



2018년 12월 14일 | Equity Research

대우조선해양(042660)

1년 후 LNG선 선가 2.5억불 상회한다

글로벌 LNG 메이저들은 LNG선 부족을 경고

올해 초 그리스 최대 선주사이자 글로벌 LNG선 시장을 주도하는 마란가스의 선주 안젤리쿠시스는 올해초 LNG선은 심각하게 부족한 상황이며 LNG선가는 머지않아 2억달러를 상회할 것이라고 강조했었다. 마란가스의 경쟁자 Teekay LNG에서는 이미 2017년부터 LNG선은 부족한 상황으로 전환되었다는 것을 여러 차례 강조해오고 있었다. 글로벌 LNG수요는 전망치를 상회할 정도로 빠르게 늘어나고 있는데 반해 LNG선 건조 기간은 S/C에서 D/L까지 17개월이 필요하기 때문이다. 125K급 Moss LNG선의 시장 퇴출이 가중되면서 LNG선 부족 현상은 더욱 심해지고 있다.

한국의 LNG선 계약 선가는 올해 초 1.80억 달러에서 1.87억 달러로 점진적으로 상승하고 있다. 여전히 클락슨 선가지수는 1.82억 달러에 머물러 있지만 세계 조선산업을 주도하고 있는 한국 조선소들의 LNG선 수주선가는 이미 상승하기 시작했다.

선가 회수기간 10년 미만에서 선박 발주량 급증

최근 LNG선 용선료는 태평양 노선에서 20만 달러/일을 상회했다. 20만 달러 용선료 기준 LNG선 선가 회수기간은 4년 수준이다. 역사적으로 선가 회수기간이 10년 미만으로 하락하면 수주잔량이 급격히 늘어날 정도로 신조선 투자가 늘어나는 모습을 보여왔다. 늘어나는 LNG 물동량에 비해 LNG선은 부족해 용선료가 급하게 상승하고 있음에도 LNG선 수주잔고의 움직임은 아직 미미한 상황이다. LNG선 수주잔량이 크게 늘어날 정도로 LNG선 발주는 곧 급격히 늘어날 것이다.

앞으로 1년 후 174K급 LNG선 선가는 2.5억달러 상회할 것

1년 후 한국의 LNG선 계약선가는 2.5억 달러를 상회할 것이다. 90년대 초 125K급 일본 모스 LNG선 선가는 2.5억 달러였다. 대우조선해양은 멤브레인 시스템 국산화에 성공해 2000년 2월을 시작으로 138K급 LNG선을 1.5억 달러에 해외 선주들로부터 수주 받기 시작했다. 일본에서 저가수주로 펼쳐졌지만 2003년 대우조선해양의 LNG선 수익성은 무려 13%를 보였다. 지금의 LNG선은 174K급 이상으로 더욱 대형화 되었다. 선박 부족현상의 심화를 고려하면 LNG선 선가는 과거 125K급 모스 LNG선 선가 2.5억 달러를 상회하게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(12월 13일): 36,850원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,095.55		
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900	매출액(십억원)	9,037.2 7,756.7
시가총액(십억원)	3,950.5	영업이익(십억원)	791.8 376.0
시가총액비중(%)	0.33	순이익(십억원)	363.6 301.9
발행주식수(천주)	107,205.8	EPS(원)	3,645 2,670
60일 평균 거래량(천주)	678.6	BPS(원)	37,918 40,696
60일 평균 거래대금(십억원)	22.5		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	11.35		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.0 33.0 115.5		
상대	8.7 56.7 155.1		

Stock Price		
(원)	대우조선해양(2)	선박수주(2)
45		
40		
35		
30		
25		
20		
15		
10		
5		
0		
13.1.2 13.2 13.3 13.4 13.5 13.6 13.7 13.8 13.9 13.10	260	210
	210	160
	160	110
	110	60

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	19.07	9.63	7.91
PBR	배	2.86	0.44	1.07	0.96	0.86
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.75	11.11	8.50
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

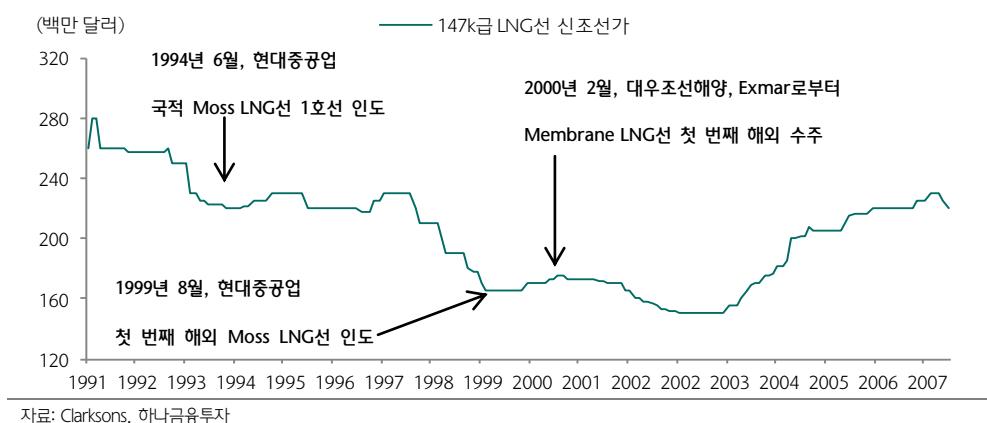
한국의 174K급 멤브레인 LNG선 선가는 과거 125K 일본 모스 LNG선 선가 상회할 것

1년 후 한국의 LNG선 계약 선가
2.5억 달러 상회할 전망

90년대초 일본 조선소들이 125K급 모스 LNG선을 건조하던 시기 선가는 2.5억 달러 수준이었다. 90년대 중후반 한국가스공사의 17척 국적 LNG선 건조경험을 바탕으로 한국 조선소들은 2000년대 들어와 해외 LNG선 수주 사업을 시작했다. 1994년 현대중공업은 125K급 모스 LNG선을 나이지리아 보니가스社에서 첫 해외 수주를 시작했다. 대우조선해양은 2000년 2월 벨기에 Exmar로부터 첫 번째 멤브레인 LNG선 수주를 시작하면서 멤브레인 LNG선의 역사가 시작되었다. 특히 대우조선해양은 LNG선 건조에 필요한 주요 장비와 LNG선과 LNG터미널과의 통합자동화시스템(Integrated Automation System)의 자체 개발에 성공해 국제 시세 보다 낮은 1.5억 달러의 가격으로 멤브레인 LNG선의 해외 첫 수주를 달성할 수 있었다. 당시 일본 조선업계는 대우조선해양의 수주실적을 저가 수주라 폄하했지만 2003년에 드러난 대우조선해양의 LNG선 건조마진은 무려 13.7%로 높은 수준을 보였다.

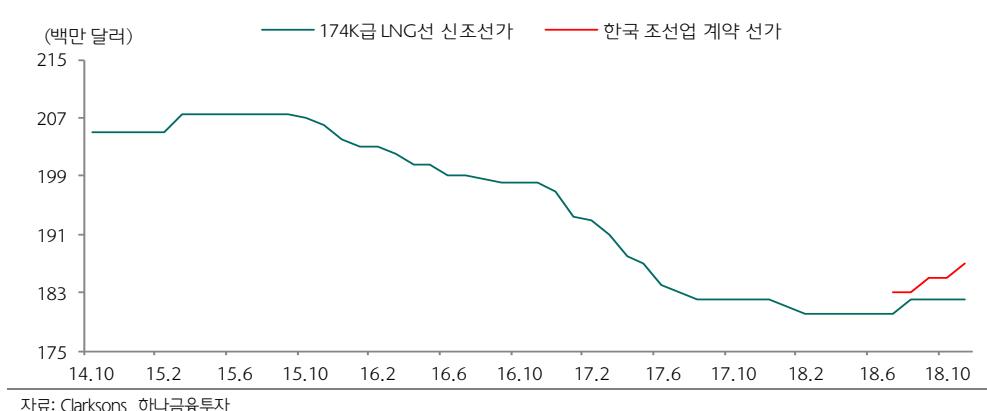
한국이 건조하는 LNG선은 174K급 이상으로 과거보다 선박은 더욱 대형화 되었다. 늘어나는 LNG물동량에 비해 선박의 부족현상으로 용선료는 급등하고 있다. 역사적으로 선가 회수 기간이 10년 미만인 시기에 선박 발주량은 크게 늘어났는데, 지금의 LNG선 선가 회수시간은 4년 수준으로 역사적 최저 수준으로 하락했다. 선박 발주량은 급격히 늘어날 것이며 한국 조선 3사의 제한된 수주경쟁을 고려하면 한국의 LNG선 계약 선가는 125K급 일본 모스 LNG선의 과거 선가 수준인 2.5억 달러를 상회하게 될 것이다. 이미 한국의 LNG선 계약 선가는 서서히 오르기 시작했다. 앞으로 1년 후 LNG선 계약 선가는 2.5억 달러를 돌파하려는 움직임을 보게 될 것이다.

그림 1. 90년대 LNG선 선가 흐름과 한국의 해외 수주 시기



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 한국의 LNG선 계약 선가는 이미 오르기 시작



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

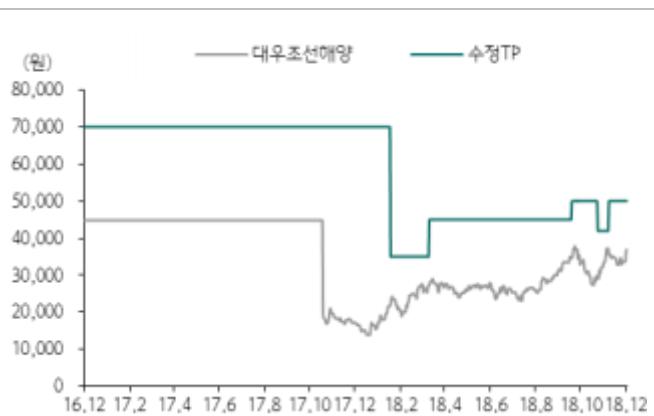
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가		13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익		(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판관비		900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익		(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융순익		(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
종속/관계기업순익		5.2	(167.3)	(474.1)	107.9	54.0
기타영업외순익		(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	19.1	9.6	7.9
PBR		2.9	0.4	1.1	1.0	0.9
PCFR		N/A	0.6	9.6	6.2	5.7
EV/EBITDA		N/A	5.1	6.8	11.1	8.5
PSR		0.1	0.1	0.4	0.6	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
이자보상비율(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						
		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		156.5	(2,988.0)	575.3	273.8	(54.7)
변동						
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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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 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 12월 14일

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 12월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 12월 14일 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.