

Shipbuilding Weekly Update



Analyst
한영수
han.youngsoo@samsung.com
02 2020 7852

■ 주요 조선주 주가 Performance (%)

(%)	1W	3M	연초대비
현대중공업	(0.6)	(15.3)	(30.0)
삼성중공업	(0.6)	(11.6)	(28.8)
대우조선해양	(2.5)	(18.2)	(26.8)
현대미포조선	(4.1)	0.7	(14.0)
한진중공업	12.4	(34.1)	(23.9)

■ Valuation summary (2014년 추정치 기준)

(배, %)	P/B	P/E	ROE
현대중공업	0.8	79.1	2.3
삼성중공업	1.1	49.8	10.8
대우조선해양	0.9	12.2	11.0
현대미포조선	1.0	(26.7)	(3.1)
한진중공업	0.5	78.2	0.5

조선 (OVERWEIGHT): 신조선가 후퇴 가능성에 대한 소고

선가지수 후퇴 가능성 점검

최근 일부 투자자들이 신조선가 하락 가능성에 대한 고민을 제기. 최근 수개월간 선박 발주량이 급감하는 동안 신조선가 지수는 상승. 이는 최근 신조선가 지수의 일부가 실제 계약가격 보다는 호가에(Clarkson 내부 브로커들의 추정치) 기반하고 있음을 방증. 이에 따라 일부에서는 3분기에 신규수주 활동이 재개되면 오히려 선가지수가 후퇴할 수 있지 않냐는 질문. 사실 선가가 단기적으로 미세하게 등락을 거듭하는 것은 자연스러운 현상. 특히 선가' 지수'는 소수점 자리 수의 변화에 따라 1~2pt 내외의 등락은 거듭해 왔던 것이 사실. 선박발주와 함께 선가지수가 일시적으로 하락하는 것은 충분히 발생 가능한 현상. 결국, 주목해야 할 부분은 일시적이고 미세한 선가등락 현상이 아닌, 현 시점에서 선가가 구조적으로 하락할 수 있는지 여부.

● **현재 신조선가 지수 수준은?:** 신조선가 지수는 연초부터 상승하여 현재는 140 (지난 해 저점 대비 11%, 지난 해 말대비 5.2% 상승). 현재 선가는 2010~2011년 평균 141와 유사. 참고로 국내 상선건조 업체들의 실적이 적자로 전환한 시기는 2013년. 선박의 수주와 인도 사이의 시차를 약 2년으로 가정하면, 2013년에는 2011~ 2012년에 수주한 선박이 주로 매출로 인식되었을 것. 반대로 2012년에는 2010~2011년 수주분이 주로 매출로 인식되었을 것. 이는 2010~2011년의 수주선가가 적어도 적자수주는 아니라는 것을 의미. 다시 말해서 현재 선가 수준은 이익을 창출 할 수 있는 수준. 사실 당시(2010~2011년) 대비 후반기격이 약 18% 하락하였음을(당사 추정) 감안하면, 조선사가 느끼는 선가 상승 폭은 보다 클 수 있을 것. 역설적으로 높아진 선가가, 선가하락에 대한 우려를 야기하고 있는 것.

● **선가 지수의 구조적인 하락변전 가능성은?:** 선가하락 우려를 야기한 요인은 두 가지. 중고선가 하락과 후반기격 약세. 먼저 중고선가는 최근 두 달간 6%하락. 중고선가는 신조선가의 선행지표로 알려져 있음. 중고선가는 해운사가 건조기간을 기다리지 않고, 배를 구매하기 위해 지불할 수 있는 금액을 의미. 높은 중고선가는 해운시장에서의 선박 수요가 그만큼 강하다는 것을 의미. 해운시장의 호조는 궁극적으로 선주들의 선박구매 의사를 자극. 이를 감안하면 중고선가는 해운운임지수와 함께 신조선가의 선행지표라 할 수 있음. 그러나 최근의 신조선가 상승은 선박의 수요요인(해운시황) 보다는 공급 부문에서의 구조조정이 야기한 면이 더 컸다는 점에 주목. 또한 현재의 신조선가 지수는 해외 2nd tier 조선사들에게는 여전히 손익분기점을 간신히 넘기는 수준으로 추정. 재무상태가 악화된 중소조선소들은 이미 생존을 위한 적자 수주를 감내할 만한 능력을 상실. 구조조정으로 전세계 선박 건조량이 감소하는 국면에서는, 조선사들이 다시 선가 경쟁을 벌일 가능성은 높지 않다는 판단. 두 번째로 후반기격 하락은 조선사들의 단기 수익성에는 긍정적이나, 장기적으로 선주들에게 선가를 올릴 명분이 약해졌음을 의미. 그러나 이 역시 1)최근의 원화 강세가 한국 조선사들의 선가 인상요 구 명분이 되어 줄 수 있고, 2)선주들이 연비가 좋은 한국산 선박 선호를 감안 시, 구조적인 선가 인하 요인이 되지는 않을 것.

● **결론:** 선가지수가 손익분기점 수준에 도달한 만큼, 추가 상승 속도는 둔화될 가능성이 있는 것은 사실. 그리고 단기에 1~2포인트의 미세 변화는 충분히 나타날 수 있는 상황. 하지만 만약 선가지수가 일시적으로 하락한다고 해도, 이는 구조적인 변화는 아니라는 판단. 다만 투자 심리상의 타격이 될 것. 또한 현재 조선업종 valuation은 이미 해당 내역을 반영한 수준이라는 판단. 신규수주만 재개된다면, 반등은 가능하다는 판단.

조선업종 내에서는 소수의 조선사만이 건조가 가능한 고부가가에 집중하는 조선사가 여전히 유리. 해당 선종에서는 조선사들이 보다 높은 협상력을 보일 수 있기 때문. 선가 방어력이 보다 높을 수 있음을 의미. 또한 후반기격 비중이 낮아 선주들이 선가하락을 요구할 명분도 제한적. 그리고 해당 선종은 해외 원자재 수입 비중이 높은 만큼, 원화강세에도 수익성 방어력이 높다는 판단. 대우조선해양, 삼성중공업 선호.

조선업 주요 지표 변화 및 특이사항

- 신조선가 지수는 지난 주와 동일한 140
: 선종별로는 Capesize 벌크선, VLCC, 그리고 13,000TEU급 컨테이너선 선가가 전주 대비 하락
- 중고선가 지수는 지난 주와 동일한 114

지난 주 주요 뉴스 (출처: 선박뉴스, Lloyd's List 등)

- **미국의 원유수출 가능성:** 미국상무부가 텍사스 소재 2개 업체에 경질유(condensates)의 수출을 허가했다는 보도. 확인 결과 해당 유종은 여전히 원유 운반선(crude oil carrier)보다 석유화학제품운반선(product carrier)으로 수송. 그러나 일부의 주장처럼, 해당 이슈가 장기적으로 미국의 원유수출 금지조치 완화를 의미할 경우 이는 석유화학제품 운반선 시장에는 악재. 향후 미국에서의 석유제품 수출이 기대보다는 줄어들 가능성이 있기 때문.
- **Olsen Energy, 드릴쉽 발주 검토:** 노르웨이 선사가 Olsen Energy가 드릴쉽 발주를 고려 중. 구체적인 시기와 규모는 미확인.
- **현대중공업 LNG선 2척 수주:** 발주처는 Gas Log. 인도는 2017년 하반기. 상기 수주 계약은 실제 발주 2척과 옵션계약 4척으로 구성.
- **Nantong Cosco Kawasaki 조선소, 가스선 시장 진입 계획:** 가와사키 중공업 임원은 중국 합작회사인 Nantong Cosco 조선소에서 향후 가스운반선을 건조할 계획이라고 인터뷰. 해당 조선소는 중국 내에서 고부가선 건조 가능성이 있는 소수의 조선사 중 하나.

조선업 주요 주간 지표 요약

	이번 주		지난 주		2014년 초 대비	
	6월 27일	6월 20일	증감률 (%)	증감률 (%)	1월 3일	증감률 (%)
신조선가 (백만달러)						
전체 (지수)	140.0	140.0	0.0		134.0	4.5
벌크선 (Capesize)	57.5	58.0	(0.9)		54.0	6.5
유조선 (VLCC)	100.0	100.5	(0.5)		94.0	6.4
유조선 (51,000DWT PC선)	37.3	37.3	0.0		35.0	6.6
컨테이너선 (13,000TEU)	116.5	117.0	(0.4)		114.0	2.2
LNG선 (16만m ³)	200.0	200.0	0.0		198.0	1.0
중고선가 (백만달러)*						
전체지수	114.0	114.0	0.0		115.0	(0.9)
벌크선 (Capesize)	47.0	47.0	0.0		44.5	5.6
유조선 (VLCC)	74.0	74.0	0.0		65.0	13.8
유조선 (47,000DWT PC선)	27.0	27.0	0.0		30.5	(11.5)
일일용선료 (달러)**						
벌크선 (Capesize)	22,000	24,500	(10.2)		22,000	0.0
유조선 (VLCC)	23,500	23,500	0.0		27,000	(13.0)
드릴십	514,241	514,241	0.0		498,544	3.1
운임지수						
BDI	831	904	(8.1)		2,036	(59.2)
WS (사우디 기준)	48	38	26.7		58	(17.4)
CCFI	1,092	1,093	(0.1)		1,098	(0.6)
에너지 가격***						
천연가스 (달러/백만BTU)	4.4	4.5	(2.9)		4.3	1.2
유가 (달러/배럴)	105.7	107.3	(1.4)		94.0	12.5

참고: *선형 5년의 중고선 기준, **1년 용선 기준, ***유가는 WTI, 천연가스는 Henry Hub 기준
 자료: Clarksons, Bloomberg, 삼성증권

Global 조선업 valuation 비교

	현대중공업	삼성중공업	대우조선	현대미포	한진중공업	CSIC	Yangzijiang	Keppel	Sembcorp	Mitsubishi	KAWASAKI
주가 performance (%)											
1주일	(0.6)	(0.6)	(2.5)	(4.1)	12.4	8.8	(3.1)	1.2	1.2	(0.2)	(3.8)
1달	(6.1)	(7.5)	(7.8)	(3.8)	(23.3)	6.9	(2.7)	1.0	0.5	9.0	0.8
3개월	(15.3)	(11.6)	(18.2)	0.7	(34.1)	2.8	3.3	0.4	1.2	7.2	2.1
YTD	(30.0)	(28.8)	(26.8)	(14.0)	(23.9)	(14.7)	(8.4)	(3.5)	(7.9)	(3.4)	(13.4)
Valuation (배, %)											
2014E P/B	0.8	1.1	0.9	1.0	0.5	1.5	1.1	1.8	2.9	1.3	1.6
2014E P/E	79.1	49.8	12.2	(26.7)	78.2	24.0	7.9	12.4	14.4	16.1	14.0
2014E ROE	0.7	2.1	7.9	(3.6)	0.7	6.4	14.4	15.1	20.8	8.3	12.0

자료: 삼성증권 추정, Bloomberg 컨센서스

■ Compliance Notice

- 당사는 6월 27일 현재 삼성중공업와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 6월 27일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 6월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.