2018년 11월 14일 I Equity Research

대우조선해양(042660)

벙커유 사용 선박 200척, 고장으로 퇴출되다

벙커유 연료 품질 우려와 200척 선박의 퇴출

최근 200척의 벙커유 연료 사용선박이 결국 퇴출되는 운명을 맞이했다. 그동안 지적되어온 벙커유 연료 품질 문제가 선박의 중대한 고장을 일으킨 것이다. IMO Sulfur cap을 앞두고 전세계 정유기업들은 벙커유 생산을 혼합 저유황 생산으로 방향을 돌려 저급한 품질의 벙커유 생산과 공급이 늘어나고 있다는 것이 글로벌 선주사들에 의해 제기되어 왔다. 벙커유 품질문제의 많은 논란은 결국 200척에 달하는 선박에서 연료탱크와 엔진 계통을 연결하는 연료펌프와 필터를 막아버리는 등의 심각한 결함이 발생됐고 최종적으로 퇴출되는 운명을 맞이하게 되었다. 벙커유 품질이 낮아지고 있는 추세를 감안하면 벙커유를 사용하는 선박의 상태와 경제적 가치는 심각한 타격을 받게 될 것으로 보인다. 선박연료 시장에서 벙커유 수요는 더욱 감소될 것이기 때문이다.

https://shipandbunker.com/news/world/141566-bad-bunkers-gone-for-now-but-not-forgotten

Scrubber 장착에 따른 부식과 연료 품질 문제의 이중고

벙커유 사용 선박은 Scrubber 장치를 의무적으로 달아야 하는 시기가 점점 다가오고 있다. 이미 유럽과 미국 ECA에서 Scrubber 장착 선박들이 운항을 하고 있는데 이들 선박들은 심각한 부식이 발생되고 있다. 또한 Scrubber 장비 가동으로 인한 오수를 바닷물에 그대로 버려 심각한 환경오염도 유발하고 있다. 부식문제와 더불어 연료 품질의 문제 두 가지로 벙커유를 사용하는 기존 중고선박들의 가치는 현저히 내려가게 될 것이다. 이미 벨기에와 독일, 미국 서부 최대항만 캘리포니아에서 Scrubber 설치선의 입항을 금지했으며 해운강국 노르웨이에서도 Scrubber 입항 금지를 추진하고 있다.

최적의 선박연료는 결국 LNG

결국 최적의 선박 연료는 LNG가 될 것이다. 특히 Diesel cycle연소 구조를 갖고 있는 ME-GI엔진을 사용하게 되면 기존 Otto cyle 엔진과 비교해 Methan slip현상이 없어 지구 온난화를 더욱 낮추는 긍정적인 이점도 있다. LNG 추진 기술을 선도하고 있는 대우조선해양이 선박연료 시장 변화의 가장 큰 수혜를 가져가는 기업이 될 것이다.

Update

BUY

I TP(12M): 42,000원 I CP(11월13일): 33,500원

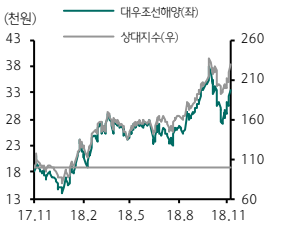
Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,071.23
52주 최고/최저(원)	37,850/13,900
시가총액(십억원)	3,591.4
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래량(천주)	570.9
60일 평균 거래대금(십억원)	17.8
18년 배당금(예상,원)	0
18년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	10.28
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3 인	56.08
하나은행	8.41

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.1	29.3	74.9
상대	4.5	54.7	113.7

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,232.7	7,868.2
영업이익(십억원)	816.1	481.1
순이익(십억원)	405.5	210.0
EPS(원)	3,977	2,219
BPS(원)	37,495	39,558

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	8,982.9	7,070.0	7,299.0
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	704.9	353.5	457.2
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	98.1	423.4	518.0
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	126.0	395.3	482.6
EPS	원	(126,098)	7,447	1,176	3,687	4,502
증감률	%	적지	흑전	(84.2)	213.5	22.1
PER	배	N/A	1.87	28.48	9.08	7.44
PBR	배	2.86	0.44	0.99	0.89	0.80
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	7.18	10.71	8.18
ROE	%	(279.57)	28.12	3.59	10.35	11.33
BPS	원	15,660	31,823	33,801	37,489	41,991
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 박무현 02-3771-7771

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**12,819.2**	**11,101.8**	**8,982.9**	**7,070.0**	**7,299.0**
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,175.8	6,433.0	6,659.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	807.1	637.0	640.0
판관비	900.5	811.1	102.2	283.5	182.8
영업이익	**(1,530.8)**	**733.0**	**704.9**	**353.5**	**457.2**
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(41.8)	0.4
종속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(480.0)	111.6	60.4
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
세전이익	**(1,961.7)**	**1,189.0**	**98.1**	**423.4**	**518.0**
법인세	827.8	543.3	2.7	20.4	26.0
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(2,789.5)**	**645.8**	**95.4**	**403.0**	**492.0**
비지배주주지분 순이익	(55.3)	24.3	(30.6)	7.7	9.3
지배주주순이익	**(2,734.1)**	**621.5**	**126.0**	**395.3**	**482.6**
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	84.6	457.6	558.6
NOPAT	(2,176.9)	398.1	685.3	336.5	434.2
EBITDA	(1,326.2)	885.4	847.6	495.6	599.9
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(19.1)	(21.3)	3.2
NOPAT증가율	적지	흑전	72.1	(50.9)	29.0
EBITDA증가율	적지	흑전	(4.3)	(41.5)	21.0
영업이익증가율	적지	흑전	(3.8)	(49.9)	29.3
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	(79.7)	213.7	22.1
EPS증가율	적지	흑전	(84.2)	213.5	22.1
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	9.0	9.0	8.8
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	9.4	7.0	8.2
영업이익률	(11.9)	6.6	7.8	5.0	6.3
계속사업이익률	(21.8)	5.8	1.1	5.7	6.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,176	3,687	4,502
BPS	15,660	31,823	33,801	37,489	41,991
CFPS	(19,512)	25,162	2,882	5,924	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	7,915	4,623	5,596
SPS	591,222	133,034	83,877	65,948	68,084
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	1.9	28.5	9.1	7.4
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	11.6	5.7	5.2
EV/EBITDA	N/A	5.1	7.2	10.7	8.2
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	3.6	10.3	11.3
ROA	(16.1)	4.7	1.2	4.1	4.9
ROIC	(30.5)	5.9	10.6	5.8	7.9
부채비율	2,184.7	282.7	205.1	165.4	148.4
순부채비율	1,028.0	115.0	92.2	59.9	42.7
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.2	2.1	2.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**7,999.5**	**6,651.3**	**5,020.1**	**4,933.8**	**5,514.7**
금융자산	426.1	419.2	569.3	1,338.1	1,748.1
현금성자산	224.3	205.8	368.6	1,177.6	1,579.6
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	879.2	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**	**9,708.7**	**9,515.2**	**10,126.4**
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**	**3,622.9**	**4,018.3**	**4,500.9**
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)	437.5	832.8	1,315.5
비지배주주지분	**(367.5)**	**(402.8)**	**(441.3)**	**(433.7)**	**(424.3)**
자본총계	**659.4**	**2,990.7**	**3,181.6**	**3,584.6**	**4,076.6**
순금융부채	6,778.6	3,440.4	2,932.3	2,148.2	1,741.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

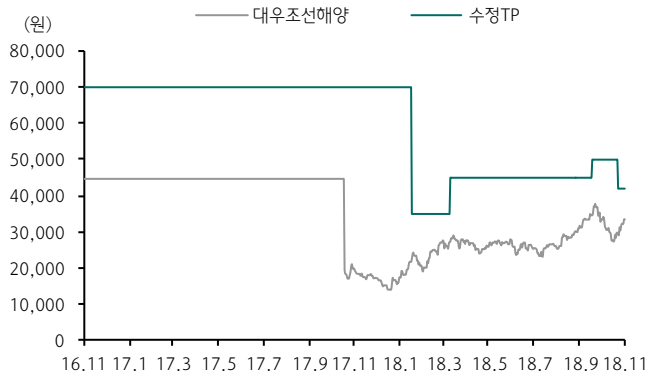
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**(531.0)**	**(1,019.9)**	**805.9**	**818.8**	**579.9**
당기순이익	(2,789.5)	645.8	95.4	403.0	492.0
조정	2,102.0	1,322.3	135.2	142.0	142.6
감가상각비	204.6	152.4	142.8	142.1	142.7
외환거래손익	48.3	144.9	17.9	0.0	0.0
지분법손익	16.7	171.5	3.2	0.0	0.0
기타	1,832.4	853.5	(28.7)	(0.1)	(0.1)
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)**	**162.8**	**809.0**	**401.9**
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	308.7	635.0	688.1
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	630.5	668.8	429.9

자료: 하나금융투자

Analyst 박무현 02-3771-7771

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.5	BUY	42,000		
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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 12일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 11월 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.