



2020년 1월 14일 | Equity Research

대우조선해양(042660)

이란 긴장과 무관한 VL탱커 발주 상황

역사적 달리 중동 정세불안이 탱커 시장에 미치는 영향 감소

역사적으로 중동지역의 정세가 불안할 때마다 원유 운반선 시장이 급격한 호황의 모습을 보였었다. 1990년 걸프전쟁과 2000년 미국의 이라크 축출 당시 VL탱커 운임 급등세는 1년 이상 지속했었다. 당시 전쟁의 양상은 재래식 무기를 사용하는 지상군의 작전수행이 주요했고 전쟁기간이 장기화되면서 선박의 운항 보험료가 오르고 선단이 묶이는 등 운임은 급등세를 보여온 것이다. 걸프전쟁 이후 유도무기가 발달하면서 지상군의 중요성이 줄어들면서 전쟁의 양상은 단 몇 시간 만에 종식되는 것으로 달라졌다. 게다가 국제 석유시장에서 이란을 비롯해 중동 국가들의 영향력은 날이 갈수록 줄어들고 러시아와 미국의 입지가 커지고 있다는 것도 주목할 필요가 있다. 따라서 과거와 달리 최근의 미국과 이란간의 분쟁이 원유 운반선 시장에 미치는 영향과 효과는 매우 미미하다 할 수 있다.

2020 VL탱커 발주량 62척: 1)물동량 증가와 2)LNG연료

이란의 긴장과 상관없이 2020년 VL탱커 발주량은 62척 수준으로 지난해 31척에 비해 두 배 늘 것으로 전망된다. 원유 해상 물동량이 지난해보다 3% 늘어날 것으로 기대되는 가운데 LNG연료 추진기술이 VL탱커에 적용되고 있기 때문이다. 2018년부터 용선 시장에서 '원비'를 기준으로 용선료가 차별화되고 있다는 점이 선주들의 선박 교체 발주수요를 자극하고 있다. VL탱커 시장은 대우조선해양이 가장 많은 선박 건조경험을 갖고 있으며 현대중공업과 현대삼호중공업이 그 뒤를 잇고 있다. 대우조선해양과 현대중공업(현대삼호중공업 포함) 두 기업을 합하면 VL탱커 시장의 점유율(신조 수주와 선박 인도)은 60%에 육박한다. 대우조선해양과 현대중공업의 연간 VL탱커 인도량은 각각 15척 내외 이므로 62척의 VL탱커 발주량은 두 조선소에게 충분한 수주물량이 될 것으로 보여진다.

1년 VL탱커 운임 평균 43,000달러/일, B.E.P 운임 두 배 상회

VL탱커의 하루 운항에 따른 B.E.P 운임은 25,000달러 수준이다. 최근의 VL탱커 하루 운임은 91,000달러 수준으로 치솟았고 최근 1년 평균 운임은 43,000달러 수준이다. 곧 VL탱커 선주들이 신조선 발주를 늘릴 움직임을 보이게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(1월 13일): 27,200원

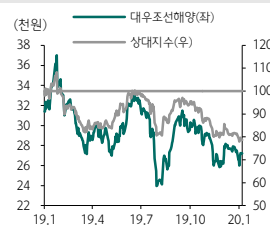
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,229.26
52주 최고/최저(원)	37,000/23,950
시가총액(십억원)	2,916.0
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	124.0
60일 평균 거래대금(십억원)	3.4
19년 배당금(원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.44
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.4) (14.2) (14.2)
상대	(5.9) (19.7) (20.1)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	8,316.8	7,968.7
영업이익(십억원)	296.0	250.0
순이익(십억원)	221.2	197.0
EPS(원)	2,132	1,883
BPS(원)	37,211	39,104

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,101.8	9,644.4	8,462.2	8,402.2	8,934.6
영업이익	십억원	733.0	1,024.8	252.8	439.8	583.8
세전이익	십억원	1,189.0	367.7	113.0	282.2	414.2
순이익	십억원	621.5	344.7	112.0	267.8	393.0
EPS	원	7,447	3,219	1,045	2,498	3,665
증감률	%	흑전	(56.8)	(67.5)	139.0	46.7
PER	배	1.87	10.61	26.65	10.89	7.42
PBR	배	0.44	0.95	0.75	0.69	0.63
EV/EBITDA	배	5.08	5.58	12.34	8.01	6.36
ROE	%	28.12	9.53	2.87	6.54	8.89
BPS	원	31,823	35,828	36,928	39,426	43,091
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

VL탱커 시장을 양분하고 있는
대우조선해양과 현대중공업

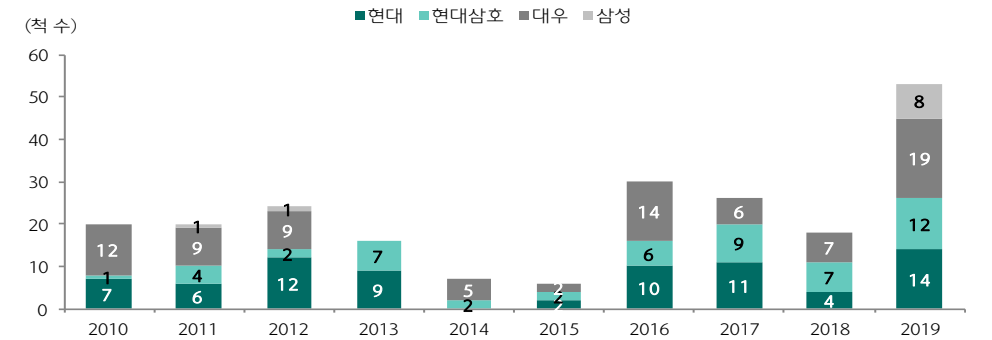
두 조선소의 VL탱커
합계 점유율은 60% 수준

지난 10년간 VL탱커 인도량
대우조선 83척
현대중 75척
현대삼호 52척
삼성 10척

VL탱커 건조량 1위 조선소는 대우조선해양

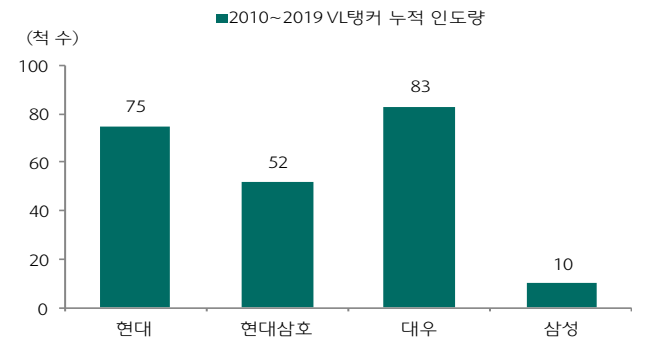
VL탱커 발주량이 늘어날 전망이다. 당연히 이 분야 높은 경쟁력을 갖고 있는 대우조선해양과 현대중공업이 VL탱커 수주를 양분하게 될 것이다. 지난 10년간 VL탱커 인도량 1위 조선소는 대우조선해양이었으며, 이 분야 상위 선주사인 Maran gas와 Euronav는 대우조선해양 선박을 주로 보유하고 있다. 반면 현대중공업은 사우디의 Bahri를 주된 고객사로 두고 있다. 이란의 긴장에 따른 호조세의 영향은 과거보다 줄어들겠지만, 올해도 늘어날 것으로 보이는 원유 해상 물동량과 LNG추진 연료 수요로 VL탱커 발주량은 올해 62척 가량 될 전망이다. 대우조선해양과 현대중공업은 연간 15척 내외의 VL탱커를 인도하기 때문에 62척의 발주량은 두 조선소가 충분히 수주물량을 양분하는 수준이 될 것으로 보인다. B.E.P를 두 배 이상 상회하고 있는 VL탱커의 평균 운임 수준도 선주들의 선박 발주 움직임을 자극할 것이다.

그림 1. 연도별 한국 조선소들의 VL탱커 인도 실적 비교



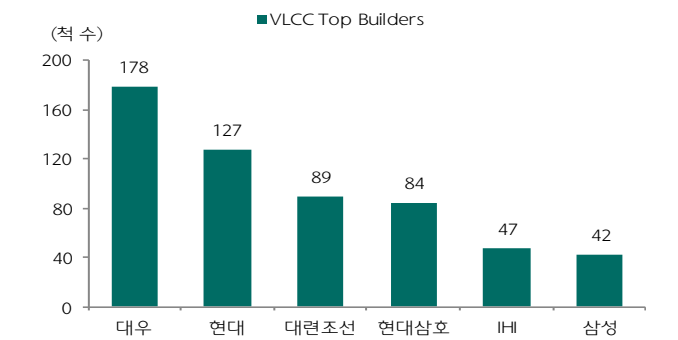
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 지난 10년간 VL탱커 누적 인도량 비교



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 역사적 VL탱커 수주 및 인도 실적 비교

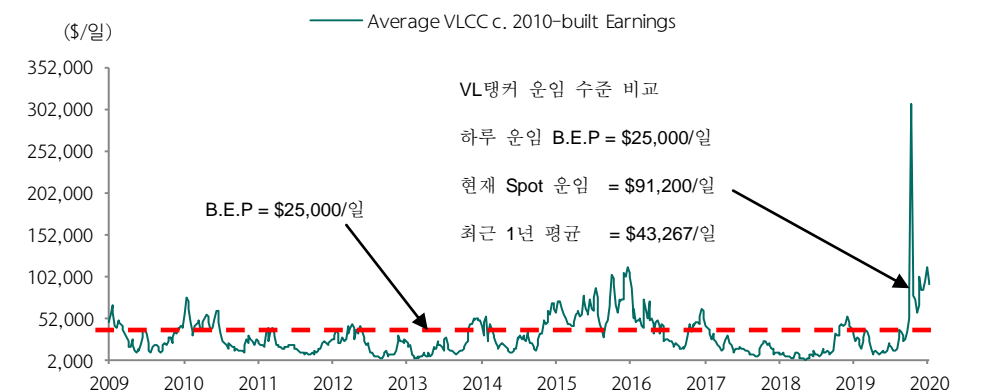


자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. 지난 1년 평균 VL탱커 운임은 B.E.P 운임 두 배 이상 상회

VL탱커 운임 하루 4만 달러 이상이면
신조선 발주는 원할할 전망

이란 영향이 미치는 효과 줄면서
VL탱커 운임 급등은 단기간에 종료



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

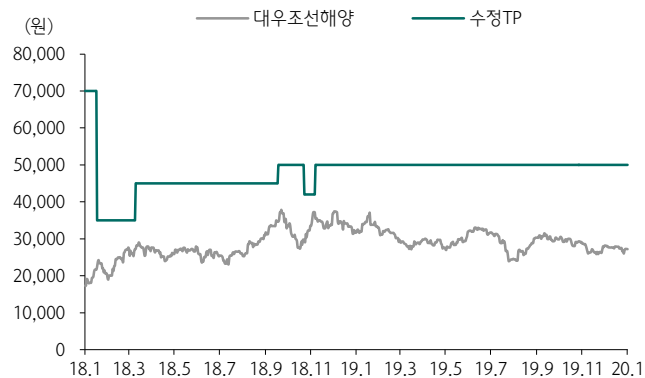
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,101.8	9,644.4	8,462.2	8,402.2	8,934.6
매출원가	9,557.7	8,892.7	8,015.5	7,458.0	7,766.0
매출총이익	1,544.1	751.7	446.7	944.2	1,168.6
판매비	811.1	(273.2)	193.9	504.4	584.8
영업이익	733.0	1,024.8	252.8	439.8	583.8
금융손익	1,403.3	(120.0)	(88.7)	(95.0)	(86.2)
중속/관계기업손익	(167.3)	(497.8)	(21.8)	(62.6)	(83.4)
기타영업외손익	(780.0)	(39.3)	(29.3)	0.0	0.0
세전이익	1,189.0	367.7	113.0	282.2	414.2
법인세	543.3	47.7	1.0	14.4	21.3
계속사업이익	645.8	320.1	112.0	267.8	393.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	645.8	320.1	112.0	267.8	393.0
비배주주지분 손이익	24.3	(24.7)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	621.5	344.7	112.0	267.8	393.0
지배주주지분포괄이익	527.1	332.5	117.9	267.8	393.0
NOPAT	398.1	892.0	250.7	417.4	553.8
EBITDA	885.4	1,160.4	425.7	612.0	760.9
성장성(%)					
매출액증가율	(13.4)	(13.1)	(12.3)	(0.7)	6.3
NOPAT증가율	흑전	124.1	(71.9)	66.5	32.7
EBITDA증가율	흑전	31.1	(63.3)	43.8	24.3
영업이익증가율	흑전	39.8	(75.3)	74.0	32.7
(지배주주)순이익증가율	흑전	(44.5)	(67.5)	139.1	46.8
EPS증가율	흑전	(56.8)	(67.5)	139.0	46.7
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	7.8	5.3	11.2	13.1
EBITDA이익률	8.0	12.0	5.0	7.3	8.5
영업이익률	6.6	10.6	3.0	5.2	6.5
계속사업이익률	5.8	3.3	1.3	3.2	4.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	7,447	3,219	1,045	2,498	3,665
BPS	31,823	35,828	36,928	39,426	43,091
CFPS	25,162	8,646	5,011	5,125	6,320
EBITDAPS	10,610	10,835	3,971	5,709	7,098
SPS	133,034	90,052	78,934	78,375	83,341
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	1.9	10.6	26.6	10.9	7.4
PBR	0.4	1.0	0.8	0.7	0.6
PCFR	0.6	3.9	5.6	5.3	4.3
EV/EBITDA	5.1	5.6	12.3	8.0	6.4
PSR	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	28.1	9.5	2.9	6.5	8.9
ROA	4.7	3.0	1.0	2.3	3.3
ROIC	5.9	12.1	3.3	5.8	7.5
부채비율	282.7	210.4	186.5	172.7	167.0
순부채비율	115.0	73.2	57.3	47.0	41.6
이자보상배율(배)	15.7	5.6	1.5	2.7	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,651.3	7,350.0	6,852.7	7,015.5	7,664.6
금융자산	419.2	452.8	916.9	1,197.9	1,266.0
현금성자산	205.8	351.2	835.9	1,118.6	1,178.7
매출채권 등	4,508.0	706.9	617.0	604.7	665.2
재고자산	743.4	1,345.6	1,451.4	1,422.5	1,564.6
기타유동자산	980.7	4,844.7	3,867.4	3,790.4	4,168.8
비유동자산	4,795.5	4,568.5	4,489.1	4,509.7	4,668.2
투자자산	612.9	494.6	410.3	403.0	438.6
금융자산	597.0	439.5	351.6	344.6	379.1
유형자산	4,003.4	3,822.9	3,879.8	3,908.9	4,033.0
무형자산	37.3	39.8	40.5	39.2	38.0
기타비유동자산	141.9	211.2	158.5	158.6	158.6
자산총계	11,446.8	11,918.5	11,341.8	11,525.1	12,332.8
유동부채	6,143.0	5,356.8	4,774.1	4,708.4	5,031.1
금융부채	2,588.2	1,715.6	1,510.6	1,509.9	1,513.5
매입채무 등	3,493.7	1,206.5	1,311.8	1,285.7	1,414.2
기타유동부채	61.1	2,434.7	1,951.7	1,912.8	2,103.4
비유동부채	2,313.0	2,721.5	2,609.5	2,590.8	2,682.8
금융부채	1,271.5	1,548.0	1,670.7	1,670.7	1,670.7
기타비유동부채	1,041.5	1,173.5	938.8	920.1	1,012.1
부채총계	8,456.1	8,078.3	7,383.6	7,299.2	7,713.9
지배주주지분	3,393.5	3,840.2	3,958.1	4,225.9	4,618.9
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	305.5	305.5	305.5
이익잉여금	(92.2)	647.0	761.4	1,029.2	1,422.1
비배주주지분	(402.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,990.7	3,840.2	3,958.1	4,225.9	4,618.9
순금융부채	3,440.4	2,810.9	2,268.1	1,986.4	1,921.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(1,019.9)	725.1	899.9	474.6	400.0
당기순이익	645.8	320.1	112.0	267.8	393.0
조정	1,322.3	518.1	342.2	172.2	177.0
감가상각비	152.4	135.6	172.9	172.2	177.1
외환거래손익	73.0	33.8	66.0	0.0	0.0
지분법손익	167.3	497.8	1.2	0.0	0.0
기타	929.6	(149.1)	102.1	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(2,988.0)	(113.1)	445.7	34.6	(170.0)
투자활동 현금흐름	22.7	(13.2)	93.2	(191.1)	(343.5)
투자자산감소(증가)	282.8	118.3	84.4	7.2	(35.6)
유형자산감소(증가)	(83.3)	(145.4)	(196.6)	(200.0)	(300.0)
기타	(176.8)	13.9	205.4	1.7	(7.9)
재무활동 현금흐름	987.9	(565.9)	(511.1)	(0.7)	3.6
금융부채증가(감소)	(3,345.1)	(596.1)	(82.3)	(0.7)	3.6
자본증가(감소)	(2,250.7)	(348.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6,583.7	378.9	(428.8)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(18.5)	145.4	484.6	282.8	60.1
Unlevered CFO	2,099.8	926.0	537.2	549.4	677.5
Free Cash Flow	(1,128.7)	577.1	694.7	274.6	100.0

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	89.4%	10.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 01월 13일

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 2020년 1월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 1월 14일 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.