



2018년 7월 19일 | Equity Research

대우조선해양 (042660)

벙커링 항구에서는 LNG 연료 판매량이 늘고 있다

저유황 최대 벙커링항 로테르담의 LNG선박연료 판매 증가

전세계 저유황 벙커링의 40%를 차지하고 있는 로테르담 항구에서는 석유연료 판매량 감소와 LNG 선박연료 판매량 증가를 강조하고 있다. 특히 ECA(Emission Control Areas)에서의 SOx규제가 한번 더 강화된 2015년의 저유황 판매량이 2014년보다 두 배 이상 증가되었다.

하지만 LNG추진선과 LNG벙커링 선박의 운항이 늘어나면서 2016~2017년의 저유황 판매량은 감소되고 LNG연료 판매량이 증가되었다. 로테르담 항구에서의 LNG연료 판매량은 2016년 100톤 이하에서 지난해 1,500톤으로 늘었으며 올해는 1분기에만 729톤이 판매되었다. 메이저 벙커링 항구에서는 이미 LNG선박연료의 판매실적이 높아지기 시작했다.

LNG추진선 인도실적 늘어날수록 LNG 선박연료 수요 증가

최근 노르웨이 부근 발틱해에서 1,036TEU급 LNG추진선(Wes Amelie)의 운항이 시작되었고 이를 계기로 Shell은 6K급 LNG벙커링 선박(Cardissa)을 운항에 투입함에 따라 LNG선박 연료 판매가 증가되었다. Wes Amelie는 LNG추진선으로 개조된 선박이며 M.A.N의 L타입 추진엔진이 탑재되었다. Wes Amelie는 LNG연료를 사용함으로써 황산화물 배출량은 99%, 질산화물 배출량은 90%, CO2는 20% 절감되게 된다. 한국 조선소가 수주잔고로 갖고 있는 LNG추진선의 인도가 늘어나고 운항이 시작될수록 LNG벙커링선 투자와 LNG 선박연료 판매수요가 후행적으로 늘어나게 될 것이다.

저유황과 SOx 스크러버의 기술적 결함과 LNG 연료의 부각

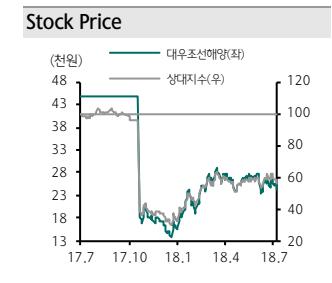
지난 2013년 SOx규제와 선박연료의 변화에 관한 조선업 보고서를 최초로 발간했을 당시 업계에서 이에 대한 문의가 많았었다. 1년의 시차를 두고 2014년부터 저유황 사용, Scrubber부착 등 SOx규제의 해결방안에 대한 조선/해운업계의 의견이 나타나기 시작했다. 이번에도 마찬가지로 저유황과 Scrubber 사용에 따른 기술적 결함에 관한 보고서 발간 이후 1년의 시차를 두고 SOx규제의 해결방안은 LNG가 될 것이라는 업계의 의견이 나타나게 될 것이다. 이미 국내외 선급으로부터 저유황과 Scrubber 사용에 관한 기술적 결함에 관한 보고서들이 줄줄이 발간되기 시작했다.

Update

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(7월 18일): 24,050원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,290.11		
52주 최고/최저(원)	44,800/13,900	매출액(십억원)	9,384.1 7,878.9
시가총액(십억원)	2,578.3	영업이익(십억원)	524.7 360.3
시가총액비중(%)	0.21	순이익(십억원)	414.5 264.5
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,442 2,415
60일 평균 거래량(천주)	572.1	BPS(원)	39,465 41,909
60일 평균 거래대금(십억원)	14.9		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	5.14		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률 1M 6M 12M			
절대 (1.2) 34.0 (46.3)			
상대 2.5 47.2 (43.1)			



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	305.8	364.1	408.0
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	317.9	391.0	444.1
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	291.9	331.3	374.8
EPS	원	(126,098)	7,447	2,725	3,090	3,496
증감률	%	적지	흑전	(63.4)	13.4	13.1
PER	배	N/A	1.87	8.83	7.78	6.88
PBR	배	2.86	0.44	0.68	0.62	0.57
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	7.42	5.95	4.56
ROE	%	(279.57)	28.12	8.12	8.36	8.68
BPS	원	15,660	31,823	35,426	38,516	42,012
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

메이저 벙커링 항구에서 LNG연료 수요 증가되기 시작

LNG추진선 운항 시작될수록

LNG선박 연료 수요와

LNG벙커링선 수요 후행적으로 증가

노르웨이 부근 발틱해는 ECAs(Emission Control Areas)로 지정되어 있으며 2015년부터 이 지역내에서는 황 함유량 0.1%이내인 초저유황(Ultra Low Sulfur Fuel Oil)을 사용해야 한다. 전세계 저유황 벙커링 시장의 40%를 갖고 있는 로테르담 항구에서는 2015년부터 저 유황 판매량이 눈에 띄게 늘어나기 시작했으며 벙커C유 판매량은 감소세를 보였다.

이러한 가운데 1,036TEU급 LNG추진 컨테이너선(Wes Amelie)이 지난해 9월부터 운항을 시작함에 따라 로테르담 항구에서는 저유황 판매수요가 줄어들고 LNG연료 수요가 높아지기 시작했다. 로테르담 항구의 LNG선박연료 판매실적은 2016년에 100톤 이하 수준이었는데 2017년에는 1,500톤으로 15배 이상 증가되었고 올해는 1분기에만 729톤의 판매실적을 보였다. Wes Amelie 운항이 시작되는 것을 이유로 Shell은 6K급 LNG벙커링선(Cardissa)을 운항에 투입했다.

LNG추진선 운항이 늘어나면 후행적으로 LNG선박연료와 LNG벙커링선 수요가 늘어나고 있는 산업연관 관계를 보이고 있다.

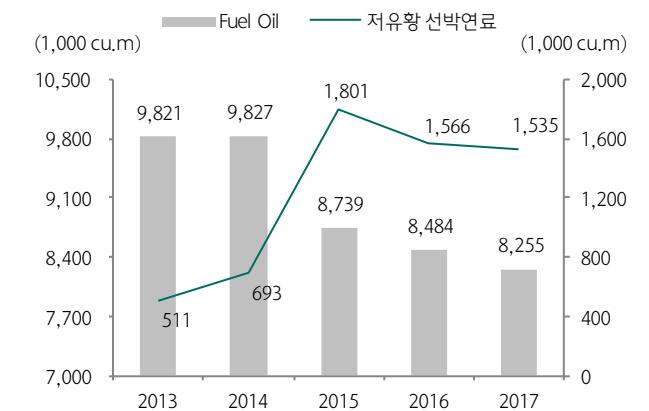
그림 1. 로테르담 항구에서 LNG연료를 충전하고 있는 Wes Amelie 컨테이너선

1,036TER급 LNG추진 컨테이너선이
ECA지역인 발틱해에서 운항을
시작하면서 로테르담 항구의
LNG연료 수요 증가되기 시작



자료: 로테르담 항구, 하나금융투자

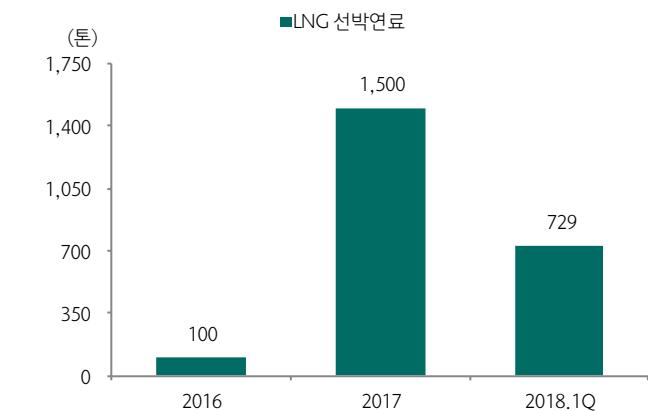
그림 2. 로테르담 항구의 선박 연료 판매실적 추이



자료: 로테르담 항구, 하나금융투자



그림 3. 로테르담 항구에서 LNG선박 연료 판매량 증가



자료: 로테르담 항구, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,890.1	7,534.6	7,773.7
매출원가	13,449.6	9,557.7	9,408.8	6,940.0	7,227.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	481.3	594.6	546.7
판관비	900.5	811.1	175.6	230.5	138.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	305.8	364.1	408.0
금융순이익	(81.6)	1,403.3	(63.4)	(23.7)	(8.9)
종속/관계기업순이익	5.2	(167.3)	114.3	50.6	45.0
기타영업외순이익	(354.4)	(780.0)	(38.7)	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	317.9	391.0	444.1
법인세	827.8	543.3	20.7	59.0	66.0
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	297.3	332.0	378.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	297.3	332.0	378.1
비자주주지분 순이익	(55.3)	24.3	5.4	0.7	3.3
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	291.9	331.3	374.8
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	313.5	339.3	386.3
NOPAT	(2,176.9)	398.1	285.9	309.1	347.3
EBITDA	(1,326.2)	885.4	450.8	518.1	561.7
성장률(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(10.9)	(23.8)	3.2
NOPAT증가율	적지	흑전	(28.2)	8.1	12.4
EBITDA증가율	적지	흑전	(49.1)	14.9	8.4
영업이익증가율	적지	흑전	(58.3)	19.1	12.1
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(53.0)	13.5	13.1
EPS증가율	적지	흑전	(63.4)	13.4	13.1
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	4.9	7.9	7.0
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	4.6	6.9	7.2
영업이익률	(11.9)	6.6	3.1	4.8	5.2
계속사업이익률	(21.8)	5.8	3.0	4.4	4.9

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	2,725	3,090	3,496
BPS	15,660	31,823	35,426	38,516	42,012
CFPS	(19,512)	25,162	3,956	5,310	5,665
EBITDAPS	(61,164)	10,610	4,209	4,833	5,239
SPS	591,222	133,034	92,348	70,282	72,512
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	8.8	7.8	6.9
PBR	2.9	0.4	0.7	0.6	0.6
PCFR	N/A	0.6	6.1	4.5	4.2
EV/EBITDA	N/A	5.1	7.4	6.0	4.6
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	8.1	8.4	8.7
ROA	(16.1)	4.7	2.6	3.0	3.4
ROIC	(30.5)	5.9	4.9	6.4	7.3
부채비율	2,184.7	282.7	233.6	189.3	176.1
순부채비율	1,028.0	115.0	34.6	24.5	9.4
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	2.0	2.4	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

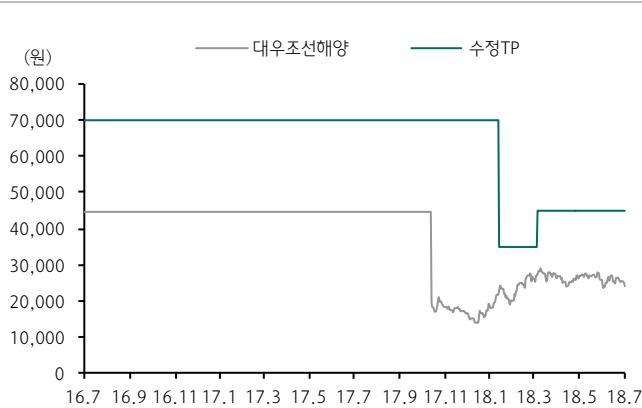
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	6,320.7	5,796.4	6,480.2
금융자산	426.1	419.2	2,441.3	2,686.7	3,216.6
현금성자산	224.3	205.8	2,240.7	2,526.2	3,048.1
매출채권 등	5,094.9	4,508.0	2,343.5	1,874.8	1,968.5
재고자산	1,071.1	743.4	624.9	499.9	524.9
기타유동자산	1,407.4	980.7	911.0	735.0	770.2
비유동자산	7,065.3	4,795.5	4,989.9	4,970.6	4,839.9
투자자산	895.7	612.9	576.1	460.9	483.9
금융부채	877.4	597.0	561.1	448.9	471.4
유형자산	5,197.9	4,003.4	4,246.4	4,344.1	4,191.9
무형자산	73.3	37.3	37.4	35.7	34.1
기타비유동자산	898.4	141.9	130.0	129.9	130.0
자산총계	15,064.8	11,446.8	11,310.6	10,767.0	11,320.1
유동부채	12,368.7	6,143.0	5,377.2	4,697.4	4,833.3
금융부채	5,918.5	2,588.2	2,048.8	2,033.6	2,036.6
매입채무 등	6,279.4	3,493.7	3,284.1	2,627.3	2,758.6
기타유동부채	170.8	61.1	44.3	36.5	38.1
비유동부채	2,036.8	2,313.0	2,543.1	2,347.3	2,386.4
금융부채	1,286.3	1,271.5	1,564.0	1,564.0	1,564.0
기타비유동부채	750.5	1,041.5	979.1	783.3	822.4
부채총계	14,405.5	8,456.1	7,920.3	7,044.7	7,219.7
지배주주지분	1,026.9	3,393.5	3,797.2	4,128.4	4,503.2
자본금	332.9	538.3	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	2,825.6	54.6	10.4	10.4	10.4
자본조정	1,004.6	2,599.0	2,339.8	2,339.8	2,339.8
기타포괄이익누계액	410.6	293.7	302.0	302.0	302.0
이익잉여금	(3,546.8)	(92.2)	603.9	935.2	1,310.0
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(406.9)	(406.1)	(402.9)
자본총계	659.4	2,990.7	3,390.3	3,722.3	4,100.3
순금융부채	6,778.6	3,440.4	1,171.4	910.9	384.0

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	2,603.1	395.3	549.9
당기순이익	(2,789.5)	645.8	297.3	332.0	378.1
조정	2,102.0	1,322.3	54.0	154.1	153.7
감가상각비	204.6	152.4	145.0	154.1	153.7
외환거래손익	48.3	144.9	25.7	0.0	0.0
지분법손익	16.7	171.5	(1.2)	0.0	0.0
기타	1,832.4	853.5	(115.5)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	2,251.8	(90.8)	18.1
투자활동 현금흐름	(282.7)	22.7	(316.8)	(94.6)	(31.1)
투자자산감소(증가)	(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)	84.8	(83.3)	(366.7)	(250.0)	0.0
기타	(79.0)	(176.8)	13.1	40.2	(8.1)
재무활동 현금흐름	(200.9)	987.9	(256.4)	(15.2)	3.0
금융부채증가(감소)	(2,712.0)	(3,345.1)	(246.9)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)	1,784.3	(2,565.6)	(41.4)	0.0	0.0
기타재무활동	726.8	6,898.6	31.9	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,011.7)	(18.5)	2,034.9	285.5	521.9
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	423.6	569.3	607.3
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	2,235.5	145.3	549.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.3.23	BUY	45,000		
18.1.30	BUY	35,000	-31.23%	-21.00%
17.5.8	1년 경과		-49.63%	-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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 07월 18일

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 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 07월 19일 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.