

대우조선해양(042660)

시장 가격보다 1.6% 높게 LNG선 수주 달성

계약선가는 1.85억 달러 계약 가격으로 시장가격 1.6% 상회

대우조선해양은 전일 2+4척의 LNG선 수주계약을 체결했으며 계약 가격은 척 당 1.85억 달러로 클락슨에서 제시하고 있는 시장 선가 1.82억 달러보다 1.6% 높다. 한국의 수주선가 상승은 후행지표인 클락슨 선가 지수 상승에 영향을 주게 된다. 이번 수주실적은 대우조선해양의 14번째 LNG선 수주이며 인도 시기는 2021년 6월까지이다. 미주지역에는 BW Gas, Teekay LNG Partners와 같은 메이저 선주사들이 위치해 있다.

LNG선 부족현상으로 태평양 노선의 용선료는 20만 달러/일을 상회하고 있어 LNG선 신조선 발주에 따른 선가회수기간은 4년 수준으로 대폭 내려갔다. 늘어나고 있는 글로벌 LNG수요와 미국의 LNG수출전략을 고려하면 선주들의 LNG선 추가 발주는 계속해서 나올 것이다. 선주들이 가장 선호하고 있는 ME-GI엔진의 상용화를 주도한 대우조선해양을 향한 LNG선 선주들의 발걸음은 더욱 빨라지게 될 것이다.

노후선 비중 많은 LNG선주사들의 선박 발주 빨라질 전망

LNG선 분야 상위 선사 중 보유 선박량의 평균 선령이 10년 이상이고 단 한 척의 수주잔고를 갖고 있지 않은 선주는 카타르 가스(카), 페트로나스(말), 셸(네덜란드), 장금상선(한)이다. 이들 4개 선사의 합계 선박량은 83척이며 평균 선령은 19년이다. 상위 15위 선사들의 평균 선령 10년을 크게 웃도는 수준이다. 앞으로 LNG선 발주량은 동시 다발적으로 계속 빨라지겠지만 특히 노후선 비중이 높은 4개 선사들의 교체 발주가 단기적으로 나타날 것으로 예상되고 있다.

대우조선해양, 가장 낮은 건조원가와 가장 앞선 성능을 구현

한국 조선소들이 균일하게 LNG선 수주를 늘려가고 있지만 대우조선해양의 고객들은 철저하게 1등급 선주들을 중심으로 구성되어 있다. LNG분야에 정통한 해외 엔지니어들에 따르면 대우조선해양은 가장 낮은 건조원가와 가장 높은 선박 성능을 제시하고 있기 때문에 메이저 선주들의 수요가 집중되고 있다. 대우조선해양이 건조한 LNG선 인도가 늘어날수록 연비가 좋지 못한 Moss LNG선을 비롯한 노후 LNG선박들의 교체 속도 역시 빨라지게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(12월 5일): 34,650원

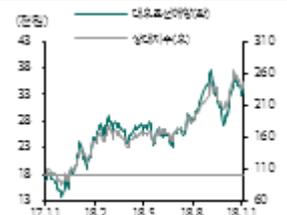
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,101.31
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900
시가총액(십억원)	3,714.7
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	679.2
60일 평균 거래대금(십억원)	22.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.35
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	19.1 27.2 90.4
상대	17.7 48.5 127.4

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,098.0	7,756.7
영업이익(십억원)	793.3	376.0
순이익(십억원)	363.6	301.9
EPS(원)	3,842	2,670
BPS(원)	37,918	40,696

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
EPS	원	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
증감률	%	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
PER	배	N/A	1.87	17.93	9.06	7.44
PBR	배	2.86	0.44	1.00	0.90	0.81
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.50	10.64	8.11
ROE	%	(279.57)	28.12	5.83	10.49	11.44
BPS	원	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

카타르 가스, 쉘, 페트로나스
장금상선 등 노후선 비중 높은
LNG선사들의 교체 발주 예상

대우조선해양의 LNG선 인도량
늘어날수록 중고선 LNG선의
가치는 급격히 훼손

노후선 비중 높은 LNG선사들의 교체 발주 속도 빨라질 전망

LNG선 상위 15위 선사들 중 평균 선령이 10년을 상회하면서 단 한척의 선박 발주도 진행하지 않은 선사들은 카타르 가스(카), 페트로나스(말), 쉘(네덜란드), 장금상선(한)이며 이들 선사들의 합계 선박량은 83척, 평균 선령은 무려 19년이다. LNG선박이 부족하고 용선료가 급격히 상승하고 있음에도 125K급 Moss LNG선의 퇴출이 계속되고 있는 것을 고려하면 노후선 비중이 높은 LNG선주사들은 선대 교체를 위한 움직임을 보이게 될 것이다. 가장 앞선 기술력을 보유한 대우조선해양의 LNG선 인도량이 늘어날수록 노후 LNG선의 용선 경쟁력과 중고선 가치는 급격히 훼손될 것이기 때문이다.

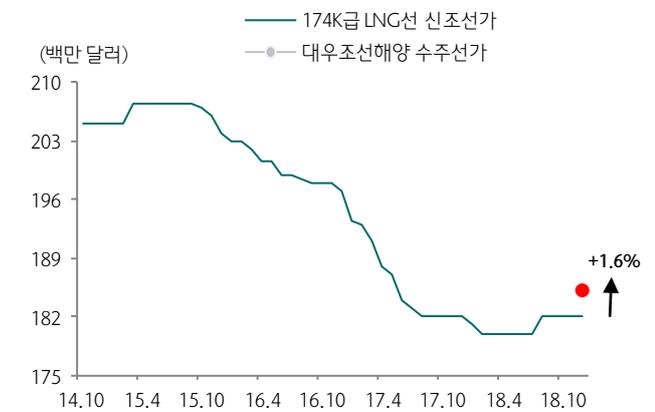
급격히 상승하고 있는 용선료는 선가 회수기간을 크게 낮춰주고 있어 LNG선 분야 신규 선주들의 출현도 늘어나고 있다. 선사들간의 LNG선 발주 경쟁은 2019년에도 뜨거울 전망이며 가장 낮은 건조원가와 가장 앞선 성능을 보여주고 있는 대우조선해양을 향한 발걸음은 더욱 늘어날 것이다.

표 1. 용선료 수준에 따른 LNG선 선가 회수기간 변화

	용선료 변화에 따른 선가 회수기간					
1일 용선료	170,000	200,000	250,000	300,000	350,000	달러/일
1년 용선료(250일)	4,250	5,000	6,250	7,500	7,750	만 달러
LNG선 신조선가	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	만 달러
선가 회수기간	4.7	4.0	3.2	2.7	2.3	년

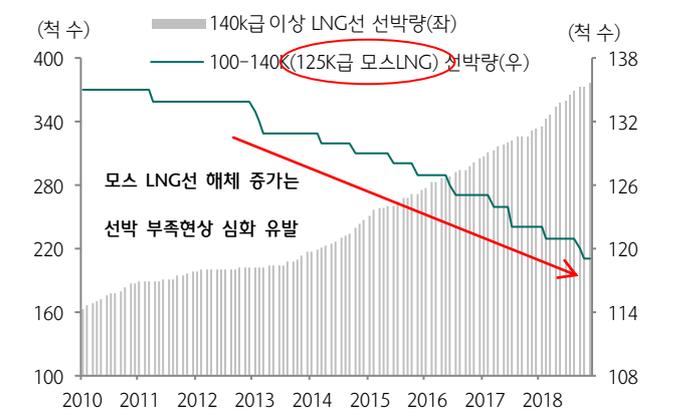
자료: Clarksons, 하나금융투자 계산

그림 1. 대우조선해양의 LNG선 계약 선가는 시장 선가 1.6% 상회



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 시장에서 퇴출되고 있는 125K급 모스 LNG선



자료: Clarksons, 하나금융투자

표 2. LNG선 상위 15위 선사 중 노후선 비중 높은 4개 선사 - 카타르 가스, 페트로나스, 쉘, 장금상선

순위	선주사	선박량	수주잔고	합계선박량	평균 선령	국가
1	Mitsui O.S.K. Lines	30	11	41	10.89	일본
2	Teekay Corporation	34	3	37	8.49	캐나다
3	Angelicooussis Group	27	10	37	4.79	그리스
4	Nippon Yusen Kaisha	24	9	33	10.87	일본
5	GasLog	25	7	32	6.24	그리스
6	Qatar Gas (Nakilat)	29	0	29	9.61	카타르
7	Petronas	27	0	27	13.45	말레이시아
8	BW Group	19	4	23	9.24	버뮤다
9	Golar LNG	20	0	20	9.00	버뮤다
10	Dynacom Tankers Mgmt	13	4	17	5.11	그리스
11	K-Line	15	0	15	9.54	일본
12	Shell	14	0	14	18.28	네덜란드
13	Sinokor Merchant	13	0	13	34.78	한국
14	Cardiff Marine	5	8	13	6.32	그리스
15	Fredriksen Group	4	9	13	0.60	키프로스

자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(474.1)	107.9	54.0
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
법인세	827.8	543.3	20.7	13.4	16.6
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
비배주주지분 순이익	(55.3)	24.3	(29.0)	7.9	9.7
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	178.4	474.7	577.8
NOPAT	(2,176.9)	398.1	716.1	348.0	449.0
EBITDA	(1,326.2)	885.4	942.3	501.3	606.4
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(17.8)	(21.3)	3.3
NOPAT증가율	적지	흑전	79.9	(51.4)	29.0
EBITDA증가율	적지	흑전	6.4	(46.8)	21.0
영업이익증가율	적지	흑전	9.1	(55.1)	29.1
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(66.7)	98.1	21.7
EPS증가율	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	9.5	9.0	8.8
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	10.3	7.0	8.2
영업이익률	(11.9)	6.6	8.8	5.0	6.3
계속사업이익률	(21.8)	5.8	2.0	5.8	6.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
BPS	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
CFPS	(19,512)	25,162	3,821	5,942	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	8,798	4,676	5,656
SPS	591,222	133,034	85,182	66,991	69,179
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	1.9	17.9	9.1	7.4
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	9.1	5.8	5.4
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.5	10.6	8.1
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	5.8	10.5	11.4
ROA	(16.1)	4.7	1.9	4.2	5.0
ROIC	(30.5)	5.9	11.1	6.0	8.1
부채비율	2,184.7	282.7	200.0	161.1	144.4
순부채비율	1,028.0	115.0	87.3	55.7	38.8
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.7	2.1	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	5,102.6	5,031.4	5,629.2
금융자산	426.1	419.2	651.8	1,435.8	1,862.6
현금성자산	224.3	205.8	451.2	1,275.3	1,694.0
매출채권 등	5,094.9	4,508.0	2,019.4	1,615.5	1,696.3
재고자산	1,071.1	743.4	1,376.3	1,101.0	1,156.1
기타유동자산	1,407.4	980.7	1,055.1	879.1	914.2
비유동자산	7,065.3	4,795.5	4,688.6	4,581.4	4,611.7
투자자산	895.7	612.9	576.1	460.9	483.9
금융자산	877.4	597.0	561.1	448.9	471.4
유형자산	5,197.9	4,003.4	3,958.4	3,967.9	3,976.8
무형자산	73.3	37.3	39.6	38.1	36.6
기타비유동자산	898.4	141.9	114.5	114.5	114.4
자산총계	15,064.8	11,446.8	9,791.3	9,612.8	10,240.9
유동부채	12,368.7	6,143.0	4,001.0	3,600.3	3,680.4
금융부채	5,918.5	2,588.2	1,954.5	1,939.3	1,942.3
매입채무 등	6,279.4	3,493.7	1,888.4	1,510.8	1,586.3
기타유동부채	170.8	61.1	158.1	150.2	151.8
비유동부채	2,036.8	2,313.0	2,526.1	2,330.3	2,369.5
금융부채	1,286.3	1,271.5	1,547.1	1,547.1	1,547.1
기타비유동부채	750.5	1,041.5	979.0	783.2	822.4
부채총계	14,405.5	8,456.1	6,527.1	5,930.6	6,049.8
지배주주지분	1,026.9	3,393.5	3,704.0	4,114.0	4,613.3
자본금	332.9	538.3	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	2,825.6	54.6	18.1	18.1	18.1
자본조정	1,004.6	2,599.0	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액	410.6	293.7	294.2	294.2	294.2
이익잉여금	(3,546.8)	(92.2)	518.5	928.6	1,427.8
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(439.8)	(431.8)	(422.2)
자본총계	659.4	2,990.7	3,264.2	3,682.2	4,191.1
순금융부채	6,778.6	3,440.4	2,849.7	2,050.6	1,626.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	888.5	833.9	596.8
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
조정	2,102.0	1,322.3	135.3	142.1	142.7
감가상각비	204.6	152.4	142.8	142.1	142.7
외환거래손익	48.3	144.9	17.9	0.0	0.0
지분법손익	16.7	171.5	3.2	0.0	0.0
기타	1,832.4	853.5	(28.6)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	575.3	273.8	(54.7)
투자활동 현금흐름	(282.7)	22.7	(298.2)	5.4	(181.1)
투자자산감소(증가)	(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)	84.8	(83.3)	(173.8)	(150.0)	(150.0)
기타	(79.0)	(176.8)	(161.2)	40.2	(8.1)
재무활동 현금흐름	(200.9)	987.9	(346.2)	(15.2)	3.0
금융부채증가(감소)	(2,712.0)	(3,345.1)	(358.1)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)	1,784.3	(2,565.6)	(33.8)	0.0	0.0
기타재무활동	726.8	6,898.6	45.7	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,011.7)	(18.5)	245.4	824.1	418.8
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	409.2	637.0	688.2
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	713.1	683.9	446.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	50,000	-21.61%	-11.43%
18.11.5	BUY	42,000	-36.09%	-24.30%
18.10.1	BUY	50,000	-39.89%	-22.33%
18.3.23	BUY	45,000	-31.52%	-21.00%
18.1.30	BUY	35,000	-41.67%	-28.71%
16.5.7	Neutral	70,000		

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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 12월 6일

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 12월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 12월 6일 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.