



하나금융그룹

2018년 7월 2일 | Equity Research

# 대우조선해양 (042660)

## LNG벙커링 투자 속도는 빨라지고 있다

### LNG벙커링 시설 투자는 빠르게 늘어나고 있다

2014년 10월 EU집행위원회는 유럽 주요 항구에 LNG 및 대체연료의 Bunkering 시설투자에 대한 규칙을 강제화 하는 것을 승인했었다. EU집행위원회의 결정에 의하면 유럽 주요 항구의 LNG벙커링 시설은 2025년까지 모두 완료되어야 한다.

전세계 Top 10 Oil bunkering 항구 중 9개 항구에서 이미 LNG연료 공급을 시작하고 있으며 전세계 25개 중 항구 중 24군데에서는 약간의 시설투자를 거쳐 2020년부터 LNG연료 공급은 가능한 것으로 SEA/LNG 에서 말하고 있다. 현재 전 세계에서 LNG연료 공급이 가능한 지역은 싱가폴, 중동, 미국 케리비안과 유럽 등 60군데이다. LNG벙커링 시설 투자 결정은 지난해 28 프로젝트가 결정되었고 현재 36개의 프로젝트가 최종투자결정을 두고 논의 중에 있는 것으로 알려지고 있다.

### LNG추진선 수요 늘수록 후행적으로 LNG벙커링선 투자 증가

현재 유럽에서 가동되고 있는 LNG추진선박은 117척이 있으며 111척의 수주잔고 그리고 14척의 LNG Ready선박의 수주잔고가 있다. 미국과 유럽을 오가는 LNG추진선은 이미 가동되고 있으며 지난해 말 CMA-GGM이 22,000TEU급 LNG추진 컨테이너선을 발주함에 따라 LNG추진선 수요는 이제 구주노선(Far East-Europe)으로 확산되었다. 물론 이 선박을 수주한 중국 후동중화에서 선박 건조는 심각하게 지연되고 있기 때문에 추가 발주 수요는 한국 조선소로 몰리게 될 것이다.

현재 가동중인 LNG벙커링선은 6척이며 Total, Shell, Gas Natural Fenosa, Enn 그리고 Statoil 등에 의해 4척이 추가발주되었다. 특히 Shell은 지난해 4K CBM급의 LNG벙커링선의 장기용선계약을 체결해 미국 동부연안에 투입되었다. LNG추진선 수요가 늘어날수록 LNG벙커링선 투자는 후행적으로 늘어나는 움직임을 보이고 있다.

### LNG추진선 시대에 가장 앞선 경쟁력을 보유한 대우조선해양

올해 5월 IMO MEPC 72차 총회에서 SOx 규제 도입 시기가 2020년이라는 것이 다시 한번 강조되었다. 이는 LNG추진선 및 벙커링 투자 속도를 더욱 높이고 있다. LNG추진시스템, 독자화물창과 LNG연료 탱크 등 LNG추진선 분야에서 가장 앞선 기술력을 보이고 있는 대우조선해양을 주목해야 할 것이다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 45,000원 | CP(6월29일): 27,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,326.13		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	9,533.6 7,988.9
시가총액(십억원)	2,894.6	영업이익(십억원)	540.1 362.3
시가총액비중(%)	0.24	순이익(십억원)	387.1 257.4
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,552 2,364
60일 평균 거래량(천주)	638.0	BPS(원)	38,921 41,298
60일 평균 거래금(십억원)	16.8		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	3.97		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.1 94.2 (39.7)		
상대	6.8 106.0 (37.9)		

Stock Price	
(천원)	대우조선해양(주) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	9,890.1	7,534.6	7,773.7
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	573.6	364.1	408.4
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	584.4	391.4	444.3
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	517.8	331.0	375.0
EPS	원	(126,098)	7,447	4,835	3,088	3,498
증감률	%	직지	흑전	(35.1)	(36.1)	13.3
PER	배	N/A	1.87	5.58	8.74	7.72
PBR	배	2.86	0.44	0.74	0.68	0.63
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	4.97	6.42	4.98
ROE	%	(279.57)	28.12	14.17	8.12	8.46
BPS	원	15,660	31,823	36,509	39,596	43,094
DPS	원	0	0	0	0	0



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

## LNG, 선박 연료의 Mainstream으로 부상하고 있다

저유황, Scrubber의 기술적 결합

선박연료의 Mainstream으로  
LNG부상하고 있다

2020년부터 시작되는 SOx 규제는 선박 연료의 변화를 가져오고 있다. 저유황 사용과 Scrubber 설치 및 가동이 선박엔진 및 선체에 치명적인 결합을 유발하고 있다는 점이 조선/해운업계에 알려지면서 선박연료는 LNG가 mainstream으로 부상하고 있다.

전세계 주요 10개 Oil bunkering 항구 중 9개에서는 이미 LNG연료를 공급하고 있으며 전 세계 주요 25개 항구 중 24개는 약간의 시설투자를 거쳐 2020년부터 LNG연료 공급이 가능한 것으로 SEA/LNG와 DNV GL(노르웨이 선급)에서 말하고 있다. LNG추진선은 북미~유럽을 오가는 노선에서 이미 가동되고 있으며 수요는 극동 아시아~유럽 노선으로 확산되고 있다. LNG추진선 수요가 많아질수록 LNG벙커링 선박 투자는 후행적으로 늘어나게 될 것이다.

그림 1. 글로벌 LNG 벙커링 시설 투자 빠르게 늘어나고 있다

전세계 10개 Oil bunkering 항구  
중 9개 항구에서는 이미 LNG 공급

유럽과 중동, 싱가폴, 미국 케리비안  
이 LNG벙커링 시설의 중심이며  
중국/일본/한국으로 시설투자 확산  
될 전망

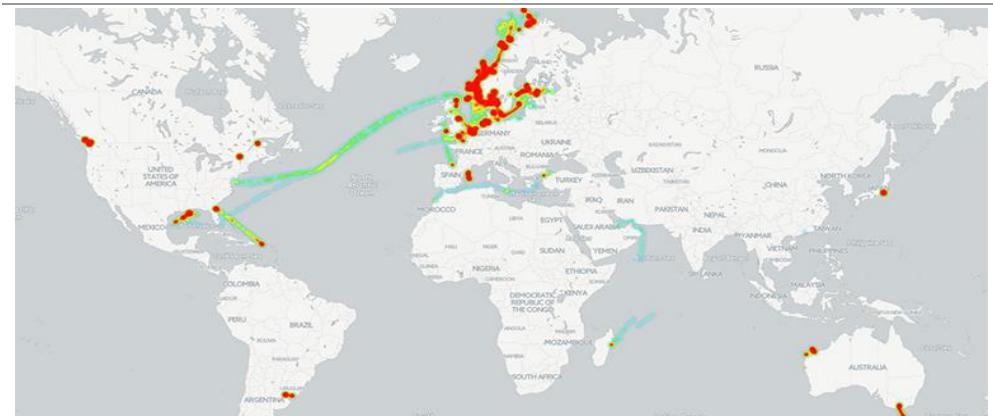


자료: DNV GL, 하나금융투자

그림 2. LNG 추진선의 운항 지역은 글로벌로 확산되고 있다

북미~유럽을 오가는 LNG추진선은  
117척이며 수주잔고는 225척이다

LNG추진선 수요는 구주노선으로  
확산되고 있으며 LNG추진선 수요가  
늘수록 LNG벙커링선 투자 빨라진다



자료: DNV GL, 하나금융투자

표 1. 2025년까지 유럽의 주요 항구에는 LNG벙커링 시설 투자 완료해야 하는 법안이 통과

	Coverage	Timings
Electricity in urban/suburban and other densely populated areas	Appropriate number of publicly accessible points	by end 2020
CNG in urban/suburban and other densely populated areas	Appropriate number of points	by end 2020
CNG along the TEN-T core network	Appropriate number of points	by end 2025
Electricity at shore-side	Ports of the TEN-T core network and other ports	by end 2025
Hydrogen in the Member States who choose to develop it	Appropriate number of points	by end 2025
<b>LNG at maritime ports</b>	<b>Ports of the TEN-T core network</b>	<b>by end 2025</b>
LNG at inland ports	Ports of the TEN-T core network	by end 2030
LNG for heavy-duty vehicles	Appropriate number of points along the TEN-T core network	by end 2025

자료: EU commissions, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>		<b>12,819.2</b>	<b>11,101.8</b>	<b>9,890.1</b>	<b>7,534.6</b>	<b>7,773.7</b>
매출원가		13,449.6	9,557.7	9,141.0	6,940.0	7,227.0
매출총이익		(630.4)	1,544.1	749.1	594.6	546.7
판관비		900.5	811.1	175.5	230.5	138.3
<b>영업이익</b>		<b>(1,530.8)</b>	<b>733.0</b>	<b>573.6</b>	<b>364.1</b>	<b>408.4</b>
금융순익		(81.6)	1,403.3	60.6	77.5	85.4
종속/관계기업순익		5.2	(167.3)	(49.8)	(50.2)	(49.5)
기타영업외순익		(354.4)	(780.0)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>(1,961.7)</b>	<b>1,189.0</b>	<b>584.4</b>	<b>391.4</b>	<b>444.3</b>
법인세		827.8	543.3	59.5	59.7	66.0
계속사업이익		(2,789.5)	645.8	524.9	331.7	378.3
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>(2,789.5)</b>	<b>645.8</b>	<b>524.9</b>	<b>331.7</b>	<b>378.3</b>
비지배주주지분 순이익		(55.3)	24.3	7.1	0.7	3.3
<b>지배주주순이익</b>		<b>(2,734.1)</b>	<b>621.5</b>	<b>517.8</b>	<b>331.0</b>	<b>375.0</b>
지배주주지분포괄이익		(2,709.5)	527.1	535.1	338.2	385.7
NOPAT		(2,176.9)	398.1	515.2	308.6	347.8
EBITDA		(1,326.2)	885.4	709.9	509.6	554.2
<b>성장률(%)</b>						
매출액증가율		(17.0)	(13.4)	(10.9)	(23.8)	3.2
NOPAT증가율		적지	흑전	29.4	(40.1)	12.7
EBITDA증가율		적지	흑전	(19.8)	(28.2)	8.8
영업이익증가율		적지	흑전	(21.7)	(36.5)	12.2
(지배주주)순이익증가율		적지	흑전	(16.7)	(36.1)	13.3
EPS증가율		적지	흑전	(35.1)	(36.1)	13.3
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		(4.9)	13.9	7.6	7.9	7.0
EBITDA이익률		(10.3)	8.0	7.2	6.8	7.1
영업이익률		(11.9)	6.6	5.8	4.8	5.3
계속사업이익률		(21.8)	5.8	5.3	4.4	4.9

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(126,098)	7,447	4,835	3,088	3,498
BPS	15,660	31,823	36,509	39,596	43,094
CFPS	(19,512)	25,162	6,164	4,285	4,708
EBITDAPS	(61,164)	10,610	6,629	4,754	5,169
SPS	591,222	133,034	92,348	70,282	72,512
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	1.9	5.6	8.7	7.7
PBR	2.9	0.4	0.7	0.7	0.6
PCFR	N/A	0.6	4.4	6.3	5.7
EV/EBITDA	N/A	5.1	5.0	6.4	5.0
PSR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(279.6)	28.1	14.2	8.1	8.5
ROA	(16.1)	4.7	4.5	2.9	3.3
ROIC	(30.5)	5.9	8.9	6.5	7.4
부채비율	2,184.7	282.7	232.5	189.7	176.8
순부채비율	1,028.0	115.0	29.2	20.1	6.0
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	75.8	48.4	54.3

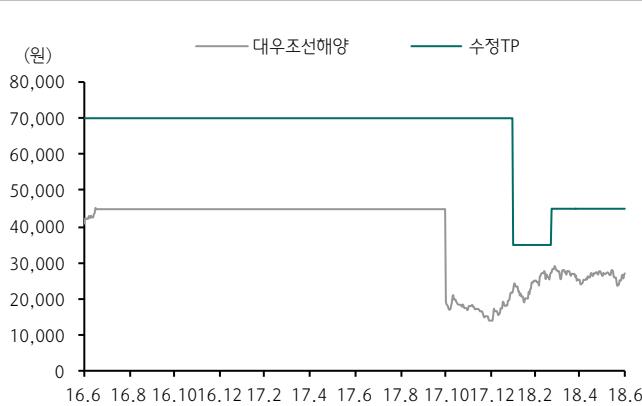
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		<b>7,999.5</b>	<b>6,651.3</b>	<b>6,721.8</b>	<b>6,188.6</b>	<b>6,864.7</b>
금융자산		426.1	419.2	2,828.8	3,065.3	3,587.5
현금성자산		224.3	205.8	2,628.2	2,904.8	3,419.0
매출채권 등		5,094.9	4,508.0	2,343.5	1,874.8	1,968.5
재고자산		1,071.1	743.4	624.9	499.9	524.9
기타유동자산		1,407.4	980.7	924.6	748.6	783.8
<b>비유동자산</b>		<b>7,065.3</b>	<b>4,795.5</b>	<b>4,972.4</b>	<b>4,961.6</b>	<b>4,838.9</b>
투자자산		895.7	612.9	576.1	460.9	483.9
금융자산		877.4	597.0	561.1	448.9	471.4
유형자산		5,197.9	4,003.4	4,219.0	4,325.3	4,181.2
무형자산		73.3	37.3	35.4	33.7	32.0
기타비유동자산		898.4	141.9	141.9	141.7	141.8
<b>자산총계</b>		<b>15,064.8</b>	<b>11,446.8</b>	<b>11,694.1</b>	<b>11,150.2</b>	<b>11,703.6</b>
<b>유동부채</b>		<b>12,368.7</b>	<b>6,143.0</b>	<b>5,926.1</b>	<b>5,246.2</b>	<b>5,382.1</b>
금융부채		5,918.5	2,588.2	2,583.3	2,568.1	2,571.2
매입채무 등		6,279.4	3,493.7	3,284.1	2,627.3	2,758.6
기타유동부채		170.8	61.1	58.7	50.8	52.3
<b>비유동부채</b>		<b>2,036.8</b>	<b>2,313.0</b>	<b>2,250.6</b>	<b>2,054.7</b>	<b>2,093.9</b>
금융부채		1,286.3	1,271.5	1,271.5	1,271.5	1,271.5
기타비유동부채		750.5	1,041.5	979.1	783.2	822.4
<b>부채총계</b>		<b>14,405.5</b>	<b>8,456.1</b>	<b>8,176.6</b>	<b>7,301.0</b>	<b>7,476.0</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>1,026.9</b>	<b>3,393.5</b>	<b>3,913.2</b>	<b>4,244.3</b>	<b>4,619.3</b>
자본금		332.9	538.3	540.3	540.3	540.3
자본잉여금		2,825.6	54.6	54.6	54.6	54.6
자본조정		1,004.6	2,599.0	2,599.0	2,599.0	2,599.0
기타포괄이익누계액		410.6	293.7	293.7	293.7	293.7
이익잉여금		(3,546.8)	(92.2)	425.7	756.7	1,131.7
<b>비지배주주지분</b>		<b>(367.5)</b>	<b>(402.8)</b>	<b>(395.7)</b>	<b>(395.0)</b>	<b>(391.7)</b>
<b>자본총계</b>		<b>659.4</b>	<b>2,990.7</b>	<b>3,517.5</b>	<b>3,849.3</b>	<b>4,227.6</b>
<b>순금융부채</b>		<b>6,778.6</b>	<b>3,440.4</b>	<b>1,026.0</b>	<b>774.3</b>	<b>255.2</b>

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>(531.0)</b>	<b>(1,019.9)</b>	<b>2,725.7</b>	<b>386.5</b>	<b>542.2</b>
당기순이익		(2,789.5)	645.8	524.9	331.7	378.3
조정		2,102.0	1,322.3	136.3	145.6	145.8
감가상각비		204.6	152.4	136.3	145.5	145.7
외환거래손익		48.3	144.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익		16.7	171.5	0.0	0.0	0.0
기타		1,832.4	853.5	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동		156.5	(2,988.0)	2,064.5	(90.8)	18.1
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(282.7)</b>	<b>22.7</b>	<b>(300.4)</b>	<b>(94.6)</b>	<b>(31.1)</b>
투자자산감소(증가)		(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)		84.8	(83.3)	(350.0)	(250.0)	0.0
기타		(79.0)	(176.8)	12.8	40.2	(8.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(200.9)</b>	<b>987.9</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>3.0</b>
금융부채증가(감소)		(2,712.0)	(3,345.1)	(4.8)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)		1,784.3	(2,565.6)	2.0	0.0	0.0
기타재무활동		726.8	6,898.6	(0.1)	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>		<b>(1,011.7)</b>	<b>(18.5)</b>	<b>2,422.4</b>	<b>276.6</b>	<b>514.2</b>
Unlevered CFO		(423.1)	2,099.8	660.1	459.4	504.7
Free Cash Flow		(650.8)	(1,128.7)	2,375.7	136.5	542.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.3.23	BUY	45,000		
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
17.5.8	1년 경과		-49.53%	-36.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-36.01%	-28.71%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	93.0%	6.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 06월 29일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)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 2018년 07월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 07월 02일 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.