



하나금융그룹

2020년 5월 20일 | Equity Research

# 대우조선해양(042660)

## 로테르담에서의 1분기 LNG연료 판매량 3배 증가

2020년 1분기 LNG연료 판매량은 지난해 연간 판매량의 49%

유럽 최대 저황유 벙커링 항구인 로테르담 항구의 올해 1분기 LNG선박연료 판매량은 15,710톤으로 지난해 연간 판매량 31,944톤의 49%를 보였다. 지난해 1분기와 비교해서는 3배 가량 늘어난 것이다. 반면 석유연료(벙커유+저황유) 판매량은 207만톤으로 지난해 1분기 201만톤과 비슷한 수준을 보였다. 석유연료 판매량은 정체되고 있는데 반해 LNG선박연료 판매량의 증가 추세는 시간이 흐를수록 더욱 높아지고 있다. 이는 선주들이 선택하는 연료의 종류가 석유에서 LNG로 달라지고 있음을 말해주는 분명한 지표가 될 것이다. 그리고 선주들이 앞으로 발주할 선박의 기술 사양은 당연히 LNG추진 사양이 될 것이라는 것도 설명해주고 있다. 아직도 Scrubber 기술과 저황유를 사용하는 것이 유용하다고 생각하는 선주사 관계자들이 있다면 이는 해운시황을 제대로 읽어내지 못하고 있다는 것을 알아야 할 것이다. 특히 탱커의 경우 선박의 연비를 기준으로 용선료가 차별화되어 발표되고 있다는 것도 주목해야 한다.

### LNG추진 기술이 가장 앞서 있는 대우조선해양 부각될 것

LNG 연료 판매량이 급격히 늘어날수록 선주들은 가장 앞선 LNG추진기술을 갖고 있는 대우조선해양을 주목하게 될 것이다. 선박 발주시장은 새로운 기술을 탑재한 교체수요이며 탱커 선과 LNG선은 선박량 자체가 부족한 상황이어서 선박 수주시황은 곧 개선되어 갈 것으로 전망된다. 이런 상황에서 메이저 항구에서의 LNG선박연료 판매량 증가는 선주들의 선박 발주 수요를 자극하게 될 것으로 보여진다. LNG추진선 분야는 발주를 먼저 늘리는 선주들에게 기득권이 돌아갈 것이기 때문이다.

### 목표주가 25,000원(유지), 투자의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 25,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. 2020년 1분기 실적에서 보였듯이 대우조선해양은 주력 선종의 반복건조로 매우 견조한 이익 수준을 계속해서 보이고 있다. 1분기 영업이익률은 14.2%이며 4.6%포인트 개선되었다. ROE는 2020년 13.24%, 2021년은 8.3%로 추정된다. 높아지는 ROE는 주가 상승여력을 높이게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 25,000원 | CP(5월 19일): 17,350원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,937.11		
52주 최고/최저(원)	33,000/11,200	매출액(십억원)	7,946.6 8,010.5
시가총액(십억원)	1,785.0	영업이익(십억원)	398.5 278.4
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	304.2 196.3
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	2,833 1,820
60일 평균 거래량(천주)	365.5	BPS(원)	37,452 39,161
60일 평균 거래대금(십억원)	5.8		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	10.69		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.15		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.3 (40.6) (39.8)		
상대	(0.9) (33.8) (36.1)		

Stock Price	
(천원)	
35	대우조선해양(자)
30	
25	상대지수(우)
20	
15	
10	
5	
0	
10	100
20	110
30	120
40	130

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	9,644.4	8,358.7	8,166.1	8,269.2	8,453.8
영업이익	십억원	1,024.8	292.8	630.0	538.7	550.2
세전이익	십억원	367.7	(48.9)	530.5	370.5	395.5
순이익	십억원	344.7	(46.5)	532.4	371.4	396.5
EPS	원	3,219	(434)	4,967	3,465	3,698
증감률	%	(56.8)	적전	흑전	(30.2)	6.7
PER	배	10.61	N/A	3.35	4.81	4.50
PBR	배	0.95	0.79	0.42	0.38	0.35
EV/EBITDA	배	5.58	7.90	2.50	2.50	1.66
ROE	%	9.53	(1.22)	13.24	8.30	8.16
BPS	원	35,828	35,032	39,998	43,463	47,161
DPS	원	0	0	0	0	0

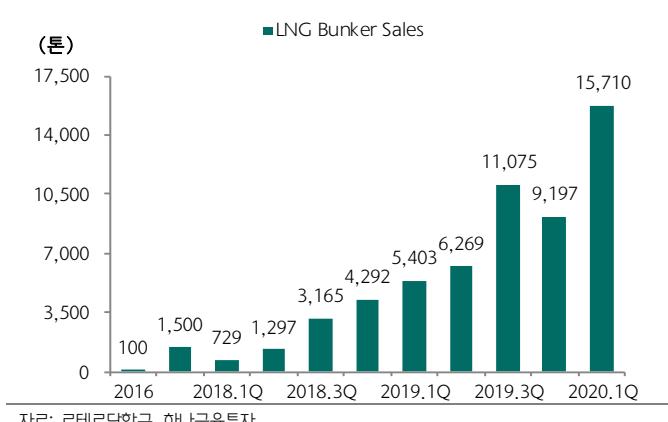


Analyst 박무현

02-3771-7771

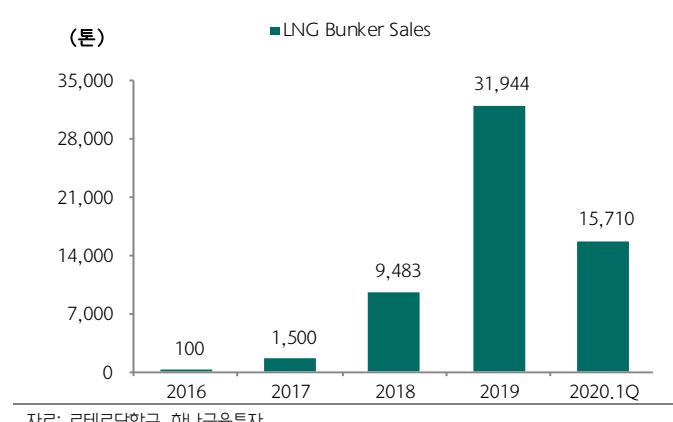
bossniceshot@hanafn.com

그림 1. 로테르담 항구의 LNG 선박연료 판매량 추이



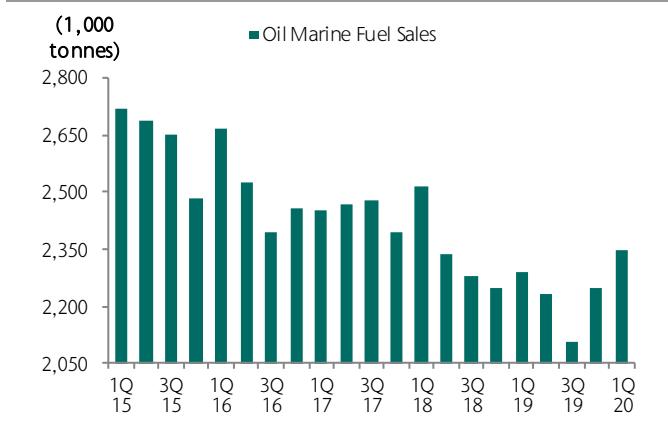
자료: 로테르담항구, 하나금융투자

그림 2. 로테르담 항구의 올해 1분기 LNG 연료 판매량 지난해의 49%



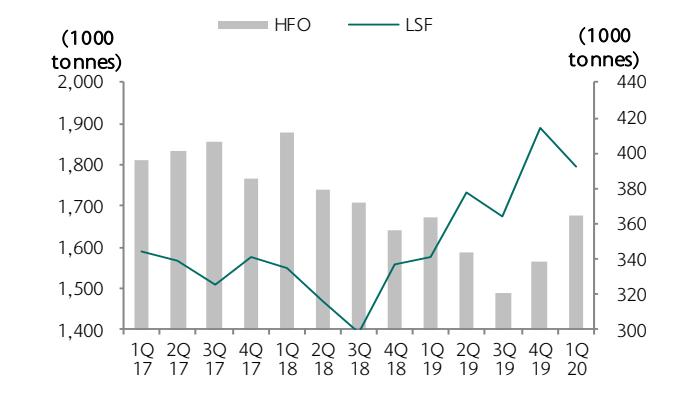
자료: 로테르담항구, 하나금융투자

그림 3. 로테르담 항구의 석유연료(벙커유와 저황유) 판매량 추이



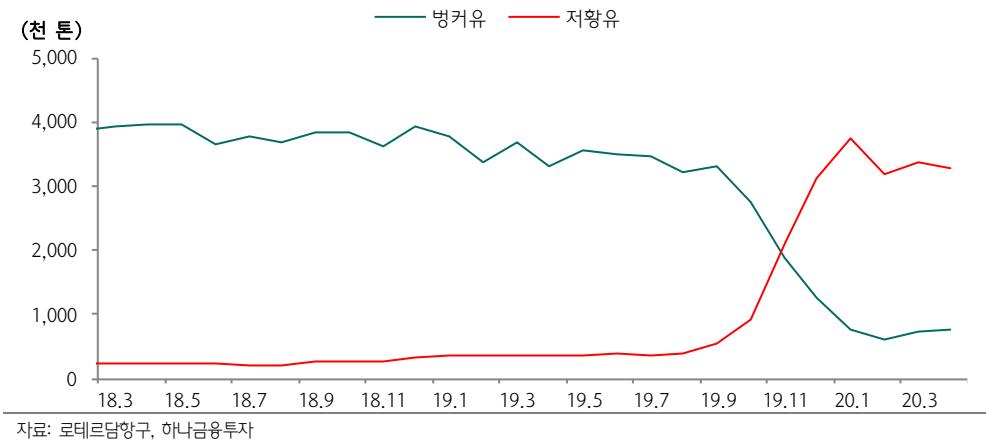
자료: 로테르담항구, 하나금융투자

그림 4. 로테르담 항구에서 저황유 판매량 추이



자료: 로테르담항구, 하나금융투자

그림 5. 세계 최대 벙커링 항구 싱가폴항에서 저황유 판매수요는 정체



자료: 로테르담항구, 하나금융투자

표 1. 대우조선해양 분기 영업실적 추이

(십억원)

	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19	1Q 20	2Q 20E	3Q 20E	4Q 20E	2019	2020F	2021F
매출액	2,072	2,150	1,948	2,189	1,958	2,193	1,870	2,145	8,359	8,166	8,269
영업이익	200	195	-256	155	279	132	112	107	293	630	539
영업이익률	9.6%	9.1%	-13.2%	7.1%	14.2%	6.0%	6.0%	5.0%	3.5%	7.7%	6.5%
지배주주 순이익	195	145	-296	-91	243	110	94	86	-46	533	372
순이익률	9.4%	6.8%	-15.2%	-4.1%	12.4%	5.0%	5.0%	4.0%	-0.6%	6.5%	4.5%

자료: 하나금융투자 추정

## 추정 재무제표

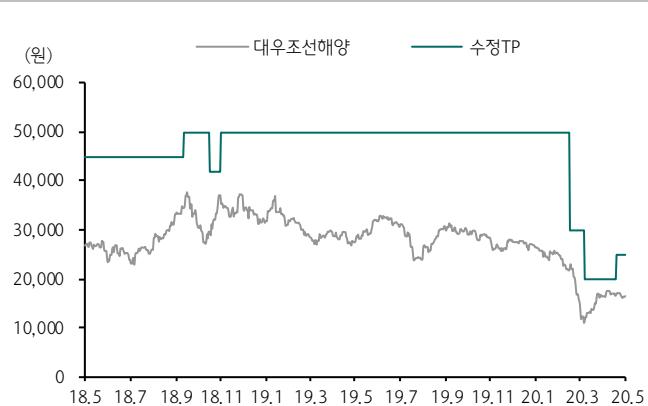
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>		<b>9,644.4</b>	<b>8,358.7</b>	<b>8,166.1</b>	<b>8,269.2</b>	<b>8,453.8</b>
매출원가		8,892.7	7,889.8	7,113.0	7,191.0	7,353.0
매출총이익		751.7	468.9	1,053.1	1,078.2	1,100.8
판관비		(273.2)	176.2	423.1	539.5	550.6
<b>영업이익</b>		<b>1,024.8</b>	<b>292.8</b>	<b>630.0</b>	<b>538.7</b>	<b>550.2</b>
금융순익		(120.0)	(76.2)	(43.7)	(29.6)	(17.2)
종속/관계기업순익		(497.8)	(1.5)	(55.8)	(138.6)	(137.5)
기타영업외순익		(39.3)	(264.0)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>367.7</b>	<b>(48.9)</b>	<b>530.5</b>	<b>370.5</b>	<b>395.5</b>
법인세		47.7	(2.4)	(2.5)	(1.7)	(1.8)
계속사업이익		320.1	(46.5)	533.0	372.2	397.3
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>320.1</b>	<b>(46.5)</b>	<b>533.0</b>	<b>372.2</b>	<b>397.3</b>
비지배주주지분 순이익		(24.7)	0.0	0.5	0.7	0.8
<b>지배주주순이익</b>		<b>344.7</b>	<b>(46.5)</b>	<b>532.4</b>	<b>371.4</b>	<b>396.5</b>
지배주주지분포괄이익		332.5	(85.3)	533.0	372.2	397.3
NOPAT		892.0	278.3	632.9	541.1	552.6
EBITDA		1,160.4	456.9	769.6	685.2	702.9
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		(13.1)	(13.3)	(2.3)	1.3	2.2
NOPAT증가율		124.1	(68.8)	127.4	(14.5)	2.1
EBITDA증가율		31.1	(60.6)	68.4	(11.0)	2.6
영업이익증가율		39.8	(71.4)	115.2	(14.5)	2.1
(지배주주)순이익증가율		(44.5)	적전	흑전	(30.2)	6.8
EPS증가율		(56.8)	적전	흑전	(30.2)	6.7
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		7.8	5.6	12.9	13.0	13.0
EBITDA이익률		12.0	5.5	9.4	8.3	8.3
영업이익률		10.6	3.5	7.7	6.5	6.5
계속사업이익률		3.3	(0.6)	6.5	4.5	4.7
<b>투자지표</b>						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		3,219	(434)	4,967	3,465	3,698
BPS		35,828	35,032	39,998	43,463	47,161
CFPS		8,646	5,393	6,658	5,099	5,274
EBITDAPS		10,835	4,262	7,178	6,391	6,556
SPS		90,052	77,969	76,172	77,134	78,856
DPS		0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>						
PER		10.6	N/A	3.4	4.8	4.5
PBR		1.0	0.8	0.4	0.4	0.4
PCFR		3.9	5.2	2.5	3.3	3.2
EV/EBITDA		5.6	7.9	2.5	2.5	1.7
PSR		0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		9.5	(1.2)	13.2	8.3	8.2
ROA		3.0	(0.4)	4.6	3.1	3.2
ROIC		12.1	4.2	11.9	10.0	10.2
부채비율		210.4	200.3	172.6	159.7	148.0
순부채비율		73.2	16.6	3.3	(1.6)	(12.3)
이자보상배율(배)		5.6	1.7	4.1	3.5	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>		<b>7,350.0</b>	<b>6,871.1</b>	<b>7,231.2</b>	<b>7,488.9</b>	<b>8,078.5</b>
금융자산		452.8	2,470.3	2,950.9	3,166.1	3,712.4
현금성자산		351.2	2,012.2	2,502.0	2,712.8	3,254.6
매출채권 등		706.9	369.4	332.1	335.4	338.7
재고자산		1,345.6	1,159.0	1,133.1	1,144.4	1,155.8
기타유동자산		4,844.7	2,872.4	2,815.1	2,843.0	2,871.6
<b>비유동자산</b>		<b>4,568.5</b>	<b>4,405.0</b>	<b>4,455.5</b>	<b>4,613.8</b>	<b>4,466.1</b>
투자자산		494.6	570.4	560.5	565.4	570.3
금융자산		439.5	491.1	481.3	486.1	490.9
유형자산		3,822.9	3,694.5	3,756.1	3,910.8	3,759.3
무형자산		<b>39.8</b>	<b>24.7</b>	<b>23.4</b>	<b>22.2</b>	<b>21.1</b>
기타비유동자산		211.2	115.4	115.5	115.4	115.4
<b>자산총계</b>		<b>11,918.5</b>	<b>11,276.1</b>	<b>11,686.7</b>	<b>12,102.7</b>	<b>12,544.5</b>
<b>유동부채</b>		<b>5,356.8</b>	<b>4,807.5</b>	<b>4,708.5</b>	<b>4,740.9</b>	<b>4,773.9</b>
금융부채		1,715.6	1,549.6	1,547.5	1,548.5	1,549.5
매입채무 등		1,206.5	1,100.1	1,046.2	1,056.6	1,067.2
기타유동부채		2,434.7	2,157.8	2,114.8	2,135.8	2,157.2
<b>비유동부채</b>		<b>2,721.5</b>	<b>2,713.6</b>	<b>2,690.3</b>	<b>2,701.7</b>	<b>2,713.3</b>
금융부채		<b>1,548.0</b>	<b>1,542.9</b>	<b>1,542.9</b>	<b>1,542.9</b>	<b>1,542.9</b>
기타비유동부채		1,173.5	1,170.7	1,147.4	1,158.8	1,170.4
<b>부채총계</b>		<b>8,078.3</b>	<b>7,521.2</b>	<b>7,398.8</b>	<b>7,442.6</b>	<b>7,487.2</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>3,840.2</b>	<b>3,754.9</b>	<b>4,287.4</b>	<b>4,658.8</b>	<b>5,055.2</b>
자본금		<b>541.0</b>	<b>541.0</b>	<b>541.0</b>	<b>541.0</b>	<b>541.0</b>
자본잉여금		18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
자본조정		2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액		302.0	305.2	305.2	305.2	305.2
이익잉여금		647.0	558.4	1,090.9	1,462.3	1,858.8
비지배주주지분		<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>
<b>자본총계</b>		<b>3,840.2</b>	<b>3,754.9</b>	<b>4,287.9</b>	<b>4,660.1</b>	<b>5,057.3</b>
<b>순금융부채</b>		2,810.9	622.2	139.5	(74.7)	(620.0)
<b>현금흐름표</b>						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>725.1</b>	<b>2,542.1</b>	<b>672.8</b>	<b>519.0</b>	<b>550.2</b>
당기순이익		320.1	(46.5)	533.0	372.2	397.3
조정		518.1	552.1	139.6	146.5	152.6
감가상각비		135.6	164.2	139.6	146.5	152.6
외환거래손익		33.8	36.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익		497.8	1.5	0.0	0.0	0.0
기타		(149.1)	350.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동		(113.1)	2,036.5	0.2	0.3	0.3
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(13.2)</b>	<b>(484.5)</b>	<b>(180.9)</b>	<b>(309.3)</b>	<b>(9.5)</b>
투자자산감소(증가)		118.3	(75.8)	9.9	(4.8)	(4.9)
유형자산감소(증가)		(145.4)	(146.3)	(200.0)	(300.0)	0.0
기타		13.9	(262.4)	9.2	(4.5)	(4.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(565.9)</b>	<b>(395.1)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
금융부채증가(감소)		(596.1)	(171.1)	(2.1)	1.0	1.0
자본증가(감소)		(348.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		378.9	(224.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>		<b>145.4</b>	<b>1,661.0</b>	<b>489.8</b>	<b>210.7</b>	<b>541.8</b>
Unlevered CFO		926.0	578.2	713.8	546.6	565.4
Free Cash Flow		577.1	2,387.0	472.8	219.0	550.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	25,000		
20.3.26	BUY	20,000	-21.35%	-11.50%
20.3.6	BUY	30,000	-45.85%	-26.00%
18.11.20	BUY	50,000	-41.06%	-25.20%
18.11.5	BUY	42,000	-21.61%	-11.43%
18.10.1	BUY	50,000	-36.09%	-24.30%
18.5.25	BUY	45,000	-39.37%	-22.33%
18.3.20	BUY	35,000	-23.98%	-17.14%

## 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	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 05월 19일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 5월 20일 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.