

# 대우조선해양(042660)

## 급하게 허둥대는 중국의 초대형 LNG추진 컨테이너선

### CMA CGM 23,000TEU급 LNG추진선 9월 인도 “예정”

약 1달전 중국 SCS조선이 건조하고 있는 CMA CGM의 23,000TEU급 LNG추진 컨테이너선 1호선박이 가스엔진 시운전조차 못하고 있다는 것을 보고서로 강조한 이후, 중국 조선소에서는 급하게 가스엔진의 시운전을 성공적으로 마쳤고 9월 중순에 1호선박을 인도 “예정”이라고 언론에 강조하고 있다. 해외 언론에 이 선박의 인도 지연 소식이 여러 차례 강조되면서 중국 조선소에서는 선박의 인도를 매우 급하게 서두르고 있다는 느낌을 지울 수가 없다. 보통 선박이 인도되기 전까지 선박 건조과정에 대해 함구하는 것이 선주사들의 행위인데 이번 선박은 건조과정에 대해 언론에 적극적으로 홍보가 되고 있기 때문이다. 또한 이 선박의 가스 엔진 시운전의 안정성에 대해 담보하기 어려울 것이라고 바라보는 전세계 조선업 기술 관계자들의 시각이 우세한 상황이다. 선박 건조 과정과 일정 그리고 1년 가까이 건조가 지연되고 있는 중국 조선업계의 실력을 고려하면 이 선박이 다음달에 인도가 된다 하더라도 실제 LNG추진 가능성은 매우 낮아 보인다.

### 선주들은 중국 조선소들의 건조 지연을 이미 알고 있다

선주들은 중국이 건조한 선박의 기술 수준, 중국 조선소들의 건조 능력을 충분히 알고 있다. 용선시장에 ‘연비’를 중심으로 용선료 차별화가 나타나고 있어 중국이 건조한 선박들의 용선 경쟁력이 낮아지고 있는 것을 직접 경험하고 있기 때문이다. CMA-GCM의 23,000TEU급 LNG추진선이 다음달 인도된다 하더라도 이미 10개월이나 건조가 지연되었기 때문에 용선시장에서 환영 받을 가능성은 거의 없으며 운항 효율도 기대치를 만족하기 어려울 것이다.

### 문제는X-DF엔진의 Methane Slip으로 운항 경쟁력 낮을 것

CMA-GCM의 23,000TEU급 LNG추진 컨테이너선은 중국이 인수한 WinGD의 X-DF 엔진이 탑재된다. Otto cycle 연소구조인 X-DF엔진은 실린더 라이너에서 LNG가 새어나가는 Methane Slip 현상으로 M.A.N의 ME-GI 엔진과 비해 연료 효율성이 낮다는 것이 몇년간의 선박운항을 통해 증명이 되고 있다. 이런 기술적 특성까지 고려하면 다음달 중국 조선소들이 23,000TEU급 컨테이너선을 인도한다 하더라도 (언론에서는 강조되겠지만) 메이저 선주사들은 이 선박을 크게 주목하지 않을 것이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 40,000원 | CP(8월 26일): 22,950원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,369.32		
52주 최고/최저(원)	31,500/11,200		
시가총액(십억원)	2,460.4		
시가총액비중(%)	0.20		
발행주식수(천주)	107,205.8		
60일 평균 거래량(천주)	663.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	17.3		
20년 배당금(예상, 원)	0		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	9.59		
주요주주 지분율(%)	한국산업은행 외 3인		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.0)	(0.2)	(10.4)
상대	(9.9)	(12.5)	(27.5)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	7,789.2	7,794.8
영업이익(십억원)	469.9	271.9
순이익(십억원)	381.4	172.7
EPS(원)	3,557	1,610
BPS(원)	38,659	40,212

#### 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	4.68	6.57	6.19
PBR	배	0.95	0.79	0.57	0.53	0.49
EV/EBITDA	배	5.58	7.90	3.64	3.71	2.87
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

### 9월 인도 예정인 중국의 초대형 LNG추진 컨테이너선에 대해 기술자들은 우려

CMA CGM이 중국에 발주한 23,000TEU급 LNG추진선 10개월째 건조 지연

이 선박이 인도된다 하더라도 주목해주는 것은 언론과 기자들만이 될 것

급작스럽게 CMA-GMA은 SCS조선이 건조하고 있는 23,000TEU급 LNG추진 컨테이너선의 LNG추진 가스 엔진의 시운전이 얼마전에 성공적으로 마쳤다고 밝히고 있다. 선박이 인도되기 전까지 선박 건조과정에 대해 알려지는 것을 선주사들은 피하는 것이 보통의 모습인데 이 선박의 건조과정은 선주사에 의해 몇차례나 언론에 보도가 되고 있다. 선박 건조작업이 10개월째 지연되고 있기 때문에 선주사에서 적극적으로 언론에 이 선박의 장점과 우수성에 대해 강조하고 있는 것으로 보여진다. 하지만 선박의 인도는 10개월째 지연되고 있으며 전세계 선박 기술자들은 이 선박의 가스 엔진 시운전에 대한 기술적 안정성에 대해 담보하기 어렵다는 시각을 여전히 유지하고 있는 것으로 알려지고 있다. 다시 말해 선박이 인도된다 하더라도 LNG추진이 아닌 Oil burning으로 추진하게 될 가능성이 높다는 것이다. 또한 Methane Slip의 불리함을 안고 있는 X-DF 엔진이 탑재된다는 것도 전세계 선주사들의 주목을 받기 어려운 요인이다. 따라서 SCS조선이 다음달에 세계 최대 LNG추진 컨테이너선을 정말로 인도 한다 하더라도 언론과 기자들에게만 주목을 받게 될 것이다.

표 1. 중국이 건조하는 CMA-CGM LNG추진 컨테이너선 1호선은 9월에 인도될 것으로 최근 선주사가 급하게 발표

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		2020.11	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	<b>H3033</b>	<b>CMA CGM Jacques Saade</b>	<b>23,000</b>	<b>SCS Shipbuilding</b>	<b>2017.09.17</b>	<b>2019.11</b>	<b>2020.08</b>	<b>CMA CGM</b>	<b>On Order</b>
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		2021.01	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	<b>H3033</b>	<b>22,000</b>	<b>Hudong-Zhonghua</b>	<b>2017.09.17</b>	<b>2019.11</b>		<b>CMA CGM</b>	<b>On Order</b>
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: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

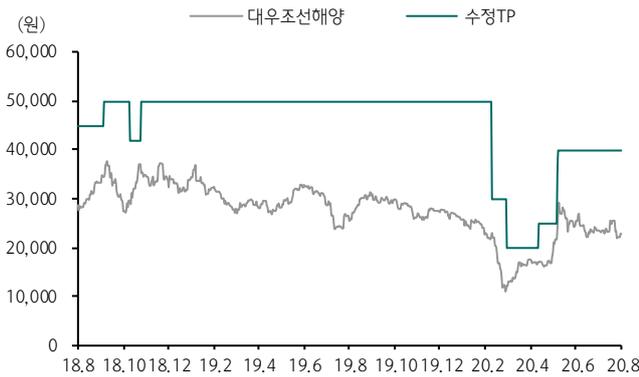
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>9,644.4</b>	<b>8,358.7</b>	<b>8,166.1</b>	<b>8,269.2</b>	<b>8,453.8</b>
매출원가	8,892.7	7,889.8	7,113.4	7,191.0	7,353.0
매출총이익	751.7	468.9	1,052.7	1,078.2	1,100.8
판매비	(273.2)	176.2	421.8	519.9	530.1
<b>영업이익</b>	<b>1,024.8</b>	<b>292.8</b>	<b>631.0</b>	<b>558.3</b>	<b>570.7</b>
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
<b>세전이익</b>	<b>367.7</b>	<b>(48.9)</b>	<b>523.1</b>	<b>373.4</b>	<b>396.7</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>320.1</b>	<b>(46.5)</b>	<b>525.7</b>	<b>375.1</b>	<b>398.5</b>
비지배주주지분 손익	(24.7)	0.0	0.3	0.8	0.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>344.7</b>	<b>(46.5)</b>	<b>525.4</b>	<b>374.3</b>	<b>397.7</b>
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
<b>성장성(%)</b>					
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
<b>수익성(%)</b>					
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
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주기지표(배)</b>					
PER	10.6	N/A	4.7	6.6	6.2
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
PCFR	3.9	5.2	3.6	4.6	4.4
EV/EBITDA	5.6	7.9	3.6	3.7	2.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
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
<b>유동자산</b>	<b>7,350.0</b>	<b>6,871.1</b>	<b>7,346.6</b>	<b>7,581.3</b>	<b>8,146.7</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>4,568.5</b>	<b>4,405.0</b>	<b>4,571.5</b>	<b>4,756.6</b>	<b>4,635.2</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>11,918.5</b>	<b>11,276.1</b>	<b>11,918.1</b>	<b>12,337.9</b>	<b>12,781.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,356.8</b>	<b>4,807.5</b>	<b>4,306.8</b>	<b>4,340.1</b>	<b>4,374.0</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>2,721.5</b>	<b>2,713.6</b>	<b>3,329.3</b>	<b>3,340.7</b>	<b>3,352.3</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>8,078.3</b>	<b>7,521.2</b>	<b>7,636.1</b>	<b>7,680.8</b>	<b>7,726.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,840.2</b>	<b>3,754.9</b>	<b>4,281.7</b>	<b>4,656.1</b>	<b>5,053.7</b>
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
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,840.2</b>	<b>3,754.9</b>	<b>4,282.0</b>	<b>4,657.1</b>	<b>5,055.5</b>
순금융부채	2,810.9	622.2	245.8	55.4	(465.0)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>725.1</b>	<b>2,542.1</b>	<b>820.9</b>	<b>495.3</b>	<b>525.3</b>
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(13.2)</b>	<b>(484.5)</b>	<b>(120.1)</b>	<b>(309.3)</b>	<b>(9.5)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(565.9)</b>	<b>(395.1)</b>	<b>(169.2)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
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
<b>현금의 증감</b>	<b>145.4</b>	<b>1,661.0</b>	<b>529.2</b>	<b>187.0</b>	<b>516.8</b>
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  
 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	92.2%	7.8%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 8월 26일

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 8월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 8월 27일 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.