

조선산업

Overweight
(Maintain)

2013. 11. 15

조선의 시대가 온다!

조선업종의 사이클 회복이 시작되었다. 올해 '수주 회복'을 시작으로 대장정의 서막을 알렸다면 내년부터는 '수주잔량 회복' 및 '선가 상승'으로 진행되는 본격적인 상승 국면이 진행될 것으로 판단한다. '실적'은 내년에도 단기 조정요인으로 작용할 전망이다. 2014년 조선업종의 주요 화두는 ① BWT, ② 배출가스 규제, ③ ME-GI엔진 ④ FLNG 등이 될 것으로 판단한다. Top Pick으로 현대중공업을 제시한다.



조선/기계

Analyst 최원경

02) 3787-5036

heavychoi@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 투자 의견 및 목표주가 제시 3

II. 대세 상승은 이미 시작되었다! 4

III. 금융위기가 끝나면
발주는 재개된다! 11IV. 일시적인 회복인가?
대세 상승의 시작인가? 13V. 올해 빅 5 모두 수주 목표
초과 달성 가능 19

VI. 2014년 주목 이슈1 - BWT 21

VII. 2014년 주목 이슈2
- 유해물질 규제 24VIII. 2014년 주목 이슈3
- LNG 추진 엔진 26IX. 2014년 주목 이슈4
- FLNG 본격 발주 28

X. BIG 5 2013년 수주 내역 정리 29

- 당사는 11월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

조선의 시대가 온다!

>>> 대세 상승은 이미 시작되었다!

조선산업은 대표적인 사이클 산업으로 사이클의 회복은 '신규 수주 회복' → '수주잔량 회복' → '선가 회복' → '실적 회복' 순으로 진행된다. 2003년부터 2008년까지 진행된 상승 사이클에서, 신규 수주 회복은 2003년에 시작된 반면, 실적 회복은 2006년부터 시작되었다. 반면, 주가는 현대중공업 기준으로 2002년 대비 2003년 이미 100% 이상 상승하는 모습을 보였다. 이번 상승 사이클도 신규 수주 회복은 2013년에 시작된 것으로 판단되지만 실적은 2015년 이후에나 의미 있게 회복될 것으로 예상되고 있다. 상당수의 투자자들이 실적 부진을 근거로 조선업종 주가의 상승에 이견을 제시하고 있지만 과거의 경험으로 보나 당연한 논리로 보나 주가의 상승 추세는 이미 시작된 것이다.

>>> 이번 사이클의 특징

지난 번 사이클이 중국의 '세계 공장 역할 시작'에 따른 물동량 급증 모멘텀으로 발주가 진행되었다면, 이번 사이클은 '연료유의 폭등'과 'BWT 및 배출 가스 규제'에 따른 기존 선박의 Eco-ship으로의 교체 모멘텀이 발주를 주도할 것으로 예상된다. 또한, Big3는 지난 번 사이클과 달리 해양 PJ라는 새로운 먹거리를 확보함으로써 상선과 해양이라는 두 마리 토끼를 모두 잡는 호황을 누릴 것으로 판단한다.

>>> 2014년 주요 화두

- ① 빠르면 내년 상반기 BWT 규제가 발효될 것으로 예상된다. 규제가 발효되면 기존선, 신조선 모두 2017년부터는 BWT 규제 적용을 받기 때문에 내년부터 관련업체들의 수주가 본격화될 가능성이 높다.
 - ② 2016년부터 NOx 규제가 더욱 강화되는 등 배출가스 규제가 본격화될 것으로 예상되며 이에 따른 조선사들의 대응 및 선박엔진업체들의 ME-GI(DF저속엔진) 개발, 수주가 본격화될 것으로 전망된다.
 - ③ FLNG의 발주가 본격화될 전망이다. 기존에는 Shell과 Petronas만이 발주를 했지만 현재 발주를 추진중인 PJ가 12개에 이르고 있어 내년부터 본격적으로 발주가 진행될 것으로 전망된다.
- 이러한 화두들의 특징은 국내 조선사들의 수주 Pool을 증가시키는 역할을 함으로서 이번 상승 사이클을 좀더 강화시켜줄 것으로 판단한다.

I. 투자의견 및 목표주가 제시

>>> 2014년 조선업종에 대해 투자의견 Overweight 제시

조선업종에 대한 투자의견 'Overweight'을 유지한다. 당사는 조선업종의 사이클 회복이 '수주 회복' ⇨ '수주잔량 회복' ⇨ '선가 상승' ⇨ '실적 회복'의 순서로 진행되며 7월 이후 '수주 회복'을 확인하면서 주가가 1차레 Level up된 것으로 판단한다.

현재의 상승은 두 번째 단계인 '수주잔량 회복'(올해는 6년만에 조선 5사가 모두 수주 목표를 초과 달성할 것으로 예상되며 이 경우 조선 5사의 수주잔량이 모두 올해를 기점으로 증가세로 반전될 수 있을 것으로 기대한다.)을 기대하면서 주가의 두 번째 Level up 과정이 시작된 것으로 판단한다.

내년에는 세 번째 단계인 "본격적인 선가 상승"을 확인하면서 조선업종의 주가가 한 차례 더 Level up 될 것으로 예상되어 조선업종에 대한 'Overweight'의견을 유지한다.

>>> 조선 5사에 대한 투자의견 및 목표주가 제시

사이클 회복의 한 단계 한 단계를 확인하면서 주가가 상승할 것으로 예상되는 만큼 '수주 회복'만으로 주가가 상승했던 2011년 전고점 수준은 충분히 넘어설 수 있다고 판단되어, 대우조선해양과 현대미포조선은 2011년 전고점을 목표주가로 설정하였다. 삼성중공업은 이미 실적도 높은 수준을 유지하고 있는 만큼 2007년의 역사적 최고가를 목표주가로 설정하였다. 현대중공업과 한진중공업은 다른 업체들에 비해 실적 회복 및 수주 회복이 다소 느리게 진행되었던 만큼 아직 2011년, 2007년 고점 수준에 이르기에는 다소 이르다고 판단되어 중간 목표를 설정하였다. 하지만 이 두 업체도 내년까지는 충분히 2011년 전고점인 55만원과 4만원 수준에 도달할 수 있을 것으로 판단한다.

Top Pick으로는 현대중공업을 제시한다. 당사는 산업과 마찬가지로 종목별로도 '수주 회복' ⇨ '수주잔량 회복' ⇨ '선가 상승' ⇨ '실적 회복'의 순서에 따라 단계별로 주가가 상승할 것으로 판단한다. 삼성중공업은 이미 2010년에 수주가 회복되어 실적까지 회복되는 단기 사이클을 완성했고, 대우조선해양은 작년 하반기에 수주가 회복되어 내년에 실적이 회복될 것으로 예상되는 상황이고, 현대중공업은 올해부터 수주가 회복되었기 때문에 가장 낮게 회복 사이클이 시작된 것으로 판단된다. 결국 모든 업체들이 업황 회복과 함께 실적 회복까지 무난하게 각자의 사이클을 진행할 것으로 판단되는 만큼 가장 Level up 가능성이 높은 현대중공업을 Top Pick으로 제시한다.

조선 5사 투자의견 및 목표주가 제시

	현대중공업	삼성중공업	대우조선해양	현대미포조선	한진중공업
투자판단	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	350,000	57,000	47,000	225,000	18,000
(상승여력)	34.10%	48.63%	37.63%	24.31%	61.43%
Target PBR(2013E)	1.52	2.13	1.83	1.65	0.62
Target PBR(2014E)	1.45	1.84	1.64	1.65	0.62
BPS(2013E)	230,319	26,788	25,613	136,021	28,948
BPS(2014E)	240,861	31,051	28,639	136,566	28,975
PBR(2013E)	1.13	1.43	1.33	1.33	0.39
PBR(2014E)	1.08	1.24	1.19	1.33	0.38
현주가(11/14)(원)	261,000	38,350	34,150	181,000	11,150

자료: 키움증권

II. 대세 상승은 이미 시작되었다!

>>> 업황에 대한 판단은 실적이 아닌 수주, 선가, 수주잔량을 봐야 한다!

IT, 자동차, 유통 등 대부분의 산업의 주가는 현재 혹은 近미래 실적을 기반으로 Valuation되어 움직인다. 즉 13년 예상 PER, PBR 등의 Valuation 지표들이 현재 주가의 방향성을 판단하는데 결정적인 지표로 작용한다. 이러한 습관에 길들여진 투자자들은 조선산업의 주가 방향성을 판단하는데 있어서도 같은 잣대를 적용하는 경우가 많다. 즉, 조선산업의 13년 예상 실적 혹은 14년 예상 실적이 주가 대비 고평가되어 있으므로 현 시점에서 상승 여력을 주기 어렵다는 것이다. 또는, '현재까지도 조선사들이 저가 수주를 하고 있으므로 당분간은 실적 개선이 나타나지 않을 것이고, 이런 관점에서 조선사 주가의 의미있는 상승을 기대하기 어렵다'라고 말한다.

하지만, 당사에서는 조선사 주가에 대한 이러한 접근 방식은 시작부터 조금 잘못되었다고 생각한다.

이에 대한 논의를 펼치기 위해 아래 도식도를 참고해 보도록 하자.

(아래 도식도는 투자자 편의를 위해 당사에서 제작한 것으로 상선 업황을 기준으로 작성된 것이다.)

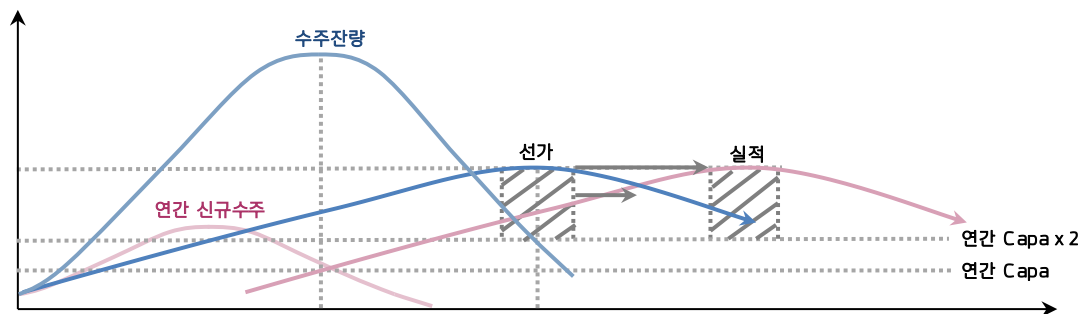
사이클 산업인 조선산업에서 사이클을 보이며 움직이는 지표는 수주, 수주잔량, 선가, 실적 4가지이다.

4가지 지표의 시간대별 움직임을 고찰해 보면,

제일 먼저 신규 수주가 먼저 증가하기 시작한다. 신규 수주가 증가하면서 수주의 양이 조선사의 연간 Capa를 초과하는 시점부터는 수주잔량도 증가세로 반전된다. 신규 수주가 어느 순간 고점을 찍어도 수주의 양이 조선사의 연간 Capa를 초과하는 한 수주잔량의 증가세는 지속된다. 즉, 연간 신규 수주가 먼저 고점을 기록하고, 그 다음에 수주잔량이 고점을 기록한다는 의미이다. 그 다음 수주잔량이 고점을 찍어도 수주잔량의 수준이 조선사의 2년치 일감 이상을 유지할 경우 선가는 하락하지 않는다. 통상 조선사들은 일감이 2년치 아래로 하락하는 시점부터 저가 수주를 시도하기 시작하는 경향이 많기 때문이다. 즉, 수주잔량이 고점을 기록해도 선가는 상승을 지속할 가능성이 있다(단, 수주잔량의 고점이 최소 2년치 이상이어야 이러한 논리가 성립된다. 또한, 선가는 수주잔량이 가장 먼저 줄어드는 조선사에 의해 하락이 시작될 가능성이 높아 실제로는 Global 수주잔량이 2년치 아래로 내려가기 전에 하락하게 된다. 따라서 수주잔량과 선가의 고점은 실상 비슷한 시점에서 나타나는 경향도 많다.). 선가가 고점을 기록하면, 이 시점은 통상 조선사의 수주잔량이 2년치 부근인데, 실적은 1.5~2년 정도 후행해서 고점을 기록할 가능성이 높다.

결론은 수주, 수주잔량, 선가 등은 주가에 있어 선행지표 내지는 동행지표 역할을 하지만 실적은 후행 지표이지 주가에 선행지표 혹은 동행지표는 절대 아니라는 점이다.

상선 사이클 도식도



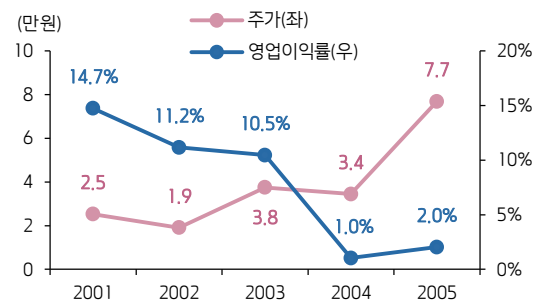
자료: 키움증권

>>> 업황 회복기에는 실적이 아닌 주주, 선가에 배팅하라

앞서 언급한 바와 같이 실적은 주주, 수주잔량, 선가가 모두 사이클을 완성한 이후 그 결과로서 나타나는 지표이지 절대로 현재 주가의 방향성을 결정할 수 있는 지표는 아니다.

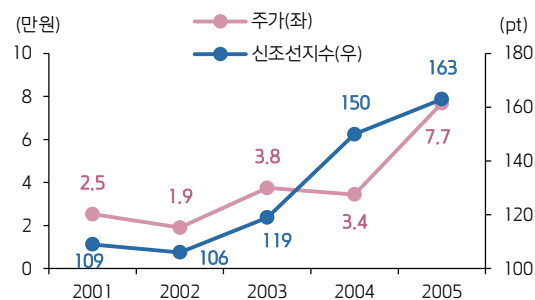
과거 주가 추이를 돌이켜 보더라도 조선 주가는 주주, 수주잔량, 선가의 회복과 함께 상승세로 전환되었다. 아래 그림을 보면 신조선 지수는 2003년부터 상승세로 전환된 반면, 실적은 2004년에 바닥을 기록한 이후 2005년부터 서서히 회복되기 시작한다. 한편, 주가는 신조선 지수와 함께 2002년에 바닥을 기록한 이후 2003년부터 상승세로 전환되었음을 알 수 있다. 2002년과 2004년 현대중공업 연말 주가 수준을 비교해 보면 1.9만원에서 3.4만원으로 무려 80% 가량 상승했음을 알 수 있다. 반면, 영업이익률은 동 기간 동안 11.2%에서 1.0%로 1/10 수준으로 급감했음을 알 수 있다. 주가의 방향성을 실적에 배팅했다면 비참한 결과를 겪었을 것이다.

현대중공업 주가와 영업이익률 추이



자료: 현대중공업, 키움증권

현대중공업 주가와 신조선 지수 추이



자료: 현대중공업, Clarksons, 키움증권

>>> 업황 하락기의 관습에서 벗어나야 한다

조선 5사의 주주가 회복되고 선가가 상승함에도 불구하고 여전히 조선업종에 대한 불안한 시각을 갖고 있는 투자자들이 많다. 당사에서는 투자자들이 업황 하락기의 관습에서 벗어나지 못하고 있다고 생각하는데 그 내용은 다음과 같다.

① 업황 하락기에는 조선업종의 주가는 좁은 Band안에 갇혀 등락을 반복하는 패턴을 보인다. 2008년 5월 이후 조선업종이 업황 하락기에 진입하면서 약 6년의 기간 동안(2010년 하반기 ~ 2011년 상반기 1년의 기간 제외) 조선업종의 주가는 좁은 Band 안에 갇혀 등락을 반복하는 패턴을 보였고, 이러한 패턴에 익숙해진 투자자들은 Band를 상향 이탈한 조선업종의 주가가 Overshooting되어 있다는 불안감을 가질 수 밖에 없다. 하지만 Band Trading은 업황 하락기에 적합한 매매 전략일 뿐 업황 상승기에는 전략을 당연히 수정해야 한다.

2010년 하반기 ~ 2011년 상반기에도 지금과 비슷한 상황이 진행되었다. 고유가를 배경으로 한 Container선사들의 Slow Steam이 진행되었고, 이에 따라 주주가 회복되었다. 당시에 지금과 같이 업황 회복에 대한 기대감이 높았다. 당사에서는 이 기간 동안 두 가지 트라우마가 생겼다고 판단한다.

② 첫번째 트라우마는 이 기간 동안이 하필 조선업종의 실적이 사이클 상 가장 고점을 기록한 기간이었다는 점이다. 사실 당시 조선업종 주가의 상승은 주주 회복과 이에 따른 사이클 회복을 반영한 것이었지 실적이 좋아서 주가가 상승한 것은 아니었다. 당시 실적이 좋았던 것은 2008년 5월까지 진행되었던 상승 사이클이 후행적으로 실적에 반영되어서 나타난 결과일 뿐이었다. 3년전에 끝난 업황 호황기의 주주가 뒤늦게 반영된 실적이 주가를 설명한다고 생각하는 것이 얼마나 어리석은 판단인가? 하지만 상당수의 투자자들은 2010년 하반기 ~ 2011년 상반기의 주가가 좋았던 것은 실적이 좋아서였고, 당시 PER이 10X 언저리에 불과했다고 말한다. 또한, 지금은 실적이 좋지 않기 때문에 주가가 계속 상승하기 어렵다고 한다.

③ 두번째 트라우마는 당시 주주 회복의 기간이 1여년 만에 끝났다는 것이다. 사실 상당수의 투자자들이 당시 업황의 회복을 기대했지만 '유럽 금융위기'의 발발로 회복 기대감은 일시적인 반등으로 끝났다. 당시 주가의 급등과 뒤이은 주가의 급락을 경험했던 투자자들은 이번에도 비슷하게 주가가 하락할 수 있다는 우려감을 갖고 있다. 하지만 당시에도 '유럽 금융위기'만 없었더라면 충분히 조선업종의 사이클은 상승 반전할 수 있는 가능성을 충분히 갖고 있었다. 지금도 마찬가지이다. 추가적인 금융위기가 없다면 사이클은 지속적으로 회복될 가능성이 충분하다. 그렇다면 이번에도 새로운 금융위기가 올 것인가? 이러한 점은 누구도 확신할 수는 없지만 그 당시에 비해서는 가능성이 낮다라고 당사에서는 판단한다. 구더기 무서워서 장 못 담글 필요는 없다.

>>> 수주 회복을 시작으로 새로운 사이클이 시작되고 있다.

이번 사이클이 실제 어떻게 움직였는가를 고찰해 보면,

신규 수주는 03년부터 증가세로 반전되어 07년에 고점을 기록했고,

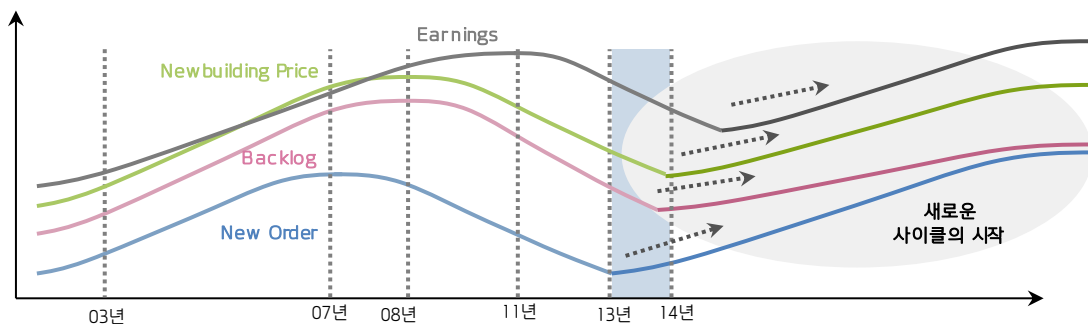
선가 및 수주잔량은 08년에 고점을 기록했다.

반면, 실적은 11년 상반기에 고점을 기록한 이후 현재까지도 하락하는 모습을 보이고 있다.

신규 수주 기준으로 보면, 03~08년까지 6년간의 상승 사이클을 보인 이후, 08년부터 13년까지 6년간 하락 사이클을 기록하여 현재 한 사이클이 완성된 것으로 추정된다.

최근 경향을 보면 신규 수주는 올해부터 상승 사이클이 시작된 것으로 추정되며, 수주잔량 및 신조선가도 서서히 상승하려는 징후를 보이고 있다. 즉, 새로운 사이클이 시작되려고 하고 있는 것이다.

이번 상선 사이클의 움직임



자료: 기움증권

앞 단락에서도 언급했지만 위의 그림을 보면 실적은 수주 및 선가에 상당히 후행해서 움직이는 경향이 있기 때문에 실적이 잘 나온다는 “착시 현상”을 조선업종의 “호황기”로 착각해서는 안 된다. 거꾸로 말하면 “실적”이 가장 안 나오는 구간이 조선업종의 “가장 불황기”라고 오해해서도 안 된다. 조선업종의 가장 불황기, 즉 조선업체들의 기업가치가 가장 낮은 시점은 가장 수주가 안되고, 선가가 낮은 시점 (당사에서는 2012년이라고 판단)이다.

>>> 지난 번 상승 사이클의 특징

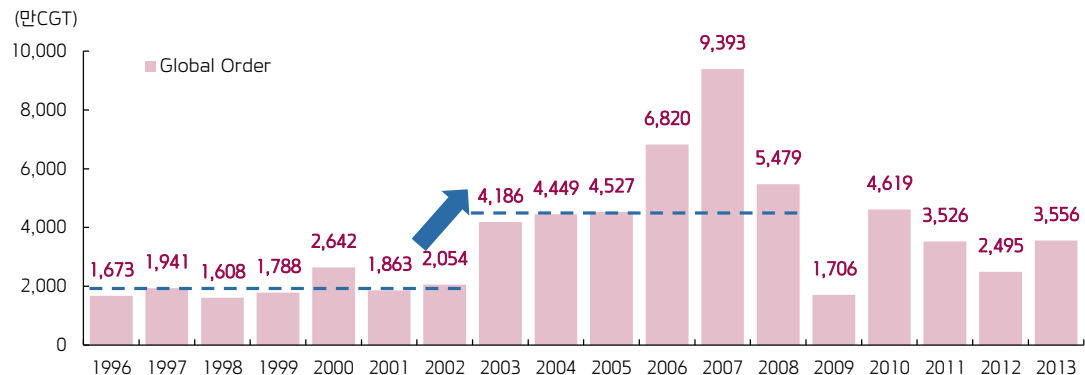
그렇다면 2003~2008년까지 진행된 지난 번 상승 사이클과 2013년부터 시작되는 것으로 추정되는 이번 사이클의 차이는 무엇일까?

일단 2003~2008년까지 진행된 지난 번 사이클의 특징을 알아보자

지난 번 상승 사이클에서 발주를 주도했던 것은 “중국발 물동량의 폭증”이라고 하는 수요 측면의 급증이었다. 2000년대 초반부터 중국은 세계의 공장 역할을 시작하면서 엄청난 양의 원자재를 수입하기 시작했고, 또한, 엄청난 양의 공산품을 세계 각지로 수출하기 시작했다. 이러한 이유로 2002년까지는 연평균 2,000만CGT 정도였던 글로벌 상선 발주가 2003년 이후부터는 연평균 4,000만CGT 이상으로 두 배 이상 Level up되었다. 단순히 물동량이 증가하는 것이 아니라 2003년을 기점으로 새로운 시대가 도래한 것이다. 따라서 당사에서는 2003년 이전까지는 글로벌 조선산업이 2,000만CGT 시대를 살았다면, 2003년 이후부터는 4,000만CGT 시대에 살고 있다고 판단한다. 사실 2003년 이전까지는 글로벌 상선 발주에 있어 가장 핵심 선종은 Tanker였다. 가장 글로벌 물동량이 많은 것이 석유였기 때문이다. 따라서 연평균 2,000만CGT가 발주된다고 하면 약 1,000만CGT가 Tanker였고 나머지 기타 선종이 1,000만CGT를 차지했다. 하지만 2003년부터는 중국이 세계의 공장 역할을 하기 시작하면서 원자재를 운반하는 Bulker와 공산품을 운반하는 Container가 Tanker와 어깨를 나란히 하는 주력 선종으로 부각되었다. 이에 따라 2003년 이후부터는 4,000만CGT가 발주된다고 하면, 약 1,000만CGT가 Tanker, 약 1,000만CGT가 Bulker, 약 1,000만CGT가 Container, 나머지 1,000만CGT를 기타 선종이 차지하게 되었다.

또한, 이 시기는 한국 조선사들이 세계 1위로 부상한 시기였다. 선종이 다양화되고 발주량이 증가하면서 선주들의 욕구는 다양해진 반면, 일본 조선사들은 과거 자신들이 세계 1위를 할 때 구축했던 정형화된 설계의 틀을 고집했고, 한국 조선사들은 환율에 따른 엄청난 가격 경쟁력과 유연한 설계 능력, 거대한 야드를 바탕으로 한 건조 능력을 앞세워 조선의 중심을 한국으로 가져 왔다.

글로벌 신규 발주



자료: 키움증권, Clarksons

>>> 이번 사이클의 특징

그렇다면 이번 사이클의 특징은 무엇일까?

지난 번 사이클에서는 중국의 공장 역할 시작에 따른 물동량 급증이 발주를 견인했지만 이번 사이클에서는 과거와 달리 다시 한번 물동량이 Level up될 만한 모멘텀은 없다. 즉, 수요 측면에서 발주를 견인할 만한 모멘텀은 없다. 최근 몇 년간 발주가 급감했기 때문에 단기적으로 수요의 Overshooting을 기대해 볼 수는 있겠지만 이 역시 선박 공급과잉 상황에 직면해 있는 해운 업황을 감안할 때 쉽지 않다고 생각된다.

사실 이번 사이클의 발주를 견인하는 요인은 ‘연료유 폭등’에 따른 선박 교체 수요라고 판단된다. 현재와 비슷한 연료유를 사용하게 된 근 백년 간 연료유는 상당히 낮은 가격에 머물러 있었다. 현재 기준으로 보면 대략 톤당 100\$ 아래에서 움직여 왔다. 과거 해운업체들의 원가에서 연료유 비용이 차지하는 비중은 약 8% 정도였다고 알려지고 있다. 하지만 최근 10년간 연료유 가격은 6~7배 폭등하였고, 다시는 톤당 100\$ 수준으로는 내려가지 않을 것으로 판단된다. 연료유의 원료인 원유의 가격이 Level up되었고 정유업체들의 설비 또한 고도화가 많이 진행되어 선박 연료유의 생산량은 계속 감소 추세를 보이고 있다. 반면, 지난 10년간 운항 선박의 절대 숫자도 크게 증가하였다.

현재 해운업체들의 원가에서 연료유 비용이 차지하는 비중은 약 25~30% 가량인 것으로 추정되고 있다. 과거에 비해 최대 4배 이상 상승한 것이다. 이에 따라 해운업체들의 관심은 선박이 얼마나 빨리 많은 물동량을 운반하는가 하는 ‘속도’의 관점에서 얼마나 낮은 연료유 비용으로 운반할 수 있는가 하는 ‘연비’의 관점으로 변화되고 있다. 하지만 해운업체들이 보유하고 있는 선박은 ‘속도’에 초점을 맞추어 제작된 것이기 때문에 선박을 교체해야 할 강한 유인이 발생하게 되었다. 최근에 제작되고 있는 Eco-ship은 10년 이상 된 배들에 비해 최대 50%의 연비 절감 효과를 기대할 수 있는 것으로 알려지고 있다. 연료유 비용이 해운업체들의 원가에서 차지하는 비중을 감안할 때 50% 가량의 연비 절감 효과는 선령이 10년 이상 된 배들에 대한 강력한 교체 욕구를 발생시킬 것으로 생각된다.

이러한 변화에도 불구하고 2008년 이후 계속된 금융위기는 발주를 주저하게 만든 원인이었다. 하지만 유럽 금융위기가 발생한 지 2년여가 지나면서 서서히 발주가 회복되고 있다. 연료유 폭등에 따른 선박 교체 수요는 과거 중국 물동량 급증에 따라 시작되었던 지난 번 상승 사이클보다는 못할지 몰라도 상당히 강한 발주를 견인할 가능성이 높다.

>>> 선가는 왜 빨리 오르지 않는가?

여러 세미나를 다니면서 많이 받는 질문 중의 하나가 업황이 회복되었는데 “왜 선가는 빨리 오르지 않는가?” 라는 질문이다. 이에 대해서는 두 가지의 답변이 가능하다.

첫째, 선가는 생각보다 많이 오르고 있다는 것이다. Clarksons 기준 신조선 지수는 2013년 5월 126pt를 바닥으로 6개월 연속 상승하여 11월 현재 132pt를 기록하고 있다. 2010년 6월의 142pt에 비하면 절대 수준으로는 여전히 낮은 상황이지만 당시 신조선 지수가 2010년 2월 136pt를 바닥으로 상승한 것과 비교하면 상승률 기준으로는 오히려 더 높다. 또한, 6개월 연속 신조선 지수가 상승한 것은 2010~2011년도 아니고 2007년 하반기 ~2008년 상반기 즉, 업황이 초호황기 때를 제외하고 처음 있는 일이다. 절대 수준이 워낙 낮다 보니 많이 상승한 것처럼 느껴지지 않을 뿐이다.

둘째, 수주 산업의 메커니즘을 이해해야 한다. 선가가 오르려면 조선사들이 저가 수주를 지양하고 선별 수주를 시작해야 한다. 조선사들이 선별 수주를 시작하려면 단순히 수주가 회복되기만 해서는 안 되고 조선사들이 만족할 정도의 수주잔량이 확보가 되어야 한다. 즉, 수주가 회복되고 다음 단계인 수주잔량이 증가세로 반전되는 단계 이후에나 선가가 본격적으로 상승하는 것이 가능하다. 당사에서 계속 언급한 바와 같이 올해 7월 이후 11월까지 진행되었던 단계는 “수주 회복”을 확인한 단계였다. 당사에서는 11월 이후 조선사들이 수주 목표 달성 및 초과 달성을 하면서 현재는 “수주잔량 회복”을 확인하는 단계에 진입하기 시작한 것으로 판단하고 있다. “선가 상승”은 그 다음 단계이다. 즉, 내년 이후에 “선가”는 본격적으로 상승 국면에 진입할 것으로 판단한다.

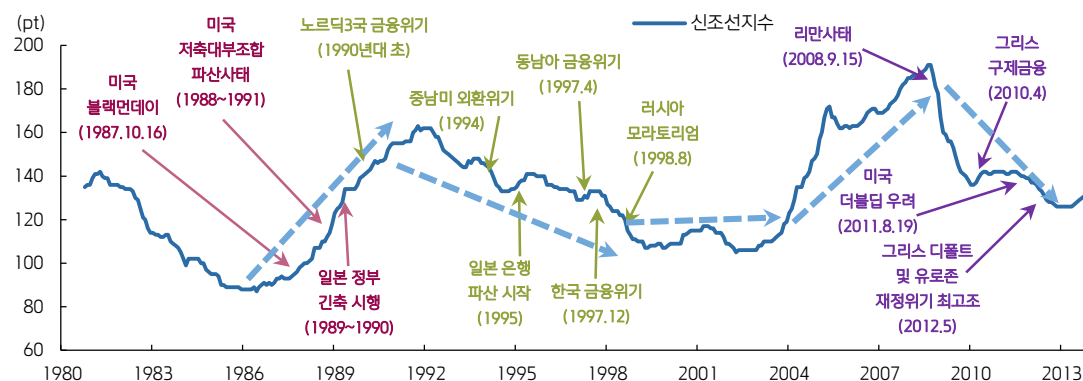
III. 금융위기가 끝나면 발주는 재개된다!

>>> 금융위기와 상선 사이클은 밀접한 관련을 갖고 있다

사실 조선업종의 사이클은 글로벌 금융위기와 상당히 밀접한 관련이 있다. 많은 학자들이 금융위기가 경기 사이클의 변곡점을 만드는 중요 요인임을 증명한 바 있고, 경기 사이클이 글로벌 물동량 증감에 관여하면서 선박 발주 또한 증감시키는 요인이 된다는 것은 모두가 잘 알고 있는 사실이다. 또한, 선박 발주에 필수불가결한 financing 또한 금융위기와 직접적인 관련이 있다는 것도 당연한 사실이다.

아래 그림을 보면 상선 사이클과 금융위기가 아주 밀접한 관련이 있다는 것을 확인할 수 있다. 2003년부터 시작된 이번 사이클만 하더라도 2008년 리만 사태가 상선 사이클의 하락 반전에 직접적인 역할을 했다는 것을 확인할 수 있으며 2011년 유럽 금융 위기 이후 상선 사이클이 한번 더 Level down되었음도 확인할 수 있다.

신조선 지수 사이클과 금융위기



자료: 키움증권, Clarksons

>>> 금융위기 발생 후 2~3년 후에는 발주가 재개된다

하나 더 재미있는 사실은 금융위기가 발생하면서 하락이 시작된 사이클이 2~3년 후에는 제법 강한 반등을 시도한다는 것이다. 하지만 그 직후 새로운 금융위기가 발생하게 되면 다시 하락하는 패턴이 반복되고 있다. 이러한 경향은 위의 그림에서 확연하게 확인할 수 있다.

1992~2000년까지 하락 사이클 동안 최소 3번 정도의 반등 시도가 있었으나 새로운 금융위기의 발생으로 인해 반등이 좌절되었고, 2008년부터 시작된 이번 하락 사이클에서도 2010년 하반기 반등 시도가 있었으나 유럽 금융위기로 인해 반등 시도가 좌절되었다.

>>> 금융위기와 선사들의 Game 이론

당사에서는 금융위기 발생 후 2~3년 이후에 발주가 재개되었다가 추가적인 금융위기 발생 후 다시 하락하는 패턴에 대한 가정을 다음과 같이 하고 있다.

일반적인 산업의 경우 업체들은 수익성을 높이기 위해 가격을 인상하거나 재료비를 절감하거나 기술 개발을 하거나 하는 다양한 노력을 경주한다. 하지만 선박을 가지고 영업을 하는 선주의 경우에는 선택할 수 있는 경우의 수가 그리 많지 않다.

중국 - 미국, 중국 - 유럽 노선을 운행하고 있는 Container선사를 예를 들어 생각해 보자.

Container선사들은 지속적으로 운임을 인상하려고 시도하지만 항상 성공할 수는 없다. 즉, 운임은 그들이 항상 통제할 수 있는 변수는 아니다.

원가 측면에서 보면, 선박에 대한 비용과 유류 비용이 전체 비용의 대부분이라고 할 수 있는데, 유류 비용도 사실 통제가 불가능하다. 하지만 선박에 대한 비용은 어느 정도는 통제가 가능한데, 선가 사이클을 보면 알 수 있는 바와 같이 동일한 배라고 하더라도 언제 발주하느냐에 따라 최대 2배 이상 가격 차이가 발생한다.

결국, 선사들의 경쟁력은 '얼마나 싸게 배를 발주하느냐'가 핵심이라고 할 수 있다. 사실 이론적으로는 배를 싸게 발주하는 것이 어렵지 않다. 사이클의 바닥에 발주하면 된다. 그렇다면 사이클의 고점에 발주한 선주들에 비해 엄청난 원가 경쟁력을 확보할 수 있다. 하지만, 선가가 높을 때 발주가 많고 선가가 낮을 때 발주가 적다는 아이러니를 생각해 보면, 선주 입장에서 낮은 가격에 발주하는 것이 그리 쉬운 일이 아니라는 것을 알 수 있다.

결국 선주들이 할 수 있는 선택은 몇 가지로 귀결되는데, 선가가 어느 수준에 있던지 꾸준히 발주를 해서 보유 선박의 평균 가격을 낮추던가(하지만 이 방법은 현실성이 떨어진다), 아니면 금융위기로 인해 선가가 급락하는 모습을 보였을 때 발주를 시도하는 것이다.

즉, 금융위기 2~3년 이후 발주가 재개되는 요인은 이와 같은 이론에 의해 설명될 수 있다. 금융위기가 발생하게 되면 금융 시스템이 붕괴되면서 발주 급감 및 선가 급락이 이루어지게 되는데, 위기 발생 후 2년 정도 경과하게 되면 붕괴된 시스템이 서서히 회복된다. 물론 금융위기로 인해 선주들도 큰 타격을 받았지만, 그 중에서 재무적인 여력이 있거나 과거 패턴에 대한 통찰력이 있는 선주라면 다소 무리를 해서라도 발주를 시도할 것이다. 즉, 금융위기는 순간적으로는 선박 발주에 부정적인 충격을 가져오지만 2년 정도 후에는 위기 전보다 낮은 선가를 만들어 줌으로서 발주를 다시 견인하는 긍정적인 효과도 가져오는 것이다. 이번 사이클을 보더라도 2008년 리만 사태 이후 선가가 급락한 이후에 2010년 하반기부터 다시 발주가 재개되는 모습을 보였다. 2010년 하반기 ~2011년 상반기까지 지속된 발주는 2011년 하반기 유럽 금융위기 발발로 다시 중단되었고 선가는 또 한번 Level down되었다. 그리고 2년 후인 지금 다시 발주가 재개되고 있다. 선주들 입장에서는 상당히 합리적인 게임을 하고 있는 것이라고 판단된다.

즉, 지금 운임 수준이 어떻고, 지금 해운사들의 실적이 어떻고, 지금 경기 상황이 어떻고 하는 것은 사실 발주에 있어 아주 큰 결정 요인은 아니다. 어차피 배를 발주하면 지금 쓰는 것이 아니라 최소 2~3년 혹은 3~4년 후에 쓰는 것이고, 쓰는 기간도 최소 20년 이상이다. 선주의 입장에서는 '20년간 낮은 선박 원가를 부담할 것이냐, 아니면 높은 선박 원가를 부담할 것이냐'의 문제가 가장 중요한 것이지 지금 이 순간의 운임, 실적, 경기가 중요한 것이 아니라는 것이다. 어차피 운임과 유류 비용 등 기타 변수는 선주가 통제하기 어렵다. 중요한 것은 내가 다른 선주보다 낮은 가격에 발주한 배를 보유하고 있으면 상대적으로 높은 수익을 올릴 가능성이 높아진다는 것이다.

IV. 일시적인 회복인가? 대세 상승의 시작인가?

>>> 발주 시장에 사모펀드들(투기세력)이 돌아오다

앞 단락에서 언급한 논리에 따르면 2년 전에 발생한 유럽 금융위기가 현재 발주를 회복시킨 동인이라고 할 수 있다. 추가적인 금융위기가 없다면 현재의 발주 회복세는 당분간 지속될 수 있다고 생각할 수 있는데(선가가 낮은 수준에 위치하고 있으므로) 그 지속성에 대한 담보는 사실 장담하기 어렵다. 하지만 당사에서는 그 지속성(발주가 지속되고, 이에 따라 선가가 상승할 가능성)을 꽤 담보할 수 있는 근거를 제시하려고 한다. 바로 사모펀드들(투기세력)이 돌아왔다는 것이다.

사실 조선 업황의 회복 초기는 금융위기가 끝난 지 얼마 안된 시점일 가능성이 높고(이에 대한 근거는 앞 단락을 참조하라) 이런 관점에서 보면 선가 급락으로 조선업체, 해운업체들의 실적 또한 부진할 가능성이 높다. 해운업체들의 실적이 부진할 가능성이 높다는 점에서 앞서 “해운업체들이 금융위기 이후 2~3년 후 발주를 해야 하는 당위성”에도 불구하고 현실적으로는 발주를 선택 하기가 쉽지는 않다. 또한 자산을 보유하고 있는 선주들은 현재 배가 연비 문제가 있고 노후화되었다고 해도 신조 발주에 필요한 상당한 거금의 부담 때문에 선불리 발주를 하기가 어렵다.

투기세력과 대선업체(Rental업체)들은 이런 관점에서 업황 회복 초기에 발주를 주도하는 특성이 있다. 두 세력은 독자적인 발주를 할 수도 있지만 때로는 합종, 연횡을 통해 발주를 하기도 한다.

투기세력은 항상 사이클 회복의 초입과 끝 부분에서 활동하는 경향을 보여왔고, 이번 사이클의 상승 구간(2003~2008년)에서도 지속적인 활동을 해 왔다. 하지만 2008년 이후 한동안 발주 시장에서 자취를 감춰왔다. 하지만 최근 이들이 활동을 재개하는 근거들이 여기저기 보이고 있다.

이들은 스스로 조선사에 선박을 발주하든가, 선박을 발주하는 선주에게 Financing을 제공하든가, 선주와 Joint Venture를 만들어서 발주를 하든가, 혹은 조선사 주식을 사든가 하는 여러 형태로 상선 사이클에 배팅을 한다. 사실 그들의 발주 규모나 강도를 보면 배팅을 한다기 보다는 사이클을 자신들의 힘으로 만드는 것에 가깝다. 사실, 선주, 투기세력, 주식시장 참여자 등 여러 조선 발주 이해 관계자들 중에서 현재 발주가 지속될 지 여부에 대해 가장 잘 알고 가장 원하는 대로 만들 수 있는 것도 그들일 것이다. 그들은 선가가 상승할 경우(선가가 오른다는 가정은 조선사의 수주가 지속되어 수주잔량이 증가한다는 것을 전제로 한다) 수익을 창출할 수 있다. 반짝 6개월 ~ 1년 정도 발주가 회복되다가 다시 하락하면 결코 수익을 얻을 수 없다. 최소 그들이 발주하는 선박이 인도되는 2015~2016년까지는 상승 사이클이 유지되어야만 수익을 기대할 수 있기 때문에, 이들이 거의 5~6년만에 발주 시장에 돌아왔다는 것 자체가 과거 5~6년 이후 어느 시점보다 현재의 발주 회복이 지속될 가능성이 높다는 근거라고 할 수 있다.

또한, 유럽 금융위기 및 해운 시장의 침체로 기존에 주요한 선박금융 방식의 하나였던 독일의 KG펀드가 소멸한 자리를 사모펀드가 메우기 시작하고 있어 향후에는 단순한 투기라기보다는 하나의 Main 선박금융 방식으로 자리매김할 가능성도 높다.

지금부터는 사모펀드들의 최근 활동 내역을 간단히 정리해 보자.

- ① 대우조선해양은 그리스 Prime Marine Management사 및 미국 자산관리 전문업체인 Perella Weingberg Partners(PWP)사 간의 합작회사(JV)인 Flagship Marine Ventuer로부터 114,900dwt급 LR2 탱커 2척을 적당 4,700만\$에 수주.
- ② 글로벌 투자회사인 Kohlberg Kravis Roberts(KKR)사는 유럽의 전통 선박금융 은행들의 공백을 메우고 수익을 창출하기 위해 Maritime Finance Company를 5.8억\$의 자본금으로 설립, 향후 해양 및 상선 관련 자산에 대한 용자의 인수, 투자, 분배를 담당할 것이라고 밝힘.
- ③ 독일 선주사인 E.R. Schiffahrt사는 E.R. Capital Holding사 및 Schulte Group이 함부르크에 합작회사(JV)인 Quayside Maritime Partners사를 설립하고 선박투자를 진행키로 했다고 발표. 양사는 동 JV에 충분한 자본을 투입, 현 시장상황을 이용하여 다양한 선박을 매력적인 선가에 인수하고 추후 시장 회복기에 적절한 가격에 매각할 것이라고 설명.
- ④ 그리스 선주사인 Costamare사가 사모펀드 투자 전문업체인 York Capital management사와 손잡고 한진중공업의 수빅 조선소에 9,000teu급 대형 컨테이너선 2척을 발주, 적당 8,000만\$을 소폭 상회하는 수준.
- ⑤ 세계 최대 선박 금융회사인 Nordea Bank AB(NDA)와 세계 2위 선박 금융회사인 DNB ASA(DNB)의 대출 손실이 줄면서 선박 대출 재개 기대감이 높아지고 있음.
- ⑥ 미국 사모펀드 회사인 Alterna Capital Partners는 탱커 부문에 대한 지속적인 투자를 위해 6월 현 대미포조선에 탱커선 4척(1.3억\$)을 발주.
- ⑦ 뉴욕에 기반을 둔 Oaktree Capital Management사는 독일 선주인 Rickmers사와 연합해 16척의 컨테이너선을 발주.
- ⑧ Alvarez & Marsal사는 아시아 투자에 관심을 보이는 여러 사모펀드들을 대신하여 중국, 한국 그리고 일본의 조선소에 주문은 되었으나 아직 건조에 들어가지 않은 20척의 건화물선과 탱커선에 대한 투자를 검토.
- ⑨ 작년까지 스키폴로 탱커는 18척 정도의 탱커선을 보유한 소형 해운사에 불과, 하지만 올해 초 사모펀드인 Legatum으로부터 대규모 증자 대금을 확보한 이후 공격적인 투자를 시작, 올해 들어서만 60척 가량을 발주.
- ⑩ 독일의 Bertram Rickmers Group이 미국의 대형 사모펀드 Oaktree Capital과 손잡고 한진중공업에 신조 Panamax Container선 2척을 추가 발주.
- ⑪ 성동조선해양이 영국 선사와 50,000dwt급 정유운반선 최대 6척의 건조계약을 체결했다고 밝힌 가운데, 런던 소재의 Breakwater Capital사가 선주사인 것으로 알려지고 있다. 외신 보도에 따르면 투자금융, 상업금융을 전문으로 하는 동사가 투자기회를 모색하는 가운데 성동조선해양에 적당 약 3,450만\$ 상당의 MR PC 확정 4척, 옵션 2척을 발주한 것으로 알려졌다.
- ⑫ 중국 교통은행 산하의 Bank of Communications Leasing사는 최근 대우조선해양에 18,400teu급 초대형 Container선 3척을 발주하였으며 유럽 선사와 이들 선박에 대해 장기 용선 계약을 체결한 것으로 전해졌다. 발주금액은 4.2억\$로 적당 1.4억\$이다. 계약기간은 2015년 12월 31일까지로 알려졌다.

>>> 선박유 폭등으로 선박에 대한 강한 교체 욕구 발생

모두가 잘 아는 사실이지만 최근 10년간 선박유 가격은 100\$/톤 수준에서 6~700\$/톤 수준까지 거의 6~7배 폭등했다. 사실 지금부터 10년 전까지만 해도 해운사들이 수익성 관리를 위해 중점을 두는 분야는 운임과 선박 가격이었지 선박유는 아니었다. 그도 그럴 것이 선박유는 최근 몇 십 년간 100\$/톤 수준에 꾸준히 머물러 있었기 때문이다. 이에 따라 선주의 관심은 '얼마나 빨리 물건을 운반하느냐'라고 하는 배의 '속도'였다. 이에 따라 조선사들은 배 모양을 유선형으로 만드는 등 속도에 중점을 두고 배를 건조해 왔다.

하지만, 최근 10년간 선박유가 예상외로 폭등하면서 패러다임 또한 바뀌었다. 일시적인 폭등일 것으로 생각했던 선박유 가격은 원재료인 원유 가격의 Level up, 정유회사의 고도화에 의해 생산량이 줄면서 6~700\$/톤 수준에 안착했다. 가뜰이나 운임 또한 낮은 상황에서 선박유 가격의 폭등은 선주의 관심을 '속도'에서 '연비'로 변화시켰다. 즉, 원가 측면에서 가장 Risky한 변수로 선박유가 부각된 것이다.

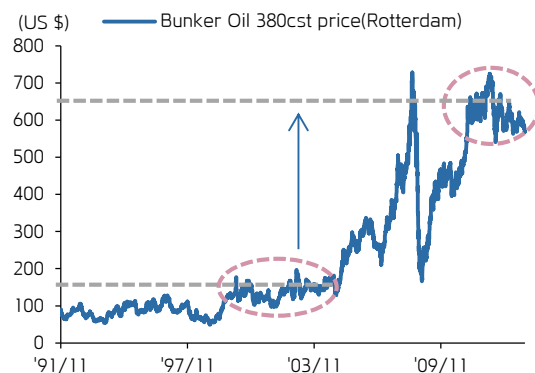
기존에 선주사들이 '길고 잘 빠진 몸매'의 선박을 선호했다면 지금은 '듬직한 몸매'의 선박을 선호하게 되었다. 이는 연비 경쟁력을 강화하기 위해 선박의 속도를 높여 운항할 필요가 없어졌기 때문이다. 기존의 선박들이 속도를 위해 조금 더 길고 유선형인 앞모양을 가지고 있었다면, 지금은 넓적하면서 좀 더 많은 짐을 실을 수 있도록 설계가 되기 시작했다. 이에 따라 선박의 설계는 모든 선종에 걸쳐 완벽하게 바뀌고 있다.

즉, 기존에 '속도'를 위해 제작되었던 선박들은 Slow Steam이 일반화된 현 시점에서는 전혀 장점을 살릴 수 없을 뿐만 아니라 연비 또한 좋지 않다. 지금 제작되는 선박들은 호황기 대비 절반 가격에 10년 전 선박에 비해 50%의 연비 향상, 4~5년 전 선박에 비해 30% 가량 연비가 개선되는 것으로 알려지고 있다.

투기 세력들은 이런 시점에 맞춰 소위 Eco-ship 발주를 시작했고, 대선영업을 하는 업체들도 용선 계약시 유리한 위치를 점하기 위해 Eco-ship 발주를 할 수 밖에 없다.

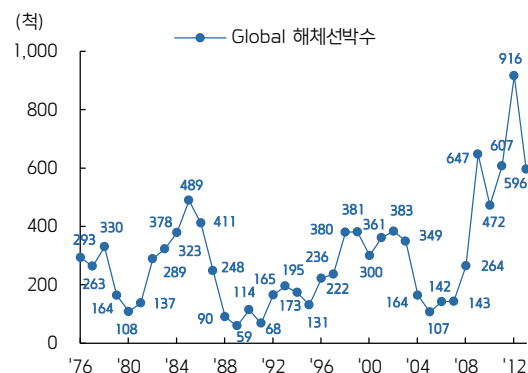
또한, 흥미로운 사실은 2010년 하반기 ~2011년 상반기 때에는 선주들이 선박유의 가격 폭등을 일시적인 Overshooting으로 인식하여 기존 선박을 Slow Steam하면서 시황에 대응하는 경향이 많았던 반면, 선박유가 한번 폭등 후 급락 이후 재급등하여 높은 수준에서 안정화되는 경향을 보이자 이번 시기에서는 어쩔 수 없이 배를 교체해야겠다는 의지가 강해지고 있는 것으로 알려지고 있다는 점이다.

선박유 장기 시계열



자료: Datastream

글로벌 해체 선박수 장기 시계열



자료: Clarksons

>>> 렌터카 업체를 상상하라!

리터당 1,700원 정도 하는 경유 가격이 불과 몇 년 사이에 리터당 10,000원이 되었다고 가정하자. 여러분은 리터당 1,700원 시절에 구매한 차를 보유하고 있다. 연비는 리터당 10Km 내외라고 가정하자 (물론 경유 가격도 최근 많이 상승했고, 최근에는 연비가 좋은 Hybrid 차도 많이 개발되었지만 상대적인 비교를 위해 단순화하자). 당신은 경유를 연료로 한 화물차 사업자이다. 화물 운임은 경기 침체로 과거에 비해 오히려 하락했다.

이런 상황에서 현재의 차에 비해 연비가 50% 가량 개선된 화물차가 개발되었다. 당신은 어떤 선택을 할 것인가? 새로운 화물차를 마련할 것인가? 아니면 기존의 화물차를 계속 갖고 영업을 할 것인가? 어쨌든 당신은 화물차 영업을 중단할 수는 없다. 당신의 처자식을 굶길 수는 없기 때문에...

당신은 결론을 내린다. 경유값이 급등했고 운임은 수지타산이 맞지 않지만 당신은 당장 화물차를 새로 살 만한 능력도 없다. 할 수 있는 방법은 당신의 연비가 좋지 않은 화물차를 헐값에 처분하고 화물차 렌터카 회사에서 연비가 50% 개선된 화물차를 Rent하여 사용하는 것이다. 당장 새 화물차를 트럭회사에 발주하지는 못 하지만 렌터카 회사에서 빌리려는 액션은 취할 것이다.

결국 연비가 좋은 화물차에 대한 Rent 수요는 기존 화물차보다 약간 더 높은 Rent fee에도 불구하고 늘어날 가능성이 높다. 즉, 자산을 보유하고 있는 해운업체들은 실적 및 재무구조의 부진으로 새 배를 발주하기는 어렵지만, 대신 영업을 하는 대선업체들은 늘어나는 용선 수요에 맞추어 Eco-ship을 발주할 가능성이 높다.

사실 대선업체들은 빨리 보유한 선박들을 최대한 빨리 Eco-ship으로 교체하지 않으면 안 된다. 해운업체들이 유가 급등으로 자기가 보유한 自船의 운용 여부마저 고민하는 마당에 연비가 좋지 않아 적자가 나는 옛날 배의 용선 계약을 지속할 리가 없다. 해운업체들은 용선료가 다소 비싸더라도 용선 선박은 Eco-ship으로 교체하려 할 것이기 때문이다. 즉, Eco-ship을 보유하지 못하면 대선 영업을 더 이상 영위할 수 없는 것이다.

과거에 '이중 선체'가 시장의 화두였던 시절 '단일 선체' 탱커들은 공급과잉 상태였다. 하지만 '이중 선체'는 단일 선체의 공급과잉 상태에 아랑곳없이 계속 발주되었고, 결국 단일 선체 탱커들은 대부분 해체되거나 개조되었다. 단일 선체 Tanker들의 용선료가 먼저 급락하면서 대선업체들이 이중 선체 Tanker 발주를 전인했기 때문이다. 투기업체와 대선업체들이 먼저 발주를 유도한 이후 일정 시점이 지난 이후 단일 선체 Tanker를 보유한 해운업체들이 발주의 순서를 넘겨 받았다.

발주를 유발하는 가장 중요한 요인은 당연히 '수요와 공급' 이지만, 때로는 규제 및 기술 혁신(Eco-ship) 등이 더 중요한 요인이 되기도 한다는 것은 잘 알고 있을 것이다.

당사에서는 연료의 가격 폭등이라는 새로운 변수와 Eco-ship이라고 하는 새로운 기술 혁신이 이번 발주가 지속될 수 있다는 강력한 근거 중의 하나라고 판단하고 있다.

>>> EEDI 등 환경 규제 시행, 역시 배를 바꿔야 한다!

2013년 1월 1일부로 국제해사기구(IMO)가 선박제조연비지수(EEDI, Energy Efficiency Design Index; 에너지효율설계지수)를 시행한다. IMO에 따르면 화물 1톤당 1해상마일(1.852Km) 운항 시 배출되는 CO₂의 양을 규제하는 것으로 총톤수 400GT 이상의 선박에 대해 시행된다. 2015년까지 10%, 2020년까지 20%, 2030년까지 30%를 감축해야 한다. 또한, 2011년 로테르담, 함부르크 등 유럽 주요 항만에 환경선박지수(ESI)가 도입된 데 이어 2012년 7월부터는 미국 LA항에서도 적용되기 시작했다. 이 제도는 에코선박 보유를 기준으로 선사를 평가해 항만비 인센티브를 적용하는데, 온실 가스 배출량이 적은 선사에는 항만비용 할인 혜택이 주어지며 선박의 EEDI가 일정한 수준을 넘지 못하면 선박을 아예 운항할 수 없도록 규제하고 있다.

즉, 해운업체들은 온실가스 감축과 에너지 절약을 위해 선박 추진 속도를 낮춰야 하는데, 저속 운항에 적합한 신형엔진을 탑재하지 않고서는 연비가 개선되지 않기 때문에 에코선박으로 갈아탈 수 밖에 없다. 결국, 환경 규제와 연비 경쟁은 노후선 해체를 가속하고 선주들의 신조 발주를 자극하는 한편, 에코 선박 건조에 있어 막강한 경쟁력을 갖고 있는 한국 조선사로의 발주를 촉진하게 될 것이다. 한국 조선사들은 Eco-ship 옵션을 모두 채택한 선박을 2003년 이후 가장 낮은 선가로 공급하고 있어 선주들의 발주욕구가 어느 때보다 강화된 상황이다.

또한 NO_x 규제 역시 2016년 인도분부터 Tier III 단계에 진입하면서 규제가 강화된다. NO_x 규제는 ~2011년까지는 Tier I 단계로 17.0g/KWh, ~2016년까지는 Tier II 단계로 14.4g/KWh 정도로 기존 엔진을 속도를 낮추는 Slow Steam으로도 충분히 대응이 가능했지만 2016년 인도분부터 적용되는 Tier III 단계는 3.4g/KWh로 엔진에 별도의 저감장치를 달거나 엔진을 교체해야 대응이 가능하다.

앞 단락에서 언급한 바와 같이 ‘기름값 폭등’이라는 변수와 ‘환경 규제’는 별개의 변수이지만 둘 다 현재 선사들이 보유하고 있는 선박을 교체해야 할 강력한 유인으로 작용하고 있다. ‘속도’에 주안점을 두고 설계된 현재 보유 선박은 ‘연비’가 중요해진 지금 원가 측면에서도 적합하지 않을 뿐 아니라 ‘환경’적인 측면에서도 적합하지 못하다.

실제로 환경규제를 배제하고 연비 격차가 10% 나면 선박 가격 차이가 19.2% 가량 발생한다고 알려지고 있다. 최근 건조되는 선박들이 10년 전 선박에 비해 최대 50%까지 연비 차이가 난다는 것을 감안하면 낮은 가격에 Eco-ship을 발주할 수 있는 지금 왜 발주를 해야 하는지 충분히 설명이 가능하다. 거기에 실제로 배출가스를 줄이지 않으면 입항이 거부되는 2015년부터는 그 중요성이 더욱 커질 것이다.

따라서, 환경 규제 또한 역시 이번 발주가 당분간 지속될 수 있는 강력한 근거라고 당사에서는 판단하고 있다.

>>> 2년 전 발주와 지금 발주가 다른 점

(발주 지속 가능성이 더 높다고 판단하는 근거)

시장 참여자들은 불과 2~3년전 즉 2010년 하반기부터 2011년 상반기까지의 발주 회복세를 기억할 것이다. 당시에 당 Analyst를 포함한 여러 시장 참여자들이 시장의 대세 회복을 예상했으나 유럽 금융 위기 때문에 일시적인 반등으로 끝났다. 그렇다면 2년 전 발주와 지금 발주가 다른 점은 무엇인가? 지금 발주가 2년 전 발주에 비해 좀더 지속 가능성이 높다고 볼 수 있는 근거가 무엇인가? 아래 단락부터 자세히 후술한다. 논의의 편의를 위해 2010년 하반기 ~2011년 상반기까지의 발주를 ‘기간 1’로 정의하고 지금 발주를 ‘기간 2’로 정의하자.

① ‘기간 1’에서도 지금과 마찬가지로 폭등하는 기름값에 대한 대응 방안, 즉 연비가 최대의 관심사였다. 다만, 당시에는 ‘Eco-ship’의 개념 및 건조가 거의 초기 단계였기 때문에, Eco-ship 발주보다는 “Slow Steam” 즉, 기존 배의 속도를 줄여 운항하는 방법이 주요하게 이용되었다. 배의 속도를 줄여 운항하게 되면 같은 노선에 같은 서비스를 제공하기 위해서 더 많은 배가 필요했기 때문에 이런 관점에서 발주가 진행되었다. 또한, 기름값 폭등에 따른 원가 상승에 대응하기 위한 방편으로 대형선 발주 또한 유행했는데, 이는 단위당 원가를 줄이기 위한 방편이었다. 즉, 대형선 발주 모멘텀은 꽤 강했지만 기존 배를 Eco-ship으로 교체하기 위한 발주 모멘텀은 별로 없었다.

② ‘기간 1’보다 ‘기간 2’의 선가가 10% 가량 더 낮다. 선주 입장에서는 12년래 가장 낮은 선가에 고사양의 Eco-ship을 발주할 수 있다. ‘기간 1’에서는 조선사들의 실적이 좋았기 때문에 선주사들이 추가적인 선가 내고를 하기가 다소 용이했다면 ‘기간 2’에서는 조선사들이 ‘기간 1’에 수주했던 물량이 실적에 반영되면서 거의 BEP 수준의 수익성을 내고 있는 상황이어서 ‘기간 1’보다 선가가 더 낮은 상황인 ‘기간 2’에서는 추가적인 선가 하락을 예상하기가 쉽지 않다. 오히려 수주 회복으로 선가가 반등 가능성을 보이고 있는 상황이어서 어쩌면 지금이 향후 10년 중 가장 낮은 수준의 선가로 Eco-ship을 발주할 수 있는 마지막 기회일 것이라는 불안감을 선주들에게 안겨주고 있다.

③ ‘기간 1’에서는 환경 규제가 없었다. 사실 환경 규제가 없었기 때문에 신규로 Eco-ship을 발주하는 것보다는 기존 배를 Slow Steam하는 방법이 주요할 수 있었던 것이다. 하지만 ‘기간 2’에서는 2013년 1월 1일자로 EEDI가 본격 시행되고 2015년부터 실제 배출 가스를 감축해야 하는 상황이 벌어지면서 Eco-ship을 발주해야만 하는 유인이 더욱 강화되었다. Slow Steam을 통해 약 20%의 CO₂를 감축할 수 있기 때문에 현재의 배로 최대 2020년까지는 버틸 수 있으나 그 이후에는 현재의 배로 감축 의무를 맞추기는 불가능하다. 더구나 선가가 향후 상승할 것이라고 예상한다면 합리적으로 지금이 발주를 꼭 해야 할 시점인 것이다.

④ 앞서 자세히 언급했지만 ‘기간 1’에서는 소위 사모펀드들이 발주 시장에 본격 참여하지 않았다. 투기세력들은 선가 상승을 예상하고 최근 이 시장에 참여하기 시작했다는 점에서 발주가 좀더 지속될 수 있는 근거가 된다고 판단된다.

⑤ Eco-ship이라 불리는 선박들이 본격 인도되기 시작한 것은 작년 하반기부터이다. 소위 Early Adopter들이 인도된 선박들을 사용하기 시작하면서 실제 연비가 30~50% 이상 개선된다는 것을 확인했다. 즉, ‘기간 2’에서는 눈으로 연비 개선 효과를 확인한 선주들이 발주를 하고 있다는 것이다.

V. 올해 빅 5 모두 수주 목표 초과 달성 가능

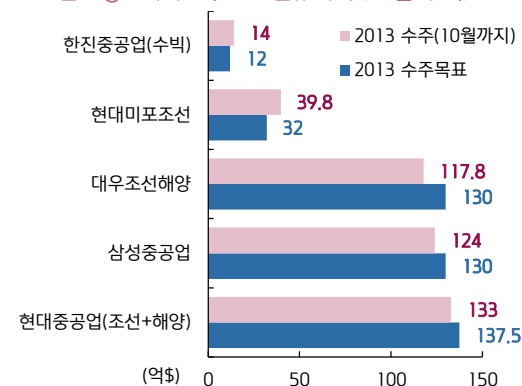
>>> 2008년 이후 빅 5 조선사들 모두 목표 달성을 했던 적이 있었던가?

2008년 사이클이 하락 반전된 이후 기간 별로 특정 조선사가 수주를 잘해서 목표 달성을 한 경우는 있었으나 Big 5 조선사들(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 한진중공업)이 모두 목표 달성에 성공한 해는 단 한번도 없었다.

하지만 올해는 11월 중순 현재 Big 5 조선사들의 수주 목표 합계 대비 달성율은 이미 97.1%에 달해 어느 해보다도 Big 5 조선사들의 수주 목표 달성 가능성이 높은 상황이다. 사실 현대미포조선과 한진중공업은 올해 수주 목표를 초과 달성했고, Big 3도 11월이 끝나기 전에 목표 달성이 가능할 것으로 추정되고 있다.

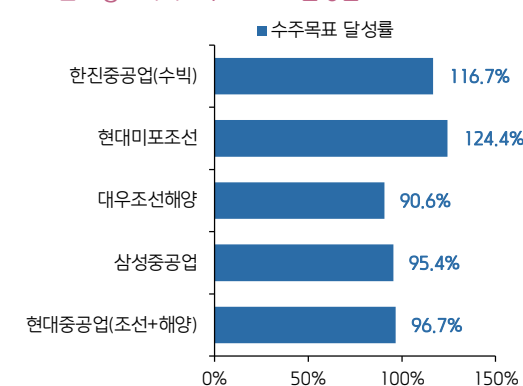
아직 한달 반 이상 기간이 남아있고 최근 옵션들이 활발하게 행사되고 있는 점, 남은 기간 동안 발주가 예상되는 PJ가 제법 많다는 점을 감안하면 올해는 Big 5가 모두 수주 목표를 무난하게 달성하고 초과 달성까지 할 수 있을 것으로 생각된다. 즉, 당사가 사이클 회복의 순서로 언급하고 있는 두 번째 단계인 '수주잔량 회복' 단계 진입이 임박한 것이다.

2013년 Big 5 수주 목표와 신규 수주(10월 누적)



자료: 각 사, 키움증권

2013년 Big 5 수주 목표 대비 달성률



자료: 각 사, 키움증권

>>> 상선은 그저 거들 뿐!!!

2006~2008년 호황 시점 Big 3의 Capa는 각각 10조원 정도, 약 100억\$ 수준이었다. 즉, 3사 입장에서 Capa를 채우려면 최소 300억\$ 이상의 수주 Pool이 필요했다는 것이다. 선종, 사이즈마다 다르겠지만 가장 비싼 축에 속하는 선박의 평균 가격이 1억\$ 초반이었음을 감안할 때 3사 연간 Capa를 채우기 위해 필요한 선박은 매년 거의 300척 이상이었다고 할 수 있다.

한편, 지금은 상황이 달라졌다. Big 3의 Capa는 각각 15조원 가량, 약 150억 \$수준까지 증가했다. 즉, 3사가 Capa를 채우기 위해 필요한 수주 Pool은 450억\$까지 늘어났다. 단순히 생각해 보면, Big 3 입장에서 업황의 회복을 느끼기 위해 필요한 역치 수준이 크게 올라간 것이기 때문에 업황 회복을 논하기가 더 힘들어졌다고도 표현할 수 있다.

하지만, 과거와 달라진 것은 Big 3 조선사들이 각각 연간 150억\$을 모두 상선으로 채울 필요가 없어졌다는 것이다. 작년 대우조선해양이 그랬듯이 약 100억\$의 수주는 해양 플랜트로 채우고 상선으로는 약 50억\$ 정도만 수주하면 되는 상황이다.

즉, 과거에 Big 3가 상선 회복을 논하기에 필요한 수주 Pool이 300억\$ 이었다면, 지금은 약 150억\$ 정도이면 회복을 논할 수 있다는 것이다. 더구나 상선 50억\$도 “Gas 르네상스” 시대의 도래에 따라 LNG선, LNG-FSRU 등으로 상당 부분 채울 수 있는 상황이다.

사실 해양플랜트 발주는 꾸준히 지속되고 있으며, 내년부터는 FLNG PJ들이 본격 발주되면서 Big3의 해양 수주 Pool은 더욱 증가할 것으로 예상되고 있다. 결국, 상선은 조금만 회복되어도 Big 3 입장에서는 업황이 나쁘지 않은 것이다.

>>> Clarksons data가 조선 주가를 지배하던 시대는 끝났다!

사실 지금 이순간에도 Clarkson에서 발표하는 신조선 지수, 신규 수주, 수주잔량 등의 data는 조선업 종의 주가 추세를 결정하는 중요한 변수로 작용하고 있다. 당사에서 앞서 진행한 모든 논리들도 사실 Clarkson의 data를 기본으로 전개하고 있는 것이 사실이다.

하지만, 향후에는 Clarkson에서 발표하는 상선 관련 data의 추세와 조선 주가의 추세가 완벽하게 일치하지는 않을 것으로 생각된다.

- ① 이미 2~3년전부터 Big 3 조선사의 수주가 상선보다는 해양 위주로 재편되기 시작했고(물론 상선 발주가 거의 없었다는 요인도 작용했지만) 향후에도 이러한 경향은 지속될 것으로 추정된다.
- ② 실적에서 차지하는 해양의 비중 또한 최근 2~3년간 빠른 속도로 상승하여 삼성중공업, 대우조선해양 기준으로는 이미 50%를 넘어선 상황이다.

즉, 조선 5사가 수주를 얼마나 하고 있으며, 조선 5사의 상황이 어떠한가가 중요한 것이지, 국내 조선업황의 회복을 논하기 위해 “Clarkson 기준 신조선가가 크게 상승해야 한다던가, Clarkson 기준 수주잔량이 증가세로 반전되어야 한다던가, Clarkson 기준 연간 발주 규모가 일정 수준 이상이 되어야 한다던가” 하는 조건들이 필수불가결한 것이 아니라는 것이다.

결론적으로 당사에서 주장하고자 하는 것은,

“국내 조선 5사는 해양플랜트의 꾸준한 발주와 상선 시황 회복으로 인해 올해 수주 목표를 모두 달성할 것이고, 수주잔량 또한 증가세로 반전될 것으로 예상되니 업황은 상승세로 반전되었다”라는 것이다. “이런 논리로 주가 또한 상승 추세로 전환될 것이다” 라는 것이 주장의 핵심적인 내용이다.

즉, 국내 조선사들은 이미 해양 플랜트와 상선을 동시에 건조할 수 있는 Hybrid 산업이기 때문에 특정 수요 시장의 회복이 전체 추세를 결정하는 것은 아니다. 다만, 상선 시장의 회복이 대세 상승의 근거가 될 수 있는 것은 해양은 이미 몇 년째 좋은 상황이었기 때문에, 상선만 조금 거들어 주면 Big 5 모두가 수주 목표를 달성할 수 있기 때문이다.

VI. 2014년 주목 이슈1 - BWT

>>> BWT(Ballast Water Treatment) 모멘텀 본격 부각

Ballast Water란 무엇인가? 선박이 안정적으로 균형을 잡고 프로펠러 동력원을 이용하여 움직이기 위해서 선박내의 탱크에 채우는 해수이다. 예를 들어, 배에 짐이 없을 때에는 밸러스트 수를 많이 채워 배가 적당히 잠기게 해 주고, 짐이 많을 때에는 밸러스트 수를 배출하여 배의 균형을 유지하도록 해 준다.

국제화에 따라 선박을 통한 무역업이 크게 발달하면서 자연스럽게 타국 해수의 유입이 많아지고 있다. 현재 전세계 물류의 80% 이상이 선박을 통해 이송되고 있으며 연간 3~5십억톤의 밸러스트수가 이동되고 있다. 이에 따라 최소 7,000여종의 생물이 밸러스트 탱크를 통해 이동되고 있을 것이라고 예상되고 있으며, 이러한 이동된 외래 생물의 기하급수적인 번식으로 토착 생물종에 큰 위협이 되고 있다. 예를 들어 호주산 홍합이 국내 해안을 잠식하고 있는 상황을 이러한 밸러스트 탱크를 통한 외래 해수 유입의 결과라고 할 수 있다.

국제해사기구(IMO)에서 2004년 2월 13일 선박평형수 관리협약을 채택한 이래 2009년부터는 일부 선박에 대해 선박평형수 처리를 의무화하고, 2012년부터는 인도되는 선박부터 선박평형수 처리 장치를 의무화하고, 2017년부터는 기존의 모든 선박도 이 시스템을 갖춰야 한다는 규제 계획을 내놓았다.

적용대상은 모든 선박(잠수선, 부유선, 부양식 플랫폼, FSUs 및 FPSOs 포함)이며, 검사대상은 총톤수 400톤 이상의 모든 선박(부양식 플랫폼, FSU, FPSO 제외)이다.

하지만 아직 본격적으로 실현 여부는 미지수인데, 발효 요건이 충족되지 않았기 때문이다. 전세계 선박량 35% 이상과 비준국 30곳 이상의 조건을 충족하면 그 1년 뒤 발효된다. 현재 31.4%, 37개국이 비준한 상태이다. 당사에서는 빠르면 내년 상반기 정도 발효가 될 것으로 예상하며 이에 따라 내년에는 BWT 관련 업체들의 주가가 상당한 모멘텀을 받을 것으로 판단한다.

우리나라는 2007년 12월과 2011년 2월 각각 선박평형수 관리법 및 시행령을 제정하는 등 국제협약 발효에 대비해 국내 이행을 준비 중이다. 우리나라는 국제 선박평형수 관리협약이 채택된 이후 정부 주도의 연구, 개발 사업을 실시해 관련 산업 발전을 위해 신속하게 대응한 결과 IMO에서 최종 승인을 받은 25개 기술 중 우리나라 제품이 9개로 세계 최고의 선박 평형수 처리설비 기술 보유국이 되었다.

영국 해양공학연구소(IMarEST)에 따르면 선박평형수 산업은 향후 5년간 약 60~80조원의 시장이 조성될 것으로 기대되고 있다. 5개 기술을 보유한 일본, 4개 기술을 보유한 독일, 3개 기술을 보유한 노르웨이 등이 잠재 경쟁국으로 꼽히고 있으나 기술력 차이 및 국내 조선업체의 입지를 감안시 우리 나라 업체가 가장 큰 수혜를 볼 것으로 기대된다.

IMO의 Ballast water 규제 Milestone

	용골 거치	밸러스트수, m³	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18
현존선	<2009	<1,500	D-1 / D-2										D-2
	<2009	1,500~5,000	D-1 / D-2										D-2
	<2009	>5,000	D-1 / D-2										D-2
신조선	≥2009	<5,000	D-1 / D-2										
	2009~2011	≥5000	D-1 / D-2										D-2
	≥2012		D2										

주: (D-1): 밸러스트수 교환, D-2: 밸러스트수 처리

자료: IMO

선박의 밸러스트수 관리 규정(IMO REG, B-3): 처리수 기준(D2)

	생존 생물 개체 수
생물 크기 구분(최소크기)	
50µm 이상	m³당 생존 생물 10 개체 미만
10µm 이상 50µm 미만	ml 당 생존 생물 10 개체 미만
지표 생물종	
1. 독성 비브리오 콜레라	100ml 또는 동물플랑크톤 시료 1g(습윤중량)당 1 cfu 미만
2. 대장균	100ml 당 250 cfu 미만
3. 장구균	100ml 당 150 cfu 미만

자료: IMO

>>> 국내 BWT 관련 종목 소개

해외에서는 스웨덴의 알파 라발, 미국의 하이드마린이 선박평형수 처리 시장에서 선두업체로 부각되고 있는 것으로 알려지고 있다.

현대중공업(009540)은 “에코 밸러스트”라는 선박평형수 처리 시설을 이미 개발하고 선주들에게 인도하고 있으며 이엠코리아와 공동 개발한 HI-BWT도 선주들에게 소개하고 있다.

이엠코리아(095190)는 2008년 12월 현대중공업과 공동개발 협약을 체결하였고, 2011년 04~07월 국제해사기구(IMO)로부터 최종 승인을 완료 작년 7월 드디어 현대중공업에 납품을 시작했다. 현재 동사가 납품하는 BWTS(Ballast Water Treatment System)은 대당 약 3억원 정도로 추정되며 작년에는 6척 가량 납품했고, 올해는 40~50척 정도 납품할 것으로 기대된다. 동사는 2013년 135억원, 2014년 260억원, 2015년 850억원, 2016년 1,025억원까지 BWT 매출이 증가할 것으로 예상하고 있다. 5년 후 현대중공업과 계약 종료 후에는 독자적으로 시장 진입이 가능할 전망이다.

테크로스는 비상장업체로 2006년 3월 국제해사기구로부터 선박평형수 처리 장치의 기본 승인을 획득하였고, 2008년 10월 국제해사기구(IMO)로부터 최종 승인을 획득하였다. 2006년 12월 그리스 선주로부터 Electro Clean™ System(전기분해 방식) 첫 수주에 성공하였고, 2011년 6월 “Lloyd’s Register BWT Technology June 2011” 에 누적설치 기준 BWTS시장 전세계 1위로 소개된 바 있다. 2011년에는 BWT 업계 최초로 VLCC에 납품하는 실적을 기록하기도 했다.

한라IMS(092460)는 필터와 전기분해 방식을 결합한 “EcoGuardian™ BWMS”라는 선박평형수 처리 시스템을 개발하여 IMO 1,2차 승인을 모두 받았고, 현재 국토부 최종 승인을 진행하고 있는데 내년 3월쯤 완료될 것으로 추정된다. 이미 중국 선주사로부터 수주도 받아놓은 상태이다.

엔케이(085310)는 오존을 이용한 선박평형수 처리 시스템인 NK BWTS를 개발했다. 이는 대기 중의 산소를 활성이 높은 오존 가스로 전환시켜 살균하는 친환경적인 방식이다. 현재까지 IMO로부터 승인을 받은 업체 중 오존으로만 처리하는 단독 시스템은 국내에서 엔케이가 유일하다.

파나시아는 비상장업체로 1989년 선박 및 산업설비 계측기 제조업으로 시작했고 2004년 국책과제를 수행하면서 선박평형수 처리설비로 사업을 다각화하고 있다. 이 회사의 선박평형수 처리장치 ‘GloEn-Patrol™’은 자외선 살균방식으로 전기분해, 오존투입과 같은 화학적 처리방법이 아닌 물리적 처리 방법이라 IMO의 승인 없이도 제작 판매가 가능하다.

VII. 2014년 주목 이슈2 - 유해물질 규제

>>> NOx 규제, 2016년부터 현재보다 80% 줄여야 한다

질소산화물(NOx)은 연료 연소 과정에서 발생하는 물질이다. 완전히 발생하지 않게 없앨 수는 없는 만큼 얼마만큼 어떻게 줄이느냐가 관건이다. IMO가 현재 적용하고 있는 질소산화물 규제(Tier I)는 2000년 이후 건조하거나 주요한 개조가 이루어지는 선박에 설치된, 출력 130Kw를 초과하는 디젤기관(엔진)이 대상이다. IMO는 2008년 10월 질소산화물 배출량을 종전에 비해 20% 줄이는 새로운 규제 기준(Tier II)을 마련했다. 이에 따라 2011년 1월 1일 이후 건조되는 모든 선박에는 새 기준을 만족하는 엔진을 의무적으로 장착하고 있다.

하지만 진정한 규제는 2016년이다. 2016년으로 예정된 3단계 규제(Tier III)에선 현행보다 80%나 질소산화물 배출을 줄여야 한다.

>>> SOx 규제, 선박유 내 황 함유량을 0.1%까지 줄여야 한다

Sox 규제도 비슷한 시기에 본격 시작된다. 발전기나 보일러에 사용하는 연료가 주 대상이다. 선박유 내 황 함유량을 일정 비율 이내로 제한하는 규정이 이미 지역에 따라 발효 중인데, 현재 각국 항구에서 통용되는 국제적인 기준은 4.5% 이내 정도이다. 하지만 IMO의 목표치는 0.1%이다. 현재 1.5%인 규제 기준을 2015년부터 0.1%로 낮추기로 한 것이다. EU에서는 이미 2012년부터는 영내 24마일 이내를 기준으로 0.1%로 강화하기로 했다. 황 함유량을 낮추려면 기존보다 품질이 좋고 비싼 MGO를 사용해야 한다. 즉, 가뜩이나 급등한 연료유보다 더 비싼 기름을 사용해야 하는 것이다.

이에 대한 대응으로 선박유 대신 LNG를 사용하는 선박에 대한 연구가 활발하게 진행되고 있다. 천연가스를 사용하면 기존 연료에 비해 이산화탄소 배출은 23%, 질소산화물과 황산화물은 각각 24%와 92% 감소되는 것으로 알려지고 있다.

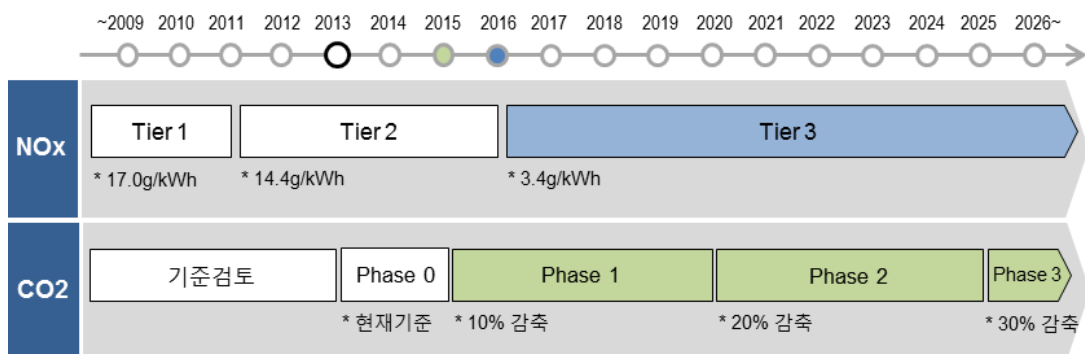
>>> 국내 조선사들은 이미 발빠른 대응을 시작했다

현대중공업은 세계 최초로 IMO 새 기준을 만족하는 친환경 선박엔진을 제작하는데 성공했다. 2010년 3월 기존 엔진보다 질소산화물 배출량을 15% 가량 줄인 친환경 엔진에 대한 시운전을 마쳤고 지속적으로 개량 작업을 하고 있다.

대우조선해양은 올해 7월 세계 최대 선박엔진 업체인 MDT(만디젤&터보사)에 동사가 독자 개발한 고압 천연가스 연료공급장치 특허 라이선스 계약을 체결하는 등 이미 동 분야에서 빠른 행보를 이어가고 있다. MDT사는 자사가 직접 진행하는 천연가스 추진 선박 프로젝트들에 대우조선해양의 천연가스 연료공급장치 기술을 적용시켜 사용할 예정이라고 밝혔다.

삼성중공업은 2001년에 이미 전기추진 LNG선을 건조한 바 있고 2010년 업계에서 처음으로 녹색경영 선포식을 갖고, 선박온실가스 배출량을 2015년까지 30% 줄이겠다는 목표를 제시했다. 이후 선박의 제조에서부터 운항, 폐기에 이르는 전 과정에서 발생하는 온실가스 배출량을 분석해 친환경 기술을 개발하기 위한 노력을 지속하고 있다. 특히 연료 소모량을 최소화하는 최적 선형 설계, 폐열 회수 장치, 친환경 기자재 등에 대한 신기술 개발에 주력하고 있다.

IMO의 배출가스 규제 Milestone



자료: IMO, 두산엔진

VIII. 2014년 주목 이슈3 - LNG 추진 엔진

>>> ME-GI엔진(DF저속엔진)의 본격 발주 기대

기존 상선의 추진엔진은 Bunker-C를 주연료로 하는 저속엔진이 사용되었고, 보조엔진은 경유를 주연료로 하는 중속엔진이 사용되었다. 그러다가 6~7년 전 Bunker-C보다 저렴한 LNG를 주연료로 하는 중속DF엔진이 개발되면서 삼성중공업을 비롯한 국내 조선사들이 중속DF를 채택한 LNG선을 수주하기 시작했다. 이후 중속DF엔진(DFDE)을 추진엔진으로 하는 LNG선이 보편화되면서 일본 조선업계의 LNG선 점유율은 눈에 띄게 낮아졌고 한국 조선사들이 LNG선 시장을 장악하는 계기가 되었다.

하지만, 중속DF엔진은 중속 4행정 엔진이므로 발전기를 돌려 발생된 전기로 모터를 돌려 배를 추진한다. 중속의 특성상 Power가 약하고 힘을 전달하는 과정이 복잡하여 열효율이 떨어지는 단점이 있다. 이에 따라 중속DF엔진은 Power가 약하여 일반 상선에서는 거의 채택되지 못하고 LNG선 중에서도 15만cbm 이하급에서만 사용될 수 있다는 문제가 있었다. 이러한 단점에도 불구하고 기존의 저속엔진에 비해 경제성이 우수한 것은 당연하다.

하지만 이번에 새로 발주가 나오기 시작한 저속 DF엔진(ME-GI)은 중속DF의 장점은 모두 살리면서도 단점도 모두 극복한 엔진이다. DFDE와 같이 LNG를 주연료로 하여 Bunker-C에 비해 낮은 연료비 부담을 장점으로 하면서도 저속의 특성상 힘이 좋아 중, 소형 LNG선 뿐만 아니라 대형 LNG선에서도 사용할 수 있고 일반 상선에서도 채택이 가능하다. 즉, 선박엔진의 역사를 다시 쓰는 획기적인 엔진이 개발된 것이다. 당사에서는 장기적으로 선박추진시스템이 ME-GI엔진으로 대체될 것으로 판단한다.

ME-GI엔진은 저속 2행정 추진엔진으로 프로펠러를 직접 부작해 추진하는 방식이므로 DFDE와 비교해 추진효율이 개선된다. MEGI엔진은 실린더가 5개로 줄어들어 기통당 마력은 향상되었으며, 실린더 왕복 회전반경을 높인 Green-Ultra Long Stroke형태 이므로 동일 속도에서 연비가 개선된다. 또한, DFDE엔진은 10bar 수준의 저압가스를 연료로 사용하지만, ME-GI는 300bar 이상의 고압가스를 추진 연료로 사용하므로 파이프의 직경이 매우 좁아 연료 주입 과정은 더욱 복잡하다.

ME-GE엔진은 LNG를 주연료로 사용함으로써 Bunker-C 사용 저속엔진 대비 운항비를 절감할 수 있는 장점이 있는데, 일일 연료 소비액 기준으로 디젤엔진의 50% 미만인 것으로 알려지고 있다. 또한, DFDE엔진 대비 힘을 전달하는 과정이 단순하여 효율 또한 DF엔진의 40%에 비해 높은 46%로 알려지고 있다. CO₂ 등 오염물질의 배출을 현저하게 낮추어 IMO 환경 규제 충족 또한 유리하다.

Bunker-C 가격이 일시적으로 상승했다기 보다는 과거에 비해 완전히 Level-up되었다고 판단하는 시각이 우세하다는 점을 감안하면 선박 추진 엔진 또한 기존의 저속엔진에서 ME-GI엔진으로 대체하는 것이 당연하다는 결론이 나온다.

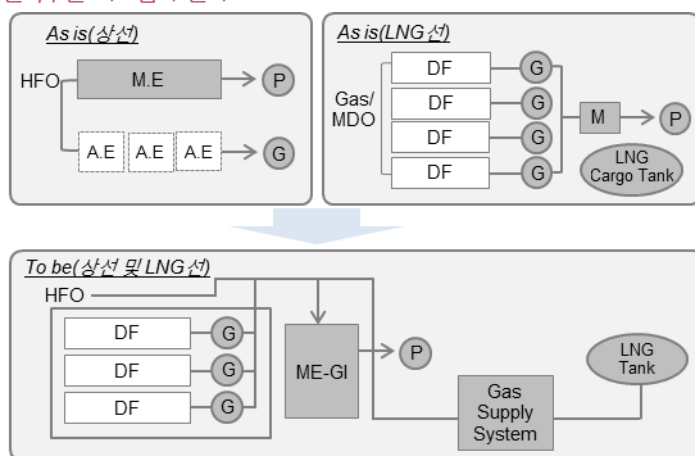
두산엔진은 미국의 조선사인 General Dynamics-NASSCO로부터 미국의 선주사인 TOTE가 발주한 3,100teu급 Container선 2척(옵션 3척)에 들어갈 ME-GI엔진을 세계 최초로 수주했다. 기존 DFDE엔진이 중, 소형 LNG선에서만 쓰일 수 있는 단점을 극복했음을 증명한 것이다.

또한, 대우조선해양이 작년 말 캐나다 선사인 Teekay로부터 수주한 LNG선에도 ME-GI엔진이 탑재되는 것으로 알려지고 있다. ME-GI엔진을 채용하는 선사들은 빠른 속도로 증가할 것으로 기대된다.

다만, Bunker-C와 달리 LNG의 경우 아직까지는 글로벌 여러 Port에서 병커링이 쉽지 않은 단점이 있다. 아무리 엔진이 좋아도 주유를 할 수 없다면 소용이 없다. 하지만 병커링 설비를 갖추는 것은 그리 어려운 일은 아니며 이미 싱가포르 등 주요 port들은 LNG 병커링 설비를 갖추겠다고 밝힌 바 있다. 건조 및 인도 기간을 감안하면 내년부터는 충분히 발주가 가능하다고 생각된다.

ME-GI 엔진은 Eco-ship의 일종으로 역시 내년 이후 Eco-ship 발주를 견인하는 촉매가 될 것으로 기대한다.

선박추진 시스템의 변화



엔진효율 및 환경규제 충족여부

구분	엔진효율	환경규제
디젤엔진	46%	X
중속DF엔진	40%	O
ME-GI엔진	46%	△

* M/E= Main Engine, A/E= Auxiliary Engine, DF= Dual Fuel, P= Propeller, G= Generator

* HFO= Heavy Fuel Oil, MDO= Marine Diesel Oil, M= Motor

자료: 두산엔진

IX. 2014년 주목 이슈4 - FLNG 본격 발주

>>> FLNG(LNG-FPSO)의 본격 발주 기대

해양 부문의 발주가 '시추'에서 '생산' 부문으로 본격 확장되고 있다. 내년부터는 '생산' 계열 설비가 본격 발주됨으로써 조선 3사의 해양 수주 Pool은 작년 대비 더 커질 것으로 예상되고 수주 전망 또한 작년에 비해 밝다고 판단된다. 특히 작년까지는 거의 발주가 없었던 FLNG PJ가 내년부터 본격 발주될 것으로 예상되고, FPSO, FSO, Spar, 해상플랫폼 등의 발주도 본격 시작될 것으로 전망된다.

FLNG(LNG-FPSO)는 2011년 Shell이 삼성중공업에 발주한 것을 시작으로 본격적인 발주의 시대가 열렸다. 하지만 이후 FLNG는 2012년 말레이시아 국영석유공사인 Petronas가 대우조선해양에 발주한 7.8억\$ 규모의 PJ가 유일했다. 올해는 Petronas가 삼성중공업에 FLNG 2호선을 발주할 것으로 알려지고 있지만 아직 발주는 나오지 않았다.

하지만 FLNG는 그 동안 채산성 문제로 개발이 지연되었던 중, 소 규모의 가스전 개발을 가능하게 했고, 이러한 점이 IOC(International Oil Company)들에게 채산성이 좋은 대형 가스를 상당 부분 잠식당한 NOC(National Oil Company)들의 자원 개발 욕구와 맞물리면서 발주 계획 검토가 본격화되었다. 통상 해양 PJ는 발주 검토 시작부터 실제 발주까지 3~5년 가량 걸리는 점을 감안할 때 내년 이후부터는 발주가 시작될 것으로 예상된다. 아래 표에서 확인할 수 있는 바와 같이 Big3가 수주를 추진하고 있는 것으로 알려진 PJ만 12개이다.

현재 추진 중인 주요 LNG-FPSO PJ 현황 정리

가스전	지역	운영사	EPC 경합 현황	진행현황
Tamar	이스라엘	Pangea LNG BV	대우조선해양 유력	2014년 FID 예상
Abadi FLNG	인도네시아	Inpex /Shell	JGC-MODEC-Technip-대우조선 등 6사 기업연합과 Saipem-Chiyoda-SBM 등 8사 기업연합 경합, 내년 설비 EPC 계약 시 현대중/삼성중 참여 예상	2014년 FID 예상
Browse FLNG	호주	Shell/Woodside	현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양 경합 예상	2014년 FEED 예상
Cash Maple	호주	PTTEP(태국 NOC)	KBR-Hoegh LNG-대우조선godid이 금년 FEED 프로젝트 진행	2014년 FID 예상
PNG FLNG	파푸아뉴기니	Petromin	대우조선해양, Hoegh LNG(FEED, EPC)	2014년 FID 예상
Rotan FLNG	말레이시아	Petronas	JGC-삼성중공업 컨소시엄과 MITC 컨소시엄 경합, JGC-삼성중공업의 EPCIC 계약 수주 임박	2014년 FID 예상
Scarborough FLNG	호주	ExxonMobil/BHP Billiton	현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양 경합	2013년 하반기 입찰 예정 (Pre-FEED 진행 중)
Bonaparte FLNG	호주	GDF SUEZ Bonaparte	Chiyoda, McDermott, Saipem, Technip FEED, EPC 입찰 참여 중	2013년 FEED 진행 2014년 FID 체결 예상
Lavaca Bay LNG (FLSO)	미국	Excelerate Energy	삼성중공업-Oil&Gas Solutions 컨소시엄이 FEED 진행 중	삼성중공업 2014년 중반 FID 체결 예상 (Pre-FEED완료)
ConocoPhillips LNG	Unknown	ConocoPhillips	삼성중공업, 대우조선해양 경합 중. 삼성중공업 유력	2014년 예상 (Pre-FEED 완료)
Santos Basin Petrobras PJ	브라질	Petrobras	삼성중공업, Technip 참여	2012년 IQ FID 체결 완료, 2014년 본계약 수주 예상, FEED 진행 중
Gulf LNG Project	파푸아뉴기니	Interoil	Exploration 단계, 한국가스공사, Japan Petroleum Exploration, Mitsui 컨소시엄	Project 승인 2012년 11월

자료: 언론보도, 키움증권 정리

X. Big 5 2013년 수주 내역 정리

>>> Big 5의 2013년 수주 내역 정리

아래 제시하는 수주 내역은 각 사의 실제 수주 내역이 아닌 당사에서 언론 보도를 취합하여 정리한 것이다. 따라서 실제 각 사의 수주 내역과는 차이가 있을 수 있다.

2013년 현대중공업 수주 내역

날짜	발주사	선종	척수	금액 (억불)
1월 16일	캐나다 Seaspan	Container	5	6.0
1월 20일	노르웨이 Statoil ASA	가스생산플랫폼	1	11.0
2월 11일	영국 Sealion Shipping	다목적해양건설지원선	1	2.0
3월 1일	Total E&P Congo	FPU	1	13.0
3월 18일	Total E&P Congo	TLP	1	7.0
3월 13일	방위사업청	잠수함	1	1.0
3월 15일	Dorian LPG	LPG	2	1.4
3월 22일	Nigeria LNG	LNG	2	4.3
4월 1일	KSS해운	LPG	1	0.7
4월 1일	Golden Union	Bulk	2	1.0
4월 4일	Oldendorff Carriers	Bulk	4	2.0
4월 15일	Chevron	FPSO	1	19.0
4월 16일	Densa Shipping	Products	1	
4월 29일	싱가포르 Petredec S.A.M.	LPG	2	1.4
5월 3일	China Shipping Group	Container	5	6.9
5월 8일	Subsea 7	중량물건설지원선	1	
5월 30일	Diamond Offshore Drilling	반잠수식 시추선	1	7.6
5월 30일	Kyklades Maritime	Products	2	
6월 1일	싱가포르 Petredec S.A.M.	LPG	1	0.7
6월 14일	Oceanbulk Maritime	Container	2	1.7
6월 14일	Skibs. Solvang	LPG	2	
6월 24일	독일 Rudolf A. Oetker	Container	3	2.5
6월 30일	Kyklades Maritime	Products	2	0.9
7월 1일	Golden Union	Bulk	1	0.5
7월 5일	Oldendorff Carriers	Bulk	1	
7월 19일	캐나다 Seaspan	Container	5	5.2
8월 1일	방위사업청	해군훈련함		
8월 9일	Dorian LPG	LPG	1	0.7
8월 9일	BW Group	LPG	4	3.0
8월 27일	Angelicoussis Group	LNG	2	
8월 30일	United Arab Shpg.	Container	10	14.0
9월 6일	Metrostar Management	Tanker	2	1.9
9월 20일	Petronas	LNG	4	8.5
11월 8일	스위스 Geogas Trading	LPG	2	1.6
		합계	76	125.5
		조선+해양 연간목표(억\$)		137.5

자료: 키움증권

주: 본 내용은 언론 보도를 바탕으로 키움증권에서 정리한 것으로 확정 수주 및 LOI 등이 포함되어 있어 각 사에서 발표하는 실제 수주와는 차이가 있을 수 있습니다.

2013년 삼성중공업 수주 내역

날짜	발주사	선종	척수	금액 (억불)
1월 17일	BW Group	FSRU/LNG	1	3.0
1월 22일	Pacific Drilling	Drillship	1	6.2
2월 11일	GasLog Ltd.	LNG	2	4.2
3월 22일	Nigeria LNG Ltd.	LNG	4	9.0
4월 12일	SK Shipping Co. Ltd.	LNG	2	4.6
4월 16일	CSAV	Container	7	5.7
6월 1일	CMA-CGM	Container	3	
6월 10일	영국 Seajacks International	해상풍력발전기설치선	1	2.5
6월 11일	Ensco	Drillship	1	6.3
6월 12일	노르웨이 Statoil	Jack-up Rig	2	13.0
6월 13일	Total	FPSO	1	30.0
6월 20일	Capital Maritime	Products	4	1.3
7월 1일	스웨덴 Stena	Semi-Submersible Rig	1	7.2
7월 15일	Seadrill	Drillship	2	10.4
8월 16일	GasLog Ltd.	LNG	2	4.0
8월 30일	오세아니아지역 선주	Drillship	1	5.5
9월 1일	Capital Maritime	Products	2	0.6
9월 2일	FLEX LNG	LNG	2	4.0
9월 3일	Dryships Inc.	Drillship	1	6.0
협의 중	엑손모빌과 BHP빌리턴 + 호주정부	FLNG	1	
		합계	41	123.5
		연간목표(억\$)		130.0

자료: 키움증권

주: 본 내용은 언론 보도를 바탕으로 키움증권에서 정리한 것으로 확정 수주 및 LOI 등이 포함되어 있어 각 사에서 발표하는 실제 수주와는 차이가 있을 수 있습니다.

2013년 대우조선해양 수주 내역

날짜	발주사	선종	척수	금액 (억불)
2월 7일	노르웨이 Statoil	고정식 해양플랫폼	1	16.0
2월 20일	노르웨이 Statoil	해양플랫폼 상부구조물(Topside)	1	11.0
3월 1일	Cardiff Marine Inc.	LNG	2	
4월 12일	Eastern Med. Mar.	Products	4	
5월 1일	Capital Maritime	Container	4	
5월 20일	그리스 Evangelos Marinakis	Container(LOI)	2	1.6
5월 24일	Flagship Marine Ventures	Products	2	0.9
5월 24일	Fredriksen Group	Container	4	3.4
5월 27일	아랍에미레이트 ZADCO	원유 생산 플랜트 모듈	1	8.0
5월 30일	Scorpio Group	Products	2	1.0
6월 24일	Atwood Oceanics	Drillship	1	6.4
6월 28일	노르웨이 방위사업청	군수지원함	1	2.3
6월 30일	Angelicoussis Group	LNG	2	4.0
7월 3일	Scorpio Group	LPG	2	1.5
7월 4일	러시아 Novatek + 프랑스 Total (Yamal PJ)	LNG(우선협상대상자)	16	50.0
7월 8일	Hong Kong Asset Mgmt	Container	3	4.2
7월 10일	미국 Vantage Drilling	Drillship	1	
7월 15일	Seadrill	Drillship	2	11.1
7월 19일	미주지역 선주	Drillship	1	6.0
7월 29일	Teekay Corporation	LNG	2	
8월 6일	Scorpio Group	LPG	1	0.8
8월 8일	태국 해군	Frigate 군함	1	4.7
8월 23일	Flagship Marine	Products	2	0.9
8월 29일	Hong Kong Asset Mgmt	Container	3	4.2
9월 12일	중국 리스회사	Container	6	
9월 14일	Chandris Group	Products	2	1.0
9월 25일	덴마크 Maersk Drilling	Jack-up Rig	1	5.3
10월 6일	Rudolf A. Oetker	Container	3	2.8
10월 7일	우루과이 Gas Sayago사	LNG-FSRU	1	
10월 15일	Transocean	Drillship	1	7.3
10월 16일	아프리카 지역 선주	Drillship	2	12.4
합계			77	166.8
연간목표(억\$)				130.0

자료: 키움증권

주: 본 내용은 언론 보도를 바탕으로 키움증권에서 정리한 것으로 확정 수주 및 LOI 등이 포함되어 있어 각 사에서 발표하는 실제 수주와는 차이가 있을 수 있습니다.

2013년 현대미포조선 수주 내역

날짜	발주사	선종	척수	금액 (억불)
1월 23일	Scorpio Group	Chem & Oil	2	0.7
1월 23일	남성해운(Namsung Shipping)	Container	1	0.2
2월 1일	Unknown	Products	10	
2월 1일	Unknown	Chem & Oil	2	
2월 7일	Central Shpg Monaco	Products	1	
2월 8일	Scorpio Group	Chem & Oil	4	1.2
2월 8일	Dong-A Tanker Co.	Chem & Oil	2	
2월 28일	Scorpio Group	Chem & Oil	4	1.3
2월 28일	Scorpio Group	Chem & Oil	2	0.6
2월 28일	Gestion Maritime	Chem & Oil	2	0.7
3월 13일	D'Amico Soc. di Nav.	Chem & Oil	2	0.6
3월 25일	Ray Shipping	PCC	4	2.8
4월 1일	Dong-A Tanker Co.	Container	2	0.4
4월 4일	Scorpio Group	Chem & Oil	2	
4월 8일	Sinokor (Marshall Islands)	Chem & Oil	10	3.1
4월 26일	Dong-A Tanker Co.	Chem & Oil	2	0.6
5월 3일	Suisse-Atlantique	Bulk	3	1.0
5월 15일	유럽 소재 선주	Chem & Oil	4	1.3
5월 16일	D'Amico Soc. di Nav.	Chem & Oil	2	0.6
5월 23일	Atlantic Bulk Carr.	Bulk	3	
5월 30일	Scorpio Group	Chem & Oil	4	1.3
6월 14일	Alterna Capital	Products	2	
6월 29일	이탈리아 D'Amico International Shipping	PC선	4	
7월 1일	Unknown	Products	2	
7월 9일	Dole Fresh Fruit Int	Container	3	1.7
7월 25일	CK Line Co.	Container	1	
8월 1일	Wilmar Holdings	Chem & Oil	4	
8월 6일	Scorpio Group	Chem & Oil	2	0.7
8월 6일	Scorpio Group	Chem & Oil	2	0.6
8월 16일	Ardmore Shipping	Chem & Oil	2	0.7
8월 20일	유럽소재 선주사	Chem & Oil	4	1.3
9월 3일	CMA-CGM	Container	3	1.0
9월 13일	Byzantine Maritime.	LPG	2	
9월 13일	Eletson Corp.	Ethy/LPG	5	1.9
10월 8일	영국 Navig8 Chemical Tankers	Chem & Oil	6	2.0
10월 25일	D'Amico Soc. di Nav.	Chem & Oil	4	1.2
10월 29일	중동 소재 선주사	Chem & Oil	10	3.1
10월 29일	중동 소재 선주사	Chem & Oil	6	1.9
11월 1일	유럽 소재 선주사	Chem & Oil	4	1.2
11월 11일	영국 Navig8 Chemical Tankers	Chem & Oil	6	2.0
합계			140	35.6
연간목표 (억\$)				32.0

자료: 키움증권

주: 본 내용은 언론 보도를 바탕으로 키움증권에서 정리한 것으로 확정 수주 및 LOI 등이 포함되어 있어 각 사에서 발표하는 실제 수주와는 차이가 있을 수 있습니다.

2013년 한진중공업 수주 내역

날짜	발주사	선종	척수	금액 (억불)
1월 29일	Technomar Shpg. Inc.	Container	2	1.3
2월 15일	Exmar LPG BVBA	LPG	4	1.6
4월 11일	Rickmers Reederei	Container	8	4.0
4월 12일	Hyundai M.M.	Bulk	4	1.9
6월 1일	Costamare Shipping	Container	2	1.6
6월 7일	그리스 Costamare Shipping	Container(LOI)	5	4.0
7월	Costamare+사모펀드 York Capital Management	Container	2	1.6
8월 1일	Exmar LPG BVBA	LPG	2	0.8
10월 14일	한진해운	Container(LOI)	4	3.0
10월 18일	Rickmers Reederei	Container	2	
10월 23일	Golden Union	Bulk	2	1.1
10월 25일	Liberia 선주	Container	1	0.8
10월 25일	Ciner Denizcilik	Bulk	2	1.1
10월 28일	NSC Schifffahrt	Container	1	0.8
10월 30일	방위사업청	다목적훈련지원정(우선협상대상자)	1	0.5
10월 31일	Unknown Greek Owner	Bulk	1	0.6
11월 4일	칠레선사 CCNI	Container	1	0.8
11월 7일	EXMAR LPG BVBA	LPG	2	1.0
합계			46	26.5
연간목표 (억\$)-수빅				13.0
연간목표 (억\$)-영도				10.0
연간목표 (억\$)				23.0

자료: 키움증권

주: 본 내용은 언론 보도를 바탕으로 키움증권에서 정리한 것으로 확정 수주 및 LOI 등이 포함되어 있어 각 사에서 발표하는 실제 수주와는 차이가 있을 수 있습니다.

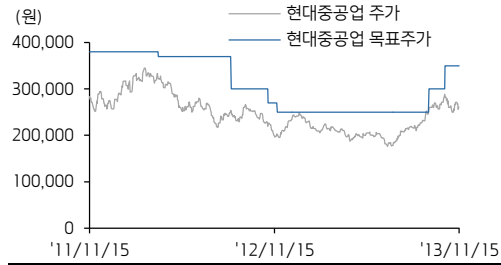
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
현대중공업 (009540)	2011/11/07	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/01/10	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/03/30	Outperform(Downgrade)	370,000원
	2012/06/04	Outperform(Maintain)	370,000원
	2012/07/31	Outperform(Maintain)	370,000원
	2012/08/21	Outperform(Maintain)	300,000원
	2012/11/02	Outperform(Maintain)	270,000원
	2012/11/05	Outperform(Maintain)	270,000원
	2012/11/20	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/01/03	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/01/15	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/01/23	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/03/25	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/04/16	BUY(Upgrade)	250,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	250,000원
	2013/09/16	BUY(Maintain)	300,000원
	2013/10/18	BUY(Maintain)	350,000원
	2013/11/04	BUY(Maintain)	350,000원
	2013/11/14	BUY(Maintain)	350,000원
	2013/11/15	BUY(Maintain)	350,000원
삼성중공업 (010140)	2011/10/25	BUY(Maintain)	42,000원
	2012/01/20	BUY(Maintain)	42,000원
	2012/03/30	Outperform(Downgrade)	46,000원
	2012/06/04	Outperform(Maintain)	46,000원
	2012/08/20	Outperform(Maintain)	46,000원
	2012/11/05	Outperform(Maintain)	46,000원
	2012/11/20	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/01/03	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/01/23	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/03/25	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/04/16	BUY(Upgrade)	40,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	40,000원
	2013/08/28	BUY(Maintain)	45,000원
	2013/10/18	BUY(Maintain)	57,000원
	2013/10/28	BUY(Maintain)	57,000원
	2013/11/15	BUY(Maintain)	57,000원

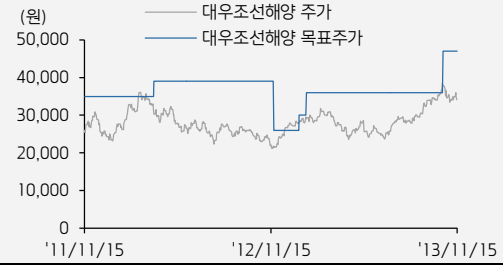
종목명	일자	투자 의견	목표주가
대우조선해양 (042660)	2011/11/03	BUY(Maintain)	35,000원
	2012/01/05	BUY(Maintain)	35,000원
	2012/03/30	Outperform(Downgrade)	39,000원
	2012/06/04	Outperform(Maintain)	39,000원
	2012/07/11	Outperform(Maintain)	39,000원
	2012/11/05	Outperform(Maintain)	39,000원
	2012/11/20	Outperform(Maintain)	26,000원
	2013/01/03	Outperform(Maintain)	26,000원
	2013/01/09	Outperform(Maintain)	30,000원
	2013/01/23	BUY(Upgrade)	36,000원
	2013/03/25	BUY(Maintain)	36,000원
	2013/04/16	BUY(Maintain)	36,000원
현대미포조선 (010620)	2013/05/27	BUY(Maintain)	36,000원
	2013/10/18	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/11/15	BUY(Maintain)	47,000원
	2011/03/29	BUY(Maintain)	290,000원
	2012/01/30	Outperform(Downgrade)	150,000원
	2012/08/03	BUY(Upgrade)	150,000원
	2012/08/27	Outperform(Downgrade)	150,000원
	2012/11/20	Outperform(Maintain)	130,000원
	2013/01/03	Outperform(Maintain)	130,000원
	2013/01/08	Outperform(Maintain)	145,000원
	2013/01/23	BUY(Upgrade)	170,000원
	2013/03/25	BUY(Maintain)	170,000원
한진중공업 (097230)	2013/04/05	BUY(Maintain)	170,000원
	2013/04/16	BUY(Maintain)	170,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	170,000원
	2013/10/18	BUY(Maintain)	225,000원
	2013/11/04	BUY(Maintain)	225,000원
	2013/11/15	BUY(Maintain)	225,000원
	2011/07/07	BUY(Maintain)	57,000원
	2012/10/05	BUY(Reinitiate)	14,800원
	2012/11/20	Outperform(Downgrade)	14,800원
	2013/01/23	Outperform(Maintain)	11,000원
	2013/03/25	Outperform(Maintain)	11,000원
	2013/04/16	BUY(Upgrade)	11,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	11,000원
	2013/06/12	BUY(Maintain)	14,000원
	2013/09/10	BUY(Maintain)	16,000원
	2013/10/18	BUY(Maintain)	18,000원
	2013/10/25	BUY(Maintain)	18,000원
	2013/11/15	BUY(Maintain)	18,000원

목표주가 추이 (2개년)

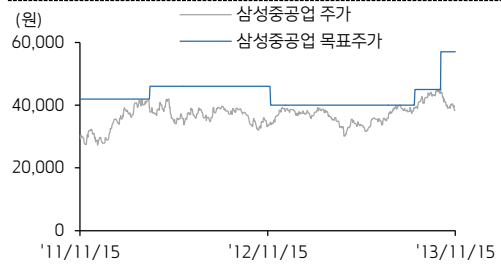
현대중공업 (009540)



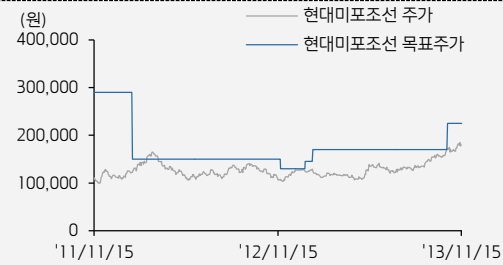
대우조선해양 (042660)



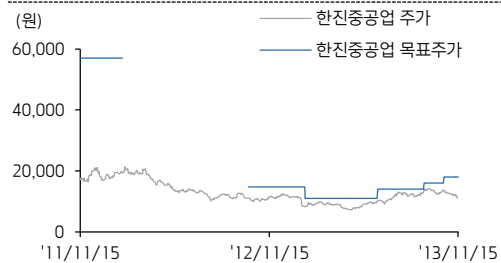
삼성중공업 (010140)



현대미포조선 (010620)



한진중공업 (097230)



투자익전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		