

한국조선해양 (009540)

14.0%의 추가 이익 얻는 LPG추진선 발주 증가 예상

세계 최초 LPG추진 VLGC 연료비 평균 운임의 14.0%

세계 최대 VLGC (84K급 이상 LPG선: Very Large Gas Carrier) 선주사 BW LPG는 2018년 4척의 중고선박 추진엔진을 ME-LGIP (M.A.N社의 LPG 추진엔진)으로 전환했다. 4척의 LPG추진 VLGC의 운항을 통해 검증된 하루 연료비 절감 금액은 6,600달러로 2019년 VLGC 평균 운임 47,175 달러의 14.0% 수준이다. LPG추진 VLGC의 1일 연료비용은 MGO를 사용했을 때의 67% 수준으로 용선시장에서 높은 경쟁력을 갖는 것으로도 보여진다. 이에 따라 BW LPG는 최근 추가로 4척의 중고선을 LPG추진선으로 전환시킬 계획을 발표했으며 순차적으로 보유선박 모두를 LPG추진선으로 전환시켜 나갈 것으로 예상된다. LPG추진선 보유량이 늘어날수록 추가적인 이익을 늘릴 수 있으므로 용선 시장에서 경쟁력을 더욱 높임과 동시에 주가 상승폭도 더욱 커지게 될 것이다.

BW LPG 선박량 중 신조선 교체 발주는 15척으로 예상

BW LPG는 36척의 VLGC를 보유하고 있는데 이중 21척은 ME엔진(전자제어타입)을 탑재하고 있으며 12척은 MC엔진(기계식 타입) 3척은 증기터빈을 탑재하고 있다. 21척의 ME엔진 탑재 VLGC 중 8척이 LPG추진선으로 전환이 되었고 남은 13척도 순차적으로 LPG추진선으로 전환되어 갈 것이다. 12척의 MC엔진 탑재 선박과 3척의 증기터빈 탑재 선박은 모두 신조선박으로 대체되어 갈 것이다. MC엔진은 ME엔진에 비해 열효율이 낮아 LPG추진을 위해 신조선박으로 대체하는 것이 보다 효율적이기 때문이다.

BW LPG의 15척 교체발주 대부분 현대중공업이 가져갈 전망

BW LPG社의 15척의 VLGC 교체발주량은 거의 대부분 현대중공업이 가져가게 될 것으로 예상된다. BW LPG의 보유 36척 VLGC의 64%에 달하는 23척을 현대중공업에서 건조를 했기 때문이다. 36척 중 7척을 건조한 대우조선해양도 몇 척의 수주는 기대되지만 대부분 발주량은 현대중공업에게 돌아갈 가능성이 클 것으로 예상된다. BW LPG의 LPG추진선 투자는 경쟁선사들의 발주 속도를 높이는 중요한 기폭제가 될 것으로 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(3월 5일): 110,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,085.26
52주 최고/최저(원)	134,500/93,900
시가총액(십억원)	7,820.4
시가총액비중(%)	0.65
발행주식수(천주)	70,773.1
60일 평균 거래량(천주)	184.7
60일 평균 거래대금(십억원)	22.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	17.42
주요주주 지분율(%)	
현대중공업지주 외 14인	33.96
국민연금공단	10.90
추가상승률	1M 6M 12M
절대	0.5 (3.5) (17.2)
상대	4.3 (7.2) (13.5)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	14,893.4	16,339.6
영업이익(십억원)	161.3	316.7
순이익(십억원)	250.9	215.6
EPS(원)	2,735	2,521
BPS(원)	167,419	167,788

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	39.13	15.03
PBR	배	0.52	0.76	0.77	0.66	0.63
EV/EBITDA	배	14.42	N/A	14.85	10.70	8.71
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 박무현

02-3771-7771

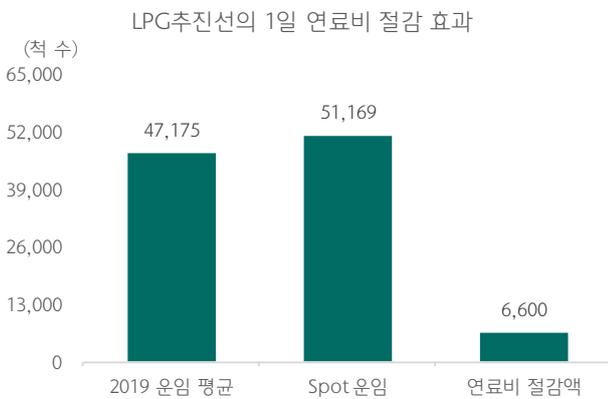
bossniceshot@hanafn.com

LPG추진선의 검증된 연료비 절감 효과는 신조선 발주의 기폭제

BW LPG의 36척 보유선박 중 15척이 신조선 대체될 전망

세계 최대 VLGC선사 BW LPG는 중고선 개조를 통해 LPG추진선의 연료비 절감효과를 검증해냈다. 이는 전세계 선주사들의 LPG추진선 투자 수요를 자극하는 중요한 기폭제가 될 것이다. BW LPG는 추가로 4척의 중고선을 LPG추진선으로 전환시킬 것을 발표했으며 15척의 MC엔진 및 증기터빈 탑재 VLGC도 신조선박으로 대체해 나갈 것으로 예상된다. 15척의 교체발주량의 대부분은 현대중공업이 가져갈 가능성이 크다고 보이며 대우조선해양에게도 몇 척의 기회는 돌아갈 것으로 전망된다. LPG추진선 보유량이 늘어날수록 BW LPG의 주가 상승폭과 이익 성장폭이 더욱 높아질 것이다.

그림 1. LPG 추진연료의 연료비 절감액은 2019 평균 운임의 14.0%



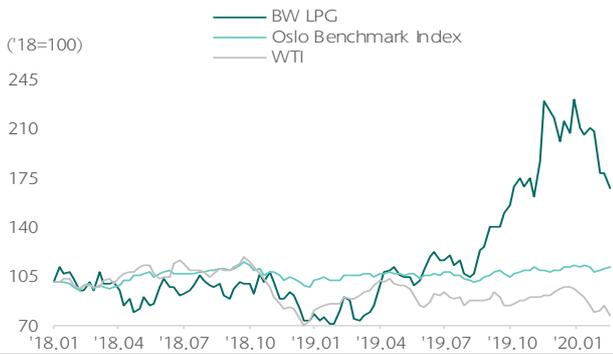
자료: Clarksons, BW LPG, 하나금융투자

그림 2. 저황유와 비교해 LPG연료 비용은 6,600달러 절감(-33%)



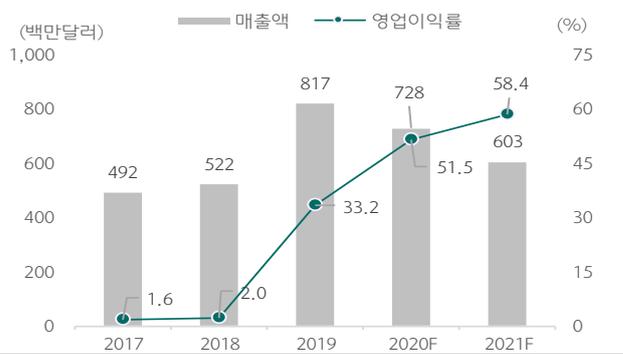
자료: BW LPG, 하나금융투자

그림 3. 2018 개조한 LPG추진선 운항 투입되면서 BW LPG 주가 상승



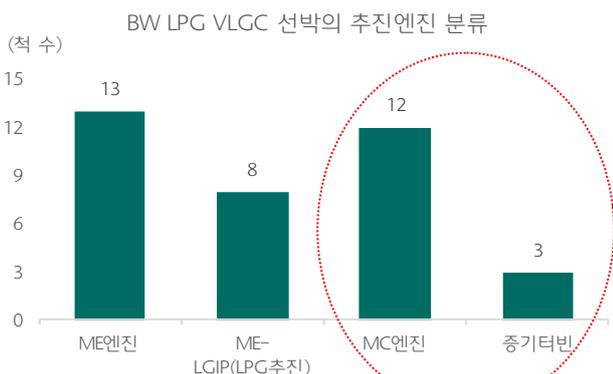
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. BW LPG사의 영업실적 전망



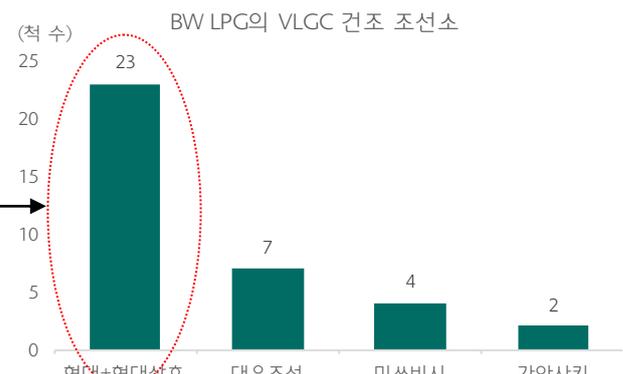
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. MC엔진과 증기터빈 탑재한 15척의 VLGC 신조선 대체 예상



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 6. BW LPG 교체 발주의 대부분은 현대중공업이 가져갈 전망



자료: Bloomberg, 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)
종속/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					
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	39.1	15.0
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
PCFR	4.3	N/A	16.6	9.9	6.4
EV/EBITDA	14.4	N/A	14.9	10.7	8.7
PSR	0.4	0.7	0.6	0.5	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

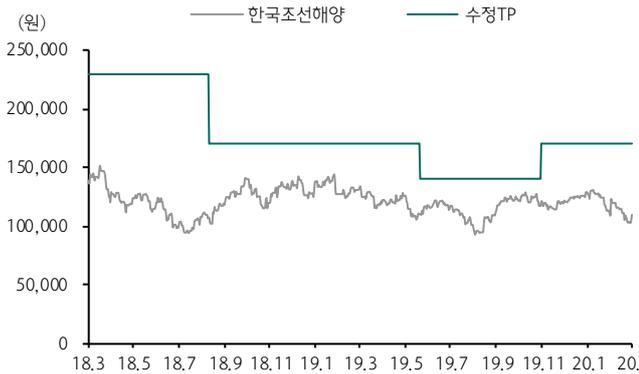
(단위: 십억원)

	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					
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 자산부채 변동	(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

(단위: 십억원)

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	90.1%	9.9%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 6일

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 3월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 3월 9일 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.