KDB대우증권
리서치센터

Issue Comment
2013. 11. 11

운송/에너지

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

대우인터내셔널
(047050/매수)

미얀마 가스전 현지 방문: 가스전 가치 디스카운트 해소될 듯

- 4Q13부터 CDD(contractual date of delivery)와 함께 가스전 개발 이익 계상 전망
- 개발 계획 지연으로 단기 이익 전망은 소폭 하향
- 하지만, 가스전 이익 계상과 관련한 불확실성 해소와 함께 디스카운트 요인 해소 기대

■ 미얀마 현지 방문에 관한 소고: 디스카운트 해소 본격화 될 듯

결론적으로 2014년 당장의 이익 수준은 가스전 생산 확대가 당초보다 늦어지며 기존 추정치인 2,690억원 보다 작을 것으로 보인다. 하지만, 큰 그림에서 보면 **이번 현지 방문은 1) 가스전 실체 및 가스 생산량 확인, 2) 판매 계약에서의 유리함 (Depletion Contract) 3) 추가 자원 개발 확대를 통한 성장성 유지 등을 확인했다는 점에서 긍정적**으로 평가된다.

동사에 대한 단기 이익 전망은 하향 하지만, 가스전에 대한 불확실성 제거로 가스전 가치는 더욱 상승할 것으로 예상한다. 여기에 AD-7 광구 및 캐나다/미주 비전통 에너지 개발과 맞물려 자원 개발 가치는 추가 상승할 전망이다. 동사에 대한 목표주가 48,000원과 매수의견을 유지한다.

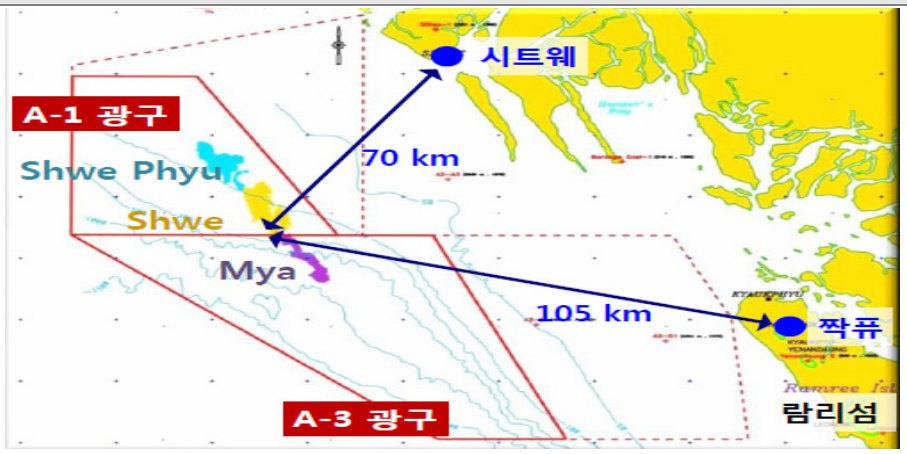
■ 미얀마 가스전 현재 상황

미얀마 가스전은 현재 생산을 시작한 미야(Mya, A-3광구) 웰 테스트중인 쉐(Shwe, A-1광구), 쉐 퓨(Shwe Phyu, A-1광구)등으로 나뉜다. 이번 탐방으로 미야 가스전에서 일 생산량 2억 입방피트(200 MMSCFD, Million Standard Cubic Feet per Day)가 순조롭게 생산중임을 확인하였다. **2013년 11월 15일부터 CDD(contractual date of delivery)시작되며, 회계적인 이익이 계상 시작**될 것으로 보인다. **4Q13에 계상될 이익은 100억원~150억원 수준으로 추정**된다. 중국 지역의 파이프관 건설 지연으로 공급 일정이 3개월 가량 늦어지기는 했지만, 25년 이상의 프로젝트 계획을 감안시 순조로운 생산 중인 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	16,062	19,457	17,571	15,919	17,166	17,643
영업이익(십억원)	176	165	152	143	270	352
영업이익률 (%)	1.1	0.9	0.9	0.9	1.6	2.0
순이익(십억원)	107	213	212	185	295	359
EPS (원)	1,060	2,064	1,860	1,620	2,591	3,153
ROE (%)	7.3	12.4	10.4	8.1	11.8	12.7
P/E (배)	34.1	14.0	21.3	24.8	15.5	12.7
P/B (배)	5.0	3.9	5.5	6.0	5.6	4.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 가스전 개요



자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

■ OGT(Onshore Gas Terminal) 방문

OGT는 생산된 가스가 해상파이프를 통하여 육지에 진입하는 곳에 설치된 기지이다. 양곤에서 전세기를 통해 1시간 가량 비행해서 닿을 수 있는 짝퓨라는 곳에 위치한다. 미얀마 가스전 개발 사업 중 Offshore Midstream 사업에 해당 하는 것으로 대우인터내셔널이 51%의 지분을 보유하고 있다. 여기서 시작되는 Offshore Midstream에서는 연간 약 300억원 이상의 수익과 그 이상의 현금흐름이 발생할 것으로 예상된다.

OGT 주요 역할은 가스의 필터링과 미터링으로 가장 중요한 역할은 미터링이다. 여기서 가스 판매량이 계측된 이후 중국쪽 기지로 가스 판매가 이루어지며, 이는 공식 판매량으로 인정된다. 액화설비 등 부가 설비가 없는 까닭에 생각보다 넓은 부지에 비해 단조로운 시설인 듯 하지만 공식적인 판매 포인트라는 점에서 의미있는 시설로 보인다.

그림 2. OGT 전경

자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. OGT 미터링 시스템

자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

■ 탑사이드 방문

이번 탐방의 하이라이트였던 가스전 해상 플랜트 탑사이드(현대중공업 제작) 방문은 가스 프로젝트의 현재와 미래를 알 수 있었던 기회였다. OGT가 있는 짝퓨에서 헬기를 타고 40분 가량 비행해야 닿을 수 있는 해양 플랜트 탑사이드는 말 그대로 "망망대해 속 외로운 구조물"로 주위에 PSV(Platform Supply Vessel) 등 몇몇 선박을 제외하면 푸른 바다와 태양밖에 보이지 않는 벵골만의 외로운 섬이었다.

그림 4. 헬기에서 바라본 탑사이드 전경

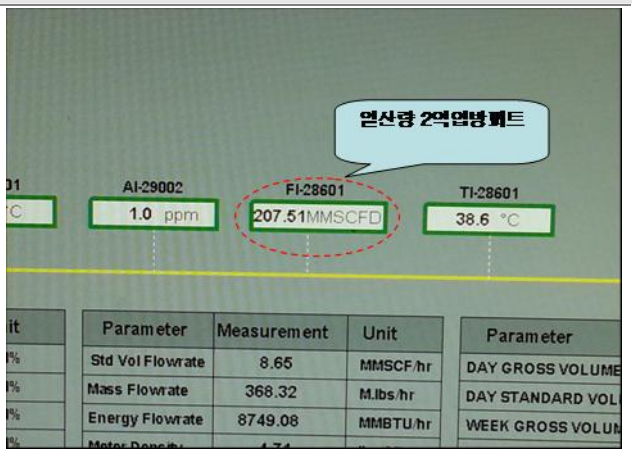
자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

탑사이드는 크게 유틸리티(안전지대)와 위험 구조물(실제 생산 시설)로 나뉘는데, 유틸리티는 일상 생활 공간 및 지원 시설이 있고 생산시설은 실제 가스 시추 탑, 감압 설비 그리고 웰테스터 등이 복잡하게 설치되어 있다. 중앙 통제실에서는 현재 미야 가스전에서 생산되는 일산 2억 입방피트의 생산 현황을 눈으로 확인할 수 있었으며, 한 쪽에서는 일산량을 2014년말 5억 입방피트까지 끌어올릴 쉐 가스전을 최종 테스트하는 웰테스트가 한창이었다. 동사는 빠르면 11월 내에 테스트를 완료하고 2014년 1월부터는 쉐 가스전으로부터 생산을 시작해 2014년 말까지 총 일일 생산량을 5억 입방 피트까지 끌어올릴 계획이다.

그림 5. 헬리패드에서 바라본 시추탑

자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 모니터에 표시된 현재 일산량(2013년 11월 8일 현재)



자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

■ 대우인터내셔널과 미얀마의 원활한 관계

미얀마는 비단 가스전 뿐 아니라 2012년부터 미국의 경제제재(Sanction)가 점진적으로해제되면서 새로운 기회의 땅으로 조명받는 나라이다. 미얀마의 매력은 1)풍부한 천연자원, 2) 저임금, 양질의 노동력(여타 동남아 지역보다 10% 이상 저렴하고 더 근면)을 보유하고 있으며, 지정학적으로도 위로는 인도, 방글라데시, 중국 태국 등과 접하고 있어 3) 거대 소비 시장을 연결하는 전략적 요충지라 할 수 있다.

다만, 경제제재로 인해 그 동안 진출이 활발하지 못했던 업체는 신규진입하기가 쉽지만은 않은 것으로 판단된다. 그 이유는 1) 미얀마 정부가 적극적인 투자를 원하는 반면 기업으로서는 아직 리스크가 더 커 보이기 때문이다. 2) 최근 양곤을 중심으로 부동산 가격이 급등하면서 신규 시설을 건설하기가 쉽지 않다. 또한, 현지정부의 특성상 3) 정부와의 오랜 기간의 신뢰가 필요하다.

이러한 점에서 대우인터내셔널의 현지 법인은 오랜 역사(25년 이상)와 풍부한 인력(250여명)을 바탕으로 기회를 지속 모색 중이다. 최근 양곤 중심지역에 호텔 부지를 정부로부터 저렴하게 장기임대(약 1,000만불 + 알파)에 성공하여, 2017년부터 호텔 사업에 진출하게 된 것은 동사의 대미얀마 정부와의 관계를 보여준 대표적인 사례이다. 민간 소유의 토지는 담합과 공급 부족(아직 외국인이 토지를 소유할 수 없다) 등으로 임대료가 매우 비싸 사업성을 맞추기 힘들기 때문에 정부와의 원활한 관계가 도움이 될 수 밖에 없다는 것을 보여준 주요 예라고 할 수 있다.

그림 7. 호텔 조감도

자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 호텔 예상 부지

자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 가스전 확인 매장량 인증(2007년 8월)

광구	가스전	가채매장량(조 입방피트)
A-1	쉐	2.87 ~ 4.67
	쉐퓨	0.38 ~ 0.91
A-3	미야	1.28 ~ 2.16
계		4.53~7.74

주: 인증기관 (GCA; Gaffney, Cline & Associates), 가채매장량(원유 환산시 약 8억배럴, 국내천연가스 소비량의 3년치 해당)
자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

■ Q&A: 양수영 부사장(자원개발부문장)/박정환 부사장(미얀마 법인장)/주시보 전무(자원개발부문)

1) 미얀마 매장량 추가 확인시 계획은?

중국과 추가 협상을 통해 판매할 수 있도록 하겠다. 예를 들어 AD-7에서 매장량 추가 확인시 중국에 판매하는 것이 가장 좋다. 반면 만일 매장량이 대규모(예: 10TCF)일 경우에는 LNG를 통한 판매도 고려해볼 수 있다. 참고로 이번 중국과의 계약은 Term Contract가 아니라 Depletion Contract로 생산자에게 유리하다. Term Contract는 정해진 물량 대비 공급이 부족한 경우 부족분을 구해서 공급해야하지만 Depletion Contract는 생산량만큼 공급하면 되기 때문에 부담이 없다.

2) 이번 미얀마 가스전 생산과 관련한 단기 이익 전망은?

2014년 1,000억원~2,000억원(세전이익), 2015년에는 3,000억원~4,000억원이다. 초기 3년 정도는 코스트 리커버리를 통해 이보다 더 많은 현금이 들어올 것으로 기대된다. 레벨은 차이가 있겠지만 이익 트렌드와 현금흐름의 트렌드는 같이 갈 것이다. 정확한 회계 처리는 아직 회계법인과 협의 중이다.

3) 향후 설비 고장 자연재해에 따른 셧다운 리스크는?

지금 공개하고 있는 이익 수준은 설비 고장 등에 따른 영업손실에 따른 리스크를 모두 고려한 것이다. 사이클론 등 자연재해도 지난 100년간 가장 강한 사이클론도 견딜 수 있겠 설계되어 있다. 만일 손실을 입더라도 보험에 가입되어 있어 실질적 리스크는 크지 않다.

4) 가스판매 가격 결정구조

가스 판매가 결정 구조는 자세한 것은 공개하기 힘들지만 가스 판매가가 유가와 물가지수에 연동한다. 하지만, 손익분기(BEP, Break Even Point)를 충족시키는 유가가 현재 유가 보다 "현저히" 현저히 낮다. (본 애널리스트의 기존 추정 BEP 기준 유가는 배럴당 80달러이며, 실제로는 이 보다 30% 이상 낮을수도 있다는 느낌이 들었다.) 참고로 미얀마 국내판매 가격은 중국쪽 판매 가격보다 10% 낮다. 하지만 그 양은 미미하다.

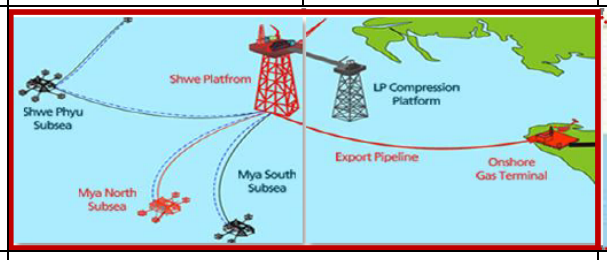
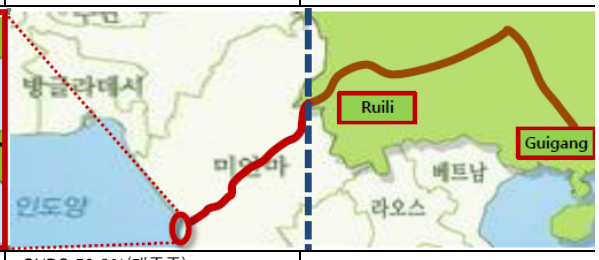
5) 신규 유입되는 현금흐름의 사용처는?

차입금은 정부로부터의 성공불 융자(원리금 + 로열티) 밖에 남아있지 않은 상황이라 부담이 없다. 향후에 유입되는 현금흐름의 상당부분은 추가적인 캐나다/미주 쪽 비전통 에너지에 대규모 투자를 계획하고 있다. 현재 그룹 전체적으로 신규 투자에 더욱 신중을 기하고 있으나, 좋은 프로젝트가 존재하면 적극 추진할 계획이다.

6) 미얀나 현지 법인의 향후 계획은?

미얀마는 현재 인프라가 부족하고 아직까지 공급/수요 모두 취약해서 무역으로 수익을 내기는 쉽지 않다. 현지 법인의 향후 주 사업은 신규 프로젝트 개발이 될 것이다. 대표적인 것이 이번 가스전 개발 사업이다. 이 가스전 사업이 그냥 된 것이 아니고 오랜 기간 정부와의 긴밀한 협력과 관계가 밑바탕이 된 것이다. 이번에 새로 호텔 프로젝트도 내년초부터 본격 시작될 것이며, 그 외에도 광물 자원, 농수산 자원 등의 개발 사업에 지속할 예정이다.

표 2. 미얀마 가스전 개발사업 구조

	Up stream	Offshore Midstream	Onshore Midstream	중국 육상 파이프라인
사업범위	- 생산플랫폼 - 해저생산설비 - 14" 파이프라인	- 32"파이프라인(플랫폼~OGT) - 육상가스터미널(OGT)	- 40" 육상파이프라인 (OGT ~ 미얀마/중국국경)	- 40" 육상파이프라인 (Ruili ~ Guigang)
모식도				
참여회사	- 대우인터내셔널 51%(운영권자) - ONGC 17% - GAIL 8.5% - KOGAS 8.5% - MOGE 15%		- CNPC 50.9%(대주주) - 대우인터내셔널 25.041% - ONGC 8.347% - GAIL 4.1735% - KOGAS 4.1735% - MOGE 7.365%	- CNPC 100%
사업형태	컨소시엄		합작법인 (South-East Asia Gas Pipeline)	CNPC 단독운영
참고사항	- 생산설비 설계/제작/설치(EPCIC): 현대중공업 - Shwe/Mya-N 생산정 시추/완결: 대우인터내셔널 가스전 현황 - A-1(Shwe % Shwe Phyu) - A-3(Mya)	- 판매지점: OGT - 수요가: CNPC 및 MOGE	육상파이프 건설: CNPC (대우인터 지분참여) - 전장: 782km - 내수판매: 4개 지점	육상파이프 건설: CNPC - 전장: 1,726km

자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	15,918	17,087	15,918	17,166	0.0	0.5	미얀마가스전 생산확대 지연
영업이익	150	372	143	270	-4.4	-27.5	
세전이익	235	489	228	366	-3.0	-25.1	
순이익	189	392	184	295	-2.4	-24.7	
EPS (원)	1,660	3,438	1,620	2,591			

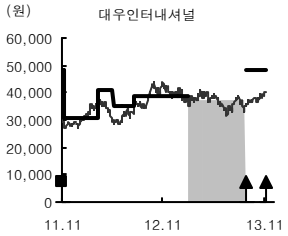
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 4. 대우인터내셔널 분기별 수익예상

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	4,564	4,580	4,236	4,191	4,071	4,032	4,049	3,766	17,571	15,918	17,166
영업이익	56	60	35	1	44	53	23	24	152	143	270
세전이익	5	162	192	-66	21	34	66	107	292	228	366
순이익	8	96	131	-23	26	32	47	79	212	184	295
영업이익률	1.2	1.3	0.8	0.0	1.1	1.3	0.6	0.6	0.9	0.9	1.6
세전이익률	0.1	3.5	4.5	-1.6	0.5	0.9	1.6	2.8	1.7	1.4	2.1
순이익률	0.2	2.1	3.1	-0.6	0.6	0.8	1.2	2.1	1.2	1.2	1.7
평균 환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,123	1,109	1,065	1,127	1,095	1,069

주: K-IFRS 연결기준 (순이익은 지배주주 귀속 순이익)
자료: 대우인터내셔널, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 대우인터내셔널: 최근 1개월 이내에 해당 법인의 비용으로 기업설명회 등 참석 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.