

한국조선해양 (009540)

저황유 사용에 대한 해상보험업계의 우려

선박엔진 손상에 대한 국제해상보험연합(IUMI)의 우려

지난 몇 년간 국제해상보험연합(IUMI)에서는 IMO2020 Sulphur 규제에 의한 저황유 수요 증가에 대한 우려를 표명해왔다. 중고선 사용 연료로 저황유를 사용하게 되면 추진엔진의 손상이 발생되고 이는 보험금 청구로 이어지기 때문이다. (Marine insurers expect spike in engine damage claims after sulphur cap roll-out)

북미와 북유럽 ECA(Emission Control Areas)에서는 IMO 2020에 앞서 2015년 1월부터 선박연료의 황 함유량을 0.1%로 제한했었으며 이로 인한 저황유 사용과 선박엔진의 손상문제가 발생되기 시작했다. 지난해 4분기부터 주요 벙커링항구에서 벙커유 판매량이 급감하고 저황유 사용량이 늘어나기 시작해 해상보험업계가 우려하는 선박엔진의 손상 사례는 더욱 급증할 것으로 예상된다.

<https://insuranceday.maritimeintelligence.informa.com/ID1130332/Marine-insurers-expect-spike-in-engine-damage-claims-after-sulphur-cap-rollout>

IMO report에서도 cat fines 위험성 언급하기 시작

IMO의 Resolution MEPC.320(74) 보고서에서도 Cat fine의 위험성과 벙커유에 저황유간의 점도(Viscosity) 차이에 대해 언급되었다. Cat fines는 벙커유와 벤젠, 톨루엔 등 화학제품을 혼합해 혼합 저황유를 만드는 과정에서 생산되는 부산물로 피스톤 링과 실린더에 손상을 주고 연료 주입부 내부의 필터를 막아버리는 등 추진엔진에 치명적 손상을 일으키게 된다. 노르웨이 선급 발표 자료에 의하면 글로벌 정유업계의 저황유 생산능력이 부족해 저황유 사용량의 85% 가량이 혼합 저황유로 사용되고 있다. 정유 플랜트에서 생산된 순수 저황유라 더라도 벙커유에 비해 낮은 점도와 낮은 폭발점 역시 선박엔진에 부담을 주는 것은 마찬가지이다.

로테르담 항구의 작년 4분기 LNG연료 판매량 114% 증가

유럽 최대 벙커링 항구인 로테르담 항구의 지난해 4분기 LNG 선박연료 판매량은 9,197톤으로 1년전에 비해 114% 증가되었다. 2014년을 시작으로 로테르담 항구에서 벙커유 판매량은 지속적으로 줄어들고 있으며 LNG연료와 저황유 판매량이 늘어나고 있다. 하지만 저황유 사용은 선박엔진에 손상을 주게 되므로 선박연료는 결국 LNG로 빠르게 달라져갈 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(2월 24일): 106,000원

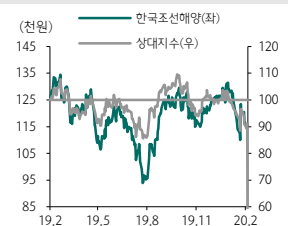
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,079.04
52주 최고/최저(원)	134,500/93,900
시가총액(십억원)	7,502.0
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	70,773.1
60일 평균 거래량(천주)	170.2
60일 평균 거래대금(십억원)	20.7
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	17.74
주요주주 지분율(%)	
현대중공업지주 외 14 인	33.96
국민연금공단	10.90
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.2) (2.3) (20.6)
상대	(8.4) (8.4) (14.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	14,893.4	16,165.7
영업이익(십억원)	161.3	290.9
순이익(십억원)	250.9	224.0
EPS(원)	2,735	2,468
BPS(원)	167,419	167,091

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	15,468.8	13,119.9	15,182.6	16,824.0	18,622.0
영업이익	십억원	14.6	(522.5)	290.3	436.0	603.1
세전이익	십억원	(26.9)	(854.0)	90.1	268.0	696.3
순이익	십억원	2,457.8	(489.1)	165.6	199.9	520.2
EPS	원	37,625	(7,296)	2,340	2,824	7,350
증감률	%	455.8	적전	흑전	20.7	160.3
PER	배	2.55	N/A	54.06	37.54	14.42
PBR	배	0.52	0.76	0.77	0.63	0.61
EV/EBITDA	배	14.42	N/A	14.85	10.33	8.40
ROE	%	18.17	(4.25)	1.41	1.71	4.31
BPS	원	186,153	168,041	164,210	167,034	174,384
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무연

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

2019년 로테르담 항구의 LNG 선박연료 판매량 3.3배 증가

로테르담 항구 LNG연료 판매 급증

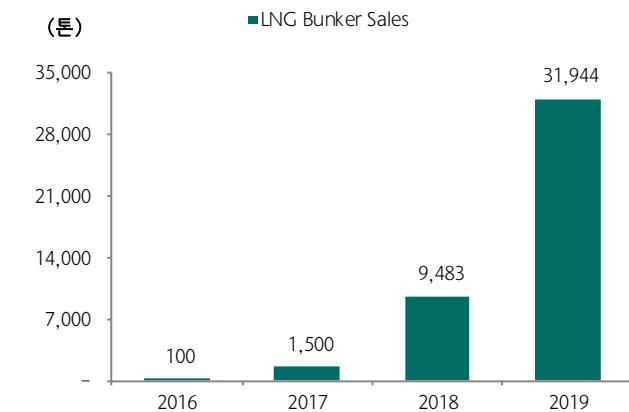
저황유 수요 늘고 있지만
선박엔진 손상 유발

중국과 일본 조선업 부진할수록
현대중공업은 벌크선과 LPG선
지배력 크게 높일 전망

세계 최대 저황유 벙커링 항구인 로테르담 항구에서는 벙커유 판매량이 2014년 이후 매년 줄어들고 있다. 이에 반해 LNG선박 연료 판매량이 급격히 늘어나고 있고 저황유 판매량이 지난해 늘어나는 모습을 보이고는 있다. 2019년 LNG선박연료 판매량은 2018년과 비교해 3.3배 늘어났다. 한국 조선소들로부터 LNG 추진선박의 인도량이 늘어날수록 로테르담 항구에서의 LNG선박 연료 판매량은 더욱 늘어나게 될 것이다.

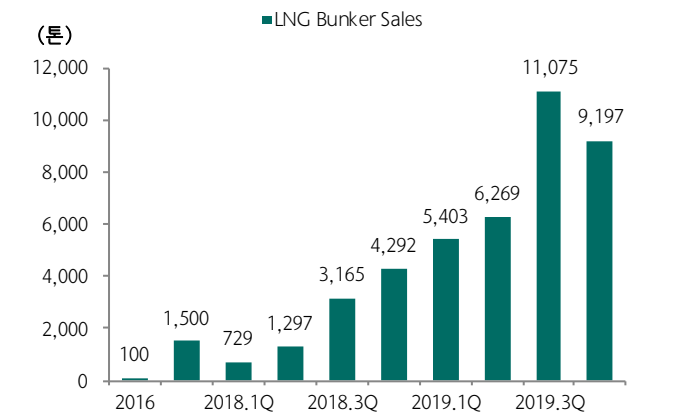
개방형 Scrubber 입항 금지 등을 이유로 벙커유 판매량이 줄어들면서 저황유 판매량이 지난해 증가되었다. 하지만 국제해상보험업계에서는 저황유 사용은 선박추진엔진 손상으로 이어진다는 우려를 계속해서 표명하고 있으며 이에 관해 IMO에서도 언급하기 시작했다. 지난해 늘어난 저황유 사용량 증가는 곧 중고선박의 가치 하락으로 이어질 것이며 LNG추진 신조선박 발주 수요를 더욱 높이게 될 것이다. 이러한 기술 변화를 대응하지 못하는 중국과 일본 조선소들이 경쟁에서 이탈하는 모습이 부각되고 있으므로 모든 선종에서 선박 신조선 계약은 한국 조선소들로 향하게 될 것이다. 2018~2019 2년 동안 한국 조선업 전체 신규 수주량은 중국 조선업의 수주량을 상회했다. 중국과 일본 조선업이 경쟁에서 이탈할수록 현대중공업은 대형 벌크선 시장을 가져올 수 있으며 이미 50%의 수준의 시장 지배력을 갖고 있는 LPG선 분야에서도 지배력을 크게 높이게 될 것이다.

그림 1. 2019년 LNG선박연료 판매량은 3.3배 증가



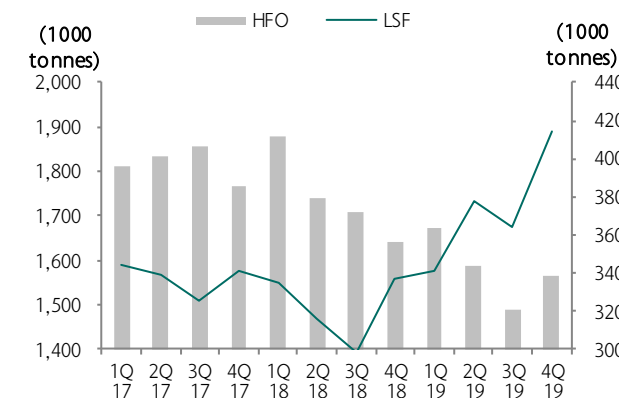
자료: 로테르담 항구, 하나금융투자

그림 2. 2019년 4분기 LNG선박연료 판매량은 전년대비 114% 증가



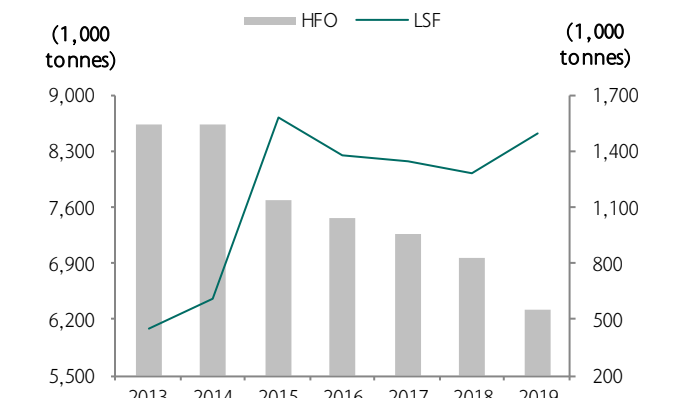
자료: 로테르담 항구, 하나금융투자

그림 3. 저황유 판매량 증가 지속 -> 선박엔진 손상으로 이어질 전망



자료: 로테르담 항구, 하나금융투자

그림 4. 벙커유 판매량 감소 지속, 저황유 판매량은 상승 반전



자료: 로테르담 항구, 하나금융투자

추정 재무제표

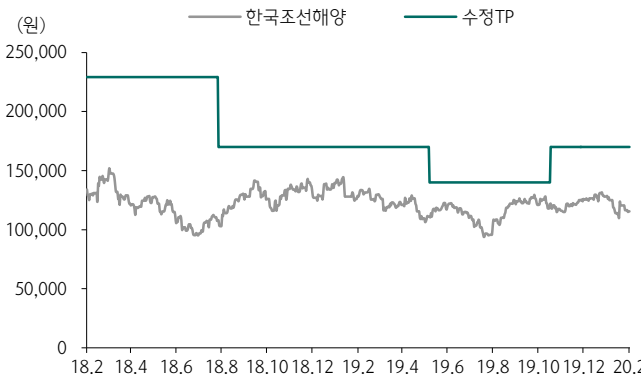
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	15,468.8	13,119.9	15,182.6	16,824.0	18,622.0	
매출원가	14,434.9	12,763.2	14,191.1	15,348.0	16,988.0	
매출총이익	1,033.9	356.7	991.5	1,476.0	1,634.0	
판매비	1,019.3	879.2	701.2	1,040.0	1,030.9	
영업이익	14.6	(522.5)	290.3	436.0	603.1	
금융손익	957.2	(276.7)	(595.9)	(79.8)	(79.7)	
중속/관계기업손익	22.2	41.2	(155.3)	(88.2)	172.9	
기타영업외손익	(1,020.9)	(96.0)	550.9	0.0	0.0	
세전이익	(26.9)	(854.0)	90.1	268.0	696.3	
법인세	66.5	(209.0)	(122.8)	54.0	139.3	
계속사업이익	(93.4)	(645.0)	212.9	214.0	557.0	
중단사업이익	2,786.5	191.4	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	2,693.1	(453.6)	212.9	214.0	557.0	
비지배주주지분 손익	235.4	35.4	47.3	14.2	36.9	
지배주주순이익	2,457.8	(489.1)	165.6	199.9	520.2	
지배주주지분포괄이익	2,376.6	(581.6)	182.3	(61.4)	(159.8)	
NOPAT	50.8	(394.6)	686.3	348.2	482.5	
EBITDA	596.9	(127.5)	705.6	875.3	1,055.1	
성장성(%)						
매출액증가율	(30.6)	(15.2)	15.7	10.8	10.7	
NOPAT증가율	(19.9)	적전	흑전	(49.3)	38.6	
EBITDA증가율	(52.9)	적전	흑전	24.1	20.5	
영업이익증가율	(96.3)	적전	흑전	50.2	38.3	
(지배주주)순이익증가율	350.8	적전	흑전	20.7	160.2	
EPS증가율	455.8	적전	흑전	20.7	160.3	
수익성(%)						
매출총이익률	6.7	2.7	6.5	8.8	8.8	
EBITDA이익률	3.9	(1.0)	4.6	5.2	5.7	
영업이익률	0.1	(4.0)	1.9	2.6	3.2	
계속사업이익률	(0.6)	(4.9)	1.4	1.3	3.0	
투자지표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	37,625	(7,296)	2,340	2,824	7,350	
BPS	186,153	168,041	164,210	167,034	174,384	
CFPS	22,081	(3,636)	7,612	11,122	17,352	
EBITDAPS	9,138	(1,903)	9,970	12,368	14,909	
SPS	236,809	195,717	214,525	237,717	263,123	
DPS	0	0	0	0	0	
주기지표(배)						
PER	2.6	N/A	54.1	37.5	14.4	
PBR	0.5	0.8	0.8	0.6	0.6	
PCFR	4.3	N/A	16.6	9.5	6.1	
EV/EBITDA	14.4	N/A	14.9	10.3	8.4	
PSR	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	
재무비율(%)						
ROE	18.2	(4.3)	1.4	1.7	4.3	
ROA	6.2	(1.8)	0.6	0.7	1.8	
ROIC	0.3	(3.1)	5.5	2.8	3.6	
부채비율	145.8	88.6	103.8	109.5	116.5	
순부채비율	13.4	(2.5)	(1.2)	(0.7)	(1.8)	
이자보상배율(배)	0.2	(3.8)	1.7	2.5	3.4	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	17,663.7	12,316.7	14,167.6	15,022.4	16,692.3	
금융자산	3,792.9	4,396.0	4,855.1	4,799.0	4,969.6	
현금성자산	3,239.7	3,041.8	3,264.6	3,049.9	2,959.4	
매출채권 등	5,294.0	1,470.7	1,782.3	1,960.9	2,254.8	
재고자산	845.4	1,009.1	1,397.6	1,537.7	1,768.1	
기타유동자산	7,731.4	5,440.9	6,132.6	6,724.8	7,699.8	
비유동자산	12,745.1	12,413.2	12,931.2	13,149.8	13,493.1	
투자자산	342.5	618.8	699.1	757.0	852.3	
금융자산	200.2	89.9	105.2	115.7	133.0	
유형자산	11,046.3	10,269.0	10,417.0	10,592.1	10,852.3	
무형자산	105.4	89.5	109.5	95.1	82.9	
기타비유동자산	1,250.9	1,435.9	1,705.6	1,705.6	1,705.6	
자산총계	30,408.8	24,729.9	27,098.8	28,172.3	30,185.4	
유동부채	15,614.9	9,410.3	10,298.7	11,093.1	12,400.6	
금융부채	4,103.7	2,963.3	2,482.3	2,494.5	2,514.7	
매입채무 등	6,177.9	2,375.1	3,050.3	3,355.9	3,858.9	
기타유동부채	5,333.3	4,071.9	4,766.1	5,242.7	6,027.0	
비유동부채	2,421.9	2,208.7	3,501.2	3,630.5	3,843.3	
금융부채	1,348.8	1,105.7	2,210.7	2,210.7	2,210.7	
기타비유동부채	1,073.1	1,103.0	1,290.5	1,419.8	1,632.6	
부채총계	18,036.8	11,618.9	13,799.9	14,723.6	16,243.9	
지배주주지분	11,121.4	11,882.3	11,611.2	11,811.0	12,331.1	
자본금	283.3	353.9	353.9	353.9	353.9	
자본잉여금	1,049.9	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4	
자본조정	(7,926.8)	(8,019.6)	(8,448.2)	(8,448.2)	(8,448.2)	
기타포괄이익누계액	1,478.1	1,020.9	1,019.3	1,019.3	1,019.3	
이익잉여금	16,236.9	16,043.7	16,202.9	16,402.7	16,922.9	
비지배주주지분	1,250.6	1,228.7	1,687.7	1,637.7	1,610.3	
자본총계	12,372.0	13,111.0	13,298.9	13,448.7	13,941.4	
순금융부채	1,659.5	(325.4)	(162.1)	(93.8)	(244.1)	
현금흐름표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	593.3	126.5	581.0	653.8	1,009.9	
당기순이익	2,693.1	(453.6)	212.9	214.0	557.0	
조정	(1,551.7)	166.6	241.5	439.3	452.1	
감가상각비	582.2	395.0	415.3	439.3	452.0	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(54.4)	(43.0)	(16.7)	0.0	0.0	
기타	(2,079.5)	(185.4)	(157.1)	0.0	0.1	
영업활동 현금흐름	(548.1)	413.5	126.6	0.5	0.8	
투자활동 현금흐름	596.3	(5.7)	(478.4)	(880.7)	(1,120.6)	
투자자산감소(증가)	804.8	(235.1)	(80.3)	(57.9)	(95.3)	
유형자산감소(증가)	(270.2)	(162.0)	(770.0)	(600.0)	(700.0)	
기타	61.7	391.4	371.9	(222.8)	(325.3)	
재무활동 현금흐름	(2,122.5)	(329.4)	109.9	12.2	20.2	
금융부채증가(감소)	(13,387.3)	(1,383.4)	623.9	12.2	20.2	
자본증가(감소)	(171.7)	1,504.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	11,436.5	(450.0)	(514.0)	0.0	0.0	
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	(1,086.8)	(197.9)	222.8	(214.7)	(90.5)	
Unlevered CFO	1,442.4	(243.8)	538.7	787.1	1,228.0	
Free Cash Flow	220.0	(99.2)	(230.4)	53.8	309.9	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.6	BUY	170,000		
19.5.27	BUY	140,000	-17.52%	-7.50%
18.8.16	BUY	170,000	-25.27%	-15.00%
18.2.12	BUY	240,000	-47.67%	-33.66%

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	89.5%	10.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 24일

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 2020년 2월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 2월 25일 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.