산업분석

2017. 2. 14

# 조 선

## Overweight

# 앞으로 2년을 내다보다

Part I 투자의견 요약
Part II 선박 규제 과거와 현재
Part III 앞으로 2년을 내다보다
Part IV 현대중공업 지주회사 분석

**Universe**

| 종 목 | 투자판단 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 현대중공업 | Buy (유지) | 220,000원 (유지) |
| 삼성중공업 | Buy (유지) | 13,000원 (유지) |
| 현대미포조선 | Buy (유지) | 100,000원 (유지) |

조선/지주/운송
Analyst **양형모**
02 3779 8843
yhm@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권

안녕하세요.
이베스트투자증권 **양형모**입니다.

조선 업종에 대해 투자의견 비중확대를 제시합니다. 이에 대한 근거는 다음과 같습니다

첫째, 규제로 인해 제 2 의 해체 사이클이 도래할 것입니다. 제 1 의 해체 사이클은 1992 년입니다. 당시 IMO 는 MARPOL92 를 통해 1993 년 7 월 이후 계약되는 모든 유조선에 이중선체를 의무화하도록 했습니다. 이로 인해 2010 년 이후 모든 유조선은 이중선체가 되었습니다. 강력한 규제는 교체 수요를 견인합니다

2016 년 선박평형수와 Sox 규제가 결정되었습니다. 전세계 모든 선박은 선박평형수처리장치를 2017 년부터 장착해야 하고, 2020 년부터는 Sox 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%로 낮춰야 하기 때문에 MGO 혹은 LNG 를 연료로 사용하거나 스크러버를 장착해야 합니다. MARPOL92 만큼 강력한 규제입니다. 교체 수요가 증가할 전망입니다

둘째, 전세계 400 여개 조선소 중 40%가 넘는 167 개 조선소는 2016 년 물량이 없었습니다. 2017 년 현재 수주잔고가 1 척인 조선소는 101 개에 달합니다. 중국 조선소의 75%는 문을 닫을 수 있다고 외신은 전했습니다. 살아남은 조선소 중 기술력을 갖춘 국내 조선소 수혜가 예상됩니다

셋째, 해양 생산설비는 FEED 후 1 년 내 FID 가 결의되고 생산설비 발주가 이뤄집니다. 2016 년 말부터 해양 프로젝트의 FEED 가 시작된 점을 미뤄보면 2017 년 말부터 해양 생산설비 발주는 증가할 전망입니다. 국내 조선 3 사의 생산설비 수주가 증가할 것으로 기대합니다

결론적으로 규제로 인한 해체 사이클이 도래해 상선 발주량이 증가하고, FEED 를 종료한 프로젝트의 FID 가 2017 년 말부터 예상되기 때문에 앞으로 2 년 동안 조선소 수주는 증가할 것입니다

**Top Picks** 로 **현대중공업**과 **삼성중공업**을 제시합니다. Top Picks 선정 이유는 다음과 같습니다

현대중공업은 수주 모멘텀도 보유하지만 분할 이후 가치가 상승할 것으로 예상하기 때문입니다. 목표주가는 22 만원을 유지합니다

삼성중공업은 올해 확보한 프로젝트만 50 억달러에 달하기 때문입니다. 3 월까지 25 억달러 규모의 Coral FLNG 수주가 기대되고, Yamal LNG 선, 탱커 등 다양한 수주모멘텀을 보유했습니다. 목표주가는 13,000 원을 유지합니다.

감사합니다.

산업분석

# 조선
## Overweight

# 앞으로 2년을 내다보다

## Contents


Part I 투자의견 요약 4
Part II 선박 규제 과거와 현재 10
Part III 앞으로 2년을 내다보다 16
Part IV 현대중공업 지주회사 분석 37


### 기업분석


현대중공업 (009540) 50
삼성중공업 (010140) 52
현대미포조선 (010620) 54

# Part I



# 투자의견 요약

## 조선 업종에 대해 투자의견 비중확대 제시

조선 업종에 대해 투자의견 비중확대를 제시한다.

첫째, 규제로 인해 제2의 해체 사이클이 도래할 전망이다. 2016년 선박평형수와 Sox규제가 결정되었다. 전세계 모든 선박은 선박평형수처리장치를 2017년부터 장착해야 하고, 2020년부터는 Sox 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%로 낮춰야 하기 때문에 MGO 혹은 LNG를 연료로 사용하거나 스크러버를 장착해야한다. 교체 수요가 증가할 전망이다.

둘째, 전세계 400여개 조선소 중 40%가 넘는 167개 조선소는 2016년 물량이 없었다. 2017년 현재 수주잔고가 1척인 조선소는 101개에 달한다. 중국 조선소의 75%는 문을 닫을 수 있다고 외신은 전했다. 국내 조선소 수혜가 예상된다.

셋째, 해양 생산설비는 FEED 후 1년 내 FID가 결의되고 생산설비 발주가 이뤄진다. 2016년 말부터 해양 프로젝트의 FEED가 시작된 점을 미뤄보면 2018년 해양 생산설비 발주는 급증할 전망이다. 국내 조선3사의 생산설비 수주가 증가할 것으로 기대한다.

Top Picks는 현대중공업과 삼성중공업이다

# 투자의견 요약

## 조선 업종 투자의견 비중확대 제시

조선 업종에 대해 투자의견 비중확대를 제시한다. 이에 대한 근거는 다음과 같다.

첫째, 규제로 인해 제2의 해체 사이클이 도래할 전망이다. 2016년 선박평형수와 Sox규제가 결정되었다. 전세계 모든 선박은 선박평형수처리장치를 2017년부터 장착해야 하고, 2020년부터는 Sox 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%로 낮춰야 하기 때문에 MGO 혹은 LNG를 연료로 사용하거나 스크러버를 장착해야한다. 교체 수요가 증가할 전망이다.

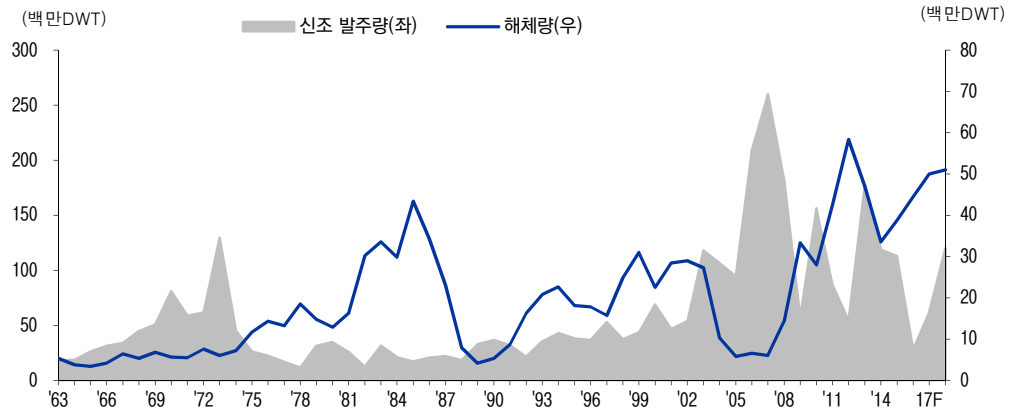
둘째, 전세계 400여개 조선소 중 40%가 넘는 167개 조선소는 2016년 물량이 없었다. 2017년 현재 수주잔고가 1척인 조선소는 101개에 달한다. 중국 조선소의 75%는 문을 닫을 수 있다고 외신은 전했다. 국내 조선소 수혜가 예상된다.

셋째, 해양 생산설비는 FEED 후 1년 내 FID가 결의되고 생산설비 발주가 이뤄진다. 2016년 말부터 해양 프로젝트의 FEED가 시작된 점을 미뤄보면 2018년 해양 생산설비 발주는 급증할 전망이다. 국내 조선3사의 생산설비 수주가 증가할 것으로 기대한다.

Top Picks는 현대중공업과 삼성중공업이다. 현대중공업은 수주 모멘텀도 보유하지만 분할하는 과정에서 개별 회사의 Valuation 매력이 부각되고, 적절하게 구성한 사업부와 재무구조는 현대중공업 가치를 상승시킬 것으로 전망하기 때문이다. 보수적인 수준에서 분할 만으로 가치는 16 ~ 20조원에 육박할 수 있다. 현대중공업 분할에 대한 분석은 Part IV를 참조하자

삼성중공업은 대규모 수주가 예정되어 있다. 25 억달러에 달하는 Coral FLNG 외에도 Yamal LNG 선, 탱커 등 수주 모멘텀이 지속적으로 부각될 전망이다.

**그림1 앞으로 규제로 인한 해체 사이클 도래**



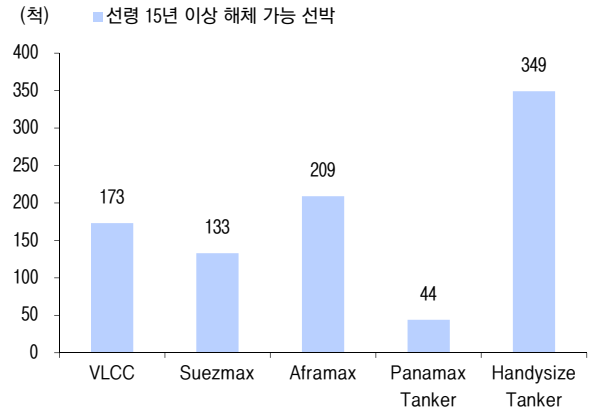

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

# 3개의 Keyword 요약

## 앞으로 2년 제1의 키워드는 규제와 해체

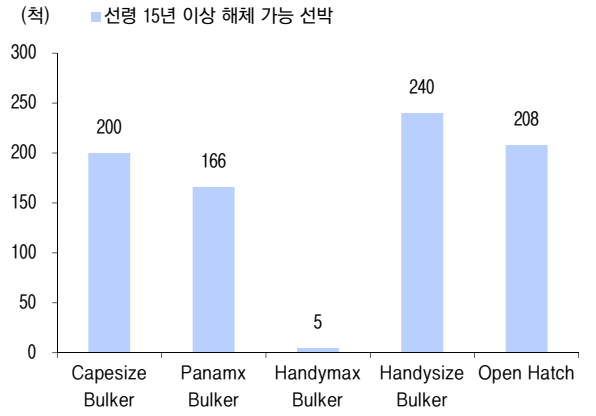
앞으로 2년 제1의 키워드는 규제와 해체일 것으로 예상한다. 1992년 IMO는 MARPOL92를 통해 1993년 7월 이후 계약되는 모든 유조선에 이중선체를 의무화하도록 했다. 그리고 2005년 4월에는 1984년 이전에 인도된 단일선체 유조선은 선령이 20~25년이 되는 2005~2009년까지 모두 해체하도록 했다. 1984년 이후 인도된 선박은 2010년까지 해체하도록 정했다. 이로 인해 2010년 이후 모든 유조선은 이중선체가 되었다. 2016년 선박평형수와 Sox규제가 결정되었다. 전세계 모든 선박은 선박평형수 처리장치를 2017년부터 장착해야 하고, 2020년부터는 Sox 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%로 낮춰야 하기 때문에 MGO, LNG를 연료로 사용하거나 스크러버를 장착해야한다. 제2의 해체기가 도래했다는 판단이다.

그림2 탱커 해체 가능 선박



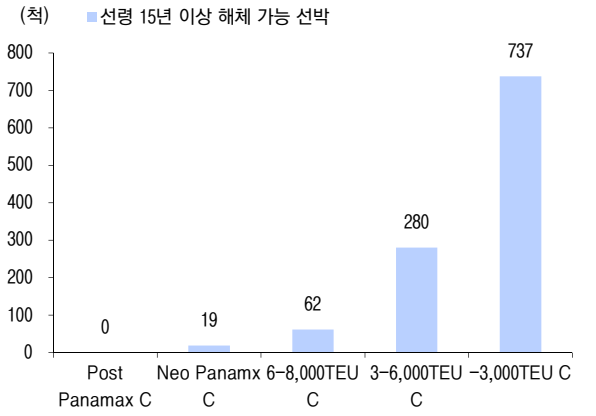

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 벌크선 해체 가능 선박




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 컨테이너선 해체 가능 선박



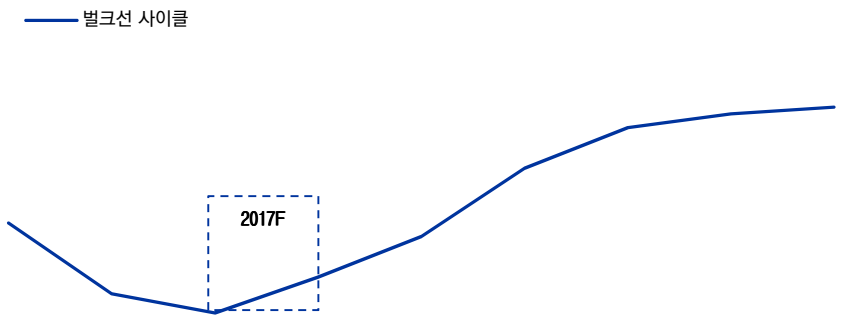

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5

| (백만 DWT) | 선령 15 년 이상 | 선복량 대비 해체 가능 |
|---|---|---|
| VLCC | 52.1 | 24.7% |
| Suezmax | 20.0 | 25.0% |
| Aframax | 21.6 | 21.0% |
| Handysize Tanker | 22.3 | 18.5% |
| Capesize Bulker | 39.3 | 12.6% |
| Neo Panamx C | 0.2 | 2.1% |
| 6-8,000TEU C | 0.4 | 21.8% |
| 3-6,000TEU C | 1.3 | 24.5% |
| -3,000TEU C | 1.5 | 37.9% |

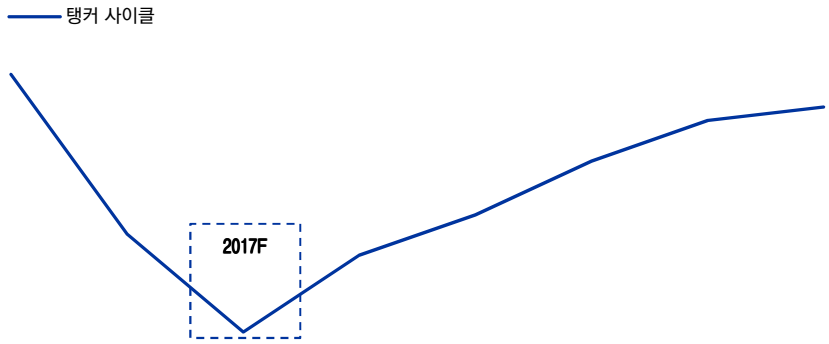
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 벌크선 사이클 - 2017 년 바닥에서 벗어나 우상향 기대



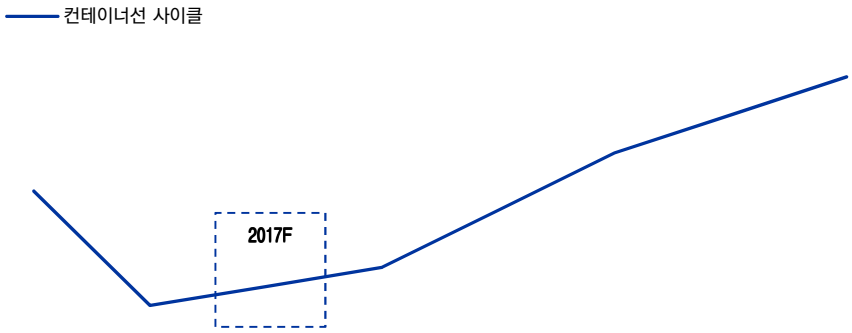

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 탱커 사이클 - 2017 년 수요 대비 공급 증가가 클 것으로 예상




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 컨테이너선 사이클 - 2017 년 변곡점에서 벗어날 전망



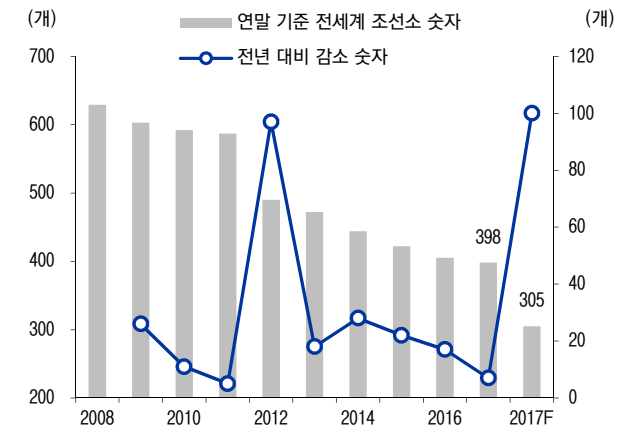

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

## 앞으로 2년 제2의 키워드는 구조조정과 수혜

앞으로 2년 제2의 키워드는 구조조정이다. 재무구조가 우수하고 기술력을 갖춘 조선소는 소수에 불과하기 때문에 조선소의 부익부 빈익빈 현상은 심화될 것이다. 국내 조선소의 수혜가 기대된다. 전세계 400여개 조선소 중 40%가 넘는 167개 조선소는 2016년 물량이 없었다. 2017년 현재 수주잔고가 1척인 조선소는 101개에 달한다.

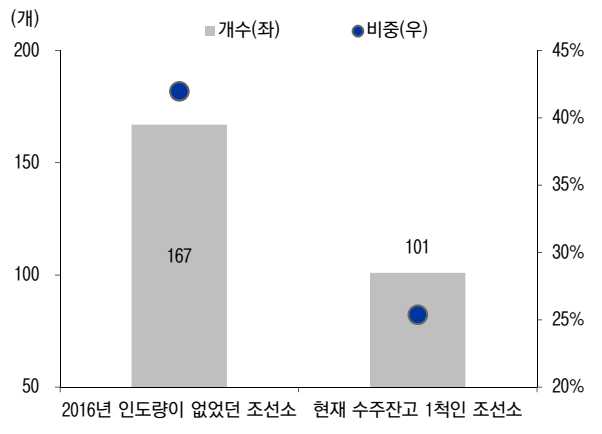
중국 조선소 75%가 문을 닫을 수 있다고 WSJ는 전했다. 클락슨에 따르면 중국 679개 조선소 중 운영중인 곳은 169개뿐이다. 나머지 510개는 유휴 상태다. 실제 대형 선박을 대량으로 생산할 수 있는 중국 대형 조선소는 70개 수준인데, 중국 White List 조선소 71개 중 7개는 파산했으며, 5개는 합병되었다. 영국의 해운 컨설팅업체 MSI의 아담 켄트 박사는 중국 조선업계의 올해 인도 물량이 1,700만 CGT인데, 이 중 상당수는 실제 인도되지 않을 것이라고 말했다. 지난해 중국 조선업계는 2,000만CGT를 인도할 계획이었지만 실제 인도량은 1,000만CGT수준이었다.

그림9 전세계 조선소 숫자



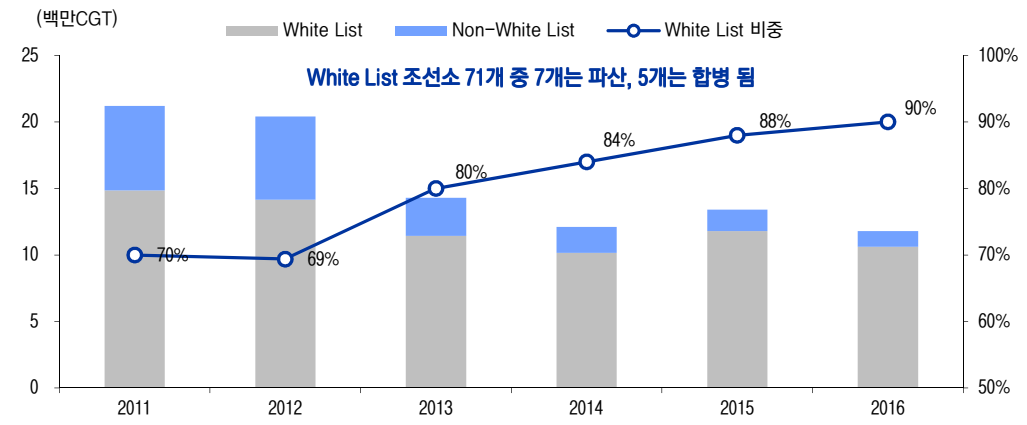

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 올해 조선소 100 개 파산 가능성 제기




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 중국 조선소 구조조정은 빠르게 진행 중




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

## 앞으로 2년 제3의 키워드는 해양 생산설비 발주

앞으로 2년 제3의 키워드는 해양 생산설비 발주다. FEED 후 1년 내 FID가 되는 점을 감안하면 2018년 해양 생산설비 발주는 급증할 전망이다.

해양자원개발은 탐사에서 생산까지 10년 이상 소요되며, 생산완료시점까지 30년 이상의 시간과 막대한 자금이 투입되는 장기 프로젝트이다. 따라서 석유회사들은 프로젝트의 Production Life동안 발생하는 Cash flow를 산출하고, 투입되는 Capex, Opex를 검토 후 유가의 Hurdle rate를 선정하는 Valuation을 수행한다. 2014년부터 하락한 유가로 인해 해양 프로젝트 발주는 취소되거나 지연되었다. 2014년 이후 Capex, Opex를 축소시키는 작업을 3년 동안 진행했고, 손익분기점 유가는 내려갔다.

지난 해까지 오일회사들은 비용 절감에 집중했고, 지난 해 말 드디어 경제성이 높은 광구 위주로 FEED가 진행되었다. 엔지니어링 분야는 단계별로 개념설계, FEED, 기본설계, 상세설계, 생산설계로 구분된다. 통상적으로 FEED에서 FID까지 1년여의 기간이 소요된다.

표1 2018 년 초부터 발주 본격화 기대

| 오일회사 | 프로젝트 | 생산설비 | 경합 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| Eni | Coral | FLNG | 삼성중공업 우선협상대상자 | 3조원 규모로 곧 발주 가능(FID 확정) |
| BP | Mad Dog2 | Semi-sub | 삼성중공업 수주 | 2017년 초 발주(FID 확정) |
| statoil | Njord | FSU | 삼성중공업, 대우조선해양, Modec등 경합 | 2016~2017년 발주, 2020년 중반 인도 예정 |
| New Energy | Brazzaville | FLNG | 조선 3사 | 2017년 발주 |
| statoil | Johan Castberg | FPSO | 국내 빅3 | PQ 시작, 2017년 발주 |
| ConocoPhillips | Caldita-Barossa | FPSO | 국내 빅3 | Pre-FEED 중, FEED와 EPC는 2H17 가능 |
| ONGC | Krishna Godavari | platform | 국내 빅3, SapuraKencana, Mcdermott, Technip, Saipem | 국내 조선소에 적합한 프로젝트, 5억달러 수준<br>2017년 발주 가능 |
| Chevron | Bonga | FPSO | 국내 빅3 | 2018년 발주 가능 |
| Maersk Oil | Tyra gas | platform | 빅3 중 2곳은 4개 패키지에 수주 경쟁할 전망 | Maerks는 빅3에게 big deck 발주할 전망<br>다음 달 Invitation, 2017년 발주 |
| Hoegh | | FSRU | 빅3, 중국, 싱가폴 등 | FSRU 8~12번 프로젝트 발주 대기 |
| Husky Energy | White Rose | Platform | 빅3 | 2017년 재개하여 발주 기대 |
| Shell | Vito | Platform | 빅3, 중국, 싱가폴, 말레이시아 조선소 | 입찰 2017년, 2018년까지는 발주<br>BEP유가 45달러 |
| Chevron | Rosebank | FPSO | 빅3 가능 | 프로젝트 재개할 것으로 밝힘 |
| Chevron | Tigris | Semi-sub | 빅3 | Pre-FEED 진행 |
| Hess | Equus | FPU | 빅3 | 2018년 발주 기대 |
| Total | | | 빅3 | 프로젝트 10개 이상 투자 재개할 것 |
| Maersk Oil | Chissonga | TLWP | 현대중공업 LOI 체결 | 현재 프로젝트는 가치 평가 중 |
| statoil | Johan Sverdrup | Platform | 삼성중공업, 대우조선해양, SOME, Kvaerner | 2017년 초 FEED 시작, FID는 2019년 가능 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# Part II



# 선박 규제 과거와 현재

## 선박 규제로 인한 해체량 증가 전망

1992년 IMO는 MARPOL92를 통해 1993년 7월 이후 계약되는 모든 유조선에 이중선체를 의무화하도록 했다. 2005년 4월에는 1984년 이전에 인도된 단일선체 유조선은 선령이 20~25년이 되는 2005~2009년까지 모두 해체하도록 했다. 1984년 이후 인도된 선박의 2010년까지 해체하도록 정했다. 이로 인해 2010년 이후 모든 유조선은 이중선체가 되었다.

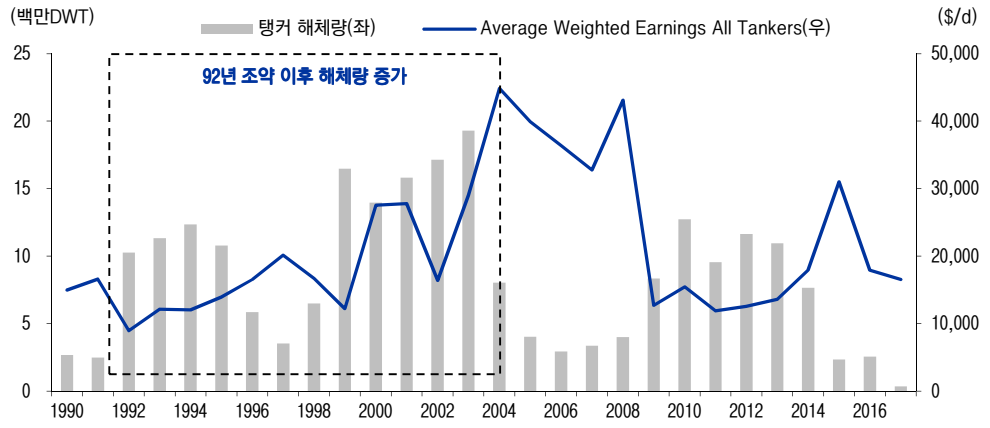
IMO는 2016년 열린 MEPC 70차 회의에서 2020년부터 황산화물 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%이하로 규제하기로 정했다. 이로 인해 2020년부터 모든 선박은 MGO나 LNG를 연료로 사용하거나 또는 SOx 저감장치인 Scrubber 장착해야 한다. MGO는 bunker 대비 50~70% 비싸다 Sox 저감장치나 Scrubber 장착은 추가 비용이 발생한다. 해체량은 증가할 것이다.

# 과거의 선박규제

## 과거의 선박규제_ MARPOL 92를 아십니까

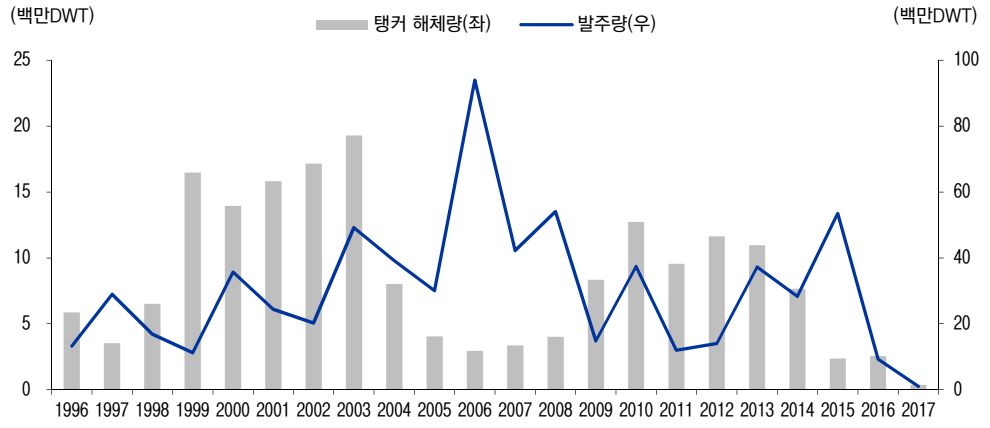
1992년 IMO는 MARPOL92를 통해 1993년 7월 이후 계약되는 모든 유조선에 이중선체를 의무화하도록 했다. 그리고 2005년 4월에는 1984년 이전에 인도된 단일선체 유조선은 선령이 20~25년이 되는 2005~2009년까지 모두 해체하도록 했다. 1984년 이후 인도된 선박의 2010년까지 해체하도록 정했다. 이로 인해 2010년 이후 모든 유조선은 이중선체가 되었다. 당시 탱커 해체량은 1992년부터 2003년까지 1.43억DWT가 해체되었다. 해체로 운임은 점진적으로 상승했고, 1996년부터 2005년까지 2.7억DWT가 발주되었다.

그림12 Earning 상승에도 불구하고 규제로 인한 해체량 증가




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 규제로 인한 해체량 증가와 교체수요로 발주 증가




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

# 현재의 선박규제

## 현재의 선박규제_ 선박평형수와 Sox 규제

IMO는 MEPC 70차 회의에서 2020년부터 황산화물 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%이하로 규제하기로 정했다. 이로 인해 2020년부터 모든 선박은 MGO나 LNG를 연료로 사용하거나 또는 SOx 저감장치인 Scrubber 장착해야 한다.

(1) 저유황유인 MGO를 사용하는 방법은 추가적으로 설비를 장착하지 않아도 되기 때문에 SOx 규제를 만족시키기 위한 가장 간단한 방법이다. 그러나 현재 MGO의 가격은 톤당 460달러를 상회하여 기존 연료유인 Bunker 가격 대비 50% 이상 비싸다는 단점이 있다. 2000년 이후 MGO 가격은 Bunker 대비 평균 76% 비쌌다. 지속적으로 MGO를 사용하기에는 연료 비용에 대한 Upside Risk가 너무 커 대안이 되기 어렵다.

VLCC는 8천톤의 연료유를 실을 수 있다. 16노트 속도로 운항할 경우 하루 104톤의 연료를 사용해 70일을 운항할 수 있다. 13,000TEU급 컨테이너선은 최대 약 1만톤의 연료를 넣을 수 있다. 25노트의 속도일 경우 하루에 260톤의 연료를 사용해 약 40일가량 항해할 수 있다. VLOC는 최대 1.17만톤 연료를 실을 수 있으며, 15노트의 속도로 하루에 106톤의 연료를 사용해 약 100일을 운항할 수 있다.

(2) 스크러버를 장착하여 Sox 규제에 대응할 수 있다. 그러나 엔진 출력에 따라 척당 100~1,000만달러(평균 580만달러)에 달하는 Capex가 필요하다. 그리고 평균 500Kw에 달하는 추가전력도 요구된다. 또한 배기관 상에 설치된 스크러버로 인해 back pressure가 증가할 수 있다. 이로 인해 엔진 성능이 저하될 가능성이 있어 연료 소모량이 증가할 수 있는 단점이 있다. 한마디로 비싸고 연료 소모도 증가할 수 있다. 따라서 선령이 15년 이상된 선박에 추가로 장착하기 보다는 해체를 하고 신조선박을 발주하는 방법이 낫다.

(3) LNG를 연료로 사용하면 Sox 규제에 대응할 수 있다. LNG는 Bunker 대비 Sox와 Nox를 거의 배출하지 않아 100% 저감이 가능한 친환경연료이기 때문이다. 또한 LNG의 장점은 Bunker와 비교하면 발열량이 20% 이상 높아 연료 소모량이 적다는 점이다. 단점은 LNG탱크를 화물창 내 설치하게 되면 화물을 일부 적게 적재할 수 밖에 없으며, LNG 추진시스템을 사용하기 위한 추가전력이 필요하다는 점이다.

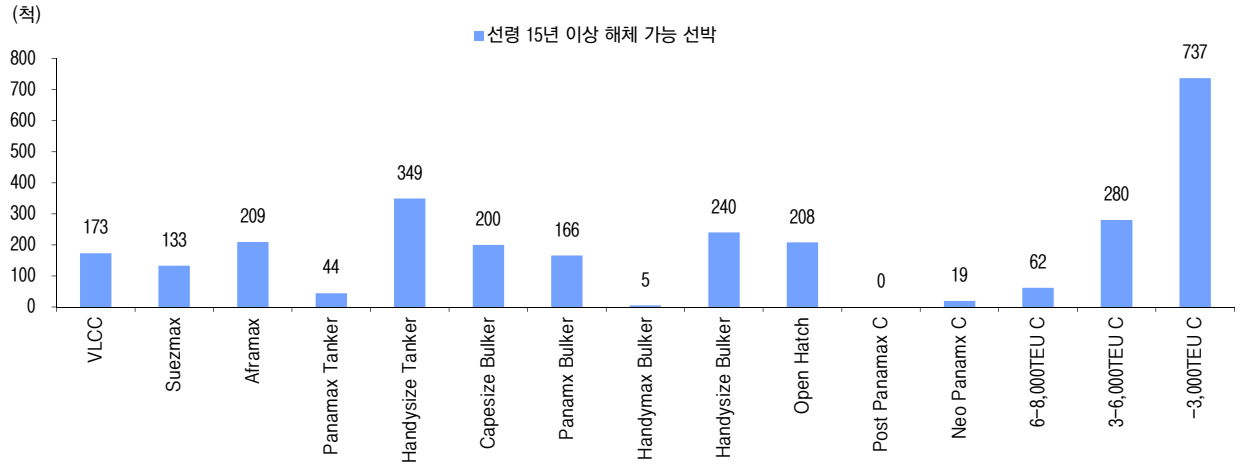
LNG를 연료로 사용하기 위해서는 추가적인 비용이 발생한다. 즉 LNG 연료탱크, 연료공급설비(FGSS) 등을 설치 해야한다. 비용은 선가의 최대 20~ 30%에 육박하기 때문에 선령이 15년 이상된 선박에 장착하기에는 어려움이 따른다. 한마디로 장점은 많지만 설치 비용이 크다는 단점이 있다. 따라서 선령이 15년 이상된 선박에 추가로 장착하기 보다는 해체를 하고 신조선박을 발주하는 방법이 낫다.

표2 선령과 선복량

| (백만DWT) | 선령 20년 이상 | 선령 15년 이상 | 선복량 | 선복량 대비 선령 20년 이상 선박 | 선복량 대비 선령 15년 이상 선박 |
|---|---|---|---|---|---|
| VLCC | 11.0 | 52.1 | 210.9 | 5.2% | 24.7% |
| Suezmax | 5.3 | 20.0 | 80.0 | 6.6% | 25.0% |
| Aframax | 6.6 | 21.6 | 102.7 | 6.4% | 21.0% |
| Panamax Tanker | 0.6 | 3.1 | 30.4 | 2.0% | 10.1% |
| Handysize Tanker | 8.7 | 22.3 | 120.2 | 7.2% | 18.5% |
| Capesize Bulker | 23.7 | 39.3 | 311.9 | 7.6% | 12.6% |
| Panamx Bulker | 12.4 | 36.6 | 193.3 | 6.4% | 18.9% |
| Handymax Bulker | 12.4 | 28.5 | 184.2 | 6.7% | 15.5% |
| Handysize Bulker | 8.2 | 15.6 | 88.0 | 9.3% | 17.7% |
| Open Hatch | 3.1 | 6.9 | 27.5 | 11.3% | 25.1% |
| Post Panamax C | 0.0 | 0.0 | 1.2 | 0.0% | 0.0% |
| Neo Panamx C | 0.0 | 0.2 | 7.7 | 0.2% | 2.1% |
| 6-8,000TEU C | 0.1 | 0.4 | 1.9 | 2.7% | 21.8% |
| 3-6,000TEU C | 0.4 | 1.3 | 5.2 | 6.8% | 24.5% |
| -3,000TEU C | 0.7 | 1.5 | 3.8 | 16.9% | 37.9% |

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 선령 15 년 이상인 중고선박 척수




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

## 규제로 인해 중고선박의 Rate는 상당히 높은 수준을 요구

규제로 인해 중고선박의 Rate는 상당히 높은 수준을 요구하게 된다. <표4~6>을 참조하자. 선령이 15년된 VLCC의 경우 3rd 정기검사 비용으로 380만달러가 요구된다. 밸러스트수처리장치 장착비용은 180만달러로 추정한다. 운영 비용을 차감하고 중간 검사 전까지 운영하여 중고선박으로 매각하게 되면 일 평균 32,000달러가 요구된다. 현재 Modern VLCC의 Rate는 일 28,000달러다. 만약 여기서 SOx 규제를 충족하기 위해 Scrubber를 장착한다고 가정하면 일 평균 42,000달러가 요구된다. 그리고 Scrubber 장착 대신 MGO를 사용한다고 가정하면 일 평균 48,000달러가 요구된다

Scrubber의 초기 투자비는 LNG 장치 투자비보다는 작은 것으로 판단된다. Scrubber 투자비는 평균 $5,840,000(100~1,000만달러)이다. 비용 구성은 다음과 같다. Scrubber machinery and equipment $2,600,000, Steel (150t) / pipe / electrical installation and modification $2,400,000, Design and classification cost $500,000, Off-Hire cost(20 days @ rate 17,000 USD/day) $340,000다.

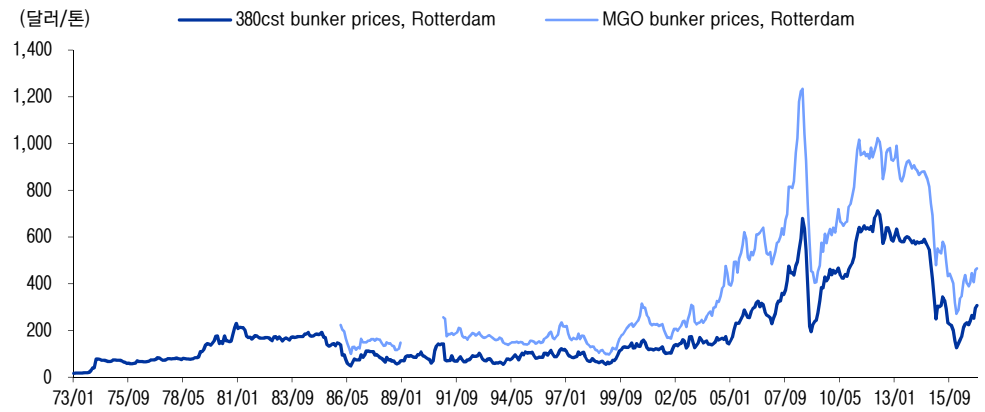
LNG 연료장치 투자비는 평균 $7,560,000(300~1,500만달러)이다. 비용 구성은 다음과 같다. LNG machinery, tanks and equipment, main engine conversion $4,380,000. Steel (300t) $2,000,000, Design and classification cost $500,000, Off-Hire cost(40 days @ rate 17,000 USD/day) $680,000다.

표3 중고 VLCC 2.5년 기간 연료 비용 분석

| VLCC 연간 소모량 | 380cst bunker | MGO | 차이 |
|---|---|---|---|
| 63,700톤(15년 선령) | 19.5 | 29.7 | 10.2 |
| 59,150톤(17.5년 선령) | 18.2 | 27.6 | 9.4 |
| 45,500톤(20년 선령) | 14.0 | 21.2 | 7.3 |

주) Utilization: 15년 70%, 17.5년 65%, 20년 50% 감안, 단위는 백만달러
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 380cst bunker와 MGO 가격 비교




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 VLCC case study_ BWTS 장착과 Required Rate

| (백만달러, 달러/일) | 선령 15년 | 선령 18년 | 선령 20년 |
|---|---|---|---|
| 중고선가 | 26.0 | 20.0 | 15.0 |
| BWTS Capex | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 3rd 정기검사 비용 | 3.8 | | |
| 중간 검사 비용 | | 4.15 | |
| 4th 정기검사 비용 | | | 4.5 |
| 중고 선박가격 차감 | -20 | -15 | -15 |
| 다음 정기검사 소요일 | 910 | 910 | 910 |
| 운영 비용 | 10,000 | 11,000 | 12,000 |
| Utilization | 70% | 65% | 50% |
| **Required Rate(달러/일)** | **32,496** | **35,435** | **37,846** |

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 VLCC case study_ BWTS, Scrubber 장착과 Required Rate

| (백만달러, 달러/일) | 선령 15년 | 선령 18년 | 선령 20년 |
|---|---|---|---|
| 중고선가 | 26.0 | 20.0 | 15.0 |
| BWTS Capex | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| Scrubber Capex | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| 3rd 정기검사 비용 | 3.8 | | |
| 중간 검사 비용 | | 4.15 | |
| 4th 정기검사 비용 | | | 4.5 |
| 중고 선박가격 차감 | -20 | -15 | -15 |
| 다음 정기검사 소요일 | 910 | 910 | 910 |
| 운영 비용 | 10,000 | 11,000 | 12,000 |
| Utilization | 70% | 65% | 50% |
| **Required Rate(달러/일)** | **41,664** | **45,309** | **50,681** |

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 VLCC case study_ BWTS 장착과 MGO 사용 시 Required Rate

| (백만달러, 달러/일) | 선령 15년 | 선령 18년 | 선령 20년 |
|---|---|---|---|
| 중고선가 | 26.0 | 20.0 | 15.0 |
| BWTS Capex | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| MGO 사용 시 비용 증가 | 10.2 | 9.4 | 7.3 |
| 3rd 정기검사 비용 | 3.8 | | |
| 중간 검사 비용 | | 4.15 | |
| 4th 정기검사 비용 | | | 4.5 |
| 중고 선박가격 차감 | -20 | -15 | -15 |
| 다음 정기검사 소요일 | 910 | 910 | 910 |
| 운영 비용 | 10,000 | 11,000 | 12,000 |
| Utilization | 70% | 65% | 50% |
| **Required Rate(달러/일)** | **48,471** | **51,410** | **53,821** |

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

# Part III



# 앞으로 2년을 내다보다

### 신규수요 + 노후선박 교체수요 + 규제로 인한 교체수요 발생 기대

앞으로 신규수요 + 노후선박 교체수요 + 규제로 인한 교체수요가 맞물리는 시기가 도래할 전망이다. 선박평형수처리장치, 황산화물 규제로 인한 추가 비용에 대해 앞서 분석했다

선박 가격이 바닥인 상황에서 2017년부터 선주는 선령 15년 이상의 선박을 해체시키고, 선박평형수처리장치, LNG Duel Fuel 엔진을 장착한 신규 선박을 발주할 전망이다. 교체 수요로 인한 선박 발주는 기술력과 엔지니어를 겸비한 조선소의 수혜로 이어질 전망이다.

선종별 투자 타당성을 분석했다. 선주가 발주하기 위해 필요한 Rate는 다음과 같다. Capesize 벌크선은 현재 $11,400/일에서 $18,000/일까지 상승해야 한다. VLCC 탱커는 현재 $30,000/일에서 발주 가능하다. MR 탱커는 현재 $14,000/일에서 소폭 상승한 $16,000/일까지 상승을 원할 것이다. 발주는 가능하다. 컨테이너선은 현재 $28,000/일에서 $38,000/일까지 상승해야 한다.

# 투자 타당성 분석

## 선가는 바닥

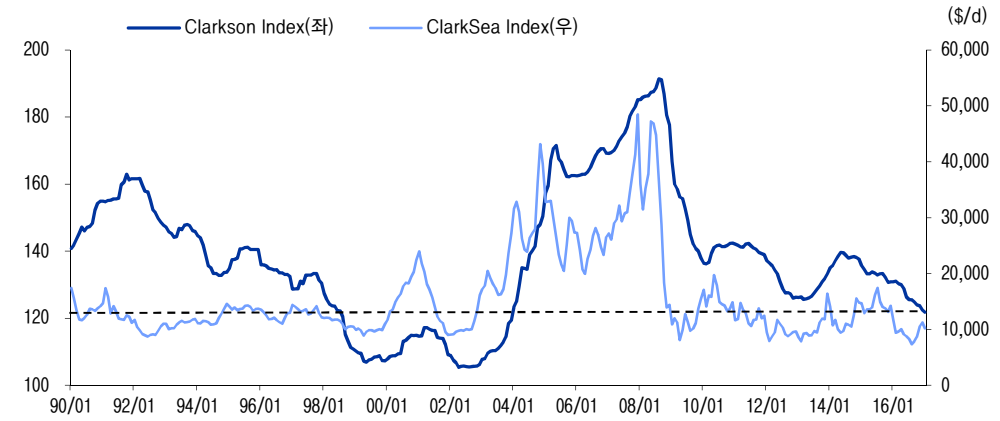
앞으로 신규수요 + 노후선박 교체수요 + 규제로 인한 교체수요가 맞물리는 시기가 도래할 전망이다. 선박평형수처리장치, 황산화물 규제로 인한 추가 비용에 대해 앞서 분석했다 선박 가격이 바닥인 상황에서 2017년부터 선주는 선령 15년 이상의 선박을 해체시키고, 선박평형수처리장치, LNG Duel Fuel 엔진을 장착한 신규 선박을 발주할 전망이다. 교체 수요로 인한 선박 발주는 기술력과 엔지니어를 겸비한 조선소의 수혜로 이어질 전망이다.

선박의 건조 기간은 평균 2년이기 때문에 교체 수요를 감안한 발주가 2017년부터 시작될 전망이다. 탱커의 경우 선령 15년 이상 선박의 비율은 VLCC 25.2%, Suezmax 25.8%, Aframax 22.0%로 25% 내외다. 벌크선의 경우 Capesize 12.2%, Panamx 8.4% 등 10% 내외다. 컨테이너선은 8,000TEU 이하의 크기는 평균 25%를 상회한다.

보통 선박 발주는 신규수요와 노후선박 교체수요, 규제로 인한 교체수요로 구성된다. 운임이 하락하는 구간에서는 해체를 통한 이익을 연간 추정운임으로 나눈 이익회수기간이 길어지게 된다. 따라서 향후 선박운항을 통한 수익창출보다는 해체를 통해 얻는 이익이 매력적이기 때문에 해체가 증가하는 경향이 있다.

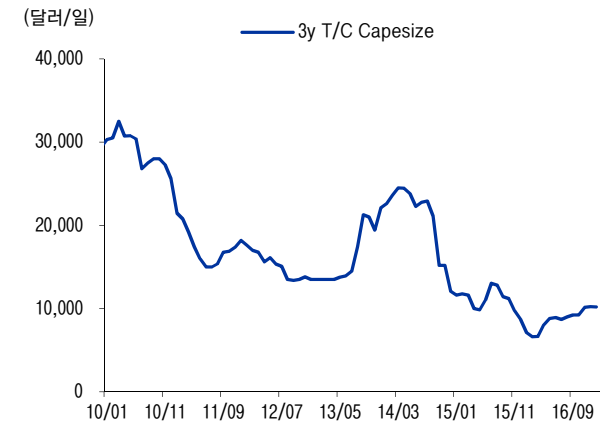
최근 해체 선령이 낮아지고 있다. 선박 수명은 평균 25년이다. 그러나 20년 이하의 젊은 선박도 해체장으로 향하고 있다. 탱커와 벌크선 평균 해체연령은 20년 수준이다. 올해 해체된 어린 선박은 파나막스급 컨테이너선(파나마운하 확장개통으로 인한 교체수요)이 많다. 앞으로 15살 선령이 넘어가는 선박들은 해체장으로 갈 것이다. 교체 수요가 증가하는 시점이 도래한 것이다.

**그림16 선가와 운임은 바닥 수준**



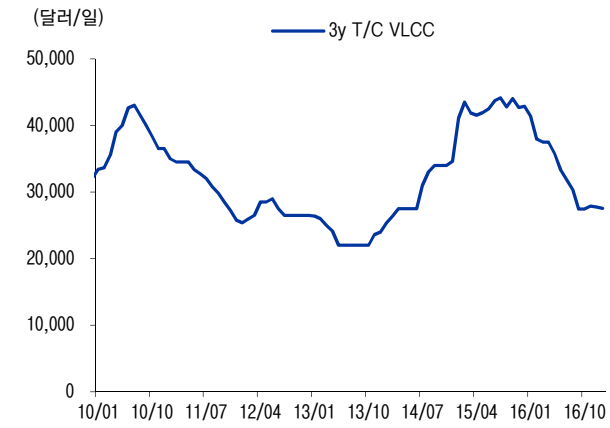

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

**그림17 벌크선 3 년 용선료**



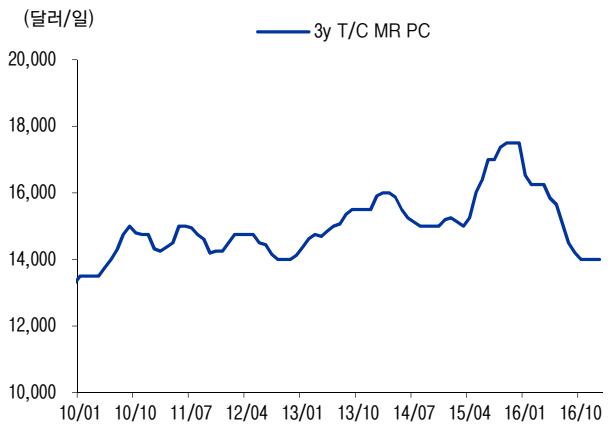

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

**그림18 탱커 3 년 용선료**



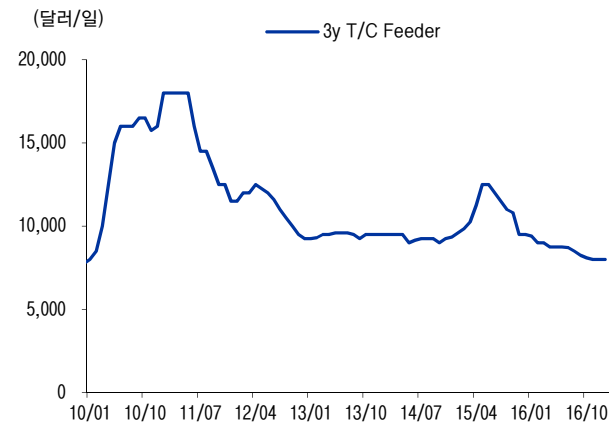

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

**그림19 MR PC 3 년 용선료**




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

**그림20 컨테이너선 3 년 용선료**




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

## 벌크선_ Capesize 현 선가에서 T/C $18,000/d 이상까지 상승 필요

Capesize 벌크선 신조선가 4,200만달러를 기준으로 선주는 발주를 위해 T/C 18,000달러 이상을 원할 것으로 추정한다. 10년까지는 Utilization 100%, 10년 이후부터는 80%를 가정했다. 만약 Capesize 벌크선을 신조 발주 할 경우 Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%를 가정하면 5년 원리금 상환조건으로 누적 총자본비용은 3,830만달러다. 감가상각비 15년 기준으로 연 280만달러가 발생하게 되면 현재 기준 T/C 11,400달러에서는 계속 적자가 발생하여 발주하기는 힘든 상황이다.

만약 T/C가 18,000달러까지 상승하게 되면 운영하는 시점부터 순이익이 발생한다. 현금흐름 상 연말 현금잔액은 10년내로 플러스로 전환하게 되고, 선박을 15년 운영하게 된다고 가정하면 15년 누적순이익은 760만달러로 추정한다. 이후 중고선박으로 매각하게 되면 누적순이익은 감가상각이 모두 완료되었기 때문에 증가한다.

표7 Capesize 신조선가 4,200 만달러_ Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%

| (백만달러) | 대출잔액 | 대출상환액 | 이자 | 총자본비용 | 누적총자본비용 |
|---|---|---|---|---|---|
| 0y | 33.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 1y | 28.00 | 5.60 | 1.34 | 6.94 | 6.94 |
| 2y | 22.40 | 5.60 | 1.12 | 6.72 | 13.66 |
| 3y | 16.80 | 5.60 | 0.90 | 6.50 | 20.16 |
| 4y | 11.20 | 5.60 | 0.67 | 6.27 | 26.43 |
| 5y | 5.60 | 5.60 | 0.45 | 6.05 | 32.48 |
| 6y | 0.00 | 5.60 | 0.22 | 5.82 | 38.30 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 현재 신조선가 4,200 만달러 기준 20 년 운영할 경우 AVE. EPS Break-even T/C 는 일 15,542 달러

| (백만달러, %) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| 비용 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 |
| EBITDA | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| 감가상각비(15년 기준) | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 이자 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | -2.2 | -2.0 | -1.8 | -1.6 | -1.5 | -1.3 | -1.1 | -1.2 | -1.2 | -1.3 |
| 감가상각비 제외 FCF | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| FCF | -5.0 | -4.8 | -4.6 | -4.4 | -4.3 | -4.1 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| EBITDA Yield | 4.7 | 4.6 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.7 |
| FCF Yield(이자만 포함) | 7.5 | 9.6 | 11.7 | 13.9 | 16.0 | 18.1 | 20.2 | 19.6 | 19.0 | 18.4 |
| FCF Yield | -59.2 | -57.1 | -54.9 | -52.8 | -50.7 | -48.6 | 20.2 | 19.6 | 19.0 | 18.4 |
| EPS Break-even TC($/d) | 17,353.4 | 16,859.7 | 16,368.4 | 15,879.6 | 15,393.2 | 14,909.4 | 14,428.2 | 14,563.3 | 14,701.2 | 14,841.8 |
| Ave. EPS Break-even TC($/d) | 15,542.8 | | | | | | | | | |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 Case study I – 현재 T/C 일 11,400 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -42.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 운영비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -42.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 부채유입 | 33.6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 33.6 | 28.0 | 22.4 | 16.8 | 11.2 | 5.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 6.9 | 6.7 | 6.5 | 6.3 | 6.0 | 5.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -8.4 | -5.0 | -4.8 | -4.6 | -4.4 | -4.3 | -4.1 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -5.0 | -9.8 | -14.4 | -18.8 | -23.1 | -27.2 | -25.5 | -23.8 | -22.2 | -20.7 | -20.0 | -19.4 | -18.9 | -18.4 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -5.0 | -9.8 | -14.4 | -18.8 | -23.1 | -27.2 | -25.5 | -23.8 | -22.2 | -20.7 | -20.0 | -19.4 | -18.9 | -18.4 | -17.9 |

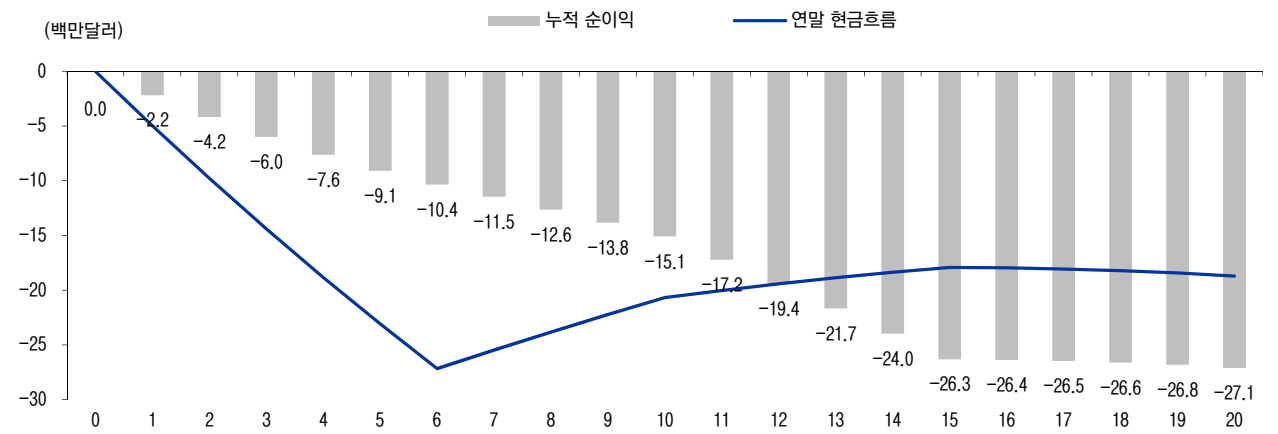
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 Case study I – 현재 T/C 일 11,400 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| EBITDA | | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 감가상각비(15년) | | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 이자 | | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | -2.2 | -2.0 | -1.8 | -1.6 | -1.5 | -1.3 | -1.1 | -1.2 | -1.2 | -1.3 | -2.1 | -2.2 | -2.2 | -2.3 | -2.4 |
| 누적이익 | | -2.2 | -4.2 | -6.0 | -7.6 | -9.1 | -10.4 | -11.5 | -12.6 | -13.8 | -15.1 | -17.2 | -19.4 | -21.7 | -24.0 | -26.3 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 Case study I – 현재 T/C 일 11,400 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 18,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -42.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | **6.6** | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 |
| 운영비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | **2.6** | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -42.0 | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | **4.0** | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 |
| 부채유입 | 33.6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 33.6 | 28.0 | 22.4 | 16.8 | 11.2 | 5.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 6.9 | 6.7 | 6.5 | 6.3 | 6.0 | 5.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -8.4 | -2.6 | -2.4 | -2.2 | -2.0 | -1.8 | -1.7 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | **4.0** | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -2.6 | -4.9 | -7.2 | -9.2 | -11.0 | -12.7 | -8.6 | -4.5 | **-0.5** | 3.4 | 6.0 | 8.5 | 11.0 | 13.4 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -2.6 | -4.9 | -7.2 | -9.2 | -11.0 | -12.7 | -8.6 | -4.5 | -0.5 | **3.4** | 6.0 | 8.5 | 11.0 | 13.4 | 15.8 |

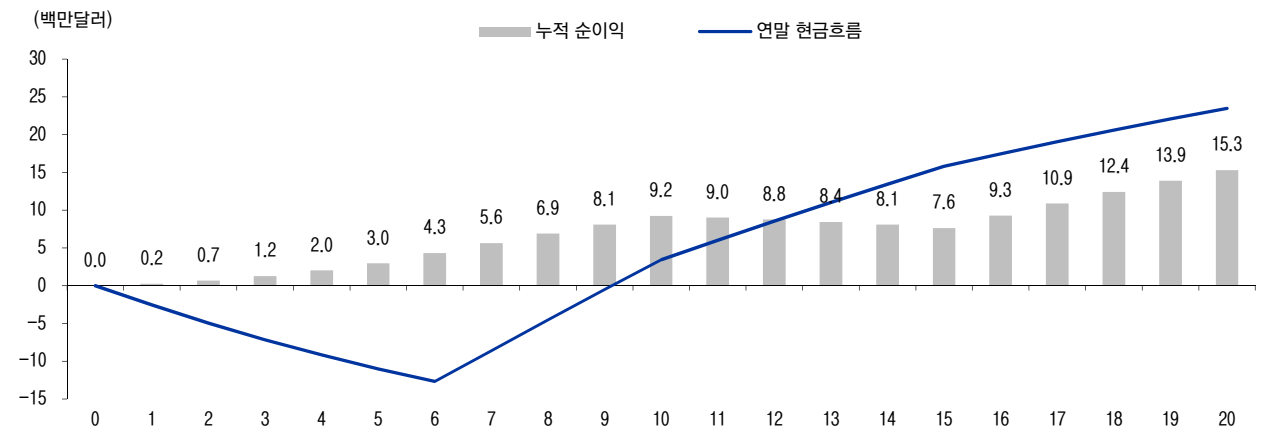
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 18,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 |
| 비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| EBITDA | | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 |
| 감가상각비(15년) | | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 이자 | | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 |
| 누적이익 | | 0.2 | 0.7 | 1.2 | 2.0 | 3.0 | 4.3 | 5.6 | 6.9 | 8.1 | 9.2 | 9.0 | 8.8 | 8.4 | 8.1 | 7.6 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 Case study II – 현재 T/C 일 18,000 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 탱커_VLCC 현 선가는 바닥으로 발주 가능

VLCC 신조선가 8,200만달러를 기준으로 선주는 발주를 위해 T/C 33,000달러 이상을 원할 것으로 추정한다. 10년까지는 Utilization 100%, 10년 이후부터는 80%를 가정했다. 만약 VLCC 탱커를 신조 발주 할 경우 Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%를 가정하면 5년 원리금 상환조건으로 누적 총자본비용은 7,478만달러다. 감가상각비 15년 기준으로 연 550만달러가 발생하게 되면 현재 기준 T/C 30,000달러에서는 발주하기 우호적인 상황이다. 그만큼 탱커 가격은 더 이상 떨어질 수 없다고 볼 수 있다.

만약 T/C가 33,000달러까지 상승하게 되면 운영하는 시점부터 순이익이 발생한다. 현금흐름 상 연말 현금잔액은 10년내로 플러스로 전환하게 되고, 선박을 15년 운영하게 된다고 가정하면 15년 누적순이익은 1,480만달러로 추정한다. 이후 중고선박으로 매각하게 되면 누적순이익은 감가상각이 모두 완료되었기 때문에 증가한다.

표15 VLCC 신조선가 8,200 만달러_ Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%

| (백만달러) | 대출잔액 | 대출상환액 | 이자 | 총자본비용 | 누적총자본비용 |
|---|---|---|---|---|---|
| 0y | 65.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 1y | 54.67 | 10.93 | 2.62 | 13.56 | 13.56 |
| 2y | 43.73 | 10.93 | 2.19 | 13.12 | 26.68 |
| 3y | 32.80 | 10.93 | 1.75 | 12.68 | 39.36 |
| 4y | 21.87 | 10.93 | 1.31 | 12.25 | 51.61 |
| 5y | 10.93 | 10.93 | 0.87 | 11.81 | 63.41 |
| 6y | 0.00 | 10.93 | 0.44 | 11.37 | 74.78 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 현재 신조선가 8,200 만달러 기준 20 년 운영할 경우 AVE. EPS Break-even T/C 는 일 27,869 달러

| (백만달러, %) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 |
| 비용 | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.4 |
| EBITDA | 7.3 | 7.2 | 7.2 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |
| 감가상각비(15년 기준) | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 |
| 이자 | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | -0.8 | -0.4 | -0.1 | 0.3 | 0.7 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 감가상각비 제외 FCF | 4.7 | 5.0 | 5.4 | 5.8 | 6.1 | 6.5 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |
| FCF | -6.3 | -5.9 | -5.5 | -5.2 | -4.8 | -4.5 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |
| EBITDA Yield | 8.9 | 8.8 | 8.7 | 8.6 | 8.5 | 8.4 | 8.3 | 8.2 | 8.1 | 8.0 |
| FCF Yield(이자만 포함) | 28.5 | 30.7 | 32.9 | 35.1 | 37.3 | 39.5 | 41.7 | 41.2 | 40.7 | 40.2 |
| FCF Yield | -38.2 | -35.9 | -33.7 | -31.5 | -29.3 | -27.1 | 41.7 | 41.2 | 40.7 | 40.2 |
| EPS Break-even TC($/d) | 32,166.2 | 31,168.0 | 30,173.9 | 29,183.8 | 28,197.8 | 27,216.2 | 26,238.8 | 26,464.0 | 26,693.8 | 26,928.1 |
| Ave. EPS Break-even TC($/d) | 27,869.5 | | | | | | | | | |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 Case study I – 현재 T/C 일 30,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -82.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 8.8 | 8.8 | 8.8 | 8.8 | 8.8 |
| 운영비용 | | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 4.7 | 4.8 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -82.0 | 7.3 | 7.2 | 7.2 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.6 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 |
| 부채유입 | 65.6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 65.6 | 54.7 | 43.7 | 32.8 | 21.9 | 10.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 13.6 | 13.1 | 12.7 | 12.2 | 11.8 | 11.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -16.4 | -6.3 | -5.9 | -5.5 | -5.2 | -4.8 | -4.5 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.6 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -6.3 | -12.2 | -17.7 | -22.8 | -27.7 | -32.1 | -25.3 | -18.5 | -11.8 | -5.3 | -0.9 | 3.3 | 7.4 | 11.5 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -6.3 | -12.2 | -17.7 | -22.8 | -27.7 | -32.1 | -25.3 | -18.5 | -11.8 | -5.3 | -0.9 | 3.3 | 7.4 | 11.5 | 15.4 |

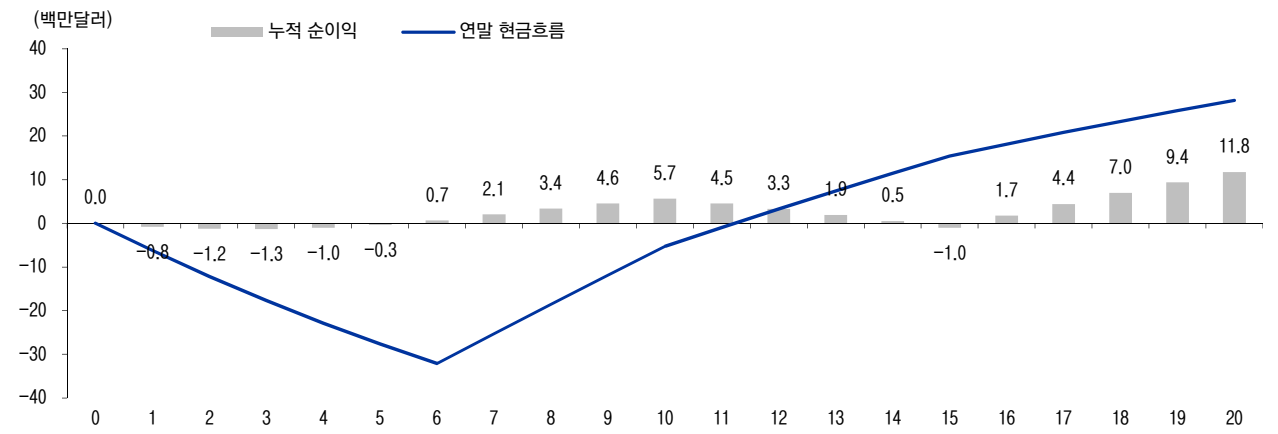
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 Case study I – 현재 T/C 일 30,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 8.8 | 8.8 | 8.8 | 8.8 | 8.8 |
| 비용 | | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 4.7 | 4.8 |
| EBITDA | | 7.3 | 7.2 | 7.2 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.6 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 |
| 감가상각비(15년) | | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 |
| 이자 | | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | -0.8 | -0.4 | -0.1 | 0.3 | 0.7 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | -1.2 | -1.2 | -1.3 | -1.4 | -1.5 |
| 누적이익 | | -0.8 | -1.2 | -1.3 | -1.0 | -0.3 | 0.7 | 2.1 | 3.4 | 4.6 | 5.7 | 4.5 | 3.3 | 1.9 | 0.5 | -1.0 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 Case study I – 현재 T/C 일 30,000 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 33,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -82.0 | | | | | | | | | | | -82.0 | | | | |
| 수입 | | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | **12.0** | | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 운영비용 | | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | **4.4** | | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -82.0 | 8.4 | 8.3 | 8.2 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.9 | 7.9 | 7.8 | **7.7** | -82.0 | 8.4 | 8.3 | 8.2 | 8.2 |
| 부채유입 | 65.6 | | | | | | | | | | | 65.6 | | | | |
| 부채잔액 | 65.6 | 54.7 | 43.7 | 32.8 | 21.9 | 10.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 65.6 | 54.7 | 43.7 | 32.8 | 21.9 |
| 이자 | | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.3 |
| 원금상환 | | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 |
| 총부채상환 | | 13.6 | 13.1 | 12.7 | 12.2 | 11.8 | 11.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | | 13.6 | 13.1 | 12.7 | 12.2 |
| 순현금흐름 | -16.4 | -5.2 | -4.8 | -4.4 | -4.1 | -3.7 | -3.4 | 7.9 | 7.9 | 7.8 | **7.7** | -16.4 | -5.2 | -4.8 | -4.4 | -4.1 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -5.2 | -10.0 | -14.4 | -18.5 | -22.2 | -25.5 | -17.6 | -9.8 | **-2.0** | | 0.0 | -5.2 | -10.0 | -14.4 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -5.2 | -10.0 | -14.4 | -18.5 | -22.2 | -25.5 | -17.6 | -9.8 | -2.0 | **5.7** | 0.0 | -5.2 | -10.0 | -14.4 | -18.5 |

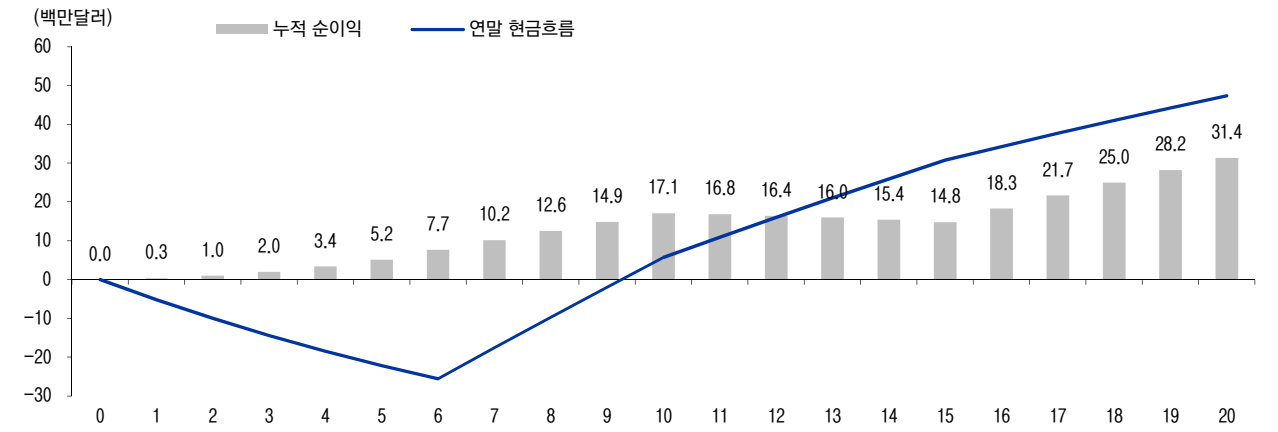
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 33,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 |
| 비용 | | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 4.7 | 4.8 |
| EBITDA | | 8.4 | 8.3 | 8.2 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.9 | 7.9 | 7.8 | 7.7 | 5.2 | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 4.8 |
| 감가상각비(15년) | | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 |
| 이자 | | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | 0.3 | 0.7 | 1.0 | 1.4 | 1.8 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.6 |
| 누적이익 | | 0.3 | 1.0 | 2.0 | 3.4 | 5.2 | 7.7 | 10.2 | 12.6 | 14.9 | 17.1 | 16.8 | 16.4 | 16.0 | 15.4 | 14.8 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 Case study II – 현재 T/C 일 33,000 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 탱커_ MR PC 현 선가에서 T/C 소폭 상승 필요

MR PC선 신조선가 3,500만달러를 기준으로 선주는 발주를 위해 T/C 16,000달러 이상을 원할 것으로 추정한다. 10년까지는 Utilization 100%, 10년 이후부터는 80%를 가정했다. 만약 MR 탱커를 신조 발주 할 경우 Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%를 가정하면 5년 원리금 상환조건으로 누적 총자본비용은 3,192만달러다. 감가상각비 15년 기준으로 연 220만달러가 발생하게 되면 현재 기준 T/C 14,000달러에서는 발주하기 중립적인 상황이다. 그러나 T/C가 소폭 상승한다고 가정하면 발주할 수 있다.

만약 T/C가 16,000달러까지 상승하게 되면 운영하는 시점부터 순이익이 발생한다. 현금흐름 상 연말 현금잔액은 10년내로 플러스로 전환하게 되고, 선박을 15년 운영하게 된다고 가정하면 15년 누적순이익은 520만달러로 추정한다. 이후 중고선박으로 매각하게 되면 누적순이익은 감가상각이 모두 완료되었기 때문에 증가한다.

표21 MR PC 선 신조선가 3,500 만달러_ Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%

| (백만달러) | 대출잔액 | 대출상환액 | 이자 | 총자본비용 | 누적총자본비용 |
|---|---|---|---|---|---|
| 0y | 28.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 1y | 23.33 | 4.67 | 1.12 | 5.79 | 5.79 |
| 2y | 18.67 | 4.67 | 0.93 | 5.60 | 11.39 |
| 3y | 14.00 | 4.67 | 0.75 | 5.41 | 16.80 |
| 4y | 9.33 | 4.67 | 0.56 | 5.23 | 22.03 |
| 5y | 4.67 | 4.67 | 0.37 | 5.04 | 27.07 |
| 6y | 0.00 | 4.67 | 0.19 | 4.85 | 31.92 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 현재 신조선가 3,500 만달러 기준 20 년 운영할 경우 AVE. EPS Break-even T/C 는 일 14,396 달러

| (백만달러, %) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 비용 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 |
| EBITDA | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| 감가상각비(15년 기준) | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 이자 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | -0.5 | -0.4 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 감가상각비 제외 FCF | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| FCF | -2.9 | -2.7 | -2.6 | -2.4 | -2.3 | -2.2 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| EBITDA Yield | 8.3 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.8 | 7.7 | 7.6 | 7.4 | 7.3 | 7.1 |
| FCF Yield(이자만 포함) | 25.7 | 27.8 | 29.8 | 31.8 | 33.8 | 35.8 | 37.8 | 37.1 | 36.3 | 35.6 |
| FCF Yield | -41.0 | -38.9 | -36.9 | -34.9 | -32.9 | -30.9 | 37.8 | 37.1 | 36.3 | 35.6 |
| **EPS Break-even TC($/d)** | **15,461.2** | **15,069.8** | **14,680.8** | **14,294.2** | **13,910.1** | **13,528.6** | **13,149.7** | **13,284.8** | **13,422.7** | **13,563.2** |
| **Ave. EPS Break-even TC($/d)** | **14,396.5** | | | | | | | | | |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 Case study I – 현재 T/C 일 14,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -35.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 운영비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -35.0 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 부채유입 | 28.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 28.0 | 23.3 | 18.7 | 14.0 | 9.3 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 5.8 | 5.6 | 5.4 | 5.2 | 5.0 | 4.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -7.0 | -2.9 | -2.7 | -2.6 | -2.4 | -2.3 | -2.2 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -2.9 | -5.6 | -8.2 | -10.6 | -12.9 | -15.1 | -12.4 | -9.8 | -7.3 | -4.8 | -3.4 | -2.0 | -0.7 | 0.5 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -2.9 | -5.6 | -8.2 | -10.6 | -12.9 | -15.1 | -12.4 | -9.8 | -7.3 | -4.8 | -3.4 | -2.0 | -0.7 | 0.5 | 1.7 |

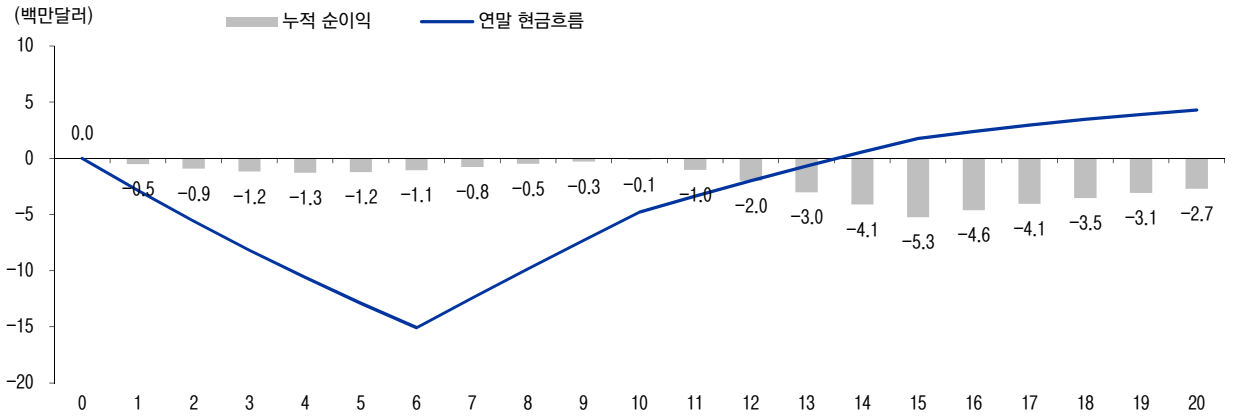
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 Case study I – 현재 T/C 일 14,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| EBITDA | | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 감가상각비(15년) | | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 이자 | | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | -0.5 | -0.4 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | -0.9 | -1.0 | -1.0 | -1.1 | -1.1 |
| 누적이익 | | -0.5 | -0.9 | -1.2 | -1.3 | -1.2 | -1.1 | -0.8 | -0.5 | -0.3 | -0.1 | -1.0 | -2.0 | -3.0 | -4.1 | -5.3 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 Case study I – 현재 T/C 일 14,000 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 16,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -35.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | **5.8** | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 운영비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | **2.6** | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -35.0 | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | **3.2** | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 |
| 부채유입 | 28.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 28.0 | 23.3 | 18.7 | 14.0 | 9.3 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 5.8 | 5.6 | 5.4 | 5.2 | 5.0 | 4.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -7.0 | -2.1 | -2.0 | -1.9 | -1.7 | -1.6 | -1.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | **3.2** | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -2.1 | -4.1 | -6.0 | -7.7 | -9.3 | -10.7 | -7.3 | -4.0 | **-0.7** | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 8.3 | 10.2 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -2.1 | -4.1 | -6.0 | -7.7 | -9.3 | -10.7 | -7.3 | -4.0 | -0.7 | **2.5** | 4.5 | 6.5 | 8.3 | 10.2 | 12.0 |

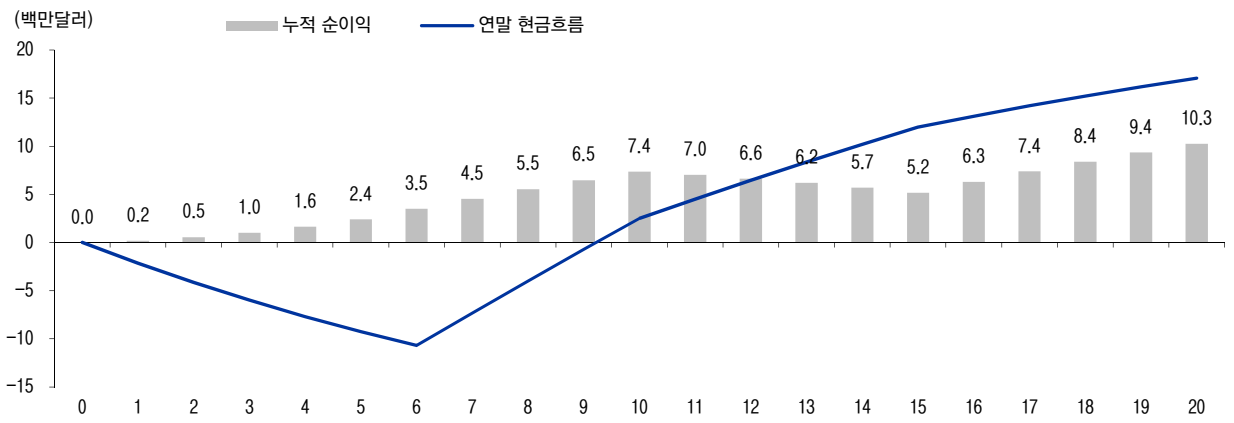
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 16,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 비용 | | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| EBITDA | | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 |
| 감가상각비(15년) | | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 이자 | | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.5 | -0.6 |
| 누적이익 | | 0.2 | 0.5 | 1.0 | 1.6 | 2.4 | 3.5 | 4.5 | 5.5 | 6.5 | 7.4 | 7.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | 5.2 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 Case study II – 현재 T/C 일 16,000 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 컨테이너선_ 13,000TEU 현 선가에서 T/C $38,000/d 이상까지 상승 필요

13,000TEU 컨테이너선 신조선가 1.09억달러를 기준으로 선주는 발주를 위해 T/C 38,000달러 이상을 원할 것으로 추정한다. 10년까지는 Utilization 100%, 10년 이후부터는 80%를 가정했다. 만약 MR 탱커를 신조 발주 할 경우 Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%를 가정하면 5년 원리금 상환조건으로 누적 총자본비용은 9,941만달러다. 감가상각비 15년 기준으로 연 730만달러가 발생하게 되면 현재 기준 T/C 28,000달러에서는 발주하기 어렵다.

만약 T/C가 38,000달러까지 상승하게 되면 운영하는 시점부터 순이익이 발생한다. 현금흐름 상 연말 현금잔액은 10년내로 플러스로 전환하게 되고, 선박을 15년 운영하게 된다고 가정하면 15년 누적순이익은 1,670만달러로 추정한다. 이후 중고선박으로 매각하게 되면 누적순이익은 감가상각이 모두 완료되었기 때문에 증가한다.

표27 13,000TEU 신조선가 1.09 억달러_ Ship Finance 80%, Equity 20%, rate 4%

| (백만달러) | 대출잔액 | 대출상환액 | 이자 | 총자본비용 | 누적총자본비용 |
|---|---|---|---|---|---|
| 0y | 87.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 1y | 72.67 | 14.53 | 3.49 | 18.02 | 18.02 |
| 2y | 58.13 | 14.53 | 2.91 | 17.44 | 35.46 |
| 3y | 43.60 | 14.53 | 2.33 | 16.86 | 52.32 |
| 4y | 29.07 | 14.53 | 1.74 | 16.28 | 68.60 |
| 5y | 14.53 | 14.53 | 1.16 | 15.70 | 84.29 |
| 6y | 0.00 | 14.53 | 0.58 | 15.11 | 99.41 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표28 현재 신조선가 1.09 억달러 기준 20 년 운영할 경우 AVE. EPS Break-even T/C 는 일 30,846 달러

| (백만달러, %) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 |
| 비용 | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | 3.9 |
| EBITDA | 6.9 | 6.9 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 |
| 감가상각비(15년 기준) | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 이자 | 3.5 | 2.9 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | -3.8 | -3.3 | -2.8 | -2.3 | -1.8 | -1.3 | -0.7 | -0.8 | -0.9 | -1.0 |
| 감가상각비 제외 FCF | 3.4 | 4.0 | 4.5 | 5.0 | 5.5 | 6.0 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 |
| FCF | -11.1 | -10.6 | -10.1 | -9.5 | -9.0 | -8.5 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 |
| EBITDA Yield | 6.4 | 6.3 | 6.2 | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 6.0 | 5.9 | 5.8 | 5.8 |
| FCF Yield(이자만 포함) | 15.8 | 18.2 | 20.5 | 22.9 | 25.2 | 27.6 | 29.9 | 29.6 | 29.2 | 28.9 |
| FCF Yield | -50.9 | -48.5 | -46.1 | -43.8 | -41.4 | -39.1 | 29.9 | 29.6 | 29.2 | 28.9 |
| EPS Break-even TC($/d) | 38,464.8 | 37,052.1 | 35,643.1 | 34,237.6 | 32,836.0 | 31,438.1 | 30,044.1 | 30,246.8 | 30,453.6 | 30,664.5 |
| Ave. EPS Break-even TC($/d) | 30,846.4 | | | | | | | | | |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 Case study I – 현재 T/C 일 28,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -109.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 |
| 운영비용 | | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -109.0 | 6.9 | 6.9 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.8 |
| 부채유입 | 87.2 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 87.2 | 72.7 | 58.1 | 43.6 | 29.1 | 14.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 3.5 | 2.9 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 18.0 | 17.4 | 16.9 | 16.3 | 15.7 | 15.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -21.8 | -11.1 | -10.6 | -10.1 | -9.5 | -9.0 | -8.5 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.8 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -11.1 | -21.7 | -31.7 | -41.3 | -50.3 | -58.8 | -52.3 | -45.8 | -39.5 | -33.2 | -29.0 | -24.9 | -20.9 | -17.0 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -11.1 | -21.7 | -31.7 | -41.3 | -50.3 | -58.8 | -52.3 | -45.8 | -39.5 | -33.2 | -29.0 | -24.9 | -20.9 | -17.0 | -13.1 |

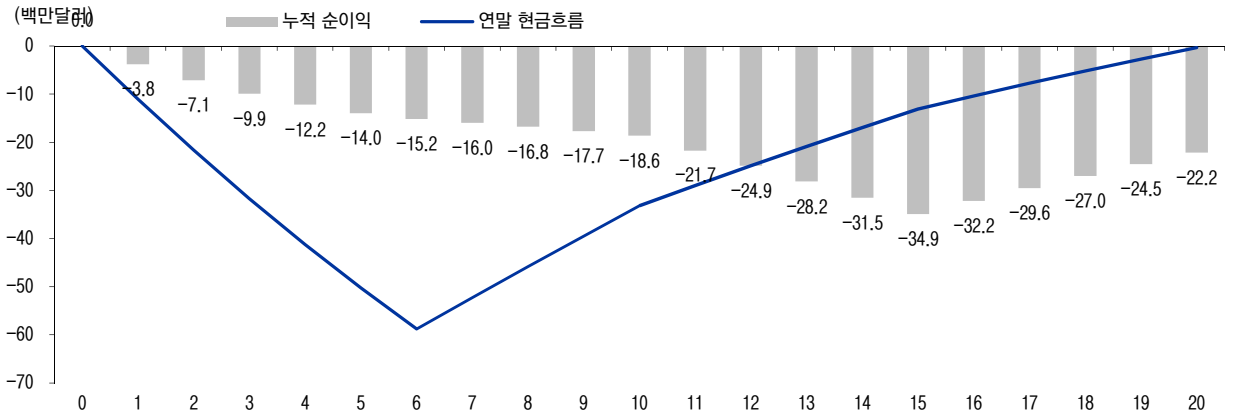
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 Case study I – 현재 T/C 일 28,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 |
| 비용 | | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| EBITDA | | 6.9 | 6.9 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.8 |
| 감가상각비(15년) | | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 이자 | | 3.5 | 2.9 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | -3.8 | -3.3 | -2.8 | -2.3 | -1.8 | -1.3 | -0.7 | -0.8 | -0.9 | -1.0 | -3.1 | -3.2 | -3.3 | -3.3 | -3.4 |
| 누적이익 | | -3.8 | -7.1 | -9.9 | -12.2 | -14.0 | -15.2 | -16.0 | -16.8 | -17.7 | -18.6 | -21.7 | -24.9 | -28.2 | -31.5 | -34.9 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 Case study I – 현재 T/C 일 28,000 달러 기준(20 년 운영)




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 38,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 선박 매입 가격 | -109.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 수입 | | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | **13.9** | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 |
| 운영비용 | | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | **3.9** | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| 선박 매각가격 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 운영현금흐름 | -109.0 | 10.6 | 10.5 | 10.5 | 10.4 | 10.3 | 10.2 | 10.2 | 10.1 | 10.0 | **9.9** | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 |
| 부채유입 | 87.2 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 부채잔액 | 87.2 | 72.7 | 58.1 | 43.6 | 29.1 | 14.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자 | | 3.5 | 2.9 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 원금상환 | | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총부채상환 | | 18.0 | 17.4 | 16.9 | 16.3 | 15.7 | 15.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | **0.0** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -21.8 | -7.4 | -6.9 | -6.4 | -5.9 | -5.4 | -4.9 | 10.2 | 10.1 | 10.0 | **9.9** | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 |
| 연초 현금잔액 | | 0.0 | -7.4 | -14.4 | -20.8 | -26.7 | -32.0 | -36.9 | -26.7 | -16.6 | **-6.6** | 3.3 | 10.4 | 17.4 | 24.4 | 31.2 |
| 연말 현금잔액 | 0.0 | -7.4 | -14.4 | -20.8 | -26.7 | -32.0 | -36.9 | -26.7 | -16.6 | -6.6 | **3.3** | 10.4 | 17.4 | 24.4 | 31.2 | 38.0 |

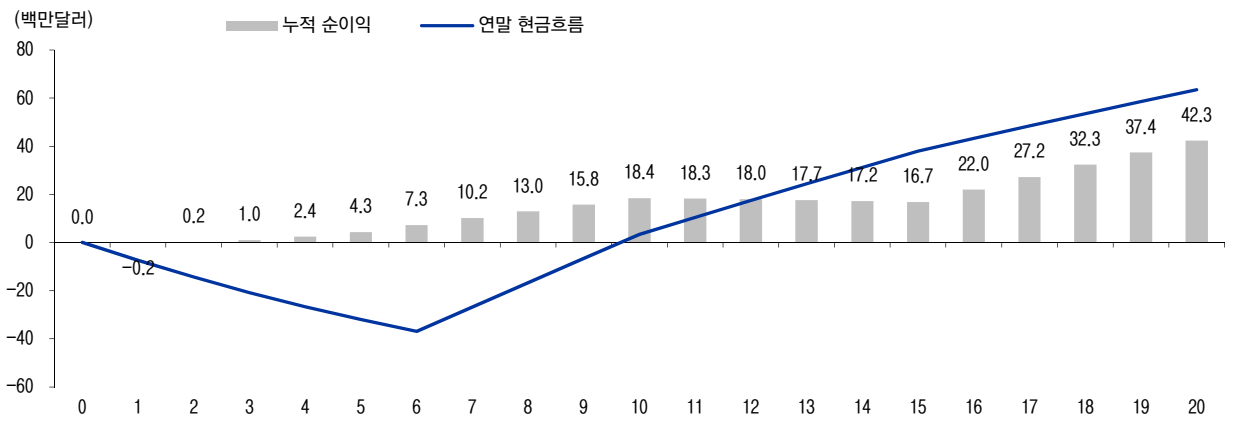
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 Case study II – 10 년 내 현금 플러스 전환 T/C 일 38,000 달러 기준

| (백만달러) | 0y | 1y | 2y | 3y | 4y | 5y | 6y | 7y | 8y | 9y | 10y | 11y | 12y | 13y | 14y | 15y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 |
| 비용 | | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| EBITDA | | 10.6 | 10.5 | 10.5 | 10.4 | 10.3 | 10.2 | 10.2 | 10.1 | 10.0 | 9.9 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 |
| 감가상각비(15년) | | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 이자 | | 3.5 | 2.9 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순이익 | | -0.2 | 0.3 | 0.9 | 1.4 | 1.9 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.5 |
| 누적이익 | | -0.2 | 0.2 | 1.0 | 2.4 | 4.3 | 7.3 | 10.2 | 13.0 | 15.8 | 18.4 | 18.3 | 18.0 | 17.7 | 17.2 | 16.7 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 Case study II – 현재 T/C 일 38,000 달러 기준(20 년 운영)



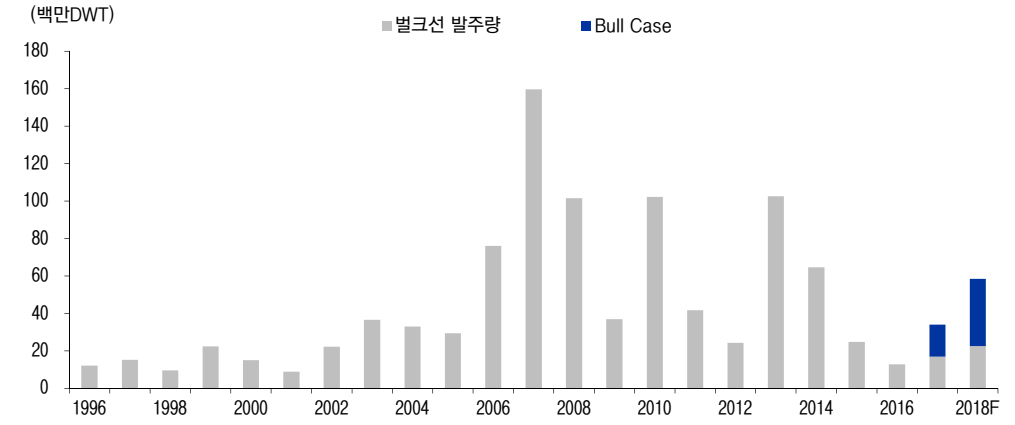

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# 앞으로 2년을 내다보다

## 벌크선 분석_ 수급 밸런스 개선으로 발주 증가 기대

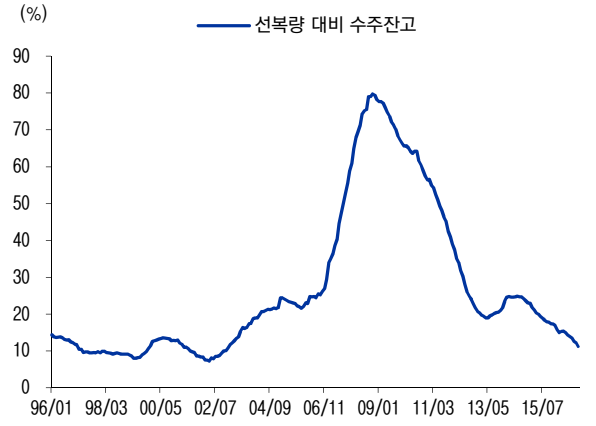
선복량 대비 수주잔고는 11.2%까지 하락했다. 이는 2003년 1월 이후 최저 수치다. 최고 수치는 2008년 10월 기록한 79.8%다. 벌크선 인도량은 2018년 1,300만DWT를 하회하며 평년치 이하 수준으로 감소할 것으로 예상한다. 벌크선 수급밸런스는 2017년 수요 증가율 2.1%, 2018년 수요 증가율 3.5%를 예상하면 2017년 0.5%, 2018년 3.8%로 개선될 전망이다. 벌크선 30대 선사의 LTV 한도 30%~50%를 적용하면 발주 여력은 3,400만~6,530만DWT다. 50대 선사의 LTV 한도 30%~50%를 적용하면 발주 여력은 4,810만~9,250만DWT다. 2017년 발주량은 최소 1,700만DWT, Bull case 3,400만DWT를 예상한다. 2018년 발주량은 최소 2,200만DWT, Bull case 5,800만DWT를 예상한다.

그림26 벌크선 발주량 추이 및 전망



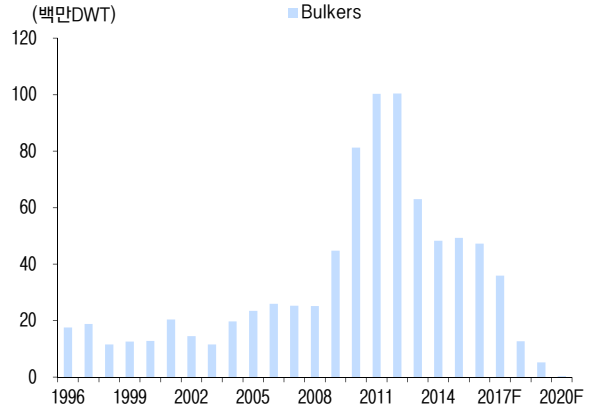

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 벌크선 선복량 대비 수주잔고



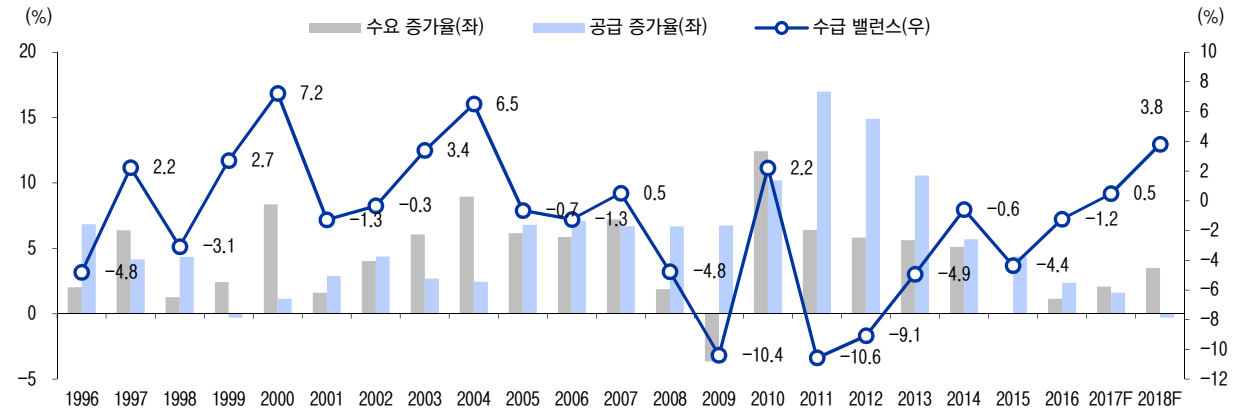

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 벌크선 인도량 추이 및 전망



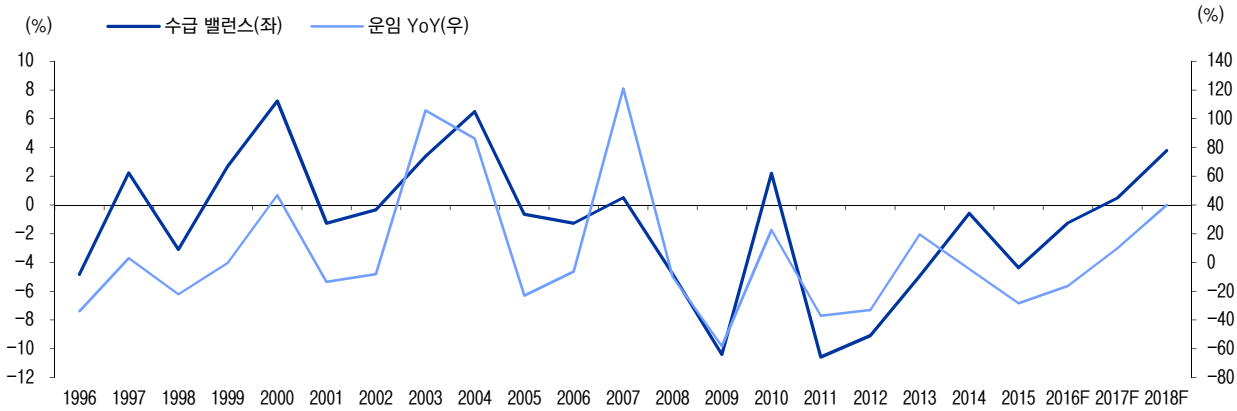

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 2017 년부터 공급 증가율 제한적일 것으로 추정



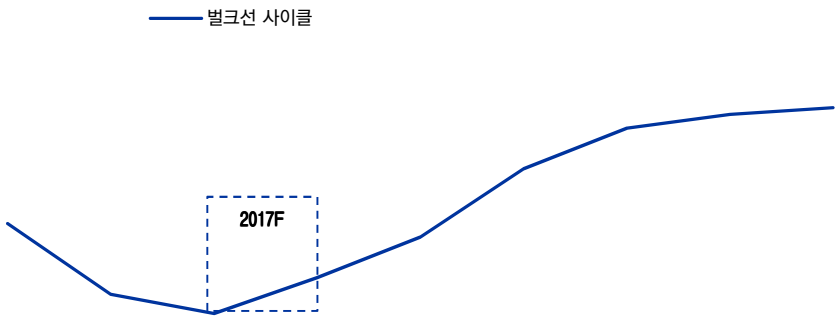

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 2017 년 수급밸런스 0.5%로 개선되면서 운임 상승할 것으로 전망. 본격 상승은 2018 년




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 벌크선 사이클 - 2017 년 바닥에서 벗어나 우상향 기대



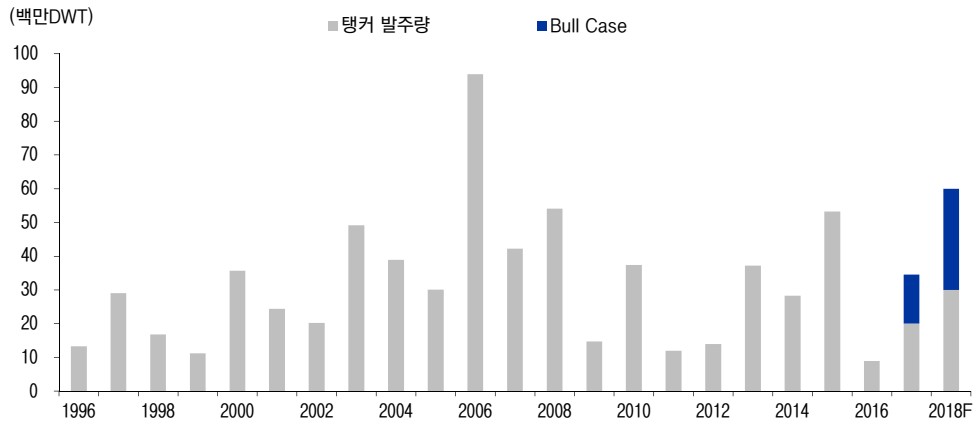

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

## 탱커 분석_ 2017년 수급 밸런스 악화되나 2018년 개선 예상

2016년 탱커 발주량은 1,000만DWT다. 1996년 이래 최저 발주량이다. 선복량 대비 수주잔고는 13.8%까지 하락했다. 이는 2000년 초반 수준이다. 최고 수치는 2008년 9월 기록한 48.5%다. 탱커 인도량은 2018년 2,000만DWT 이하(미인도량 감안)로 감소하며 평년치 이하 수준으로 감소할 것으로 예상한다.

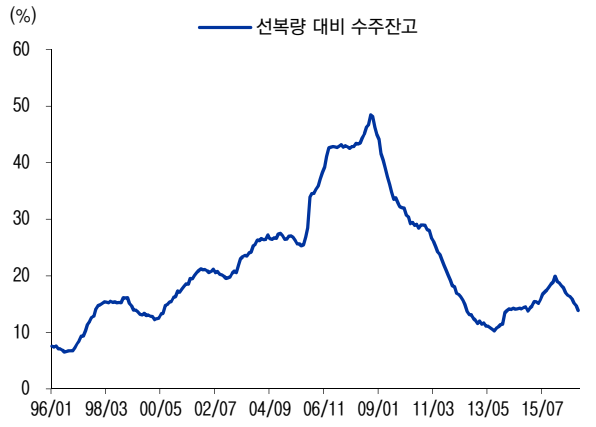
탱커 수급밸런스는 2017년 수요 증가율 1.6%, 2018년 수요 증가율 3.5%를 예상하면 2017년 -4.2%, 2018년 2.3%로 개선될 전망이다. 탱커 30대 선사의 LTV 한도 30%~50%를 적용하면 발주 여력은 2,860만~5,960만DWT다. 50대 선사의 LTV 한도 30%~50%를 적용하면 발주 여력은 3,610만~7,590만DWT다. 2017년 발주량은 최소 2,000만DWT, Bull case 3,500만DWT를 예상한다. 2018년 발주량은 최소 3,000만DWT, Bull case 6,000만DWT를 예상한다.

그림32 탱커 발주량 추이 및 전망



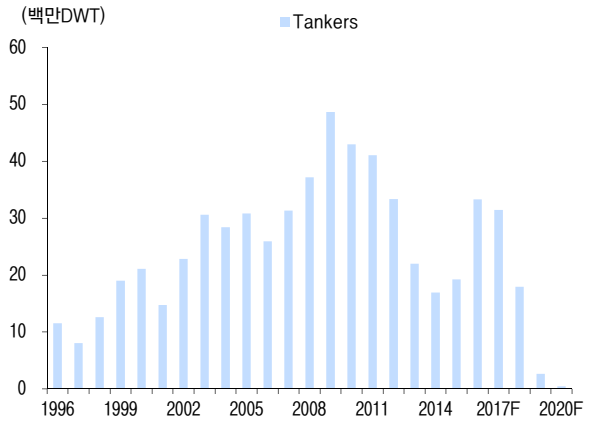

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 탱커 선복량 대비 수주잔고



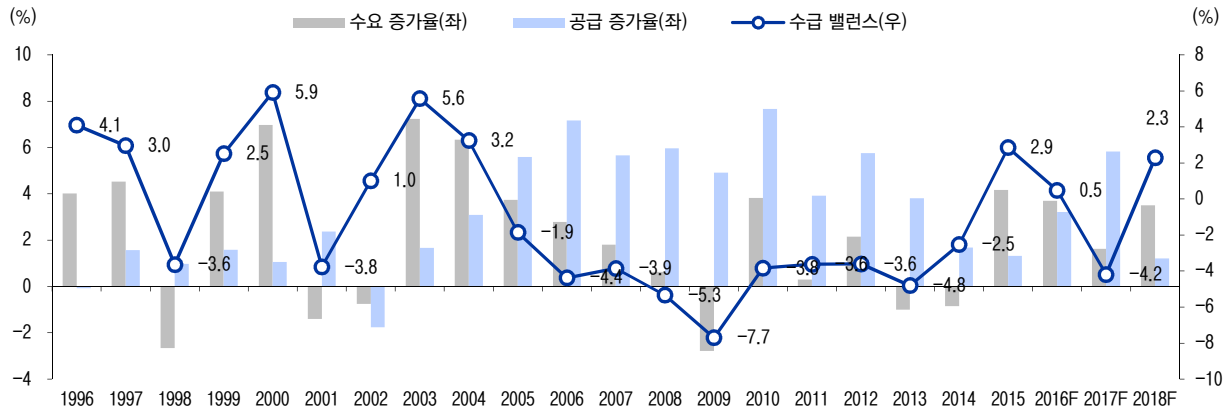

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 탱커 인도량 추이 및 전망



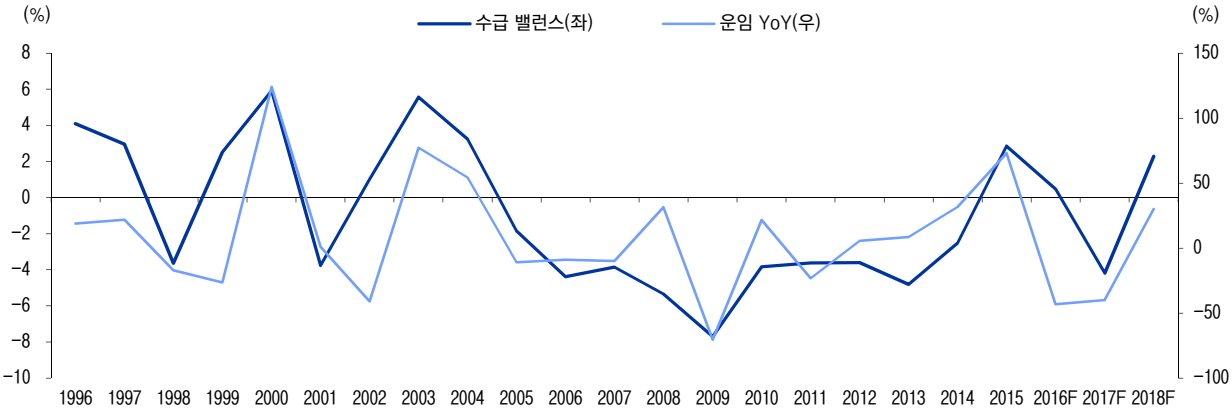

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 2018 년부터 공급 증가율 제한적일 것으로 추정



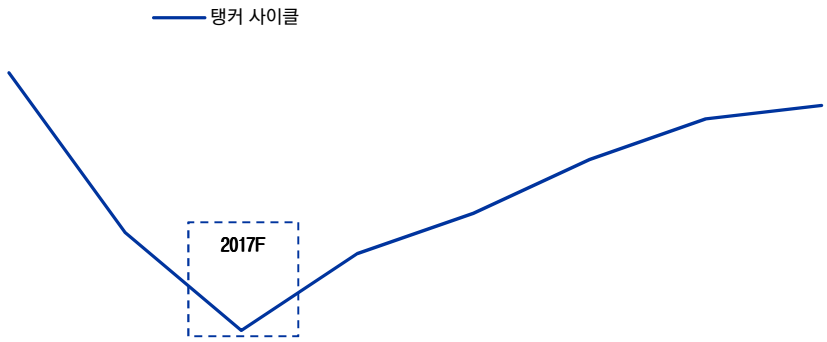

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 2017 년 수급밸런스 악화될 것으로 추정. 본격 개선은 인도량 감소하고 해체량 증가하는 2018 년




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 탱커 사이클 - 2017 년 수요 대비 공급 증가가 클 것으로 예상



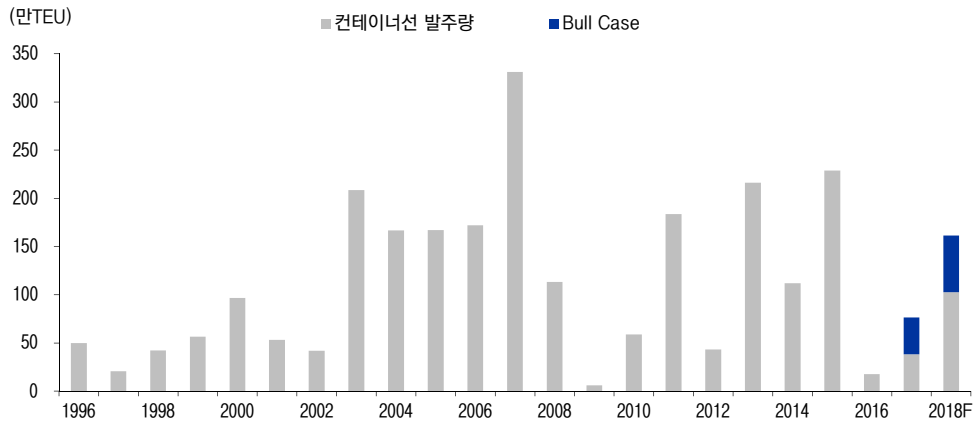

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

## 컨테이너 분석_ 2017년 발주량 Average 50만TEU 기대

2016년 YTD 컨테이너선 발주량은 20만TEU(247만DWT)다. 1996년 이래 최저 발주량은 2009년 6만TEU다. 2009년을 제외하면 최저 수치다. 선복량 대비 수주잔고는 16.1%까지 하락했다. 이는 1999년 수준이다. 최고 수치는 2007년 12월 기록한 61.0%다. 컨테이너선 인도량은 2018년 1,200만DWT 이하(미인도량 감안)를 예상한다.

컨테이너선 수급밸런스는 2017년 수요 증가율 3.0%, 2018년 수요 증가율 4.0%를 예상하면 2017년 2.0%, 2018년 2.8%로 개선될 전망이다. 컨테이너선 30대 선사의 LTV 한도 15%~30%를 적용하면 발주 여력은 900만~2,5400만DWT다. 50대 선사의 LTV 한도 30%~50%를 적용하면 발주 여력은 1,210만~3,170만DWT다. 2017년 발주량은 최소 38만TEU, Bull case 76만TEU를 예상한다. 2018년 발주량은 100만TEU를 넘어설 것으로 추정한다.

그림38 컨테이너선 발주량 추이 및 전망

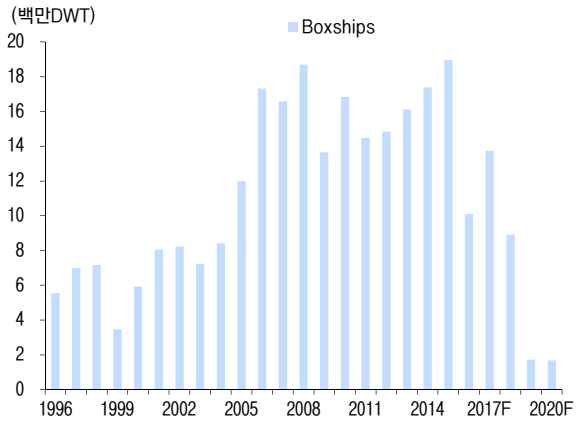



자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 컨테이너 선복량 대비 수주잔고

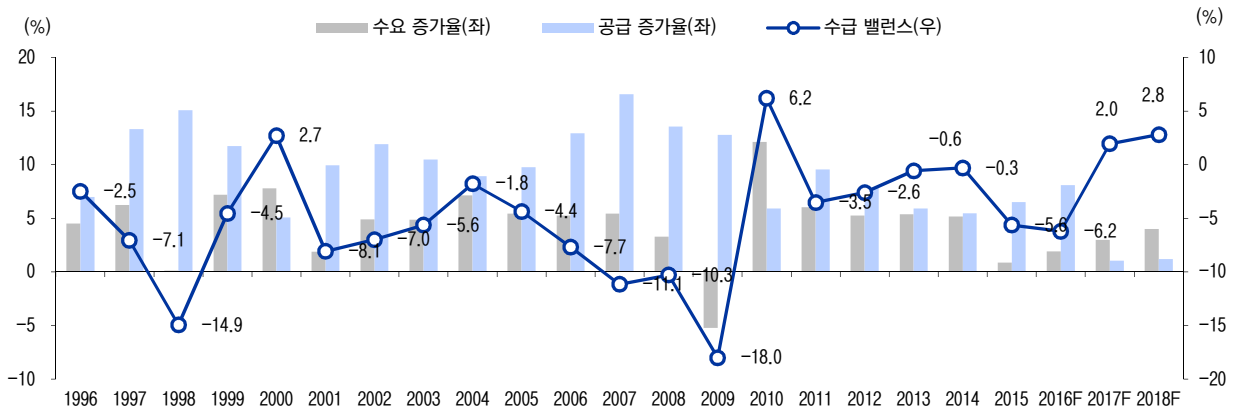
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 컨테이너 인도량 추이 및 전망



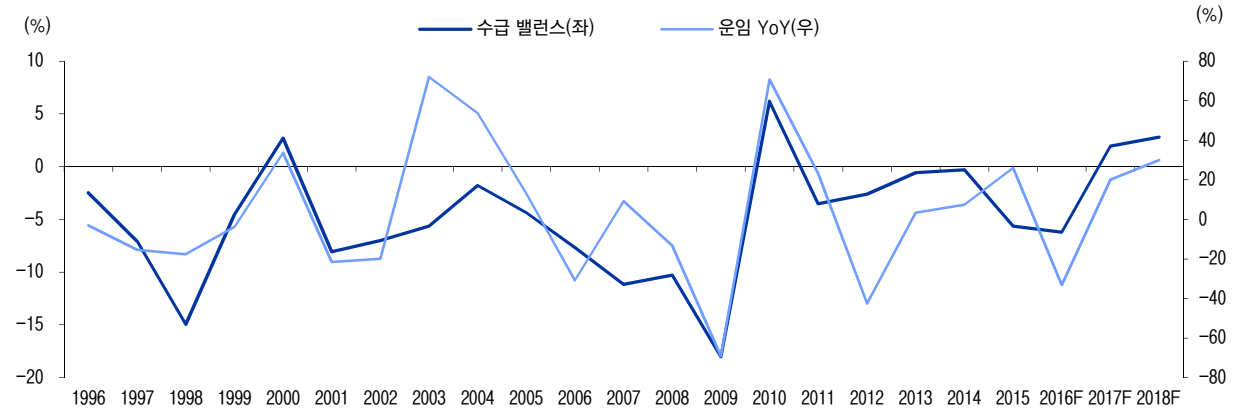

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 2018 년부터 공급 증가율 제한적일 것으로 추정



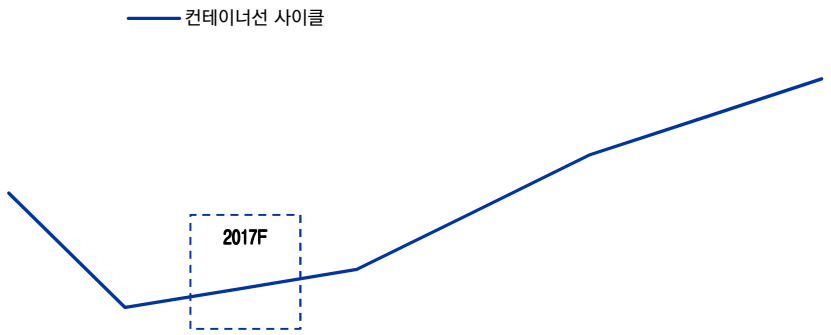

자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 2017 년부터 수급 개선될 전망으로 변곡점에서 벗어날 것




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 컨테이너선 사이클 - 2017 년 변곡점에서 벗어날 전망




자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

# Part IV



# 현대중공업 지주회사 분석

## 적절한 배치, 적절한 구성으로 가치는 증대될 전망

현대중공업의 현재 시가총액은 11조원 수준이다. 인적분할의 방식이기 때문에 주주는 분할 이후 5월 10일 재상장하게 되면 현대로보틱스, 현대건설기계, 현대중공업, 현대일렉트릭 4개 회사의 지분을 모두 보유하게 된다.

보수적인 수준에서 SOTP Valuation으로 분할 이전 현대중공업의 가치는 15.4조원(주가 20만원 수준)을 산출할 수 있다.

그러나 분할 만으로 가치는 최대 20조원에 육박할 수 있다. 현대로보틱스 가치는 8조원이다. NAV에 20% 할인 적용해도 가치는 6.4조원이다. 현대건설기계는 PBR 1.0배를 적용하여 7,150억원을 산출했다. 현대일렉트릭은 PBR 1.0배를 적용하여 7,400억원을 산출했다. 만약 건설기계와 일렉트릭에 PBR 0.6배를 적용하면 가치는 0.6조원 감소한다. 현대중공업 가치는 EV/EBITDA 8배를 적용하면 10조원이다. 현대로보틱스, 현대건설기계, 현대일렉트릭, 현대중공업 모두 할인하게 되어도 가치는 15.4조원을 산출할 수 있다.

# 지주회사 체제로 전환

## 적절한 배치, 적절한 구성_ 현대중공업 인적분할

기존 현대중공업을 (1) 조선/해양/엔진, (2) 전기전자, (3)건설장비, (4) 로봇/정유 등 크게 4개(그린에너지, 서비스 포함 6개)의 회사로 분리하는 사업분사 안건을 의결했다. 예정 분할일은 4월 1일이다. 매매거래 정지기간은 3월 30일부터 5월 9일까지며 신주 상장예정일은 5월 10일이다.

조선/해양/엔진, 전기전자, 건설장비, 로봇/정유는 인적분할의 방식, 그린에너지, 서비스는 현물출자 방식으로 독립해 자회사가 된다. 조선/해양/엔진은 부채비율을 100% 미만으로 낮추는 등 재무구조가 개선되어 명실상부 Top1 회사로 거듭난다. 나머지 전기전자, 건설장비, 로봇/정유도 분할하게 되면 Peer 만큼 적정 Valuation을 부여받을 것으로 예상한다.

현대중공업은 지주회사 체제로 전환할 전망이다. 보통 지주회사 전환은 주요사업부문에 대한 인적분할 작업부터 시작된다. 분할되는 로봇/정유 부문이 자사주를 보유하여 컨트롤타워의 역할을 수행할 전망이다. 인적분할을 완료한 후 상장 자회사 지분율 20% 이상 보유 요건을 충족시키기 위해 공개매수를 할 것이다. 이 과정에서 오너는 지분 충족을 위해 현물출자를 하고 과세 이연 등의 혜택을 볼 수 있다. 지주회사 전환 후 로열티 매출이 추가로 발생 가능하다. 일반지주회사로 전환하게 되면 중간지주회사법안이 통과되지 않는 한 현대미포조선이 보유하고 있는 하이증권을 매각해야 한다. 그리고 지배구조의 변화로 인해 미포가 보유하고 있는 현대중공업 지분(순환출자)도 매각해야 한다. 그리고 손자회사 지분 충족을 피하기 위해 현대중공업, 삼호중공업 합병이 가능하다.

표34 공시 내용

| | 내용 |
|---|---|
| 분할내용 | 4개의 사업부로 분사 |
| 분할기일 | 2017년 04월 01일 |
| 매매거래 정지 예정기간 | 2017년 3월 30일 ~ 2017년 5월 9일 |
| 신주 상장예정일 | 2017년 05월 10일 |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 분할 후 재무내용(현대오일뱅크 미포함)

| (십억원, 주, %) | 주식수 | 자산 | 부채 | 자본 | 분할비율 |
|---|---|---|---|---|---|
| 현대중공업(존속) | 56,665,426 | 22,096 | 10,798 | 11,299 | 0.7455 |
| 현대일렉트릭앤에너지 | 3,710,107 | 1,997 | 1,257 | 740 | 0.0488 |
| 현대건설기계 | 3,584,046 | 1,595 | 880 | 715 | 0.0471 |
| 현대로보틱스 | 12,040,421 | 4,388 | 2,140 | 2,248 | 0.1584 |
| 총계 | 76,000,000 | 29,242 | 15,055 | 14,186 | 1.00 |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

## 가치 증대의 Magic_ 분할 이후 Valuation

현대중공업의 현재 시가총액은 11조원 수준이다. 인적분할의 방식이기 때문에 주주는 분할 이후 5월 10일 재상장하게 되면 현대로보틱스, 현대건설기계, 현대중공업, 현대일렉트릭앤에너지 4개 회사 지분을 모두 보유하게 된다.

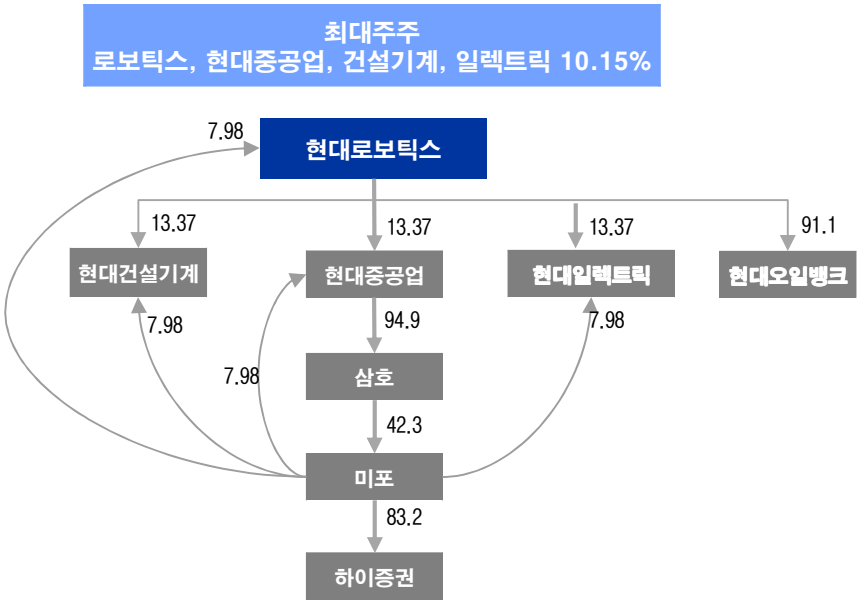
<표 36>를 참조하게 되면 보수적인 수준에서 SOTP Valuation으로 분할 이전 현대중공업의 가치는 15.4조원(주가 20만원 수준)을 산출할 수 있다. 업사이드는 38% 수준이다. 분할 이후 Valuation은 각각의 회사 가치에 따라 산출될 것이다.

현대로보틱스는 NAV Valuation을 이용했다. <표 44, 45>을 참조하자. 가치는 8조원이다. NAV에 20% 할인 적용해도 가치는 6.4조원이다. 현대건설기계는 PBR 1.0배를 적용하여 7,150억원을 산출했다. 현대일렉트릭은 PBR 1.0배를 적용하여 7,400억원을 산출했다. 만약 건설기계와 일렉트릭에 PBR 0.6배를 적용하면 가치는 0.6조원 감소한다.

현대중공업은 EV/EBITDA 8.0배를 적용하여 10.5조원을 산출했다. 현대중공업은 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대중공업 엔진사업부, 현대중공업 해양+플랜트사업부, 기타 회사를 모두 보유한다. 분할 이후 부채비율은 100%를 하회하는 우수한 재무구조를 가진 전세계 1위 사업자다. 현재 삼성중공업 시가총액 4.2조원을 감안하면 10조원의 가치는 적정한 수준으로 평가할 수 있다.

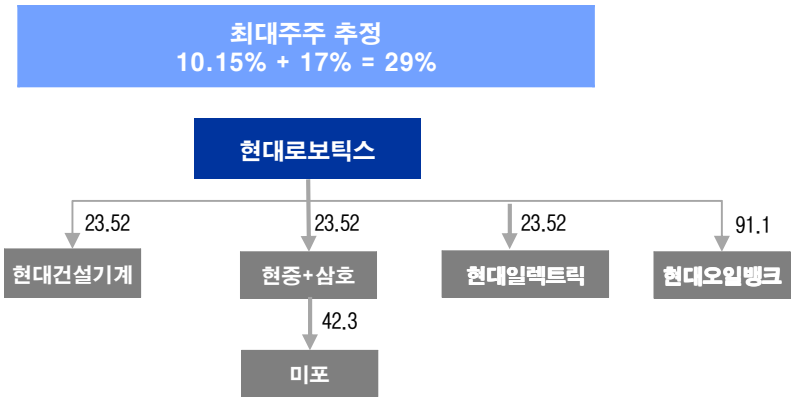
4개 회사의 가치는 20조원에 육박한다. 현대로보틱스 가치를 20% 할인해도 산출 가능한 가치는 18조원이다. 여기서 현대중공업 가치를 20% 추가 할인해도 16조원이다. 적절한 배치와 구성으로 분할하게 되어 현대중공업 가치는 증대될 전망이다.

**그림44 분할 후 주요 지배구조**




자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 지주회사 전환 후 지배구조 추정




자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표36 보수적으로 적용한 현재 기준에서 SOTP Valuation 멀티플 적용

| (십억원) | 16F EBITDA 추정 | EV/EBITDA | EV | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| 조선+해양플랜트+엔진 | 1,317.3 | 8.0 | 10,538.4 | 전세계 1위 사업자, 삼성중공업 시총 4조원 |
| 전기전자 | 216.9 | 1.0 | 740.0 | LS, 효성 등 EV/EBITDA 8~10배, PBR 1.0배 적용 |
| 건설장비 | 118.1 | 1.0 | 715.0 | 두산인프라코어 EV/EBITDA 10배, PBR 1.0배 적용 |
| 로봇+정유+서비스 | 1,237.0 | 6.0 | 7,422.0 | 동종업계 EV/EBITDA 5~9배, EV/EBITDA 6배 적용 |
| 영업가치(A) | | | 19,415.4 | |
| 순차입금(B) | | | 5,335.8 | |
| 투자자산가치(C) | | | 1,323.0 | 장부가 |
| Equity Value(A-B+C) | | | 15,402.6 | |
| Fair Price - SOTP(원) | | | 202,666.4 | 7,600만주 적용 |

주1) 현대로보틱스 가치는 현대오일뱅크 가치만 추정, 지주회사 가치 감안 안함. 현대오일뱅크 시장 평가는 5~7조원
주2) 조선+해양플랜트+엔진 사업부에서 조선은 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 합산
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표37 현대오일뱅크 Peer-Valuation

| (십억원) | 현재 시가총액 | 2016 영업이익 | 2015년 순이익 | 3Q16 자본 |
|---|---|---|---|---|
| 현대오일뱅크 | 7,422 | 967 | 438 | 4,257 |
| S-Oil | 9,457 | 1,262 | 631 | 6,228 |

표38 현대일렉트릭 Peer-Valuation

| (십억원) | 시가총액 | 2016 영업이익 | 2016년 매출액 | 자본 |
|---|---|---|---|---|
| 현대일렉트로닉 | 740 | 164 | 2,144 | 740 |
| LS | 2,260 | 459 | 9,621 | 3,234 |

표39 현대건설기계 Peer-Valuation

| (십억원) | 시가총액 | 2016 영업이익 | 2016년 매출액 | 자본 |
|---|---|---|---|---|
| 현대건설기계 | 715 | 78 | 2,180 | 715 |
| 두산인프라코어 | 1,834 | 500 | 5,832 | 3,363 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대로보틱스

현대로보틱스는 현대중공업 그룹의 지주회사가 될 전망이다. 분할되는 현대중공업, 현대일렉트로닉, 현대건설기계 지분 13.4%를 보유하며, 현대오일뱅크 지분 91.1%를 가져가게 된다. 로봇 사업부 외에 기존 사업본부에서 별도로 수행하던 조선기자재 A/S 부문을 분리 후 현물출자 방식으로 현대글로벌서비스를 설립하여 귀속할 예정이다.

현대로보틱스의 가치는 7조원을 상회할 것으로 예상한다. 자회사 가치는 상장하게 될 현대건설기계, 현대일렉트로닉, 현대중공업 지분 가치 대비 20%를 할인하고, 91.1%의 지분을 보유하는 현대오일뱅크 지분 가치를 합산한 8조원이다. 자체사업 가치는 로봇 매출액 약 2,000억원 대비 PSR 1.0배를 감안한 1,000억원이다. 무형자산 가치는 현대중공업 그룹 매출액 42조원, 브랜드 로열티율 20bp를 기준으로 Target Multiple 15배를 적용한 1.2조원이다. 그리고 순차입금은 1.5조원이다.

표40 현대오일뱅크 실적

| (십억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 22,220.8 | 21,087.3 | 12,832.0 | 11,672.8 |
| 영업이익 | 404.7 | 140.4 | 631.7 | 967.0 |
| EBITDA | 627.6 | 395.7 | 906.5 | 1237.0 |

자료: 현대오일뱅크, 이베스트투자증권 리서치센터

표41 분할을 가정하여 작성한 별도 로보틱스 실적

| (십억원) | 2013년 | 2014년 | 2015연도 | 2016년 3분기 |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 160.419 | 182.043 | 254.105 | 176.798 |
| 매출원가 | 139.98 | 159.753 | 225.257 | 154.235 |
| 매출총이익 | 20.439 | 22.29 | 28.848 | 22.563 |
| 영업이익 | 9.847 | 9.021 | 5.815 | 9.634 |
| 영업이익율 | 6.10% | 5.00% | 2.30% | 5.40% |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표42 국내 시장 M/S

| (십억원, %) | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 3Q16 |
|---|---|---|---|---|---|
| 참여 시장 규모 | 380 | 452 | 545 | 599 | 494 |
| 당사 로봇 매출액 | 225 | 160 | 182 | 254 | 177 |
| 시장점유율 | 59% | 35% | 33% | 42% | 36% |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표43 전세계 시장 M/S

| (십억원, %) | FANUC | Yaskawa | Kawasaki | KUKA | ABB | 현대 | Nachi |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 로봇 매출 | 1,517 | 1,284 | 1,239 | 1,001 | 591 | 242 | 182 |
| 시장 점유율 | 25% | 21% | 20% | 17% | 10% | 4% | 3% |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표44 NAV 가치 산정

| 항목 | NAV (십억원) | 비고 |
|---|---|---|
| (A) 자회사 가치 | 8,068.8 | |
| 상장 종속관계회사 | 1,307.4 | 20% 할인 |
| 비상장 종속관계회사 | 6,761.4 | 할인 미적용 |
| (B) 자체사업 가치 | 100.0 | 로봇, 서비스 PSR 0.5배 |
| (C) 무형자산 가치 | 1,260.0 | 브랜드 가치 – 15배 적용 |
| 브랜드수수료 | 84.0 | 그룹 매출액 42조원, 20bp 기준 |
| (D) 유형자산 가치 | | 반영안함 |
| 임대수익 | | |
| (E) 자사주 | | 반영안함 |
| (F) 우선주 | | 반영안함 |
| (G) 순차입금 | 1,494.6 | 보고서 상 순차입금 계산 |
| NAV(1) | 7,934.2 | (A)+(B)+(C)+(D)+(E)–(F)–(G) |
| NAV(2) * 20% 할인 | 6,347.4 | {(A)+(B)+(C)+(D)+(E)–(F)–(G)} * 0.8 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표45 자회사 지분 가치 산정

| 상장사 | 시가총액 (십억원) | 지분율 (%) | 가치 (십억원) | 비상장사 | 장부가 (십억원) | 지분율 (%) | 가치 (십억원) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현대건설기계 | | 13.37 | 126.3 | 현대오일뱅크 | | 91.1 | 6,761.4 |
| 현대일렉트로닉 | | 13.37 | 231.9 | | | | |
| 현대중공업 | | 13.37 | 1,408.9 | | | | |
| 소계 | | | | 소계 | | | |

주: 자회사 가치는 추정
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대일렉트릭앤에너지

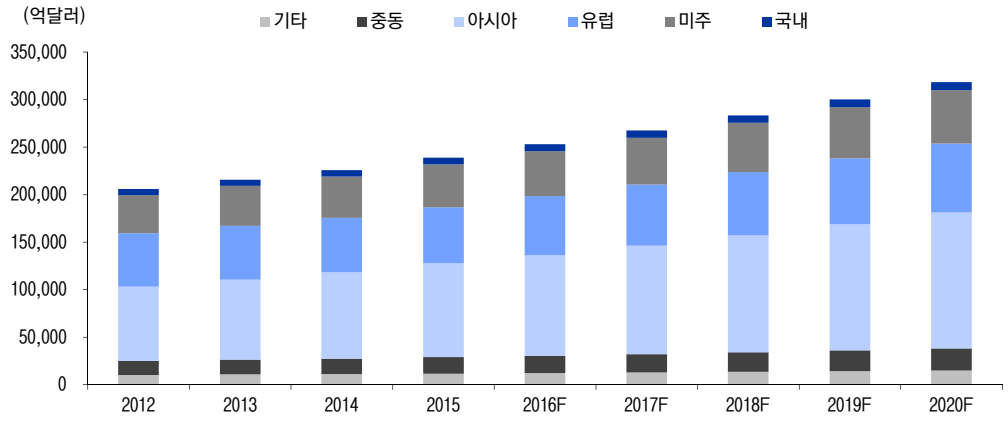
기존 전기전자 사업부는 현대일렉트릭앤에너지로 분할된다. 자본은 7,400억원이다. 2016년 기준 매출액 2.1조원 영업이익 1,639억원을 기록했다. 국내 전력기기시장에서 LS, 효성과 더불어 시장을 과점하고 있다. 변압기, 고압차단기, 고압제품군부터 중저압 차단기, 저압전동기 등 저압제품군까지 다양한 제품 라인을 보유하고 있다. 2014년부터 저가수주를 지양하고 수익성 위주의 수주를 통해 실적은 개선되고 있다. 이러한 추세는 이어질 것으로 전망한다.

표46 분할 전 실적

| (십억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,761.3 | 2,354.2 | 2,508.0 | 2,143.9 |
| 영업이익 | 86.8 | 54.3 | 49.4 | 163.9 |
| EBITDA | 138.4 | 106.7 | 103.2 | 216.9 |

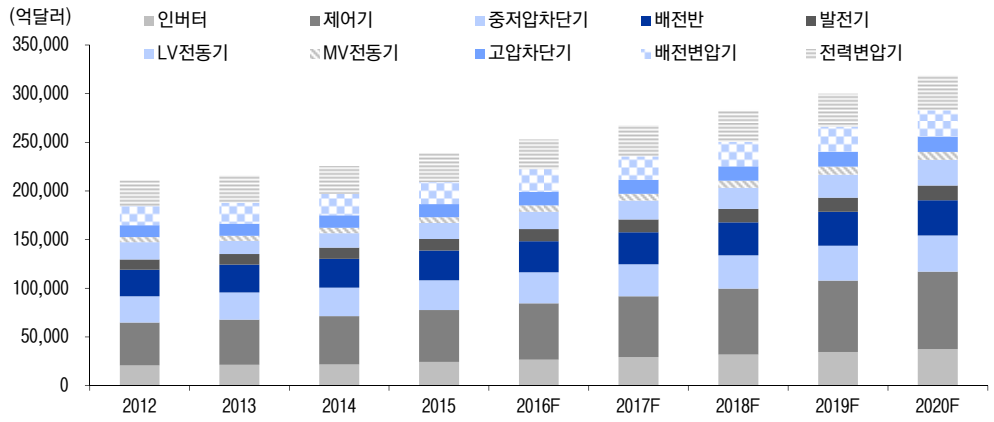
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 전세계 중전기 시장 규모 전망



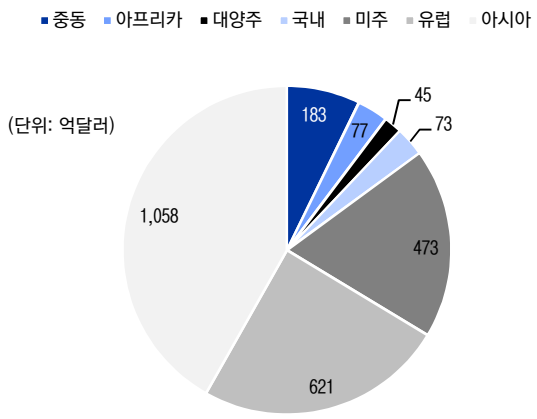

자료: Goulden Report. 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 전세계 중전기 시장 규모 전망



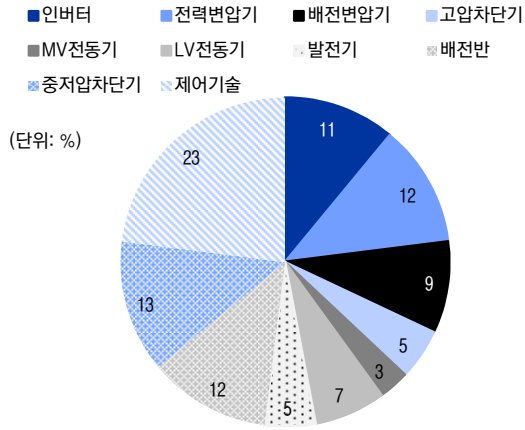

자료: Goulden Report. 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림48 전세계 중전기 시장규모 2,530 억달러



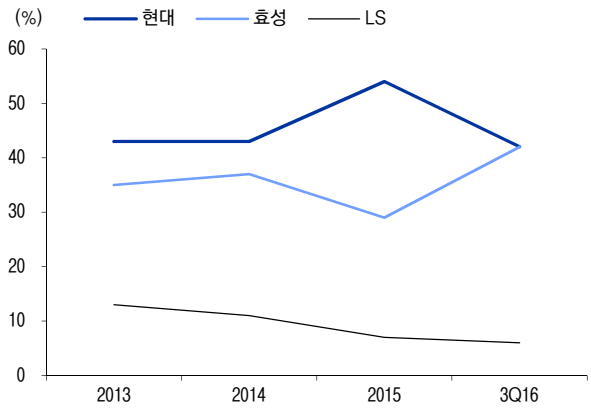

자료: Goulden Report. 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림49 제품별 구성



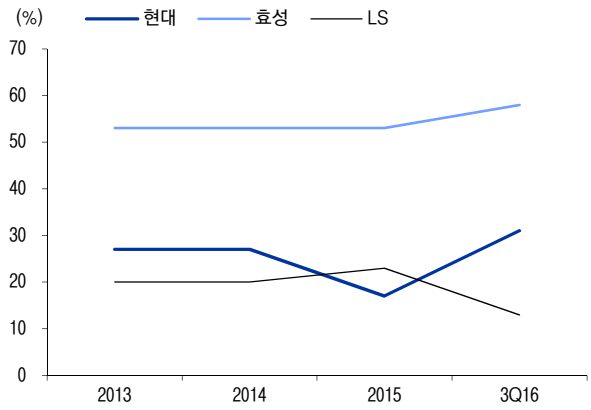

자료: Goulden Report. 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림50 변압기 M/S



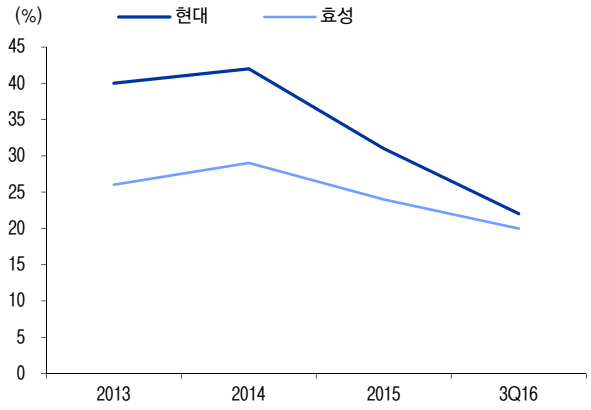

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림51 고압차단기 M/S



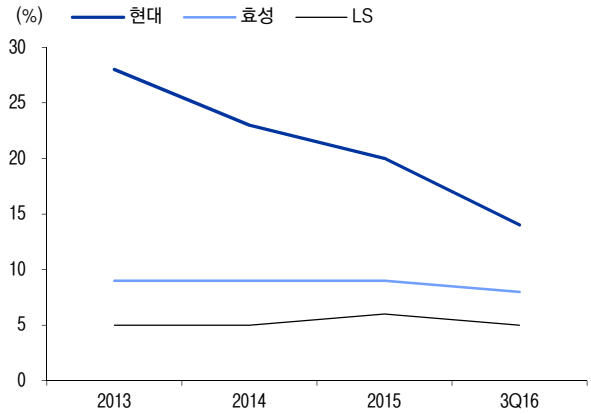

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림52 회전기 M/S




자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

### 그림53 배전반 M/S




자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대건설기계

기존 건설기계 사업부는 현대건설기계로 분할된다. 자본은 7,150억원이다. 2016년 실적은 매출액 2.2조원, 영업이익 781억원을 기록했다. 국내 건설기계 시장은 현대중공업, 두산인프라코어, 볼보 등 3사가 과점하고 있으며, 동사의 M/S는 24% 수준이다. 국내 산업차량 시장은 현대중공업, ㈜두산, Clark 등 3사가 과점하고 있으며, 동사의 M/S는 36% 수준이다. 전세계 시장 M/S는 1.8% 수준인 것으로 추정한다.

전세계가 성장을 위한 인프라 투자에 총력을 기울이고 있다. 이는 굴삭기 수요 증가로 이어질 것이다. 2016년 전세계 굴삭기 시장은 31.5만대 규모로 예상한다. 2017년은 9.6% 성장한 34.5만대 규모가 될 것으로 추정한다. 지역별로 중국이 21%, 북미 4.2%, 서유럽 1.2%, 일본 5.7%, 인도 39.8% 성장할 것으로 예상한다. 현대건설기계의 수혜가 기대된다.

표47 분할 전 실적

| (십억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 3,289.6 | 2,866.4 | 2,225.0 | 2,180.2 |
| 영업이익 | 178.6 | 108.6 | 66.5 | 78.1 |
| EBITDA | 223.8 | 149.2 | 105.0 | 118.1 |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표48 국내 시장 M/S

| (%) | | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|
| 건설기계 | 현대중공업 | 30.9 | 20.6 | 23.8 |
| | 두산인프라코어 | 31.5 | 34.2 | 35.7 |
| | 볼보 | 26.2 | 28 | 26 |
| 산업 차량 | 현대중공업 | 39.2 | 36.3 | 36.6 |
| | (주)두산 | 45.7 | 48.1 | 47.5 |
| | Clark | 15.1 | 15.6 | 15.9 |

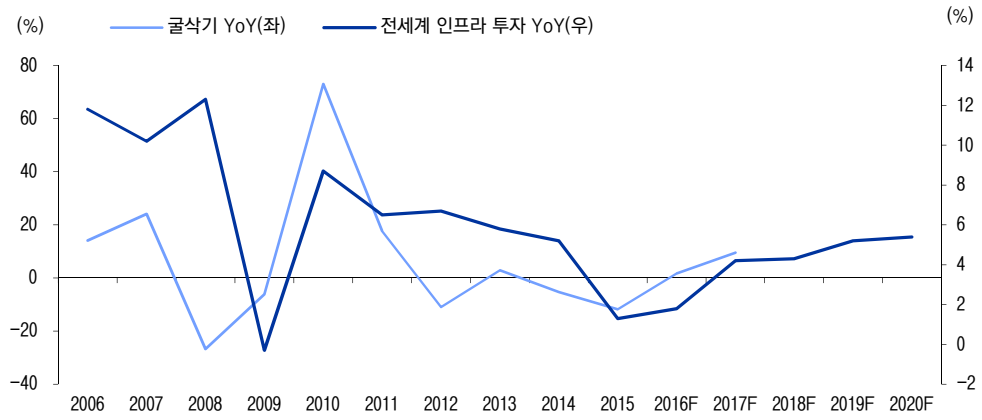
자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표49 전세계 시장 M/S

| (%) | | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|
| 건설기계 | 캐터필라 | 19 | 17.8 | 17.8 |
| | 고마쯔 | 10.8 | 10.6 | 10.6 |
| | 현대중공업 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 산업 차량 | 도요타 | 24.3 | 25.1 | 26.9 |
| | Klon group | 19.3 | 17.3 | 18.3 |
| | Junghein-righ | 10 | 9.9 | 9.7 |
| | 현대중공업 | 1.5 | 1.6 | 1.5 |

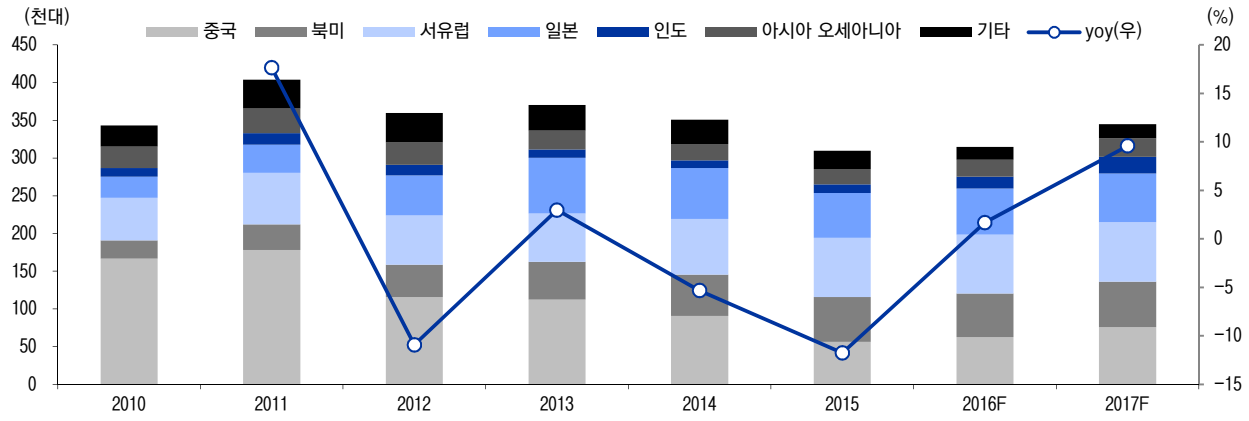
자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 전세계 인프라 투자 규모 & 굴삭기 시장 yoy 추이 및 전망



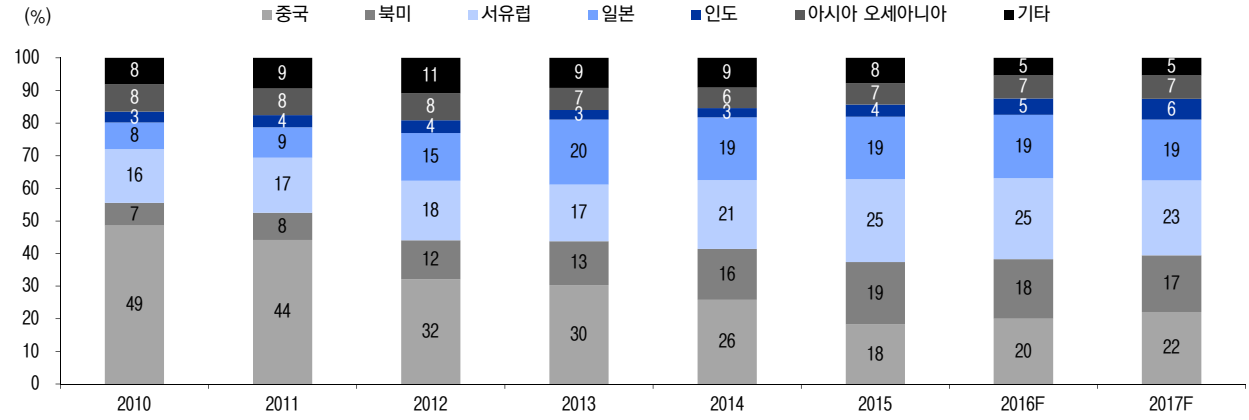

자료: Bloomberg, Oxford Economics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 전세계 굴삭기 시장 추이 및 전망(미니굴삭기 포함)



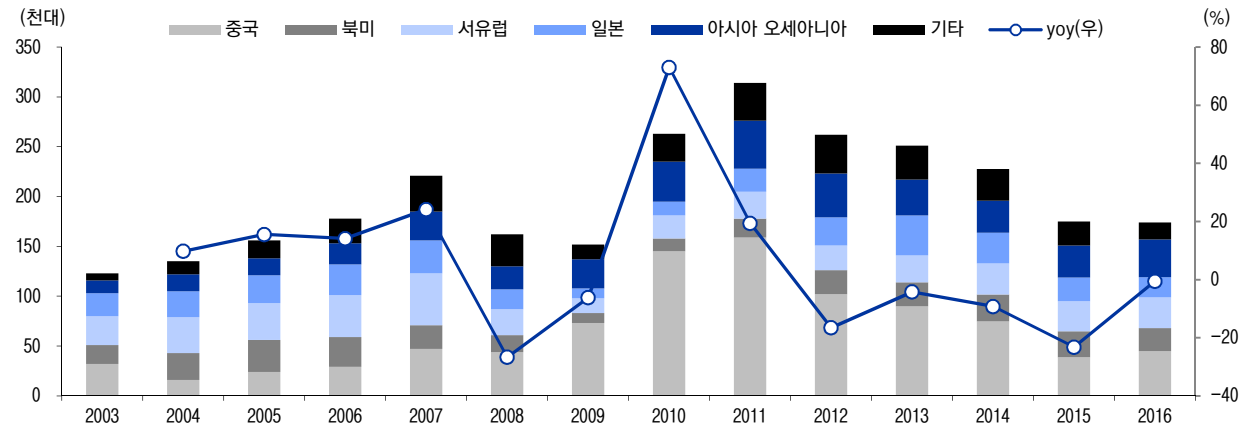

자료: Bloomberg, 중국공정기계협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 전세계 시장 M/S 추이(미니굴삭기 포함, 인도 규모 포함)



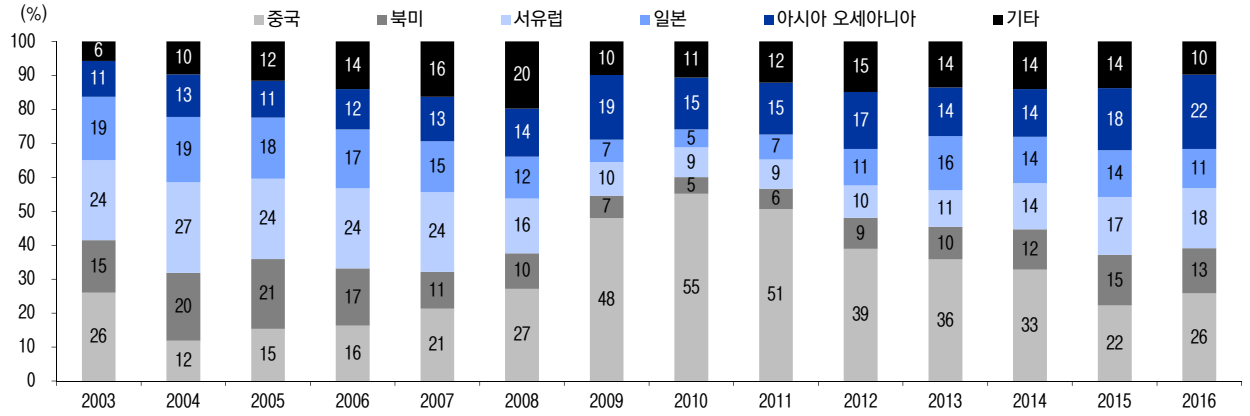

자료: Bloomberg, 중국공정기계협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 전세계 굴삭기 시장 추이 및 전망(미니굴삭기 제외)




자료: Bloomberg, 중국공정기계협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 전세계 시장 M/S 추이(미니굴삭기 제외) – 북미/서유럽 미니굴삭기 규모 상대적으로 큼




자료: Bloomberg, 중국공정기계협회, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업분석


현대중공업 (009540) 50
삼성중공업 (010140) 52
현대미포조선 (010620) 54


**Universe**

| 종목명 | 투자판단 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 현대중공업 | Buy (유지) | 220,000 원(유지) |
| 삼성중공업 | Buy (유지) | 13,000 원(유지) |
| 현대미포조선 | Buy (유지) | 100,000 원(유지) |

# 현대중공업(009540)

2017. 2. 14 | 조선

## 분할 이전 매수하기

Analyst **양형모**
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 **220,000 원**
현재주가 **147,000 원**

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | ○ | |

### 분할 이전 매수하기

현대중공업의 현재 시가총액은 11조원 수준이다. 앞으로 4개 회사로 분할될 예정이다. 인적분할의 방식이기 때문에 주주는 분할 이후 5월 10일 재상장하게 되면 현대로보틱스, 현대건설기계, 현대중공업, 현대일렉트릭앤 에너지 4개 회사의 지분을 모두 보유하게 된다. 보수적인 수준에서 SOTP Valuation으로 분할 이전 현대중공업 가치는 15.4조원을 산출할 수 있다.

그러나 분할 이후의 가치는 최대 20조원에 육박할 수 있다. 현대로보틱스 가치는 8조원이다. NAV에 20% 할인 적용해도 가치는 6.4조원이다. 현대건설기계는 PBR 1.0배를 적용하여 7,150억원을 산출했다. 현대일렉트릭은 PBR 1.0배를 적용하여 7,400억원을 산출했다. 만약 건설기계와 일렉트릭에 PBR 0.6배를 적용하면 가치는 0.6조원 감소한다. 현대중공업 가치는 EV/EBITDA 8배를 적용하면 10조원이다.

### 다양한 수주 모멘텀 보유

조선업 투자에 앞서 가장 우려되는 부분은 지난 2016년의 악몽과 같은 수주 절벽이다. 이례적이었던 조선/해양 수주 감소로 인해 향후 매출액 감소와 손실 발생 가능성이 부각되었다. 그러나 2017년 신규 및 교체 수요 발생으로 상선 신조 발주가 회복될 것으로 기대한다. 2018년은 상선과 해양 모두 발주가 증가할 전망이다. 동사는 전세계 No.1 조선소로 업황 회복으로 인한 수혜가 기대된다. 단기적으로는 Polaris Shipping의 VLOC, Brightoil 사의 VLCC, SCF tanker 등 다양한 수주 모멘텀을 보유했다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 220,000원 유지

현대중공업에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 220,000원을 유지한다. 현재 주가는 2017년 BPS 기준 PBR 0.7배를 하회하는 수준이다. 분할 이후의 가치는 현재 가치를 상회할 것이다. 4개 회사로 분할하게 될 경우 건설기계와 일렉트릭앤에너지도 역시 PBR 0.7배를 하회하는 수준이기 때문에 재상장 후 다운사이드 리스크는 제한적이라는 판단이다. 결론적으로 현 주가 수준에서는 업사이드 리스크가 더 크다. 분할 이전 매수를 추천한다.

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI(2/10) | | 2,075.08pt |
| 시가총액 | | 111,720 억원 |
| 발행주식수 | | 76,000 천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | | 158,000 / 92,000 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 312.48 억원 |
| 외국인 지분율 | | 15.1% |
| 배당수익률(16.12E) | | 0.0% |
| BPS(16.12E) | | 205,760 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | 4.3% |
| | 6 개월 | 9.0% |
| | 12 개월 | 46.2% |
| 주주구성 | 정몽준외 21 인 | 21.3% |
| | 케이씨씨(주) | 7.0% |
| | 국민연금 | 5.3% |

**Stock Price**

**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014 | 52,582 | -3,249 | -3,105 | -2,206 | -23,279 | 적전 | -2,231 | -4.9 | -9.0 | 0.6 | -10.9 |
| 2015 | 46,232 | -1,540 | -1,841 | -1,363 | -17,762 | 적지 | -472 | -4.9 | -37.6 | 0.5 | -9.3 |
| 2016E | 39,317 | 1,642 | 1,118 | 682 | 7,509 | 흑전 | 2,622 | 19.6 | 8.0 | 0.7 | 3.9 |
| 2017E | 36,301 | 1,618 | 1,525 | 1,190 | 14,400 | 91.8 | 2,867 | 10.2 | 6.7 | 0.7 | 6.7 |
| 2018E | 36,983 | 2,049 | 1,964 | 1,483 | 17,950 | 24.7 | 3,288 | 8.2 | 5.5 | 0.6 | 7.8 |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# 현대중공업(009540)

## 재무상태표

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 29,872 | 27,176 | 26,582 | 26,722 | 28,636 |
| 현금 및 현금성자산 | 3,229 | 3,105 | 2,745 | 3,903 | 4,465 |
| 매출채권 및 기타채권 | 12,052 | 11,357 | 11,310 | 10,351 | 11,075 |
| 재고자산 | 5,822 | 4,492 | 4,515 | 4,132 | 4,421 |
| 기타유동자산 | 8,768 | 8,221 | 8,011 | 8,336 | 8,675 |
| 비유동자산 | 23,513 | 22,557 | 23,411 | 23,316 | 23,254 |
| 관계기업투자 등 | 2,858 | 1,156 | 514 | 535 | 557 |
| 유형자산 | 16,060 | 16,320 | 19,112 | 18,971 | 18,857 |
| 무형자산 | 2,212 | 2,140 | 2,074 | 2,030 | 1,987 |
| **자산총계** | **53,384** | **49,733** | **49,992** | **50,038** | **51,890** |
| 유동부채 | 27,703 | 23,061 | 23,423 | 22,385 | 23,046 |
| 매입채무 및 기타재무 | 13,197 | 10,810 | 10,768 | 9,854 | 10,544 |
| 단기금융부채 | 12,413 | 10,083 | 10,496 | 10,284 | 10,164 |
| 기타유동부채 | 2,093 | 2,167 | 2,159 | 2,247 | 2,338 |
| 비유동부채 | 9,043 | 11,173 | 8,965 | 8,859 | 8,567 |
| 장기금융부채 | 7,616 | 9,518 | 7,299 | 7,125 | 6,763 |
| 기타비유동부채 | 1,428 | 1,655 | 1,666 | 1,734 | 1,804 |
| **부채총계** | **36,746** | **34,234** | **32,388** | **31,243** | **31,613** |
| 지배주주지분 | 15,174 | 13,736 | 15,638 | 16,827 | 18,310 |
| 자본금 | 380 | 380 | 380 | 380 | 380 |
| 자본잉여금 | 1,109 | 1,125 | 1,125 | 1,125 | 1,125 |
| 이익잉여금 | 14,272 | 12,819 | 13,363 | 14,552 | 16,035 |
| 비지배주주지분(연결) | 1,465 | 1,763 | 1,967 | 1,967 | 1,967 |
| **자본총계** | **16,639** | **15,499** | **17,605** | **18,794** | **20,277** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **52,582** | **46,232** | **39,317** | **36,301** | **36,983** |
| 매출원가 | 53,299 | 44,682 | 34,959 | 32,219 | 32,426 |
| **매출총이익** | **-717** | **1,550** | **4,358** | **4,082** | **4,557** |
| 판매비 및 관리비 | 2,532 | 3,090 | 2,716 | 2,464 | 2,508 |
| **영업이익** | **-3,249** | **-1,540** | **1,642** | **1,618** | **2,049** |
| (EBITDA) | -2,231 | -472 | 2,622 | 2,867 | 3,288 |
| 금융손익 | -241 | -206 | 37 | -100 | -92 |
| 이자비용 | 255 | 226 | 192 | 180 | 175 |
| 관계기업 등 투자손익 | 165 | -55 | 48 | 34 | 34 |
| 기타영업외손익 | 220 | -40 | -609 | -27 | -27 |
| **세전계속사업이익** | **-3,105** | **-1,841** | **1,118** | **1,525** | **1,964** |
| 계속사업법인세비용 | -899 | -478 | 435 | 336 | 481 |
| 계속사업이익 | -2,206 | -1,363 | 682 | 1,190 | 1,483 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **-2,206** | **-1,363** | **682** | **1,190** | **1,483** |
| 지배주주 | -1,769 | -1,350 | 571 | 1,094 | 1,364 |
| **총포괄이익** | **-2,700** | **-1,784** | **2,047** | **1,190** | **1,483** |
| 매출총이익률(%) | -1.4 | 3.4 | 11.1 | 11.2 | 12.3 |
| 영업이익률(%) | -6.2 | -3.3 | 4.2 | 4.5 | 5.5 |
| EBITDA 마진률(%) | -4.2 | -1.0 | 6.7 | 7.9 | 8.9 |
| 당기순이익률(%) | -4.2 | -2.9 | 1.7 | 3.3 | 4.0 |
| ROA(%) | -3.3 | -2.6 | 1.1 | 2.2 | 2.7 |
| ROE(%) | -10.9 | -9.3 | 3.9 | 6.7 | 7.8 |
| ROIC(%) | -9.2 | -4.4 | 3.8 | 4.7 | 5.9 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **766** | **-692** | **1,280** | **2,876** | **2,407** |
| 당기순이익(손실) | -2,206 | -1,363 | 682 | 1,190 | 1,483 |
| 비현금수익비용가감 | 707 | 1,736 | 1,493 | 1,283 | 1,276 |
| 유형자산 감가상각비 | 924 | 962 | 873 | 1,146 | 1,138 |
| 무형자산 상각비 | 95 | 107 | 107 | 103 | 101 |
| 기타현금수익비용 | 37 | 56 | 513 | 33 | 36 |
| 영업활동자산부채변동 | 2,398 | -1,033 | -595 | 403 | -351 |
| 매출채권 감소(증가) | 848 | -628 | 339 | 960 | -725 |
| 재고자산 감소(증가) | 258 | 1,266 | -113 | 383 | -289 |
| 매입채무 증가(감소) | 908 | -2,480 | -252 | -914 | 690 |
| 기타자산, 부채변동 | 385 | 809 | -569 | -26 | -27 |
| **투자활동현금** | **-778** | **-41** | **-696** | **-1,332** | **-1,363** |
| 유형자산처분(취득) | -1,360 | -1,235 | -1,129 | -1,006 | -1,024 |
| 무형자산감소(증가) | -59 | -28 | -42 | -59 | -59 |
| 투자자산감소(증가) | -194 | 52 | 10 | -198 | -208 |
| 기타투자활동 | 835 | 1,170 | 465 | -69 | -72 |
| **재무활동현금** | **1,913** | **605** | **-932** | **-386** | **-482** |
| 차입금의 증가(감소) | 1,499 | 136 | -882 | -386 | -482 |
| 자본의 증가(감소) | 311 | 128 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 117 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | 103 | 341 | -50 | 0 | 0 |
| **현금의 증가** | **1,893** | **-124** | **-360** | **1,158** | **562** |
| 기초현금 | 1,337 | 3,229 | 3,105 | 2,745 | 3,903 |
| 기말현금 | 3,229 | 3,105 | 2,745 | 3,903 | 4,465 |

## 주요 투자지표

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표(x)** | | | | | |
| P/E | -4.9 | -4.9 | 19.6 | 10.2 | 8.2 |
| P/B | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | -9.0 | -37.6 | 8.0 | 6.7 | 5.5 |
| P/CF | n/a | 17.9 | 5.1 | 4.5 | 4.1 |
| 배당수익률(%) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액 | -3.0 | -12.1 | -15.0 | -7.7 | 1.9 |
| 영업이익 | 적전 | 적지 | 흑전 | -1.5 | 26.7 |
| 세전이익 | 적전 | 적지 | 흑전 | 36.5 | 28.8 |
| 당기순이익 | 적전 | 적지 | 흑전 | 74.4 | 24.7 |
| EPS | 적전 | 적지 | 흑전 | 91.8 | 24.7 |
| **안정성(%)** | | | | | |
| 부채비율 | 220.8 | 220.9 | 184.0 | 166.2 | 155.9 |
| 유동비율 | 107.8 | 117.8 | 113.5 | 119.4 | 124.3 |
| 순차입금/자기자본(x) | 68.0 | 71.3 | 55.9 | 43.0 | 33.6 |
| 영업이익/금융비용(x) | -12.7 | -6.8 | 8.6 | 9.0 | 11.7 |
| 총차입금(십억원) | 20,029 | 19,602 | 17,794 | 17,408 | 16,926 |
| 순차입금(십억원) | 11,309 | 11,056 | 9,838 | 8,083 | 6,818 |
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | -23,279 | -17,762 | 7,509 | 14,400 | 17,950 |
| BPS | 199,655 | 180,738 | 205,760 | 221,412 | 240,923 |
| CFPS | n/a | 4,901 | 28,627 | 32,534 | 36,296 |
| DPS | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

# 삼성중공업 (010140)

2017. 2. 14 | 조선

Analyst **양형모**
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

## 지속적으로 수주 모멘텀 확대 예상

**Buy (maintain)**

목표주가 13,000 원
현재주가 10,750 원

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | ○ | |

### 2017년부터 지속적으로 수주 모멘텀 확대 예상

해양자원개발은 탐사에서 생산까지 10년 이상 소요되며, 생산완료시점까지 30년 이상의 시간과 막대한 자금이 투입되는 장기 프로젝트이다. 따라서 석유회사들은 프로젝트의 Production Life동안 발생하는 Cash flow를 산출하고, 투입되는 Capex, Opex를 검토 후 유가의 Hurdle rate를 선정하는 Valuation을 수행한다. 2014년부터 하락한 유가로 인해 해양 프로젝트 발주는 취소되거나 지연되었다. 2014년 이후 Capex, Opex를 축소시키는 작업을 3년 동안 진행했고, 손익분기점 유가는 내려갔다.

지난 해까지 오일회사들은 비용 절감에 집중했고, 지난 해 말 드디어 경제성이 높은 광구 위주로 FEED가 진행되었다. 엔지니어링 분야는 단계별로 개념설계, FEED, 기본설계, 상세설계, 생산설계로 구분된다. 통상적으로 FEED에서 FID까지 1년여의 기간이 소요된다. 결론적으로 2016년 말부터 FEED가 진행된 점을 감안하면 해양 생산설비의 발주가 서서히 증가할 전망이다.

동사는 지난 1월 BP Mad dog2 FPU를 13억달러에 수주했다. Hoegh LNG FSRU 2.5억달러도 수주했다. FSRU는 옵션 3척이 포함되어 있어 추가 수주도 기대된다. 3월까지 Coral FLNG 프로젝트의 FID를 결의하지 않은 마지막 투자자인 CNPC가 결의하기로 결정했다. 25억달러 수준으로 수주할 전망이다. Yamal LNG선도 중국 후동중화와 경합 중이지만 동사가 경쟁 우위라는 판단이다. 올해 수주는 문제없다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 13,000원 유지

삼성중공업에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 13,000원을 유지한다. 업황이 개선되는 시점에서는 디레이팅 되었던 주가가 다시 리레이팅되어야 한다. 수주가 증가 추세로 전환되었고, 불확실성이 해소되는 국면에 진입했기 때문에 부여한 Target PBR 0.8배 수준은 과하지 않다. 오히려 해양 업황에 대한 프리미엄을 감안한다면 PBR 0.8배도 싸다는 판단이다. 만약 신규 수주가 70억달러를 넘어가게 된다면 주가는 지속적으로 우상향 추세가 될 것으로 예상한다.

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI(2/10) | | 2,075.08pt |
| 시가총액 | | 41,925 억원 |
| 발행주식수 | | 390,000 천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | | 11,240 / 7,238 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 197.29 억원 |
| 외국인 지분율 | | 18.7% |
| 배당수익률(16.12E) | | 0.0% |
| BPS(16.12E) | | 15,027 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | 0.9% |
| | 6 개월 | 32.7% |
| | 12 개월 | 9.8% |
| 주주구성 | 삼성전자외 8 인 | 24.1% |

**Stock Price**

**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014 | 12,879 | 183 | 190 | 147 | 561 | -76.4 | 467 | 30.9 | 16.8 | 0.8 | 2.6 |
| 2015 | 9,714 | -1,502 | -1,462 | -1,212 | -4,531 | 적전 | -1,198 | -2.1 | -5.0 | 0.6 | -24.7 |
| 2016E | 10,414 | -147 | -69 | -139 | -272 | 적지 | 182 | -39.5 | 38.9 | 0.7 | -2.2 |
| 2017E | 7,612 | 122 | 155 | 127 | 326 | 흑전 | 489 | 33.0 | 13.0 | 0.7 | 2.1 |
| 2018E | 8,158 | 286 | 321 | 263 | 675 | 107.0 | 656 | 15.9 | 9.1 | 0.7 | 4.3 |

자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# 삼성중공업 (010140)

## 재무상태표

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 10,581 | 10,110 | 10,435 | 9,993 | 10,492 |
| 현금 및 현금성자산 | 341 | 983 | 2,260 | 3,189 | 3,352 |
| 매출채권 및 기타채권 | 6,269 | 4,672 | 5,228 | 3,986 | 4,113 |
| 재고자산 | 1,169 | 1,449 | 1,046 | 839 | 968 |
| 기타유동자산 | 2,803 | 3,006 | 1,901 | 1,979 | 2,059 |
| 비유동자산 | 6,541 | 7,191 | 7,352 | 7,491 | 7,641 |
| 관계기업투자등 | 103 | 67 | 30 | 31 | 32 |
| 유형자산 | 5,273 | 5,583 | 6,533 | 6,663 | 6,800 |
| 무형자산 | 129 | 102 | 101 | 80 | 63 |
| **자산총계** | **17,122** | **17,302** | **17,788** | **17,483** | **18,133** |
| 유동부채 | 10,008 | 9,570 | 10,039 | 9,395 | 9,917 |
| 매입채무 및 기타재무 | 4,641 | 4,334 | 3,921 | 3,147 | 3,629 |
| 단기금융부채 | 3,556 | 3,190 | 4,850 | 4,928 | 4,915 |
| 기타유동부채 | 1,812 | 2,047 | 1,268 | 1,319 | 1,373 |
| 비유동부채 | 1,541 | 3,466 | 1,887 | 2,101 | 1,964 |
| 장기금융부채 | 1,364 | 3,156 | 1,566 | 1,766 | 1,616 |
| 기타비유동부채 | 177 | 309 | 322 | 335 | 349 |
| **부채총계** | **11,549** | **13,036** | **11,927** | **11,495** | **11,882** |
| 지배주주지분 | 5,537 | 4,237 | 5,862 | 5,989 | 6,252 |
| 자본금 | 1,155 | 1,155 | 1,951 | 1,951 | 1,951 |
| 자본잉여금 | 424 | 424 | 769 | 769 | 769 |
| 이익잉여금 | 4,872 | 3,594 | 3,496 | 3,623 | 3,886 |
| 비지배주주지분(연결) | 36 | 28 | -1 | -1 | -1 |
| **자본총계** | **5,573** | **4,266** | **5,861** | **5,988** | **6,252** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **12,879** | **9,714** | **10,414** | **7,612** | **8,158** |
| 매출원가 | 12,116 | 10,676 | 9,904 | 7,040 | 7,393 |
| **매출총이익** | **763** | **-962** | **511** | **572** | **765** |
| 판매비 및 관리비 | 580 | 540 | 658 | 450 | 479 |
| **영업이익** | **183** | **-1,502** | **-147** | **122** | **286** |
| (EBITDA) | 467 | -1,198 | 182 | 489 | 656 |
| 금융손익 | 41 | -13 | -130 | -17 | -16 |
| 이자비용 | 26 | 43 | 53 | 40 | 40 |
| 관계기업등 투자손익 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -34 | 54 | 209 | 51 | 51 |
| **세전계속사업이익** | **190** | **-1,462** | **-69** | **155** | **321** |
| 계속사업법인세비용 | 42 | -250 | 70 | 28 | 58 |
| 계속사업이익 | 147 | -1,212 | -139 | 127 | 263 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **147** | **-1,212** | **-139** | **127** | **263** |
| 지배주주 | 149 | -1,205 | -110 | 127 | 263 |
| **총포괄이익** | **122** | **-1,233** | **-158** | **127** | **263** |
| 매출총이익률 (%) | 5.9 | -9.9 | 4.9 | 7.5 | 9.4 |
| 영업이익률 (%) | 1.4 | -15.5 | -1.4 | 1.6 | 3.5 |
| EBITDA 마진률 (%) | 3.6 | -12.3 | 1.7 | 6.4 | 8.0 |
| 당기순이익률 (%) | 1.1 | -12.5 | -1.3 | 1.7 | 3.2 |
| ROA (%) | 0.9 | -7.0 | -0.6 | 0.7 | 1.5 |
| ROE (%) | 2.6 | -24.7 | -2.2 | 2.1 | 4.3 |
| ROIC (%) | 1.7 | -13.3 | -1.3 | 1.2 | 2.9 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **-381** | **633** | **-785** | **1,209** | **901** |
| 당기순이익(손실) | 190 | -1,462 | -170 | 127 | 263 |
| 비현금수익비용가감 | 512 | 514 | 516 | 381 | 383 |
| 유형자산감가상각비 | 262 | 280 | 301 | 346 | 353 |
| 무형자산상각비 | 22 | 24 | 28 | 21 | 17 |
| 기타현금수익비용 | -41 | -33 | 187 | 13 | 14 |
| 영업활동자산부채변동 | -576 | 1,822 | -1,085 | 701 | 254 |
| 매출채권감소(증가) | -466 | 1,710 | -892 | 1,242 | -127 |
| 재고자산감소(증가) | -329 | -281 | 401 | 206 | -129 |
| 매입채무증가(감소) | -337 | -320 | -237 | -774 | 482 |
| 기타자산,부채변동 | 555 | 713 | -357 | 26 | 27 |
| **투자활동현금** | **-592** | **-1,100** | **83** | **-558** | **-574** |
| 유형자산처분(취득) | -323 | -570 | -259 | -477 | -489 |
| 무형자산감소(증가) | -2 | 3 | 3 | 0 | 0 |
| 투자자산감소(증가) | -294 | -578 | 340 | -53 | -56 |
| 기타투자활동 | 27 | 46 | -1 | -28 | -29 |
| **재무활동현금** | **497** | **1,110** | **2,017** | **278** | **-163** |
| 차입금의증가(감소) | 882 | 1,161 | 876 | 278 | -163 |
| 자본의증가(감소) | -108 | -51 | 1,141 | 0 | 0 |
| 배당금의지급 | 108 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | -276 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금의증가** | **-478** | **643** | **1,276** | **929** | **163** |
| 기초현금 | 818 | 341 | 983 | 2,260 | 3,189 |
| 기말현금 | 341 | 983 | 2,260 | 3,189 | 3,352 |

자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권리서치센터

## 주요 투자지표

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표(x)** | | | | | |
| P/E | 30.9 | -2.1 | -39.5 | 33.0 | 15.9 |
| P/B | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 16.8 | -5.0 | 38.9 | 13.0 | 9.1 |
| P/CF | 6.6 | n/a | 12.6 | 8.3 | 6.5 |
| 배당수익률(%) | 1.4 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액 | -13.2 | -24.6 | 7.2 | -26.9 | 7.2 |
| 영업이익 | -80.0 | 적전 | 적지 | 흑전 | 135.5 |
| 세전이익 | -76.8 | 적전 | 적지 | 흑전 | 107.0 |
| 당기순이익 | -76.7 | 적전 | 적지 | 흑전 | 107.0 |
| EPS | -76.4 | 적전 | 적지 | 흑전 | 107.0 |
| **안정성(%)** | | | | | |
| 부채비율 | 207.2 | 305.6 | 203.5 | 192.0 | 190.1 |
| 유동비율 | 105.7 | 105.6 | 103.9 | 106.4 | 105.8 |
| 순차입금/자기자본(x) | 58.4 | 81.9 | 49.0 | 36.2 | 28.6 |
| 영업이익/금융비용(x) | 7.1 | -34.8 | -2.8 | 3.1 | 7.2 |
| 총차입금(십억원) | 4,920 | 6,346 | 6,416 | 6,694 | 6,531 |
| 순차입금(십억원) | 3,253 | 3,495 | 2,872 | 2,169 | 1,788 |
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 561 | -4,531 | -272 | 326 | 675 |
| BPS | 20,808 | 15,922 | 15,027 | 15,353 | 16,027 |
| CFPS | 2,637 | n/a | 853 | 1,302 | 1,657 |
| DPS | 250 | n/a | n/a | n/a | n/a |

# 현대미포조선 (010620)

2017. 2. 14 | 조선

Analyst **양형모**
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

## 전세계 중소형 조선소는 이제 미포 뿐이다

**Buy (maintain)**

목표주가 **100,000 원**
현재주가 **58,800 원**

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | ○ | |

### 전세계 중소형 조선소는 이제 미포 뿐이다

재무구조가 우수하고 기술력을 갖춘 조선소는 소수에 불과하기 때문에 불황에서 살아남은 조선소의 부익부 빈익빈 현상은 심화될 것이다. 전세계 400여개 조선소 중 40%가 넘는 167개 조선소는 2016년 물량이 없었다. 2017년 현재 수주잔고가 1척인 조선소는 101개에 달한다.

중국 조선소 75%가 문을 닫을 수 있다고 WSJ는 전했다. 클락슨에 따르면 중국 679개 조선소 중 운영중인 곳은 169개뿐이다. 나머지 510개는 유휴 상태다. 영국의 해운 컨설팅업체 MSI의 아담 켄트 박사는 중국 조선업계의 올해 인도 물량이 1,700만 CGT인데, 이 중 상당수는 실제 인도되지 않을 것이라고 말했다. 지난해 중국 조선업계는 2,000만CGT를 인도할 계획이었지만 실제 인도량은 1,000만CGT수준이었다. 문을 닫은 조선소가 많았기 때문으로 해석한다.

중소형 조선소는 생사기로에 서있다. 국내 조선소만 하더라도 2016년 수주는 80% 감소했다. 중소형 조선소의 수주잔고는 바닥을 드러냈을 것이다. MR탱커 강자인 현대미포조선의 최대 경쟁 조선소 SPP조선은 현재 생존이 불투명하다.

이제 기술력을 갖추고 설계 인력을 보유한 살아남은 중소형 조선소는 미포 뿐이다. 미포의 주력 선종인 MR 탱커의 수주가 회복되진 않았지만 선령이 15년 이상인 선박 비중이 높기 때문에 서서히 발주는 시작될 것이다. 미포의 수혜가 예상된다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 100,000원 유지

현대미포조선에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 100,000원을 유지한다. 전세계 중소형 조선소 구조조정의 최대 수혜주다. 중소형 선박 발주가 회복된다면 수주는 크게 증가할 전망이다. 그리고 동사는 현대중공업 지분 7.98%, 하이투자증권 지분 83%를 보유하고 있다. 현대중공업 지분은 현재 가치로 8천억원을 상회한다. 하이투자증권은 4~5천억원에 매각할 수 있다. 현대중공업 그룹이 지주회사로 전환하는 과정에서 현대중공업 지분과 하이투자증권을 매각해야 하기 때문에 현금 유입은 1.2조원이 가능하다.

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI(2/10) | | 2,075.08pt |
| 시가총액 | | 11,760 억원 |
| 발행주식수 | | 20,000 천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | | 83,600 / 57,400 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 79.8 억원 |
| 외국인 지분율 | | 10.1% |
| 배당수익률(16.12E) | | 0.0% |
| BPS(16.12E) | | 108,853 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | -9.7% |
| | 6 개월 | -30.6% |
| | 12 개월 | -21.5% |
| 주주구성 | 현대삼호중공업(주)외 | 43.1% |
| | 국민연금공단 | 12.0% |

**Stock Price**

**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014 | 3,967 | -868 | -896 | -679 | -31,642 | 적지 | -801 | -2.2 | -1.9 | 0.8 | -25.9 |
| 2015 | 4,652 | 67 | 50 | 26 | 1,910 | 흑전 | 134 | 27.3 | 10.3 | 0.6 | 2.2 |
| 2016E | 4,220 | 207 | 97 | 40 | 1,887 | -1.2 | 269 | 31.2 | 5.6 | 0.5 | 2.0 |
| 2017E | 3,472 | 206 | 193 | 144 | 7,223 | 282.8 | 292 | 8.1 | 4.8 | 0.5 | 6.4 |
| 2018E | 3,632 | 253 | 240 | 180 | 9,012 | 24.8 | 335 | 6.5 | 3.6 | 0.5 | 7.5 |

자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# 현대미포조선 (010620)

## 재무상태표

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 7,450 | 6,854 | 7,201 | 7,261 | 7,631 |
| 현금 및 현금성자산 | 716 | 657 | 955 | 928 | 1,007 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,214 | 958 | 1,077 | 986 | 1,053 |
| 재고자산 | 289 | 255 | 249 | 228 | 243 |
| 기타유동자산 | 5,232 | 4,984 | 4,920 | 5,120 | 5,328 |
| 비유동자산 | 2,613 | 2,584 | 2,723 | 2,719 | 2,722 |
| 관계기업투자등 | 1,041 | 888 | 979 | 1,018 | 1,060 |
| 유형자산 | 851 | 836 | 1,101 | 1,044 | 993 |
| 무형자산 | 294 | 289 | 283 | 282 | 281 |
| **자산총계** | **10,064** | **9,438** | **9,924** | **9,980** | **10,354** |
| 유동부채 | 6,719 | 5,618 | 6,119 | 5,947 | 6,036 |
| 매입채무 및 기타재무 | 2,263 | 1,595 | 1,676 | 1,534 | 1,638 |
| 단기금융부채 | 4,140 | 3,590 | 4,329 | 4,294 | 4,274 |
| 기타유동부채 | 316 | 434 | 114 | 119 | 123 |
| 비유동부채 | 1,418 | 2,023 | 1,521 | 1,605 | 1,709 |
| 장기금융부채 | 1,345 | 1,959 | 1,418 | 1,498 | 1,598 |
| 기타비유동부채 | 73 | 64 | 103 | 107 | 111 |
| **부채총계** | **8,137** | **7,641** | **7,640** | **7,551** | **7,745** |
| 지배주주지분 | 1,797 | 1,675 | 2,177 | 2,322 | 2,502 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | 86 | 83 | 83 | 83 | 83 |
| 이익잉여금 | 1,216 | 1,243 | 1,282 | 1,427 | 1,607 |
| 비지배주주지분(연결) | 129 | 122 | 107 | 107 | 107 |
| **자본총계** | **1,927** | **1,797** | **2,284** | **2,429** | **2,609** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3,967** | **4,652** | **4,220** | **3,472** | **3,632** |
| 매출원가 | 4,500 | 4,246 | 3,693 | 3,023 | 3,124 |
| **매출총이익** | **-532** | **406** | **526** | **449** | **508** |
| 판매비 및 관리비 | 335 | 340 | 319 | 243 | 254 |
| **영업이익** | **-868** | **67** | **207** | **206** | **253** |
| (EBITDA) | -801 | 134 | 269 | 292 | 335 |
| 금융손익 | 11 | -22 | 11 | -14 | -14 |
| 이자비용 | 12 | 26 | 31 | 31 | 32 |
| 관계기업등 투자손익 | -1 | 1 | -1 | -1 | -1 |
| 기타영업외손익 | -38 | 4 | -121 | 2 | 2 |
| **세전계속사업이익** | **-896** | **50** | **97** | **193** | **240** |
| 계속사업법인세비용 | -217 | 24 | 57 | 48 | 60 |
| 계속사업이익 | -679 | 26 | 40 | 144 | 180 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **-679** | **26** | **40** | **144** | **180** |
| 지배주주 | -633 | 38 | 38 | 144 | 180 |
| **총포괄이익** | **-1,330** | **-133** | **503** | **144** | **180** |
| 매출총이익률 (%) | -13.4 | 8.7 | 12.5 | 12.9 | 14.0 |
| 영업이익률 (%) | -21.9 | 1.4 | 4.9 | 5.9 | 7.0 |
| EBITDA 마진률 (%) | -20.2 | 2.9 | 6.4 | 8.4 | 9.2 |
| 당기순이익률 (%) | -17.1 | 0.6 | 1.0 | 4.2 | 5.0 |
| ROA (%) | -6.2 | 0.4 | 0.4 | 1.5 | 1.8 |
| ROE (%) | -25.9 | 2.2 | 2.0 | 6.4 | 7.5 |
| ROIC (%) | -64.5 | 3.1 | 6.0 | 9.4 | 11.8 |

## 현금흐름표

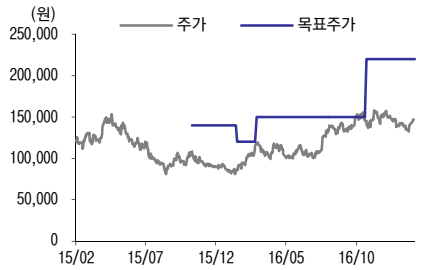
| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **-190** | **-1,348** | **99** | **192** | **275** |
| 당기순이익(손실) | -679 | 26 | 40 | 144 | 180 |
| 비현금수익비용가감 | 67 | 54 | 125 | 92 | 88 |
| 유형자산감가상각비 | 65 | 66 | 60 | 84 | 80 |
| 무형자산상각비 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타현금수익비용 | 0 | -1 | 63 | 5 | 6 |
| 영업활동 자산부채변동 | 302 | -1,514 | -88 | -44 | 7 |
| 매출채권 감소(증가) | -156 | 191 | 430 | 91 | -67 |
| 재고자산 감소(증가) | -35 | 37 | 5 | 21 | -15 |
| 매입채무 증가(감소) | 426 | -601 | -445 | -142 | 104 |
| 기타자산, 부채변동 | 67 | -1,140 | -77 | -14 | -15 |
| **투자활동 현금** | **-156** | **36** | **177** | **-264** | **-275** |
| 유형자산처분(취득) | -62 | -34 | -32 | -27 | -29 |
| 무형자산 감소(증가) | -1 | 1 | 3 | -1 | -1 |
| 투자자산 감소(증가) | -347 | 104 | 46 | -222 | -231 |
| 기타투자활동 | 253 | -34 | 160 | -15 | -15 |
| **재무활동 현금** | **819** | **1,252** | **24** | **45** | **80** |
| 차입금의 증가(감소) | 808 | 1,234 | 23 | 45 | 80 |
| 자본의 증가(감소) | -16 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | 27 | 18 | 1 | 0 | 0 |
| **현금의 증가** | **473** | **-59** | **298** | **-27** | **79** |
| 기초현금 | 243 | 716 | 657 | 955 | 928 |
| 기말현금 | 716 | 657 | 955 | 928 | 1,007 |

## 주요 투자지표

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | -2.2 | 27.3 | 31.2 | 8.1 | 6.5 |
| P/B | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | -1.9 | 10.3 | 5.6 | 4.8 | 3.6 |
| P/CF | n/a | 13.0 | 7.1 | 5.0 | 4.4 |
| 배당수익률 (%) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -0.5 | 17.3 | -9.3 | -17.7 | 4.6 |
| 영업이익 | 적지 | 흑전 | 211.6 | -0.8 | 23.1 |
| 세전이익 | 적지 | 흑전 | 94.1 | 99.2 | 24.8 |
| 당기순이익 | 적지 | 흑전 | 56.1 | 260.3 | 24.8 |
| EPS | 적지 | 흑전 | -1.2 | 282.8 | 24.8 |
| **안정성(%)** | | | | | |
| 부채비율 | 422.4 | 425.3 | 334.5 | 310.9 | 296.9 |
| 유동비율 | 110.9 | 122.0 | 117.7 | 122.1 | 126.4 |
| 순차입금/자기자본 | 4.6 | 18.9 | 14.8 | 9.4 | 1.6 |
| 영업이익/금융비용 | -71.7 | 2.5 | 6.7 | 6.6 | 8.0 |
| 총차입금 (십억원) | 5,485 | 5,549 | 5,747 | 5,792 | 5,872 |
| 순차입금 (십억원) | 89 | 339 | 337 | 229 | 41 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | -31,642 | 1,910 | 1,887 | 7,223 | 9,012 |
| BPS | 89,863 | 83,749 | 108,853 | 116,075 | 125,087 |
| CFPS | n/a | 4,002 | 8,243 | 11,802 | 13,388 |
| DPS | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |

자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터

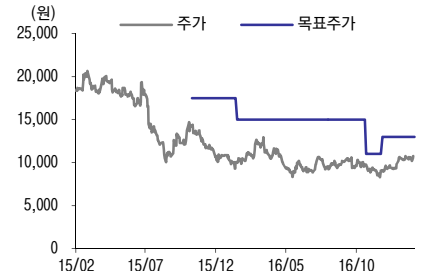
## 현대중공업 목표주가추이




## 투자의견변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 일시 | 투자의견 | 목표가격 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2015.10.19 | 담당자변경 | 양형모 | | | |
| 2015.10.19 | Buy | 140,000 | | | |
| 2015.10.27 | Buy | 140,000 | | | |
| 2015.12.11 | Buy | 140,000 | | | |
| 2016.01.25 | Buy | 120,000 | | | |
| 2016.03.07 | Buy | 150,000 | | | |
| 2016.04.27 | Buy | 150,000 | | | |
| 2016.07.28 | Buy | 150,000 | | | |
| 2016.10.31 | Buy | 220,000 | | | |
| 2016.11.07 | Buy | 220,000 | | | |
| 2016.11.16 | Buy | 220,000 | | | |
| 2016.12.05 | Buy | 220,000 | | | |
| 2017.02.10 | Buy | 220,000 | | | |
| 2017.02.14 | Buy | 220,000 | | | |

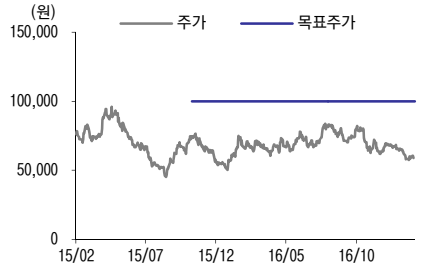
## 삼성중공업 목표주가추이




## 투자의견변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 일시 | 투자의견 | 목표가격 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2015.10.19 | 담당자변경 | 양형모 | | | |
| 2015.10.19 | Buy | 17,500 | | | |
| 2015.10.27 | Buy | 17,500 | | | |
| 2016.01.25 | Buy | 15,000 | | | |
| 2016.02.02 | Buy | 15,000 | | | |
| 2016.03.07 | Buy | 15,000 | | | |
| 2016.10.31 | Hold | 11,000 | | | |
| 2016.12.05 | Buy | 13,000 | | | |
| 2016.12.08 | Buy | 13,000 | | | |
| 2017.01.06 | Buy | 13,000 | | | |
| 2017.01.19 | Buy | 13,000 | | | |
| 2017.01.26 | Buy | 13,000 | | | |
| 2017.02.08 | Buy | 13,000 | | | |
| 2017.02.14 | Buy | 13,000 | | | |

## 현대미포조선 목표주가추이




## 투자의견변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 일시 | 투자의견 | 목표가격 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2015.10.19 | 담당자변경 | 양형모 | | | |
| 2015.10.19 | Buy | 100,000 | | | |
| 2015.10.27 | Buy | 100,000 | | | |
| 2015.10.29 | Buy | 100,000 | | | |
| 2015.11.18 | Buy | 100,000 | | | |
| 2016.03.07 | Buy | 100,000 | | | |
| 2016.04.27 | Buy | 100,000 | | | |
| 2016.07.28 | Buy | 100,000 | | | |
| 2016.10.31 | Buy | 100,000 | | | |
| 2016.11.07 | Buy | 100,000 | | | |
| 2017.01.12 | Buy | 100,000 | | | |
| 2017.02.10 | Buy | 100,000 | | | |
| 2017.02.14 | Buy | 100,000 | | | |

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후 12 개월) | 투자의견 비율 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계 | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 절대수익률 기준 투자등급 3 단계 | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도) | +20% 이상 기대<br>−20% ~ +20%<br>−20% 이하 기대 | 83.7%<br>16.3% | 2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경 |
| | | 합계 | | 100.0% | 투자의견 비율은 2016. 1. 1 ~ 2016.12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신) |