

대우조선해양(042660)

선박연료는 LNG에서 암모니아까지 매우 다양하다

엔진 기술사 M.A.N과 Wartsia는 암모니아 추진 개발

선박추진엔진과 추진용 발전기 기술을 선도하고 있는 M.A.N社와 Wartsila社는 암모니아 추진 기술을 연구개발하고 있으며 각각 2022~2023년에 이 기술을 완성해 출시할 계획을 갖고 있다. 이런 기술에 대한 개발 수요는 메이저 선주들이 요구하고 있기 때문이다. 암모니아 연료는 LNG 혹은 선박용 경유와 혼합해 연료의 발화특성을 개선시키게 된다. (Amonia could be blended with LNG or diesel to improve its ignition properties... at Wartsila Marine, said in a note on the company's website.)

암모니아 연료를 사용하면 이산화탄소 배출량이 전혀 없기 때문에 2022~2023년 기술 상용화가 검증이 되면 선박 추진기술은 LNG를 보완하는 개념에서 다시 한번 달라질 것으로 보인다. 과거 선박의 내용연수는 25년 정도를 가정했지만 강화되는 환경규제와 계속되는 기술발전으로 선박의 실질적 내용연수는 10년이 채 안되는 속도로 내려왔다.

사실상 퇴출된 Scrubber, 선박 교체 속도 높일 것

선주들에게 기술적 명분을 안겨줬던 ICCT에서도 최근 개방형 Scrubber 기술의 불안정성을 인정했기 때문에 Scrubber에 투자했던 선주들은 많은 혼란스러움을 갖고 있을 것이다. 이미 주요 항구에서는 개방형 Scrubber 선박의 입항을 금지했고 이에 대한 결과로 세계 최대 벙커링 항구인 싱가포르를 향하는 선박의 척수는 27년내 최저 수준으로 내려왔다. 또 다른 대안으로 여겨졌던 저황유는 BV(프랑스 선급)에서 경고했던 것처럼 연료 품질에 많은 문제를 드러내면서 선박 추진엔진에 치명적 손상을 유발하고 있다. 결국 선박의 추진기술은 LNG추진으로 당장에 바꾸지 않으면 메이저 항구에 입항하기가 어려운 상황이 된 것이다. 방향이 하나로 정해진 만큼 하반기 선주들의 선박 발주 속도는 점점 높아지게 될 것이다.

목표주가 40,000원(유지), 투자 의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 40,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다. 주력 선종인 LNG선과 VL탱커 중심의 단순한 수주잔고를 유지하고 있어 하반기에도 견조한 건조 마진을 보일 것이다. ROE는 2020년 13.08%, 2021년은 8.38%로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(7월 6일): 24,750원

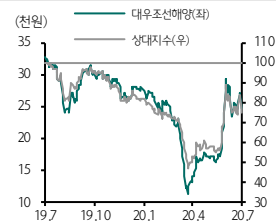
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,187.93
52주 최고/최저(원)	32,500/11,200
시가총액(십억원)	2,642.6
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	818.3
60일 평균 거래대금(십억원)	19.7
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.34
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(16.0) (10.4) (23.4)
상대	(16.2) (9.4) (25.5)

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	5.03	7.06	6.65
PBR	배	0.95	0.79	0.62	0.57	0.52
EV/EBITDA	배	5.58	7.90	3.89	3.98	3.13
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 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

갈 곳 잃은 Scrubber 설치선과 LNG추진선 교체 수요 증가 기대

선박 연료는 LNG에서 암모니아까지 매우 다양

세계 최대 벙커링 항구인 싱가포르를 향하는 선박의 척수는 지난 27년동안 가장 낮은 수준으로 내려왔다. 싱가포르에서는 올해 1월부터 개방형 Scrubber 설치선의 입항을 금지했기 때문이다. 세계 2위 벙커링 항구인 두바이 푸자이라 항구 역시 올해 1월부터 개방형 Scrubber 설치선의 입항을 금지되었다. 호주, 일본 등에서도 개방형 Scrubber 설치선의 입항을 곧 금지할 것으로 알려지고 있다. 중고선박들이 기술적 이유로 메이저 항구에 입항을 하지 못하고 있는 것이다. 이는 용선시장에서 경쟁력 감소 및 중고선 가치 하락을 불러오게 될 것이다. 선박 연료시장은 결국 LNG로 달라지고 있으며 IMO 2050에 대한 선주들의 Request로 엔진 기술사들은 암모니아 추진엔진 개발에 박차를 가하고 있다. 이런 추세를 고려하면 석유연료를 사용하는 기존의 중고선들은 모두 LNG, LPG 그리고 향후에는 암모니아 추진 등으로 모두 달라지게 될 것이며 이에 대한 방향은 이제 확실히 결정된 것으로 보여진다. 선주들의 LNG추진선으로의 교체 발주 속도는 하반기 본격적으로 늘어날 것으로 기대된다.

2020년 5월 싱가포르 항구 도착 상선 척수 3,059척으로 27년만에 최저치

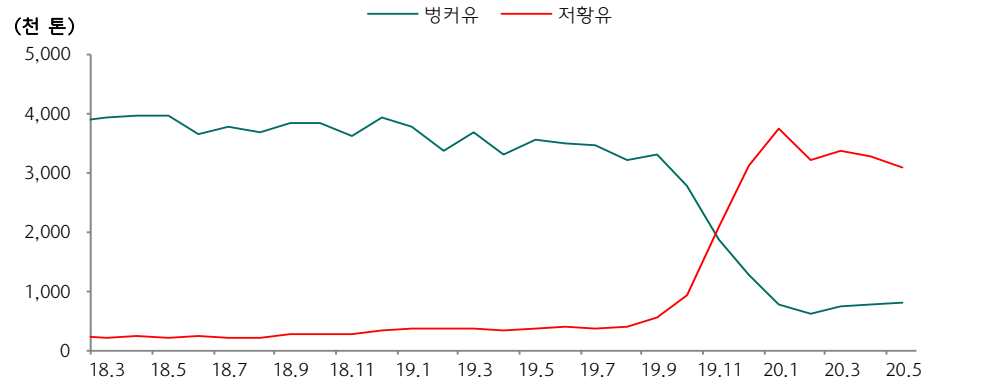
그림 1. 세계 최대 벙커링 항구 싱가포르항구를 찾는 선박수는 감소



자료 Bloomberg, Clarksnos, 하나금융투자

싱가폴 항구의 벙커유 판매부진 지속 저황유 판매량도 둔화 되기 시작

그림 2. 싱가포르 항구의 벙커유 판매량 급감, 저황유 판매량도 감소세



자료 Bloomberg, Clarksnos, 하나금융투자

표 1. 대우조선해양 영업실적 추정

	1Q 20	2Q 20E	3Q 20E	4Q 20E	1Q 21E	2Q 21E	3Q 21E	4Q 21E	2019	2020F	2021F
매출액	1,958	2,193	1,870	2,145	2,056	2,084	1,963	2,166	8,359	8,166	8,269
영업이익	279	132	112	107	123	146	118	152	293	630	539
영업이익률	14.2%	6.0%	6.0%	5.0%	6.0%	7.0%	6.0%	7.0%	3.5%	7.7%	6.5%
지배주주 순이익	243	110	94	86	57	112	87	116	-46	533	372
순이익률	12.4%	5.0%	5.0%	4.0%	2.8%	5.4%	4.4%	5.3%	-0.6%	6.5%	4.5%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

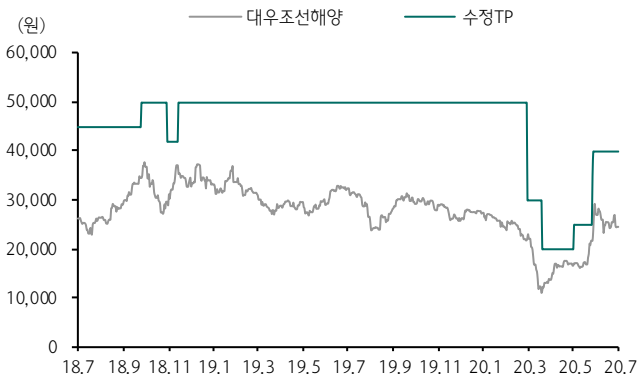
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	9,644.4	8,358.7	8,166.1	8,269.2	8,453.8
매출원가	8,892.7	7,889.8	7,113.4	7,191.0	7,353.0
매출총이익	751.7	468.9	1,052.7	1,078.2	1,100.8
판매비	(273.2)	176.2	421.8	519.9	530.1
영업이익	1,024.8	292.8	631.0	558.3	570.7
금융손익	(120.0)	(76.2)	(234.5)	(46.3)	(36.5)
중속/관계기업손익	(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 손익	(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
주기지표(배)					
PER	10.6	N/A	5.0	7.1	6.6
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
PCFR	3.9	5.2	3.9	4.9	4.7
EV/EBITDA	5.6	7.9	3.9	4.0	3.1
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 자산부채 변동	(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%
18.7.19	BUY	45,000	-37.08%	-22.33%
18.3.20	BUY	35,000	-24.75%	-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 가능
 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	91.9%	8.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 6일

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 7월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 7월 7일 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.