

Outperform (Maintain)

대우조선해양(042660)

주가(11/14) 15,650원
 목표주가 41,000원

3Q08 실적 Review

- 3Q08 실적 Review - 영업이익 기대치 하회는 해양사업부의 드릴 입고 지연 때문
- 파생상품손실 규모 확대로 4분기에도 순적자 지속 예상
- 관련 매크로 변수의 악화로 추가 상승 기대감 또한 약화될 것으로 판단

3Q08 실적 Review

동사의 3분기 매출액은 26,572억원(+1.2%QoQ, +53.7%YoY)을 기록하여 높은 매출 성장세를 지속했다.

반면, 영업이익은 1,070억원(-43.5%QoQ, +41.0%YoY), 영업이익률은 4.0% (-3.2%p QoQ, -0.4%p YoY)를 기록하여 당사 추정치 및 시장기대치에 다소 미달하였다. 조선사업부는 당초 예상과 같이 영업이익률이 2% 정도 하락하였으나, 해양사업부의 드릴 입고 지연으로 인해 적자로 전환한 것이 당사 추정치 및 시장 기대치를 하회한 원인으로 판단된다. 그러나 10월 이후 해양사업부가 정상 가동되고 있는 것으로 알려져 4분기에 해양사업부는 흑자전환 할 수 있을 것으로 판단된다.

영업외 손익에서는 환율 상승으로 인한 파생상품손실 확대로 큰 폭의 적자를 기록하였다. 현재 환율의 추이를 감안했을 때 파생상품손실 규모는 좀 더 확대될 가능성이 있기 때문에 4분기에도 적자추세가 지속될 것으로 판단된다.

[표 1] 3Q08 실적 Review

(단위: 억원, %, %p)

	3Q07	2Q08	3Q08P	키움 추정	Var(%)	Consensus	Var(%)	YoY(%)	QoQ(%)
매출액	17,291	26,256	26,572	25,663	3.5	25,319	4.9	53.7	1.2
영업이익	759	1,895	1,070	1,424	-24.9	1,396	-23.3	41.0	-43.5
세전이익	1,584	1,534	-1,106	584	N.A	1,205	N.A	적전	적전
당기순이익	1,165	1,153	-849	424	N.A	891	N.A	적전	적전
영업이익률(%)	4.4	7.2	4.0	5.6	-1.5p	5.5	-1.5p	-0.4p	-3.2p
세전이익률(%)	9.2	5.8	-4.2	2.3	-6.4p	4.8	-8.9p	-13.3p	-10.0p
당기순이익률(%)	6.7	4.4	-3.2	1.7	-4.8p	3.5	-6.7p	-9.9p	-7.6p

자료: 대우조선해양, 키움증권, FnGuide Consensus

Company Data	투자지표	2006	2007	2008E	2009E	2010E
KOSPI (11/14)						
시가총액						
52주 주가동향	최고가					
	최저가					
최고/최저가 대비 등락율						
수익률	절대					
	상대					
	1M	-30.1%	-12.2%			
	6M	-62.6%	-36.7%			
	1Y	-68.6%	-43.0%			
발행주식수		191,391천주				
일평균 거래량(3M)		4,822천주				
외국인 지분율		10.3%				
배당수익률(08E)		2.7%				
BPS(08E)		9,103원				
주요 주주	한국산업은행	31.1%				
매출액(억원)		54,007	71,048	106,820	121,762	132,526
증감율(%YoY)		14.6	31.6	50.3	14.0	8.8
영업이익(억원)		-1,693	3,068	6,166	7,951	10,877
증감율(%YoY)		적전	흑전	101.0	28.9	36.8
EBITDA(억원)		-373	4,494	7,795	9,700	12,740
경상이익(억원)		816	4,432	98	8,586	12,256
순이익(억원)		587	3,212	71	6,225	8,886
EPS(원)		307	1,678	37	3,252	4,643
증감율(%YoY)		673.3	446.9	-97.8	8,620.6	42.7
PER(배)		92.0	26.8	419.6	4.8	3.4
PBR(배)		3.4	4.9	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA(배)		-130.1	14.8	0.6	0.5	-0.5
영업이익률(%)		-3.1	4.3	5.8	6.5	8.2
ROE(%)		4.1	20.0	0.4	35.7	38.9
순부채비율(%)		-33.8	-111.2	-144.8	-110.8	-117.4

- 당사는 11월 14일 현재 '대우조선해양' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 11월 14일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

[표 2] 대우조선해양 사업부별, 분기별 실적 추이 및 추정

(단위: 억원, %)

매출	2007				2007	2008E				2008E
	1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3Q	4QE	
조선	11,281	12,524	11,679	15,208	50,692	14,296	17,588	18,946	21,393	72,223
해양특수선	3,392	4,588	5,508	6,394	19,882	6,789	8,477	7,414	11,207	33,887
기타	89	131	104	150	474	157	191	212	150	711
계	14,762	17,243	17,291	21,752	71,048	21,241	26,256	26,572	32,750	106,820
영업이익										
조선	841	908	882	1,363	3,994	1,783	1,949	1,722	1,624	7,077
해양특수선	184	371	475	373	1,403	426	551	-69	336	1,245
기타	57	84	70	103	314	117	186	186	131	621
계	503	752	759	1,054	3,068	1,676	1,895	1,070	1,268	6,166
영업이익률										
조선	7.5	7.3	7.6	9.0	7.9	12.5	11.1	9.1	7.6	9.8
해양특수선	5.4	8.1	8.6	5.8	7.1	6.3	6.5	-0.9	3.0	3.7
기타	64.4	64.0	67.5	68.7	66.3	75.0	96.9	87.6	87.6	87.3
계	3.4	4.4	4.4	4.8	4.3	7.9	7.2	4.0	3.9	5.8
미배분 판관비	580.2	610.8	669.2	784.3	2,644.4	650.2	790.6	769.1	823.5	2,776.6
증가율	21.9	23.1	25.3	29.7	14.1	21.9	23.1	25.3	29.7	5.0

자료: 대우조선해양, 키움증권

실적 추정 변경

2008년 실적 추정 변경: 3분기 매출액을 감안하여 매출액은 소폭 상향 조정하였으나 영업이익은 25.8% 하향 조정하였다. 해양사업부의 실적 부진을 반영한 것이다. 세전이익의 경우 99.1% 하향 조정하였는데, 이는 환율 상승에 따른 파생상품손실 규모 확대를 반영한 것으로 4분기에는 3분기보다 손실규모가 확대될 것으로 가정하였기 때문이다.

2009년 실적 추정 변경: 매출액 증가세를 반영하여 매출액은 5.1% 상향 조정하였지만, 영업이익은 거의 조정하지 않았다. 그러나 “수정전”과는 달리 “수정후”에서는 영업이익이 2008년에 비해 증가하는 것으로 나타나고 있는데 이는 후환 가격 하락 시점 가정을 기존 2009년 하반기에서 1분기 이후로 변경하였기 때문이다.

[표 3] 연간 실적추정 변경

(단위: 억원, %)

	수정전			수정후			Variance		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
매출액	105,539	115,826	129,115	106,820	121,762	132,526	1.2	5.1	2.6
영업이익	8,310	8,087	10,515	6,166	7,951	10,877	-25.8	-1.7	3.4
세전이익	11,249	10,850	14,222	98	8,586	12,256	-99.1	-20.9	-13.8
당기순이익	8,156	7,866	10,311	71	6,225	8,886	-99.1	-20.9	-13.8

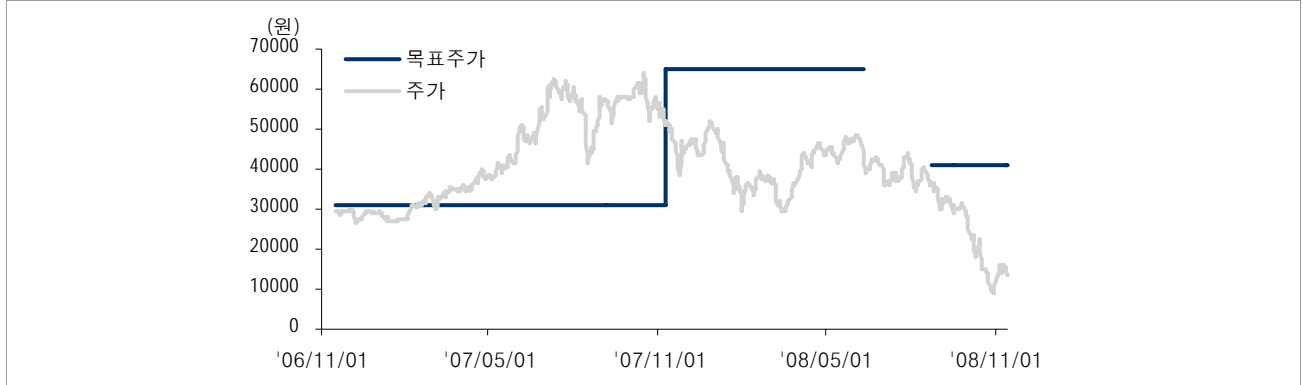
자료: 키움증권

관련 매크로 변수의 악화로 추가 상승 기대감 또한 약화될 것으로 판단

10월 이후 발주가 본격적으로 축소되고 있으며, 선가 또한 하락세로 반전되는 모습을 보이고 있다. 내년 1분기 이후 후환 가격이 하락하면 선가는 큰 폭으로 하락세를 보일 것으로 판단된다. 조선산업을 둘러싼 매크로 변수는 내년 1분기까지는 악화될 것으로 예상된다. 그러나 선가가 충분히 하락하고, 발주 취소가 일단락되면 다시 발주는 증가세로 반전될 것으로 판단하는데, 그 시점은 빠르면 내년 상반기, 늦어도 내년 하반기 정도가 될 것으로 예상된다. 최근 조선사들의 주가가 상승한 것은 낙폭 과대에 따른 단기 반등으로 판단되며 당분간은 관련 매크로 변수의 악화로 추가 상승 기대감 또한 약화될 것으로 판단된다.

투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
대우조선해양(042660)	06-09-22	Marketperform(Initiate)	31,000원
	07-11-09	Outperform(Upgrade)	65,000원
담당자 변경	08-08-25	Outperform(reinitiate)	41,000원
	08-11-17	Outperform(Maintain)	41,000원



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	+25% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	+10~+25% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	+10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	-10~ -25% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	-25% 이하 주가 하락 예상		