



하나금융그룹

2018년 11월 12일 | Equity Research

대우조선해양(042660)

녹슬고 있는 Scrubber 선박, 중고선가는 더 하락한다

부식문제로 벨기에, 미국, 독일에서는 이미 Scrubber 금지

얼마 전 유럽 메이저 항구 중 한 곳인 벨기에 앤트워프 항에서 Scrubber 설치 선박의 정비과정에서 파이프 및 선체내부에 심각한 부식이 발생되고 있다는 것을 보고서를 통해 강조한 바 있다. 그 이후 앤트워프 항에서 Scrubber 설치 선박의 입항은 금지되었다. 앤트워프는 16세기 유럽을 대표하는 세계적인 무역항으로 로테르담에 이어 유럽에서 두 번째로 큰 항구로 손꼽히는 곳이다. 현재 벨기에와 독일 라인강, 그리고 미국 메사추세츠와 캘리포니아 지역 항만에서 Scrubber 설치 선박의 입항은 금지되었다.

이런 가운데 해운강국 노르웨이에서도 피요르드 절벽이 지나는 해역에 모든 종류의 Scrubber(개방, 폐쇄, 하이브리드) 사용이 금지된다. 노르웨이의 이 같은 움직임은 세계해운업계에 매우 큰 영향력을 미치는 것이며 다른 국가와 지역으로 확산될 가능성이 매우 크다고 할 수 있다.

메이저 선주들은 Scrubber의 기술적 검증에 많은 우려

Rolls-Royce, Kongsberg와 함께 최초의 자율주행선박을 개발한, 배기가스처리분야 기술을 선도하고 있는 세계적인 화학기업 Yara Marine Technologies에서는 거의 모든 Scrubber 장비들이 선체 부식을 유발하고 있다는 것을 강조했다.

Euronav, Odjfell, Maersk Line, Ardmore 등 글로벌 선주사들은 Scrubber 장비의 기술적 검증에 대한 심각한 우려를 나타내고 있다. 이미 Scrubber가 탑재된 선박들에서 부식 문제가 빈번하게 발생되고 있고 이로 인해 입항금지 조치 및 무거운 벌금사례가 점점 눈에 띄게 늘어나고 있기 때문이다. 특히 유럽의 기술력을 갖춘 기업들의 Scrubber 장비들에게서 선체부식 문제를 일으키고 있다는 데 심각성이 크다. 이는 결국 용선 경쟁력 및 중고선 가치에 심각한 영향을 미칠 수 밖에 없다.

벙커유 생산량은 감소, LNG연료 벙커링 투자는 증가

로테르담을 중심으로 유럽과 미국 그리고 아시아 지역에서 LNG벙커링 투자가 늘어나고 있다. 반면 엑슨모빌 같은 석유기업들은 벙커유 생산을 줄이고 혼합 저유황 생산을 늘리는 움직임을 보이고 있다. 벙커유 공급이 불안정성 역시 Scrubber 투자에 대해 선주들은 우려를 표하고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 42,000원 | CP(11월9일): 32,250원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,086.09		
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900	매출액(십억원)	9,232.7 7,868.2
시가총액(십억원)	3,457.4	영업이익(십억원)	816.1 481.1
시가총액비중(%)	0.29	순이익(십억원)	405.5 210.0
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,977 2,219
60일 평균 거래량(천주)	565.5	BPS(원)	37,495 39,558
60일 평균 거래대금(십억원)	17.5		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	10.17		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.7) 27.2 53.6		
상대	0.8 49.0 87.8		

Stock Price	
(천원)	
13	110
18	160
23	210
28	260
33	
38	
43	
17.11 18.2 18.5 18.8 18.11	60

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	8,982.9	7,070.0	7,299.0
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	704.9	353.5	457.2
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	98.1	423.4	518.0
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	126.0	395.3	482.6
EPS	원	(126,098)	7,447	1,176	3,687	4,502
증감률	%	직지	흑전	(84.2)	213.5	22.1
PER	배	N/A	1.87	27.41	8.75	7.16
PBR	배	2.86	0.44	0.95	0.86	0.77
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	7.02	10.44	7.96
ROE	%	(279.57)	28.12	3.59	10.35	11.33
BPS	원	15,660	31,823	33,801	37,489	41,991
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

선진국에 입항하지 못하는 선박은
용선시장에서 퇴출된다

신조선가는 계속 오르고 있지만
중고선가는 하락세로 전환

한국 조선소에서 LNG추진선
인도소식이 나타나면서
중고선 가치는 하락압력 증가

LNG추진선의 출현, 녹슬어 가고 있는 Scrubber 탑재 선박 가치 더욱 훼손된다

전세계 선박량은 약 3만척 가량이며 이들 선박의 소유주는 소수의 북미와 유럽계 선주들이다. 이들 메이저 선주들이 선박을 발주할 때 가장 크게 고려하는 것은 친환경성과 선박 안정성이다. 적절한 시기에 선박을 매각해 차익을 남기기 위해 선박가치를 보존해야 하기 때문이다. 규제를 만족하지 못하거나 오히려 안정성을 저해하는 기술적 결함을 갖고 있는 선박은 용선시장에서 퇴출된다. 결국 중고선 가치는 현저히 내려가게 되는 것이다.

선박은 크게 전용 노선을 운항하는 선박과 범용 노선을 운항하는 선박으로 구분된다. 여러 지역에 자유로운 투입이 가능한 범용선박이 용선시장에서 경쟁력이 높을 수 밖에 없다. 따라서 선박은 특정 지역에서만 운항되는 것이 아니라 용선계약에 따라 북미, 유럽, 아시아, 오세아니아 지역을 자유로이 운항할 수 있어야 한다. 따라서 선진국을 입항하지 못하는 선박은 가치가 현저히 내려갈 수 밖에 없다. 심각한 부식문제를 일으키고 있는 Scrubber가 탑재된 선박을 갖고 있는 선주들이라면 매우 심각한 고민에 빠지게 되는 것이다.

최근 신조선가는 오르고 있다. 하지만 중고선가는 여름 이후 하락세를 보이고 있다. 규제가 강화되고 연비경쟁이 부각될수록 중고선 가치는 결국 훼손되게 되며 신조선 교체 발주가 늘어나게 된다. 특히 여름 이후 한국 조선소들로부터 LNG추진선과 병커링선의 인도 소식이 나타나면서 중고선 가격은 신조선가와 달리 내림세로 돌아섰다. LNG추진선이라는 기술적, 경제적 경쟁력이 높은 선박의 출현은 녹슬어가고 있는 Scrubber 탑재 선박의 가치를 더욱 심하게 훼손시키게 될 것이다. 국내외 선급에서도 Scrubber 사용에 따른 선체 부식문제는 계속해서 강조해오고 있다.

그림 1. Scrubber 가동으로 인해 부식된 파이프



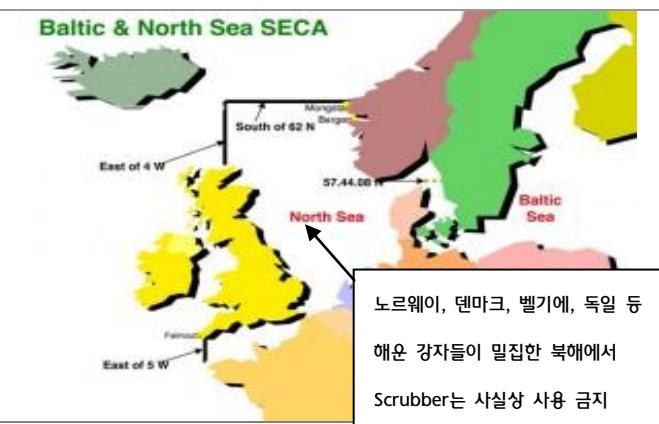
자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 2. Scrubber 가동 전 후의 (공기조화)학산기 상태 비교



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 3. 유럽 ECAs에서 Scrubber 사용은 사실상 축소되고 있다



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 4. Scrubber 금지된 라인강 퀄른에서 LNG벙커링 서비스 예정



자료: 업계 자료, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		12,819.2	11,101.8	8,982.9	7,070.0	7,299.0
매출원가		13,449.6	9,557.7	8,175.8	6,433.0	6,659.0
매출총이익		(630.4)	1,544.1	807.1	637.0	640.0
판관비		900.5	811.1	102.2	283.5	182.8
영업이익		(1,530.8)	733.0	704.9	353.5	457.2
금융순익		(81.6)	1,403.3	(96.8)	(41.8)	0.4
종속/관계기업순익		5.2	(167.3)	(480.0)	111.6	60.4
기타영업외순익		(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
세전이익		(1,961.7)	1,189.0	98.1	423.4	518.0
법인세		827.8	543.3	2.7	20.4	26.0
계속사업이익		(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
비지배주주지분 순이익		(55.3)	24.3	(30.6)	7.7	9.3
지배주주순이익		(2,734.1)	621.5	126.0	395.3	482.6
지배주주지분포괄이익		(2,709.5)	527.1	84.6	457.6	558.6
NOPAT		(2,176.9)	398.1	685.3	336.5	434.2
EBITDA		(1,326.2)	885.4	847.6	495.6	599.9
성장성(%)						
매출액증가율		(17.0)	(13.4)	(19.1)	(21.3)	3.2
NOPAT증가율		적지	흑전	72.1	(50.9)	29.0
EBITDA증가율		적지	흑전	(4.3)	(41.5)	21.0
영업이익증가율		적지	흑전	(3.8)	(49.9)	29.3
(지배주주)순이익증가율		적지	흑전	(79.7)	213.7	22.1
EPS증가율		적지	흑전	(84.2)	213.5	22.1
수익성(%)						
매출총이익률		(4.9)	13.9	9.0	9.0	8.8
EBITDA이익률		(10.3)	8.0	9.4	7.0	8.2
영업이익률		(11.9)	6.6	7.8	5.0	6.3
계속사업이익률		(21.8)	5.8	1.1	5.7	6.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,176	3,687	4,502
BPS	15,660	31,823	33,801	37,489	41,991
CFPS	(19,512)	25,162	2,882	5,924	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	7,915	4,623	5,596
SPS	591,222	133,034	83,877	65,948	68,084
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	27.4	8.7	7.2
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	11.2	5.4	5.0
EV/EBITDA	N/A	5.1	7.0	10.4	8.0
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	3.6	10.3	11.3
ROA	(16.1)	4.7	1.2	4.1	4.9
ROIC	(30.5)	5.9	10.6	5.8	7.9
부채비율	2,184.7	282.7	205.1	165.4	148.4
순부채비율	1,028.0	115.0	92.2	59.9	42.7
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.2	2.1	2.7

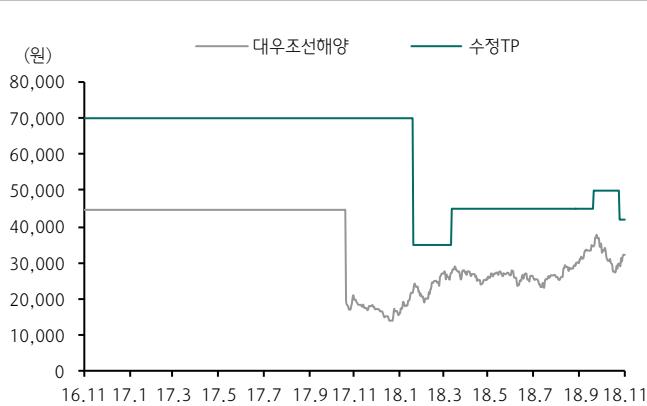
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		7,999.5	6,651.3	5,020.1	4,933.8	5,514.7
금융자산		426.1	419.2	569.3	1,338.1	1,748.1
현금성자산		224.3	205.8	368.6	1,177.6	1,579.6
매출채권 등		5,094.9	4,508.0	2,019.4	1,615.5	1,696.3
재고자산		1,071.1	743.4	1,376.3	1,101.0	1,156.1
기타유동자산		1,407.4	980.7	1,055.1	879.2	914.2
비유동자산		7,065.3	4,795.5	4,688.6	4,581.4	4,611.7
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	3,958.4	3,967.9	3,976.8
무형자산		73.3	37.3	39.6	38.1	36.6
기타비유동자산		898.4	141.9	114.5	114.5	114.4
자산총계		15,064.8	11,446.8	9,708.7	9,515.2	10,126.4
유동부채		12,368.7	6,143.0	4,001.0	3,600.3	3,680.4
금융부채		5,918.5	2,588.2	1,954.5	1,939.3	1,942.3
매입채무 등		6,279.4	3,493.7	1,888.4	1,510.8	1,586.3
기타유동부채		170.8	61.1	158.1	150.2	151.8
비유동부채		2,036.8	2,313.0	2,526.1	2,330.3	2,369.5
금융부채		1,286.3	1,271.5	1,547.1	1,547.1	1,547.1
기타비유동부채		750.5	1,041.5	979.0	783.2	822.4
부채총계		14,405.5	8,456.1	6,527.1	5,930.6	6,049.8
지배주주지분		1,026.9	3,393.5	3,622.9	4,018.3	4,500.9
자본금		332.9	538.3	541.0	541.0	541.0
자본잉여금		2,825.6	54.6	18.1	18.1	18.1
자본조정		1,004.6	2,599.0	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액		410.6	293.7	294.2	294.2	294.2
이익잉여금		(3,546.8)	(92.2)	437.5	832.8	1,315.5
비지배주주지분		(367.5)	(402.8)	(441.3)	(433.7)	(424.3)
자본총계		659.4	2,990.7	3,181.6	3,584.6	4,076.6
순금융부채		6,778.6	3,440.4	2,932.3	2,148.2	1,741.3

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		(531.0)	(1,019.9)	805.9	818.8	579.9
당기순이익		(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
조정		2,102.0	1,322.3	135.2	142.0	142.6
감가상각비		204.6	152.4	142.8	142.1	142.7
외환거래손익		48.3	144.9	17.9	0.0	0.0
지분법손익		16.7	171.5	3.2	0.0	0.0
기타		1,832.4	853.5	(28.7)	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동		156.5	(2,988.0)	575.3	273.8	(54.7)
투자활동 현금흐름		(282.7)	22.7	(298.2)	5.4	(181.1)
투자자산감소(증가)		(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)		84.8	(83.3)	(173.8)	(150.0)	(150.0)
기타		(79.0)	(176.8)	(161.2)	40.2	(8.1)
재무활동 현금흐름		(200.9)	987.9	(346.2)	(15.2)	3.0
금융부채증가(감소)		(2,712.0)	(3,345.1)	(358.1)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)		1,784.3	(2,565.6)	(33.8)	0.0	0.0
기타재무활동		726.8	6,898.6	45.7	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		(1,011.7)	(18.5)	162.8	809.0	401.9
Unlevered CFO		(423.1)	2,099.8	308.7	635.0	688.1
Free Cash Flow		(650.8)	(1,128.7)	630.5	668.8	429.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.11.5	BUY	42,000		
18.10.1	BUY	50,000	-36.09%	-24.30%
18.3.23	BUY	45,000	-39.89%	-22.33%
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-41.67%	-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	92.8%	6.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 9일

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 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 11월 12일 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.