

한국조선해양 (009540)

일본과 중국 VLGC 선주들이 현대중공업으로 모이고 있다

2018-2019년 VLGC 수주량의 40%는 중국과 일본 발주물량

2018-2019년 동안 현대중공업(현대삼호중공업 포함)이 수주한 VLGC(84K급 이상 대형 LPG선) 25척 중 40%인 10척은 일본과 중국 선사들로부터 받아낸 수주계약이다. 중국과 일본 조선소들은 전체 수주물량의 절반 이상을 자국 선사들의 발주물량에 의존해 왔지만 최근 2년간의 수주실적만 비교하면 현대중공업으로 발주량을 돌리는 일본과 중국 선사들이 늘어나고 있는 것으로 보인다. 여전히 일본과 중국 조선소들의 VLGC 수주실적에서 자국 발주량의 비중은 절대적이다. 2019년 일본 가와사키의 VLGC 수주량 3척 중 2척은 일본 선사였고 중국 Jiangnan SY의 8척 VLGC 수주량 중 중국 선사 발주량은 6척이었다. 일본과 중국 VLGC 선사들이 현대중공업에 발주를 늘리고 있다는 것은 중국 및 일본 조선업계로서는 커다란 위협으로 다가오고 있을 것이다.

자국 발주량 제외 지난 10년간 현대의 VLGC 점유율 71.7%

2008-2019년동안 현대중공업은 전체 VLGC 인도량 202척 중 58.4%인 118척을 인도했다. 각 조선소들이 자국 발주량을 제외한 순수 해외 발주량 기준 인도실적에서도 현대중공업은 전체 VLGC 인도량 145척 중 71.7%인 104척을 인도했다. 대우조선해양은 23척 인도량 모두 해외 선사들에게서 수주 받은 물량이다. 일본과 중국 조선소들은 자국 발주량을 제외할 경우 지난 10년간의 VLGC 인도량은 각각 8척과 10척에 불과한 초라한 성적을 보이고 있다. 중국과 일본 조선소들은 사실상 자국 발주량에 의존하고 있다. 따라서 현대중공업이 일본 및 중국 선사들로부터 VLGC 수주량을 늘릴수록 일본과 중국 조선소들의 경쟁이탈은 더욱 가속화될 것이다.

VLGC 수주 경쟁은 이미 현대중공업과 대우조선으로 재편

미국 Shale 에너지 혁명의 최대 수혜는 LPG이며 LPG 해상물동량은 최근 10년간 2배 가량 늘어났고 앞으로 더욱 늘어날 전망이다. 미국에서 아시아로 실어 나를 VLGC 발주 수요가 더욱 높아지는 가운데 이를 가져갈 경쟁 조선소는 현대중공업과 대우조선해양 두 곳으로 사실상 재편되었다. VLGC선박의 추진연료가 LPG로 달라지고 있는 추세를 고려하면 중국과 일본 조선소들의 경쟁 이탈은 더욱 분명해지고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(3월 2일): 104,500원

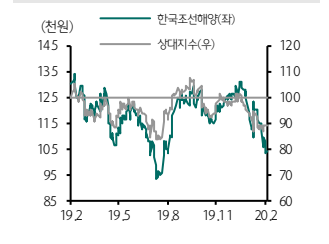
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,002.51
52주 최고/최저(원)	134,500/93,900
시가총액(십억원)	7,395.8
시가총액비중(%)	0.61
발행주식수(천주)	70,773.1
60일 평균 거래량(천주)	175.2
60일 평균 거래대금(십억원)	21.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	17.58
주요주주 지분율(%)	
현대중공업지주 외 14 인	33.96
국민연금공단	10.90
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.3) (5.4) (20.5)
상대	(3.0) (7.0) (12.9)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	14,893.4	16,225.7
영업이익(십억원)	161.3	303.2
순이익(십억원)	250.9	229.3
EPS(원)	2,735	2,697
BPS(원)	167,419	167,788

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	15,468.8	13,119.9	15,182.6	16,824.0	18,622.0
영업이익	십억원	14.6	(522.5)	290.3	436.0	603.1
세전이익	십억원	(26.9)	(854.0)	90.1	268.0	696.3
순이익	십억원	2,457.8	(489.1)	165.6	199.9	520.2
EPS	원	37,625	(7,296)	2,340	2,824	7,350
증감률	%	455.8	적전	흑전	20.7	160.3
PER	배	2.55	N/A	54.06	37.01	14.22
PBR	배	0.52	0.76	0.77	0.63	0.60
EV/EBITDA	배	14.42	N/A	14.85	10.21	8.30
ROE	%	18.17	(4.25)	1.41	1.71	4.31
BPS	원	186,153	168,041	164,210	167,034	174,384
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

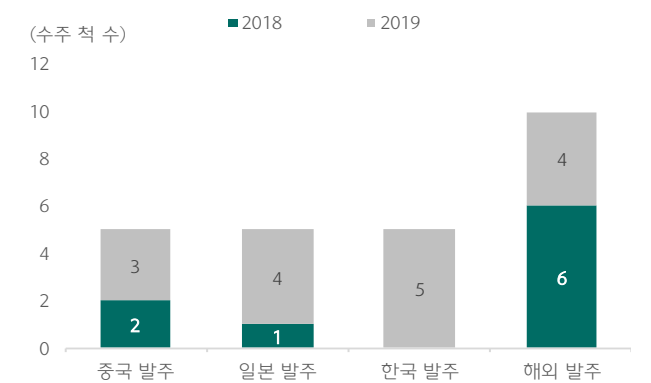
일본과 중국 선사들도 현대중공업을 선택

지난 2년간 현대중공업 VLGC
수주량의 40%는 중국과 일본 발주량

VLGC 수주경쟁은 사실상
현대와 대우 두 곳으로 재편

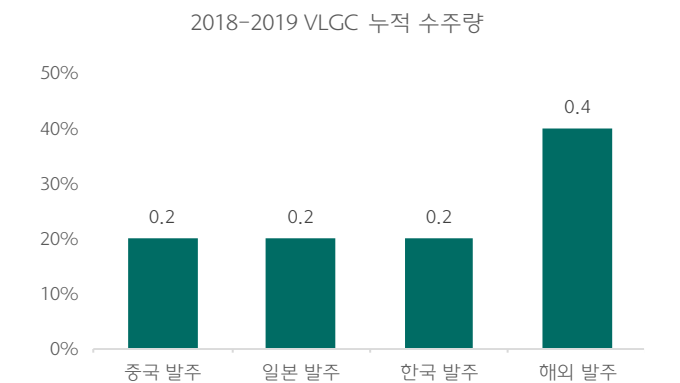
2018-2019 동안 현대중공업 VLGC 수주량 25척 중 40%인 10척은 중국과 일본 선사들
에게서 수주를 받았다. 자국 발주량에 의존하고 있는 중국 및 일본 조선업계로서는 매우 큰
타격이 될 것이다. LNG선과 동일하게 LPG선박의 추진연료가 화물탱크에 실려있는 LPG를
이용하는 것으로 전환되고 있는 추세를 고려하면 중국과 일본 LPG선주사들은 더 이상 자국
조선소들에게 선박을 주문하는 것을 고집하기 어려울 것이다. 미국에서 아시아로 향하는
VLGC 발주량이 2020년 35척 가량 발주될 것으로 예상되는 가운데 이들 수주계약을 가져
갈 경쟁 조선소는 현대중공업과 대우조선해양 두 곳으로 사실상 재편된 것으로 보여진다.

그림 1. 2018-2019년간 현대중공업의 VLGC 수주량과 발주 선주



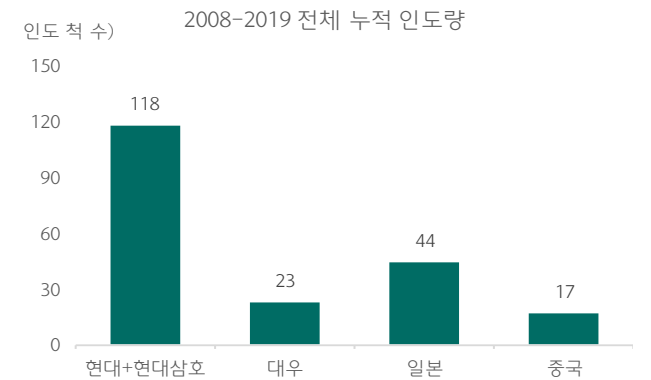
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 현대중공업 VLGC 수주량의 40%는 중국과 일본 선주 발주량



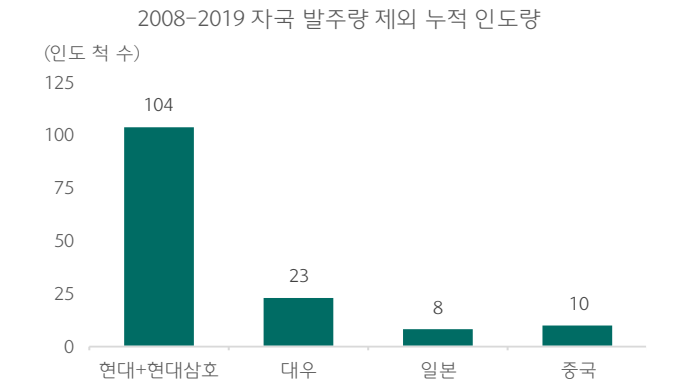
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 지난 10년간 VLGC 전체 인도량 비교



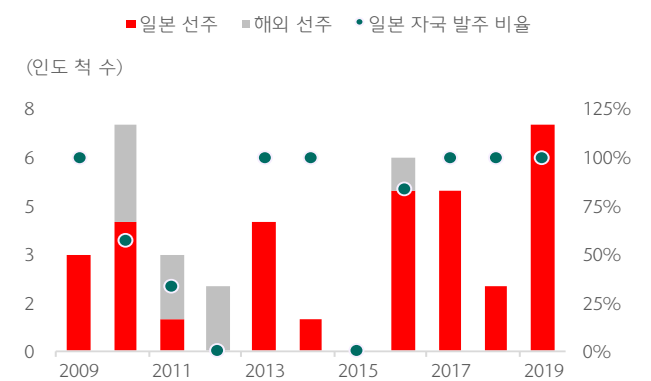
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. 자국 발주량 제외한 VLGC 누적 인도량 비교



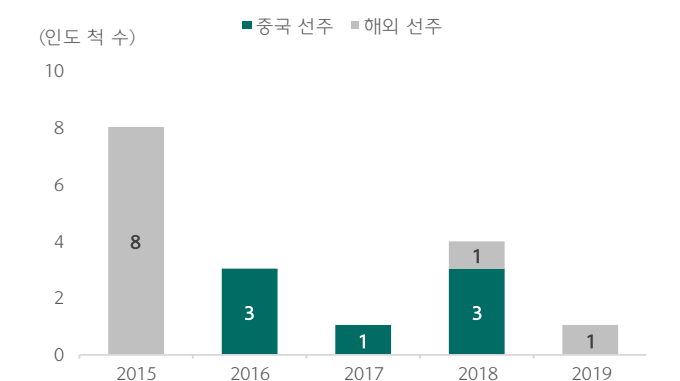
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 5. 일본이 인도한 VLGC의 72.8%는 자국 발주 물량



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 6. 중국이 인도한 VLGC의 55.0%는 자국 발주 물량



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

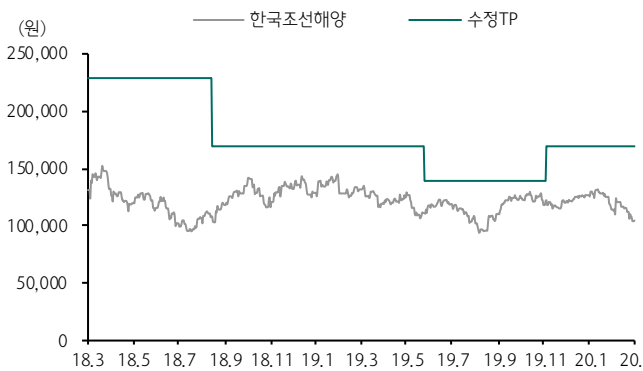
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	15,468.8	13,119.9	15,182.6	16,824.0	18,622.0	
매출원가	14,434.9	12,763.2	14,191.1	15,348.0	16,988.0	
매출총이익	1,033.9	356.7	991.5	1,476.0	1,634.0	
판매비	1,019.3	879.2	701.2	1,040.0	1,030.9	
영업이익	14.6	(522.5)	290.3	436.0	603.1	
금융손익	957.2	(276.7)	(595.9)	(79.8)	(79.7)	
종속/관계기업손익	22.2	41.2	(155.3)	(88.2)	172.9	
기타영업외손익	(1,020.9)	(96.0)	550.9	0.0	0.0	
세전이익	(26.9)	(854.0)	90.1	268.0	696.3	
법인세	66.5	(209.0)	(122.8)	54.0	139.3	
계속사업이익	(93.4)	(645.0)	212.9	214.0	557.0	
중단사업이익	2,786.5	191.4	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	2,693.1	(453.6)	212.9	214.0	557.0	
비지배주주지분 손익	235.4	35.4	47.3	14.2	36.9	
지배주주순이익	2,457.8	(489.1)	165.6	199.9	520.2	
지배주주지분포괄이익	2,376.6	(581.6)	182.3	(61.4)	(159.8)	
NOPAT	50.8	(394.6)	686.3	348.2	482.5	
EBITDA	596.9	(127.5)	705.6	875.3	1,055.1	
성장성(%)						
매출액증가율	(30.6)	(15.2)	15.7	10.8	10.7	
NOPAT증가율	(19.9)	적전	흑전	(49.3)	38.6	
EBITDA증가율	(52.9)	적전	흑전	24.1	20.5	
영업이익증가율	(96.3)	적전	흑전	50.2	38.3	
(지배주주)순이익증가율	350.8	적전	흑전	20.7	160.2	
EPS증가율	455.8	적전	흑전	20.7	160.3	
수익성(%)						
매출총이익률	6.7	2.7	6.5	8.8	8.8	
EBITDA이익률	3.9	(1.0)	4.6	5.2	5.7	
영업이익률	0.1	(4.0)	1.9	2.6	3.2	
계속사업이익률	(0.6)	(4.9)	1.4	1.3	3.0	
투자지표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	37,625	(7,296)	2,340	2,824	7,350	
BPS	186,153	168,041	164,210	167,034	174,384	
CFPS	22,081	(3,636)	7,612	11,122	17,352	
EBITDAPS	9,138	(1,903)	9,970	12,368	14,909	
SPS	236,809	195,717	214,525	237,717	263,123	
DPS	0	0	0	0	0	
주기지표(배)						
PER	2.6	N/A	54.1	37.0	14.2	
PBR	0.5	0.8	0.8	0.6	0.6	
PCFR	4.3	N/A	16.6	9.4	6.0	
EV/EBITDA	14.4	N/A	14.9	10.2	8.3	
PSR	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	
재무비율(%)						
ROE	18.2	(4.3)	1.4	1.7	4.3	
ROA	6.2	(1.8)	0.6	0.7	1.8	
ROIC	0.3	(3.1)	5.5	2.8	3.6	
부채비율	145.8	88.6	103.8	109.5	116.5	
순부채비율	13.4	(2.5)	(1.2)	(0.7)	(1.8)	
이자보상배율(배)	0.2	(3.8)	1.7	2.5	3.4	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	17,663.7	12,316.7	14,167.6	15,022.4	16,692.3	
금융자산	3,792.9	4,396.0	4,855.1	4,799.0	4,969.6	
현금성자산	3,239.7	3,041.8	3,264.6	3,049.9	2,959.4	
매출채권 등	5,294.0	1,470.7	1,782.3	1,960.9	2,254.8	
재고자산	845.4	1,009.1	1,397.6	1,537.7	1,768.1	
기타유동자산	7,731.4	5,440.9	6,132.6	6,724.8	7,699.8	
비유동자산	12,745.1	12,413.2	12,931.2	13,149.8	13,493.1	
투자자산	342.5	618.8	699.1	757.0	852.3	
금융자산	200.2	89.9	105.2	115.7	133.0	
유형자산	11,046.3	10,269.0	10,417.0	10,592.1	10,852.3	
무형자산	105.4	89.5	109.5	95.1	82.9	
기타비유동자산	1,250.9	1,435.9	1,705.6	1,705.6	1,705.6	
자산총계	30,408.8	24,729.9	27,098.8	28,172.3	30,185.4	
유동부채	15,614.9	9,410.3	10,298.7	11,093.1	12,400.6	
금융부채	4,103.7	2,963.3	2,482.3	2,494.5	2,514.7	
매입채무 등	6,177.9	2,375.1	3,050.3	3,355.9	3,858.9	
기타유동부채	5,333.3	4,071.9	4,766.1	5,242.7	6,027.0	
비유동부채	2,421.9	2,208.7	3,501.2	3,630.5	3,843.3	
금융부채	1,348.8	1,105.7	2,210.7	2,210.7	2,210.7	
기타비유동부채	1,073.1	1,103.0	1,290.5	1,419.8	1,632.6	
부채총계	18,036.8	11,618.9	13,799.9	14,723.6	16,243.9	
지배주주지분	11,121.4	11,882.3	11,611.2	11,811.0	12,331.1	
자본금	283.3	353.9	353.9	353.9	353.9	
자본잉여금	1,049.9	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4	
자본조정	(7,926.8)	(8,019.6)	(8,448.2)	(8,448.2)	(8,448.2)	
기타포괄이익누계액	1,478.1	1,020.9	1,019.3	1,019.3	1,019.3	
이익잉여금	16,236.9	16,043.7	16,202.9	16,402.7	16,922.9	
비지배주주지분	1,250.6	1,228.7	1,687.7	1,637.7	1,610.3	
자본총계	12,372.0	13,111.0	13,298.9	13,448.7	13,941.4	
순금융부채	1,659.5	(325.4)	(162.1)	(93.8)	(244.1)	
현금흐름표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	593.3	126.5	581.0	653.8	1,009.9	
당기순이익	2,693.1	(453.6)	212.9	214.0	557.0	
조정	(1,551.7)	166.6	241.5	439.3	452.1	
감가상각비	582.2	395.0	415.3	439.3	452.0	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(54.4)	(43.0)	(16.7)	0.0	0.0	
기타	(2,079.5)	(185.4)	(157.1)	0.0	0.1	
영업활동 자산부채 변동	(548.1)	413.5	126.6	0.5	0.8	
투자활동 현금흐름	596.3	(5.7)	(478.4)	(880.7)	(1,120.6)	
투자자산감소(증가)	804.8	(235.1)	(80.3)	(57.9)	(95.3)	
유형자산감소(증가)	(270.2)	(162.0)	(770.0)	(600.0)	(700.0)	
기타	61.7	391.4	371.9	(222.8)	(325.3)	
재무활동 현금흐름	(2,122.5)	(329.4)	109.9	12.2	20.2	
금융부채증가(감소)	(13,387.3)	(1,383.4)	623.9	12.2	20.2	
자본증가(감소)	(171.7)	1,504.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	11,436.5	(450.0)	(514.0)	0.0	0.0	
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	(1,086.8)	(197.9)	222.8	(214.7)	(90.5)	
Unlevered CFO	1,442.4	(243.8)	538.7	787.1	1,228.0	
Free Cash Flow	220.0	(99.2)	(230.4)	53.8	309.9	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.6	BUY	170,000		
19.5.27	BUY	140,000	-17.52%	-7.50%
18.8.16	BUY	170,000	-25.27%	-15.00%
18.2.12	BUY	240,000	-47.67%	-33.66%

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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 2일

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 3월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 3월 3일 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.