 깨는 데 적합한 DFDE가 탑재되었다.

2013년 1차 Yamal LNG선 16척이 발주되던 시기에 여러 조선소들이 공동 수주할 가능성도 제기되었지만 LNG선 분야 최강자인 대우조선해양이 기술적 우위를 바탕으로 16척 전량 수주를 독식했으며 성공적인 인도실적을 보여주고 있다. 대우조선해양은 2007년부터 ARC 7 기술을 준비해왔었다. 또한 대우조선해양이 Yamal LNG선을 전량 수주했을 때 저가 수주의 우려가 있었으나 실제 건조마진은 높은 상황이다. 게다가 1호선 건조와 비교해 2호선과 3호선 건조를 할수록 안벽기간이 줄어드는 등의 선박 건조기간도 단축되고 있다는 점도 높은 건조 수익성의 이유이기도 하다.

Yamal LNG 1호선이 인도를 앞둔 시운전에서 추진속도는 당초 요구되었던 5 Knot보다 빠른 7 Knot의 속도가 나오면서 대우조선해양은 선주사로부터 매우 큰 호평을 받았으며 2호선부터는 시운전 없이 인도가 되고 있다.

표 1. Proposed division of ships as to the ice production depending on ice class

IMO(ACS) Polar class	Ice class to the Finnish-Swedish Rules	Category of ice strengthening of the RIVRS 2007	Ice conditions WMO	Initial design Level ice Thickness, cm	Hummocking numbers	Coefficient of the growth of ice thickness	Equivalent ice Thickness in the Channel, cm	Design icebreaking capability,m	Required minimal icebreaking capability,m
PC1			Multi-year	>550	1	1.3	>700	>3.0	3
PC2		ARC9	Multi-year	400-500	01월 02일	1.4	560-700	2.4-3.0	2.4
PC3		ARC8	Second-year	300-400	1	1.4	420-560	1.8-2.4	1.8
PC4		ARC7		200-300	2	1.5	300-450	1.3-1.8	1.3
PC5		ARC6		120-200	23	1.6	190-320	1.9-1.3	1
PC6	IA Super	ARC5(L2)		90-120		1.6	145-190	0.6-0.9	0.7
PC7	IA	ARC4(L1)		70-90		1.6	110-145	0.4-0.6	0.5
	IB	Ice3		50-70		1.6	80-110	0.3-0.4	0.35
	IC	Ice2		30-50	3	1.7	50-85	0.2-0.3	0.25
	Category II	Ice1		15-30	3	1.7	25-50	0.1-0.2	0.15

자료: Icebreaking technology, 하나금융투자

6. 대우조선해양 실적 추정

240억 달러 수주잔고 중 LNG선 비중은 35.8%

2018년 실적 전망
 매출액 9조 9,549억원
 영업이익 3,321억원
 영업이익률 3.3%

대우조선해양의 수주잔고 기준으로 2018년 실적 전망은 연결기준으로 매출액 9조 9,549억원, 영업이익 3,321억원, 영업이익률은 3.3%로 추정된다. 선박 수주잔고의 매출시기는 2년 정도 소요되며 LNG선이 가장 높은 이익 기여도를 보이는 것으로 추정된다. 해양 분야는 4년의 매출 기간을 가정하고 있으며 손익에는 좋지 못한 영향이 예상된다.

표 2. 대우조선해양 수주잔고와 평가 금액 (2017.12 수주잔고 기준)

		척수	억 달러	억 달러	%	억 달러
		수주잔고	평균 추정 선가	수주잔고 금액(매출액)	추정 평균 건조 마진	기대 수익(영업이익)
선박 매출기간 2년 가정	LNG선	43	2	86	8.0%	6.9
	컨테이너선	11	1.9	20.9	3.0%	0.6
	탱커	18	0.95	17.1	2.0%	0.3
	추정치 합계	72	4.9	124.0		7.8
	실제 회사 발표 금액	72		133.3		
해양 매출기간 4년 가정	드릴십	6	5.5	33.0	-1.0%	0
	Fixed	1	10	30.1	-2.0%	-1
	추정치 합계	7		63.1		-1
	실제 회사 발표 금액	7		63.1		
특수선 등 매출기간 2년 가정	잠수함 등	16		43.8	3.0%	1.3
	실제 회사 발표 금액	16		43.8		1.3
전체 합계	당사 추정치 합계	95		230.9		8.2
	실제 발표			240.2		

자료: 기업 자료, Clarksons, 하나금융투자 추정

표 3. 대우조선해양 실적 추정 계산방법 - (각 년도 영업실적은 ㉠+㉡+㉢)

			2018F	2019F
선박	억 달러	추정 매출액	56.6	40.0
	달러/원	환율	1,050	1,030
	억원	추정 매출액	59,437 (㉠)	41,192 (㉠)
	억 달러	추정 영업이익	3.0	3.2
	달러/원	환율	1,050	1,030
	억원	추정 영업이익	3,119 (㉡)	3,335 (㉡)
		잔고에서의 비중	57%*80%	43%*70%
해양	억 달러	추정 매출액	18.9	19.8
	달러/원	환율	1,050	1,030
	억원	추정 매출액	19,877 (㉢)	20,425 (㉢)
	억 달러	추정 영업이익	-0.3	-0.2
	달러/원	환율	1,050	1,030
	억원	추정 영업이익	-294 (㉢)	-196 (㉢)
		잔고에서의 비중	30%	31%
특수선 등	억 달러	추정 매출액	19.3	13.8
	달러/원	환율	1,050	1,030
	억원	추정 매출액	20,236 (㉣)	14,211 (㉣)
	억 달러	추정 영업이익	0.5	0.5
	달러/원	환율	1,050	1,030
	억원	추정 영업이익	497 (㉣)	521 (㉣)
		잔고에서의 비중	55%*80%	45%*70%

자료: 하나금융투자 추정

표 4. 대우조선해양 실적 추정

(십억원, %)

	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17P	1Q 18F	2Q 18F	3Q 18F	4Q 18F	2017P	2018F	2019F
매출액	2,730.5	3,457.6	2,420.6	2,493.0	2,320.9	3,111.9	2,178.6	2,343.5	11,101.7	9,954.9	7,582.6
영업이익	223.3	664.7	195.9	(350.9)	69.6	124.5	43.6	94.5	733.0	332.1	366.1
영업이익률	8.2%	19.2%	8.1%	-14.1%	3.0%	4.0%	2.0%	4.0%	6.6%	3.3%	4.8%
지배주주 순이익	228.5	1,232.7	69.8	(939.2)	87.0	210.1	120.9	122.9	591.7	541.0	504.1
이익률	8.4%	35.7%	2.9%	-37.7%	3.7%	6.8%	5.6%	5.2%	5.3%	5.4%	6.6%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	15,443.6	12,819.2	11,101.7	9,954.9	7,582.6
매출원가	17,019.2	13,449.6	9,882.7	9,301.0	6,984.0
매출총이익	(1,575.6)	(630.4)	1,219.0	653.9	598.6
판관비	548.9	900.5	486.0	321.8	232.5
영업이익	(2,124.5)	(1,530.8)	733.0	332.1	366.1
금융손익	(165.0)	(81.6)	1,362.3	9.5	24.8
종속/관계기업손익	(66.8)	5.2	(131.8)	300.3	204.2
기타영업외손익	(768.1)	(354.4)	(751.8)	0.0	0.0
세전이익	(3,124.4)	(1,961.7)	1,211.8	641.9	595.1
법인세	(950.6)	827.8	543.1	96.0	89.9
계속사업이익	(2,173.7)	(2,789.5)	668.6	545.9	505.2
중단사업이익	(35.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,209.2)	(2,789.5)	668.6	545.9	505.2
비지배주주지분 손익	(111.7)	(55.3)	76.9	4.9	1.1
지배주주순이익	(2,097.5)	(2,734.1)	591.7	541.0	504.1
지배주주지분포괄이익	(1,710.8)	(2,709.5)	505.7	594.9	550.6
NOPAT	(1,478.1)	(2,176.9)	404.5	282.4	310.8
EBITDA	(1,883.8)	(1,326.2)	869.2	404.9	445.9
성장성(%)					
매출액증가율	(0.8)	(17.0)	(13.4)	(10.3)	(23.8)
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	(30.2)	10.1
EBITDA증가율	적지	적지	흑전	(53.4)	10.1
영업이익증가율	적지	적지	흑전	(54.7)	10.2
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	(8.6)	(6.8)
EPS증가율	적지	적지	흑전	(28.6)	(6.8)
수익성(%)					
매출총이익률	(10.2)	(4.9)	11.0	6.6	7.9
EBITDA이익률	(12.2)	(10.3)	7.8	4.1	5.9
영업이익률	(13.8)	(11.9)	6.6	3.3	4.8
계속사업이익률	(14.1)	(21.8)	6.0	5.5	6.7

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
유동자산	10,466.0	7,999.5	7,593.2	7,527.2	6,807.0
금융자산	1,410.7	426.1	1,193.4	3,564.4	3,628.8
현금성자산	1,235.9	224.3	1,016.6	3,398.2	3,495.9
매출채권 등	5,546.0	5,094.9	4,470.7	2,343.5	1,874.8
재고자산	2,014.0	1,071.1	873.7	624.9	499.9
기타유동자산	1,495.3	1,407.4	1,055.4	994.4	803.5
비유동자산	8,414.3	7,065.3	5,629.9	5,860.1	5,882.8
투자자산	607.2	895.7	784.6	737.6	590.1
금융자산	573.7	877.4	768.6	722.5	578.0
유형자산	5,838.3	5,197.9	4,091.9	4,364.7	4,530.1
무형자산	81.9	73.3	38.9	43.3	48.2
기타비유동자산	1,886.9	898.4	714.5	714.5	714.4
자산총계	18,880.3	15,064.8	13,223.1	13,387.3	12,689.9
유동부채	15,349.2	12,368.7	8,263.2	7,919.0	6,840.0
금융부채	7,535.8	5,918.5	2,715.0	2,703.5	2,667.3
매입채무 등	7,745.4	6,279.4	5,500.6	5,170.7	4,136.6
기타유동부채	68.0	170.8	47.6	44.8	36.1
비유동부채	2,912.3	2,036.8	1,983.8	1,944.3	1,820.7
금융부채	2,380.9	1,286.3	1,326.3	1,326.3	1,326.3
기타비유동부채	531.4	750.5	657.5	618.0	494.4
부채총계	18,261.5	14,405.5	10,247.0	9,863.4	8,660.7
지배주주지분	929.1	1,026.9	3,352.3	3,895.3	4,399.4
자본금	1,372.1	332.9	530.1	532.1	532.1
자본잉여금	2.1	2,825.6	347.8	347.8	347.8
자본조정	(8.2)	1,004.6	2,284.8	2,284.8	2,284.8
기타포괄이익누계액	422.4	410.6	341.2	341.2	341.2
이익잉여금	(859.3)	(3,546.8)	(151.6)	389.4	893.5
비지배주주지분	(310.2)	(367.5)	(376.2)	(371.3)	(370.2)
자본총계	618.9	659.4	2,976.1	3,524.0	4,029.2
순금융부채	8,506.0	6,778.6	2,847.9	465.4	364.8

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(139,078)	(126,098)	7,103	5,072	4,726
BPS	43,577	15,660	31,431	36,522	41,248
CFPS	(114,184)	(19,512)	16,455	6,604	6,088
EBITDAPS	(124,906)	(61,164)	10,434	3,796	4,181
SPS	1,024,005	591,222	133,263	93,336	71,094
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	2.0	5.4	5.8
PBR	1.2	2.9	0.4	0.7	0.7
PCFR	N/A	N/A	0.8	4.1	4.5
EV/EBITDA	N/A	N/A	4.5	7.4	6.5
PSR	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4
재무비율(%)					
ROE	(132.5)	(279.6)	27.0	14.9	12.2
ROA	(11.5)	(16.1)	4.2	4.1	3.9
ROIC	(17.4)	(30.5)	7.1	6.9	8.8
부채비율	2,950.8	2,184.7	344.3	279.9	214.9
순부채비율	1,374.4	1,028.0	95.7	13.2	9.1
이자보상배율(배)	(22.3)	(13.3)	13.5	8.8	9.8

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(843.0)	(531.0)	11.8	2,683.5	203.0
당기순이익	(2,209.2)	(2,789.5)	668.6	545.9	505.2
조정	124.2	2,102.0	171.0	72.8	79.7
감가상각비	240.7	204.6	136.2	72.8	79.7
외환거래손익	(4.3)	48.3	102.4	0.0	0.0
지분법손익	16.2	11.3	2.5	0.0	0.0
기타	(128.4)	1,837.8	(70.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	1,242.0	156.5	(827.8)	2,064.8	(381.9)
투자활동 현금흐름	172.1	(282.7)	(145.9)	(292.3)	(69.2)
투자자산감소(증가)	(122.2)	(288.5)	111.1	47.1	147.5
유형자산감소(증가)	123.2	84.8	(106.8)	(350.0)	(250.0)
기타	171.1	(79.0)	(150.2)	10.6	33.3
재무활동 현금흐름	1,772.9	(200.9)	923.4	(9.5)	(36.1)
금융부채증가(감소)	1,943.9	(2,712.0)	(3,163.4)	(11.5)	(36.1)
자본증가(감소)	412.2	1,784.3	(2,280.6)	2.0	0.0
기타재무활동	(554.1)	726.8	6,367.4	0.0	0.0
배당지급	(29.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,097.1	(1,011.7)	792.4	2,381.6	97.7
Unlevered CFO	(1,722.1)	(423.1)	1,370.8	704.4	649.3
Free Cash Flow	(1,025.0)	(650.8)	(120.0)	2,333.5	(47.0)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
18.3.23	BUY	45,000		
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
16.11.3	1년 경과		-43.92%	-36.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-30.38%	0.43%
15.11.2	BUY	70,000	-24.93%	0.43%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	8.4%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2018년 3월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 3월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.