

대우조선해양(042660)

도크에서 잠든 중국의 초대형 LNG추진 컨테이너선

CMA CGM의 23,000TEU급 LNG추진선 9개월째 건조 지연

SCS조선이 건조하고 있는 CMA CGM의 23,000TEU급 LNG 추진 컨테이너선 1호선박의 인도시기는 올해 7월로 또 다시 연기되었다. 7월은 벌써 절반이나 지나갔다. 2017년 9월 CMA CGM이 최초 중국 후동중화조선과 상해와이가오조선에게 함께 9척의 초대형 LNG추진 컨테이너선을 발주했을 당시 만해도 엄청난 언론 홍보를 했었지만 이 선박은 최초의 인도 시기인 지난해 11월에서 9개월이 지난 지금도 여전히 도크에서 잠자고 있다. CMA CGM의 LNG추진 컨테이너선 1호선박이 언젠가는 인도되겠지만 인도지연이 거의 1년에 가까운 상황 이므로 선주사인 CMA CGM은 운영상의 손실을 조선소 측에 전가하려 할 것이며, 이 선박의 기술적인 완성도 역시 최초 선주가 기대했던 수준이 나오기 어려울 것으로 볼 수 있다. Gas trial 조차 시도하지 못하고 있는 상황이다. 해외 조선업 기술 관계자들에 의하면 이 선박은 올해 안에 정상적으로 인도되기 어려울 것으로 보는 시각이 많은 상황이다.

조선업 경쟁의 핵심은 정상인도 능력, 수주실적 비교는 무의미

여러번 강조하지만 조선업과 같은 중공업 분야의 기술 경쟁력은 정상인도(건조 원가 통제, 납기 준수)능력에 있다. 중국 조선업은 선박 분야 기본설계능력이 없는 상황이며 CMA CGM의 LNG추진 컨테이너선의 경우 건조 과정에서 선주사의 화물창 기술타입 변경 요구, 조선소의 LNG추진 탑재 미경험 등으로 건조작업이 지연될 것은 미리부터 예고되어 있었다. 이 선박의 수주 당시 전세계 해외 언론에서는 중국 조선소의 수주실적을 강조했지만, 정작 중요하게 봐야 할 것은 정상적인 인도 능력이라는 것을 다시 한번 강조하고 싶다.

15,000TEU급 이상 컨테이너선 역시 세계 1등은 대우조선해양

170척의 15,000TEU급 컨테이너선박 중 56척은 대우조선해양이 건조했다. 20,000TEU급의 65척 인도량 중 20척은 대우조선해양이 건조했다. 컨테이너선 분야에서도 대우조선해양이 가장 많은 건조 경험을 갖고 있는 것이다. 중국과 일본 조선업의 초대형 컨테이너선 수주실적은 모두 자국 선주사에게서 받은 물량이므로 한국 조선소들과 경쟁관계에 놓여 있다고 말하기 어렵다.

Update

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(7월 13일): 23,300원

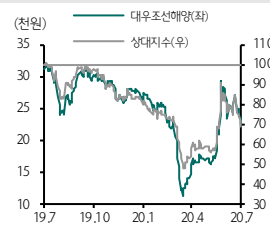
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,186.06
52주 최고/최저(원)	31,700/11,200
시가총액(십억원)	2,497.9
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	810.3
60일 평균 거래대금(십억원)	19.8
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.30
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.15
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.7) (14.3) (26.5)
상대	(12.9) (12.6) (29.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	7,853.4	7,844.7
영업이익(십억원)	464.2	282.3
순이익(십억원)	377.6	185.6
EPS(원)	3,379	1,543
BPS(원)	38,110	39,732

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	4.75	6.67	6.28
PBR	배	0.95	0.79	0.58	0.54	0.49
EV/EBITDA	배	5.58	7.90	3.69	3.77	2.92
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

조선업 경쟁의 핵심은 정상인도능력

CMA CGM이 중국에 발주한
23,000TEU급 LNG추진선
9개월째 건조 지연

한국 조선소들은 선박 분야 기본설계능력을 갖고 있어 정상인도는 물론 최초 인도 계약 당시보다 한달 가량 조기인도하는 경우가 많다. 대우조선해양이 건조한 16척의 Yamal LNG선박도 초기 호선에서는 건조의 어려움이 있었지만 마지막 15,16호선은 한달 가량 조기인도를 달성했다. 반면 중국 조선소들은 선박 분야 기본설계능력 자체가 거의 없는 상황이므로 정상인도를 해본 경험이 거의 없다. CMA CGM의 23,000TEU급 LNG추진선박은 기술사양도 중국 조선소들이 경험해보지 못한 것이므로 정상인도를 기대할 수는 없다. 이 선박은 최초 계약 당시보다 9개월이나 인도가 지연되었고, 인도가 된다 해도 선주측에게서 영업손실에 대한 보상을 요구 받게 될 것이다. 선박의 기술 사양 역시 완성도는 낮을 것이다. 중국 조선소의 실력의 한계는 다시 한번 드러나고 있다.

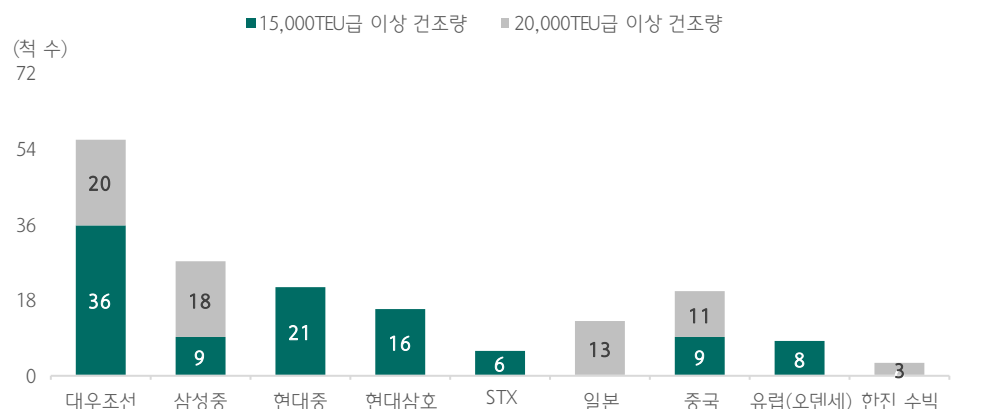
표 1. 중국이 건조하는 CMA-CGM LNG추진 컨테이너선 1호선의 인도 시기는 올해 7월로 또 다시 연기 9개월째 지연 중

Type	Hull No.	Name	TEU	Construction Builder	Contract	Initial Built	Last Built	Owner	Status
Container	H1471	CMA CGM Champs Elysees	23,000	Jiangnan SY Group	2017.09.17		2020.10	CMA CGM	On Order
Container	H1472	N/B Jiangnan SY Group Shanghai H1472	23,000	Jiangnan SY Group	2017.09.17		2020.12	CMA CGM	On Order
Container	H1473	N/B Jiangnan SY Group Shanghai H1473	23,000	Jiangnan SY Group	2017.09.17		2021.02	CMA CGM	On Order
Container	H1474	N/B Jiangnan SY Group Shanghai H1474	23,000	Jiangnan SY Group	2017.09.17		2021.04	CMA CGM	On Order
Container	H3033	CMA CGM Jacques Saade	23,000	SCS Shipbuilding	2017.09.17	2019.11	2020.07	CMA CGM	On Order
Container	H3034	CMA CGM Palais Royal	23,000	SCS Shipbuilding	2017.09.17		2020.09	CMA CGM	On Order
Container	H3035	N/B SCS Shipbuilding Shanghai H3035	23,000	SCS Shipbuilding	2017.09.17		2020.12	CMA CGM	On Order
Container	H3036	N/B SCS Shipbuilding Shanghai H3036	23,000	SCS Shipbuilding	2017.09.17		2021.02	CMA CGM	On Order
Container	H3037	N/B SCS Shipbuilding Shanghai H3037	23,000	SCS Shipbuilding	2017.09.17		2021.04	CMA CGM	On Order
Type	Name		TEU	Contract Builder	Contract	Initial Built	Last Built	Owner	Status
Container	H3033		22,000	Hudong-Zhonghua	2017.09.17	2019.11		CMA CGM	On Order
Container			22,000	CSSC	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	SWS	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	SWS	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	SWS	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	SWS	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	Hudong-Zhonghua	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	Hudong-Zhonghua	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order
Container			22,000	Hudong-Zhonghua	2017.09.17	2020		CMA CGM	On Order

자료: Clarksosns, 하나금융투자

그림 1. 15,000TEU급 이상 컨테이너선 건조 조선소 비교

컨테이너선 분야 역시
건조 1위 조선소는
대우조선해양



자료 Bloomberg, Clarksosns, 하나금융투자

추정 재무제표

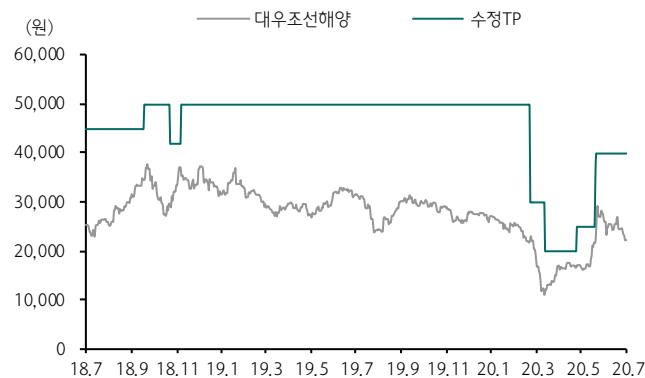
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	9,644.4	8,358.7	8,166.1	8,269.2	8,453.8
매출원가	8,892.7	7,889.8	7,113.4	7,191.0	7,353.0
매출총이익	751.7	468.9	1,052.7	1,078.2	1,100.8
판매비	(273.2)	176.2	421.8	519.9	530.1
영업이익	1,024.8	292.8	631.0	558.3	570.7
금융손익	(120.0)	(76.2)	(234.5)	(46.3)	(36.5)
종속/관계기업손익	(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 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
주가지표(배)					
PER	10.6	N/A	4.8	6.7	6.3
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
PCFR	3.9	5.2	3.7	4.6	4.5
EV/EBITDA	5.6	7.9	3.7	3.8	2.9
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	5,055.7
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	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	725.1	820.9	495.3	525.3	
당기순이익	320.1	525.7	375.1	398.5	
조정	518.1	103.2	119.7	126.3	
감가상각비	135.6	112.6	119.8	126.3	
외환거래손익	33.8	2.7	0.0	0.0	
지분법손익	497.8	(6.3)	0.0	0.0	
기타	(149.1)	(5.8)	(0.1)	0.0	
영업활동 현금흐름	(113.1)	192.0	0.5	0.5	
투자활동 현금흐름	(13.2)	(120.1)	(309.3)	(9.5)	
투자자산감소(증가)	118.3	15.2	(4.8)	(4.9)	
유형자산감소(증가)	(145.4)	(225.8)	(300.0)	0.0	
기타	13.9	90.5	(4.5)	(4.6)	
재무활동 현금흐름	(565.9)	(169.2)	1.0	1.0	
금융부채증가(감소)	(596.1)	143.4	1.0	1.0	
자본증가(감소)	(348.7)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	378.9	(312.6)	0.0	0.0	
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	145.4	529.2	187.0	516.8	
Unlevered CFO	926.0	678.6	539.8	559.9	
Free Cash Flow	577.1	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
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	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 13일

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 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 7월 14일 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.