

대우조선해양(042660)

탱커 수송루트 확대와 발주수요 증가

발틱 거래소, 5개 신규 원유 수송루트 추가 검토

미국에서 중국으로 향하는 VL탱커 원유 수송량이 늘어나고 있다. 러시아 태평양 연안에서 중국으로 향하는 아프라막스 탱커 원유 수송량이 크게 늘어나고 있다. 또한 미국에서 유럽 지중해로 향하는 아프라막스 탱커 원유 수송량도 늘어나고 있다. 석유화학제품을 실어 나르는 MR탱커는 중동에서 동 아프리카로 향하는 수송량이 늘어나고 있다. 모두 전통적인 석유 수송 루트가 아닌 새로운 수송루트에서 석유 해상 수송량이 늘어나고 있는 것이다. 영국 런던 발틱해운거래소에서는 아래 다섯 가지 신규 탱커 수송루트에 대한 조사를 시작했으며 이들 루트에서의 수송량 정보를 세세히 공개할 계획을 갖고 있다.

VLCC - US Gulf to China

Suezmax - Basrah to Lavera

Aframax - Russian Pacific to China

Aframax - US Gulf to Mediterranean

MR product tanker - Middle East to East Africa

석유 공급과잉: 해상 수송루트 증가와 톤-마일 수요 증가

미국과 러시아의 원유 생산량 증가는 세계 석유시장에 막대한 영향을 미치고 있으며 결국에는 탱커 수요를 높이고 있다. 세계 최대 원유 수입국인 미국은 Shale 에너지 등장 이후 전세계에 원유와 석유제품 수출량을 늘리고 있다. 유럽 시장을 장악하고 있는 러시아는 낮은 가격을 앞세워 중국 원유시장에서 중동 국가들을 밀어내고 있다. 지난달 사우디는 석유 수출가격을 더욱 낮추면서 중국으로의 원유 수출량을 크게 늘리는 모습을 보였다. 공급과잉 경쟁에 기반한 가격 경쟁은 해상 원유 물동량을 늘리고 있으며 미국의 수출량으로 더 먼 거리를 항해하고 있어 탱커 수송 루트는 과거와 달라지고 있다.

최근 1년간 VL탱커 선가 11.4% 상승

늘어나고 있는 원유수송량에 힘입어 VL탱커 선가는 최근 1년간 11.4% 상승했다. 선가가 오를수록 선주들의 발주 속도는 빨라지게 된다. 게다가 지난해 VL탱커 해체량은 역사적 최대량으로 증가되었다. 2019년 대우조선해양의 VL탱커 수주량 증가가 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(1월 10일): 32,350원

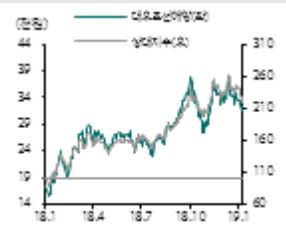
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,063.28		
52주 최고/최저(원)	37,850/15,900		
시가총액(십억원)	3,468.1		
시가총액비중(%)	0.29		
발행주식수(천주)	107,205.8		
60일 평균 거래량(천주)	655.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	21.7		
18년 배당금(예상, 원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	10.99		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3인	56.08		
하나은행	8.41		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.6)	24.7	103.5
상대	(5.0)	38.6	146.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,055.6	7,756.7
영업이익(십억원)	794.2	368.3
순이익(십억원)	261.4	297.0
EPS(원)	2,820	2,608
BPS(원)	37,370	40,114

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	17.67	8.46	6.95
PBR	배	2.86	0.44	0.99	0.84	0.75
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.44	10.15	7.71
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 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

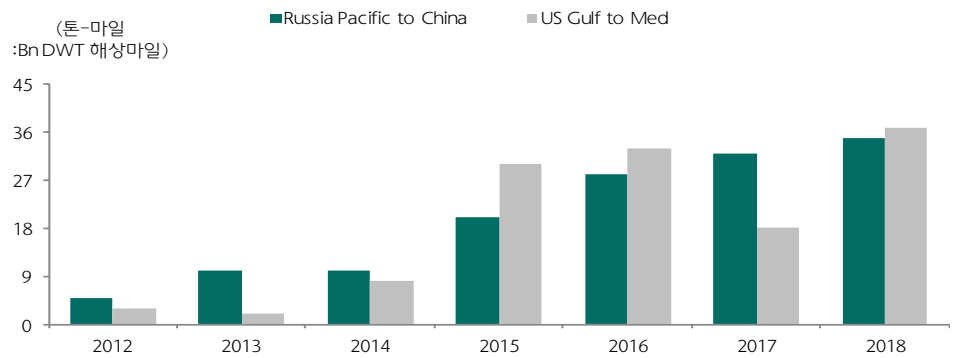
VL탱커의 시리즈 대량 수주 기대

최근 1년간 VL탱커 선가 11.4% 상승
2019년 15% 수준의 선가 상승 기대

선가 오를수록 선주들의 발주 움직임
은 빨라지게 되며 조선소들은
반복건조 효과를 기대할 수 있는
동일 설계도를 제시

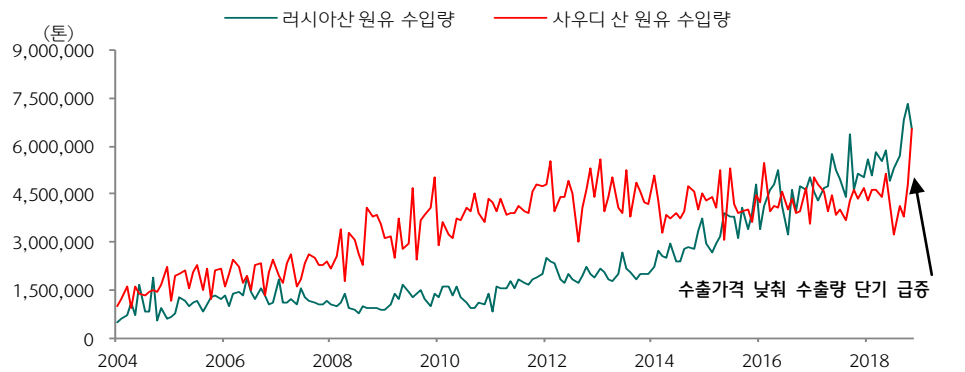
석유 공급과잉 시대가 지속되면서 새로운 탱커 수송루트가 늘어나고 있다. 산유국들은 가격을 낮춰가면서 원유 수출량을 늘리기 위한 경쟁에 한창이며, 미국의 수출경쟁 동참으로 더욱 먼거리를 향해하는 톤-마일 수요도 늘어나고 있다. 이런 가운데 탱커의 중고선 해체량도 역사적 최고 수준으로 늘어나고 있다. VL탱커 선가는 최근 1년간 11.4% 상승했으며 2019년에도 15% 내외 수준의 선가 상승이 예상된다. 탱커 선가가 오를수록 선주들의 발주 속도는 빨라지게 되며 대우조선해양을 비롯한 조선업체들은 반복건조 효과를 기대할 수 있는 동일한 설계도를 제시하며 수주계약을 유리한 방향으로 이끌고 있다. 이는 선박 건조마진을 더욱 개선시키게 될 것이다.

그림 1. 항로 별 아프리카막스 탱커 수송량 비교



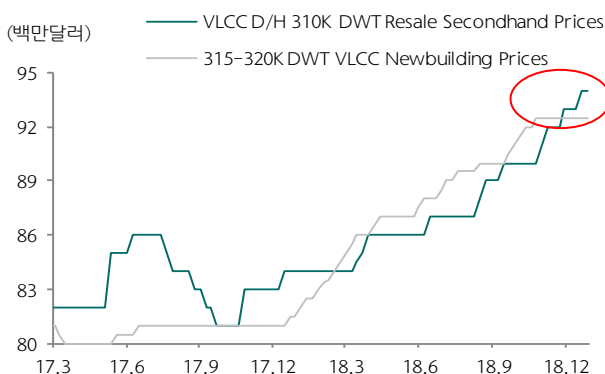
자료: Vessels Value, 하나금융투자

그림 2. 중국의 원유 수입량 비교: 러시아산 수입량이 사우디 산 수입량 상회



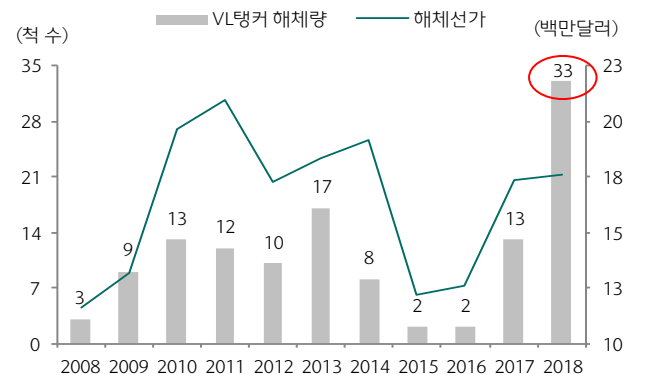
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. VL탱커 리세일 선가는 최근 신조선가를 상회



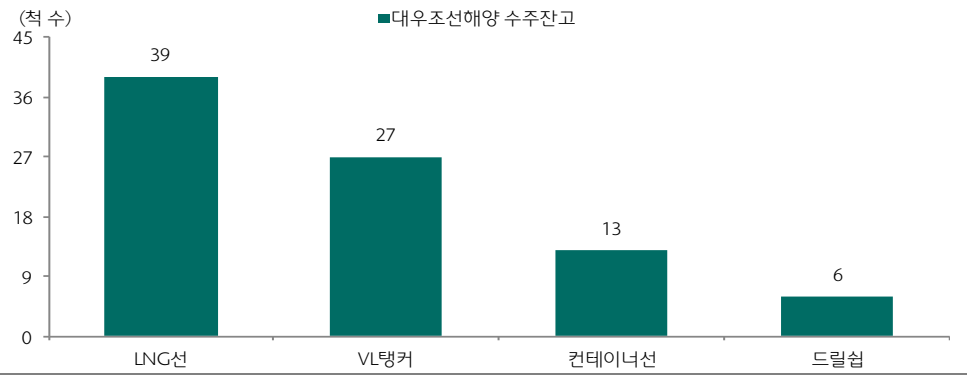
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 4. 지난해 VL탱커 해체량은 역사적 최대 수준으로 증가



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 5. LNG선과 VL탱커 두 개 선종으로 단순화된 대우조선해양 수주잔고



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

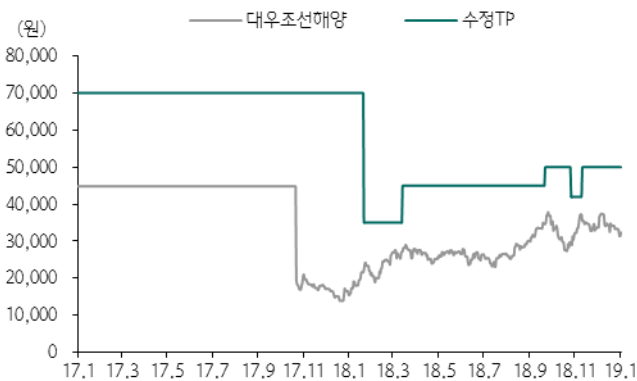
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판매비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	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
비배주주지분 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
주기지표(배)					
PER	N/A	1.9	17.7	8.5	6.9
PBR	2.9	0.4	1.0	0.8	0.8
PCFR	N/A	0.6	8.9	5.4	5.0
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	10.1	7.7
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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	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 투자의견 비율공시

- 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	94.6%	4.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 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 2019년 01월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2019년 01월 11일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.