



하나금융그룹

2021년 1월 6일 | Equity Research

# 대우조선해양 (042660)

## 중고선 퇴출과 운임 상승, LNG추진선 수주 더욱 늘어난다

### 운임이 올라도 중고선 거래량은 감소

LNG선과 LPG선 그리고 컨테이너선 운임이 최고 수준으로 급등하고 있지만 중고선박에 대한 매매는 줄어들고 있다. LNG선의 경우 140K급 Moss LNG선은 20년 장기용선계약이 풀려나는 선박들부터 해체장으로 향하는 모습을 보여주고 있다. 컨테이너선 운임지수도 사상 최고치를 보이고 있는 가운데 컨테이너선 중고선 매매는 소폭 늘어나다(해운 비전문가들이 운임 상승을 보고 중고선박 매입했기 때문) 다시 줄어드는 모습을 보이고 있다. 선종에 대한 구별없이 지금의 해운 운임 상승은 강화되고 있는 해운업계 환경 규제로 중고선박의 운항이 점점 어려워져 가장 중요한 용선시장에서 퇴출되고 있기 때문이다. 메이저 항구에서는 중고선박의 입항 척수가 줄어들고 있고, 특히 유럽 메이저 항구에서는 규제위반시 막대한 벌금부과와 선박에 대한 압류, 선원 구금 조치도 취하고 있다. 이런 이유로 운임이 오르기 전에 중고선 투자를 늘려온 그리스 선주들 조차 지난 3년간 중고선 투자를 계속해서 줄이는 모습을 보이고 있다.

### 산업 수요와 더불어 선박 연료로서 LNG와 LPG수요 증가

LNG와 LPG는 해당 산업 분야에서의 수요도 높아지고 있지만 선박 연료로서의 수요도 빠르게 늘어나고 있다. 지난해 10월까지 한국 조선소의 수주계약에서 45% 가량이 LNG/LPG추진 사양이었고 지난해 말부터는 사실상 거의 모든 신조선 계약량이 LNG/LPG추진 사양을 탑재하는 것으로 알려지고 있다. 특히 LPG선박 연료 수요가 높아질수록 10K급 미만의 소형 LPG선박은 LPG벙커링을 목적으로 개조되는 사례도 늘어나고 있다. 결국 중고선은 운항 목적이 없어지고 있다. 올해 여름이면 현대미포/현대삼호/대우조선에서 LNG추진선박의 신조선 인도가 시작되며 이들 선박들의 인도 이후 LNG추진선 발주수요는 큰 폭으로 높아지게 될 것이다.

### 목표가 40,000원(유지), 투자의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 40,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. 대우조선해양은 LNG/LPG추진 분야에 대한 기술을 선도하고 있으며 LNG에서 암모니아까지 담을 수 있는 고망간 연료탱크 개발도 주도해 해외 선주들의 많은 관심을 받고 있다. ROE는 2021년 11.3%, 2022년은 17.2%로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(1월 4일): 27,850원

#### Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,944.45		
52주 최고/최저(원)	29,350/11,200	7,448.6	7,511.3
시가총액(십억원)	2,988.0	영업이익(십억원)	437.6
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	305.5
발행주식수(천주)	107,290.7	EPS(원)	2,849
60일 평균 거래량(천주)	471,063.7	BPS(원)	37,856
60일 평균 거래대금(십억원)	12.2		39,649
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	8.97		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.10		
하나은행	8.40		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(0.4) 13.0 1.3		
상대	(7.6) (17.4) (25.1)		

#### 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)	8.80	6.09	3.47
PBR	배	0.95	0.79	0.72	0.65	0.55
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 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

## 중고선 퇴출과 운임의 상승, LNG/LPG추진선 수주량 더욱 늘어난다

지금의 운임 상승은 중고선박 퇴출에 따른 결과

그리스 선주들은 통상 해운 운임이 오르기 전에 중고선 매입을 늘린 후 운임이 상승하면 중고선을 전량 매각해 막대한 차익을 얻는 것으로 유명하다. 하지만 해운 운임이 오르고 있는 최근 3년간 그리스 선주들은 중고선 투자를 늘리지 않고 있다. 해운업계 환경규제 강화로 중고선의 입지가 줄어들고 있기 때문이다. 지금의 운임 상승은 중고선박의 퇴출이 그 이유이기도 하다. LNG/LPG추진선 수주계약량이 늘어날수록 중고선 퇴출은 빨라진다.

그림 1. 역사적 고점 수준을 보이는 LNG선 운임 추이

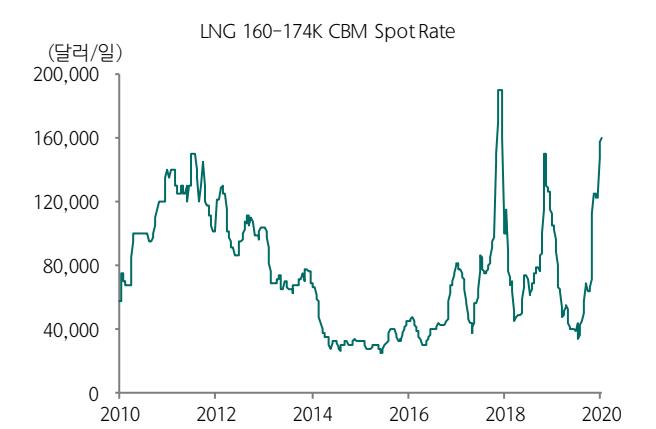


그림 2. LNG선 운임은 올라도 중고선 퇴출은 지속

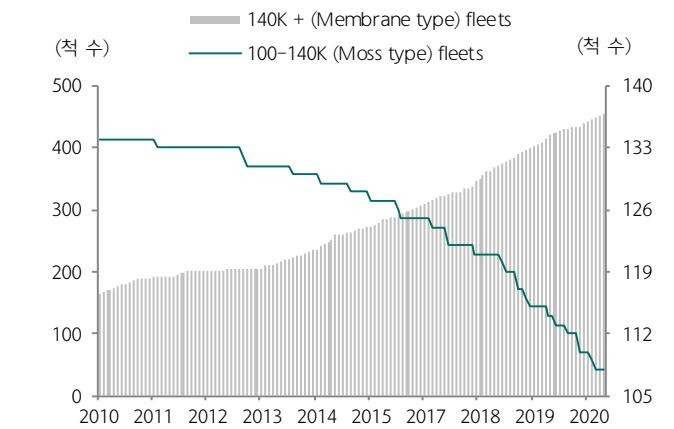


그림 3. 역사적 고점을 넘어선 대형 LPG선 운임 추이

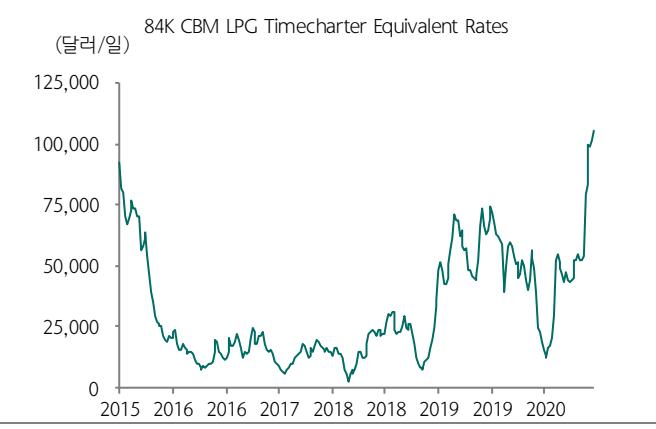


그림 4. 그리스 선주들의 중고선 투자 1년 후행과 운임 움직임은 일치

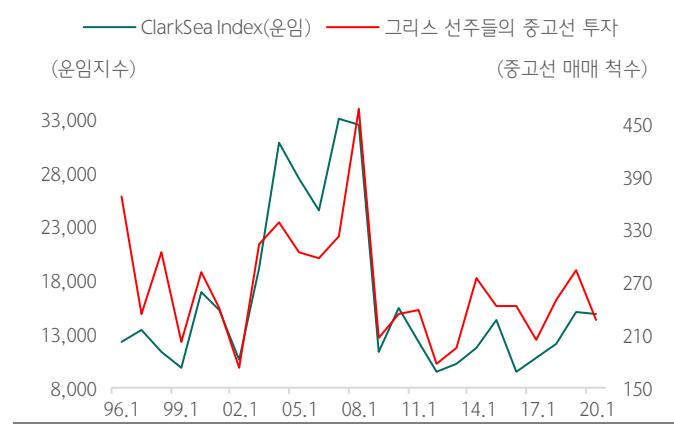
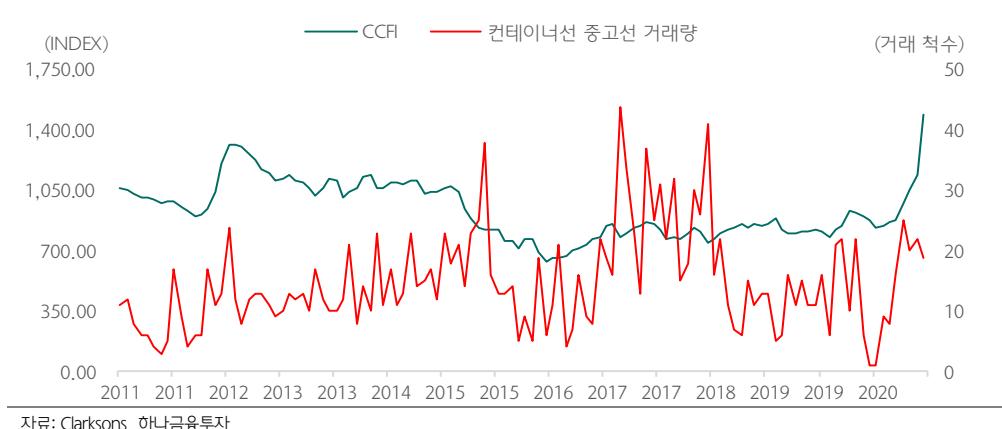


그림 5. 컨테이너선 운임지수가 역사적 최고 수준이지만 중고 컨테이너선 거래량은 감소



## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>9,644.4</b>	<b>8,358.7</b>	<b>8,101.0</b>	<b>9,232.0</b>	<b>11,569.0</b>	
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	
판관비	(273.2)	176.2	246.2	197.1	230.6	
<b>영업이익</b>	<b>1,024.8</b>	<b>292.8</b>	<b>524.0</b>	<b>738.9</b>	<b>1,070.4</b>	
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	
<b>세전이익</b>	<b>367.7</b>	<b>(48.9)</b>	<b>337.0</b>	<b>506.9</b>	<b>888.8</b>	
법인세	47.7	(2.4)	3.0	16.0	26.5	
계속사업이익	320.1	(46.5)	334.0	490.9	862.3	
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>320.1</b>	<b>(46.5)</b>	<b>334.0</b>	<b>490.9</b>	<b>862.3</b>	
비자매주주지분 순이익	(24.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>지배주주순이익</b>	<b>344.7</b>	<b>(46.5)</b>	<b>334.0</b>	<b>490.9</b>	<b>862.3</b>	
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	
<b>성장성(%)</b>						
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	
<b>수익성(%)</b>						
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
<b>유동자산</b>		<b>7,350.0</b>	<b>6,871.1</b>	<b>7,240.5</b>	<b>8,523.1</b>	<b>10,830.0</b>
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
<b>비유동자산</b>		<b>4,568.5</b>	<b>4,405.0</b>	<b>4,409.9</b>	<b>4,535.2</b>	<b>4,739.1</b>
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
<b>자산총계</b>		<b>11,918.5</b>	<b>11,276.1</b>	<b>11,650.3</b>	<b>13,058.4</b>	<b>15,569.0</b>
<b>유동부채</b>		<b>5,356.8</b>	<b>4,807.5</b>	<b>4,856.3</b>	<b>5,536.6</b>	<b>6,759.2</b>
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
<b>비유동부채</b>		<b>2,721.5</b>	<b>2,713.6</b>	<b>2,703.9</b>	<b>2,940.8</b>	<b>3,366.5</b>
금융부채		<b>1,548.0</b>	<b>1,542.9</b>	<b>1,521.7</b>	<b>1,521.7</b>	<b>1,521.7</b>
기타비유동부채		1,173.5	1,170.7	1,182.2	1,419.1	1,844.8
<b>부채총계</b>		<b>8,078.3</b>	<b>7,521.2</b>	<b>7,560.2</b>	<b>8,477.3</b>	<b>10,125.7</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>3,840.2</b>	<b>3,754.9</b>	<b>4,090.2</b>	<b>4,581.0</b>	<b>5,443.3</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	298.2	298.2	298.2
이익잉여금		647.0	558.4	900.7	1,391.5	2,253.8
<b>비자매주주지분</b>		<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>		<b>3,840.2</b>	<b>3,754.9</b>	<b>4,090.2</b>	<b>4,581.0</b>	<b>5,443.3</b>
순금융부채		2,810.9	622.2	290.9	(80.9)	(750.6)

투자지표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>						
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
<b>주가지표(배)</b>						
PER		10.61	(64.17)	8.80	6.09	3.47
PBR		0.95	0.79	0.72	0.65	0.55
PCFR		3.95	5.16	3.84	4.30	2.80
EV/EBITDA		5.58	7.90	4.46	2.92	1.55
PSR		0.38	0.36	0.36	0.32	0.26
<b>재무비율(%)</b>						
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
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>725.1</b>	<b>2,542.1</b>	<b>663.5</b>	<b>622.6</b>	<b>1,000.9</b>
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)
영업활동자산부채변동		(113.1)	2,036.5	(38.4)	6.3	11.3
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(13.2)</b>	<b>(484.5)</b>	<b>(40.9)</b>	<b>(343.4)</b>	<b>(497.6)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(565.9)</b>	<b>(395.1)</b>	<b>(298.4)</b>	<b>21.2</b>	<b>38.1</b>
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
<b>현금의 증감</b>		<b>145.4</b>	<b>1,661.0</b>	<b>323.3</b>	<b>300.4</b>	<b>541.4</b>
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

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

## 대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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 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	93.31%	6.69%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 1월 4일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2021년 1월 6일 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 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증거자료로 사용될 수 없습니다.