

대우조선해양(042660)

LPG선 시장의 강력한 도전자로 부상

대우조선해양, LPG추진 기술 경쟁을 주도

선박 연료시장에서 LNG와 더불어 LPG가 주목받고 있다. LPG선 분야에서 앞으로의 선박 연료는 LPG로 달라지게 될 것이다. 지금의 LNG선과 마찬가지로 LPG선의 화물 연료통에서 LPG를 사용 연료로 사용하는 것으로 선박의 기술 사양이 달라지고 있다. 대우조선해양이 지난달 수주한 VLGC가 바로 그런 사양이다. 대우조선해양은 지난해 Avance gas로 부터 LPG추진사양의 VLGC(대형 LPG선)을 수주했고 본선 계약에 따른 옵션 수주계약이 조만간 있을 것으로 예상된다. 또한 다른 LPG선주사들과 LPG추진 사양의 LPG선 수주계약을 위한 다수의 프로젝트를 진행하고 있다. 대우조선해양은 2012년 세계 최초로 LNG추진엔진(ME-GI)의 상용화를 주도했으며 M.A.N사의 기술인 LPG추진엔진(ME-LGI)엔진 상용화도 주도하고 있음을 지난 여러 번의 보고서에서 강조한 바 있다.

현대중공업이 주도하던 LPG선 시장에 대우조선해양이 도전

전통적으로 LPG선 시장은 현대중공업 그룹이 지배했었다. 대형 LPG선인 VLGC선 누적 건조량은 현대중공업(울산)이 118척으로 전체 348척 중 33.9%를 차지하고 있다. 현대삼호중공업과 군산 조선소를 포함하면 현대중공업의 VLGC 건조량은 153척으로 전체 348척 중 44.0%로 점유율은 더욱 늘어난다. 반면 대우조선해양의 VLGC 건조량은 29척에 불과하다. 역사적으로 고착화된 산업의 지배순위는 새로운 기술에 의해 달라지는 경향을 보여왔는데 LPG선 시장에서는 대우조선해양이 기술경쟁을 주도하고 있는 LPG추진엔진(ME-LGI)엔진이 바로 그런 기술혁신의 분기점이 될 것으로 판단된다. Avance gas를 비롯한 메이저 LPG선주사들은 LNG추진기술을 주도한 대우조선해양을 LPG추진 기술에서도 기대를 높이고 있다.

미국 LPG 수출량 사상 최대치를 달성에 해상 물동량도 증가

세계 LPG 해상 물동량 시장을 주도하고 있는 미국의 LPG수출량은 지난주 157만 배럴/일로 사상 최대치를 보였다. LPG는 Shale혁명의 최대 수혜이므로 앞으로 생산량과 수출량이 계속 늘어날 것이다. 견조한 해상 LPG물동량 증가와 LPG추진 기술의 등장은 LPG선 신조선 발주량 증가를 이끌 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(2월 4일): 24,300원

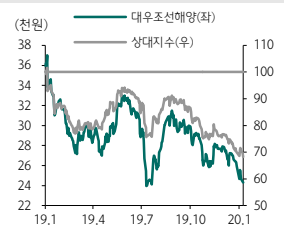
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,157.90
52주 최고/최저(원)	34,600/23,950
시가총액(십억원)	2,605.1
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	126.9
60일 평균 거래대금(십억원)	3.4
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.33
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.8) (12.3) (29.6)
상대	(6.7) (16.7) (27.7)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,216.7	7,895.1
영업이익(십억원)	248.3	202.5
순이익(십억원)	164.6	153.8
EPS(원)	1,583	1,420
BPS(원)	36,633	38,074

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	9.73	6.63
PBR	배	0.44	0.95	0.75	0.62	0.56
EV/EBITDA	배	5.08	5.58	12.34	7.50	5.95
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

중고선 VLGC 294척이 LPG추진선으로 교체 대상

LPG선의 사용연료는 LNG선과 동일하게 화물탱크에 적재된 LPG를 사용하는 방향으로 전환

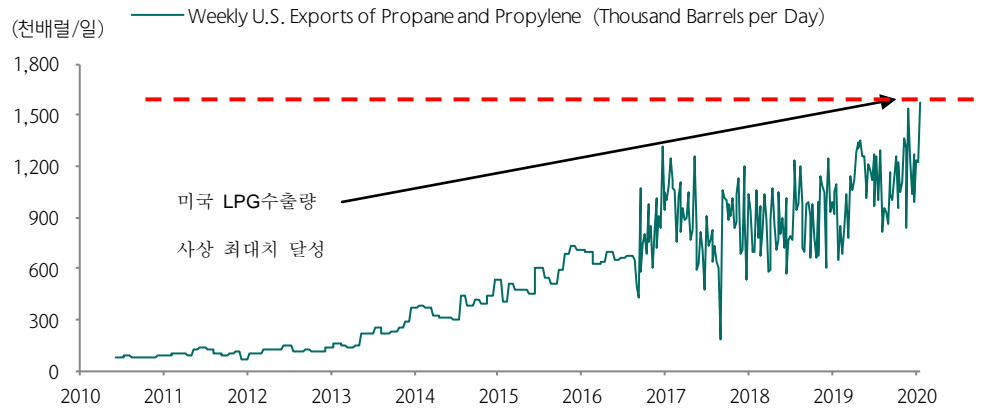
LPG추진 기술 경쟁을 주도하는 대우조선해양이 부상할 전망

중고선 VLGC 294척이 모두 LPG추진선으로 교체되어 갈 전망

LPG선은 추진연료로 벵커유를 사용하고 있다. 강화된 IMO 환경규제와 16개 국가에서 개방형 Scrubber 가동을 금지하고 있는 상황이므로 LPG선의 추진연료는 화물탱크에 탑재가 되어있는 LPG를 사용하는 방향으로 달라지기 시작했다. 지난해 말 Avance gas가 대우조선해양에 발주한 VLGC가 바로 LPG추진 기술이 적용된 선박이다. 역사적으로 VLGC 시장은 현대중공업 그룹이 지배해왔지만 새로운 기술이 적용된 선박은 기술경쟁을 주도하고 있는 대우조선해양에 발주했다는 것에 주목할 필요가 있다. 앞으로의 대형 LPG선 수주경쟁에서는 대우조선해양이 강력한 도전자로 부각되어 갈 것으로 보인다. 미국 LPG 수출량은 157만 배럴/일로 사상 최대치로 늘어났다. 미국 Shale 혁명의 수혜로 LPG 생산량과 수출량이 계속해서 늘어나고 있다는 점도 LPG추진 VLGC 발주 시장을 더욱 뜨겁게 달굴 것이다. 현재 중고선으로 운항하고 있는 VLGC는 294척이며 이들 선박이 모두 LPG추진선으로 교체되어 갈 것이다.

그림 1. 지난주 미국 LPG수출량은 157만 배럴/일로 사상 최대치로 증가

미국 Shale 혁명의 최대 수혜는 LPG

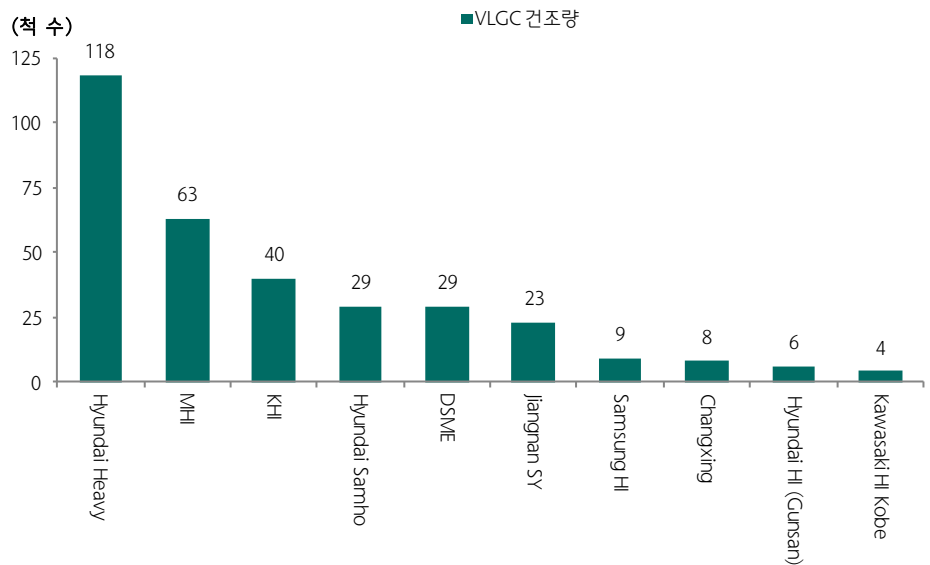


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 역사적 VLGC 건조 조선소 순위 비교

역사적으로 VLGC 시장은 현대중공업 그룹이 지배

LPG추진 기술경쟁 주도하는 대우조선해양이 도전자로 부상



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
판관비	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
비지배주주지분 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					
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	9.7	6.6
PBR	0.4	1.0	0.8	0.6	0.6
PCFR	0.6	3.9	5.6	4.7	3.8
EV/EBITDA	5.1	5.6	12.3	7.5	5.9
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

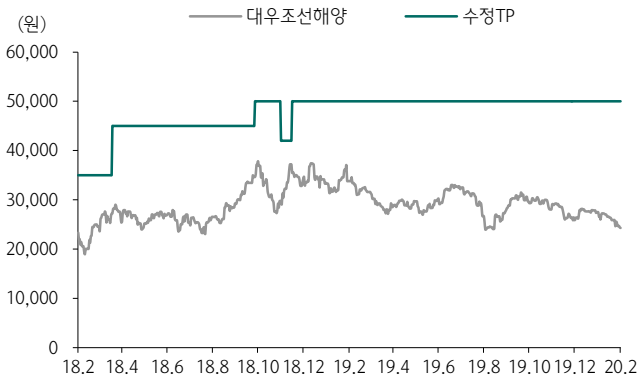
자료: 하나금융투자

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
비지배주주지분	(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)					
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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	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 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 4일

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 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 2월 5일 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.