



민동원

(02)3770-5589

dongwon.min@yuantakorea.com

Credit Issue

불확실성에 직면한 대우조선해양, 향후 전망은...??

Summary

대우조선해양, 대규모 손실 인식 가능성 대두

- 언론보도에 따르면 대우조선해양의 향후 손실인식 규모는 약 2조원 정도가 될 것으로 추정
- 현재 높은 수준의 차입금 및 낮은 수준의 현금 유동성도 부담
- 원인은 운전자본 부담(특히 미청구공사) 때문으로 추정

향후 동사의 신용도는 대주주 및 채권은행들의 지원강도에 따라 결정될 것으로 전망

- 대규모의 당기순손실 가능성 및 이에 따른 부채비율의 상승 등 여전히 불확실성이 큼
- 이에 따라 향후 동사의 신용도는 대주주 및 채권은행들의 지원강도에 따라 결정될 것으로 전망.

대우조선해양, 대규모 손실 인식 가능성으로 우려 점증

대우조선해양에 대한 우려가 점증하고 있다. 언론보도에 따르면, 대우조선해양이 그동안 손실에 반영되지 않은 손실규모는 약 2조원 정도로, 이를 2분기 손익에 반영할 경우 지난 1분기 개별기준 1,529억원의 당기순손실에 이어 2분기에도 대규모 당기순손실을 낼 가능성이 커졌다(7/15일 언론 기사 참조).

우려의 원인은 운전자본 증가 때문

2015년 1분기 개별기준 동사의 총차입금은 6.92조원으로, 부채비율은 약 322.5% 수준이다. 동사차입금이 2011년 2.93조원 수준이었기 때문에 비교적 큰 폭의 차입금 증가가 있었으며, 이에 따라 부채비율도 2011년 221.4%에서 점진적으로 증가하여 왔다. 이러한 차입금의 증가는 업황으로 인한 수익성 감소 및 대금지급조건의 헤비테일(Heavy-Tail, 이하 헤비테일)화로 인한 운전자본 증가 등이 원인이라고 판단한다,

또한, 2015년 1분기 개별 기준 현금성 자산 규모는 약 239억원으로 유동부채 규모(10.48조원) 대비 매우 적은 금액이기 때문에 이에 대한 시장의 우려도 높다고 판단한다. 동사의 신규수주는 2011년 이후 150억달러~160억달러 사이에서 안정적인 흐름을 보이고 있다. 반면, 재무제표상 미청구공사금액은 2012년 3.2조원에서 2015년 1분기 9조원으로 증가하여 운전자본 부담을 키웠으며, 이에 동사의 유동성 지표도 전반적으로 하락되었다고 판단한다.

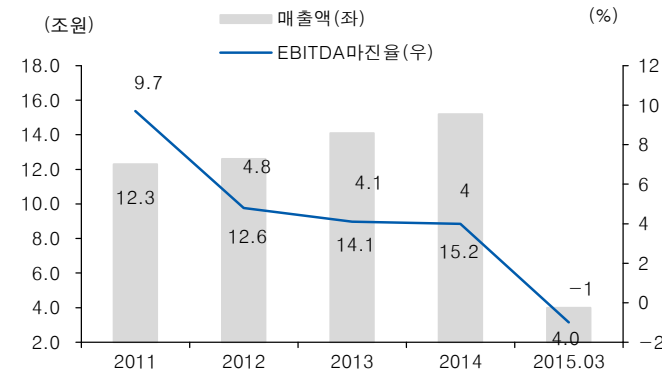
이러한 미청구공사 금액의 증가는 금융위기 이후 조선업 업황 악화로 인하여 대금지급 조건이 헤비테일화 하였고, 수수잔고 중 일부 선종의 경우는 작업 난이도가 상당히 높기 때문에 최종 인도 검사 지연 등도 원인이 되었을 것으로 판단한다.

향후 동사의 신용도는 대주주 및 채권은행의 지원 여부에 따라 변동될 가능성이 높음

대규모의 당기순손실의 가능성 및 이에 따른 부채비율의 상승 등 여전히 불확실성이 크기 때문에 대주주인 산업은행 및 채권은행들의 지원 가능성 등에 의하여 동사의 신용도가 변화될 가능성이 높다고 전망한다.

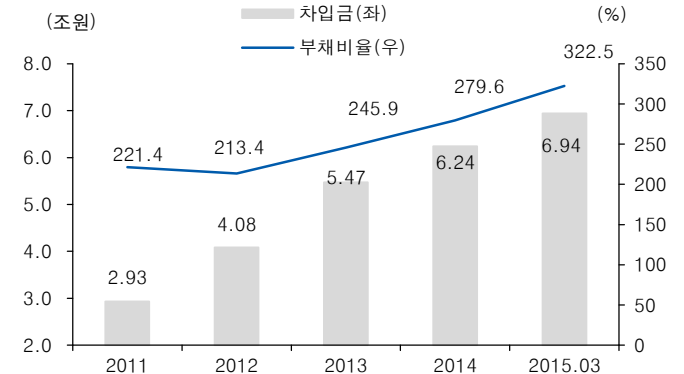
참고로, 2015년 하반기 동사의 회사채 만기는 5,000억원이며 현재 CP잔고는 1조 1,200억원이다. 또한, 유형자산 및 투자부동산 중 담보 설정된 자산은 장부금액 기준 4.6조원 중 약 2조원이며, 이외 자산에 대해서도 선수금환급보증(이하 RG)의 담보 용도로 제공하고 있다.

매출액 및 EBITDA 마진율 추이



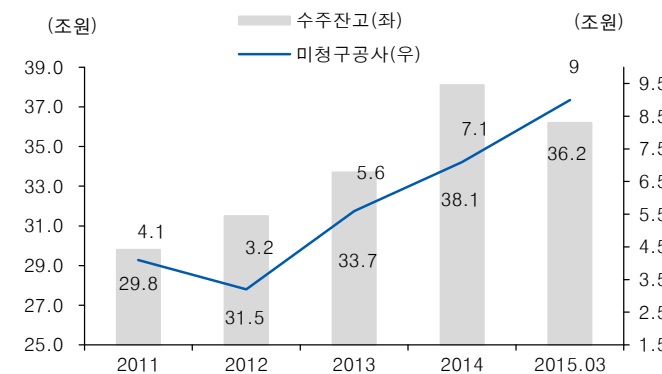
자료: 사업보고서, 유안타증권 리서치센터

차입금 및 부채비율 추이



자료: 사업보고서, 유안타증권 리서치센터

수주잔고 및 미청구공사액 추이



자료: 사업보고서, 유안타증권 리서치센터
참고: 수주잔고에는 건설부문 수주잔고도 포함

회사채 만기 현황

(단위: 억 원, %)		
만기일	이자율	발행잔액
2015.07.23	3.52	2,000
2017.07.23	3.73	3,000
2015.11.29	3.34	3,000
2017.11.29	3.5	2,000
2017.04.21	3.37	4,400
2019.04.21	3.79	600
2018.03.19	3.28	3,500

자료: 사업보고서, 유안타증권 리서치센터

대우조선해양(주)							
구분(단위:백만원, %, 배)		2010	2011	2012	2013	2014.3	2015.3
수익성							
매출액		12,074,505	12,257,626	12,565,402	14,080,037	3,650,733	15,159,471
매출총이익		1,396,977	1,500,653	1,084,942	928,791	199,217	1,050,313
영업이익		1,011,077	1,032,216	451,614	424,225	95,284	454,324
EBITDA		1,172,375	1,187,107	606,628	574,529	132,657	606,057
법인세비용차감전이익		1,024,331	1,061,977	222,373	321,509	111,816	159,953
당기순이익		780,132	743,177	137,026	251,718	80,772	71,953
매출총이익률		11.57%	12.24%	8.63%	6.60%	5.46%	6.93%
매출액영업이익률		8.37%	8.42%	3.59%	3.01%	2.61%	3.00%
EBITDA 마진율		9.71%	9.68%	4.83%	4.08%	3.63%	4.00%
매출액순이익률		6.46%	6.06%	1.09%	1.79%	2.21%	0.47%
재무구조							
총자산(TA, Total Asset)		14,176,729	14,550,580	14,183,472	16,458,240	16,803,839	18,215,232
자기자본		4,043,234	4,527,029	4,525,861	4,758,772	4,784,753	4,799,140
자본금		961,954	961,954	961,954	961,954	961,954	961,954
총부채		10,133,496	10,023,551	9,657,611	11,699,468	12,019,087	13,416,092
총차입금		2,474,824	2,934,642	4,078,052	5,473,346	5,911,395	6,235,303
차입금의존도		17.46%	20.17%	28.75%	33.26%	35.18%	34.23%
부채비율		250.63%	221.42%	213.39%	245.85%	251.20%	279.55%
현금흐름							
영업활동 현금흐름(NCF, Net Cash Flow)		-124,905	-30,955	-774,698	-1,268,051	-523,397	-523,370
GCF(Gross Cash Flow)		1,154,816	1,392,145	704,923	520,916	159,574	695,818
당기순이익		780,132	743,177	137,026	251,718	80,772	71,953
현금 유출입 없는 수익, 비용		374,685	648,968	567,898	269,198	78,802	623,865
유동자금 증가		1,279,721	1,423,100	1,479,622	1,788,966	682,972	1,219,159
투자활동 현금흐름(CFI)		-405,311	-452,196	-494,523	-113,640	-28,538	-224,308
투자자산 투자		-267,613	-212,601	-269,639	66,103	12,895	68,858
유/무형자산 투자(CAPEX)		-227,188	-240,794	-221,238	-202,078	-41,906	-331,728
NCF/CAPEX(자본적지출의 영업현금 조달비율)		외부조달	외부조달	외부조달	외부조달	외부조달	외부조달
NCF(CFI)(영업현금의 순투자액 조달)		외부조달	외부조달	외부조달	외부조달	외부조달	외부조달
FCF(Free Cash Flow)		-266,644	-224,527	-925,284	-1,397,980	-551,621	-785,347
금융비용		3,209	109,853	37,793	1,239	3,084	-44,138
투자자산 투자		-267,613	-212,601	-269,639	66,103	12,895	68,858
차입금 상환		681,404	695,918	2,017,805	2,134,305	625,341	1,397,768
재무활동 현금흐름(CFF)		202,734	324,466	1,119,451	1,440,551	401,842	539,579
자기자본		0	0	0	0	0	0
차입금증감		586,881	601,395	1,923,282	2,087,044	625,341	1,341,054
단기차입금		50,752	281,082	574,687	218,859	604,341	-82,428
장기차입금		368,294	20,313	352,595	1,059,661	21,000	925,440
회사채		167,835	300,000	996,000	808,524	0	498,042
유동성장기차입금 상환 등		-289,624	-182,405	-709,307	-599,231	-223,498	-744,761
배당		94,523	94,523	94,523	47,262	0	56,714
현금순증감		-327,483	-158,685	-149,770	58,860	-150,093	-208,098
차입금 구성 및 상환능력							
총차입금(TD, Total Debt)		2,474,824	2,934,642	4,078,052	5,473,346	5,911,395	6,235,303
현금성자산		508,397	384,527	291,697	332,090	174,285	48,294
순차입금(ND, Net Debt)		1,966,427	2,550,116	3,786,355	5,141,256	5,737,111	6,187,009
단기순차입금		1,219,426	2,062,629	2,482,188	2,770,306	3,550,616	3,062,618
단기차입금		1,036,968	1,353,513	1,884,330	2,025,922	2,651,424	2,010,216
단기사채		0	0	0	0	0	0
유동성 장기차입금		176,665	206,240	437,193	444,761	599,457	552,886
유동성 사채		0	499,809	160,665	299,624	299,735	499,516
유동성 유동화차입금		0	0	0	0	0	0
장기순차입금		1,255,398	872,013	1,595,864	2,703,040	2,360,779	3,172,685
사채		669,909	471,772	1,295,517	1,820,004	1,826,719	1,846,150
장기차입금		582,460	400,241	300,347	883,035	534,060	1,326,535
유동화차입금		0	0	0	0	0	0
금융리스부채		3,030	0	0	0	0	0
단기순차입금 비중		49.27%	70.29%	60.87%	50.61%	60.06%	49.12%
TD/EBITDA		2.11	2.47	6.72	9.53	44.56	10.29
ND/EBITDA		1.68	2.15	6.24	8.95	43.25	10.21
이자비용 및 상환능력							
이자비용		109,550	60,541	90,579	92,498	17,541	89,424
이자수익		112,759	161,394	128,361	91,259	14,457	45,286
순이자비용		-3,209	-100,853	-37,783	1,239	3,084	44,138
평균차입비용(이자비용/평균차입금)		4.75%	2.00%	2.32%	1.64%	0.31%	1.41%
금융비용부담율(이자비용/매출액)		0.91%	0.49%	0.72%	0.66%	0.48%	0.59%
영업이익률-이자비용부담율		7.47%	7.93%	2.87%	2.36%	2.13%	2.41%
EBITDA이자보상배율		10.70	19.61	6.70	6.21	7.56	6.78
영업이익이자보상배율		9.23	17.05	4.99	4.59	5.43	5.08
수익성:매출액영업이익률		8.37%	8.42%	3.59%	3.01%	2.61%	3.00%
활동성:평균총자산회전율		84.28%	82.80%	90.04%	85.01%	21.95%	84.36%
재무구조:1/평균차입금의존도		6.22	4.89	3.57	2.93	2.92	2.84
타인자본비용:1/평균차입금비용		21.03	50.04	43.17	61.16	324.52	70.69
자산구성 및 활동성							
매출채권(AR, Account Receivable)		4,311,759	0	0	0	0	0
재고자산(Inv, Inventory)		454,824	517,081	664,985	827,521	956,984	1,637,920
매입채무(AP, Account Payable)		1,024,504	671,354	778,645	1,091,228	1,344,132	983,514
순유동자산(NWC, Net Working Capital)		3,742,079	-154,273	-113,660	-269,707	-387,148	654,406
%NWC(AR+Inv) of TA		33.62%	NA	-0.80%	NA	NA	NA
%NWC of TA		26.40%	-1.06%	-0.80%	-1.60%	-2.30%	3.59%
투자자산(Investment)		1,185,618	1,629,930	1,506,821	1,499,887	1,428,218	1,208,876
투자금융상품		35	33,101	65,678	64,417	56,370	20,060
투자유가증권(관계/종속기업포함)		797,739	843,745	931,509	840,783	840,927	741,666
%Investment of TA		8.36%	11.20%	10.62%	9.11%	8.50%	6.34%
유/무형자산(PPE)		4,054,020	4,092,583	4,160,031	4,216,639	4,238,055	4,360,277
토지/건설중인자산		2,111,855	1,989,813	2,011,173	1,939,927	1,956,364	2,024,729
감가상각대상유형자산(순액)		1,942,165	2,102,770	2,148,858	2,276,712	2,281,691	2,335,548
감가상각노계액/감가상각대상유형자산(총액)		38.58%	38.37%	40.23%	41.01%	41.27%	42.17%
%PPE of TA		28.60%	28.13%	29.33%	25.62%	25.22%	23.94%
총자산회전율		0.8x	0.8x	0.9x	0.9x	0.2x	0.8x
매출채권회전율		2.8x	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
재고자산회전율		27.8x	22.3x	18.1x	17.6x	4.1x	10.5x
매입채무회전율		13.2x	18.4x	15.5x	12.6x	3.0x	13.6x
Cash Conversion Cycle		115.8일	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자 :민동원)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.