

대우조선해양 (042660)

주유소에서는 석유연료 저물고 LNG연료 판매 급증

로테르담항 3분기 LNG연료 판매 전분기 대비 약 2.5배 증가

유럽 최대 벙커링 항구에서의 선박연료 판매 실적은 앞으로의 선박연료 전망과 선주들의 선택이 어느 방향으로 향하고 있는지를 말해주는 아주 분명한 지표이다.

세계 최대 저황유 벙커링 항구인 로테르담의 올해 3분기 선박연료 판매실적은 LNG판매량이 크게 증가되었고, 석유연료 판매량은 최저 수준으로 더욱 감소되었다. 로테르담 항구의 3분기 LNG연료 판매량은 3,165톤으로 상반기 누적 판매량 2,026톤을 56.2% 상회했다. 로테르담 항에서의 매 분기 LNG연료 판매량은 전 분기 보다 두 배 이상 성장하고 있다. 반면 3분기 저유황유와 벙커C유 판매량은 2분기보다 더 줄어들어 역대 최저수준으로 감소되었다.

옥탄가 높은 자동차 프리미엄 가솔린은 고향유 연료

자동차 연료 주유를 위한 주유소에는 일반 가솔린과 프리미엄 가솔린 두 가지가 있다. 가격이 더 높은 프리미엄 가솔린은 황성분이 더 많은 고향유 연료이다. 황이 더 많이 포함된 가솔린은 엔진 내부에서 연료 폭발을 일정하게 해주어 엔진내부를 보호하지만 더 많은 배기가스를 배출한다. 가솔린 연료에서 황 성분 비율을 옥탄가라고 표현한다. 프리미엄 가솔린은 옥탄가가 높다. 이와 동일하게 선박연료도 고향유에서 저황유로 달리 쓰면 엔진 내부에 Knocking 현상 등으로 엔진내부에서 연료 폭발이 일정하지 않은 문제가 발생된다. 혼합 저유황은 불순물이 발생돼 엔진 내부에 심각한 결함을 유발하는 문제가 있다.

주요 항구에서는 석유연료 판매 감소되고 LNG투자 늘리기 시작

최대 벙커C유 주유소 싱가포르의 벙커유 판매량 감소 위협에도 2020년부터 개방형 스크러버 입항을 금지한다. 싱가포르 항에서는 벙커C유 수요가 줄고 있다는 것을 이미 알고 있는 것이다. 이로 인해 스크러버 투자에 돈을 지불한 선주들은 값비싼 저황유를 또 사용해야 하는 이중고가 늘어나게 될 것이다. 폐쇄형 스크러버는 개방형에 비해 가격이 2배 가량 더 높다. 저황유 사용은 엔진을 손상시키는 위험도 있다. 유럽과 미국을 중심으로 메이저 항구에서는 떠오르고 있는 LNG연료 충전시설 시장을 선점하기 위한 투자 경쟁에 열을 올리고 있다. 선박연료는 LNG로 달라지고 있으며 석유 연료는 저물어 가고 있다.

Update

BUY

TP(12M): 50,000원 | CP(12월10일): 33,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,053.79
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900
시가총액(십억원)	3,634.3
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	677.0
60일 평균 거래대금(십억원)	22.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.36
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.1 27.4 98.2
상대	6.8 52.1 137.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,098.0	7,756.7
영업이익(십억원)	793.3	376.0
순이익(십억원)	363.6	301.9
EPS(원)	3,842	2,670
BPS(원)	37,918	40,696

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
EPS	원	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
증감률	%	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
PER	배	N/A	1.87	17.54	8.86	7.28
PBR	배	2.86	0.44	0.98	0.88	0.79
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.41	10.48	7.98
ROE	%	(279.57)	28.12	5.83	10.49	11.44
BPS	원	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
DPS	원	0	0	0	0	0



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

주유소에서는 이미 LNG연료가 떠오르고 석유연료는 저물고 있다

로테르담 항구에서의 올해 3분기 LNG연료 판매량은 전분기 대비 2.5배 증가

반면 석유연료 판매량은 역대 최저 수준으로 더욱 감소

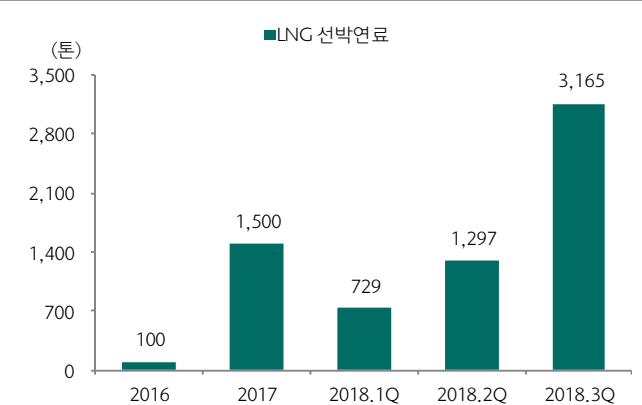
고망간강 LNG탱크의 IMO 승인으로 LNG추진선 투자 부담 완화 기대

2015년부터 미국과 유럽(북해와 발틱해)에서는 ECA로 지정돼 0.1% 미만의 황 규제가 먼저 시작되면서 로테르담 항에서는 저유황유 판매량이 2014년에 비해 2.5배 증가되었다. 하지만 저유황유 사용은 선박엔진에 치명적 결함을 유발하는 것이 드러나면서 2016년부터 로테르담항구에서의 저유황유 판매량은 지속적으로 감소되고 있으며 올해 3분기에는 역대 최저 수준으로 더욱 감소되었다. 스크러버는 선체에 심각한 부식을 유발하고 있으며 스크러버 설치 선박들이 오퍼수 무단 방류로 인한 과도한 벌금 부과 등으로 병커C유 판매량도 매 분기 감소되는 모습을 보이고 있다.

최근 3개월사이 한국 조선업체들이 LNG추진선과 LNG병커링선을 인도했고 이 선박들이 유럽 최대 병커링항구인 로테르담을 중심으로 서비스를 시작하면서 LNG연료 판매실적은 더욱 크게 증가되었다. 한국 조선소들에게서 LNG추진선 인도량이 늘어날수록 주유소의 판매실적은 후행적으로 더욱 늘어나게 될 것이다.

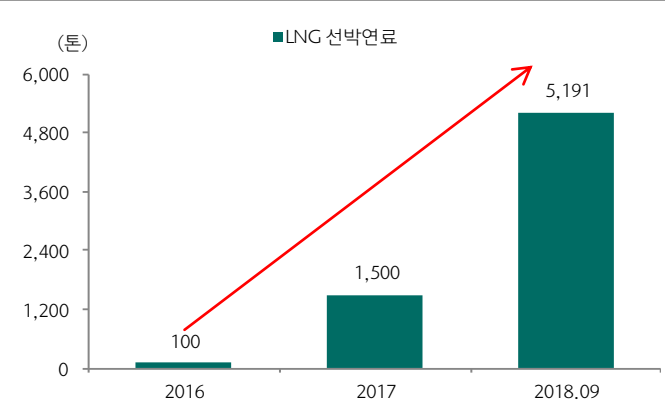
주유소에서의 이러한 연료 판매실적의 변화를 보았을 때 선주들의 선택은 LNG연료로 방향이 바뀌고 있다는 것을 알 수 있다. 이는 LNG추진선 투자 움직임이 곧 크게 늘어나게 될 것을 말하는 것이며 대우조선해양을 비롯한 한국 조선업체의 수주량 증가로 이어지게 될 것이다. 특히 포스코-대우조선해양이 개발하고 현대미포조선에 의해 선박에 최초 탑재된 고망간강 LNG탱크가 IMO의 승인까지 얻게 되어 LNG추진선에 대한 투자 움직임은 이제부터 더욱 활발해질 전망이다. 고망간강 LNG탱크는 기존의 니켈-합금 LNG탱크와 비교해 가격 매력력이 높아 선주들의 LNG추진선 투자 부담을 낮춰줄 것이기 때문이다.

그림 1. 로테르담 항 선박LNG연료 3분기 판매 실적 전분기 2.5배 상회



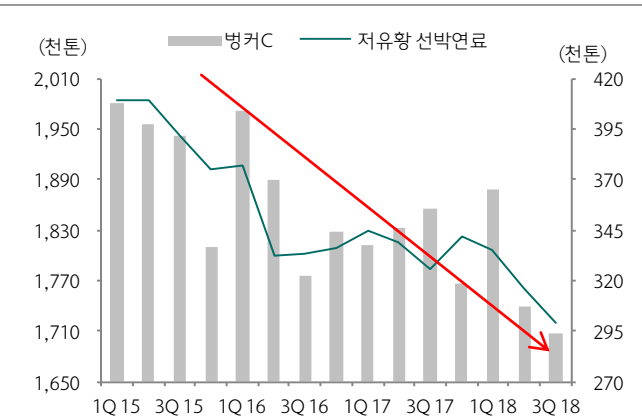
자료: Rotterdam port, 하나금융투자

그림 2. 3분기 누적 LNG연료 판매량은 지난해 실적 3.5배 상회



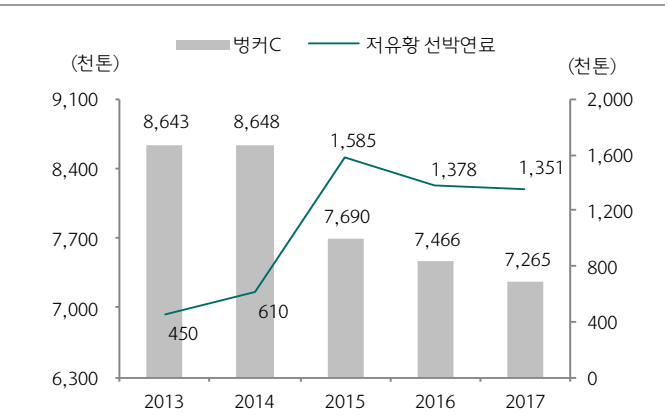
자료: Rotterdam port, 하나금융투자

그림 3. 석유연료(병커유와 저황유) 판매량은 역대 최저 수준으로 감소



자료: Rotterdam port, 하나금융투자

그림 4. 2016년부터 석유 연료 판매량 하락 - 이유는 선박결함 유발



자료: Rotterdam port, 하나금융투자

추정 재무제표

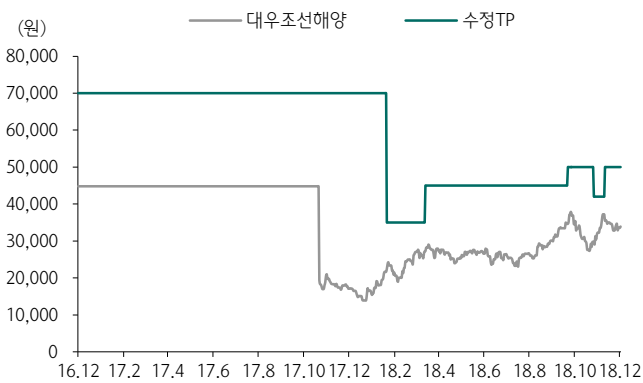
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(474.1)	107.9	54.0
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
법인세	827.8	543.3	20.7	13.4	16.6
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
비지배주주지분 순이익	(55.3)	24.3	(29.0)	7.9	9.7
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	178.4	474.7	577.8
NOPAT	(2,176.9)	398.1	716.1	348.0	449.0
EBITDA	(1,326.2)	885.4	942.3	501.3	606.4
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(17.8)	(21.3)	3.3
NOPAT증가율	적지	흑전	79.9	(51.4)	29.0
EBITDA증가율	적지	흑전	6.4	(46.8)	21.0
영업이익증가율	적지	흑전	9.1	(55.1)	29.1
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(66.7)	98.1	21.7
EPS증가율	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	9.5	9.0	8.8
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	10.3	7.0	8.2
영업이익률	(11.9)	6.6	8.8	5.0	6.3
계속사업이익률	(21.8)	5.8	2.0	5.8	6.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
BPS	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
CFPS	(19,512)	25,162	3,821	5,942	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	8,798	4,676	5,656
SPS	591,222	133,034	85,182	66,991	69,179
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	17.5	8.9	7.3
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	8.9	5.7	5.3
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	10.5	8.0
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	5.8	10.5	11.4
ROA	(16.1)	4.7	1.9	4.2	5.0
ROIC	(30.5)	5.9	11.1	6.0	8.1
부채비율	2,184.7	282.7	200.0	161.1	144.4
순부채비율	1,028.0	115.0	87.3	55.7	38.8
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.7	2.1	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	5,102.6	5,031.4	5,629.2
금융자산	426.1	419.2	651.8	1,435.8	1,862.6
현금성자산	224.3	205.8	451.2	1,275.3	1,694.0
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	879.1	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	9,791.3	9,612.8	10,240.9
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	3,704.0	4,114.0	4,613.3
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)	518.5	928.6	1,427.8
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(439.8)	(431.8)	(422.2)
자본총계	659.4	2,990.7	3,264.2	3,682.2	4,191.1
순금융부채	6,778.6	3,440.4	2,849.7	2,050.6	1,626.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	888.5	833.9	596.8
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
조정	2,102.0	1,322.3	135.3	142.1	142.7
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	(28.6)	0.0	0.0
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)	245.4	824.1	418.8
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	409.2	637.0	688.2
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	713.1	683.9	446.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	50,000		
18.11.5	BUY	42,000	-21.61%	-11.43%
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 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	94.9%	4.3%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 12월 10일

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 2018년 12월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 12월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.