



2020년 2월 19일 | Equity Research

# 대우조선해양(042660)

## 크게 오른 철도주, 선박 시장의 미래를 말한다

### 2014년 파나마 운하 확장 계획과 철도운송주의 주가 급락

2000년 이후 15배 상승한 철도산업 주가지수(S&P 500 Road & Rail)는 2014년 11월부터 2016년 1월까지 1년 이상 급격한 하락세를 경험했다. 북미대륙을 동서로 가로지르는 파나마 운하가 2014년부터 확장 개통되는 것이 발표되면서 철도 운송이 선박운송으로 대체될 우려가 높아졌기 때문이다. 당시 해외언론에서는 선박 운송량을 3배 더 늘릴 수 있는 파나마 운하 확장을 앞두고 아시아에서 출발한 선박화물량이 미 서부 캘리포니아 항을 거치지 않고 곧바로 유럽으로 향할 수 있기 있다는 것을 집중적으로 다루었다. 화물 100톤을 나를 때 발생하는 선박에서의 CO2 배출총량이 철도보다 8배 더 많았지만 파나마 운하 통과 선박이 1만TEU급에서 14,000TEU급으로 더욱 커지고 중간에 거쳤던 철도 운송을 대체한다는 점에서 2014년 11월부터 1년 반 가량 철도운송 기업들의 주가는 급격한 하락세를 겪었다. 하지만 2년 지연된 2016년 확장된 파나마 운하가 개통되지만 운하의 정체현상이 심하다는 것과 철도 운송의 CO2경쟁력으로 철도주는 다시 오르기 시작했다.

### 조선업 주가는 CO2 경쟁력 높은 철도산업 움직임 따라갈 것

CO2 배출이 가장 많은 산업은 해운과 항공산업이며 2017년까지 5년간 두 산업의 CO2 배출 총량은 증가해왔다. 가장 적은 CO2를 배출하는 철도산업을 위협하는 선박운송이 CO2배출량을 줄이게 되면 선박에 대한 투자가치는 크게 높아질 것이다. 선박 연료는 석유에서 LNG로 달라지고 있으며, 대우조선해양이 M.A.N과 함께 상용화를 주도한 ME-GI추진엔진을 선박에 탑재하면 CO2 배출량은 석유연료보다 더욱 줄어들게 된다.

### 보잉, 에어버스, 알스톰 주가 상승, 이제는 조선업 주가 오를 때

보잉과 에어버스의 수주잔량이 늘어날수록 항공사들의 주가는 부진해왔듯이, 철도차량 제작기업 알스톰의 수주잔량이 늘어나기 시작했으므로 철도운송기업들의 주가는 곧 정점을 맞이할 것이다. 이는 선박의 CO2 감축을 위해 LNG추진선 수요가 늘수록 대우조선해양을 비롯 한국 조선업 주가가 오르고 전세계 해운업 주가는 정체될 것을 말한다. 알스톰, 보잉, 에어버스 주가가 상승했듯이 한국 조선업 주가가 크게 오를 차례이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(2월 18일): 25,100원

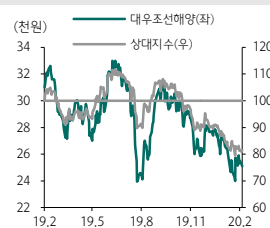
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,208.88
52주 최고/최저(원)	33,000/23,950
시가총액(십억원)	2,690.9
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	133.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.27
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.6) 4.1 (21.8)
상대	(3.9) (9.1) (21.7)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,216.7	7,895.1
영업이익(십억원)	248.3	202.5
순이익(십억원)	179.1	186.0
EPS(원)	1,583	1,420
BPS(원)	36,633	38,375

#### 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	10.05	6.85
PBR	배	0.44	0.95	0.75	0.64	0.58
EV/EBITDA	배	5.08	5.58	12.34	7.64	6.06
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

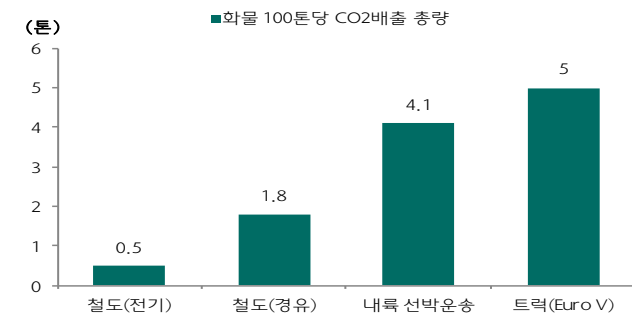
bossniceshot@hanafn.com

## CO2 배출 줄어드는 선박에 대한 투자 늘어날 전망

철도와 항공산업의 움직임처럼  
LNG추진선 수요 늘어날수록  
조선업 주가 장기적 오름세 예상

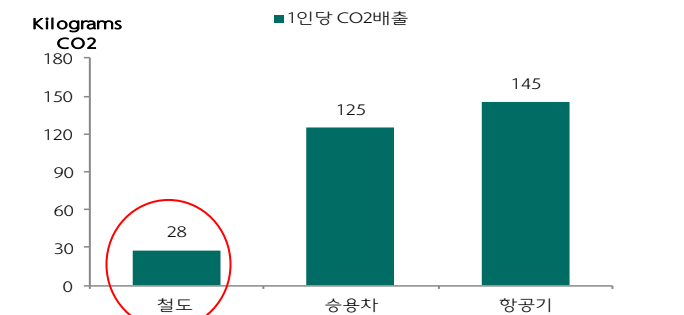
메이저 벙커링 항구에서 LNG선박 연료 판매량이 급격히 늘어나기 시작했다. 대우조선해양과 M.A.N이 함께 상용화를 주도한 ME-GI 2중연료 추진엔진을 선박에 탑재하게 되면 석유 연료에 비해 선박에서 배출되는 CO2를 줄일 수 있다. 이미 항공산업은 1960년대부터 ICAO가 주도한 CO2 배출 규제에 보잉과 에어버스로 항공기 주문량이 늘어나고 있었다. 이로 인해 항공사들의 주가는 20년간 36% 오르는데 그쳤지만 보잉과 에어버스 주가는 7배 상승했다. 지난 20년간 철도분야의 신규투자가 적었다는 이유로 철도운송기업들의 주가는 매우 큰 폭의 상승세를 경험했지만, 최근 몇 년간 선진국에서 철도분야 신규투자가 늘어나면서 대표적 고속철도 차량제작 기업 알스톰의 주문량이 늘어나기 시작했다. 알스톰의 철도차량 주문량이 늘어날수록 항공사들과 비슷하게 철도운송기업들의 주가는 앞으로 정체된 모습을 보일 가능성이 있다. 철도, 항공산업과 마찬가지로 선박 시장도 LNG를 사용하는 선박의 주문량이 늘어날수록 한국 조선업의 주가는 장기적인 오름세를 보이게 될 것이다.

그림 1. 화물 운송 분야의 CO2 배출량 비교



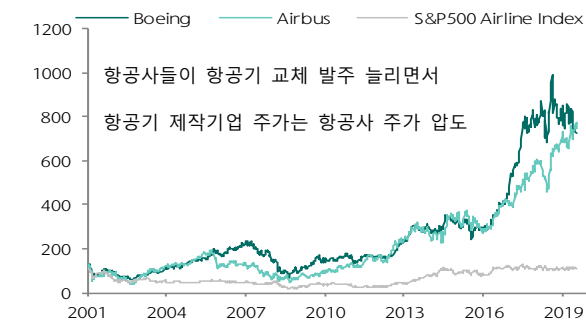
자료: 국제철도연합, 하나금융투자

그림 2. 여객 운송의 CO2 배출량 비교



자료: 국제철도연합, 하나금융투자

그림 3. 보잉과 에어버스 주가는 항공사 주가지수 크게 상회



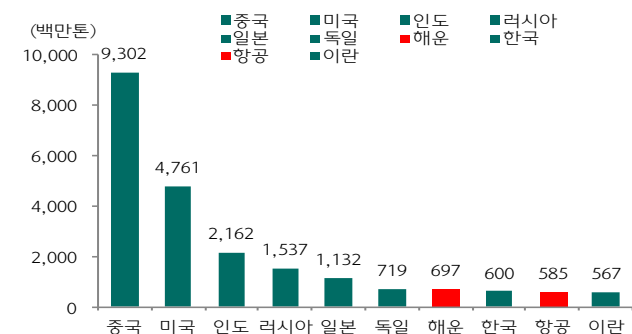
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 철도주 15배 오르는 동안 항공주 36% 상승에 불과



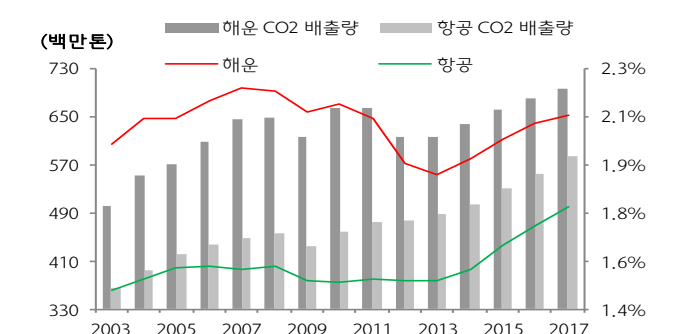
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. CO2 배출량 가장 많은 산업은 해운산업과 항공산업 (2017)



자료: 국제에너지기구, 하나금융투자

그림 6. 앞으로 더 줄어들어야 하는 해운과 항공산업의 CO2 배출량



자료: 국제에너지기구, 하나금융투자

## 추정 재무제표

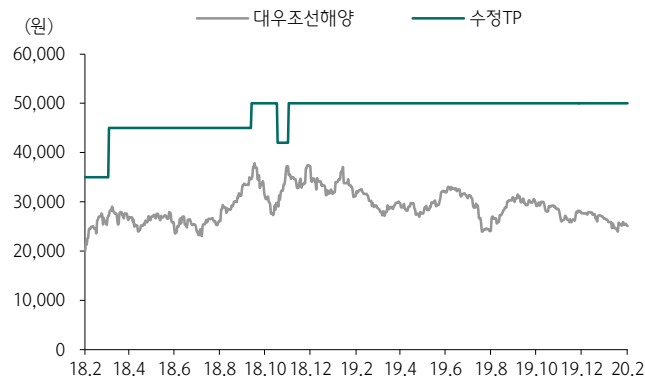
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,101.8	9,644.4	8,462.2	8,402.2	8,934.6
매출원가	9,557.7	8,892.7	8,015.5	7,458.0	7,766.0
매출총이익	1,544.1	751.7	446.7	944.2	1,168.6
판매비	811.1	(273.2)	193.9	504.4	584.8
영업이익	733.0	1,024.8	252.8	439.8	583.8
금융손익	1,403.3	(120.0)	(88.7)	(95.0)	(86.2)
중속/관계기업손익	(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
비지배주주지분 손익	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	10.0	6.8
PBR	0.4	1.0	0.8	0.6	0.6
PCFR	0.6	3.9	5.6	4.9	4.0
EV/EBITDA	5.1	5.6	12.3	7.6	6.1
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)				
	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 현금흐름	(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	89.2%	10.8%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 18일

## 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 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 2월 19일 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.