



2019년 01월 28일 | Equity Research

하나금융그룹

대우조선해양(042660)

카타르, 40척의 LNG선 투자 계획 표명

카타르, LNG수출 경쟁 동참과 40척의 LNG선 투자 계획

미국과 호주 그리고 러시아에서 LNG 투자 및 수출량을 늘리는 경쟁을 주도하고 있다. 세계 최대 LNG수출국 카타르는 이에 대해 지난해 LNG 생산량을 현재의 0.77억톤/연에서 1.1억톤/연으로 늘릴 계획을 발표했다. 카타르가 늘리고자 하는 0.33억톤/연 규모의 LNG생산량은 2018년 LNG물동량 2.9억톤의 11.4%에 해당되는 규모이다. 카타르의 LNG 생산량 확장 계획은 일본 치요다(Chiyoda)가 기본설계(FEED)를 맡고 있으며 시추작업은 곧 시작되는 것으로 알려져 있다. 카타르의 최종 목적은 글로벌 LNG공급 경쟁에서 점유율을 더욱 높이기 위함이다. 카타르의 LNG 투자 계획은 2024년 완공될 것이다.

Oil burning 카타르 LNG선(Q-Max) 45척 교체 움직임

2001년 미국 캘리포니아 정전은 미국의 Shale gas와 카타르 LNG 개발을 동시에 이끌었다. 당시 46척의 카타르 LNG전용선(Q-Max)의 목적지는 미국이어서 대량의 화물적재를 위해 선체크기는 200K급 이상이며 추진효율을 높이기 위해 M.A.N社의 Oil-burning(ME)엔진이 탑재되었다. Q-Max LNG선이 인도되기 시작한 2004년 미국에서도 Shale gas 개발에 성공해 46척의 LNG선은 단거리 노선인 일본으로 향하는 것으로 변경되었다. 다시 말해 현재의 카타르 전용선은 매우 비효율적인 운항성능을 보이고 있으므로 전량 신조선박으로 교체될 것이다. 46척의 Q-Max LNG선 중 1척(Rasheeda)는 몇 년전 추진엔진이 ME엔진(Oil-burning)에서 ME-GI(LNG fueled)로 개조되면서 ME-GI엔진의 추진효율이 검증된 바 있다.

카타르 LNG 투자 움직임, 선주들의 발주 경쟁의 기폭제

미국 LNG는 아시아와 유럽으로 수출량을 계속해서 늘려가고 있다. 러시아 역시 PNG의 한계를 극복하고자 Yamal LNG 추가 개발을 서두르고 있다. 이런 가운데 최대 LNG수출국 카타르의 경쟁 동참은 선주들의 LNG선 발주량을 폭발적으로 늘리는 기폭제가 될 전망이다. 증기터빈을 탑재하고 있는 Moss LNG선의 시장 퇴출도 LNG선 발주량을 크게 늘리는 데 기여할 것이다. 기존의 Q-Max LNG선에도 M.A.N엔진이 탑재된 것으로 고려하면, ME-GI엔진 기술상용화를 주도한 대우조선해양이 이번에도 가장 많은 수주실적을 가져가게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(1월 25일): 34,550원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,177.73		
52주 최고/최저(원)	37,850/18,950	매출액(십억원)	9,062.1 7,756.7
시가총액(십억원)	3,704.0	영업이익(십억원)	807.1 368.3
시가총액비중(%)	0.31	순이익(십억원)	276.4 297.0
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	2,705 2,607
60일 평균 거래량(천주)	596.3	65BPS(원)	37,370 40,114
60일 평균 거래대금(십억원)	20.1		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	10.98		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
한국은행	8.41		
주가상승률 1M	6M 12M		
절대	1.2 49.6 63.4		
상대	(4.5) 56.1 92.2		

Stock Price	
(천원)	대우조선해양(주) 상대지수(우)

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	17.67	8.46	6.95
PBR	배	2.86	0.44	0.99	0.84	0.75
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.44	10.15	7.71
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 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

RA 장대익

02-3771-8009

daeik@hanafn.com

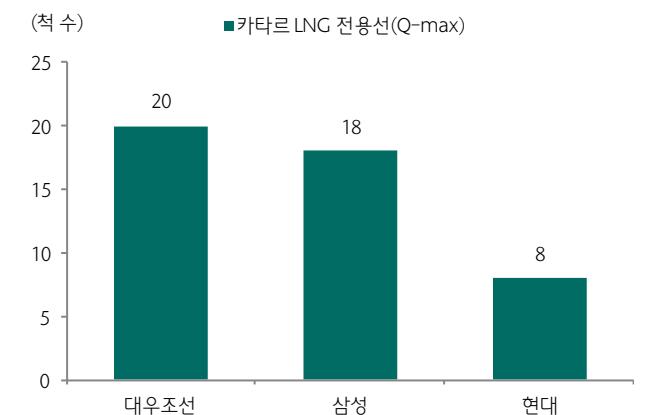
하나금융투자

경쟁 조선소들의 2021년 LNG선
인도물량이 대부분 채워져
대우조선해양의 LNG선 수주가
다시 크게 늘어날 시기 도래

대우조선해양의 LNG선 인도 슬롯의 여유 – 대규모 수주 다시 늘어날 시기 도래

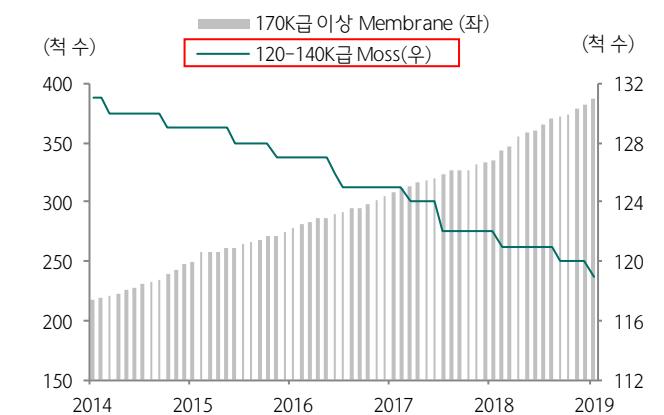
지난해 하반기 현대삼호중공업과 삼성중공업이 LNG선 수주를 늘리면서 2021년 LNG선 인도 일정은 대우조선해양과 비슷한 수준이 되었다. 특히 현대중공업에 비해 건조원가가 낮은 현대삼호중공업의 LNG선 2021년 인도분이 가득 채워졌다. 이로써 조선소간의 인도 슬롯의 여유가 비슷해졌으므로 가장 낮은 건조원가로 가장 높은 효율의 LNG선을 건조하고 있는 대우조선해양의 LNG선 수주량이 다시 크게 늘어날 시기가 도래한 것으로 보여진다.

그림 1. 46척의 카타르 전용선(Q-Max) 중 대우조선은 20척 건조



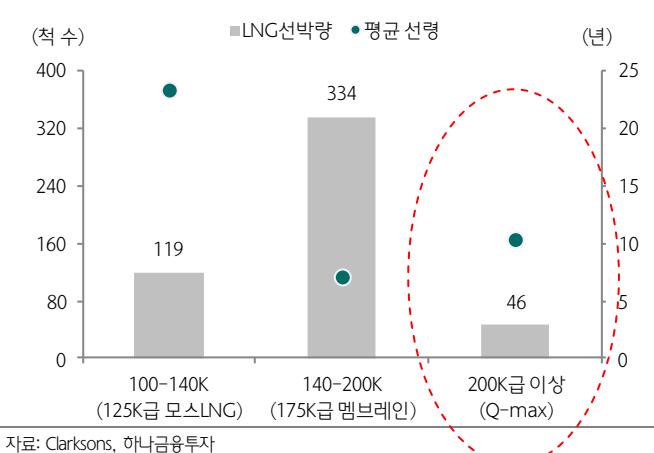
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 증기터빈 탑재 LNG선의 시장 퇴출 지속



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. Q-Max LNG선의 선체는 200KGT 이상이며 선령은 10년



자료: Clarksons, 하나금융투자

표 1. Oil-burning 엔진 탑재하고 있는 Q-Max LNG선

	200K + Q Max	140-180K	120-140K
Wartsila 50 DF (4ST)		45.7	
MAN ME (Oil burning)	92.3	0	
MAN ME-GI (2ST DF)	7.7	10.7	
MAN 기타		6	
미쓰비시 (스팀터빈)			61.6
가와사키 (스팀터빈)			30.8
기타	37.6	7.7	

자료: Clarksons, 하나금융투자

표 2. 한국 조선소 LNG선 인도량 정리

LNG선 합계 인도량	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
현대중공업	0	0	3	7	5	9	4	7	5	7	3
현대삼호중공업	0	0	0	3	3	5	1	1	1	10	10
삼성중공업	3	1	8	11	10	6	4	9	6	10	10
대우조선해양	7	0	4	7	3	5	13	19	15	14	10

자료: Clarksons, 하나금융투자

표 3. 대우조선해양 연결 실적 전망

	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18E	1Q 19E	2Q 19E	3Q 19E	4Q 19E	2018F	2019F	2020F
매출액	2,256	2,326	2,197	2,343	1,805	1,744	1,758	1,875	9,123	7,182	7,416
영업이익	299	229	177.0	94	90	87	88	94	799.5	359	464
영업이익률	13.2%	9.9%	8.1%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.8%	5.0%	6.3%
지배주주 순이익	222	235	-318	68	103	100	100	107	207	410	500
순이익률	9.8%	10.1%	-14.5%	2.9%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	2.3%	5.7%	6.7%

자료: 하나금융투자 추정

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
판관비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융순익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
종속/관계기업순익	5.2	(167.3)	(474.1)	107.9	54.0
기타영업외순익	(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
비지배주주지분 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
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	17.7	8.4	6.9
PBR	2.9	0.4	1.0	0.8	0.8
PCFR	N/A	0.6	8.9	5.4	5.0
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	10.1	7.7
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

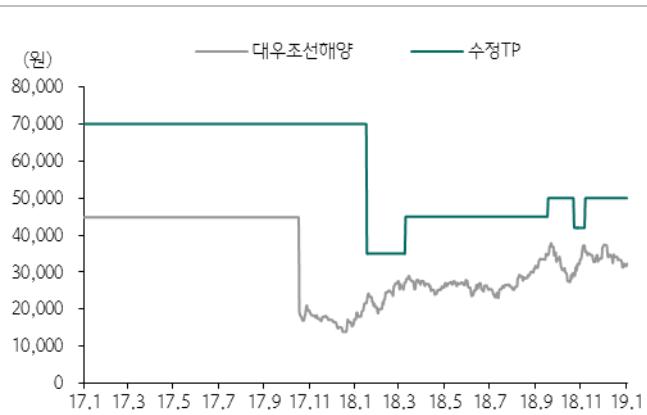
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	5,102.6	5,031.4	5,629.2
금융자산	426.1	419.2	651.8	1,435.8	1,862.6
현금성자산	224.3	205.8	451.2	1,275.3	1,694.0
매출채권 등	5,094.9	4,508.0	2,019.4	1,615.5	1,696.3
재고자산	1,071.1	743.4	1,376.3	1,101.0	1,156.1
기타유동자산	1,407.4	980.7	1,055.1	879.1	914.2
비유동자산	7,065.3	4,795.5	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

	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
영업활동자산부채 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 과정

대우조선해양



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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 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	94.6%	4.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2019년 01월 21일 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 엄여진 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.