



2019년 08월 28일 | Equity Research

대우조선해양(042660)

세계 1등 LNG선주는 대우조선해양을 선택한다

LNG 1등 마란가스, 또 다시 대우조선에 LNG선 발주

세계 최대 LNG선사인 그리스 마란가스는 지난주 또 다시 대우조선해양에 174K급 LNG선 1척을 발주했다. 수주잔고를 포함해 총 44척의 LNG선을 보유하고 있는 마란가스는 대우조선해양에만 총 34척의 LNG선을 발주했다. 대우조선해양 역시 현재 갖고 있는 34척의 LNG선 수주잔고 중 마란가스 발주물량은 14척으로 41%에 달하고 있다. 마란가스의 경쟁선사 Teekay LNG 역시 37척의 LNG선 발주량 중 대우조선해양에게 40%에 달하는 15척을 발주해 왔으며, 전통적으로 삼성중공업을 선호해온 노르웨이 선박왕 존 프레드릭센은 2017년 이후 LNG선 발주량의 절반 이상을 대우조선해양에게 집중하는 모습을 보이고 있다. 이번 마란가스의 추가적인 LNG선 발주는 대우조선해양을 향한 LNG선사들의 발주경쟁을 또 한번 자극하는 계기가 될 것이다.

LNG선 선대 교체의 세계적인 흐름이 이미 시작

140K급 이상 LNG선의 전체 선박량은 413척으로 2017년 말 332척에 비해 80척 가량 늘어났다. 반면 120-140K급 LNG선 선박량은 현재 116척으로 2010년 이후 계속해서 선박량이 줄어들고 있다. 과거 일본 조선소들이 주로 건조해온 120-140K급 모스형 LNG선은 증기터빈을 탑재하고 있어 연비와 추진효율이 낮고 평균선령이 20년을 초과해 용선시장에서 퇴출되고 있기 때문이다. 전세계 LNG선 시장은 늘어나는 LNG 수송 수요에 비해 운반선이 부족한 상황이지만 125K급 모스형 LNG선은 외연기관을 탑재하고 있어 강화되고 있는 환경규제에 적합하지 않아 20년 장기 용선계약이 하나씩 풀려나갈수록 선박퇴출 및 해체로 이어지게 될 것이다. 이는 170K급 이상 LNG선의 신조선 발주로 이어질 것이며 대우조선해양에게 가장 먼저 발주 문의가 찾아오게 될 것이다.

건조한 주가 흐름에 예상

대우조선해양은 주력 선박인 VL탱커와 LNG선 두 선종을 반복적으로 건조하면서 건조마진이 향상되고 순차입금이 감소되고 있다. 전세계 조선업계에서 대우조선해양 밸류에이션이 가장 낮기 때문에 주가 역시 흐름세를 지속할 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(8월 27일): 26,100원

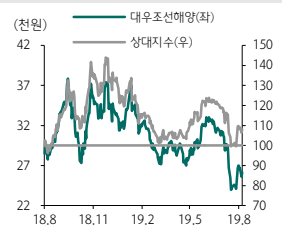
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,924.60
52주 최고/최저(원)	37,850/23,950
시가총액(십억원)	2,798.1
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	179.3
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.59
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.5) (18.1) (5.9)
상대	(2.9) (4.8) 12.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,031.2	7,601.1
영업이익(십억원)	510.3	377.6
순이익(십억원)	409.4	312.3
EPS(원)	3,638	2,943
65BPS(원)	39,667	42,590

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,101.8	9,644.4	8,272.6	8,538.8	9,086.1
영업이익	십억원	733.0	1,024.8	597.0	745.3	965.6
세전이익	십억원	1,189.0	367.7	585.5	750.6	982.1
순이익	십억원	621.5	344.7	582.4	713.1	933.0
EPS	원	7,447	3,219	5,433	6,651	8,703
증감률	%	흑전	(56.8)	68.8	22.4	30.9
PER	배	1.87	10.61	4.80	3.92	3.00
PBR	배	0.44	0.95	0.63	0.54	0.46
EV/EBITDA	배	5.08	5.58	6.28	4.59	2.95
ROE	%	28.12	9.53	14.09	14.90	16.64
BPS	원	31,823	35,828	41,318	47,969	56,672
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

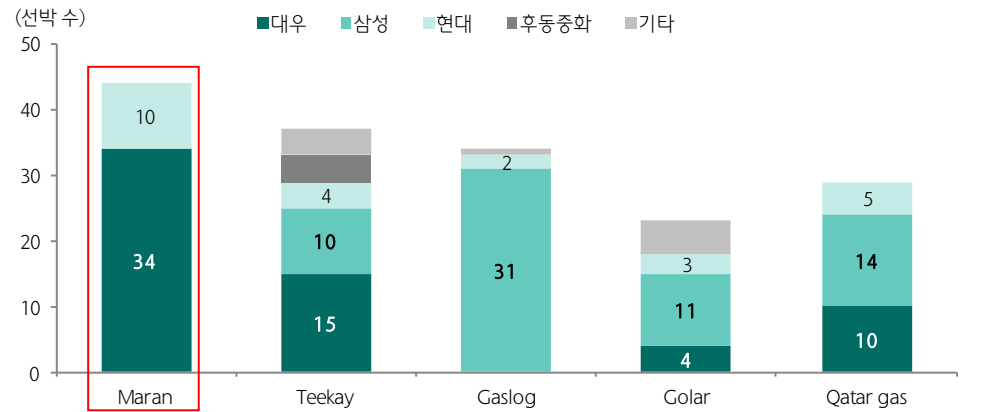
RA 이애준

02-3771-3812

hjun@hanafn.com

그림 1. 글로벌 LNG선 선주사들의 역사적인 LNG선 발주량 비교

세계 1위 LNG선사 마란가스는
총 44척의 선박 중 대우조선에게
34척 발주



자료: Clarksons, 하나금융투자

표 1. LNG선주사 상위 10위 비교

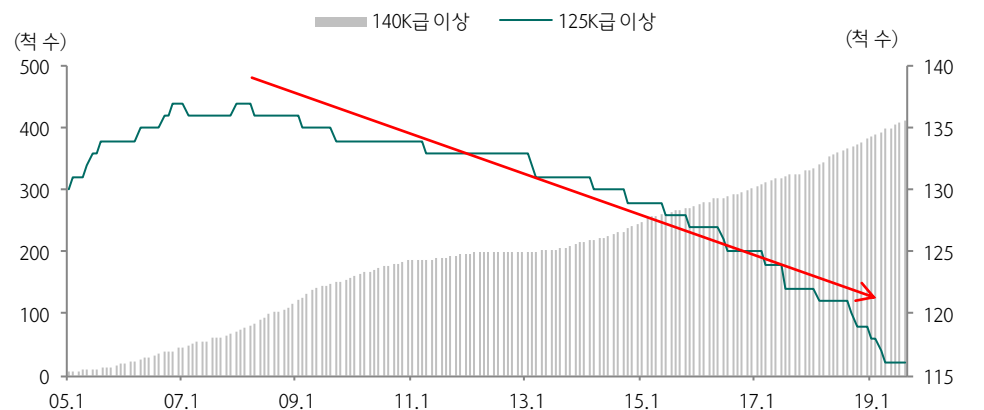
순위	선주사	선박량	수주잔고	전체 선박량	합계 DWT	국가
1	Angelicoussis Group(마란가스)	30	14	44	3,917,012	그리스
2	Mitsui OSK Lines	34	8	42	3,649,881	일본
3	Nippon Yusen Kaisha	30	9	39	3,329,722	일본
4	Teekay Corporation	37	0	37	3,254,644	캐나다
5	GasLog	27	7	34	2,943,249	그리스
6	Qatar Gas (Nakilat)	29	0	29	3,609,718	카타르
7	Petronas	28	0	28	2,186,475	말레이시아
8	BW Group	20	5	25	2,173,784	버뮤다
9	Dynacom Tankers Mgmt	15	4	19	1,718,604	그리스
10	Golar LNG	19	0	19	1,550,030	버뮤다

자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. LNG선 선박량 증감 추이 - 125K급 LNG선의 시장퇴출 지속

중기터빈을 갖고 있는 평균 선령
20년 이상의 125K급 LNG선의
전체 선박량 감소 지속

이는 LNG선 부족 현상을 더욱
심화 시켜 170K급 이상
LNG선 추가 발주로 이어질 전망



자료: Clarksons, 하나금융투자

표 2. 대우조선해양 연결기준 실적 전망

	1Q 19	2Q 19	3Q 19F	4Q 19F	1Q 20F	2Q 20F	3Q 20F	4Q 20F	2019F	2020F	2021F
매출액	2,072	2,150	1,758	2,292	2,093	2,193	1,846	2,407	8,273	8,539	9,086
영업이익	200	195	88	115	157	208	175	205	597	745	966
영업이익률	9.6%	9.1%	5.0%	5.0%	7.5%	9.5%	9.5%	8.5%	7.2%	8.7%	10.6%
순이익	190	145	105	137	141	200	169	203	582	713	933
순이익률	9.2%	6.8%	6.0%	6.0%	6.8%	9.1%	9.2%	8.4%	7.0%	8.4%	10.3%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

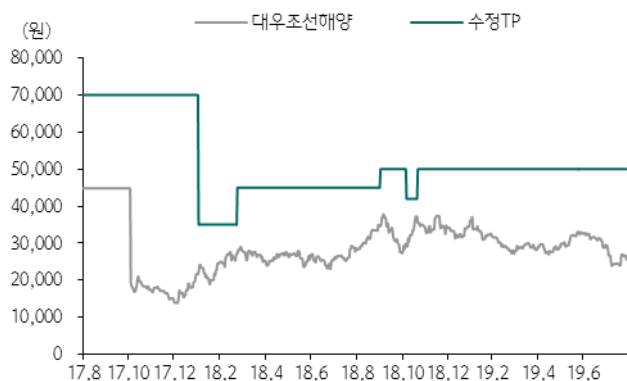
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,101.8	9,644.4	8,272.6	8,538.8	9,086.1
매출원가	9,557.7	8,892.7	7,471.2	7,580.0	7,893.0
매출총이익	1,544.1	751.7	801.4	958.8	1,193.1
판매비	811.1	(273.2)	204.4	213.5	227.5
영업이익	733.0	1,024.8	597.0	745.3	965.6
금융손익	1,403.3	(120.0)	(92.5)	(52.7)	(4.7)
중속/관계기업손익	(167.3)	(497.8)	57.4	57.9	21.2
기타영업외손익	(780.0)	(39.3)	23.6	0.0	0.0
세전이익	1,189.0	367.7	585.5	750.6	982.1
법인세	543.3	47.7	3.1	37.5	49.1
계속사업이익	645.8	320.1	582.4	713.1	933.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	645.8	320.1	582.4	713.1	933.0
비지배주주지분 손이익	24.3	(24.7)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	621.5	344.7	582.4	713.1	933.0
지배주주지분포괄이익	527.1	332.5	588.5	713.1	933.0
NOPAT	398.1	892.0	593.8	708.1	917.3
EBITDA	885.4	1,160.4	761.1	908.3	1,124.1
성장성(%)					
매출액증가율	(13.4)	(13.1)	(14.2)	3.2	6.4
NOPAT증가율	흑전	124.1	(33.4)	19.2	29.5
EBITDA증가율	흑전	31.1	(34.4)	19.3	23.8
영업이익증가율	흑전	39.8	(41.7)	24.8	29.6
(지배주주)순이익증가율	흑전	(44.5)	69.0	22.4	30.8
EPS증가율	흑전	(56.8)	68.8	22.4	30.9
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	7.8	9.7	11.2	13.1
EBITDA이익률	8.0	12.0	9.2	10.6	12.4
영업이익률	6.6	10.6	7.2	8.7	10.6
계속사업이익률	5.8	3.3	7.0	8.4	10.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	7,447	3,219	5,433	6,651	8,703
BPS	31,823	35,828	41,318	47,969	56,672
CFPS	25,162	8,646	6,390	9,018	10,688
EBITDAPS	10,610	10,835	7,100	8,473	10,485
SPS	133,034	90,052	77,166	79,649	84,754
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	1.9	10.6	4.8	3.9	3.0
PBR	0.4	1.0	0.6	0.5	0.5
PCFR	0.6	3.9	4.1	2.9	2.4
EV/EBITDA	5.1	5.6	6.3	4.6	3.0
PSR	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	28.1	9.5	14.1	14.9	16.6
ROA	4.7	3.0	4.9	5.8	6.9
ROIC	5.9	12.1	7.8	9.6	12.1
부채비율	282.7	210.4	167.2	148.2	132.8
순부채비율	115.0	73.2	44.8	26.7	8.6
이자보상배율(배)	15.7	5.6	3.5	4.4	5.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,651.3	7,350.0	7,375.9	8,296.9	9,797.8
금융자산	419.2	452.8	1,193.4	1,806.1	2,659.7
현금성자산	205.8	351.2	1,112.4	1,721.1	2,566.2
매출채권 등	4,508.0	706.9	813.9	854.6	940.0
재고자산	743.4	1,345.6	1,487.5	1,561.9	1,718.0
기타유동자산	980.7	4,844.7	3,881.1	4,074.3	4,480.1
비유동자산	4,795.5	4,568.5	4,458.4	4,463.6	4,343.2
투자자산	612.9	494.6	407.1	425.2	463.4
금융자산	597.0	439.5	351.7	369.2	406.2
유형자산	4,003.4	3,822.9	3,827.7	3,815.9	3,658.6
무형자산	37.3	39.8	39.9	38.7	37.5
기타비유동자산	141.9	211.2	183.7	183.8	183.7
자산총계	11,446.8	11,918.5	11,834.3	12,760.5	14,141.0
유동부채	6,143.0	5,356.8	4,342.9	4,509.1	4,858.0
금융부채	2,588.2	1,715.6	1,050.0	1,051.8	1,055.7
매입채무 등	3,493.7	1,206.5	1,341.0	1,408.0	1,548.8
기타유동부채	61.1	2,434.7	1,951.9	2,049.3	2,253.5
비유동부채	2,313.0	2,721.5	3,062.7	3,109.6	3,208.2
금융부채	1,271.5	1,548.0	2,123.7	2,123.7	2,123.7
기타비유동부채	1,041.5	1,173.5	939.0	985.9	1,084.5
부채총계	8,456.1	8,078.3	7,405.5	7,618.7	8,066.1
지배주주지분	3,393.5	3,840.2	4,428.8	5,141.8	6,074.8
자본금	538.3	541.0	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	369.5	18.1	18.1	18.1	18.1
자본조정	2,284.0	2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액	293.7	302.0	309.0	309.0	309.0
이익잉여금	(92.2)	647.0	1,228.5	1,941.5	2,874.6
비지배주주지분	(402.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,990.7	3,840.2	4,428.8	5,141.8	6,074.8
순금융부채	3,440.4	2,810.9	1,984.1	1,373.2	523.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(1,019.9)	725.1	1,005.6	779.1	887.9
당기순이익	645.8	320.1	582.4	713.1	933.0
조정	1,322.3	518.1	11.5	163.0	158.5
감가상각비	152.4	135.6	164.1	163.0	158.5
외환거래손익	73.0	33.8	(7.5)	0.0	0.0
지분법손익	167.3	497.8	(0.4)	0.0	0.0
기타	929.6	(149.1)	(144.7)	0.0	0.0
영업활동 현금흐름	(2,988.0)	(113.1)	411.7	(97.0)	(203.6)
투자활동 현금흐름	22.7	(13.2)	(20.3)	(172.2)	(46.7)
투자자산감소(증가)	282.8	118.3	87.6	(18.2)	(38.2)
유형자산감소(증가)	(83.3)	(145.4)	(165.8)	(150.0)	0.0
기타	(176.8)	13.9	57.9	(4.0)	(8.5)
재무활동 현금흐름	987.9	(565.9)	(225.7)	1.8	3.9
금융부채증가(감소)	(3,345.1)	(596.1)	(89.9)	1.8	3.9
자본증가(감소)	(2,250.7)	(348.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6,583.7	378.9	(135.8)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(18.5)	145.4	761.2	608.7	845.1
Unlevered CFO	2,099.8	926.0	685.0	966.7	1,145.8
Free Cash Flow	(1,128.7)	577.1	839.5	629.1	887.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			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%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 8월 27일

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 2019년 08월 28일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2019년 08월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.