

대우조선해양(042660)

Scrubber 설치선박들은 갈 곳이 없다

개방형 Scrubber 기술 금지될 전망, 폐쇄형으로 개조 촉구

국제친환경 교통위원회(The International Council on Clean Transportation)에서는 개방형 Scrubber 기술의 금지를 위해 개방형 Scrubber를 모두 폐쇄형 Scrubber로 개조할 것을 선주 및 해운 관계자들에게 촉구했다. 25개 주요국가 항구들이 이미 개방형 Scrubber 입항 금지를 결정했고 전세계 친환경 규제 정책을 선도하는 노르웨이에서는 3가지 모든 타입의 Scrubber의 입항 및 가동 금지를 시행하는 만큼 Scrubber를 탑재한 선박들은 이제 갈 곳을 잃고 망망대해를 떠돌게 될 것이다. 현재 Scrubber가 설치된 5척의 선박 중 4척이 가격이 낮은 개방형 타입이 되므로 ICCT의 이 같은 조치로 수 많은 선주사들의 경제적 피해는 매우 클 것이다. 폐쇄형으로 개조하기 위한 막대한 비용과 공사기간을 고려해야 하기 때문이다.

신조선에 새로운 Scrubber 설치도 금지

지난 한해 해운업계를 뜨겁게 달구었던 개방형 Scrubber 기술에 대한 토론은 올해 들어 수면 아래로 가라 앉은 상황이다. ICCT에서는 또한 신조선박의 신규 개방형과 폐쇄형 Scrubber 설치를 요청했다. 궁극적으로 ICCT에서는 모든 Scrubber가 퇴출되기 위해 IMO도 동의할 것을 원하고 있다. ICCT의 이런 조치는 LNG 선박 연료 시장의 성장성을 더욱 높이는 계기가 될 것이며 한국 조선소들의 신조선 수주량 증가에 많은 도움이 될 거이다.

목표주가 40,000원(유지), 투자 의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 40,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다. 이미 선박 연료 시장은 LNG가 대세가 되고 있으며 저황유는 엔진 손상 뿐 아니라 품질 문제에 대한 논란도 늘어나고 있다. 따라서 LNG추진 기술을 선택하는 선주들의 고민은 점점 줄어들 것이다. LNG추진 기술을 선도하고 있는 대우조선해양의 선박 수주량 증가가 예상된다. 대우조선해양의 수주잔고는 LNG선과 VL탱커 2개 주력 선종으로 압축되어 있어 견조한 선박 건조마진을 보이고 있으며 ROE는 2020년 13.08%, 2021년은 8.38%로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(6월 22일): 25,350원

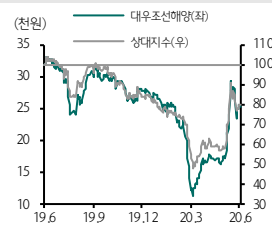
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,126.73
52주 최고/최저(원)	33,000/11,200
시가총액(십억원)	2,717.7
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	810.8
60일 평균 거래대금(십억원)	18.3
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.36
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	49.1 (8.3) (23.2)
상대	38.1 (5.0) (23.2)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	7,825.5	7,790.2
영업이익(십억원)	430.0	260.8
순이익(십억원)	351.2	192.1
EPS(원)	3,261	1,784
BPS(원)	37,840	39,491

Stock Price



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	631.0	558.3	570.7
세전이익	십억원	367.7	(48.9)	523.1	373.4	396.7
순이익	십억원	344.7	(46.5)	525.4	374.3	397.7
EPS	원	3,219	(434)	4,901	3,492	3,709
증감률	%	(56.8)	적전	흑전	(28.7)	6.2
PER	배	10.61	N/A	5.17	7.26	6.83
PBR	배	0.95	0.79	0.63	0.58	0.54
EV/EBITDA	배	5.58	7.90	3.99	4.09	3.23
ROE	%	9.53	(1.22)	13.08	8.38	8.19
BPS	원	35,828	35,032	39,946	43,438	47,147
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

Scrubber 기술 옹호했던
ICCT에서 Scrubber 퇴출 촉구

선박연료는 LNG로 굳혀지고 있다

지난해 Scrubber 기술의 정당성을 설파하던 ICCT에서 최근 입장을 뒤집고 Scrubber 기술의 퇴출을 말하기 시작했다. 주요 국가들에서 개방형 Scrubber 입항금지가 늘어나고 있는 상황에서 계속해서 Scrubber를 주장하는 것에 많은 부담을 느꼈을 것으로 보인다. 올해 초부터 이미 선주들은 Scrubber 주문을 더 이상 늘리지 않은 모습을 보이고 있다. 선박 연료 시장은 지난 2~3년간 세 가지 방안에 대해 여러 주장이 있어왔지만 결국 LNG로 굳혀지는 것으로 보여진다. 한국 조선소들의 LNG추진 선박의 수주량이 하반기로 갈수록 더욱 늘어날 것으로 기대된다.

최근 1년 사이
스크러버 잔량 44% 감소
LNG추진선 잔량 29% 증가

그림 1. LNG추진선 수주잔량은 스크러버 설치 수주잔량을 상회

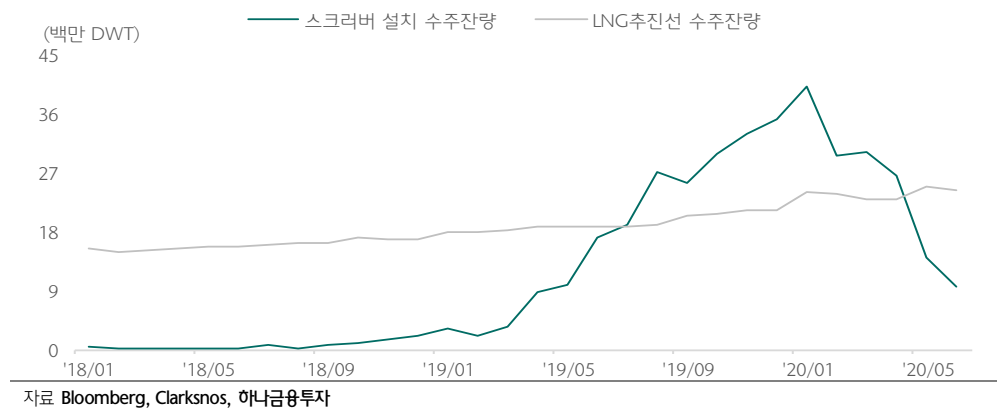


그림 2. 개방형 Scrubber 입항 및 가동 금지 지역

ountries that prohibit discharge of wash-water from open-loop scrubbers



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

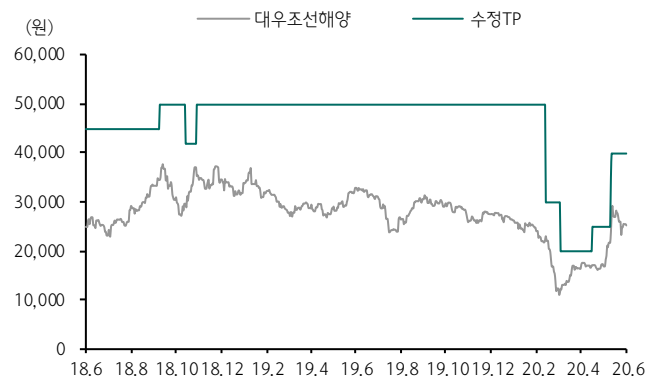
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	9,644.4	8,358.7	8,166.1	8,269.2	8,453.8
매출원가	8,892.7	7,889.8	7,113.4	7,191.0	7,353.0
매출총이익	751.7	468.9	1,052.7	1,078.2	1,100.8
판매비	(273.2)	176.2	421.8	519.9	530.1
영업이익	1,024.8	292.8	631.0	558.3	570.7
금융손익	(120.0)	(76.2)	(234.5)	(46.3)	(36.5)
종속/관계기업손익	(497.8)	(1.5)	(29.5)	(138.6)	(137.5)
기타영업외손익	(39.3)	(264.0)	156.1	0.0	0.0
세전이익	367.7	(48.9)	523.1	373.4	396.7
법인세	47.7	(2.4)	(2.7)	(1.7)	(1.8)
계속사업이익	320.1	(46.5)	525.7	375.1	398.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	320.1	(46.5)	525.7	375.1	398.5
비지배주주지분 손이익	(24.7)	0.0	0.3	0.8	0.8
지배주주순이익	344.7	(46.5)	525.4	374.3	397.7
지배주주지분포괄이익	332.5	(85.3)	527.1	375.1	398.5
NOPAT	892.0	278.3	634.2	560.8	573.2
EBITDA	1,160.4	456.9	743.6	678.1	697.0
성장성(%)					
매출액증가율	(13.1)	(13.3)	(2.3)	1.3	2.2
NOPAT증가율	124.1	(68.8)	127.9	(11.6)	2.2
EBITDA증가율	31.1	(60.6)	62.7	(8.8)	2.8
영업이익증가율	39.8	(71.4)	115.5	(11.5)	2.2
(지배주주)순이익증가율	(44.5)	적전	흑전	(28.8)	6.3
EPS증가율	(56.8)	적전	흑전	(28.7)	6.2
수익성(%)					
매출총이익률	7.8	5.6	12.9	13.0	13.0
EBITDA이익률	12.0	5.5	9.1	8.2	8.2
영업이익률	10.6	3.5	7.7	6.8	6.8
계속사업이익률	3.3	(0.6)	6.4	4.5	4.7
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,219	(434)	4,901	3,492	3,709
BPS	35,828	35,032	39,946	43,438	47,147
CFPS	8,646	5,393	6,330	5,035	5,223
EBITDAPS	10,835	4,262	6,936	6,325	6,502
SPS	90,052	77,969	76,172	77,134	78,856
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	10.6	N/A	5.2	7.3	6.8
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
PCFR	3.9	5.2	4.0	5.0	4.9
EV/EBITDA	5.6	7.9	4.0	4.1	3.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	9.5	(1.2)	13.1	8.4	8.2
ROA	3.0	(0.4)	4.5	3.1	3.2
ROIC	12.1	4.2	11.8	10.1	10.3
부채비율	210.4	200.3	178.3	164.9	152.8
순부채비율	73.2	16.6	5.7	1.2	(9.2)
이자보상배율(배)	5.6	1.7	4.0	3.5	3.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,350.0	6,871.1	7,346.6	7,581.3	8,146.7
금융자산	452.8	2,470.3	2,990.1	3,181.6	3,702.9
현금성자산	351.2	2,012.2	2,541.5	2,728.5	3,245.4
매출채권 등	706.9	369.4	306.8	309.9	313.0
재고자산	1,345.6	1,159.0	1,233.4	1,245.6	1,258.1
기타유동자산	4,844.7	2,872.4	2,816.3	2,844.2	2,872.7
비유동자산	4,568.5	4,405.0	4,571.5	4,756.6	4,635.2
투자자산	494.6	570.4	555.4	560.3	565.2
금융자산	439.5	491.1	481.3	486.1	490.9
유형자산	3,822.9	3,694.5	3,822.2	4,003.2	3,877.7
무형자산	39.8	24.7	25.1	24.2	23.4
기타비유동자산	211.2	115.4	168.8	168.9	168.9
자산총계	11,918.5	11,276.1	11,918.1	12,337.9	12,781.9
유동부채	5,356.8	4,807.5	4,306.8	4,340.1	4,374.0
금융부채	1,715.6	1,549.6	1,054.0	1,055.0	1,056.0
매입채무 등	1,206.5	1,100.1	1,137.8	1,149.1	1,160.6
기타유동부채	2,434.7	2,157.8	2,115.0	2,136.0	2,157.4
비유동부채	2,721.5	2,713.6	3,329.3	3,340.7	3,352.3
금융부채	1,548.0	1,542.9	2,181.9	2,181.9	2,181.9
기타비유동부채	1,173.5	1,170.7	1,147.4	1,158.8	1,170.4
부채총계	8,078.3	7,521.2	7,636.1	7,680.8	7,726.3
지배주주지분	3,840.2	3,754.9	4,281.7	4,656.1	5,053.7
자본금	541.0	541.0	541.0	541.0	541.0
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	298.4	298.4	298.4
이익잉여금	647.0	558.4	1,092.1	1,466.4	1,864.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.3	1.0	1.8
자본총계	3,840.2	3,754.9	4,282.0	4,657.1	5,055.5
순금융부채	2,810.9	622.2	245.8	55.4	(465.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	725.1	2,542.1	820.9	495.3	525.3
당기순이익	320.1	(46.5)	525.7	375.1	398.5
조정	518.1	552.1	103.2	119.7	126.3
감가상각비	135.6	164.2	112.6	119.8	126.3
외환거래손익	33.8	36.4	2.7	0.0	0.0
지분법손익	497.8	1.5	(6.3)	0.0	0.0
기타	(149.1)	350.0	(5.8)	(0.1)	0.0
영업활동 현금흐름	(113.1)	2,036.5	192.0	0.5	0.5
투자활동 현금흐름	(13.2)	(484.5)	(120.1)	(309.3)	(9.5)
투자자산감소(증가)	118.3	(75.8)	15.2	(4.8)	(4.9)
유형자산감소(증가)	(145.4)	(146.3)	(225.8)	(300.0)	0.0
기타	13.9	(262.4)	90.5	(4.5)	(4.6)
재무활동 현금흐름	(565.9)	(395.1)	(169.2)	1.0	1.0
금융부채증가(감소)	(596.1)	(171.1)	143.4	1.0	1.0
자본증가(감소)	(348.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	378.9	(224.0)	(312.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	145.4	1,661.0	529.2	187.0	516.8
Unlevered CFO	926.0	578.2	678.6	539.8	559.9
Free Cash Flow	577.1	2,387.0	594.1	195.3	525.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.3	BUY	40,000		
20.6.2	BUY	35,000		
20.5.8	BUY	25,000	-28.10%	-12.80%
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%
18.6.12	BUY	45,000	-39.29%	-22.33%
18.3.20	BUY	35,000	-23.80%	-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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 6월 22일

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 6월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 6월 23일 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.