

# 대우조선해양 (042660)

## 메이저 선주 Hapag-Lloyd가 움직인다

### 23,000TEU급 LNG추진선 발주 준비하는 Hapag-Lloyd

독일 컨테이너선주사는 얼마전 6+6 규모의 23,000TEU급 LNG추진 컨테이너선 발주를 준비하고 있다고 언론에 발표된 바 있다. 이 선박에는 대우조선해양-포스코가 개발한 고방간 강 LNG연료탱크가 탑재가 되는 것으로도 언론에서 알려진 바 있다. 상위 15위 내의 15,000TEU급 이상 컨테이너 선주사 중 수주잔량이 한 척도 없으면서 한국에 발주하는 유럽계 선주사는 Maersk Line과 Hapag-Lloyd만이 남아있다. 지난달에는 영국 선주 Zodiac이 6척의 15,000TEU급 컨테이너선(저항 유 사용)을 발주한 바 있다. 원화 강세가 계속되고 있다는 점과 올해가 며칠 남지 않았다는 것을 고려하면 Hapag-Lloyd의 6+6척의 초대형 컨테이너선 수주계약이 곧 있을 것으로 기대된다. Hapag-Lloyd는 12척에 달하는 23,000TEU급 컨테이너선 발주를 계기로 컨테이너 선주사간의 경쟁 순위 5위권으로 높아지게 될 것이다. 하지만 5위권 선주사내에서 Hapag-Lloyd가 가장 먼저 LNG추진 컨테이너선을 확보하게 된다. 참고로 중국에서 인도한 CMA-CGM의 23,000TEU급 컨테이너선은 LNG추진이 사실상 어려운 것으로 알려지고 있다.

### 현대삼호의 LNG추진 초대형 컨선 최초 인도 이후 발주 증가

지난 10월 현대삼호중공업에서 14,000TEU급의 LNG추진 컨테이너선의 세계 최초 인도 이후 잠잠하던 초대형 컨테이너선의 발주 소식이 늘어나기 시작했다. 특히 컨테이너선박은 이산화탄소 배출량이 가장 많다는 점에서 LNG추진선박으로의 전환이 빠르게 나타날 선종으로 볼 수 있다. 낮은 유가 수준에서 13,000TEU급 컨테이너선의 20년 누적 연료 비용은 신조선가의 4.4배에 달하고도 있다. IMO규제의 핵심은 이산화탄소 배출량을 줄여야 하는 것이므로 석유 연료를 사용하는 기존의 중고선박들은 모두 LNG추진선 등으로 대체되어 갈 것이다.

### 목표가 40,000원(유지), 투자 의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 40,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다. 하반기 들어 대우조선해양의 선박 수주는 늘어나고 있으며 LNG선과 초대형 컨테이너선 같은 주력 선종으로 수주잔고가 채워지고 있다는 점에서 영업실적은 견조한 수준이 계속될 것이다. ROE는 2021년 11.3%, 2022년은 17.2%로 추정된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 40,000원 | CP(12월22일): 26,100원

#### Key Data

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,733.68            |
| 52주 최고/최저(원)     | 29,350/11,200       |
| 시가총액(십억원)        | 2,870.0             |
| 시가총액비중(%)        | 0.15                |
| 발행주식수(천주)        | 107,290.7           |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 452,359.0           |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 11.6                |
| 20년 배당금(예상, 원)   | 0                   |
| 20년 배당수익률(예상, %) | 0.00                |
| 외국인지분율(%)        | 9.02                |
| 주요주주 지분율(%)      |                     |
| 한국산업은행 외 3인      | 56.10               |
| 하나은행             | 8.40                |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M           |
| 절대               | 4.9 4.5 (3.3)       |
| 상대               | (3.6) (19.5) (23.3) |

#### Consensus Data

|           | 2020    | 2021    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 7,425.5 | 7,275.9 |
| 영업이익(십억원) | 429.2   | 217.6   |
| 순이익(십억원)  | 289.3   | 113.6   |
| EPS(원)    | 2,698   | 1,059   |
| BPS(원)    | 37,705  | 39,015  |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2018    | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F    |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액       | 십억원 | 9,644.4 | 8,358.7 | 8,101.0 | 9,232.0 | 11,569.0 |
| 영업이익      | 십억원 | 1,024.8 | 292.8   | 524.0   | 738.9   | 1,070.4  |
| 세전이익      | 십억원 | 367.7   | (48.9)  | 337.0   | 506.9   | 888.8    |
| 순이익       | 십억원 | 344.7   | (46.5)  | 334.0   | 490.9   | 862.3    |
| EPS       | 원   | 3,219   | (434)   | 3,115   | 4,575   | 8,037    |
| 증감률       | %   | (56.77) | 적전      | 흑전      | 46.87   | 75.67    |
| PER       | 배   | 10.61   | (64.17) | 8.59    | 5.85    | 3.33     |
| PBR       | 배   | 0.95    | 0.79    | 0.70    | 0.63    | 0.53     |
| EV/EBITDA | 배   | 5.58    | 7.90    | 4.46    | 2.92    | 1.55     |
| ROE       | %   | 9.53    | (1.22)  | 8.52    | 11.32   | 17.20    |
| BPS       | 원   | 35,828  | 35,032  | 38,129  | 42,704  | 50,741   |
| DPS       | 원   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |



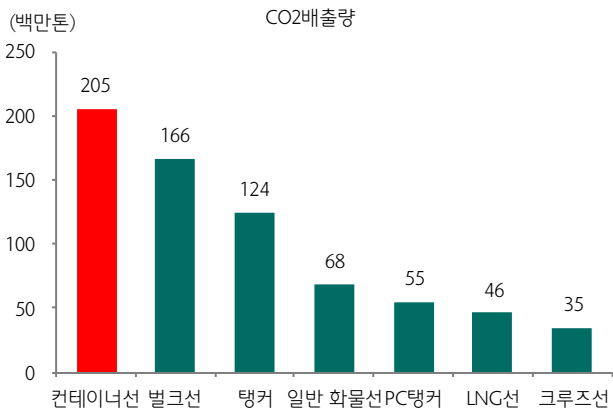
Analyst 박무연  
02-3771-7771  
bossniceshot@hanafn.com

### 현대삼호중공업의 LNG추진 컨테이너선 최초 인도 이후 발주 증가 움직임

6+6규모의 23,000TEU급 LNG추진선 발주는 곧 있을 것으로 예상

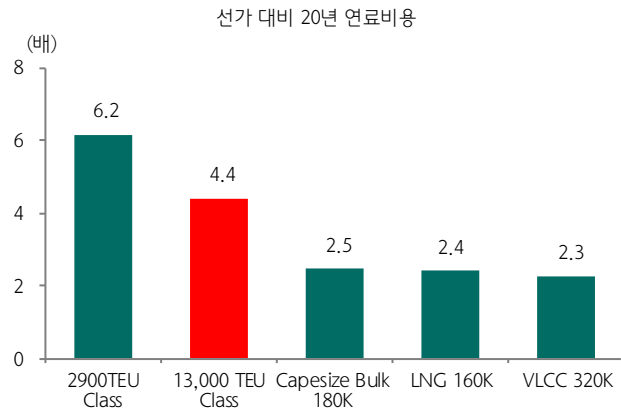
현대삼호중공업에서 최초로 14,000TEU급 초대형 LNG추진 컨테이너선의 인도 소식 이후 컨테이너 선주사들의 선박 발주가 재개되는 모습을 보이고 있다. 얼마전 영국 선사 Zodiac에서 6척의 15,000TEU급 컨테이너선을 대우조선해양에 발주했고 지금은 독일 선사 Hapag Lloyd에서도 23,000TEU급 LNG추진 컨테이너선 발주를 준비하고 있는 것으로 언론을 통해 알려지고 있다. 특히 컨테이너선은 가장 많은 CO2를 배출하는 선종이며 20년 누적 연료 비용은 신조선가의 4배 이상에 달하는 가장 낮은 연료 효율성을 보이고 있다. Hapag-Lloyd의 12척의 LNG추진 컨테이너선의 수주 계약이 곧 있을 것으로 예상되며 이 선박들의 계약을 계기로 컨테이너선 분야의 LNG추진선 교체 속도는 한 층 더 빨라지게 될 것이다.

그림 1. 선종별 CO2 배출량 비교



자료: 하나금융투자 정리

그림 2. 13,000TEU급 컨테이너선 20년 연료비용은 선가의 4.4배



자료: 하나금융투자 정리

표 1. 15,000TEU급 이상 컨테이너선 상위 선주사

| 순위 | 선주사                  | 보유 척수 | 수주 잔고 | 인도 예정 |      |      |      |      | 합계 선박량 | 선령   | 국가             |
|----|----------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|--------|------|----------------|
|    |                      |       |       | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |        |      |                |
| 1  | A.P. Moller          | 50    | 0     |       |      |      |      |      | 50     | 5.80 | Denmark        |
| 2  | China COSCO Shipping | 28    | 12    |       |      |      | 9    | 3    | 40     | 2.91 | China P.R.     |
| 3  | CMA CGM              | 19    | 7     | 2     | 5    |      |      |      | 26     | 5.46 | France         |
| 4  | HMM                  | 12    | 8     |       | 8    |      |      |      | 20     | 0.29 | South Korea    |
| 5  | MSC                  | 11    | 5     |       | 5    |      |      |      | 16     | 1.05 | Switzerland    |
| 6  | Zodiac Maritime      | 4     | 6     |       |      |      |      |      | 10     | 5.69 | United Kingdom |
| 6  | Imabari Shipbuilding | 10    | 0     |       |      |      |      |      | 10     | 2.05 | Japan          |
| 6  | Evergreen Marine     | 0     | 10    |       | 3    | 7    |      |      | 10     |      | Taiwan         |
| 9  | Eastern Pacific Shpg | 7     | 0     |       |      |      |      |      | 7      | 2.18 | Singapore      |
| 10 | Quantum Scorpio Box  | 6     | 0     |       |      |      |      |      | 6      | 3.96 | Unknown        |
| 11 | China Merchants      | 1     | 5     |       |      | 1    |      |      | 6      | 3.67 | Hong Kong      |
| 11 | Hapag-Lloyd          | 6     | 0     |       | 4    | 1    |      |      | 6      | 4.96 | Germany        |
| 13 | Minsheng Bank        | 5     | 0     |       |      |      |      |      | 5      | 4.72 | China P.R.     |
| 13 | ICBC                 | 0     | 5     |       | 4    | 1    |      |      | 5      |      | China P.R.     |
| 13 | BoCom                | 5     | 0     |       |      |      |      |      | 5      | 5.07 | China P.R.     |

자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |          |
|--------------|----------|---------|---------|---------|----------|
|              | 2018     | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F    |
| 매출액          | 9,644.4  | 8,358.7 | 8,101.0 | 9,232.0 | 11,569.0 |
| 매출원가         | 8,892.7  | 7,889.8 | 7,330.9 | 8,296.0 | 10,268.0 |
| 매출총이익        | 751.7    | 468.9   | 770.1   | 936.0   | 1,301.0  |
| 판매비          | (273.2)  | 176.2   | 246.2   | 197.1   | 230.6    |
| 영업이익         | 1,024.8  | 292.8   | 524.0   | 738.9   | 1,070.4  |
| 금융손익         | (120.0)  | (76.2)  | (231.8) | (62.7)  | (50.1)   |
| 종속/관계기업손익    | (497.8)  | (1.5)   | (97.7)  | (169.4) | (131.5)  |
| 기타영업외손익      | (39.3)   | (264.0) | 142.5   | 0.0     | 0.0      |
| 세전이익         | 367.7    | (48.9)  | 337.0   | 506.9   | 888.8    |
| 법인세          | 47.7     | (2.4)   | 3.0     | 16.0    | 26.5     |
| 계속사업이익       | 320.1    | (46.5)  | 334.0   | 490.9   | 862.3    |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 당기순이익        | 320.1    | (46.5)  | 334.0   | 490.9   | 862.3    |
| 비배주주지분 순이익   | (24.7)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 지배주주순이익      | 344.7    | (46.5)  | 334.0   | 490.9   | 862.3    |
| 지배주주지분포괄이익   | 332.5    | (85.3)  | 335.3   | 490.9   | 862.3    |
| NOPAT        | 892.0    | 278.3   | 519.3   | 715.6   | 1,038.5  |
| EBITDA       | 1,160.4  | 456.9   | 650.3   | 864.3   | 1,197.7  |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |          |
| 매출액증가율       | (13.13)  | (13.33) | (3.08)  | 13.96   | 25.31    |
| NOPAT증가율     | 124.06   | (68.80) | 86.60   | 37.80   | 45.12    |
| EBITDA증가율    | 31.06    | (60.63) | 42.33   | 32.91   | 38.57    |
| 영업이익증가율      | 39.81    | (71.43) | 78.96   | 41.01   | 44.86    |
| (지배주주)순이익증가율 | (44.54)  | 적전      | 흑전      | 46.98   | 75.66    |
| EPS증가율       | (56.77)  | 적전      | 흑전      | 46.87   | 75.67    |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |          |
| 매출총이익률       | 7.79     | 5.61    | 9.51    | 10.14   | 11.25    |
| EBITDA이익률    | 12.03    | 5.47    | 8.03    | 9.36    | 10.35    |
| 영업이익률        | 10.63    | 3.50    | 6.47    | 8.00    | 9.25     |
| 계속사업이익률      | 3.32     | (0.56)  | 4.12    | 5.32    | 7.45     |

| 대차대조표     | (단위:십억원) |          |          |          |          |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2018     | 2019     | 2020F    | 2021F    | 2022F    |
| 유동자산      | 7,350.0  | 6,871.1  | 7,240.5  | 8,523.1  | 10,830.0 |
| 금융자산      | 452.8    | 2,470.3  | 2,797.8  | 3,190.8  | 3,898.7  |
| 현금성자산     | 351.2    | 2,012.2  | 2,335.5  | 2,635.9  | 3,177.3  |
| 매출채권      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 재고자산      | 1,345.6  | 1,159.0  | 1,170.4  | 1,404.9  | 1,826.5  |
| 기타유동자산    | 5,551.6  | 3,241.8  | 3,272.3  | 3,927.4  | 5,104.8  |
| 비유동자산     | 4,568.5  | 4,405.0  | 4,409.9  | 4,535.2  | 4,739.1  |
| 투자자산      | 494.6    | 570.4    | 568.2    | 669.0    | 850.1    |
| 금융자산      | 479.8    | 563.5    | 561.2    | 660.6    | 839.2    |
| 유형자산      | 3,822.9  | 3,694.5  | 3,651.2  | 3,676.7  | 3,700.2  |
| 무형자산      | 39.8     | 24.7     | 25.2     | 24.3     | 23.4     |
| 기타비유동자산   | 211.2    | 115.4    | 165.3    | 165.2    | 165.4    |
| 자산총계      | 11,918.5 | 11,276.1 | 11,650.3 | 13,058.4 | 15,569.0 |
| 유동부채      | 5,356.8  | 4,807.5  | 4,856.3  | 5,536.6  | 6,759.2  |
| 금융부채      | 1,715.7  | 1,549.6  | 1,567.0  | 1,588.2  | 1,626.3  |
| 매입채무      | 668.5    | 567.3    | 572.9    | 687.7    | 894.0    |
| 기타유동부채    | 2,972.6  | 2,690.6  | 2,716.4  | 3,260.7  | 4,238.9  |
| 비유동부채     | 2,721.5  | 2,713.6  | 2,703.9  | 2,940.8  | 3,366.5  |
| 금융부채      | 1,548.0  | 1,542.9  | 1,521.7  | 1,521.7  | 1,521.7  |
| 기타비유동부채   | 1,173.5  | 1,170.7  | 1,182.2  | 1,419.1  | 1,844.8  |
| 부채총계      | 8,078.3  | 7,521.2  | 7,560.2  | 8,477.3  | 10,125.7 |
| 지배주주지분    | 3,840.2  | 3,754.9  | 4,090.2  | 4,581.0  | 5,443.3  |
| 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    | 298.2    | 298.2    | 298.2    |
| 이익잉여금     | 647.0    | 558.4    | 900.7    | 1,391.5  | 2,253.8  |
| 비지배주주지분   | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 자본총계      | 3,840.2  | 3,754.9  | 4,090.2  | 4,581.0  | 5,443.3  |
| 순금융부채     | 2,810.9  | 622.2    | 290.9    | (80.9)   | (750.6)  |

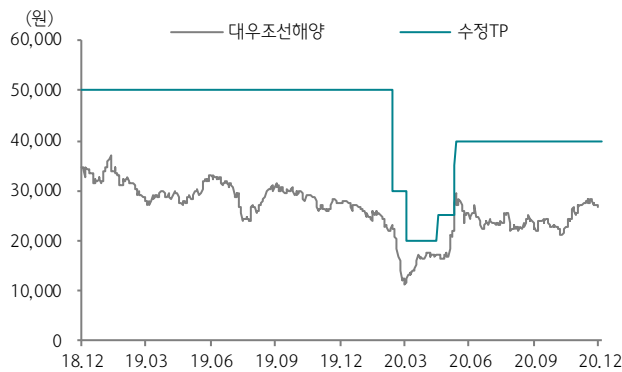
| 투자지표      | (단위:십억원) |         |        |        |         |
|-----------|----------|---------|--------|--------|---------|
|           | 2018     | 2019    | 2020F  | 2021F  | 2022F   |
| 주당지표(원)   |          |         |        |        |         |
| EPS       | 3,219    | (434)   | 3,115  | 4,575  | 8,037   |
| BPS       | 35,828   | 35,032  | 38,129 | 42,704 | 50,741  |
| CFPS      | 8,646    | 5,393   | 7,133  | 6,477  | 9,937   |
| EBITDAPS  | 10,835   | 4,262   | 6,065  | 8,056  | 11,163  |
| SPS       | 90,052   | 77,969  | 75,553 | 86,047 | 107,829 |
| DPS       | 0        | 0       | 0      | 0      | 0       |
| 주가지표(배)   |          |         |        |        |         |
| PER       | 10.61    | (64.17) | 8.59   | 5.85   | 3.33    |
| PBR       | 0.95     | 0.79    | 0.70   | 0.63   | 0.53    |
| PCFR      | 3.95     | 5.16    | 3.75   | 4.13   | 2.69    |
| EV/EBITDA | 5.58     | 7.90    | 4.46   | 2.92   | 1.55    |
| PSR       | 0.38     | 0.36    | 0.35   | 0.31   | 0.25    |
| 재무비율(%)   |          |         |        |        |         |
| ROE       | 9.53     | (1.22)  | 8.52   | 11.32  | 17.20   |
| ROA       | 2.95     | (0.40)  | 2.91   | 3.97   | 6.02    |
| ROIC      | 12.14    | 4.22    | 9.75   | 13.02  | 17.48   |
| 부채비율      | 210.36   | 200.30  | 184.84 | 185.05 | 186.02  |
| 순부채비율     | 73.20    | 16.57   | 7.11   | (1.77) | (13.79) |
| 이자보상배율(배) | 5.62     | 1.74    | 3.54   | 5.09   | 7.28    |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2018     | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 영업활동 현금흐름      | 725.1    | 2,542.1 | 663.5   | 622.6   | 1,000.9 |
| 당기순이익          | 320.1    | (46.5)  | 334.0   | 490.9   | 862.3   |
| 조정             | 52       | 55      | 37      | 13      | 13      |
| 감가상각비          | 135.6    | 164.2   | 126.3   | 125.4   | 127.3   |
| 외환거래손익         | 33.8     | 36.4    | 33.8    | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | 497.8    | 1.5     | (6.4)   | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | (615.2)  | (147.1) | (116.7) | (112.4) | (114.3) |
| 영업활동 자산부채변동    | (113.1)  | 2,036.5 | (38.4)  | 6.3     | 11.3    |
| 투자활동 현금흐름      | (13.2)   | (484.5) | (40.9)  | (343.4) | (497.6) |
| 투자자산감소(증가)     | 118.3    | (75.8)  | 2.5     | (100.8) | (181.1) |
| 자본증가(감소)       | (145.4)  | (146.3) | (69.8)  | (150.0) | (150.0) |
| 기타             | 13.9     | (262.4) | 26.4    | (92.6)  | (166.5) |
| 재무활동 현금흐름      | (565.9)  | (395.1) | (298.4) | 21.2    | 38.1    |
| 금융부채증가(감소)     | (596.1)  | (171.1) | (3.8)   | 21.2    | 38.1    |
| 자본증가(감소)       | (348.7)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | 378.9    | (224.0) | (294.6) | 0.0     | 0.0     |
| 배당지급           | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증감         | 145.4    | 1,661.0 | 323.3   | 300.4   | 541.4   |
| Unlevered CFO  | 926.0    | 578.2   | 764.8   | 694.9   | 1,066.2 |
| Free Cash Flow | 577.1    | 2,387.0 | 592.3   | 472.6   | 850.9   |

자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



| 날짜       | 투자 의견 | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|-------|--------|---------|---------|
|          |       |        | 평균      | 최고/최저   |
| 20.6.3   | BUY   | 40,000 |         |         |
| 20.6.2   | BUY   | 35,000 |         |         |
| 20.5.8   | BUY   | 25,000 | -26.43% | -4.20%  |
| 20.3.26  | BUY   | 20,000 | -20.41% | -11.50% |
| 20.3.6   | BUY   | 30,000 | -48.36% | -31.33% |
| 19.11.20 | 1년 경과 |        | -       | -       |
| 18.11.20 | BUY   | 50,000 | -39.06% | -25.20% |

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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 | 93.31%  | 6.69%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2020년 12월 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 12월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 12월 23일 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 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.