

한국조선해양 (009540)

세계 최초 LPG추진선은 한국조선해양이 건조한다

지난주 세계 최초의 LPG추진선이 등장하다

현대삼호중공업은 세계 최초로 LPG추진 VLGC 신조선박을 2021년 7월에 인도할 계획을 갖고 있다. 현대미포조선은 한달 앞선 2021년 6월 38K급 신조선 LPG추진선을 인도할 예정이다. LPG추진선박도 주목해야 할 친환경 선박이다.

11월 10일 현대중공업에서 2015년 인도했던 84K급 LPG선(VLGC, BW Gemini)가 LPG추진엔진을 탑재하는 선박으로 개조된 후 시운전을 성공적으로 마친 것으로 알려지고 있다. 이 선박은 세계 최초의 LPG추진선박으로 기존의 벙커유 사용 선박과 비교해 최고 추진속도에서도 연료 소모량은 10% 줄이고 온실가스(greenhouse gas) 배출량은 20%, 황산화물 배출량은 97% 줄여 선주들의 주목을 한 몸에 받게 될 것이다. 세계 최대 LPG선사인 노르웨이 BW LPG는 전체 33척의 VLGC 보유 선대 중 12척을 2021년까지 LPG추진선으로 개조할 계획을 갖고 있다. LPG추진선으로 개조와 운항이 늘어날수록 경쟁 선사들은 LPG추진사양의 중형/대형 LPG선 발주량을 크게 늘리게 될 것이다. 중고선박의 LPG추진선으로의 개조 비용은 Scrubber 탑재를 위한 개조 비용에 비해 3배 가량 더 높기 때문이며 운항의 최적화를 고려하면 LPG추진사양의 신조선 발주를 늘리는 것이 더욱 효율적일 것으로 보여진다.

한국조선해양의 LPG추진선 수주 점유율 80%

LPG계열의 추진연료를 사용하는 선박(에탄올과 메탄올 포함)의 한국조선해양의 합계 수주량은 28척으로 한국 조선업의 수주량 35척 중에서 80%를 싹쓸이 했다. 28척중 현대중공업은 10척(VLGC 5척, 에탄 케리어 5척)을 수주했고 현대미포조선은 중형 LPG선 6척과 50K급 메탄올 추진선 12척을 수주했다. LPG추진선의 경쟁은 경쟁조선소들과 현격한 차이를 보일 정도로 한국조선해양이 사실상 이끌고 있는 것으로 보여지고 있다. LPG추진선의 인도실적과 실제 운항이 늘어날수록 한국 조선해양을 찾는 선사들의 발걸음이 빨라질 것이다.

목표가 170,000원(유지), 투자 의견 BUY(유지)

한국조선해양 목표주가 170,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다. 한국조선해양 ROE는 2020년 0.8%, 2021년은 4.1%로 추정된다.

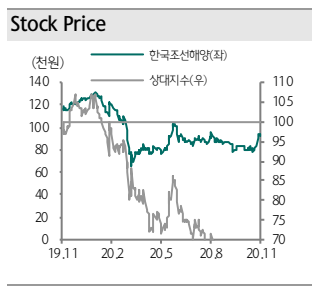
Update

BUY

I TP(12M): 170,000원 | CP(11월13일): 92,300원

| Key Data | |
|------------------|------------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,493.87 |
| 52주 최고/최저(원) | 131,500/66,300 |
| 시가총액(십억원) | 6,532.4 |
| 시가총액비중(%) | 0.38 |
| 발행주식수(천주) | 70,773.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 297,908.7 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 26.0 |
| 20년 배당금(예상, 원) | 0 |
| 20년 배당수익률(예상, %) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 15.82 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 현대중공업지주 외 15 인 | 33.96 |
| 국민연금공단 | 9.85 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | 11.1 18.3 (19.7) |
| 상대 | 7.0 (7.9) (31.7) |

| Consensus Data | | |
|----------------|----------|----------|
| | 2020 | 2021 |
| 매출액(십억원) | 15,334.6 | 15,438.6 |
| 영업이익(십억원) | 325.0 | 333.5 |
| 순이익(십억원) | 142.9 | 210.6 |
| EPS(원) | 1,394 | 2,529 |
| BPS(원) | 164,223 | 166,302 |



| Financial Data | | | | | | |
|----------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 십억원 | 13,161.0 | 15,182.6 | 15,889.1 | 18,068.0 | 22,210.0 |
| 영업이익 | 십억원 | (481.4) | 290.2 | 367.0 | 624.0 | 1,534.1 |
| 세전이익 | 십억원 | (854.0) | 89.9 | 228.4 | 640.1 | 1,551.8 |
| 순이익 | 십억원 | (489.1) | 164.1 | 94.0 | 492.5 | 1,346.5 |
| EPS | 원 | (7,296) | 2,318 | 1,329 | 6,959 | 19,026 |
| 증감률 | % | 적전 | 흑전 | (42.67) | 423.63 | 173.40 |
| PER | 배 | (17.61) | 54.57 | 69.45 | 13.26 | 4.85 |
| PBR | 배 | 0.76 | 0.77 | 0.56 | 0.54 | 0.48 |
| EV/EBITDA | 배 | (115.73) | 17.50 | 12.16 | 9.05 | 4.45 |
| ROE | % | (4.25) | 1.40 | 0.81 | 4.14 | 10.51 |
| BPS | 원 | 168,041 | 163,585 | 164,726 | 171,685 | 190,711 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |



Analyst 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

2021년 여름 한국조선해양에서 세계 최초 LPG추진선 신조선 인도 예정

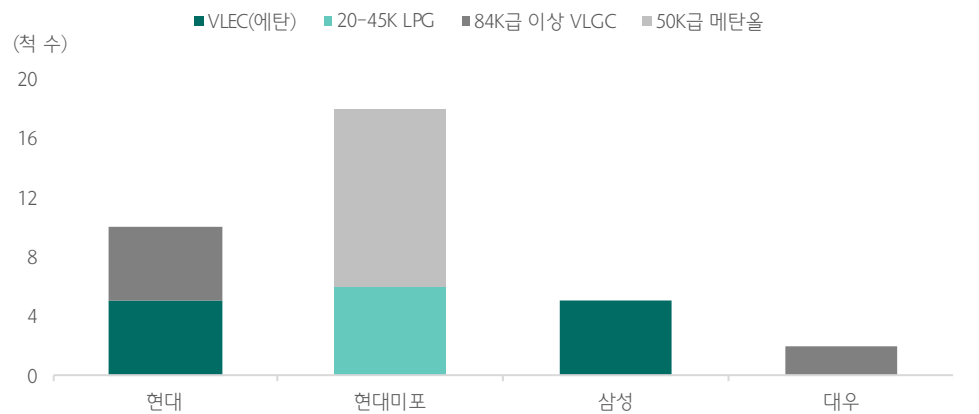
LNG추진 초대형 컨테이너선의 세계 최초 인도는 현대삼호중공업

LPG추진선 세계 최초 신조선 인도는 현대미포조선과 현대삼호중공업 될것

지난해 7월과 8월 신조선 계약했던 현대미포조선과 현대삼호중공업의 LPG추진선박은 내년 6월과 7월 차례로 인도될 예정이다. 이들 선박은 신조선박으로는 세계 최초로 인도가 되는 중형과 대형 LPG추진선박이다. 조선/해운 산업에서 첫 번째 인도 실적은 매우 중요하다. 새로운 선박 기술의 표준으로 자리를 잡게 될 정도로 선주들의 관심을 한 몸에 받게 되기 때문이다. 실제로 2013년 7월 세계 최초로 50K급 MR탱커의 Eco-ship이 현대미포조선에서 인도된 직후 현대미포조선은 MR탱커 대량 수주를 받아낸 경험이 있다. 이를 고려하면 내년 여름 현대미포조선과 현대삼호중공업에게서 LPG추진선이 인도되고 나면 LPG추진 사양의 LPG선박의 발주량이 대량으로 늘어나게 될 것이다. 올해 10월 현대삼호중공업이 LNG추진 사양의 14000TEU급 컨테이너선 인도 이후 초대형 컨테이너선의 발주 움직임이 늘어나고 있는 것도 주목할 필요가 있다.

현재까지 한국 조선소들이 수주한 LPG추진 선박량은 모두 35척이며 이중 80%인 28척을 한국조선해양이 수주했다.

그림 1. 현대중공업과 현대삼호중공업 합계 LPG추진선 합계 수주 실적



자료: 해의 업계 자료, 하나금융투자

한국조선해양의 LPG추진선 수주 점유율은 80%

표 1. 현대미포조선과 현대삼호중공업에서 세계 최초로 LPG추진선 신조선박 인도할 예정

| 선종 | 선박 이름 | cu.m. | 인도 시기 | 조선소 | 수주 계약 | 선주사 | 추진 엔진 (LPG추진) |
|-----|------------------------------|--------|---------|------|------------|-----------|--|
| LPG | Legacy | 38,000 | 2021/06 | 현대미포 | 2019/07/23 | Nieto | MAN B. & W. 2-stroke LPG Fuel Supply System(ME-LGIP) |
| LPG | Bellavista Explorer | 90,000 | 2021/07 | 현대삼호 | 2019/08/23 | Trafigura | MAN B. & W. 6G60ME-C9.5-LGIP - 2-stroke 6-cyl. |
| LPG | Monte Rosa Explorer | 90,000 | 2021/11 | 현대삼호 | 2019/08/23 | Trafigura | MAN B. & W. 6G60ME-C9.5-LGIP - 2-stroke 7-cyl. |
| LPG | N/B Daewoo (DSME) Geoje 2357 | 91,000 | 2021/11 | 대우조선 | 2019/12/16 | Avance | MAN B. & W. 6G60ME-C9.5-LGIP - 2-stroke 6-cyl. |
| LPG | Raspail | 90,000 | 2022/01 | 현대삼호 | 2019/12/31 | Geogas | MAN B. & W. 6G60ME-C9.5-LGIP - 2-stroke 6-cyl. |
| LPG | N/B Daewoo (DSME) Geoje 2358 | 91,000 | 2022/02 | 대우조선 | 2019/12/16 | Avance | MAN B. & W. 6G60ME-C9.5-LGIP - 2-stroke 6-cyl. |
| LPG | Freycinet | 90,000 | 2022/04 | 현대삼호 | 2019/12/31 | Geogas | MAN B. & W. 6G60ME-C9.5-LGIP - 2-stroke 6-cyl. |

자료: Bloomberg, Clarksons, 하나금융투자

표 2. 한국조선해양 영업실적 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q 20 | 2Q 20 | 3Q 20F | 4Q 20F | 1Q 21F | 2Q 21F | 3Q 21F | 4Q 21F | 2019 | 2020F | 2021F |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 3,945 | 3,926 | 3,460 | 4,559 | 4,339 | 4,279 | 3,979 | 5,471 | 15,183 | 15,889 | 18,068 |
| 영업이익 | 122 | 93 | 41 | 111 | 174 | 128 | 122 | 200 | 290 | 367 | 624 |
| 영업이익률 | 3.1% | 2.4% | 1.2% | 2.4% | 4.0% | 3.0% | 3.1% | 3.7% | 1.9% | 2.3% | 3.5% |
| 지배주주 순이익 | 136 | -3.4 | -87 | 49 | 127 | 95 | 105 | 166 | 164 | 94 | 492 |
| 순이익률 | 3.4% | -0.1% | -2.5% | 1.1% | 2.9% | 2.2% | 2.6% | 3.0% | 1.1% | 0.6% | 2.7% |

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위:십억원) | | | | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 13,161.0 | 15,182.6 | 15,889.1 | 18,068.0 | 22,210.0 |
| 매출원가 | 12,763.2 | 14,191.2 | 14,733.2 | 16,528.3 | 19,699.0 |
| 매출총이익 | 397.8 | 991.4 | 1,155.9 | 1,539.7 | 2,511.0 |
| 판매비 | 879.2 | 701.2 | 788.9 | 915.7 | 976.9 |
| 영업이익 | (481.4) | 290.2 | 367.0 | 624.0 | 1,534.1 |
| 금융손익 | (276.7) | (302.8) | (427.4) | (152.3) | (146.0) |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.1 | (79.7) | 168.4 | 163.7 |
| 기타영업외손익 | (96.0) | 102.5 | 368.5 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | (854.0) | 89.9 | 228.4 | 640.1 | 1,551.8 |
| 법인세 | (209.0) | (123.1) | 90.1 | 120.8 | 133.4 |
| 계속사업이익 | (645.0) | 213.1 | 138.4 | 519.3 | 1,418.4 |
| 중단사업이익 | 191.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (453.6) | 213.1 | 138.4 | 519.3 | 1,418.4 |
| 비배주주지분 순이익 | 35.4 | 49.0 | 44.3 | 26.8 | 71.9 |
| 지배주주순이익 | (489.1) | 164.1 | 94.0 | 492.5 | 1,346.5 |
| 지배주주지분포괄이익 | (581.6) | 128.8 | 47.6 | 1,385.7 | 3,785.2 |
| NOPAT | (363.5) | 687.4 | 222.3 | 506.2 | 1,402.2 |
| EBITDA | (86.4) | 693.4 | 768.9 | 999.5 | 1,881.0 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (14.92) | 15.36 | 4.65 | 13.71 | 22.92 |
| NOPAT증가율 | 적전 | 흑전 | (67.66) | 127.71 | 177.01 |
| EBITDA증가율 | 적전 | 흑전 | 10.89 | 29.99 | 88.19 |
| 영업이익증가율 | 적전 | 흑전 | 26.46 | 70.03 | 145.85 |
| (지배주주)순이익증가율 | 적전 | 흑전 | (42.72) | 423.94 | 173.40 |
| EPS증가율 | 적전 | 흑전 | (42.67) | 423.63 | 173.40 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 3.02 | 6.53 | 7.27 | 8.52 | 11.31 |
| EBITDA이익률 | (0.66) | 4.57 | 4.84 | 5.53 | 8.47 |
| 영업이익률 | (3.66) | 1.91 | 2.31 | 3.45 | 6.91 |
| 계속사업이익률 | (4.90) | 1.40 | 0.87 | 2.87 | 6.39 |

| 대차대조표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 유동자산 | 12,316.7 | 12,546.0 | 15,071.3 | 17,224.5 | 21,260.9 |
| 금융자산 | 4,396.0 | 3,868.9 | 6,026.8 | 6,405.0 | 7,249.5 |
| 현금성자산 | 3,041.8 | 2,225.1 | 5,210.4 | 5,427.1 | 5,980.9 |
| 매출채권 | 1,149.4 | 1,192.7 | 1,252.3 | 1,502.8 | 1,953.3 |
| 재고자산 | 1,009.1 | 1,318.3 | 1,384.2 | 1,661.1 | 2,159.1 |
| 기타유동자산 | 5,762.2 | 6,166.1 | 6,408.0 | 7,655.6 | 9,899.0 |
| 비유동자산 | 12,413.2 | 12,509.4 | 12,212.1 | 11,976.9 | 11,874.2 |
| 투자자산 | 618.8 | 731.8 | 764.3 | 894.5 | 1,128.8 |
| 금융자산 | 214.8 | 273.2 | 282.7 | 316.6 | 377.6 |
| 유형자산 | 10,269.0 | 9,946.7 | 9,729.9 | 9,369.5 | 9,037.3 |
| 무형자산 | 89.5 | 115.4 | 111.0 | 105.9 | 101.1 |
| 기타비유동자산 | 1,435.9 | 1,715.5 | 1,606.9 | 1,607.0 | 1,607.0 |
| 자산총계 | 24,729.9 | 25,055.4 | 27,283.4 | 29,201.4 | 33,135.1 |
| 유동부채 | 9,410.3 | 8,941.9 | 10,806.0 | 12,091.6 | 14,403.4 |
| 금융부채 | 2,964.8 | 3,039.8 | 4,533.3 | 4,581.3 | 4,667.6 |
| 매입채무 | 1,230.3 | 1,460.0 | 1,533.0 | 1,839.6 | 2,391.1 |
| 기타유동부채 | 5,215.2 | 4,442.1 | 4,739.7 | 5,670.7 | 7,344.7 |
| 비유동부채 | 2,208.7 | 3,187.1 | 3,416.9 | 3,530.0 | 3,733.5 |
| 금융부채 | 1,105.7 | 2,648.3 | 2,851.1 | 2,851.1 | 2,851.1 |
| 기타비유동부채 | 1,103.0 | 538.8 | 565.8 | 678.9 | 882.4 |
| 부채총계 | 11,618.9 | 12,129.1 | 14,222.9 | 15,621.6 | 18,136.9 |
| 지배주주지분 | 11,882.3 | 11,566.9 | 11,647.7 | 12,140.2 | 13,486.7 |
| 자본금 | 353.9 | 353.9 | 353.9 | 353.9 | 353.9 |
| 자본잉여금 | 2,483.4 | 2,483.4 | 2,483.4 | 2,483.4 | 2,483.4 |
| 자본조정 | (8,019.6) | (8,478.3) | (8,479.0) | (8,479.0) | (8,479.0) |
| 기타포괄이익누계액 | 1,020.9 | 1,027.4 | 974.1 | 974.1 | 974.1 |
| 이익잉여금 | 16,043.7 | 16,180.6 | 16,315.3 | 16,807.8 | 18,154.3 |
| 비지배주주지분 | 1,228.7 | 1,359.4 | 1,412.8 | 1,439.6 | 1,511.5 |
| 자본총계 | 13,111.0 | 12,926.3 | 13,060.5 | 13,579.8 | 14,998.2 |
| 순금융부채 | (325.4) | 1,819.2 | 1,357.7 | 1,027.4 | 269.2 |

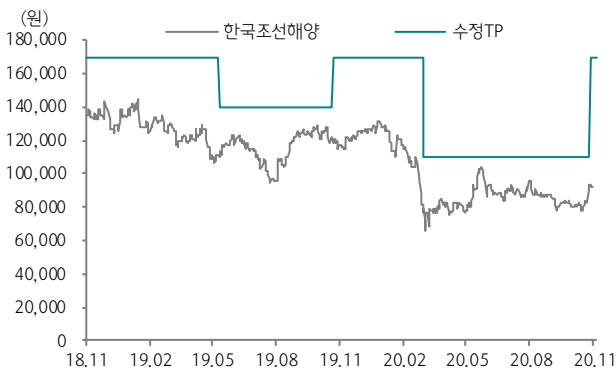
| 투자지표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (7,296) | 2,318 | 1,329 | 6,959 | 19,026 |
| BPS | 168,041 | 163,585 | 164,726 | 171,685 | 190,711 |
| CFPS | (3,636) | 9,221 | 9,334 | 16,505 | 28,894 |
| EBITDAPS | (1,289) | 9,797 | 10,864 | 14,123 | 26,578 |
| SPS | 196,331 | 214,524 | 224,507 | 255,295 | 313,820 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | (17.61) | 54.57 | 69.45 | 13.26 | 4.85 |
| PBR | 0.76 | 0.77 | 0.56 | 0.54 | 0.48 |
| PCFR | (35.34) | 13.72 | 9.89 | 5.59 | 3.19 |
| EV/EBITDA | (115.73) | 17.50 | 12.16 | 9.05 | 4.45 |
| PSR | 0.65 | 0.59 | 0.41 | 0.36 | 0.29 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | (4.25) | 1.40 | 0.81 | 4.14 | 10.51 |
| ROA | (1.77) | 0.66 | 0.36 | 1.74 | 4.32 |
| ROIC | (2.88) | 5.28 | 1.68 | 3.87 | 10.30 |
| 부채비율 | 88.62 | 93.83 | 108.90 | 115.04 | 120.93 |
| 순부채비율 | (2.48) | 14.07 | 10.40 | 7.57 | 1.80 |
| 이자보상배율(배) | (3.47) | 1.75 | 1.67 | 2.70 | 6.58 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 영업활동 현금흐름 | 126.5 | (1,464.1) | 713.8 | 470.5 | 1,002.4 |
| 당기순이익 | (453.6) | 213.1 | 138.4 | 519.3 | 1,418.4 |
| 조정 | 17 | 39 | 38 | 38 | 35 |
| 감가상각비 | 395.0 | 403.2 | 401.9 | 375.5 | 346.9 |
| 외환거래손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (43.0) | (18.9) | 1.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (335.0) | (345.3) | (364.9) | (337.5) | (311.9) |
| 영업활동 자산부채변동 | 413.5 | (2,063.2) | 191.0 | (424.3) | (762.9) |
| 투자활동 현금흐름 | (5.7) | (329.6) | 719.6 | (301.9) | (534.9) |
| 투자자산감소(증가) | (276.2) | (113.0) | (32.3) | (130.3) | (234.2) |
| 자본증가(감소) | (162.0) | (338.7) | (207.2) | (10.0) | (10.0) |
| 기타 | 432.5 | 122.1 | 959.1 | (161.6) | (290.7) |
| 재무활동 현금흐름 | (329.4) | 973.2 | 1,640.7 | 48.0 | 86.3 |
| 금융부채증가(감소) | (1,383.4) | 1,619.1 | 1,693.9 | 48.0 | 86.3 |
| 자본증가(감소) | 1,504.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (450.0) | (645.9) | (53.2) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | (197.9) | (816.6) | 2,985.3 | 216.6 | 553.9 |
| Unlevered CFO | (243.8) | 652.6 | 660.6 | 1,168.1 | 2,045.0 |
| Free Cash Flow | (99.2) | (1,868.8) | 494.5 | 460.5 | 992.4 |

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

한국조선해양



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 피리올 | |
|----------|------|---------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.11.11 | BUY | 170,000 | | |
| 20.3.17 | BUY | 110,000 | -22.50% | -5.91% |
| 19.11.6 | BUY | 170,000 | -30.84% | -22.65% |
| 19.5.27 | BUY | 140,000 | -17.45% | -7.50% |
| 18.8.16 | BUY | 170,000 | -25.19% | -15.00% |

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 | 92.14% | 7.86% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2020년 11월 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 11월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 11월 16일 현재 해당회사의 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 안전성을 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.