

2018 해외탐방 시리즈

No. 03

## 라고스와 런던에서 확인한 봄기운



2018. 03. 19

조선

Analyst 김흥균  
02 369 3102  
usckim10@db-fi.com

## Summary



글로벌 해양 석유 생산에서 골든트라이앵글에 속해 있는 나이지리아현지 삼성중공업 야드를 방문 하였다. 해양생산설비분야가 큰 사이클을 겪으면서 앞으로 나아갈 방향을 파악하는데 이번 계약 당시 30억불규모의 FPSO 공사를 로컬컨텐츠에서 마무리하는 과정을 살펴봄으로써 도움이 될 것으로 판단한다. 글로벌 선박 영업의 1번지인 런던을 방문하여 클락슨을 비롯한 선박브로커사 3곳과 미팅을 진행하였다. 주요 선종별로 의견을 교류하면서 공감대가 형성되는 것을 확인하였다.

나이지리아 삼성중공업 합작사 야드에서 마무리 작업 중인 에지나 FPSO는 18년 1월 현지 야드에 도착하였다. 전체 18개 모듈 중 현지에서 제작된 6개를 4월 2일까지 마지막 6번 모듈 탑재를 완료한 후 7월말에 합작사 야드에서 출항할 예정이다. 추가적인 비용발생 가능성보다는 출항전 손익개선을 위한 발주처와 정산 협의가 더 관심 사항이다. 나아가, 나이지리아에서 현재 발주가 진행중인 Zabazaba와 Bonga Southwest 등 생산설비 제작에 현지 야드의 활용도가 높아질 전망이다. Zabazaba 프로젝트는 삼성중공업 합작사가 탐사이드 + 모듈 탑재 등 수주를 18년 이내에 기대한다. 오일메이저 Shell의 Bonga southwet FPSO는 19년에 수주 업체가 결정될 전망이다. 추가로 Total의 Ikike 플랫폼, Exxon Mobil의 SFDP-2 프로젝트, First E&P가 발주하는 프로젝트 등에서 수주가 기대되는 상황이다.

런던 소재 선박중개회사인 Clarkson, Simpson Spence Young(SSY), Braemar를 방문하여 각각 유조선과 컨테이너선 그리고 LNG선 업황관련 발표를 들었고 주요 관심사에 대해 질의응답을 진행하였다. 요약해보면 현지점에서는 LNG선과 벌크선의 발주 업황을 가장 긍정적으로 보고 있었다. 다음으로 컨테이너선의 업황이 개선되는 것을 강조하였으며 유조선은 상대적으로 개선분위기를 낮게 전망하고 있었다. 유조선 중에서는 정유운반선의 시황이 상대적으로 양호한 것으로 소개 하였다. LNG선의 경우 유럽과 중국을 비롯한 아시아에서의 수요 증대와 선박 수급 안정화 그리고 추진 중인 프로젝트와 LNG선 신조선가를 고려하면 가장 발주 매력이 높은 것으로 파악된다.

삼성중공업은 18년 수주 목표를 82억불로 제시하고 있는데, 상선에서 LNG선과 컨테이너선 그리고 셔틀탱크 위주의 수주와 함께 해양생산설비의 수주 소식도 올해 중반 이후 들려줄 가능성이 높다. Buy의견을 유지한다. 런던에서도 LNG선 시장의 발주 움직임이 가장 두드러지는 가운데 업황 개선에서도 가장 확신하는 모습이었다. 컨테이너선도 업황이 안정화되면서 18년에 발주량이 의미있게 늘어날 가능성이 높은 것으로 파악된다. 이들 선종은 삼성중공업이 글로벌 1~2위를 경합하는 것으로, 발주량 증대에 따른 직접적인 수주 소식이 기대된다. 에지나 FPSO 공사는 현재 6개 현지 제작 모듈이 탑재를 준비 중이며 약 6개월기량의 출항 일정 단축에 따른 고정비 감소영향으로 추가 원가 절감 실현이 기대되는 상황이다. 특히, 서아프리카에서 최고 시설을 갖추고 운영 노하우까지 보유하게 된 현지 야드가 유가 안정화와 함께 현지 발주 움직임이 살아나면서 추가적인 수주가 이어질 전망이다. 한국 삼성중공업 야드와 유기적으로 교류하면서 로컬컨텐츠 조항 강화에 따른 수혜가 기대되는 상황이다.

Contents

I. 결론: 상선과 해양 업황 개선을 확신.....	4
업황 회복 초기를 선점하려는 움직임 확산.....	4
II. 나이지리아 및 현지 삼성중공업 야드는 기획의 땅.....	6
나이지리아에서 추가적인 개발 움직임 증대.....	6
삼성중공업 현지 야드 상황.....	8
III. 런던에서 본 조선 업황.....	11
현지 선박브로커들과의 미팅 요약.....	11
IV. FPSO의 시장 현황.....	18
해양생산설비에 대세는 FPSO.....	18
III. Coverage Recommendation.....	22
삼성중공업(010140).....	22

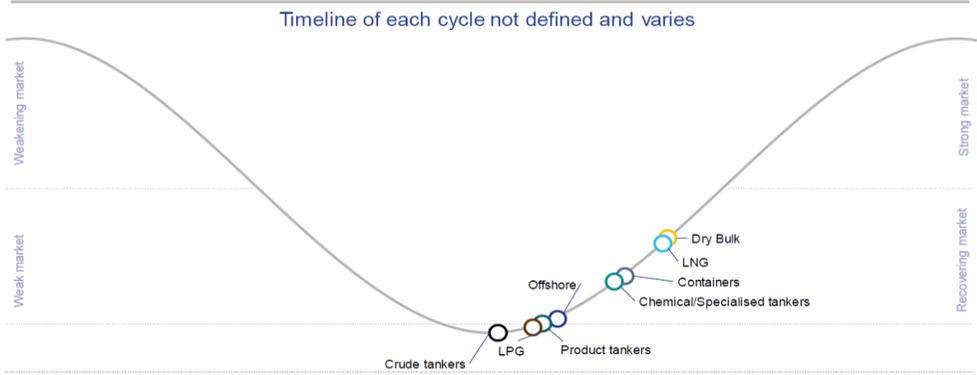
## I. 결론: 상선과 해양 업황 개선을 확신

### 업황 회복 초기를 선점하려는 움직임 확산

선박 영업의 글로벌 핵심인 런던에서 선박브로커사를 방문하여 선종별 추세적 상승을 확인

런던 소재 선박중개회사인 Clarkson, Simpson Spence Young(SSY), Braemar를 방문하여 각각 유조선과 컨테이너선 그리고 LNG선 업황관련 발표를 들었고 주요 관심사에 대해 질의응답을 진행하였다. 요약해보면 현시점에서는 LNG선과 벌크선의 발주 업황을 가장 긍정적으로 보고 있었다. 다음으로 컨테이너선의 업황이 개선되는 것을 강조하였으며 유조선은 상대적으로 개선분위기를 낮게 전망하고 있었다. 유조선 중에서는 정유운반선의 시황이 상대적으로 양호한 것으로 소개하였다.

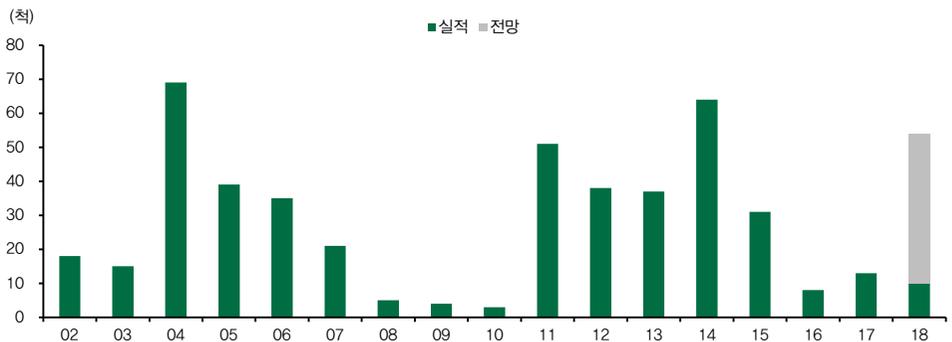
도표 1. 선박 종류별 시장 강세/약세 현황



자료: Clarkson, DB금융투자

LNG선의 경우 유럽과 중국을 비롯한 아시아에서의 수요 증대와 선박 수급 안정화 그리고 추진 중인 프로젝트와 LNG선 신조선가를 고려하면 가장 발주 매력에 높은 것으로 파악된다.

도표 2. 연도별 10만<sup>3</sup>이상 LNG선 발주 결과 및 전망



자료: Clarkson, DB금융투자

나이지리아 삼성중공업 야드는 에지나 FPSO 이후 추가 성장을 기대

나이지리아 삼성중공업 합작사 야드에서 마무리 작업 중인 에지나 FPSO는 14년 10월 생산을 시작한 이후 17년 10월말에 한국 삼성중공업 야드를 떠나 18년 1월에 현지 야드에 도착하였다. 15년 6월 합작사에서 첫 모듈을 제작하였으며 전체 18개 모듈 중에서 나이지리아 현지에서는 6개가 제작된 상황이다. 18년 3월 18일에 1차 모듈 탑재를 시작으로 4월 2일에 마지막 6번 모듈 탑재를 완료한 후 7월 말에 합작사 야드에서 출항할 예정이다. 이후 에지나 필드에서 4개월간 작업 준비기간을 가지고 되고 생산시작은 19년 4월이다. 작업 준비기간 이후는 발주처의 담당 영역으로 분류된다. 추가적인 비용 발생 가능성보다는 출항 전 손익개선을 위한 발주처와 정산 협의가 더 관심 사항이다.

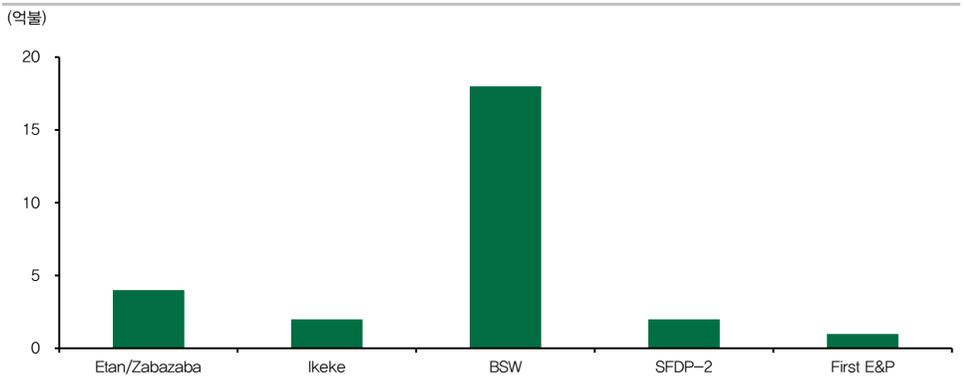
도표 3. 에지나 FPSO 상부 주요 모듈별 소개



자료: 삼성중공업 DB금융투자

현지 삼성중공업 합작사 야드는 서아프리카 내 최고의 시설 및 운영 노하우를 보유하고 있다. 암벽 등 투자 비용만 2억불 이상이 소요되었다. 거제도 삼성중공업 야드와 동일한 온도/습도 조절의 도장 공장을 보유하고 있다. 이러한 현대식 시설을 기반으로 나이지리아에서 가시적으로 제작 수요가 기대되는 프로젝트에 참여를 통한 성장이 기대된다.

도표 4. 나이지리아 삼성중공업 야드에서 수주가 가시적으로 기대되는 프로젝트들 규모



자료: 삼성중공업 DB금융투자

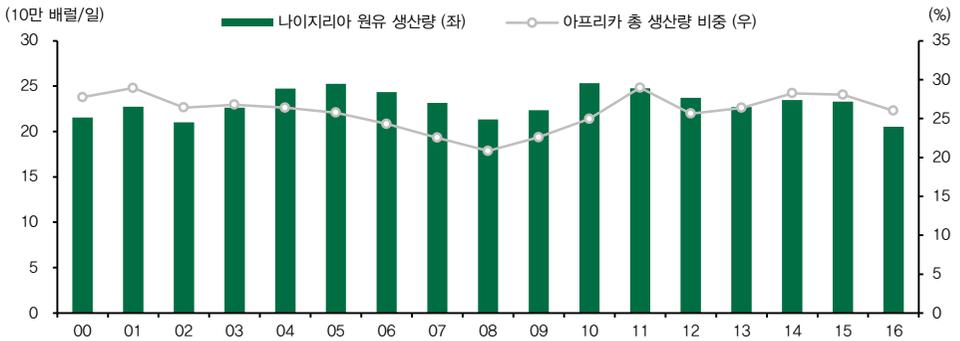
## II. 나이지리아 및 현지 삼성중공업 야드는 기회의 땅

### 나이지리아에서 추가적인 개발 움직임 증대

#### 나이지리아 경제 및 개요

나이지리아 인구는 1.8억명이고 면적은 923,773 km<sup>2</sup>이다. 수도는 아부자로 행정 중심이고, 주요 도시로 라고스 2천만명, 아부자 350만명, 이바단 250만명 등이 생활하고 있다. 나이지리아 원유 생산량은 세계 12위에 원유 수출은 세계 8위 수준이다. 가스매장량은 세계 10위이고, 석유로부터 발생하는 수익은 GDP의 40%이며 정부 수입의 80%이다. 16년에 경제활동 둔화한 이유는 국제 원유가격의 하락과 정부의 부정부패, 높은 인플레이션을, 높은 실업을 때문이었다. 17년 4월에 나이지리아 정부는 Economic Recovery and Growth Plan(ERGP)을 발표하면서 에너지 및 석유 제품의 효율성을 보장하였고 2Q17부터 경제활동이 회복되는 추세이다. 수출 증가 및 원유 가격 회복세가 일조하는 모습이다. 18년에 나이지리아는 원유 생산 2,3백만배럴/일 및 에너지 공급 능력 향상을 전망하고 있다.

도표 5. 나이지리아 원유 생산량 및 아프리카 대비 비중



자료: Wind, DB금융투자

도표 6. 나이지리아 라고스 도시 모습



자료: 삼성중공업, DB금융투자

도표 7. 삼성중공업 나이지리아 생산법인 직원 교육

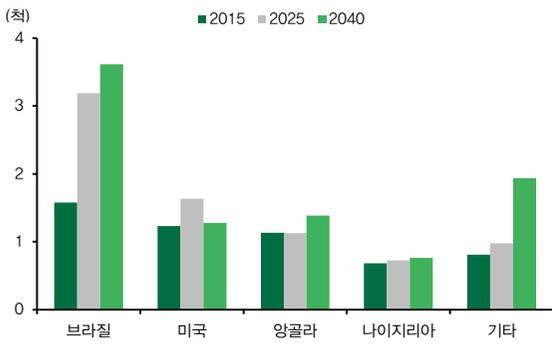


자료: 삼성중공업, DB금융투자

나이지리아 석유산업의 발전

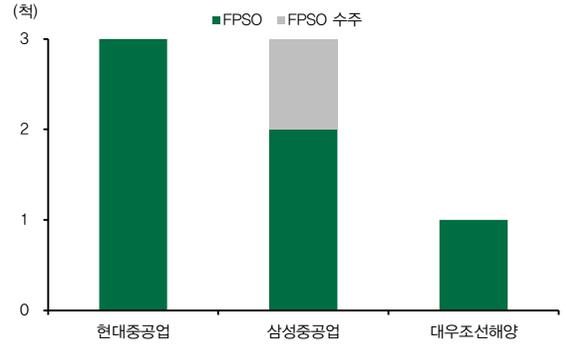
나이지리아 해상유전을 대상으로 한국 주요 조선소들이 FPSO 위주로 생산설비를 공급한 경험이 많다. 지난 5년간 추가적인 해상유전개발이 주춤하였으나 최근 다시금 개발 움직임이 살아나고 있다. 19년 2월에 대통령 선거가 예정되어 있는데, 현 대통령이 선거에 승리하기 위해서도 Zabazaba와 Bonga Southwest 등 프로젝트 진행에 속도를 높이려는 상황이다. 가스프러덕션에도 관심이 높아 FLNG 등에 대한 필요성을 언급하고 있다.

도표 8. 국가별 심해 원유 생산량 전망



자료: EA, DB금융투자

도표 9. 한국 주요 조선소 나이지리아 FPSO 수주 현황



자료: Clarkson, DB금융투자

도표 10. 나이지리아 필드에 투입되는 FPSO 요약

FPSO 이름	소유	Location Field	Capacity	Year Built	Built
ABO	Prosafe	Abo	932	1976	Keppel Shipyard
MYSTRAS	Agip Energy & Natural Resources	Okono & Okpono Fields	1035	1976	Drydocks World Dubai
ARMADA PERKASA	Burmi Armada	Okoro-Setu	400	1975	Keppel Shipyard
BERGE OKOLOBA TORU LPG	BW Offshore	Bonny River	472	1979	STX Finland Turku
SENDJE BERGE	BW Offshore	Okwori, Okwori South	920	1974	Jurong Shipyard
TRINITY SPIRIT	ConocoPhillips	Ukpokiti	1700	1976	A.E.S.A.
KNOCK ADOON	Fred. Olsen Production	Antan	1700	1985	Drydocks World Dubai
FALCON	SBM	Yoho field	100	1975	Keppel Shipyard
AGBAMI	Chevron	Agbami OPL 216, 217	1800	2007	Daewoo (DSME)
ERHA	ExxonMobil	Niger Delta OPL 209	2200	2005	Hyundai HI (Ulsan)
BONGA	Shell	Bonga	1400	2005	Samsung HI
SEA EAGLE (EA FPSO)	Shell	EA (OML 79)	920	2002	Samsung HI
USAN/UKOT	ExxonMobil	OPL 222 - Usan	2000	2011	Hyundai HI (Ulsan)
AKPO	Total	Akpo OPL 246, OML - 130	2000	2005	Hyundai HI (Ulsan)
EGINA	Total	OML 130	2200	2018	Samsung HI
BSW APARO	Shell	BONGA	???	TBA	
ZABAZABA	ENI	OML 245	???	TBA	

자료: 삼성중공업, Clarkson, DB금융투자

### 삼성중공업 현지 야드 상황

#### 개요 및 현황

삼성중공업 나이지리아 사업장은 현지 경제중심지인 Lagos를 거점으로 진행 중이다. 14년 8월 습지에서 건설공사 전 조감도로 제작 착수와 건설공사를 동시에 시행하였고, 5년 소요될 것으로 보았으나 18개월만에 야드를 완공하였다. 건조 중인 예지나 FPSO는 나이지리아 해안에서 200km 떨어진 해상이다. 오는 7월에 합작사 야드에서 출항한 이후 시원전 작업만 수행하면 마무리되는 공정으로, 나이지리아 법인 공사수행 관련 추가 손실 발생 가능성은 희박한 것으로 파악된다.

도표 11. 삼성중공업 나이지리아 법인 위치



자료: 삼성중공업, DB금융투자

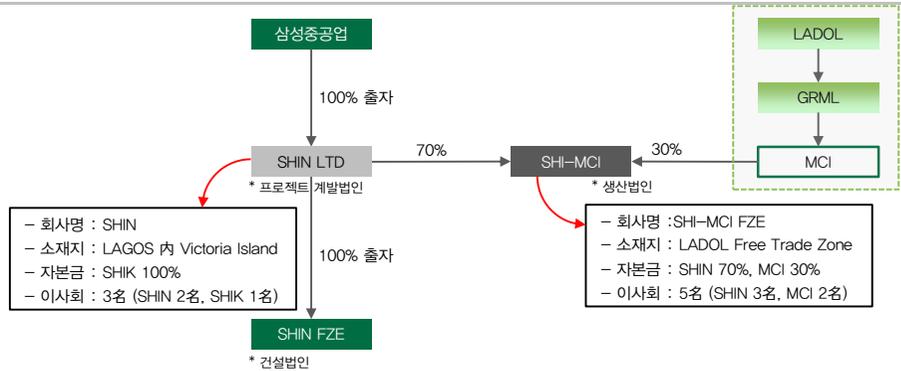
도표 12. 나이지리아 라고스 내 주요 거점



자료: 삼성중공업, DB금융투자

삼성중공업 프로젝트 계약법인인 SHIN LTD와 라들의 자회사인 MCI가 각각 7:3 비율로 합작 생산법인인 SHI-MCI에 출자하였다. 현재 한국인 288(89명 생산직 외주)명과 현지인 1,211명을 포함해 총 1499명이 근무중이다. 합작사는 이사회 인원이 총 5명으로 삼성중공업에서 CEO, CFO, COO를 맡고 있다.

도표 13. 삼성중공업 나이지리아 계약 및 출자 구조



자료: 삼성중공업, DB금융투자

삼성중공업 합작 야드는 502m 암벽에 12m 수심으로 대형 FPSO 건조가 가능하다. 제작한 모듈 중에서는 2,800톤급이 가장 무겁고 총 6개의 모듈을 탑재하기 위해 육상크레인 5천톤급을 임차하여 설치되어 있다. 18년 1월 24일 에지나 FPSO가 현지 야드에 도착하였고 오는 4월 2일에 현지에서 제작한 마지막 6번째 모듈이 탑재될 계획이다. 6개월간 암벽공정 준수를 위해 추가로 한국에서 103명의 배관 인력이 3월 중에 투입될 예정이다. 추가 인력 투입은 발주처인 토탈과 협의를 한 상황으로 추가적인 비용 정산이 가능할 전망이다. 인력은 오는 5월에 1624명으로 최대치를 기록한 이후 줄어들 예정이다. 발주처는 18년 이내에 에지나 필드에 설치를 목표로 하고 있다.

도표 14. 삼성중공업 나이지리아 생산법인 전경



자료: 삼성중공업, DB금융투자

서아프리카 내에 최고의 야드 시설을 갖추고 에지나 FPSO 건조 경험을 통해 운영 노하우까지 보유하게 되었다. 한국에서 생산성대비 5배 더 비용 투입으로 예상하고 노력하여 개선이 많이 되었다. 현재 한국 작업자는 전체의 1/10 수준이다. 합작사의 용접불량률은 0.15%로 낮은 수준이다. 지난 2년간, 검사합격률 99%에 무재해 830일을 달성 중이다. 한국과 노동시장이 달라 실수를 많이 하면 퇴사를 시킬 수 있다. 교육을 1달 시키고 3번까지 불량률 내면 퇴사시킨다.

도표 15. 삼성중공업 나이지리아 생산법인 자재창고



자료: 삼성중공업, DB금융투자

도표 16. 삼성중공업 나이지리아 생산법인 육내조립장 내부



자료: 삼성중공업, DB금융투자

앞으로 활용도

Zabazaba와 Bonga Southwest 등 생산설비 제작에 현지 야드의 활용도가 높아질 전망이다. Zabazaba프로젝트는 3곳이 경합하고 있는데 삼성중공업 합작사가 탑사이드 + 모듈 탑재 등 수주를 18년 이내에 기대한다. 오일메이저 Shell의 Bonga Southwest FPSO는 19에 수주 업체가 결정될 전망이다. 추가로 Total의 Ikike 플랫폼, Exxon Mobil의 SFDP-2 프로젝트, First E&P가 발주하는 프로젝트 등에서 수주가 기대되는 상황이다. 합작사 야드는 2천톤 이하 수형 및 야드 대여도 가능한데, 나이지리아의 로컬컨텐츠 요구비중이 50%가 넘기 때문이다. 참고로 에지나 FPSO 건조에 나이지리아 현지에서 나이저독과 삼성중공업 합작사 야드가 작업을 병행하였다.

도표 17. 나이지리아 프로젝트 상태별 분류 및 요약

상태	프로젝트	운용	세부 사항	진행 상황	EPC 발주
발주 추진	Etan/Zabazaba	NAE Limited	FPSO 개조/신조, 생산능력 15만배럴/일	사업/사업 평가 중, FID 3분기 예상	2018
	Bonga Southwest FPSO	SNEPCO	FPSO 신조, 생산능력 15.4만배럴/일	FID 3Q19 예상	미정
	Ikike production Platform	토탈	생산용량 4.5만배럴/일	FID 2Q18 예상	2018
보류	Nsiko FPSO	셰브론	FPSO 신조, 생산능력 10만배럴/일	사내 프로젝트 팀 현장 개발중	미정
	Bosi FPSO	ExxonMobil	FPSO 신조, 생산능력 14만배럴/일	자금 조달, 승인, 운영지역 보안 핵심	미정
	Brass LNG	Eni/토탈/NNPC	10백만톤/년 LNG 플랜트	정부가 Eni에게 프로젝트 방문을 요청	미정
	Nigeria LNG Train 7+	NLNG	4.2 MT LNG train 7+은 1-6의 부가적 플랜트	주정부 및 주주들은 FID 2Q18예상	미정
기타	Anyala OML83 & Madu OML85	First E&P	5십만배럴/일, 4개 원유 + 1개 가스 플랫폼	FPSO 개조로 사용 가능	미정
	Ofrima-Udele OML 137	Addax	TAD 굴착 장치 및 FSO 건조	Kaztech이 유력한 경쟁자 후보	미정
	Owowo field development	ExxonMobil	FPSO 고려중	추후 업데이트 확인	미정

자료: 삼성중공업, DB금융투자

인근 한 경쟁사인 나이저독은 많을 때 3000명 인력이었으나 지금은 없는 상황이다. 생산성은 거제 야드의 6배이고 합작사는 2.5배 수준으로 차이가 있다. 삼성중공업 합작사 야드는 600톤급 크레인 2대를 보유하고 있고 현지 회사와는 다르게 임금 체납이 없었으며, 현지인 식당 360석 규모를 보유하고 있다. 매년 건강검진에 용접교육센터를 갖추어 기술교육을 하고 있으며 현지 업체 평균대비 10%이상 급여수준이 높다. 최근 라돌부지에 Shell과 Total이 20년 부지 계약을 했다.

도표 18. 경쟁사 나이저독



자료: 삼성중공업, DB금융투자

도표 19. 삼성중공업 Egin FPSO 전경



자료: 삼성중공업, DB금융투자

### III. 런던에서 본 조선 업황

#### 현지 선박브로커들과의 미팅 요약

Clarkson, SSY, Braemar 선박 브로커 및 애널리스트와 미팅에서 선종별 강도를 확인

런던은 전 세계 주요 해운 및 선박중개의 중심지다. 역사적으로 1800년도부터 선박중개산업이 런던에서 발전하였다. 다양한 금융서비스업과 함께 중개 업무가 확대되면서 Baltic Exchange의 설립으로도 이어지게 되었다. 이번에 방문한 3곳은 이러한 역사의 흐름과 함께 선박 중개사로 성장한 회사들이다. 20세기 후반까지만 해도 선박중개업자들이 여러 영역의 중개를 하는 것이 흔했지만, 최근에는 특정 섹터에 특화되어 있다.

도표 20. 런던 소재 선박중개 3사 주요 내용

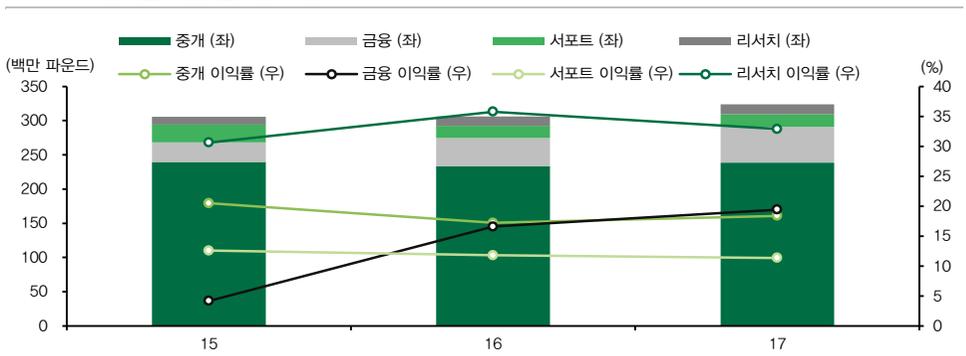
(단위: 년)

회사명	Clarkson	Simpson Spence Young (SSY)	Braemar
설립년도	1852	1880	1982
제공 서비스	선박중개 금융 서포트 시장조사	건화물 탱커 운선 파생상품 선박매매 리서치 및 자문 대리인 & 에이전션 화학 가스	선박중개 항구 대리인 & 물류 금융 환경 기술 전문가 법률 서포트 해양 컨설팅 해양 보증 서베이, 감사, 평가 슈퍼 요트

자료: 각 사 홈페이지, DB금융투자

글로벌 선박중개업체 중 가장 큰 규모를 갖추고 있는 클락슨의 경우 런던사무실에서만 400~500명이 근무하는 것으로 추측된다. 사업 분야를 크게 4개로 나눌 수 있는데, 매출 비중이 가장 높은 사업은 선박중개업이고 수익성이 가장 높은 사업은 리서치사업으로 확인된다.

도표 21. 클락슨 사업 분야별 수입



자료: Clarkson, DB금융투자

런던 소재 선박중개회사인 Clarkson, Simpson Spence Young(SSY), Braemar를 방문하여 각각 유조선과 컨테이너선 그리고 LNG선 업황관련 발표를 들었고 주요 관심사에 대해 질의응답을 진행하였다. 요약해보면 현시점에서는 LNG선과 벌크선의 발주 업황을 가장 긍정적으로 보고 있었다. 다음으로 컨테이너선의 업황이 개선되는 것을 강조하였으며 유조선은 상대적으로 개선분위기를 낮게 전망하고 있었다. 유조선 중에서는 정유운반선의 시황이 상대적으로 양호한 것으로 소개하였다.

도표 22. 클락슨 원유운반선 시장 설명회 현장



자료: Clarkson, DB금융투자

도표 23. Braemar 신조선 및 항운 시장 설명회 현장

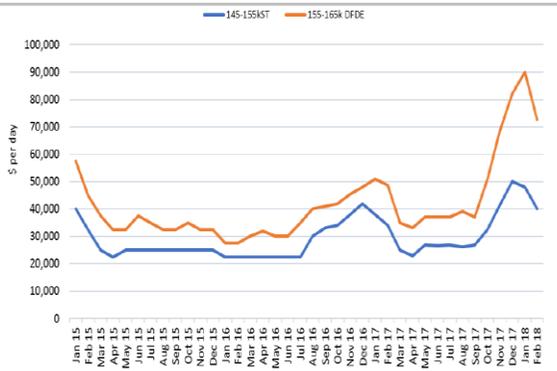


자료: Braemar, DB금융투자

LNG선 업황 전망을 가장 긍정적으로 보고 있음

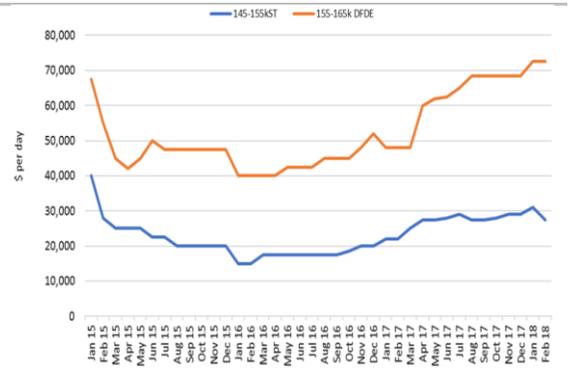
LNG 공급은 22년 전후로 수출물량 증가가 주로 카타르, 호주 그리고 미국 등지에서 가장 크게 나타날 전망이다. 이에 대비하기위한 LNG선 신조선 발주가 21년 인도를 타깃으로 추진 중이다. 카타르가 앞으로 2~3년 내에 2개의 메가트레이인의 생산이 추가되면서 이를 위한 발주가 예상된다. 18년 3월 현재 이미 총 19척의 LNG선 발주가 확정된 것으로 추정하였다. Flex LNG 8척, Maran Gas 3척, BW 3척, Gas Log 2척 등으로 파악된다. 올해 발주된 19척 중에 17척이 투기발주이다. FSRU의 경우 현재 30개 프로젝트가 언급되고 있고, 이 중에 3~4개 FSRU는 발주가 구체화되고 있다.

도표 24. BACM 스팟 가격 추세



자료: Braemar, DB금융투자

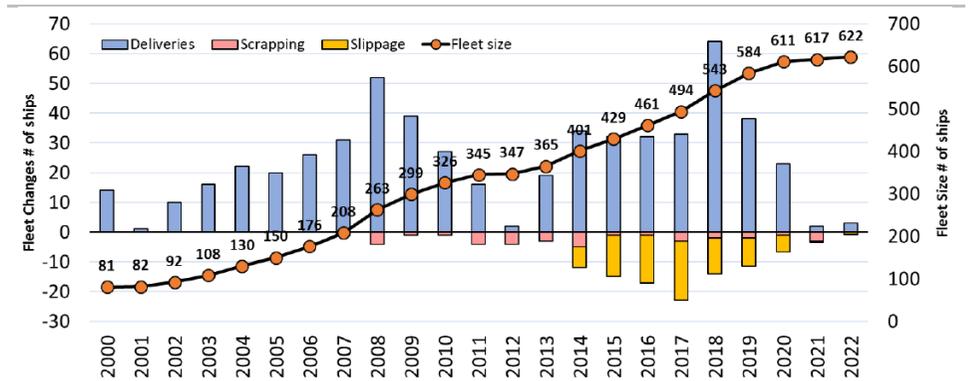
도표 25. BACM 3년 용선 가격 추세



자료: Braemar, DB금융투자

LNG선 전문 선박 브로커는 20년에 조선소가 인도 가능한 건조공간을 현대중공업과 대우조선해양은 거의 다 소진한 것으로 추정하였다. 과거 인도기준으로 한 조선소가 최대 연간 18척을 기록한 적도 있었지만, 현시점에서는 한국 조선 Big 3의 LNG선 연간 생산능력을 각각 8~10척으로 판단하고 있다. 현대중공업은 현대삼호중공업까지 포함할 경우 12~14척으로 늘어날 여지가 있다. 올해 추가적인 LNG선 발주가 10~15척 더 있을 것으로 본다. 미국 LNG 수출이 영국, 프랑스, 이태리, 그리스, 크로아티아, 독일 등으로 늘어나고 몇몇 유럽 국가들은 FSRU 수요도 늘어날 것으로 전망하였다.

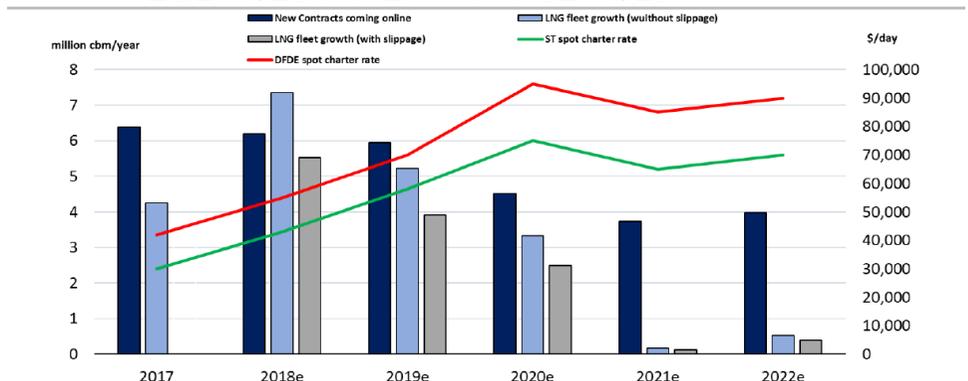
도표 26. LNG선 개발 추세 및 전망



자료: Braemar, DB금융투자

LNG선 스팟 운임이 기존의 스팀터빈엔진보다는 특히, DFDE엔진타입 위주로 많이 상승하였다. 예상보다 추웠던 겨울의 계절성요인과 더불어 수급측면에서도 LNG TC시장에서 DFDE 3년 용선료는 스팀터빈과 격차를 벌리며 증가추세가 이어지고 있다. 세계 최대 LNG 수입국인 일본은 수요가 유지되면서 노후 선박에 대한 교체가 나타나면서 도쿄가스의 경우 3~4척의 LNG선이 가시적으로 필요한 상황이다. 유럽이 LNG 수요측면에서 빅 허브로 성장하였고 중국도 크게 증가하고 있다. 나머지 파키스탄, 방글라데시 등 아시아 지역에서도 수요가 늘어나는 추세이다. MEG엔진 LNG선과 전통적인 LNG선과의 스팟 용선료는 10,000불 차이를 최근 나타내고 있다.

도표 27. LNG선 용선 추세/전망 및 새로운 LNG 계약 및 용선 추세/전망

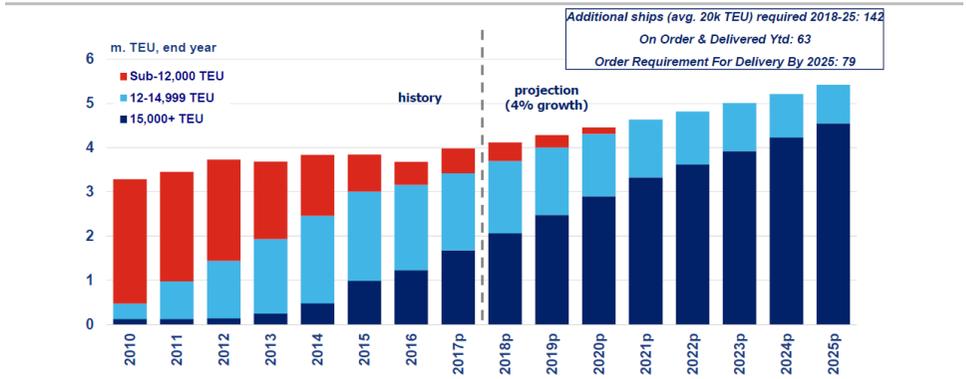


자료: Braemar, DB금융투자

컨테이너선시장도 업황 개선과 함께 선박 발주가 늘어날 전망

LNG선 발주시장대비 브로커들의 추천 강도는 다소 약하지만 탱크대비 보다 긍정적인 시장으로 컨테이너선 업황을 전망하였다. 특히, 2년전보다 운임, 수급 등 컨테이너선 시장 상황이 좋아진 것으로 소개하였다. 용선료가 올라가는 추세 아래에 컨테이너선사들이 새로운 얼라이언스를 구축하면서 시장점유율 강화를 지속하고 있다. 항구 등지에 유휴 상태에 있는 컨테이너선 비율이 전체 선박량대비 1년전 7%에서 지금은 2% 미만으로 줄어든 모습이다. 컨테이너 트레이드 증가가 16년 10월부터 선대증대를 넘어서고 있다.

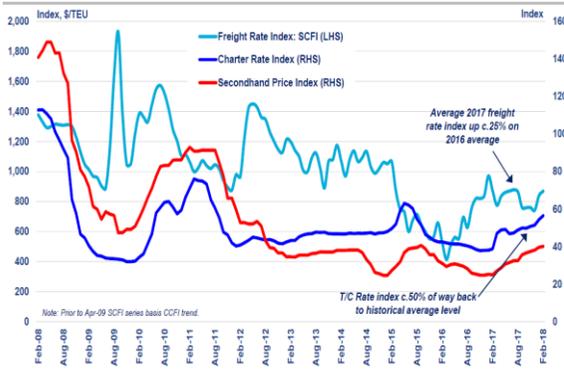
도표 28. 용량별 컨테이너선 운용 기회 추세 및 전망



자료: Clarkson, DB금융투자

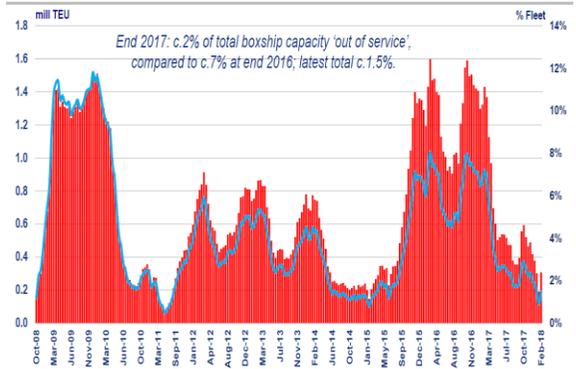
18년에 컨테이너선 물동량 증가를 5% 이상으로 예상하고 19년 선대증대는 2~3% 수준으로 보고 있다. 이를 전 세계 컨테이너선 수주잔고/선복량인 13%에 대비하여보면 평균 2만TEU급 이상 컨테이너선이 18~25년 중에 79척이 추가로 발주될 것으로 전망하였다. 파나마운하 통과가 가능한 최대 컨테이너선 크기가 14,600teu급이어서 12,000~15,000TEU급 선박 수요도 늘어나고 있다. 컨테이너선사 top 10의 시장점유율이 84%로 높아졌고, 17년에 311척 중고선 거래는 역사적으로 최대치이다.

도표 29. 컨테이너선 시장 추세



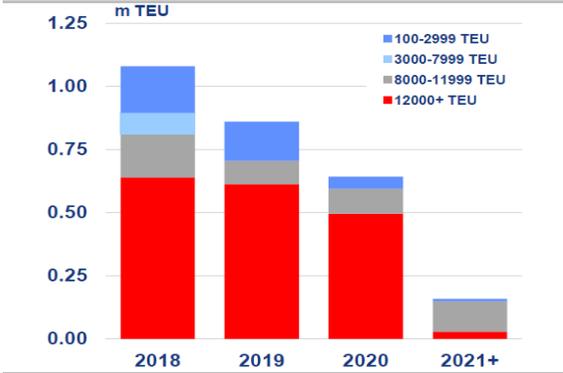
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 30. 비가동 컨테이너선 용량 추세



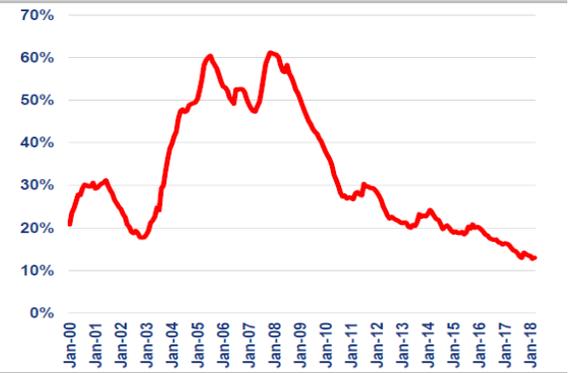
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 31. 컨테이너선 발주 전망



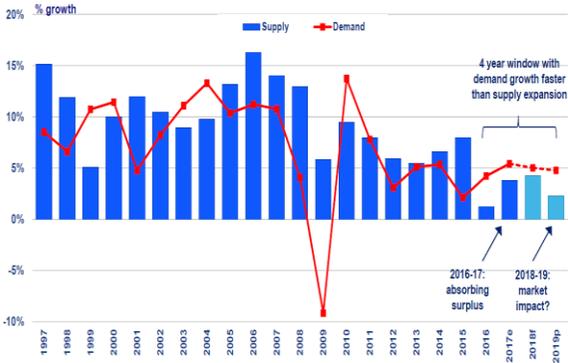
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 32. 발주 컨테이너선 용량 비중



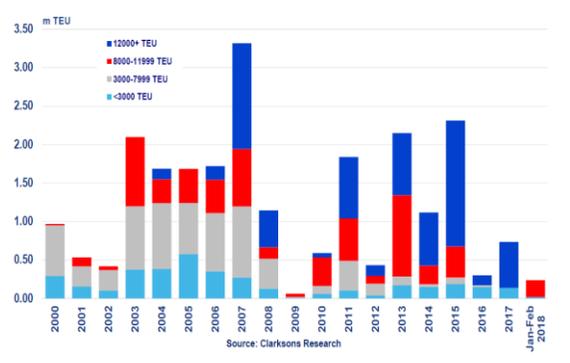
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 33. 컨테이너선 수요 및 공급 추세



자료: Clarkson, DB금융투자

도표 34. 컨테이너선 계약 추세



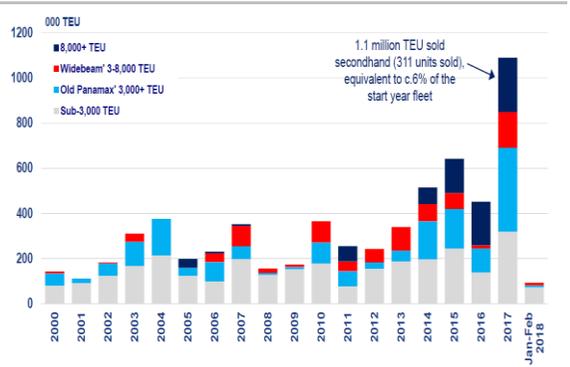
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 35. 컨테이너선사 Top 10 비중 확대



자료: Clarkson, DB금융투자

도표 36. 중고 컨테이너선 용량 추세

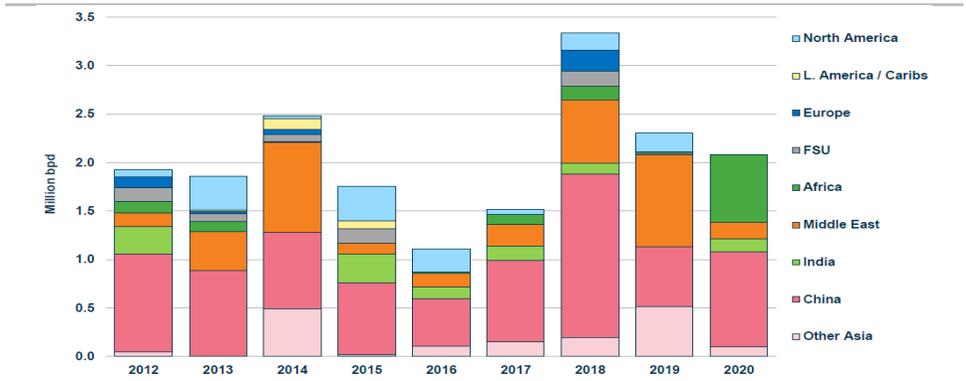


자료: Clarkson, DB금융투자

유조선 시장은 상대적으로 약할 것으로 전망

18년에 유조선 운임은 상대적으로 개선 추세가 약할 것으로 전망하였다. 미국에서 원유 생산량이 증대되면서 아시아로 수송이 늘어났다. 이 물량으로 VLCC 수요가 16년대비 17년 늘어난 것이 atlantic-east 항로이다. 아시아 수요증가가 원유해상 물동량 증대를 최근 2~3년간 이끌었다. 선박 톤수와 항해기간 모두 늘어나는 결과를 초래하였다. 글로벌 정제 생산능력 증대가 18년에 크게 늘어나는데, 특히 중국이 18년에 거의 1.7mn bpd 증가될 전망이다. 19년에 사우디가 1백만 bpd 늘어나면서 중동의 증대가 두드러지고 아프리카는 20년에 의미있고 늘어날 전망이다.

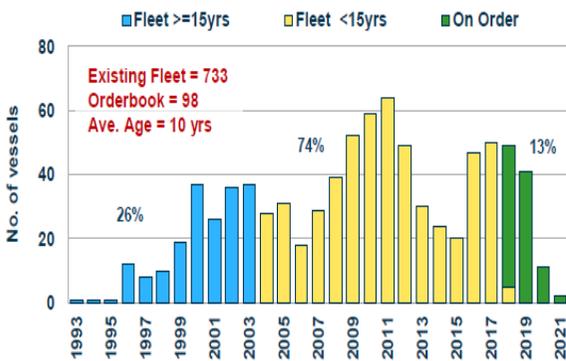
도표 37. 정유 용량 확충 프로젝트 (2012 - 2020)



자료: Clarkson, DB금융투자

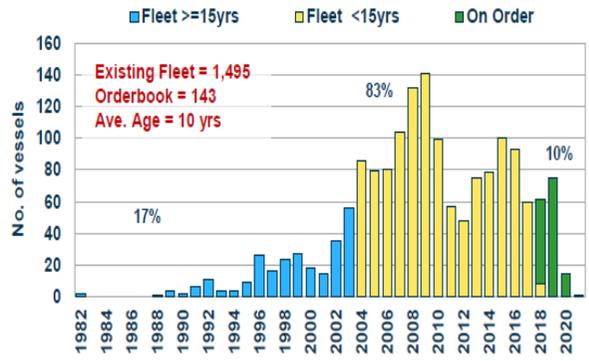
긍정적인 전망으로는 선박 가격이 매력적이고 20년 시장이 강할 것 보고 있다. 정유운반선은 운임이 상승하면서 분위기가 개선되는 모습이다. 강재가격 등 비용 증대 등으로 VLCC 가격이 8~10% 올랐다. 규제 영향으로 15년 이상 특히 20년 이상 선박은 활용도가 낮다. VLCC는 18년에 45척이 인도되고 24척 해체로 예상된다. 19년은 40척 인도에 14척 스크랩 전망이다. VLCC 교체 수요는 20년 이후 30척 이상으로 본다. 해상 정유 트레이딩이 연간 3%대 수준으로 꾸준히 증가하는 요인이다가 MR탱커는 20년 규제로 수요가 늘고 인도량도 적어 발주가 늘어날 전망이다.

도표 38. VLCC 인도연도별 선령 비중



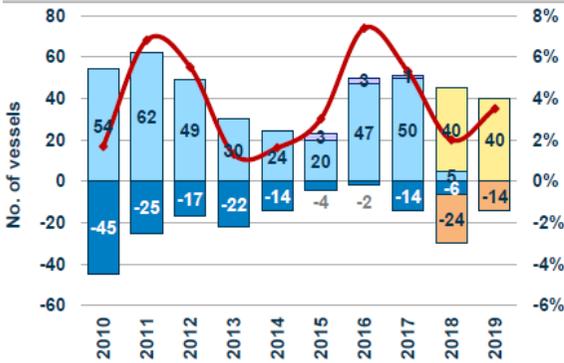
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 39. MR탱커 인도연도별 선령 비중



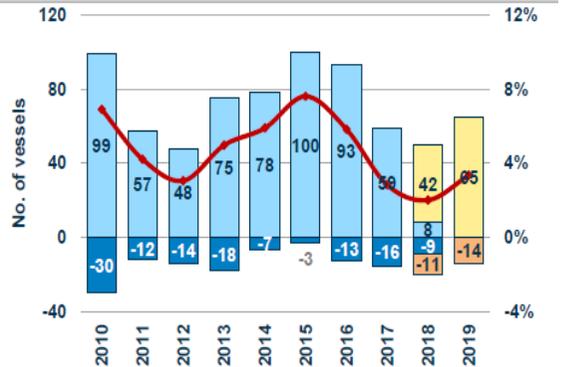
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 40. VLCC 선박 척수 증감 추세



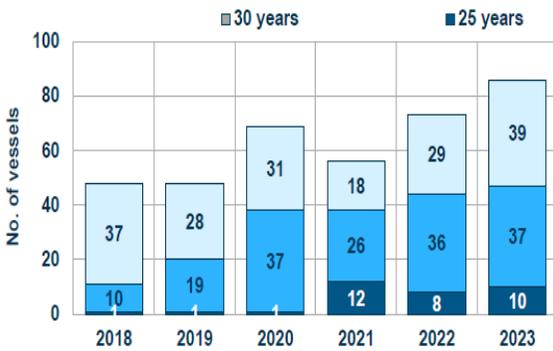
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 41. MR탱커 선박 척수 증감 추세



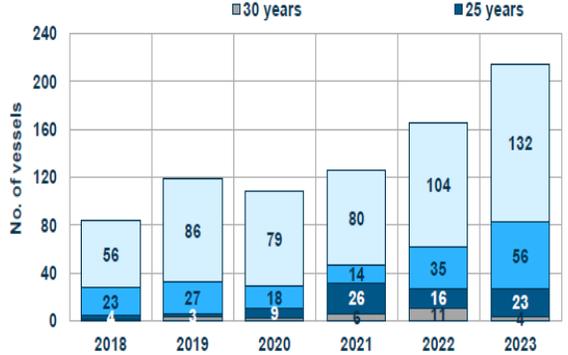
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 42. VLCC 25/30 선령 비중 전망



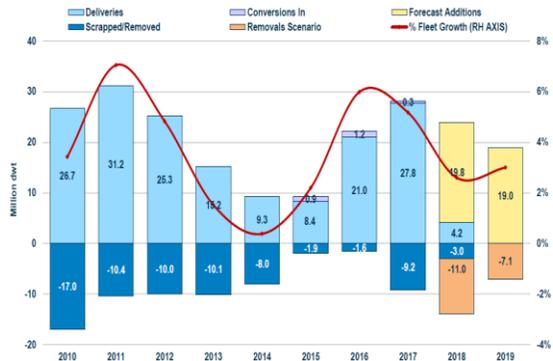
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 43. MR탱커 25/30 선령 비중 전망



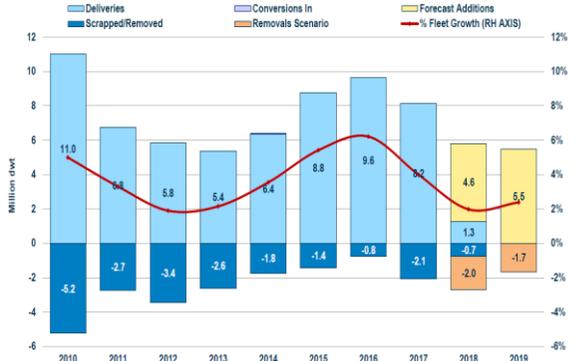
자료: Clarkson, DB금융투자

도표 44. 원유운반선 증감 추세



자료: Clarkson, DB금융투자

도표 45. 25-125kDwt급 화물운반선 증감 추세

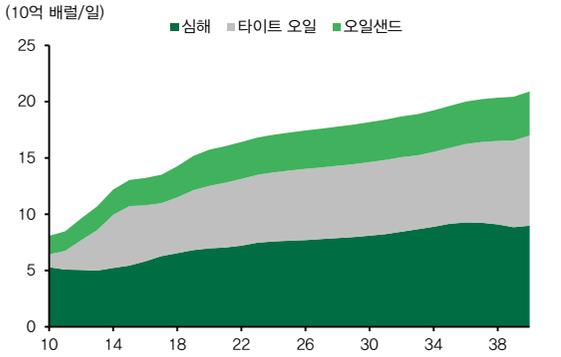


자료: Clarkson, DB금융투자



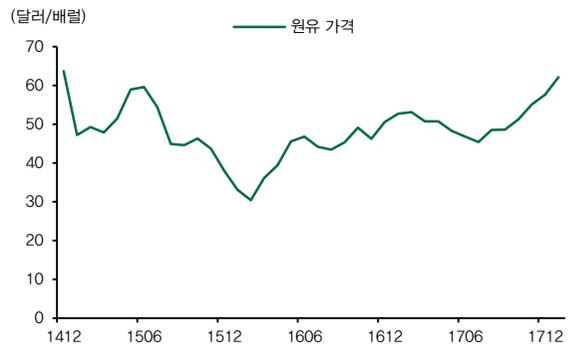
EIA는 심해 지역 원유 생산 비중이 다른 지역보다 크며 이러한 현상이 꾸준히 지속될 것으로 전망하고 있다. 타이트오일 생산량도 증가추세에 있는데 16년초에 최저 바닥을 찍은 원유가격이 현재 빠른 속도로 회복하고 있는 점이 원유 생산시장의 활성화에 일조하는 모습이다.

도표 47. 세계 원유 생산 매장 지역별 생산량



자료: EIA, DB금융투자

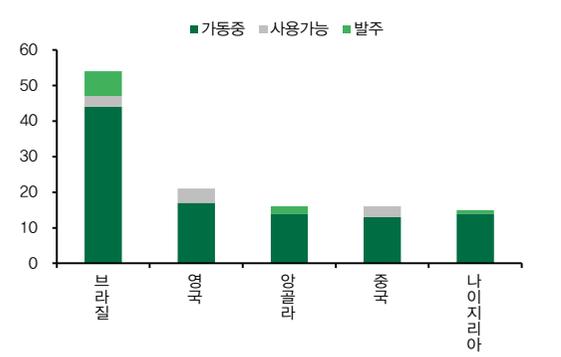
도표 48. WTI 월별 원유 평균 가격



자료: EIA, DB금융투자

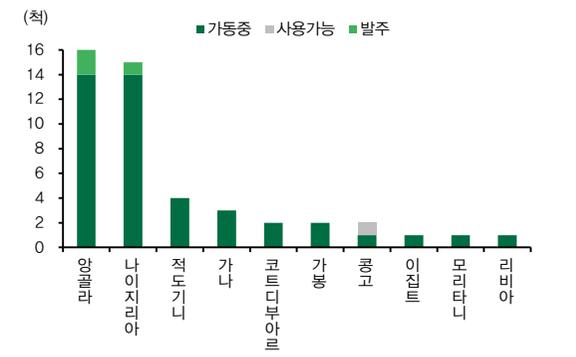
아프리카 내에서 FPSO가 운영되고 있는 대표적인 나라가 앙골라 및 나이지리아로 아프리카 대륙에서 큰 비중을 차지하고 있다.

도표 49. FPSO 사용 국가 TOP 5



자료: Offshore Magazine, DB금융투자

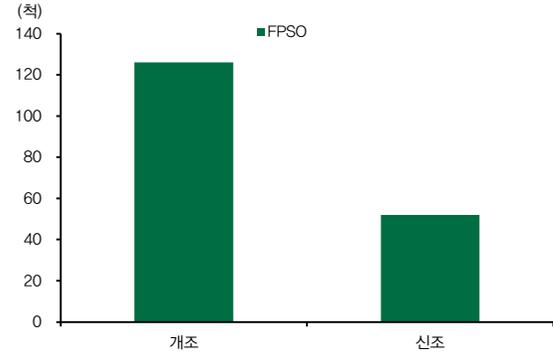
도표 50. 아프리카 FPSO 사용 국가



자료: Offshore Magazine, DB금융투자

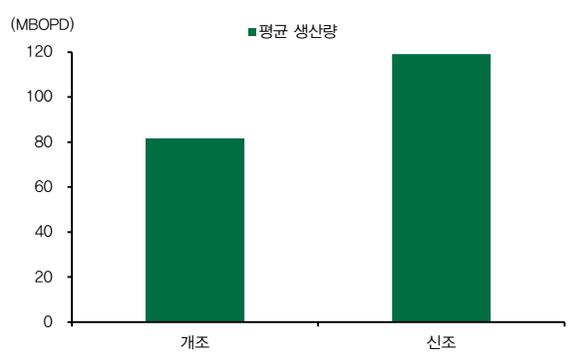
전세계 개조 FPSO는 126척이고 신조 FPSO는 52척이다. 개조 FPSO가 신조 FPSO보다 대략 2.5배 정도 많다. 그러나 평균 생산량 또는 효율성을 보면 신조 FPSO가 개조 FPSO를 능가하며 신조 FPSO와 개조 FPSO의 평균 생산량 차이는 37.52mbopd이다. FPSO 신조 1위는 삼성 중공업이며 대우조선해양과 현대중공업이 그 뒤를 따르고 있다. 한국 Big3가 신조 FPSO시장을 장악하고 있다. 반면에 FPSO 개조 1위는 케펠 조선소, 주룽 조선소를 비롯해 해외 조선사들이 우위에 있으며 한국 조선 3사의 관심분야는 아니다. FPSO 신조 및 개조를 총합해서 보면 케펠과 주룽 비중이 압도적이나 한국 조선 Big 3도 해외 야드 등을 활용하면 건조가 가능할 것으로 판단한다.

도표 51. FPSO 신조 및 개조



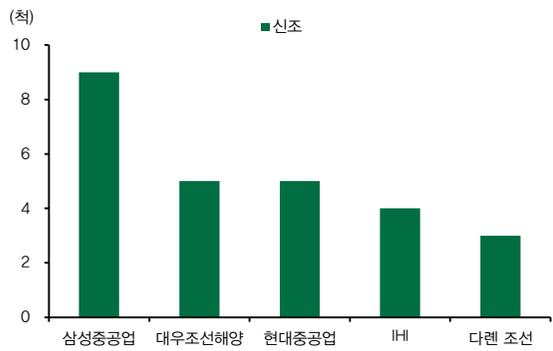
자료: Offshore Magaines, DB금융투자

도표 52. FPSO 신조 및 개조 평균 생산량 비교



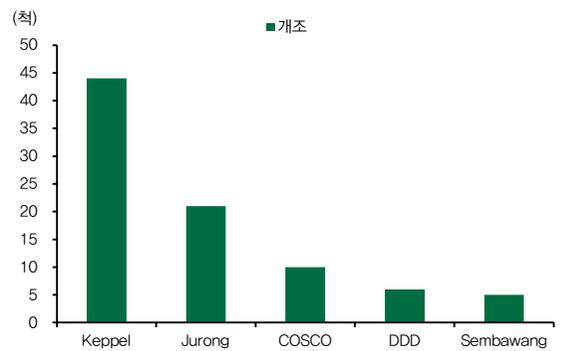
자료: Offshore Magazine, DB금융투자

도표 53. FPSO 신조 조선소 TOP 5



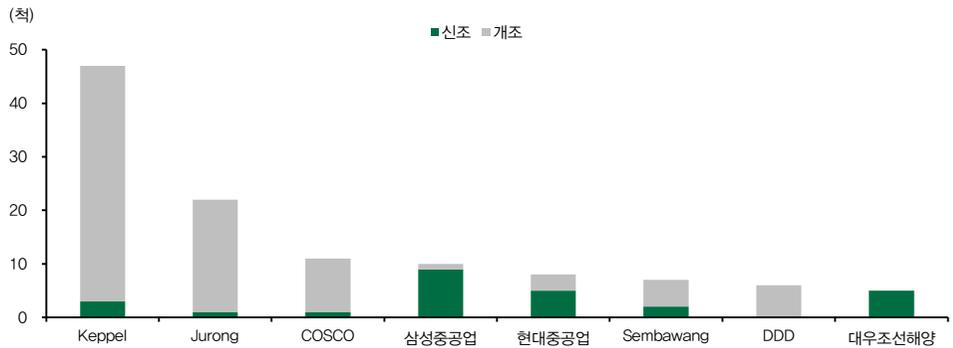
자료: Offshore Magazine, DB금융투자

도표 54. FPSO 개조 조선소 TOP 5



자료: Offshore Magazine, DB금융투자

도표 55. FPSO 신조/개조 조선소 TOP 5



자료: Offshore Magazine, DB금융투자

현대중공업이 NOC/IOC로부터 해양설비를 가장 많이 수주받았으며, 총 151척으로 확인된다. 그 뒤로 삼성중공업이 총 117척, 대우조선해양이 100척으로 현대중공업을 뒤 따라가고 있다. FPSO만 놓고 보면 삼성중공업이 FPSO/FSU를 18척 수주하였고, 현대중공업은 FPSO 12척 그리고 대우조선해양이 FPSO 및 LNG FPSO를 총 6척 수주하였다.

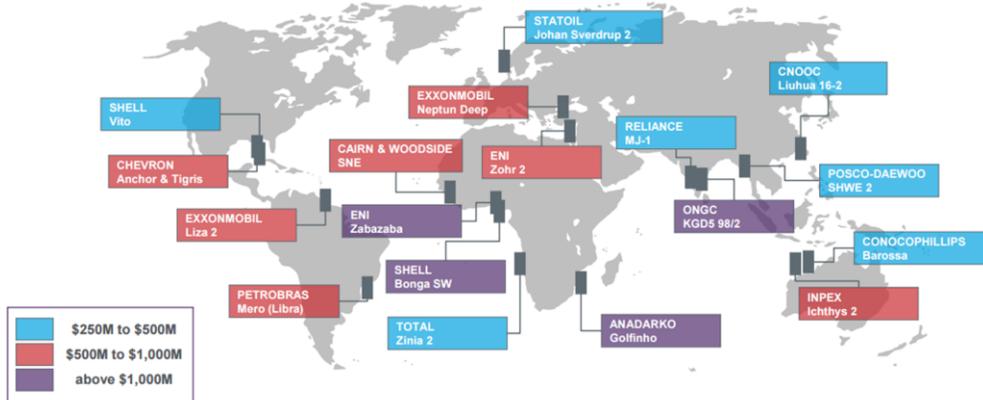
도표 56. 조선 Big3가 NOC/IOC들로부터 수해한 해양설비 실적

(단위:척/기)

현대중공업		삼성중공업		대우조선해양	
제품종류	수주건수	제품종류	수주건수	제품종류	수주건수
Platforms	92	Drillship	56	FPSO	5
Jack-Up Rig	2	FPSO/FSU	18	LNG FPSO	1
FPSO	12	해양개발선	2	OSV / TIV	6
FPU	5	반잠수식시추선	4	FPU	3
TLP	2	FPU/TLP	11	TLP	4
반잠수식시추선	3	Platform & Pipeline	17	Fixed Platform	30
Subsea Pipelines	35	WTIV	3	반잠수식시추선	25
		LNG-RV / FSRU	6	Drilling Barge	1
				Drillship	20
				Jack-Up	3
				Modular Plants	2
총계	151	총계	117	총계	100

자료: 각 사 홈페이지, DB금융투자

도표 57. 세계 지역별 해양개발 주요 프로젝트 위치 및 규모



자료: TechnipFMC, DB금융투자

BUY(유지)

# 삼성중공업

010140

목표주가(유지) 11,000원 현재주가(03/16) 8,440원 Up/Downside +30.3% 투자이견(유지) Buy

2018. 03. 19

## 해양은 든든한 중심축

**나이지리아 현지에서 확인한 추가 성장 모멘텀:** 삼성중공업의 해양생산설비 건조에 대한 이해를 도우려고 나이지리아 현지 합작사 야드를 방문하였다. 지난 2월말기준 진행률이 85.7%인 에지나 FPSO 공사는 현재까지 총 6,000억원 이상 비용을 유발한 프로젝트이다. 현지에서 야드 투어 등을 통해 확인한 바로는 6개 현지 제작 모듈이 탑재를 준비 중이며 약 6개월가량의 출항 일정 단축에 따른 고정비 감소영향으로 추가 원가 절감 실현이 기대되는 상황이다. 전체 에지나 프로젝트 손실 만회를 위하여 Change Order 대응이 운영되고 있고 정산으로 통한 비용 절감도 가능할 것으로 판단한다. 특히, 서아프리카에서 최고 시설을 갖추고 운영 노하우까지 보유하게 된 현지 야드가 유가 안정화와 함께 현지 발주 움직임이 살아나면서 추가적인 수주가 이어질 전망이다. 한국 삼성중공업 야드와 유기적으로 교류하면서 로컬컨텐츠 조항 강화에 따른 수혜가 기대되는 상황이다.

**상선에서도 동사가 높은 경쟁력을 갖춘 LNG선과 컨테이너선의 업황 개선에 직접적인 수혜 기대:** 나이지리아에 이어 런던에서 선박브로커회사 3곳과 미팅을 통해 최근 선박 시장의 움직임을 확인 하였다. 역시 LNG선 시장의 발주 움직임이 가장 두드러지는 가운데 업황 개선에서도 가장 확실하는 모습이었다. 컨테이너선도 업황이 안정화되면서 18년에 발주량이 의미있게 늘어날 가능성이 높은 것으로 파악된다. 특히, 이들 선종은 삼성중공업이 글로벌 1~2위를 경쟁하는 것으로, 발주량 증대에 따른 직접적인 수주 소식이 기대된다. 동사는 18년 수주 목표를 82억불로 제시하고 있는데, 상선에서 LNG선과 컨테이너선 그리고 셔틀탱크 위주의 수주와 함께 해양생산설비의 수주 소식도 올해 중반 이후 들려줄 가능성이 높다. Buy 의견을 유지한다.

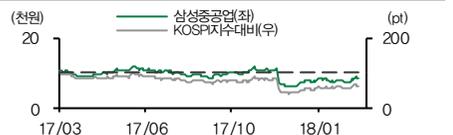
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,714	10,414	7,901	5,448	6,483
(증가율)	-24.6	7.2	-24.1	-31.0	19.0
영업이익	-1,502	-147	-524	-133	224
(증가율)	적전	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익	-1,205	-121	-337	-44	235
EPS	-5,221	-311	-863	-114	604
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA	NA	14.0
PBR (H/L)	1.2/0.5	0.8/0.5	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	45.4/34.6	NA	31.7	10.4
영업이익률	-15.5	-1.4	-6.6	-2.4	3.5
ROE	-24.7	-2.3	-5.5	-0.8	3.9

### Stock Data

52주 최저/최고	6,177/12,002원
KOSDAQ /KOSPI	894/2,494pt
시가총액	32,916억원
60일-평균거래량	5,234,812
외국인지분율	17.2%
60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
주요주주	삼성전자 외 9 인 21.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	7.8	30.5	-21.6
상대기준	4.7	29.9	-32.4

대차대조표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산실익원					
유동자산	10,110	9,951	6,722	6,273	6,498
현금및현금성자산	983	984	423	657	874
매출채권및기타채권	4,685	5,577	3,441	3,414	3,391
재고자산	1,449	1,226	1,264	654	778
비유동자산	7,191	7,267	6,955	6,817	6,692
유형자산	5,583	6,442	6,304	6,171	6,045
무형자산	102	96	82	77	79
투자자산	625	240	120	120	120
자산총계	17,302	17,217	13,677	13,090	13,190
유동부채	9,570	9,046	6,962	6,559	6,552
매입채무및기타채무	4,836	3,525	2,322	2,063	2,198
단기차입금및단기차입금	1,908	2,694	1,735	1,635	1,535
유동성장기부채	514	1,159	1,409	1,359	1,339
비유동부채	3,466	1,896	780	640	510
사채및장기차입금	2,611	1,475	455	335	215
부채총계	13,036	10,942	7,742	7,199	7,062
자본금	1,155	1,951	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	424	758	758	758	758
이익잉여금	3,594	3,520	3,183	3,138	3,374
비지배주주지분	28	11	8	7	10
자본총계	4,266	6,275	5,935	5,890	6,128

현금흐름표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산실익원					
영업활동현금흐름	620	-1,555	753	749	564
당기순이익	-1,212	-139	-340	-45	238
현금유출이없는비용및수익	514	733	187	328	403
유형및무형자산상각비	304	317	329	320	312
영업관련자산부채변동	1,808	-2,140	783	453	-2
매출채권및기타채권의감소	1,710	-970	2,136	27	23
재고자산의감소	-281	222	-38	610	-124
매입채무및기타채무의증가	-320	-1,185	-1,203	-240	115
투자활동현금흐름	-1,081	130	645	-90	-64
CAPEX	-608	-207	-162	-162	-162
투자자산의순증	-78	385	120	0	0
재무활동현금흐름	1,104	1,392	-1,959	-425	-282
사채및차입금의 증가	1,427	125	-1,909	-390	-250
자본금및자본잉여금의증가	0	1,130	0	0	0
배당금지급	-51	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	34	0	0	0
현금의증가	643	1	-561	234	217
기초현금	341	983	984	423	657
기말현금	983	984	423	657	874

자료: 삼성중공업 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산실익원					
매출액	9,714	10,414	7,901	5,448	6,483
매출원가	10,676	9,939	7,988	5,318	5,945
매출총이익	-962	475	-86	130	538
판매비	540	622	438	263	313
영업이익	-1,502	-147	-524	-133	224
EBITDA	-1,198	170	-195	187	536
영업외손익	40	79	61	76	89
금융손익	-10	-97	-3	-20	-7
투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	51	176	64	96	96
세전이익	-1,462	-69	-463	-58	313
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,212	-139	-340	-45	238
지배주주지분순이익	-1,205	-121	-337	-44	235
비지배주주지분순이익	-7	-18	-3	0	2
총포괄이익	-1,256	866	-340	-45	238
증감률(%YoY)					
매출액	-246	7.2	-24.1	-31.0	19.0
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS	적전	적지	적지	적지	흑전

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당주요지표(원)					
EPS	-5,221	-311	-863	-114	604
BPS	18,344	16,058	15,194	15,081	15,684
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	NA	14.0
P/B	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	NA	44.5	NA	31.7	10.4
수익성(%)					
영업이익률	-15.5	-1.4	-6.6	-2.4	3.5
EBITDA마진	-12.3	1.6	-2.5	3.4	8.3
순이익률	-12.5	-1.3	-4.3	-0.8	3.7
ROE	-24.7	-2.3	-5.5	-0.8	3.9
ROA	-7.0	-0.8	-2.2	-0.3	1.8
ROIC	-16.8	-3.6	-4.1	-1.2	2.1
안정성및기타					
부채비율(%)	305.6	174.4	130.4	122.2	115.2
이자보상배율(배)	-34.8	-2.1	-10.6	-3.8	6.9
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목의 유상증자 인수단으로 참여한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-12-31 기준) - 매수(71.0%) 중립(29.0%) 매도(0.0%)

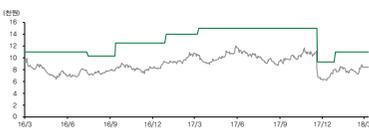
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성중공업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
15/12/08	Hold	11,000	-6.0	17.7					
16/08/01	Hold	10,300	-4.5	1.9					
16/09/29	Buy	12,500	-13.0	-1.8					
17/01/16	Buy	14,000	-20.9	-11.8					
17/03/27	Buy	15,000	-23.3	-9.3					
17/12/07	Hold	9,300	-16.9	-2.7					
18/01/15	Buy	11,000	-	-					



### 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

### 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)  
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7도교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 103 (DB빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

### 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 정현천로 20 3층  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

### 대전 · 충청지역

대전 042) 489-9500 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

### 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (효연빌딩 2층)  
 범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

### 광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디칼센터 2층)

### 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 3층 (옥천동 173, 성호빌딩)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조서자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조서자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.