



기업분석 | 정유화학/조선

Analyst
양형모

02 3779 8843

yhm@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	50,000 원
현재주가	34,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (12/4)	2,114.35pt
시가총액	36,772억원
발행주식수	107,206천주
52 주 최고가/최저가	37,850/13,900원
90 일 일평균거래대금	221.06억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	39,269원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 14.4%
	6개월 40.4%
	12개월 103.9%
주주구성	산업은행외 7인 68.7%

Stock Price



대우조선해양 (042660)

삼성과 시가총액 붙을 것, LNG선 발주 급증 기대

삼성중공업과 차별성 無 - 시가총액 붙을 전망

대우와 삼성 시가총액은 유사해지겠다. 재무구조 외 차이(금융손익 조차)가 없기 때문이다. 주주가 증가하는 구간으로 진입하면 재무구조는 무의미하다. 자본이 크면 ROE 개선이 더디고, 자본이 작으면 ROE 개선이 빠르기 때문에 향후 주주 규모와 이로 인해 만들어낼 수 있는 이익이 중요할 뿐이다. 두 회사의 연도별 주주금액을 비교했다. 2003년부터 2018년까지 상선 부문은 대우가 851억달러, 삼성이 829억달러를 수주하여 차이는 16년 동안 22억달러에 불과하다. 그리고 해양 부문은 대우가 581억달러, 삼성이 598억달러로 차이는 17억달러에 불과하다. LNG선은 대우가 306억달러, 삼성이 279억달러로 차이는 27억달러 수준이다. 현재 직원 수는 대우가 9,933명(연간급여 총액은 4,755억원, 평균 4,787만원) 삼성이 10,324명(연간급여 총액은 5,296억원, 평균 5,130만원)으로 직원수는 390명, 평균 연간 급여액은 인당 343만원 삼성이 많고 높지만 차이는 크지 않다.

LNG 헤게모니는 카타르에서 미국으로 이동 - LNG선 발주 급증 기대

카타르는 OPEC에서 탈퇴했다. 천연가스 생산량을 증산할 전망이다. 그러나 LNG 헤게모니는 이미 미국으로 이동했다. 미국은 LNG 수출을 늘리고 싶어하고, 이미 급증하는 결과를 얻었다. LNG 특성상 15~30년 장기공급계약 체결을 맺게 된다. 카타르의 장기공급계약 기한이 끝나가는 물량은 아마도 미국이 흡수하겠다. 또한 향후 증가하는 수요의 대부분은 중국을 포함한 아시아로 예상되는데 미국이 흡수할 전망이다. 이미 중국은 무역전쟁에 대한 선물로 미국으로부터 LNG 수입을 늘리겠다고 밝혔다. 그렇다면 카타르는 (1) 가스 스팟 비중이 점진적으로 늘어날 수 밖에 없고 (2) LNG 가격이 현재 유가 연동이지만 할인한 가격으로 판매할 수 밖에 없겠다. 이로 인해 1) LNG선 투기 발주가 증가하고, 2) LNG 수요가 늘어나고, 3) 수송 거리가 늘어나면서(카타르→중국 5,845nm, 미국→중국 10,150nm) LNG선 발주는 급증할 전망이다. 대우조선해양을 지금 매수하자.

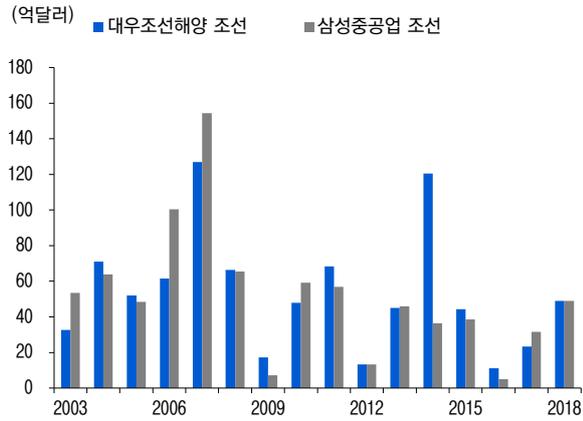
Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,819	11,102	8,995	7,384	7,698
영업이익	-1,531	733	860	350	401
세전계속사업손익	-1,962	1,189	764	243	299
순이익	-2,789	646	704	206	254
EPS (원)	-52,194	4,534	6,918	1,959	2,410
증감률 (%)	n/a	흑전	52.6	-71.7	23.0
PER (x)	-0.4	3.1	5.0	17.5	14.2
PBR (x)	1.2	0.4	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	-6.0	5.5	6.2	10.9	9.3
영업이익률 (%)	-11.9	6.6	9.6	4.7	5.2
EBITDA 마진 (%)	-10.3	8.0	11.1	6.5	6.9
ROE (%)	-279.6	28.1	19.2	4.8	5.6
부채비율 (%)	2,184.7	282.7	201.1	176.8	164.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 대우와 삼성 조선 연도별 수주금액



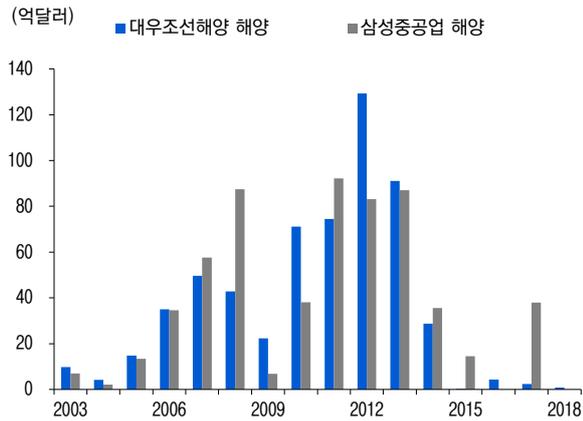
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2003년~2018년 대우와 삼성 조선 총 수주액



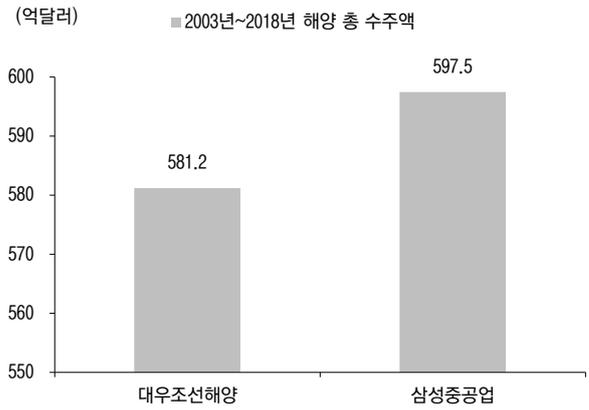
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 대우와 삼성 해양 연도별 수주금액



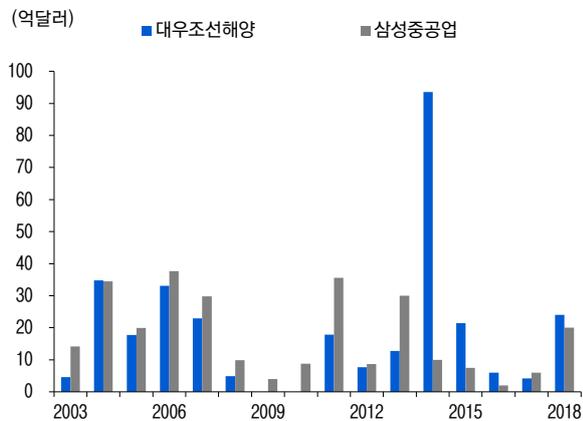
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 2003년~2018년 대우와 삼성 해양 총 수주액



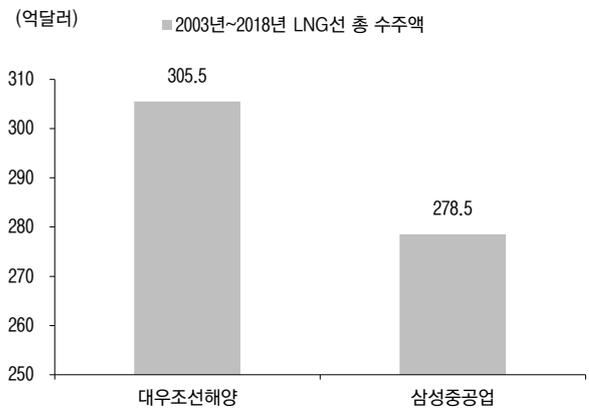
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 대우와 삼성 LNG 선 연도별 수주금액



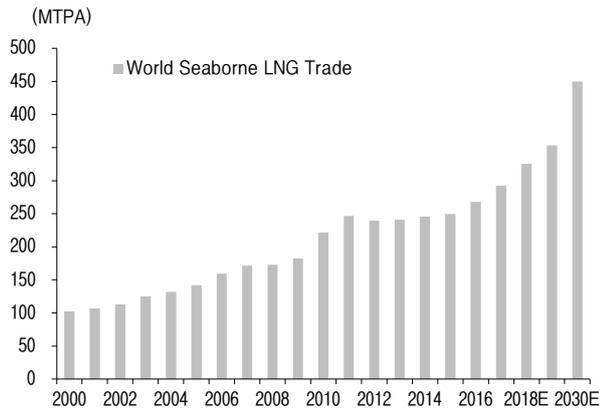
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 2003년~2018년 대우와 삼성 LNG 선 총 수주액



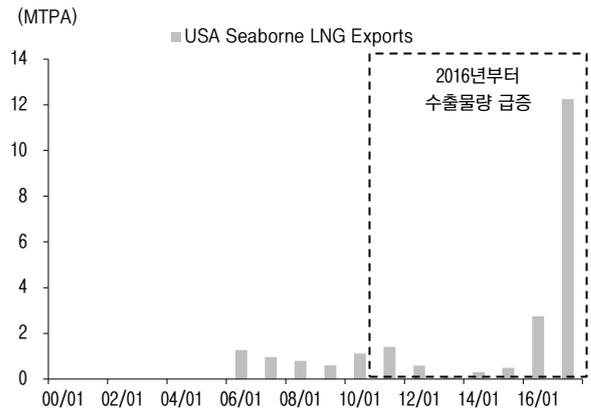
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 전세계 LNG 물동량



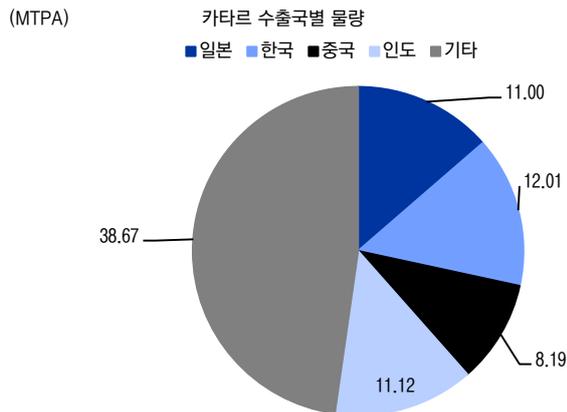
자료: IGU, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 미국 LNG 수출물량



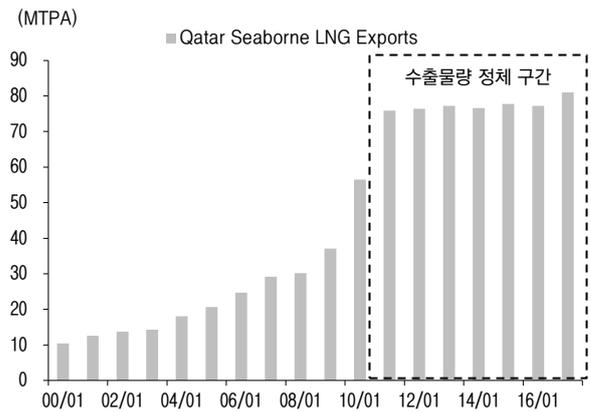
자료: IGU, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 카타르 수출국별 수출물량



자료: IGU, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 카타르 LNG 수출물량



자료: IGU, 이베스트투자증권 리서치센터

대우조선해양 (042660)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,999	6,651	6,819	6,501	6,698
현금 및 현금성자산	224	206	890	1,696	1,917
매출채권 및 기타채권	5,092	4,507	3,764	2,893	2,668
재고자산	1,071	743	1,384	1,099	1,267
기타유동자산	1,612	1,195	781	813	846
비유동자산	7,065	4,795	4,549	4,521	4,498
관계기업투자등	107	68	47	49	51
유형자산	5,198	4,003	3,889	3,835	3,786
무형자산	73	37	41	41	41
자산총계	15,065	11,447	11,368	11,021	11,196
유동부채	12,369	6,143	5,093	4,506	4,391
매입채무 및 기타채무	6,063	3,334	2,550	2,025	1,957
단기금융부채	5,918	2,588	1,875	1,785	1,710
기타유동부채	387	220	668	696	724
비유동부채	2,037	2,313	2,499	2,534	2,571
장기금융부채	1,286	1,272	1,547	1,547	1,547
기타비유동부채	751	1,042	952	987	1,024
부채총계	14,405	8,456	7,593	7,040	6,962
지배주주지분	1,027	3,393	4,210	4,416	4,670
자본금	333	538	541	541	541
자본잉여금	2,826	55	18	18	18
이익잉여금	-3,547	-92	1,040	1,246	1,500
비지배주주지분(연결)	-368	-403	-435	-435	-435
자본총계	659	2,991	3,775	3,981	4,235

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-531	-1,020	1,157	1,010	415
당기순이익(손실)	-2,789	646	704	206	254
비현금수익비용가감	2,366	1,454	165	174	174
유형자산감가상각비	198	149	134	126	124
무형자산상각비	6	3	3	4	4
기타현금수익비용	65	316	28	44	46
영업활동 자산부채변동	157	-2,988	317	630	-13
매출채권 감소(증가)	402	-261	-3,200	871	225
재고자산 감소(증가)	906	318	-154	285	-168
매입채무 증가(감소)	-1,323	-2,840	1,681	-525	-68
기타자산, 부채변동	172	-205	1,992	-1	-1
투자활동 현금	-283	23	-48	-115	-119
유형자산처분(취득)	85	-83	-97	-72	-75
무형자산 감소(증가)	-6	-7	-2	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-5	47	69	-15	-15
기타투자활동	-357	66	-18	-23	-24
재무활동 현금	-201	988	-426	-90	-75
차입금의 증가(감소)	-199	1,005	-426	-90	-75
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-2	-17	0	0	0
현금의 증가	-1,012	-18	684	806	221
기초현금	1,236	224	206	890	1,696
기말현금	224	206	890	1,696	1,917

자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

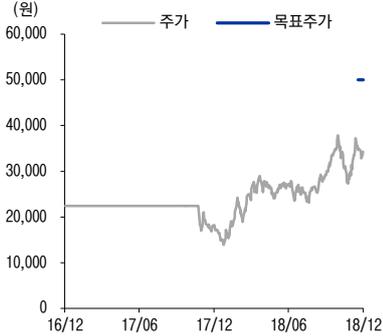
손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,819	11,102	8,995	7,384	7,698
매출원가	13,450	9,558	8,050	6,734	6,994
매출총이익	-630	1,544	945	651	704
판매비 및 관리비	901	811	85	301	303
영업이익	-1,531	733	860	350	401
(EBITDA)	-1,326	885	997	480	529
금융손익	-147	-95	-99	-140	-136
이자비용	115	47	159	149	145
관계기업등 투자손익	5	-167	-6	-9	-9
기타영업외손익	-289	718	9	43	43
세전계속사업이익	-1,962	1,189	764	243	299
계속사업법인세비용	828	543	60	37	45
계속사업이익	-2,789	646	704	206	254
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,789	646	704	206	254
지배주주	-2,734	621	728	206	254
총포괄이익	-2,801	529	689	206	254
매출총이익률 (%)	-4.9	13.9	10.5	8.8	9.1
영업이익률 (%)	-11.9	6.6	9.6	4.7	5.2
EBITDA마진률 (%)	-10.3	8.0	11.1	6.5	6.9
당기순이익률 (%)	-21.8	5.8	7.8	2.8	3.3
ROA (%)	-16.1	4.7	6.4	1.8	2.3
ROE (%)	-279.6	28.1	19.2	4.8	5.6
ROIC (%)	-13.6	5.8	12.6	5.1	6.2

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-0.4	3.1	5.0	17.5	14.2
P/B	1.2	0.4	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	-6.0	5.5	6.2	10.9	9.3
P/CF	n/a	0.9	4.3	9.7	8.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-17.0	-13.4	-19.0	-17.9	4.3
영업이익	적지	흑전	17.3	-59.3	14.5
세전이익	적지	흑전	-35.7	-68.2	23.0
당기순이익	적지	흑전	9.0	-70.7	23.0
EPS	적지	흑전	52.6	-71.7	23.0
안정성 (%)					
부채비율	2,184.7	282.7	201.1	176.8	164.4
유동비율	64.7	108.3	133.9	144.3	152.5
순차입금/자기자본(x)	1,028.0	115.0	64.7	38.7	29.3
영업이익/금융비용(x)	-13.3	15.7	5.4	2.3	2.8
총차입금 (십억원)	7,205	3,860	3,423	3,333	3,258
순차입금 (십억원)	6,779	3,440	2,441	1,541	1,241
주당지표(원)					
EPS	-52,194	4,534	6,918	1,959	2,410
BPS	18,779	32,309	39,269	41,192	43,558
CFPS	n/a	15,102	8,102	3,546	3,987
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대우조선해양 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2018.11.22	변경	양형모									
2018.11.22	Buv	50,000									



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)