산업분석

조선

2020. 5. 11

Neutral

조선은 아직 겨울

싸이클은 한 템포 뒤로

Part I 투자의견 요약
Part II 선종별 2020전망
Part III LNG 모멘텀 점검
Part IV 합병 모멘텀 점검

eBEST
이 베스트투자증권

이베스트투자증권 **박경근**입니다.

2020년 조선업종에 대해 투자의견 '**중립(Neutral)**'으로 커버리지를 개시합니다.

이는 첫 번째 코로나19로 인한 물동량 둔화로 인해 2020년 예상 발주량 감소에 기인합니다. 2020년 4월까지의 누계 발주량은 356 만CGT로 최저 발주량을 기록했던 2016년의 70% 수준을 기록하며 발주량 절벽을 보이고 있습니다. 따라서 현 상황을 기준으로 추정한 Base Case기준 2020년 4대선종 발주량은 2019년 대비 -19.3% 감소한 약 1,634 만CGT의 발주를 예상합니다. 이 중 한국은 765 만CGT 수주하여 한국조선소 합산 약 212억 달러 수주 가능할 것으로 전망합니다.
향후 코로나19의 진행 경과에 따라 발주량 전망이 변경될 수 있으나, 현 시점에서는 전반적인 발주량 감소로 유의미한 선가, 발주량 개선이 어려울 것으로 전망됩니다.

두 번째, 글로벌 유가하락으로 인한 해양플랜트 발주 감소 및 리스크 증대입니다.
조선 3사의 해양 플랜트 매출 비중은 지속적으로 하락하고 있는 추세이나, 기존에 있던 해양플랜트 사업의 연기 및 취소는 향후 빅3의 매출 감소로 이어질 수 밖에 없습니다. 또한, 재고자산으로 보유 중인 시추설비 등의 평가손실 가능성이 높아지며 리스크가 증대되는 상황입니다.

세 번째, 불확실한 LNG모멘텀입니다. 2020년 FID가 예정되었던 LNG프로젝트가 잇따라 연기 및 취소되고 있습니다. 또한 LSFO-HSFO Spread 축소에 따른 LSFO 수요증가 및 경기둔화로 LNG추진선 발주가 지연될 것으로 전망됨에 따라 조선업 주가를 견인할 LNG모멘텀이 불확실한 상황입니다.

네 번째, 선가 상승을 이끌어 낼 한국조선해양과 대우조선해양 합병 불확실성입니다. 합병 성사 시, 한국조선해양의 수혜가 예상되나, 선가 상승을 이유로 EU와 싱가포르에서 심층 심사를 진행중인 상황입니다. 그러나 오히려 선가 상승을 반기는 선주들로 인해 합병 가능성이 존재하는 등, 결과를 예측하기 쉽지 않은 상황입니다.

그러나 최근 주가는 PBR 0.4~0.5배 수준으로 조선업종이 3년 평균 PBR이 0.8배 정도에서 거래됐다는 점 감안 시, 밸류에이션 메리트가 충분히 존재한다고 판단됩니다. 따라서 저유가 상황에서 실적변동 리스크가 작고, 재무구조가 우량한 개별기업들엔 매수의견(Buy)을 제시합니다.

Top-Pick으로는 해양플랜트 노출도가 적고 전 조선업종에 걸친 밸류체인을 보유하고 있음에 따라, 턴어라운드 시 가장 빠른 회복을 보일 것으로 예상되는 **한국조선해양**을 추천합니다.

조선
Analyst **박경근**
02 3779 8808
pkk1306@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 투자의견 요약]

조선업종에 대해 중립(Neutral)로 커버리지를 개시합니다. 이는 1)2020 년 예상 발주량 감소, 2)유가하락으로 인한 해양플랜트 불확실성 및 리스크 증대, 3)불확실한 LNG 모멘텀, 4)한국조선해양과 대우조선해양 합병 불확실성에 기인합니다.

[Part II. 선종별 2020 전망]

2020 년 4 월까지의 누계 발주량은 356 만 CGT 로 최저 발주량을 기록했던 2016 년의 70% 수준을 기록하며 발주량 절벽을 보이고 있습니다. 따라서 현 상황을 기준으로 추정한 Base Case 기준 2020 년 4 대선종 발주량은 2019 년 대비 -19.3% 감소한 약 1,634 만 CGT 의 발주를 예상합니다. 이 중 한국은 765 만 CGT 수주하여 한국조선소 합산 약 212 억 달러 수주 가능할 것으로 전망합니다. 향후 코로나 19 의 진행 경과에 따라 발주량 전망이 변경될 수 있으나, 현 시점에서는 전반적인 발주량 감소로 유의미한 선가, 발주량 개선이 어려울 것으로 전망됩니다.

[Part III. LNG 모멘텀 점검]

IMO 2020 이 1 월 1 일 본격적으로 시행되었습니다. 규제대응방식 중 스크러버 장착방식은 Spread 축소로 인해 경쟁력을 상실해가는 추세입니다. LNG 추진선만이 IMO2020 에 장기적인 대응책이나, 1)유가하락으로 인해 LSFO 가 단기적인 이익을 취할 수 있다는 점, 2)코로나 19 로 인한 경기 둔화로 선주들의 선박발주지연이 예상된다는 점에서, LNG 모멘텀 역시 늦춰질 것으로 전망됩니다.

[Part IV. 합병 모멘텀 점검]

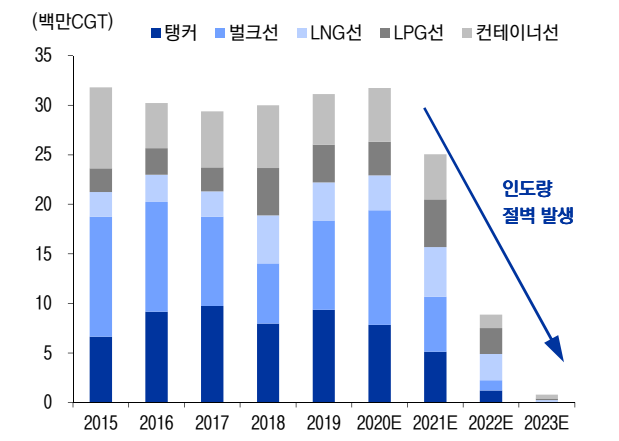
기존 7/9로 예정되어있던 EU의 한국조선해양, 대우조선해양 기업결합심사가 코로나19로 일시 중단되며 합병 불확실성이 커진 상황입니다. 합병 성사 시 한국조선해양의 수혜가 예상되나, 두 기업의 합병에 대해 선가 상승을 이유로 EU와 싱가포르에서 심층 심사를 진행중인 상황입니다. 그러나 오히려 선가 상승을 반기는 선주들로 인해 합병 가능성이 존재하는 등, 결과를 예측하기 쉽지 않은 상황입니다. 따라서 선주들이 기보유하고 있는 선박들을 바탕으로 선가 상승효과를 추정해보았습니다.

조선업종 Top-Pick 으로는 **한국조선해양**을 제시합니다.

감사합니다.

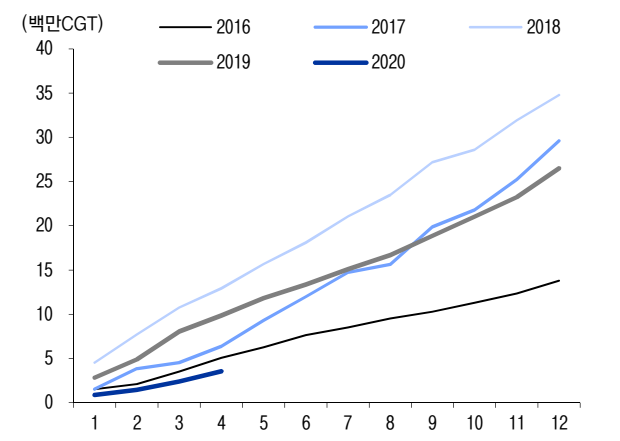
Key Charts

2022 년 인도량 절벽 발생으로 발주 필요



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

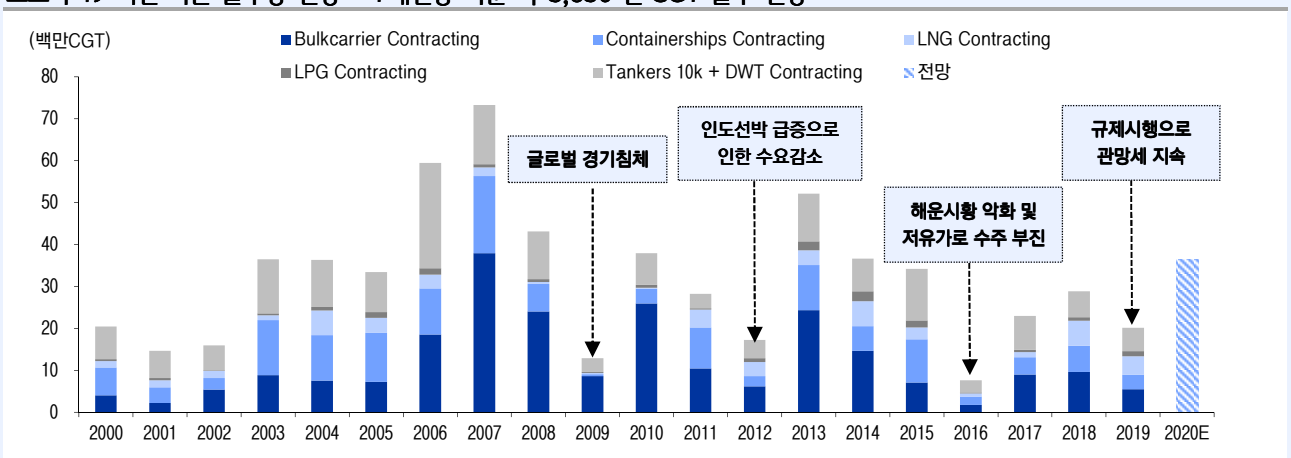
2020 년 누적발주량 – 4 월까지 356 만 CGT 로 발주 부진



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2022 년부터 인도량 절벽발생하기 때문에 선박발주 필요
- 그러나 4 월까지 누계발주량 356 만 CGT 로 부진하며 최소한의 발주만 있는 상황

코로나 19 이전 기존 발주량 전망 – 4 대선종 기준 약 3,650 만 CGT 발주 전망

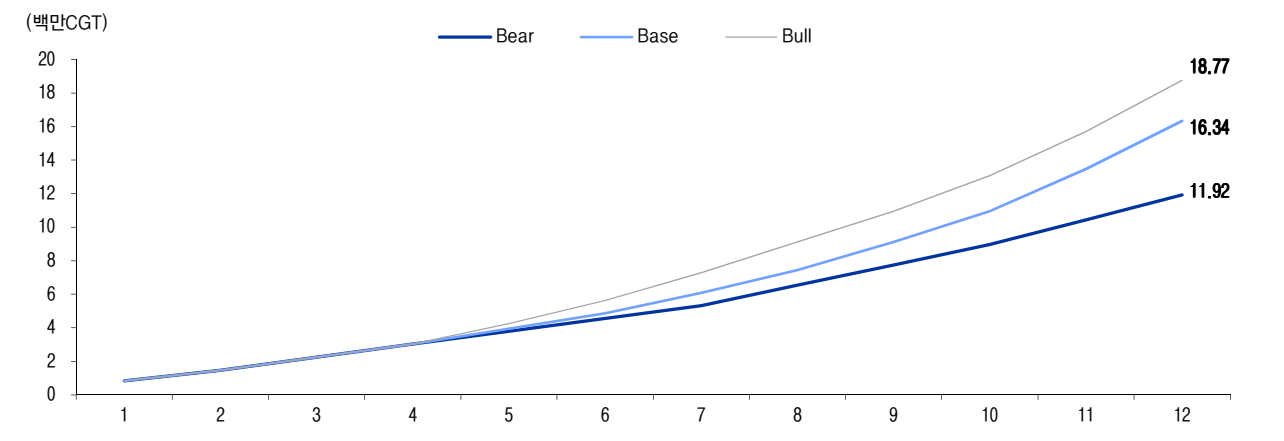


자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 코로나 19 이전 미중무역분쟁 해결 기대감 및 IMO2020 규제 시행 등으로 인한 발주 기대감 존재
- 코로나 19 발병 이전 기존 발주량 4 대선종 기준 약 3,650 만 CGT 전망

Key Charts

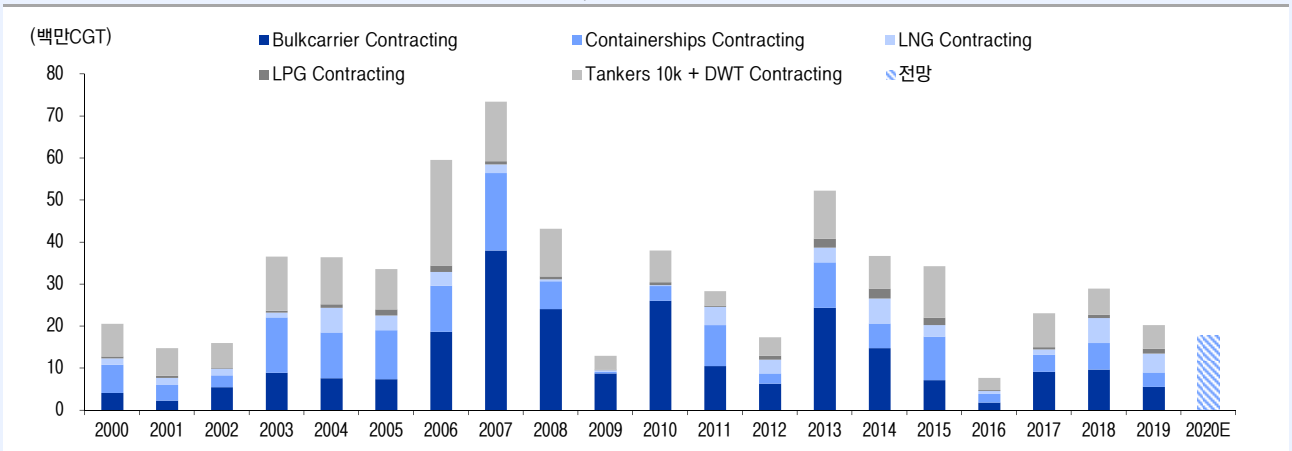
2020 년 4 대선종 예상 발주량 – Bull, Base, Bear Case 세 가지 Case 전망



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 코로나 19, 유가하락으로 인한 물동량 감소 및 경기둔화로 발주량 하향 조정 불가피
- Bull Case 1,877 만 CGT, Base Case 1,634 만 CGT, Bear Case 1,192 만 CGT 발주량 전망

Base Case 기준 – 2020 년 예상 4 대 선종 발주량 약 1,634 만 CGT 로 YoY –19.3% 전망

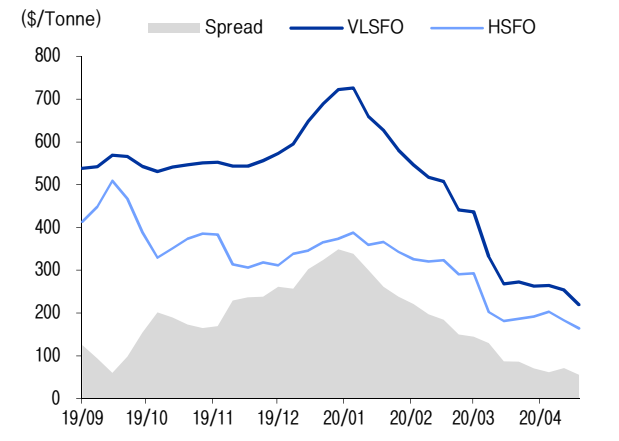


자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- Base Case 기준 2020 년 4 대선종 기준 약 1,634 만 CGT 발주(YoY –19.3%) 예상
- Base Case 기준 한국 조선소 약 775 만 CGT(YoY –16.1%) 수주 전망

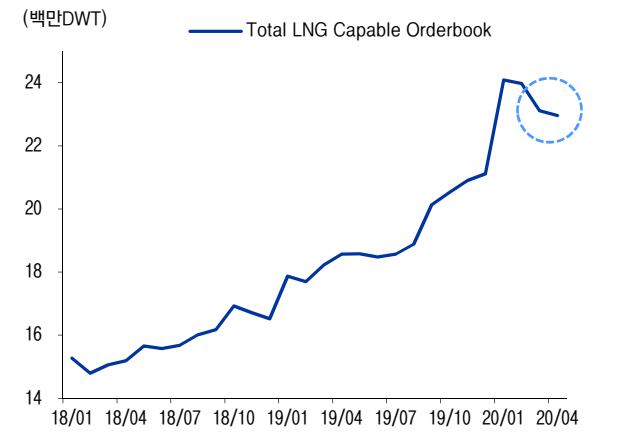
Key Charts

LSFO-HSFO Spread 축소로 Scrubber 경쟁력 하락



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

LNG 추진선 수주잔고 감소 추세로 전환



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- LSFO-HSFO Spread 약 55 $/Tonne 까지 하락. 스크러버 Payback Period 4 년 이상 소요 전망
- 노후선박 교체수요 감소로 LNG 추진선 발주시기 늦어질 것

40K+ LNG 선 보유 선사 순위 - 유럽, 싱가포르 지역에 밀집

Rank	Owner Group	Fleet No	OB No	Total Number	Total	Avg Size	Unit	Age	국적
1	Angelicoussis Group	32	13	45	4,108,745	91,305	DWT	5.11	그리스
2	Mitsui OSK Lines	37	5	42	3,655,076	87,025	DWT	8.92	일본
3	Nippon Yusen Kaisha	29	10	39	3,358,168	86,106	DWT	9.19	일본
4	Teekay Corporation	35	0	35	3,079,218	87,977	DWT	9.11	캐나다
5	GasLog	27	7	34	2,941,245	86,507	DWT	6.90	그리스
6	Petronas	28	2	30	2,378,475	79,282	DWT	14.30	말레이시아
7	Qatar Gas (Nakilat)	29	0	29	3,609,718	124,473	DWT	10.78	카타르
8	BW Group	21	6	27	2,365,784	87,621	DWT	9.47	싱가포르
9	Dynacom Tankers Mgmt	15	4	19	1,718,604	90,452	DWT	5.58	그리스
10	Golar LNG	19	0	19	1,550,030	81,580	DWT	8.43	노르웨이

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 40+K LNG 선 보유 상위 10 개선사 중 유럽과 싱가포르 지역이 6 개로 두 지역에 밀집
- 즉 LNG 선 선가 상승에 대한 민감도가 타 지역에 비해 높기 때문에 합병 반대 가능성 존재

Key Charts

선가 10% 상승 시 15,000 TEU+ 컨테이너선 자산가치 증대 효과 평균 3.1% 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (TEU 기준)	기존Capa (TEU)	Capa 증대효과 (TEU 기준)
A.P. Moller	572.35	3.6	75,356	2,445,500	3.08
China COSCO Shipping	369.50	2.3	48,648	2,127,496	2.29
CMA CGM	322.12	2.0	42,410	1,381,680	3.07
HMM	290.00	1.8	38,181	597,425	6.39
MSC	157.54	1.0	20,741	1,547,929	1.34
Imabari Shipbuilding	137.15	0.9	18,056	789,171	2.29
Evergreen Marine	145.00	0.9	19,090	898,754	2.12
Eastern Pacific Shpg	95.26	0.6	12,541	502,543	2.50
Quantum Scorpio Box	75.37	0.5	9923	114,929	8.63
China Merchants	85.24	0.5	11,222	212,072	5.29

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 한국조선해양과 대우조선해양 합병으로 선가상승효과 가능성 존재
- 선가 10% 상승 시, TEU 기준 15,000 TEU+ 이상 컨테이너선 자산증대효과 평균 3.1%

선가 10% 상승 시 40+K LNGC 컨테이너선 자산가치 증대 효과 평균 6.3% 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (Cu.M 기준)	기존Capa (Cu.M)	Capa 증가효과 (Cu.M기준)
Angelicoussis Group	710.22	3.5	604,001	7,536,271	8.01
Mitsui OSK Lines	525.32	2.6	446,753	7,504,084	5.95
Nippon Yusen Kaisha	518.80	2.5	441,206	6,359,822	6.94
Teekay Corporation	403.78	2.0	343,386	5,961,808	5.76
GasLog	487.93	2.4	414,952	5,552,059	7.47
Petronas	247.68	1.2	210,634	4,504,389	4.68
Qatar Gas (Nakilat)	297.21	1.5	252,761	6,928,504	3.65
BW Group	348.04	1.7	295,986	4,329,588	6.84
Dynacom Tankers Mgmt	288.56	1.4	245,401	3,132,952	7.83
Golra LNG	229.27	1.1	194,981	3,478,302	5.61

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 선가 10% 상승 시, Cu.M 기준 LNGC 자산가치 증대효과 평균 6.3%
- 선가 상승 효과로 인해, 유럽 지역 선주들 두 조선소 합병 찬성 가능성 존재

산업분석

조선

Neutral

조선은 아직 겨울

싸이클은 한 템포 뒤로

Contents

Part I	투자의견 요약	9
Part II	선종별 2020 전망	22
Part III	LNG 모멘텀 점검	45
Part IV	합병 모멘텀 점검	55

기업분석

한국조선해양 (009540)	68
현대미포조선 (010620)	80
삼성중공업 (010140)	84
대우조선해양 (042660)	88

Part I

투자의견 요약

투자의견 '중립'으로 커버리지 개시

조선업종에 대해 투자의견 중립(Neutral)으로 커버리지를 개시합니다. 이는 1)물동량증가율 둔화로 인한 2020년 예상 발주량 감소, 2)유가하락으로 인한 해양플랜트 리스크 증대, 3)불확실한 LNG모멘텀, 4)한국조선해양과 대우조선해양의 합병불확실성에 기인합니다.

그러나 최근 조선업종 PBR은 0.4~0.5배 수준으로 조선업종이 3년 평균 PBR 0.8배 정도에서 거래됐다는 점 감안 시, 현시점 Multiple은 밸류에이션 메리트가 충분히 존재한다고 판단됩니다. 따라서 저유가 상황에서 실적변동 리스크가 작고, 재무구조가 우량한 개별기업들엔 매수의견(Buy)을 제시합니다.

Top-pick으로는 해양플랜트 노출도가 작으며 전 조선업종에 걸친 밸류체인을 보유함에 따라, 조선업종 턴어라운드 시 가장 빠른 회복을 보일 것으로 예상되는 한국조선해양을 제시합니다.

투자의견 요약

투자의견 '중립'으로 커버리지 개시

조선업종에 대해 투자의견 중립(Neutral)으로 커버리지를 개시한다. 이는 1)물동량증가율 둔화로 인한 2020년 예상 발주량 감소, 2)유가하락으로 인한 해양플랜트 리스크 증대, 3)불확실한 LNG모멘텀, 4)선가상승을 이끌어낼 한국조선해양과 대우조선해양의 합병불확실성에 기인한다.

첫 번째, 대부분의 투자자는 2020년 선박발주량 증가 및 LNG싸이클이 도래하는 조선업 선순환 싸이클(Cycle)을 예상했다. 코로나19와 국제유가 급락 전까지만 해도 4대 선종기준 약 3,650 만CGT가 발주되지 않으면 인도량 절벽이 발생하기에, 약 3,650 만CGT의 발주가 있을 것으로 예상했다. 그러나 코로나19로 인한 물동량 감소, 유가하락으로 인해 경기가 둔화되며 2020년 선박발주는 부진한 상황이다. Clarkson 집계 기준 4월까지의 누적 발주량은 약 356만CGT로 2017~2019년의 발주량을 하회함은 물론, 최저 발주량을 기록했던 2016년의 70% 수준을 기록하고 있다.

Clarkson은 2020년 물동량 증가 전망치를 지난 1월 3.5%에서 4월 0.5%까지 하향조정했다. 금리 역시 경제 침체 우려 속에서 지속적으로 하락하며, 글로벌 경기 둔화로 인해 당분간 선박의 발주를 기대하기 어려운 상황이다.

코로나19가 계속 진행중인 현 시점에서 코로나19의 파급력을 정확히 파악하기란 사실상 불가능하다. 따라서 총 3가지 Case로 분류하여 발주량 추정을 하였고, 추정결과는 다음과 같다.

Bull Case의 경우 약 1,877 만CGT(YoY -7.3%), Base Case의 경우 1,634 만CGT(YoY -19.3%), Bear Case의 경우 약 1,192 만CGT(YoY -41.1%)의 발주가 있을 것으로 전망된다. 한국의 수주량은 Bull case 약 863 만CGT(YoY -6.6%), Base Case 약 775 만CGT(YoY -16.1%), Bear Case 약 590만 CGT(YoY -36.1%)의 수주가 예상된다.

한국조선소의 수주금액은 Bear Case일 시 약 171억달러, Base Case일 시 약 212억달러, Bull Case일 시 약 233억달러 수주할 것으로 전망한다. 향후 코로나19의 진행 경과에 따라 발주량 전망이 변경될 수 있으나, 현 시점에서는 전반적인 발주량 감소로 유의미한 선가, 발주량 개선이 어려울 것으로 전망한다.

그러나 2016년과는 근본적인 상황이 다르기에 2016년과 같은 조선업 불황을 걱정하기는 이르다는 판단이다. 이는 1)선종별 지표들은 우호적이기에, 하반기 선박발주 가능성이 아직 열려있으며 2)지속된 불황으로 조선소들의 구조조정이 진행되어 고정비 절감이 이루어졌고 3)매출 비중에서 해양부문 노출도가 큰 폭으로 감소했기 때문이다.

다만 아직 매크로 불확실성으로 인해, 선주들이 관망세를 취하고 있어 우호적인 지표들이 선박 발주까지 이어지지 못하고 있다. 그러나 만약 매크로 지표가 개선된다면 이연되었던 발주가 시작 될 것이기에, 조선업에 지속적인 관심을 가져야 되는 시점이라고 판단한다.

두 번째, 유가하락으로 인한 해양플랜트 리스크 증대이다. OPEC+의 감산 합의가 도출됐지만, 시장의 예상보다 적은 감산량으로 인한 국제유가 폭락으로 유가는 현재 20~25$/Barrel 수준에서 거래되고 있다. 미 셰일기업의 BEP가 35~40$/Barrel 수준임을 감안 시, 현 유가수준에서는 추가적인 해양플랜트 개발 진행이 어려운 상황이다. 실제로 3월 Equinor가 진행하고 있던 캐나다 Bay du Nord Project의 사실상 연기, 금년 상반기에 예정되어 있던 호주 Santos의 Barossa Project FID 연기 등, 진행중인 해양 프로젝트들의 진행 가능성 역시 불투명한 상황이다. 또한 유가하락으로 보유중인 드릴십 등의 재고자산평가손실 등의 가능성이 존재하기에, 해양플랜트 리스크가 부각되고 있는 시점이다.

세 번째로, 불확실한 LNG모멘텀이다. 코로나19 이전, 2020년에는 대규모 LNG프로젝트(Qatar, Mozambique, Arctic, Golden Pass)를 포함해 약 80~100척 가량의 LNG선 발주가 있을 것으로 예상했었다. 그러나 2020년 기존 예상과 달리 LNG선 발주를 위한 대외 요건이 좋지 않기에, LNG선은 40~50척 수준의 발주가 있을 것으로 전망된다. 국영기업들을 제외한 민영기업들이 세계 경기 둔화로 Capex를 감축하고 있기 때문이다. 이는 1)ExxonMobil의 Rovuma Project를 포함한 여러 LNG 프로젝트의 연기, 2)에너지 메이저들의 2020년 CAPEX 15%이상 감축, 3)클락슨의 LNG 물동량 증가율 하향조정(2.2%)에서 확인할 수 있다. 다만, 카타르의 LNG선 입찰이 비록 중국을 필두로 시작했지만, 더 이상 연기 없이 진행된다는 점은 주목해 볼만 하다.

또한, 지난 1월 350$/Tonne 이상을 기록했던 LSFO(저유황유)-HSFO(고유황유) Spread가 유가하락으로 인해 100$/Tonne 이하까지 축소됐다. 따라서 선주들의 선박 교체수요가 감소하며, LNG 추진선의 발주가 늦춰질 것으로 예상된다. LSFO의 가격하락으로 효율성이 떨어지는 노후선박 폐선수요의 일시적인 감소가 예상되기 때문이다. 그러나 결국, LSFO의 사용은 1)연료가격의 불확실성, 2)연료의 품질문제로 인해 중고선가 하락을 야기할 가능성이 존재하기에, 결국 선주들은 장기적으로 LNG 추진방식을 선택할 수 밖에 없다. 그러나 현재 LSFO 가격하락 및 경기둔화로 노후선박의 교체시기가 다소 늦춰질 것으로 예상됨에 따라, LNG 추진선 시대는 다소 지연될 전망이다.

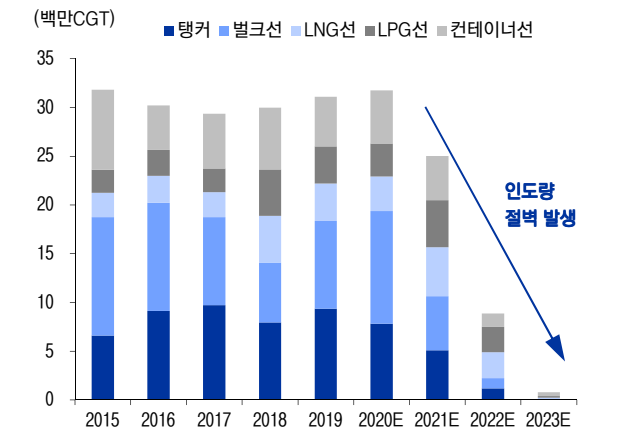
마지막으로 한국조선해양과 대우조선해양의 합병 불확실성이다. 두 조선소의 합병이 이뤄진다면 시장 점유율 향상으로 인해 향후 선가협상에서 조선소가 유리한 고지를 점할 수 있을 것으로 예상된다. 합병에 따른 시너지가 확실히 존재한다는 점에서, 전 세계가 두 조선소의 합병에 이목을 기울이고 있다. 그러나, 세계 1위 조선소가 탄생하는 만큼 두 조선소의 기업결합절차는 매우 까다롭게 진행되고 있기에, 현재까지 합병 가능성의 예측은 불가능한 상황이다.

2019년 3월부터 진행된 한국조선해양과 대우조선해양의 합병에서 가장 중요한 난관인 EU의 심사는 7/9일로 예정되어 있었으나, EU의 심층심사가 코로나19로 인해 일정이 일시 중단된 상황이다. 또한 EU 공정거래위원회가 어떠한 판단을 내릴지 모르기에 두 기업의 합병 여부는 아직 불확실한 상황이다. 두 조선소의 합병이 선가상승을 야기시킬 수 있고 이로 인해 선사들이 피해를 볼 수 있다는 논란 때문이다. 그러나 두 조선소의 합병으로 인한 선가상승으로 오히려 이익을 얻을 수 있는 선사들이 존재하기에, 두 조선소의 합병 역시 성사될 가능성이 존재한다 할 수 있겠다. 다만 현 시점에서는 두 기업의 합병 불확실성이 주가의 불확실성 요인으로 작용하고 있기 때문에, 합병결과의 윤곽이 드러날 때까지는 합병불확실성이 부정적으로 작용할 전망이다.

앞서 제시했듯이 조선업종 내 불확실성의 존재로 조선업 커버리지를 중립(Neutral)으로 제시한다. 그러나 향후 조선업종 불확실성 중 2가지 이상이 해소되어 Base Case를 상회하는 발주량 기록할 시, 조선업종 커버리지를 매수(Overweight)로 상향조정할 계획이다.

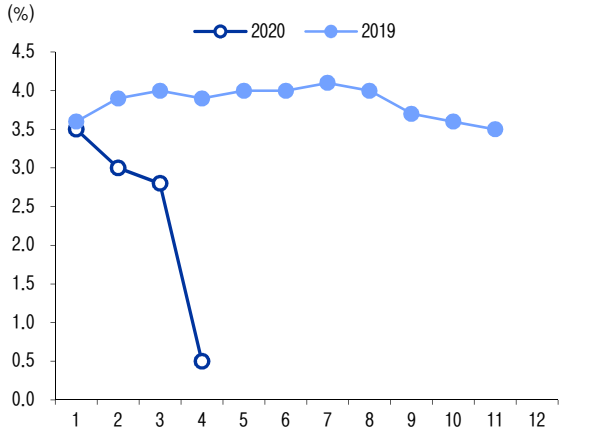
최근 조선업종 PBR은 0.4~0.5배 수준으로, 작은 호재에도 주가 상승이 가능한 만큼 밸류에이션 메리트가 충분히 존재한다 판단한다. 따라서 개별기업엔 매수의견(Buy)를 제시하며, 해양플랜트로부터 비교적 자유롭고 전 조선업종에 걸친 밸류체인을 보유함에 따라, 조선업종 턴어라운드 시 가장 빠른 회복을 보일 것으로 예상되는 한국조선해양을 Top-Pick으로 제시한다.

그림24 2022 년부터 인도량 절벽 발생으로 발주 필요



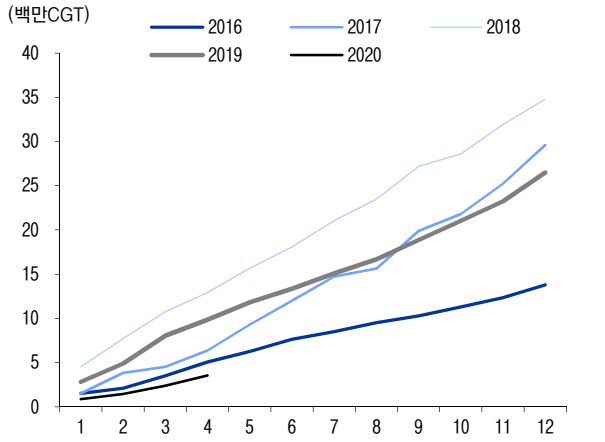
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 Clarkson 물동량 조정치 하향 지속적 하향



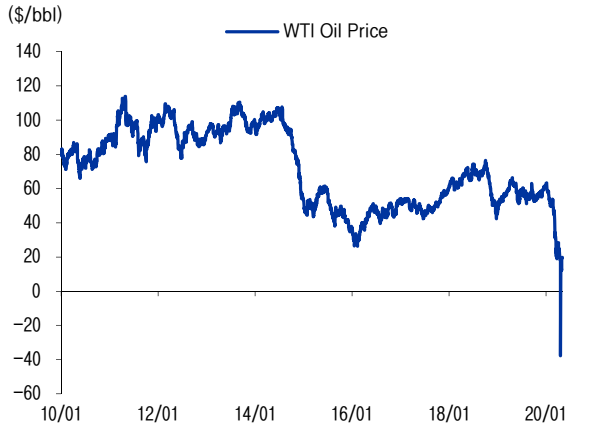
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 2020 년 누적발주량 –356 만 CGT 로 발주 부진



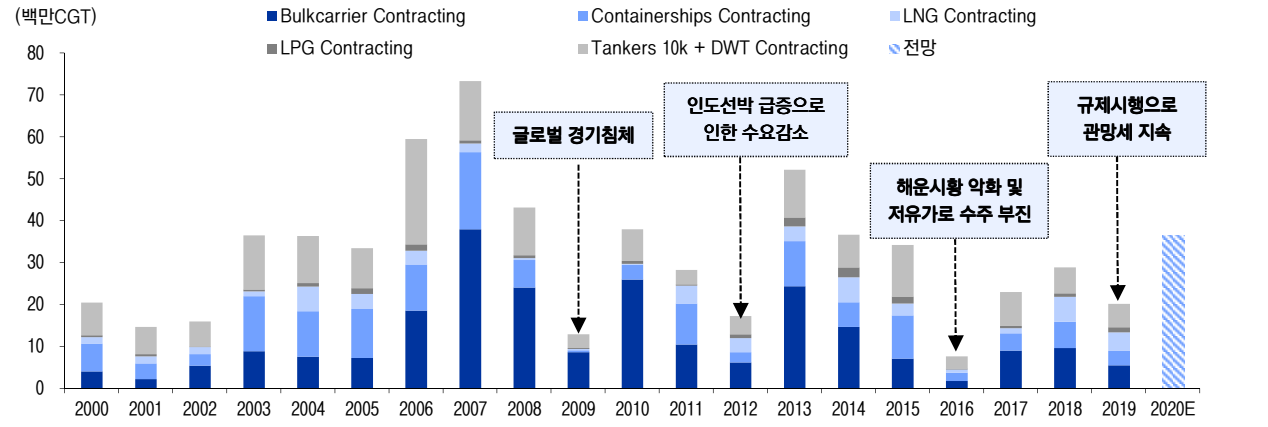
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 글로벌 유가 추이



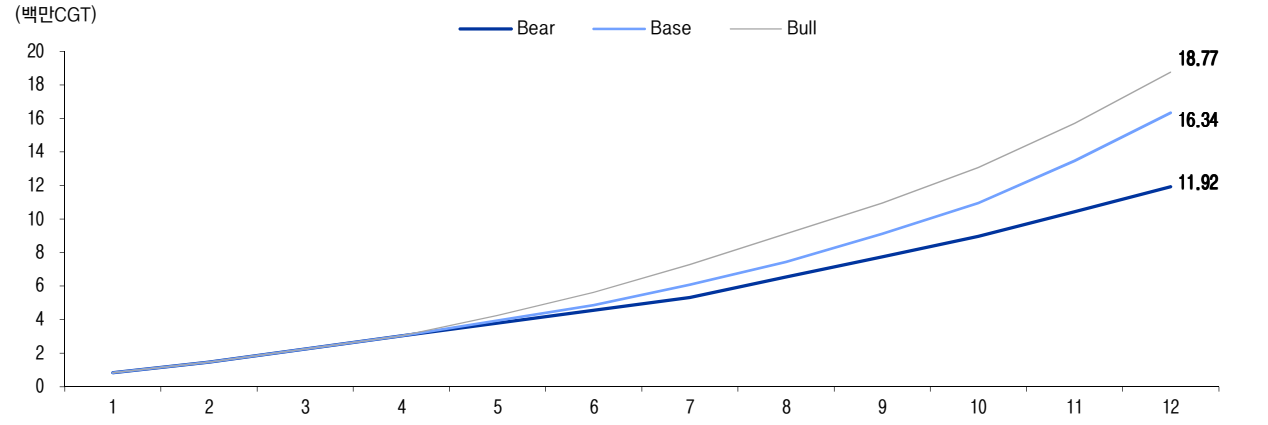
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 코로나 19 이전 4 대선종 기준 발주 전망 – 약 3,650 만 CGT 발주필요



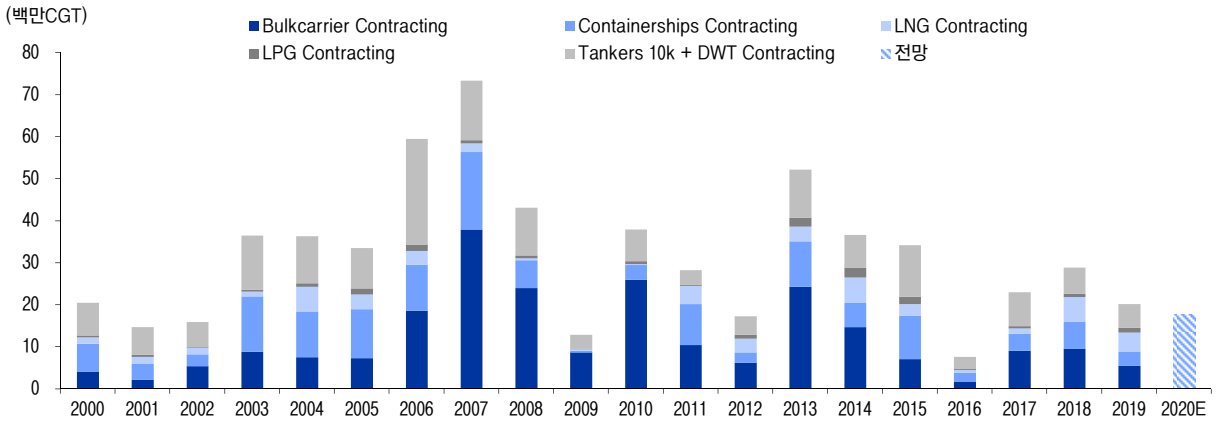
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 2020 년 Case 별 예상 발주량



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 Base Case 기준 2020 년 예상 발주량 – 약 1,634 만 CGT 로 2019 년 대비 -19.3% 감소 전망



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2020 년 Case 별 발주량 및 한국 예상 수주량 – Base Case 기준 한국 조선소 약 775 만 CGT 수주 전망

(단위: 백만CGT, %)	Bulk	Container	LNG	LPG	Tankers	합계
2010-2019 평균발주량	11.52	5.85	3.26	1.08	6.97	28.68
2019발주량	5.55	3.42	4.49	1.18	5.61	20.25
한국 기 수주량	0.10	1.23	4.15	0.71	3.11	9.31
Bull Case 예상발주량	**4.96**	**3.36**	**4.01**	**1.32**	**5.12**	**18.77**
2018~2019 기준 선박 점유율	2%	43%	91%	60%	52%	
한국 예상 수주량	0.08	1.45	3.66	0.79	2.64	8.63
Base Case 예상발주량	**3.97**	**3.14**	**3.74**	**0.96**	**4.52**	**16.34**
2018~2019 기준 선박 점유율	2%	43%	91%	60%	52%	
한국 예상 수주량	0.07	1.36	3.41	0.58	2.33	7.75
Bear Case 예상발주량	**2.63**	**2.54**	**3.04**	**0.77**	**2.93**	**11.92**
2018~2019 기준 선박 점유율	2%	43%	91%	60%	52%	
한국 예상 수주량	0.04	1.10	2.78	0.46	1.51	5.90

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 $/CGT 추정 – Base Case 시 한국조선소 약 212억 달러 수주 전망

Bear	백만CGT	선가($)	평균CGT	$/CGT	총금액(억달러)
벌크+기타	0.04	51,000,000	34,171	1,492.49	30.64
컨테이너선	1.10	147,000,000	71,234	2,063.62	22.65
LNG	2.78	205,000,000	74,721	2,743.54	76.33
LPG+기타가스선	0.46	71,000,000	23,238	3,055.34	14.12
Tanker	1.51	40,000,000	22,371	1,788.03	27.08
합계	5.90				170.82
Base	**백만CGT**	**선가($)**	**CGT**	**$/CGT**	**총금액(억달러)**
벌크+기타	**0.07**	**51,000,000**	**34,171**	**1,492.49**	**30.97**
컨테이너선	**1.36**	**147,000,000**	**71,234**	**2,063.62**	**27.99**
LNG	**3.41**	**205,000,000**	**74,721**	**2,743.54**	**93.69**
LPG+기타가스선	**0.58**	**71,000,000**	**23,238**	**3,055.34**	**17.65**
Tanker	**2.33**	**40,000,000**	**22,371**	**1,788.03**	**41.73**
합계	**7.75**				**212.03**
Bull	**백만CGT**	**선가($)**	**CGT**	**$/CGT**	**총금액(억달러)**
벌크+기타	0.08	51,000,000	34,171	1,492.49	31.22
컨테이너선	1.45	147,000,000	71,234	2,063.62	29.93
LNG	3.66	205,000,000	74,721	2,743.54	100.44
LPG+기타가스선	0.79	71,000,000	23,238	3,055.34	24.18
Tanker	2.64	40,000,000	22,371	1,788.03	47.26
합계	8.63				233.03

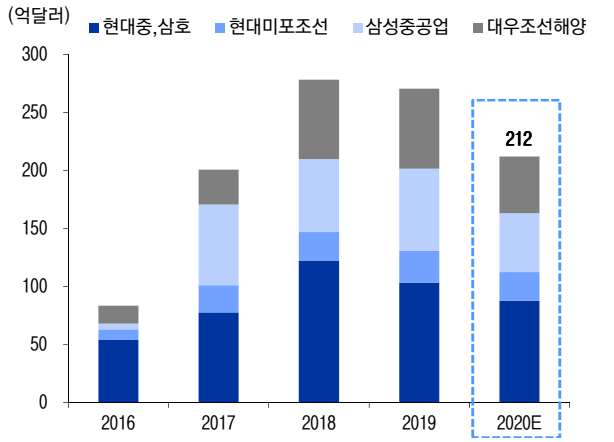
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터
주) LNG선의 경우 2019 수주한 쇄빙LNG선 선가 고려

표3 조선소 별 수주 금액 추정

Bear (단위:억달러)	현대중,삼호	현대미포	삼성중공업	대우조선해양	합계
벌크+기타	15.32	1.53	0.00	13.79	30.64
컨테이너선	8.61	3.85	5.66	4.53	22.65
LNG	32.06	2.29	26.71	15.27	76.33
LPG+기타가스선	8.47	4.24	1.41	0.00	14.12
Tanker	7.58	6.77	5.96	6.77	27.08
합계	**72.04**	**18.68**	**39.75**	**40.36**	**170.82**
Base	**현대중,삼호**	**현대미포**	**삼성중공업**	**대우조선해양**	**합계**
벌크+기타	**15.49**	**1.55**	**0.00**	**13.94**	**30.97**
컨테이너선	**10.63**	**4.76**	**7.00**	**5.60**	**27.99**
LNG	**39.35**	**2.81**	**32.79**	**18.74**	**93.69**
LPG+기타가스선	**10.59**	**5.30**	**1.77**	**0.00**	**17.65**
Tanker	**11.68**	**10.43**	**9.18**	**10.43**	**41.73**
합계	**87.75**	**24.85**	**50.73**	**48.71**	**212.03**
Bull	**현대중,삼호**	**현대미포**	**삼성중공업**	**대우조선해양**	**합계**
벌크+기타	15.61	1.56	0.00	14.05	31.22
컨테이너선	11.37	5.09	7.48	5.99	29.93
LNG	42.19	3.01	35.15	20.09	100.44
LPG+기타가스선	14.51	7.25	2.42	0.00	24.18
Tanker	13.23	11.82	10.40	11.82	47.26
합계	**96.91**	**28.73**	**55.45**	**51.94**	**233.03**

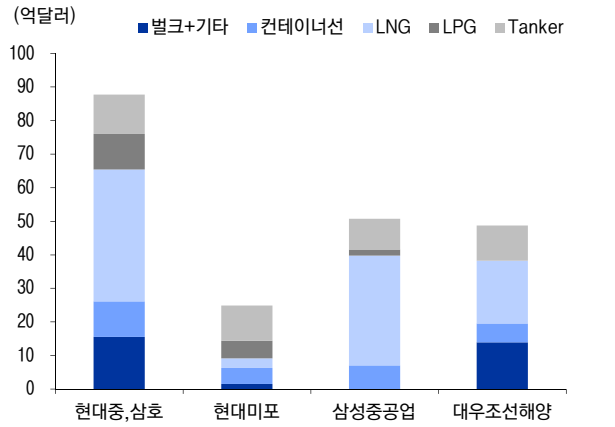
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 Base Case 기준 조선 5사 수주 금액 추정



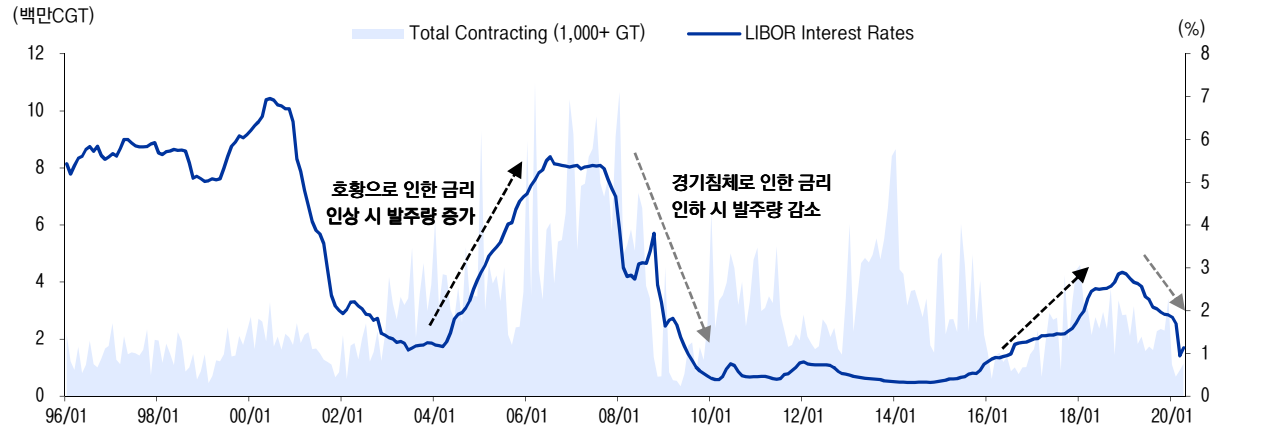
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 Base Case 기준 각 사별 수주금액 추정



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 금리와 선박발주량 – 경기둔화로 LIBOR 하향

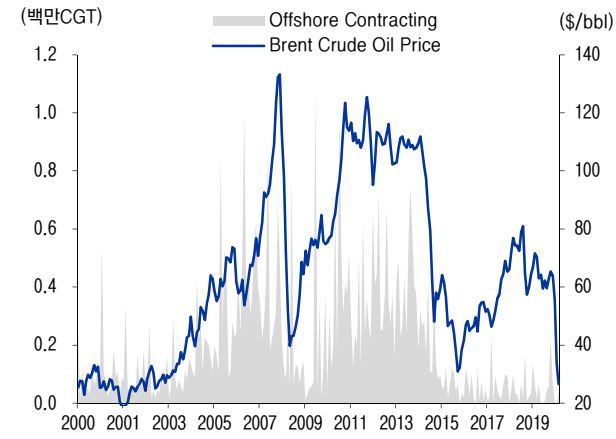


자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 중국 PMI(제조업생산) 지수 –2월 집계이후 최하점

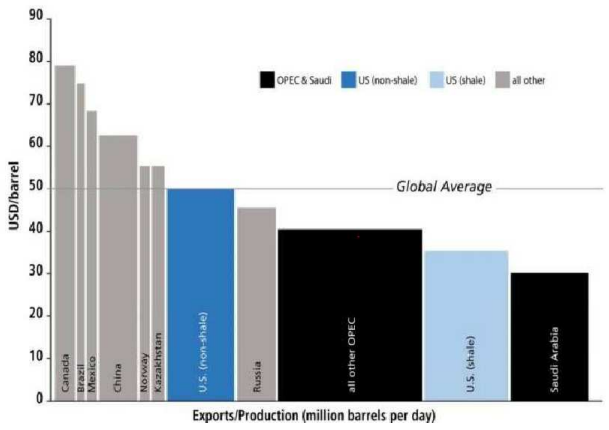
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 유가와 해양플랜트 발주추이



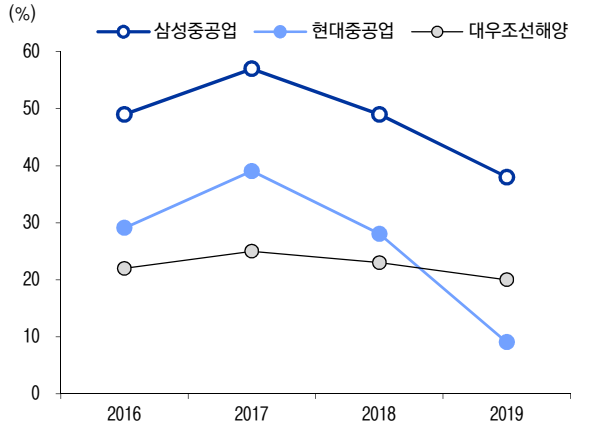
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 미국 Shale 기업 BEP – $35~40 수준



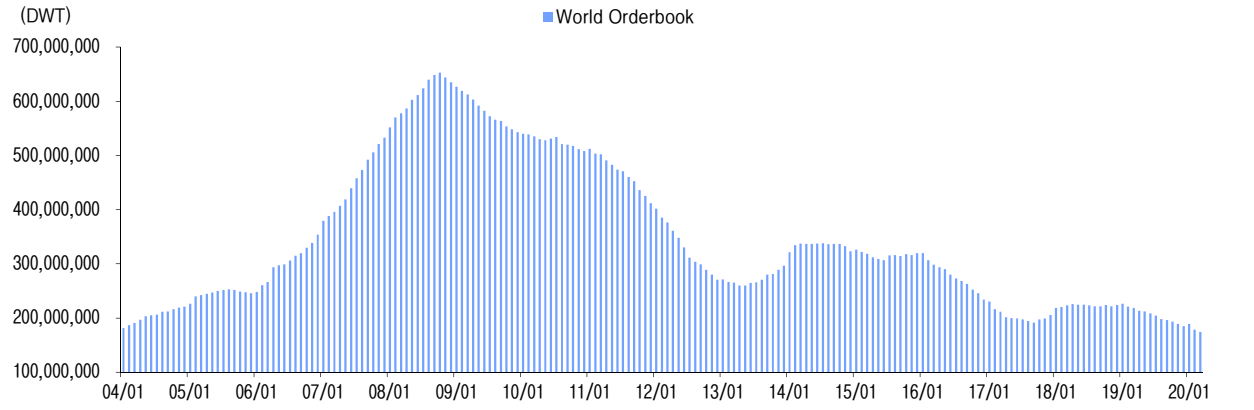
자료: Zeihan on Geopolitics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 조선 3사 해양 매출액 비중 추이



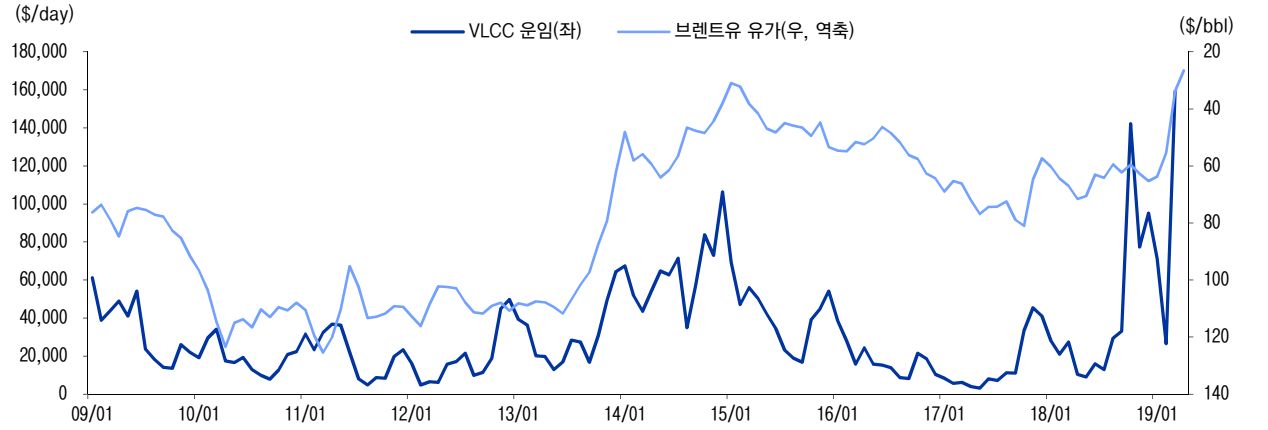
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 글로벌 수주잔고 추이 – 2010년 이후 최저점 기록



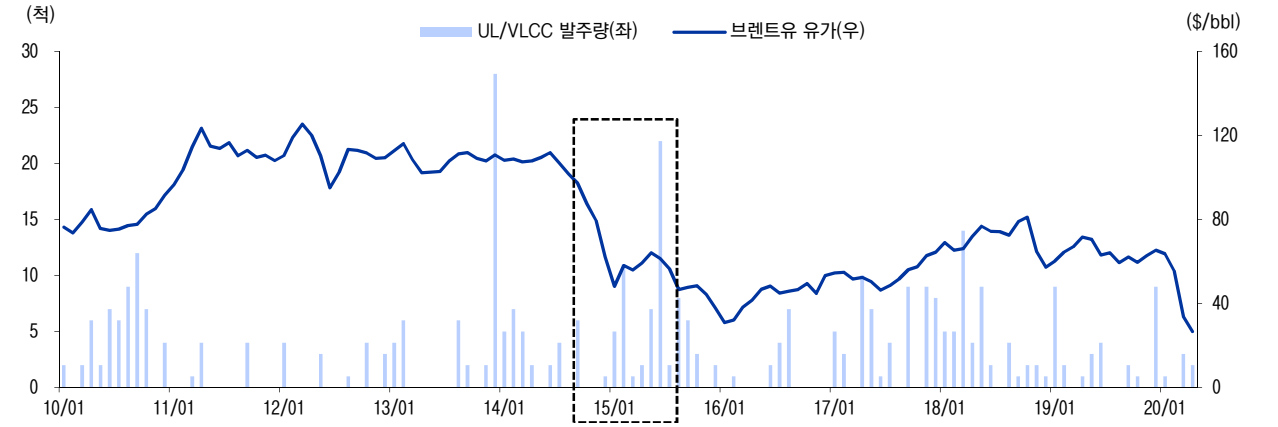
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 VLCC 운임과 유가 추이 – 비동조화 현상 발생



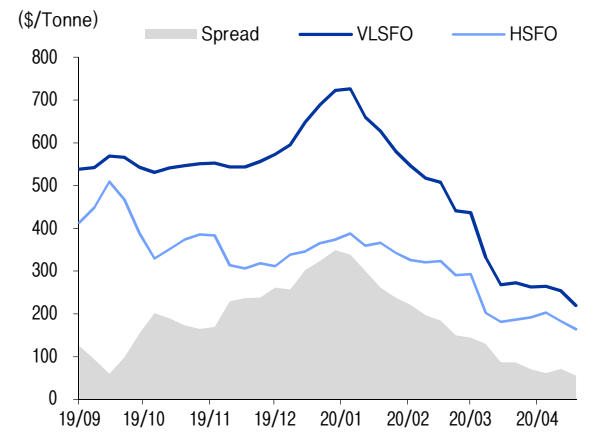
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 유가와 VLCC 발주량 추이 –2014년 말 유가 급락기에 VLCC 발주 큰 폭으로 증가



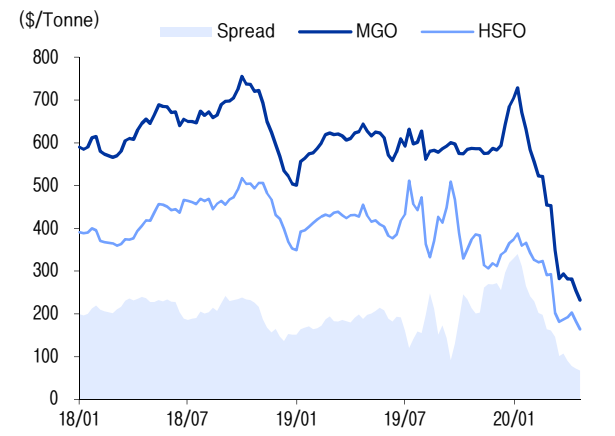
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 VLSFO-HSFO Spread 추이 - $55까지 축소



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 MGO-HSFO Spread 추이 - $70까지 축소



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 2020.01 평균 유가 기준 Scrubber Payback Period 추정 – 평균 1년 정도 소요되며 경제성 존재

분류		Tanker		Bulker	Container
		VLCC	MR	Capesize	(12,000-14,000 TEU)
가정	Speed(Knot)	15.8	14.6	14.9	23
	연료소모량(Tonne/day)	96.5	30.9	61	260
유가(20.01 기준)	LSFO($/Tonne)	626.3	626.3	626.3	626.3
	HSFO($/Tonne)	343.0	343.0	343.0	343.0
	Spread(LSFO-HSFO)	283.3	283.3	283.3	283.3
	연간 연료Spread(270일 기준)	7,380,079	2,363,155	4,665,128	19,884,150
Scrubber 설치비용($)		7,000,000	3,000,000	5,500,000	7,000,000
Scrubber OPEX($)		140,000	60,000	110,000	140,000
Scrubber 장착 총비용($)		7,140,000	3,060,000	5,610,000	7,140,000
Scrubber 회수 기간(년)		0.97	1.29	1.20	0.36

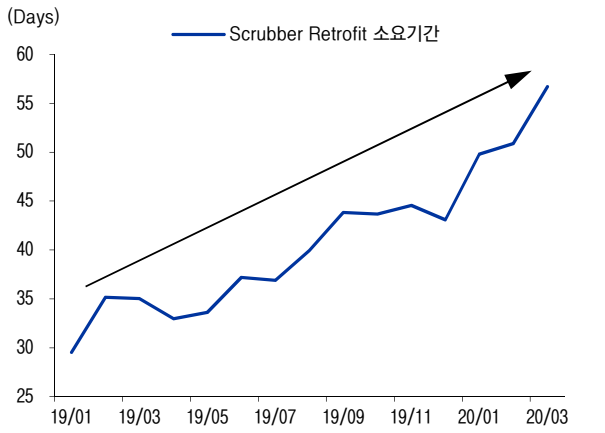
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 2020.04 평균 유가 기준 Scrubber Payback Period 추정 – 평균 3년 이상 소요로 경제성 상실

분류		Tanker		Bulker	Container
		VLCC	MR	Capesize	(12,000-14,000 TEU)
가정	Speed(Knot)	15.8	14.6	14.9	23
	연료소모량(Tonne/day)	96.5	30.9	61	260
유가(20.04 기준)	Spread(LSFO-HSFO)	75	75	75	75
	연간 연료Spread(270일 기준)	1,954,125	625,725	1,235,250	5,265,000
Scrubber 설치비용($)		7,000,000	3,000,000	5,500,000	7,000,000
Scrubber OPEX($)		140,000	60,000	110,000	140000
Scrubber 장착 총 비용($)		7,140,000	3,060,000	5,610,000	7,140,000
Scrubber 회수 기간(년)		3.65	4.89	4.54	1.36

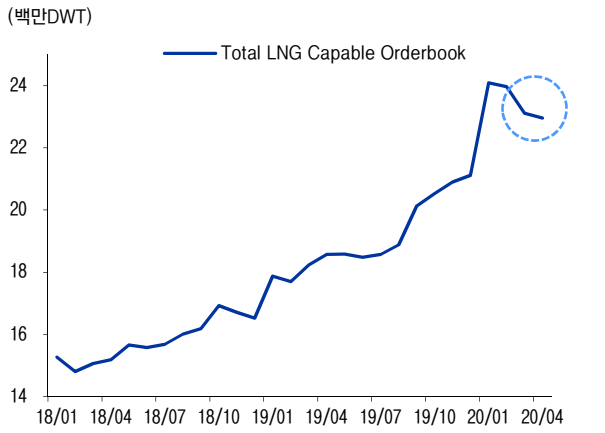
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 Scrubber 평균 공사기간 – 평균 55일 수준까지 증가



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 LNG 추진선 수주잔고 - 감소추세로 전환



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 12,000-14,999 TEU 컨선 신조선가 10% 상승 시, 신조선 보유효과 추정 – 평균 3.1% 상승

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (TEU 기준)	기존Capa (TEU)	Capa 증대효과 (TEU 기준)
A.P. Moller	338.52	2.8	36,369	2,445,500	1.49
China COSCO Shipping	237.84	2.0	25,552	2,127,496	1.20
CMA CGM	246.74	2.0	26,508	1,381,680	1.92
HMM	194.87	1.6	20,936	597,425	3.50
MSC	208.05	1.7	22,351	1,547,929	1.44
Imabari Shipbuilding	155.80	1.3	16,738	789,171	2.12
Evergreen Marine	150.30	1.2	16,147	898,754	1.80
Eastern Pacific Shpg	108.97	0.9	11,707	502,543	2.33
Quantum Scorpio Box	122.45	1.0	13,155	114,929	11.45
China Merchants	76.35	0.6	8,202	212,072	3.87

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 40+K 급 LNG 선 신조선가 10% 상승 시, 신조선 보유효과 추정 – 평균 6.3% 상승

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (Cu.M 기준)	기존Capa (Cu.M)	Capa 증가효과 (Cu.M기준)
Angelicoussis Group	710.22	3.5	604,001	7,536,271	8.01
Mitsui OSK Lines	525.32	2.6	446,753	7,504,084	5.95
Nippon Yusen Kaisha	518.80	2.5	441,206	6,359,822	6.94
Teekay Corporation	403.78	2.0	343,386	5,961,808	5.76
GasLog	487.93	2.4	414,952	5,552,059	7.47
Petronas	247.68	1.2	210,634	4,504,389	4.68
Qatar Gas (Nakilat)	297.21	1.5	252,761	6,928,504	3.65
BW Group	348.04	1.7	295,986	4,329,588	6.84
Dynacom Tankers Mgmt	288.56	1.4	245,401	3,132,952	7.83
Golar LNG	229.27	1.1	194,981	3,478,302	5.61

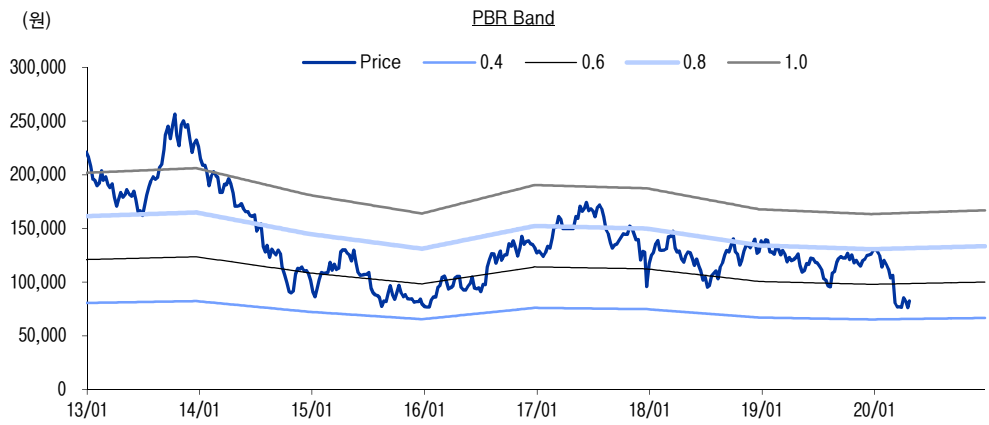
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 조선업종 평균 Forward 12M P/B 추이

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

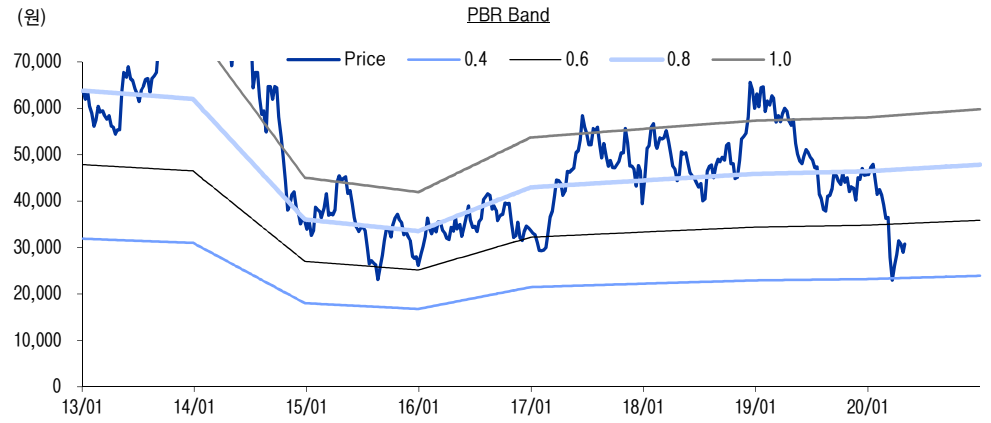
주) 한국조선해양, 현대미포조선, 삼성중공업 평균으로 산출. 대우조선해양의 경우 거래정지기간 포함되어 있어 제외

그림33 한국조선해양 Band Chart



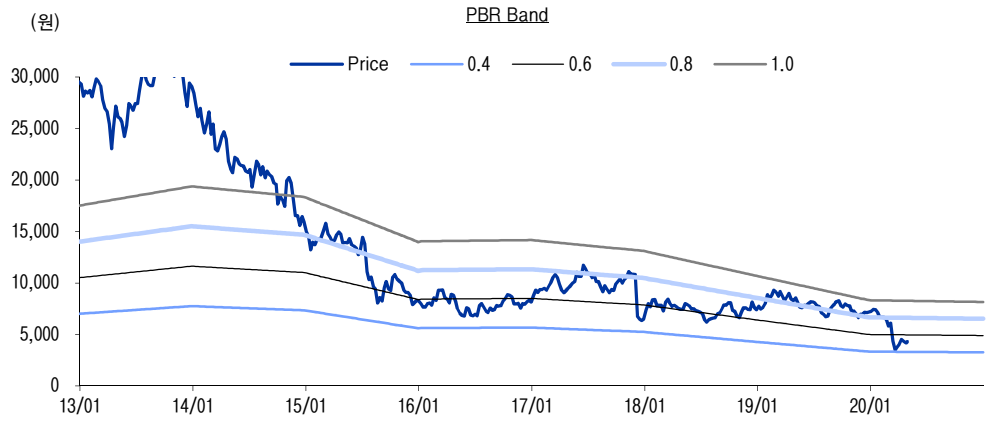
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 현대미포조선 BandChart



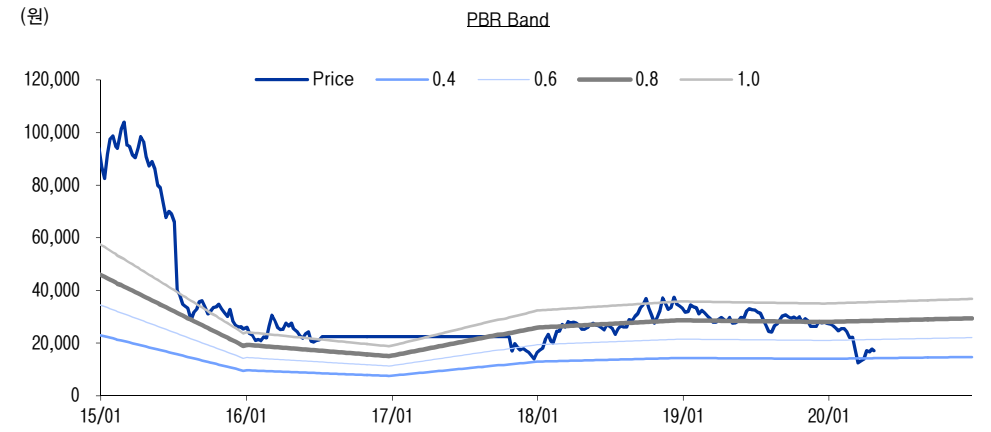
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 삼성중공업 BandChart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 대우조선해양 BandChart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

선종별 2020 전망

또 다시 관망

2020년 대다수의 조선업 투자자는 선박발주가 증가하고 LNG 싸이클이 오는 조선업 선순환 싸이클(Cycle)을 예상했습니다. 코로나19가 발병하기 전 인도량 기준으로 추정 시, 2022년에 있을 인도량 절벽으로 인해 4대선종기준 약 3,650 만CGT의발주가 필요할 것으로 예측했습니다.

그러나 코로나19로 인한 물동량 감소, 글로벌 경기둔화로 인해 2020년 4월까지의 누계 발주량은 약 356만CGT로 선박 발주가 부진한 상황입니다. Base case 기준 2020년 4대선종 예상 발주량은 약 1,634 만CGT로 YoY -19.3% 감소를 전망합니다. 이 중 한국의 수주량은 775 만CGT로, 한국 조선소의 합산 수주금액은 212억 달러로 전망합니다.

그러나 선종별 지표들은 우호적이기에, 하반기 선박의 발주 가능성은 아직 열려있는 상황입니다. 다만 매크로 지표들의 유의미한 개선이 발생하지 않아 선주들이 관망세를 취하고 있어, 발주까지 이어지지 못하고 있다고 판단됩니다..

선종별 2020 전망

또 다시 관망 – 글로벌 매크로 지표 악화

2020년 대다수의 투자자는 선박발주량 증가 및 LNG싸이클이 도래하는 조선업 선순환 싸이클(Cycle)을 예상했다. 코로나19와 국제유가 급락 전까지만 해도 4대선종기준 약 3,650 만CGT가 발주되지 않으면 인도량 절벽이 발생하기에, 약 3,650 만CGT의 발주가 있을 것으로 예상했다. 그러나 코로나19로 인한 물동량 감소, 글로벌 경기둔화로 인해 2020년 4월까지 선박발주는 부진한 상황이다. Clarkson 집계 기준 2020년 4월까지의 누적 발주량은 약 356만CGT로 2017~2019년의 발주량을 하회함은 물론, 2010년 이후 최저 발주량을 기록했던 2016년 발주량의 70% 수준을 기록하고 있다.

Clarkson은 2020년 물동량 증가 전망치를 지난 1월 3.5%에서 4월 0.5%까지 하향조정했다. 금리 역시 경제 침체 우려 속에서 지속적으로 하락하며, 글로벌 경기 둔화로 인해 당분간 선박의 발주를 기대하기 어려운 상황이다.

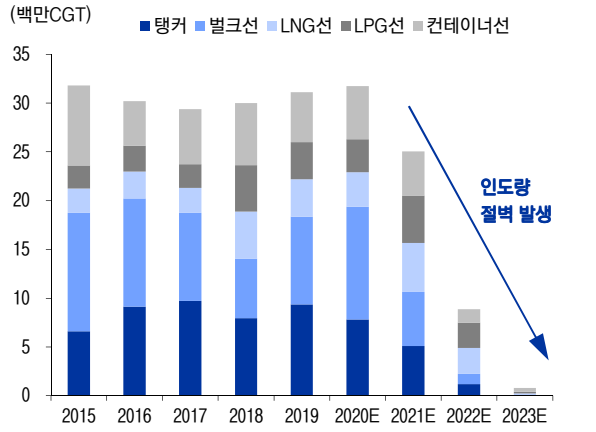
코로나19가 계속 진행중인 현 시점에서 코로나19의 파급력을 정확히 파악하기란 사실상 불가능하다. 따라서 총 3가지 Case로 분류하여 발주량 추정을 하였고, 추정결과는 다음과 같다.

Bull Case의 경우 약 1,877 만CGT(YoY -7.3%), Base Case의 경우 1,634 만CGT(YoY -19.3%), Bear Case의 경우 약 1,192 만CGT(YoY -41.1%)의 발주가 있을 것으로 전망된다. 한국의 수주량은 Bull case 약 863 만CGT(YoY -6.6%), Base Case 약 775 만CGT(YoY -16.1%), Bear Case 약 590만 CGT(YoY -36.1%)의 수주가 예상된다.

한국조선소의 수주금액은 Bear Case일 시 약 171억달러, Base Case일 시 약 212억달러, Bull Case일 시 약 233억달러 수주할 것으로 전망한다. 향후 코로나19의 진행경과에 따라 발주량 전망이 변경될 수 있으나, 현 시점에서는 전반적인 발주량 감소로 유의미한 선가, 발주량 개선이 어려울 것으로 전망한다.

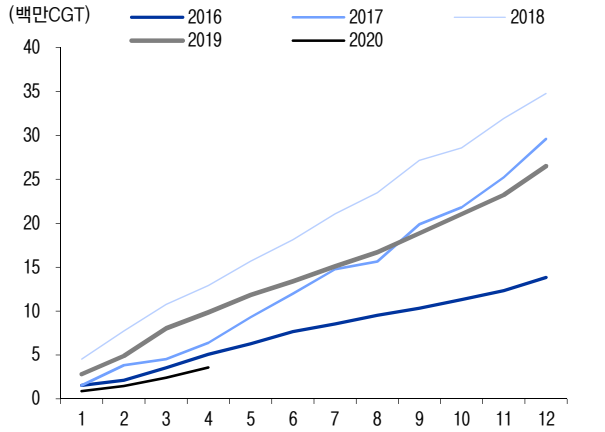
그러나 2016년과는 근본적인 상황이 달라, 2016년과 같은 조선업 불황을 걱정하기는 이르다는 판단이다. 1)선종별 지표들은 아직 우호적이기에 하반기 선박발주 가능성이 열려있으며 2)지속된 불황으로 조선소들의 구조조정으로 인해 고정비 절감이 이뤄졌으며 3)매출 비중에서 해양부문 노출도가 2016년에 비해 큰 폭으로 감소했기 때문이다. 다만 아직 매크로 불확실성으로 인해, 선주들이 관망세를 취하고 있어 우호적인 지표들이 선박 발주까지 이어지지 못하고 있다. 만약 매크로 지표가 개선된다면 이연되었던 발주가 시작 될 것이기에, 조선업에 지속적인 관심을 가져야 되는 시점이라고 판단한다.

그림37 발주 없을 시 2022 년부터 인도량 절벽 발생



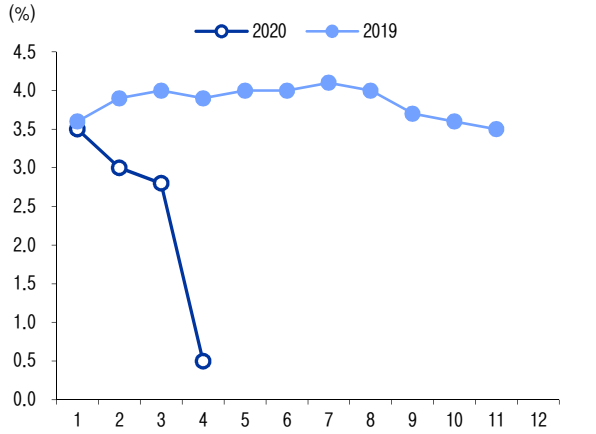
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 2020 년 CGT 기준 누적 발주량 – 2016 년 70%수준



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 Clarkson 물동량 성장 추이 – 4 월 0.5%로 하향

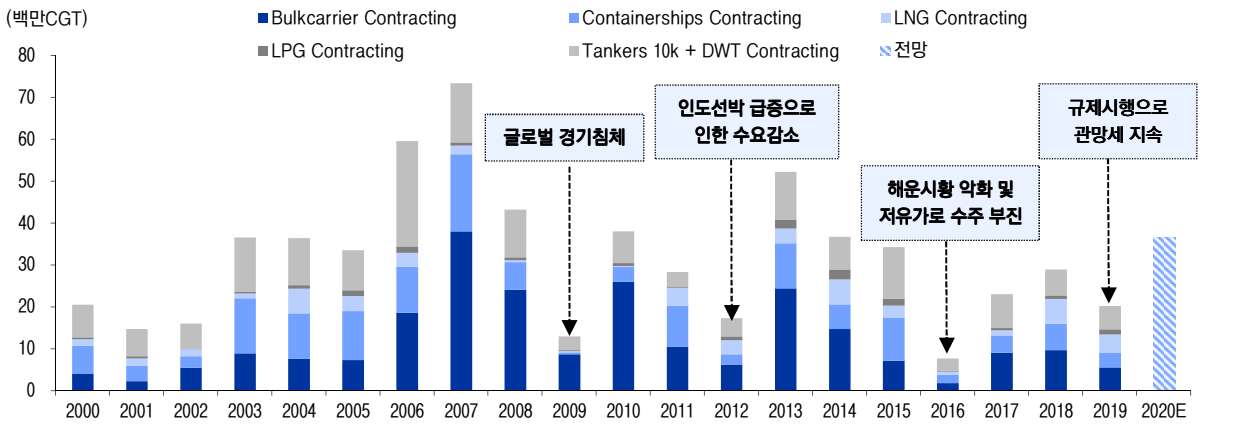


자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 중국 제조업구매지수(PMI) – 2 월 집계이래 최저점 기록

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 코로나 19 이전 4 대선종 기준 2020 년 예상 발주량 – 약 3,650 만 CGT 발주 전망



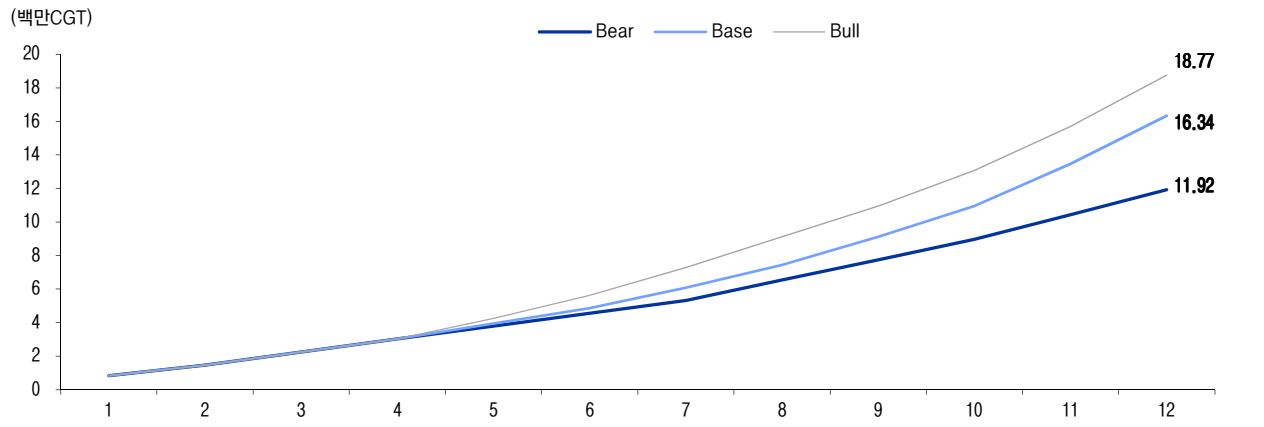
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 2020 년 Case 별 발주량 및 한국 예상 수주량 – Base Case 시 한국 조선소 약 775 만 CGT 수주전망

(단위:백만CGT, %)	Bulk	Container	LNG	LPG	Tankers	합계
2010-2019 평균발주량	11.52	5.85	3.26	1.08	6.97	28.68
2019발주량	5.55	3.42	4.49	1.18	5.61	20.25
한국 기 수주량	0.10	1.23	4.15	0.71	3.11	9.31
Bull Case 예상발주량	**4.96**	**3.36**	**4.01**	**1.32**	**5.12**	**18.77**
2018~2019기준 선박 점유율	2%	43%	91%	60%	52%	
한국 예상 수주량	0.08	1.45	3.66	0.79	2.64	8.63
Base Case 예상발주량	**3.97**	**3.14**	**3.74**	**0.96**	**4.52**	**16.34**
2018~2019기준 선박 점유율	2%	43%	91%	60%	52%	
한국 예상 수주량	0.07	1.36	3.41	0.58	2.33	7.75
Bear Case 예상발주량	**2.63**	**2.54**	**3.04**	**0.77**	**2.93**	**11.92**
2018~2019기준 선박 점유율	2%	43%	91%	60%	52%	
한국 예상 수주량	0.04	1.10	2.78	0.46	1.51	5.90

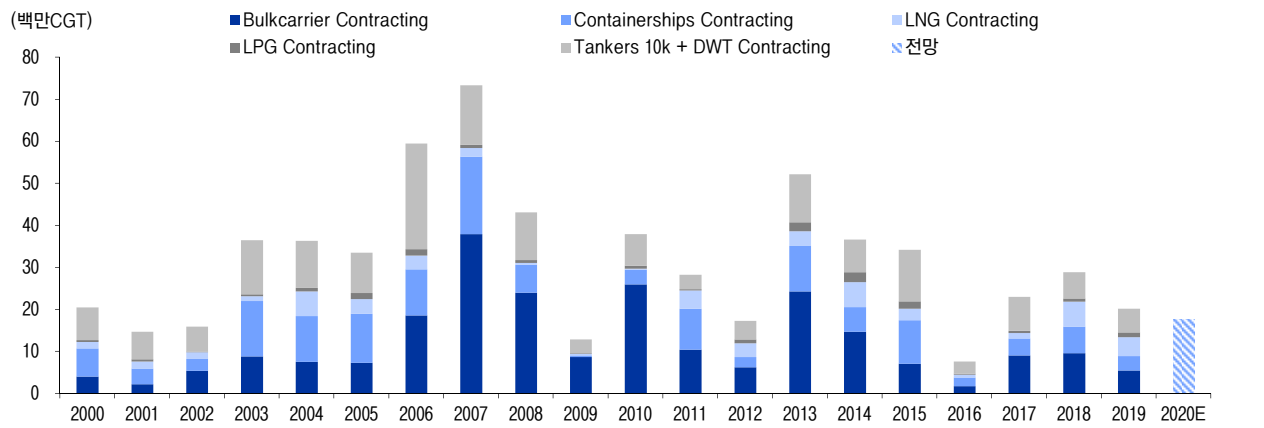
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 2020 년 Case 별 예상 발주량



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 Base Case 기준 2020 년 예상 발주량 – 약 1,634 만 CGT 로 2019 년 대비 YoY -19.3% 감소 전망



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 $/CGT 추정 – Base Case 시 한국조선소 약 212억 달러 수주 전망

Bear	백만CGT	선가($)	평균CGT	$/CGT	총금액(억달러)
벌크+기타	0.04	51,000,000	34,171	1,492.49	30.64
컨테이너선	1.10	147,000,000	71,234	2,063.62	22.65
LNG	2.78	205,000,000	74,721	2,743.54	76.33
LPG+기타가스선	0.46	71,000,000	23,238	3,055.34	14.12
Tanker	1.51	40,000,000	22,371	1,788.03	27.08
합계	5.90				170.82
Base	**백만CGT**	**선가($)**	**CGT**	**$/CGT**	**총금액(억달러)**
벌크+기타	**0.07**	**51,000,000**	**34,171**	**1,492.49**	**30.97**
컨테이너선	**1.36**	**147,000,000**	**71,234**	**2,063.62**	**27.99**
LNG	**3.41**	**205,000,000**	**74,721**	**2,743.54**	**93.69**
LPG+기타가스선	**0.58**	**71,000,000**	**23,238**	**3,055.34**	**17.65**
Tanker	**2.33**	**40,000,000**	**22,371**	**1,788.03**	**41.73**
합계	**7.75**				**212.03**
Bull	**백만CGT**	**선가($)**	**CGT**	**$/CGT**	**총금액(억달러)**
벌크+기타	0.08	51,000,000	34,171	1,492.49	31.22
컨테이너선	1.45	147,000,000	71,234	2,063.62	29.93
LNG	3.66	205,000,000	74,721	2,743.54	100.44
LPG+기타가스선	0.79	71,000,000	23,238	3,055.34	24.18
Tanker	2.64	40,000,000	22,371	1,788.03	47.26
합계	8.63				233.03

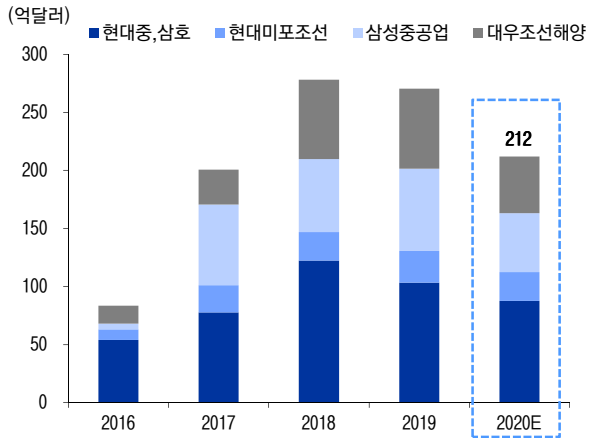
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터
주) LNG선의 경우 2019 수주한 쇄빙LNG선 선가 고려

표10 조선소 별 수주 금액 추정

Bear (단위:억달러)	현대중,삼호	현대미포	삼성중공업	대우조선해양	합계
벌크+기타	15.32	1.53	0.00	13.79	30.64
컨테이너선	8.61	3.85	5.66	4.53	22.65
LNG	32.06	2.29	26.71	15.27	76.33
LPG+기타가스선	8.47	4.24	1.41	0.00	14.12
Tanker	7.58	6.77	5.96	6.77	27.08
합계	**72.04**	**18.68**	**39.75**	**40.36**	**170.82**
Base	**현대중,삼호**	**현대미포**	**삼성중공업**	**대우조선해양**	**합계**
벌크+기타	**15.49**	**1.55**	**0.00**	**13.94**	**30.97**
컨테이너선	**10.63**	**4.76**	**7.00**	**5.60**	**27.99**
LNG	**39.35**	**2.81**	**32.79**	**18.74**	**93.69**
LPG+기타가스선	**10.59**	**5.30**	**1.77**	**0.00**	**17.65**
Tanker	**11.68**	**10.43**	**9.18**	**10.43**	**41.73**
합계	**87.75**	**24.85**	**50.73**	**48.71**	**212.03**
Bull	**현대중,삼호**	**현대미포**	**삼성중공업**	**대우조선해양**	**합계**
벌크+기타	15.61	1.56	0.00	14.05	31.22
컨테이너선	11.37	5.09	7.48	5.99	29.93
LNG	42.19	3.01	35.15	20.09	100.44
LPG+기타가스선	14.51	7.25	2.42	0.00	24.18
Tanker	13.23	11.82	10.40	11.82	47.26
합계	**96.91**	**28.73**	**55.45**	**51.94**	**233.03**

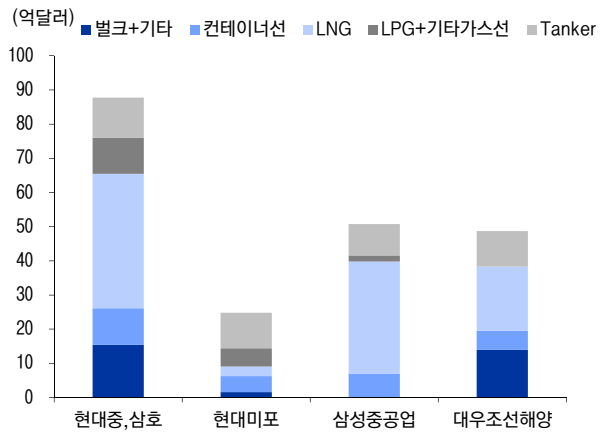
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 Base Case 기준 – 한국조선소 212억 달러 수주 전망



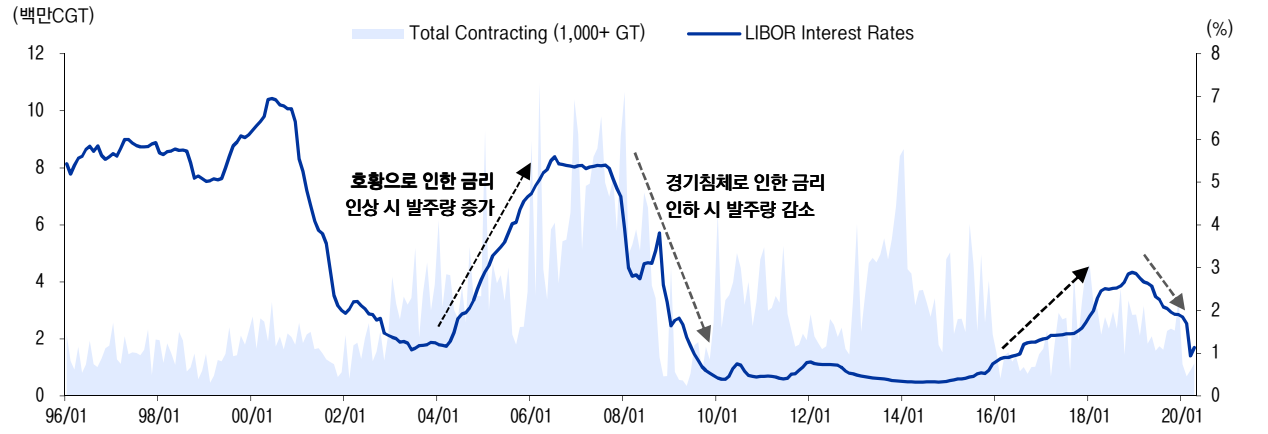
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 Base Case 기준 조선소 별 수주 전망



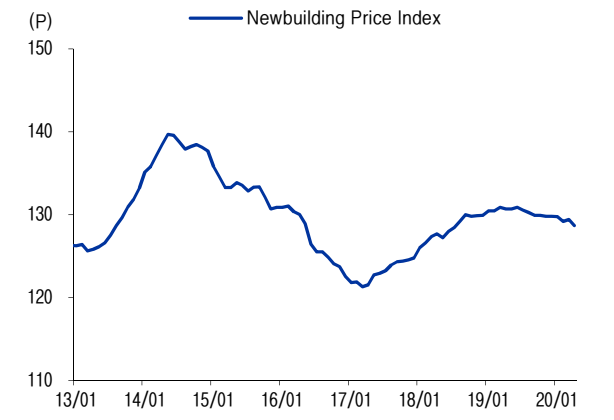
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 금리와 선박 발주량 – 경기둔화로 LIBOR 금리 하향추세



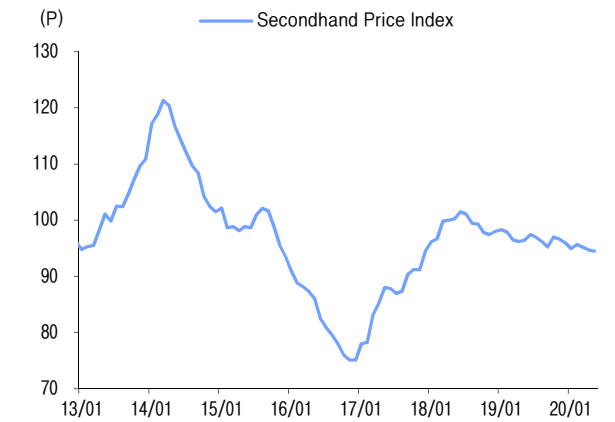
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 신조선가 추이 –128~129pt 등락



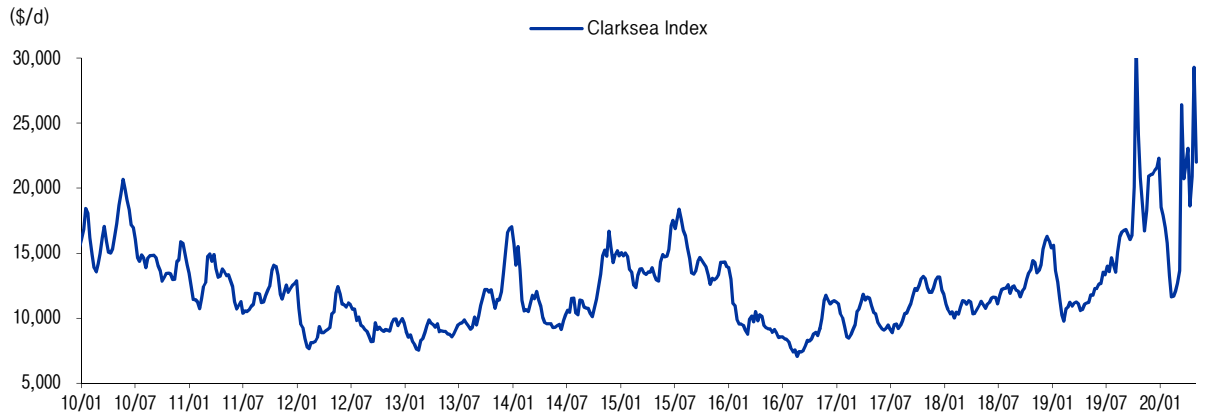
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 중고선가 추이 –94~95pt 등락



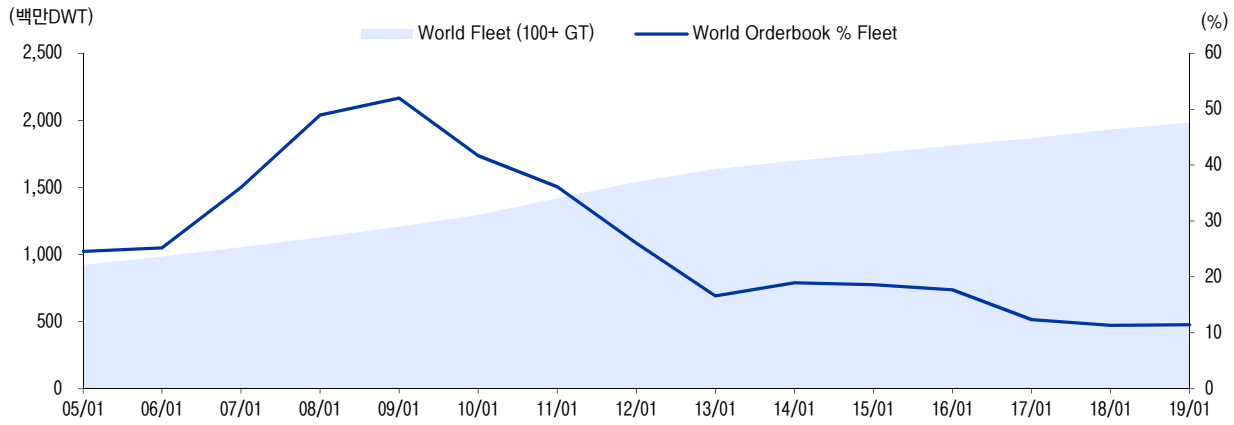
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 Clarksea Index 추이



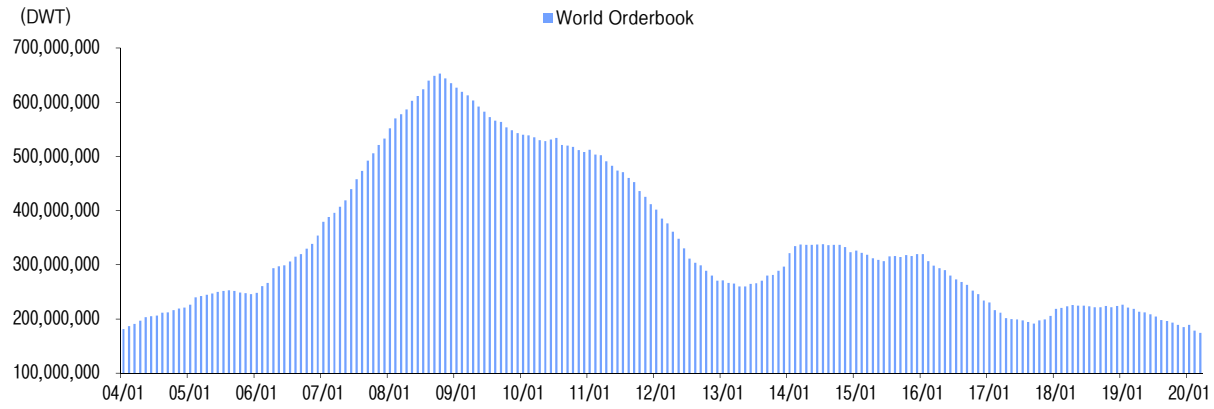
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 수주잔고/선복량 추이 – 2016 년의 60% 수준



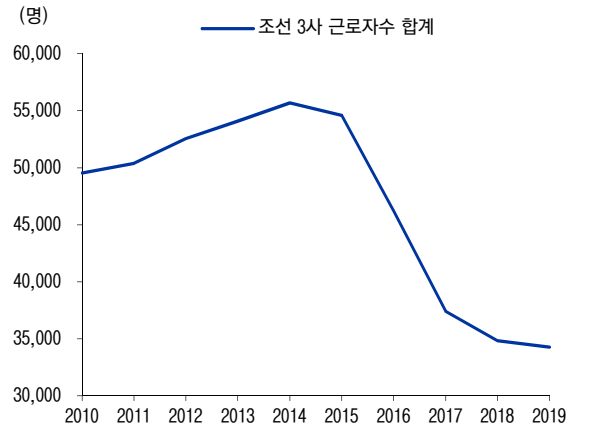
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 글로벌 수주잔고 추이 – 2010 년 이후 최저점 기록



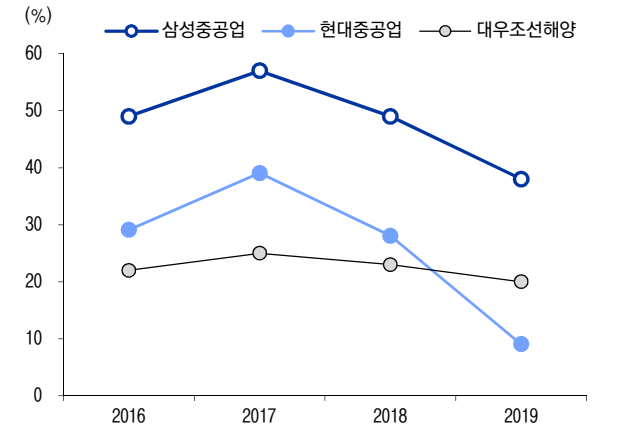
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 조선 3사 근로자수 합계



자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 조선 3사 해양 플랜트 매출액 비중



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

LNG선 – 예상보다 안 좋지만, 희망은 있다

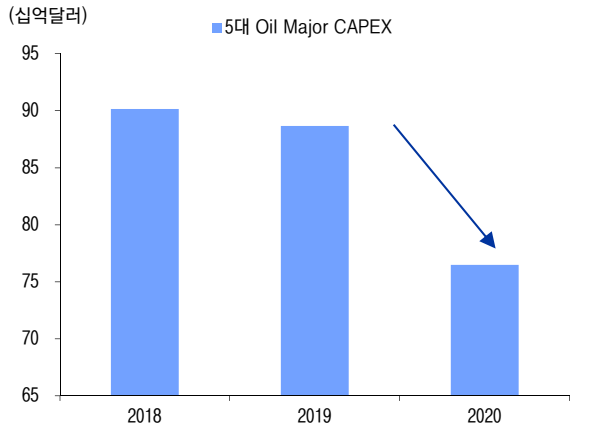
LNG선 시장은 우려와는 달리 대형 프로젝트가 예정대로 진행되고 있다는 점에서, 희망이 존재한다. 다만, 2020년 기존 예상 발주량 만큼 발주는 힘들 전망이다. 코로나 19 이전, 2020년에는 대규모 LNG프로젝트(Qatar, Mozambique, Arctic, Golden Pass 등)를 포함해 약 80~100척 가량의 LNG선 발주가 있을 것으로 예상했었다. 그러나 기존 예상과 달리, 2020년 LNG선은 40~50척 발주될 것으로 전망한다. 국영 기업들을 제외한 민영기업들이 세계 경기 둔화로 Capex를 감축하고 있기 때문이다. 이는 최근 1)ExxonMobil의 Rovuma Project를 포함한 여러 LNG 프로젝트의 연기, 2)에너지 메이저들(Shell, BP, ExxonMobil, BP, Total 등)의 2020년 CAPEX 15%이상 감축, 3) 클락슨의 LNG 물동량 증가율 하향조정(2.2%)에서 확인할 수 있다.

그러나 대형 LNG 프로젝트는 예정대로 진행되고 있다. 지난 2월 Total은 Mozambique 프로젝트에 필요한 LNG선 16척에 대해 삼성중공업과 한국조선해양에 각각 8척의 LOI를 체결했다. 또한 3월 러시아 Zvezda 조선소는 Arctic LNG Project2에 투입될 쇄빙LNG선 10척에 대한 RFP(Request for Proposals)를 요청한 상황이다.

또한 지난 4월 카타르석유공사(Qatar Petroleum)가 LNG선 최소 60척, 최대 120척의 발주의지를 표명하며 1차로 중국 후동중화 조선소에 LNG선 16척(8+8)척 슬롯예약을 계약했다. 물론 중국 조선소의 LNG선 수주는 다소 의외의 상황이나, 후동중화조선소의 연간 LNG선 건조능력이 연간 6척 수준인 점을 감안 시, 남은 물량인 최소 40척~최대 100여척은 한국조선소가 수주 가능할 전망이다. 추가적으로 카타르LNG는 라마단 기간이 끝나는 5월 23일 이후 추가적인 조선소 슬롯 예약이 진행될 것으로 예상된다.

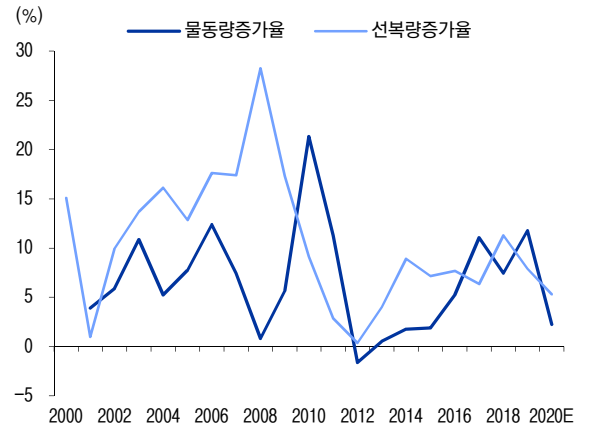
2023~2024년 가동 예정인 LNG프로젝트들은 LNG선 건조기간에 평균 3년정도 소요된다는 점을 감안 시, 늦어도 2020년 하반기~2021년 상반기에는 FID 결정되어야 하기에 하반기에는 불확실성이 해소될 전망이다. 현재 LNG선 발주는 예상했던 것 보다 규모는 작지만, 여러 악재에도 불구하고 꾸준히 진행되고 있다는 점에 주목해볼만 하다.

그림51 5 대 Oil Major CAPEX 감소



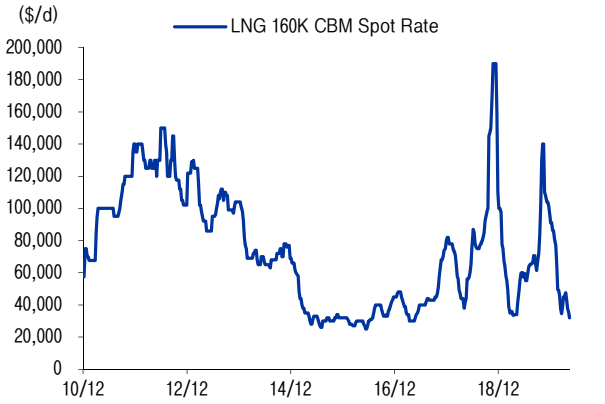
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 LNG 선 수급밸런스 – 선박 공급량 초과



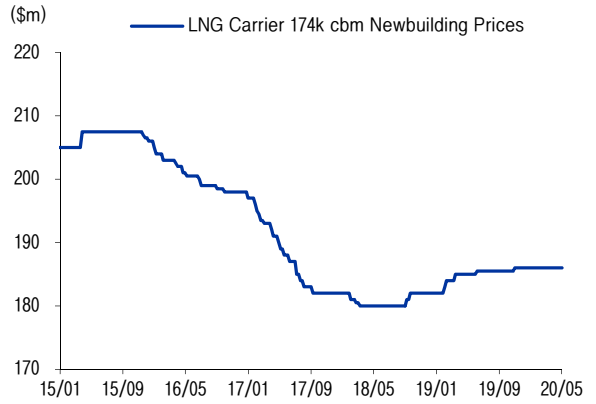
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 LNG 선 운임 추이



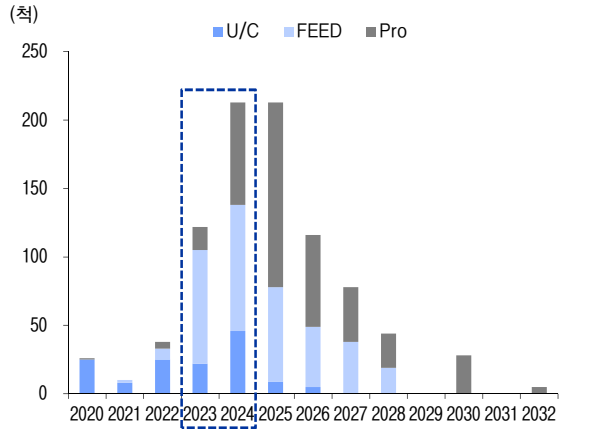
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 LNG 선 신조선가 추이



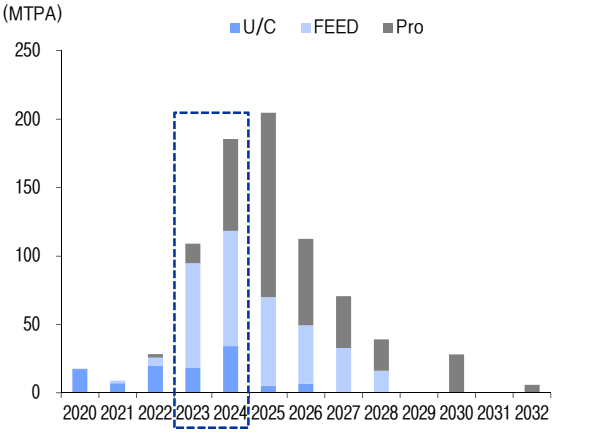
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 필요 LNG 선 예상량



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 LNG 생산량 예상량



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 U/C(Under Construction)단계의 LNG 프로젝트(2020.04 기준)

Rank	Country	Project	Capa (MTPA)	Status	Expected Start Up	Est. Ship size	Estimated Vessel Requirement
1	Indonesia	Sengkang LNG Train 1	0.5	U/C	2020	174,000	1
2	Malaysia	PFLNG Dua	1.5	U/C	2020	174,000	3
3	Russia	Prortovaya LNG(FSU)	1.5	U/C	2020	174,000	1
4	Russia	Yamal LNG Train 4	1	U/C	2020	174,000	1
5	United States	Cameron LNG Train 3	4.5	U/C	2020	174,000	7
6	United States	Freeport LNG Train 3	4.64	U/C	2020	174,000	8
7	Indonesia	Tangguh LNG Train 3	3.8	U/C	2020	174,000	4
8	United States	Corpus Christi LNG Train 3	4.5	U/C	2021	174,000	5
9	Mauritania	Tortue West Ahmeyim FLNG 1	2.5	U/C	2021	174,000	3
10	Mozambique	Coral South FLNG 1	3.4	U/C	2022	174,000	4
11	United States	Calcasieu Pass LNG	10	U/C	2022	174,000	15
12	Russia	Arctic 2 LNG Train 1	6.6	U/C	2022	185,000	6
13	United States	Sabine Pass Train 6	4.5	U/C	2023	174,000	8
14	Canada	LNG Canada	14	U/C	2023	200,000	14
15	Mozambique	Mozambique LNG	12.88	U/C	2024	174,000	17
16	Nigeria	Mozambique LNG	4.2	U/C	2024	174,000	5
17	Russia	Arctic 2 LNG Train 2	6.6	U/C	2024	174,000	6
18	United States	Golden Pass LNG Train 1	5.2	U/C	2024	200,000	9
19	United States	Golden Pass LNG Train 2	5.2	U/C	2024	200,000	9
20	United States	Golden Pass LNG Train 3	5.2	U/C	2025	200,000	9
21	Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.6	U/C	2026	174,000	5
	Total		108.82				140

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 FEED 단계 LNG 프로젝트(2020.04 기준)

Rank	Country	Project	Capa (MTPA)	Status	Expected Start Up*	Est. Ship size	Estimated Vessel Requirement
22	United States	Port Fourchon LNG Phase 1	2	FEED	2021	174,000	2
23	Canada	Western FLNG	0.5	FEED	2022	174,000	2
24	Djibouti	Djibouti FLNG	3	FEED	2022	174,000	3
25	United States	Corpus Christi LNG Train 4	1.4	FEED	2022	174,000	2
26	United States	Eagle LNG	0.9	FEED	2022	40,000	1
27	Canada	Woodfibre LNG	2.1	FEED	2023	174,000	3
28	Papua N.Guinea	Daru Island FLNG	1.5	FEED	2023	174,000	2
29	United States	Corpus Christi LNG Train 5	1.4	FEED	2023	174,000	2
30	United States	Driftwood LNG 1	5.5	FEED	2023	174,000	6
31	United States	Driftwood LNG 2	5.5	FEED	2023	174,000	6
32	United States	Freeport LNG Train 4	5.1	FEED	2023	174,000	5
33	United States	Plaquemines LNG	10	FEED	2023	174,000	10
34	United States	Plaquemines LNG Phase 2	10	FEED	2023	174,000	10
35	United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.5	FEED	2023	174,000	14
36	United States	Port Delfin 1 FLNG	3.25	FEED	2023	174,000	4
37	United States	Rio Grande LNG Phase 1	13.5	FEED	2023	174,000	16
38	United States	West Delta LNG	5	FEED	2023	174,000	5
39	Australia	Equus FLNG	2	FEED	2024	174,000	2
40	Canada	Bear Head LNG	8	FEED	2024	174,000	8
41	Canada	Goldboro LNG	10	FEED	2024	200,000	10
42	Congo	NewAge Congo FLNG	1	FEED	2024	174,000	1
43	Israel	Leviathan FLNG	4.5	FEED	2024	174,000	5
44	Qatar	North Filed Expansion Train 1	7.8	FEED	2024	200,000	10
45	Qatar	North Filed Expansion Train 2	7.8	FEED	2024	200,000	10
46	Qatar	North Filed Expansion Train 3	7.8	FEED	2024	200,000	10
47	Russia	Baltic LNG	10	FEED	2024	174,000	10
48	United States	Commonwealth LNg	8.4	FEED	2024	174,000	9
49	United States	Corpus Christi LNG Train 6	1.4	FEED	2024	177,000	2
50	United States	Driftwood LNG 3	5.5	FEED	2024	200,000	6
51	United States	Gulf LNG Phase 1	5.75	FEED	2024	174,000	5
52	United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.4	FEED	2024	174,000	4
...	...	...	...	...	...	...	...
	Total		325.07				355

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 현재 진행중인 주요 LNG 선 발주 예상 프로젝트

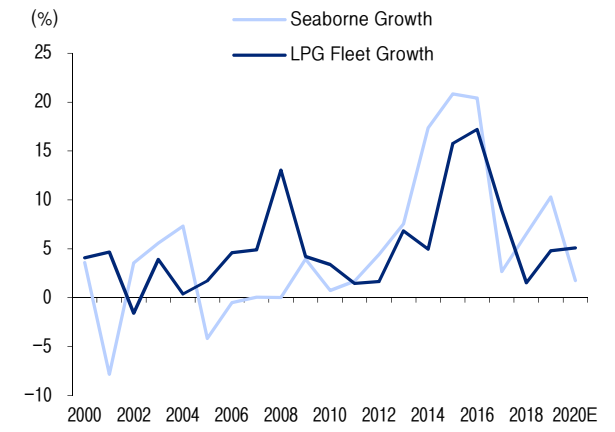
	발주처	예상 발주척수	비고
카타르	Qatar Petroleum	40	추가 수출 확대 등 최대 100척 발주 가능
미국	ExxonMobil	20	Golden Pass LNG(24년 수출 개시)
모잠비크	Total	16	24년 13Mtpa 수출 개시
러시아	Novatek	20	쇄빙 LNG선 발주 계획(러시아 외부 발주 10척 포함)
파푸아뉴기니	ExxonMobil	8	PNG LNG(8Mtpa 수출 계획)
캐나다	Shell	8	LNG Canada(24년 수출 계획)

자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

LPG선 – 발주가 있어야 되는 지표들

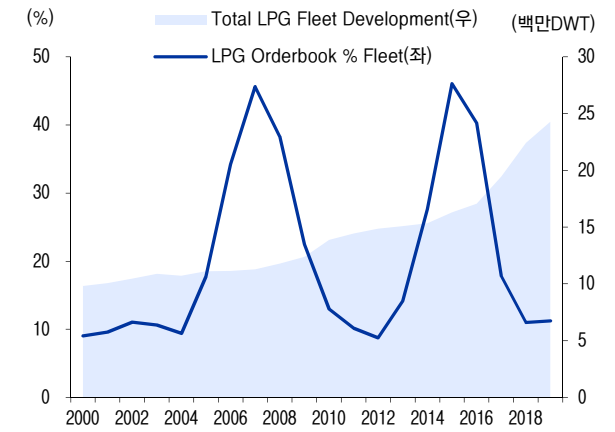
2020년 Base Case 기준 LPG선은 약 96 만CGT(YoY -18.6%) 발주가 예상된다. LPG선의 수급밸런스는 선복량 증가량이 물동량 증가량을 앞서고 있으나, 코로나19 에도 불구하고 물동량은 증가할 것으로 전망된다. 또한 1)LPG선의 선복량/수주잔고 비율이 역사적 저점 수준을 기록하고 있다는 점, 2)미국의 LPG 수출량 추이 역시 여전히 증가할 것으로 예상된다는 점, 3)노후선박의 비중이 높기 때문에 노후선박에 대한 교체수요 기대가 크다는 점에서 발주 지표는 우호적인 상황이다. 현 상황을 반영하듯, 이미 중고선가/신조선가의 비율은 약 95%에 육박하며 신조선 발주에 대한 시그널이 존재하는 상황이다.

그림57 LPG 선 수급밸런스 – 선박 공급량 초과



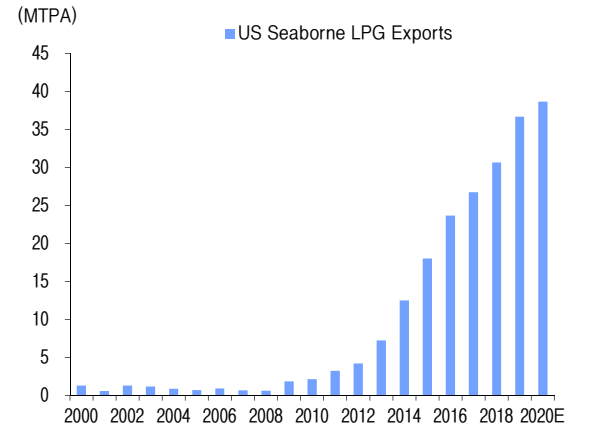
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 LPG 선 수주잔고/선복량 추이



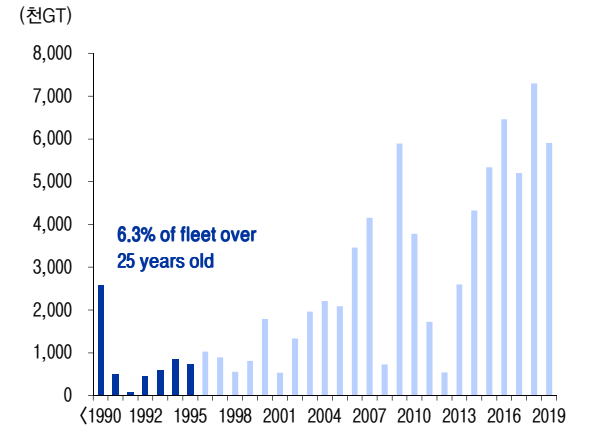
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 미국 LPG 수출량 증가 추이



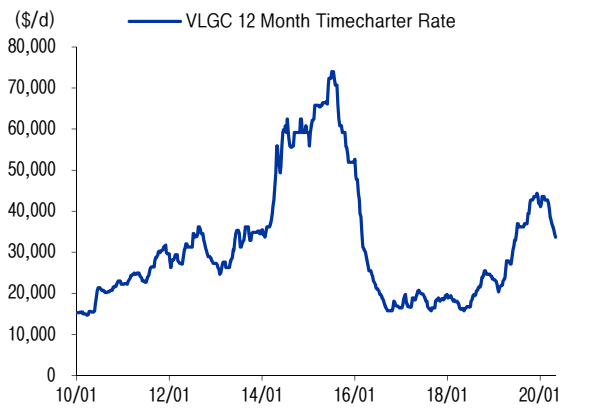
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 Gas 선 노후선박 비중 – 노후선박 교체수요 높음



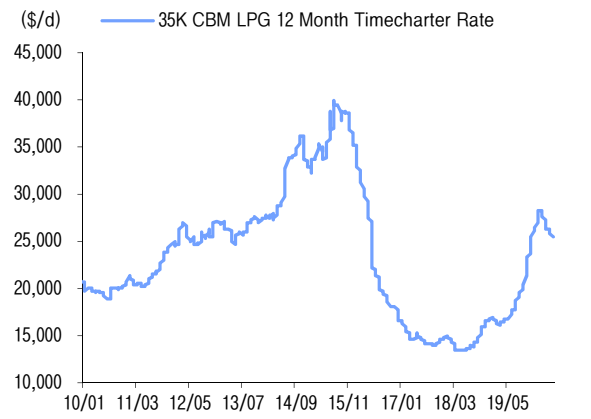
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 VLGC 운임 추이



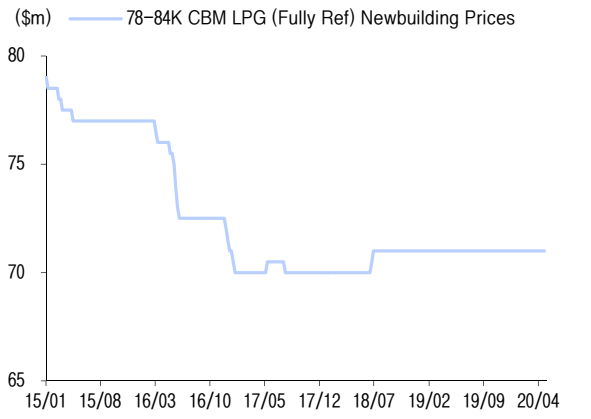
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 소형 LPG 선 운임



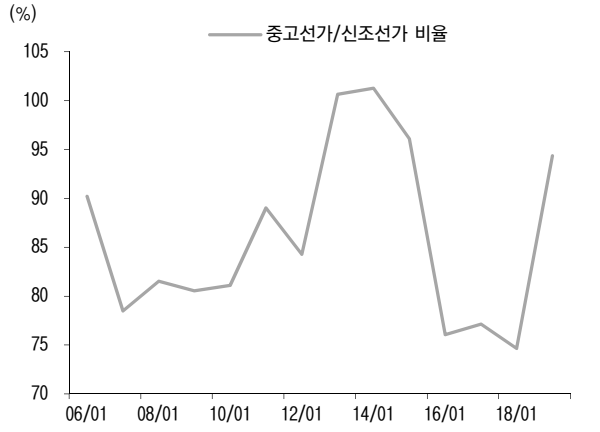
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 78-84K LPG 선 신조선가 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 LPG 선 중고선가/신조선가 비율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

Tanker –저유가 지속될 시 발주 기대

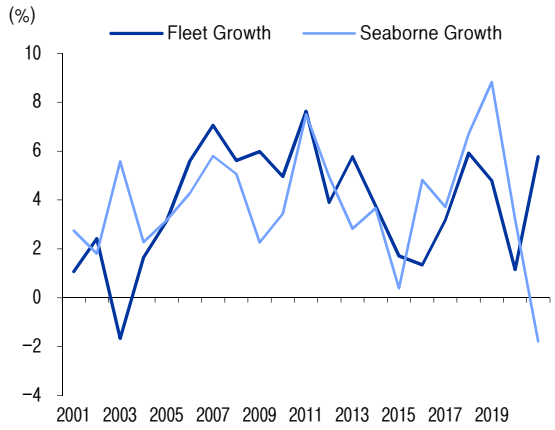
탱커의 경우 IMO2020 규제 시행으로 인한 수혜가 예상된다. IMO2020규제 대응책으로 스크러버나 LNG 추진 선박을 발주하지 않은 선주들은 LSFO를 사용하는 방안을 선택할 수 밖에 없다. 실제 IMO2020 규제시행을 앞둔 10월부터 LSFO 수요 증가로 인해 PC선 운임은 본격적으로 상승추세를 보이기 시작했다.

최근 유가하락으로 PC선에 추가적인 모멘텀이 존재하는 상황이다. 지난 1월 350$/Tonne를 기록했던 LSFO-HSFO Spread가 55$/Tonne 수준까지 하락하며, 노후선박을 보유한 선주들은 LSFO 사용방식을 사용하는게 오히려 경제적인 상황이다.

따라서 현 유가 수준이 유지된다면, 선주들의 LSFO 수요는 증가할 수 밖에 없고 당연히 PC선의 수요는 증가할 수 밖에 없다. 또한 20년 이상 노후탱커 비중이 9.0%로 매우 높기 때문에, 향후 노후 탱커 교체수요로 인한 탱커 발주까지 기대되는 상황이다.

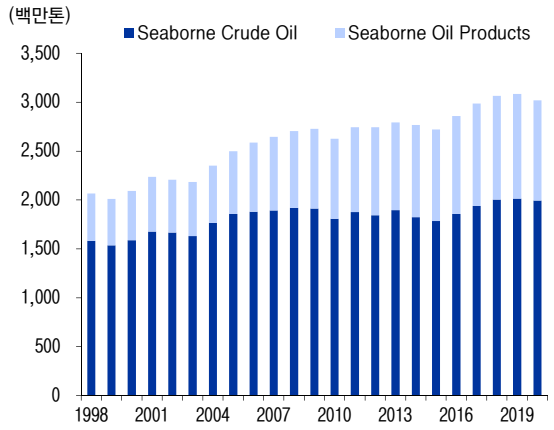
추가적으로 지난 3월 사우디발 원유 증산으로 촉발된 유가 하락으로 VLCC의 수요가 증가하였고, 이에 따라 VLCC운임이 큰 폭으로 상승한 모습을 보이고 있다. 2014년 유가가 급락한 이후 VLCC의 발주가 있었다는 점을 감안할 시, 현 VLCC운임 수준이 지속적으로 유지된다면, 향후 VLCC의 추가적인 발주도 가능할 것으로 예상된다.

그림65 탱커(10K+) 수급밸런스



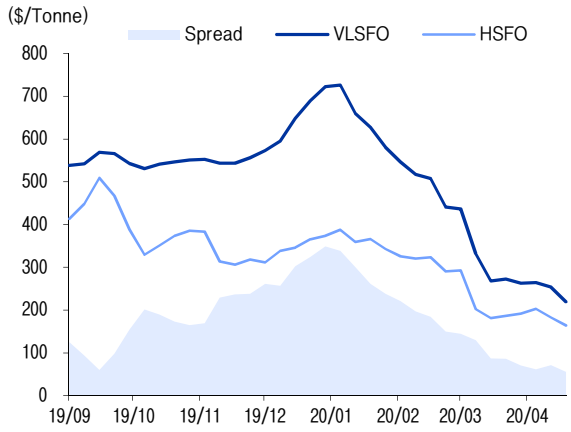
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 탱커 물동량 증가추이



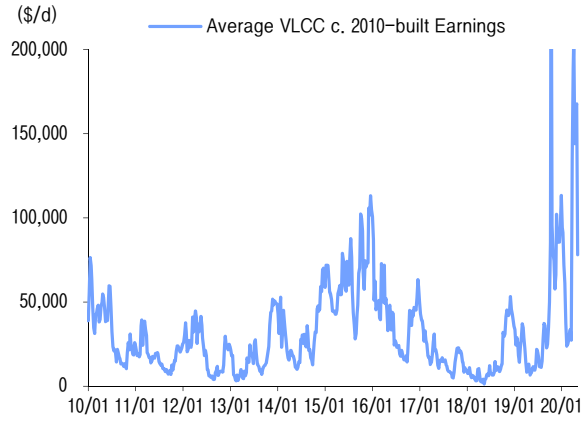
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 LSFO-HSFO Spread 추이 - $55까지 축소



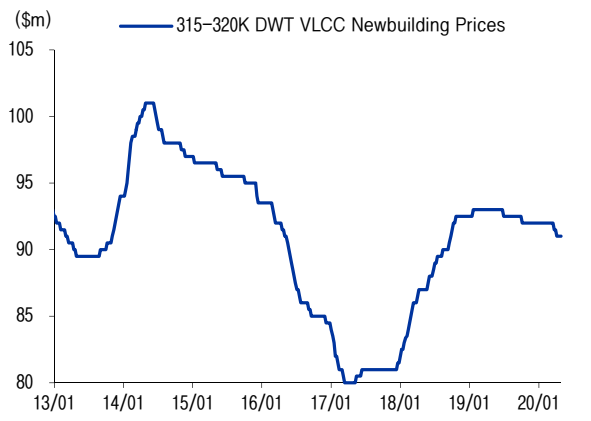
자료: Clakrson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 VLCC 운임추이



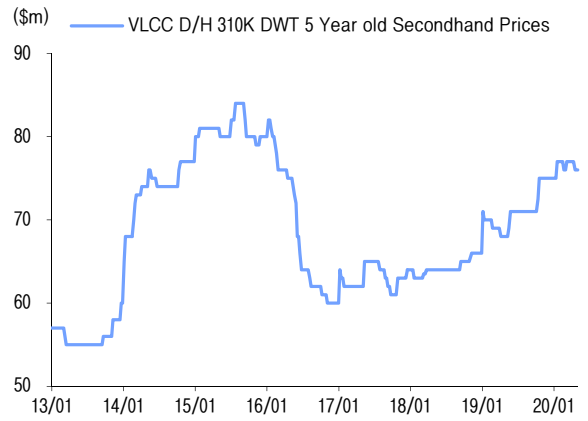
자료: Clakrson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 VLCC 신조선가 추이



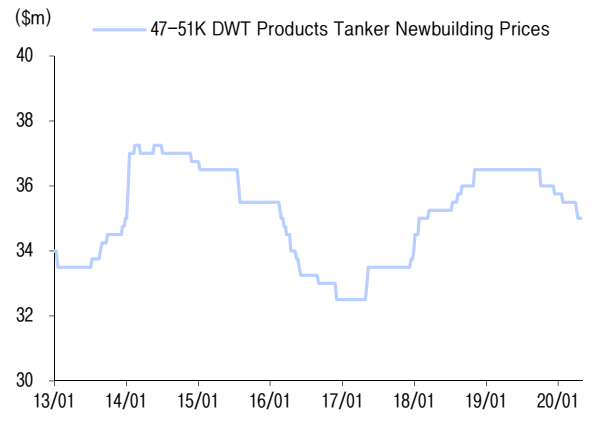
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 VLCC 중고선가 추이



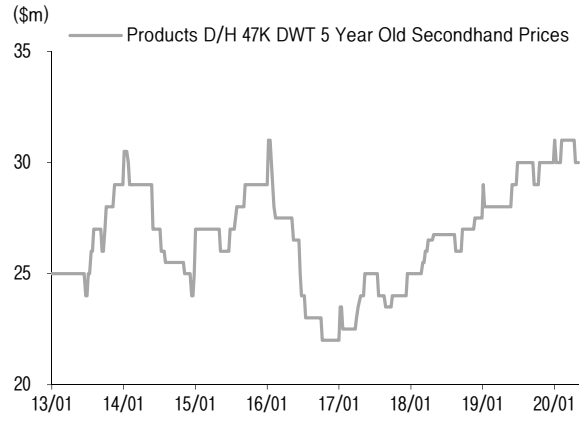
자료: Clakrson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 Product Tanker 신조선가 추이



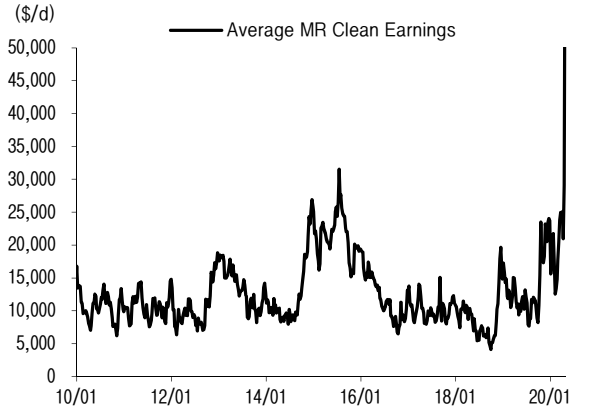
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 Product Tanker 중고선가 추이



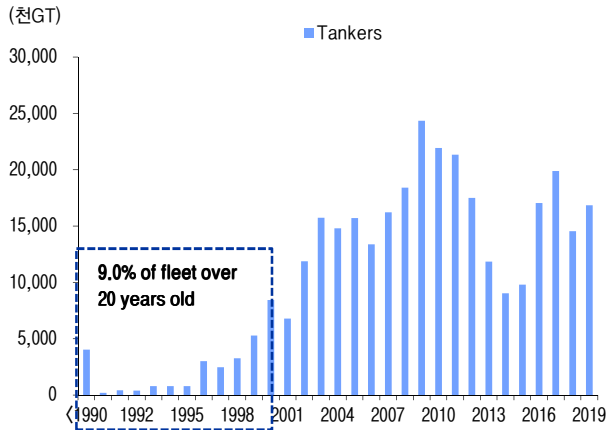
자료: Clakrson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 MR 탱커 운임 추이



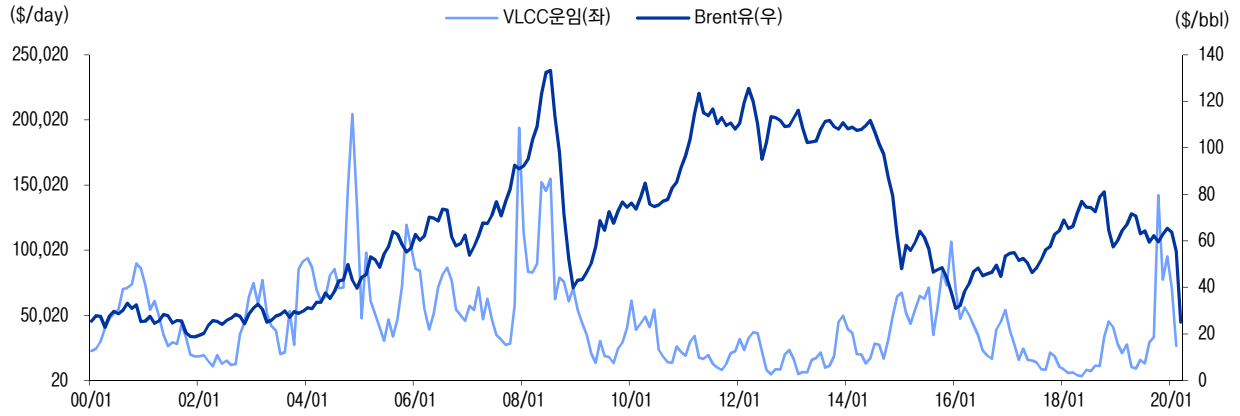
자료: Clarkson 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 탱커 노후선박 비중 - 노후선박 교체수요 높음



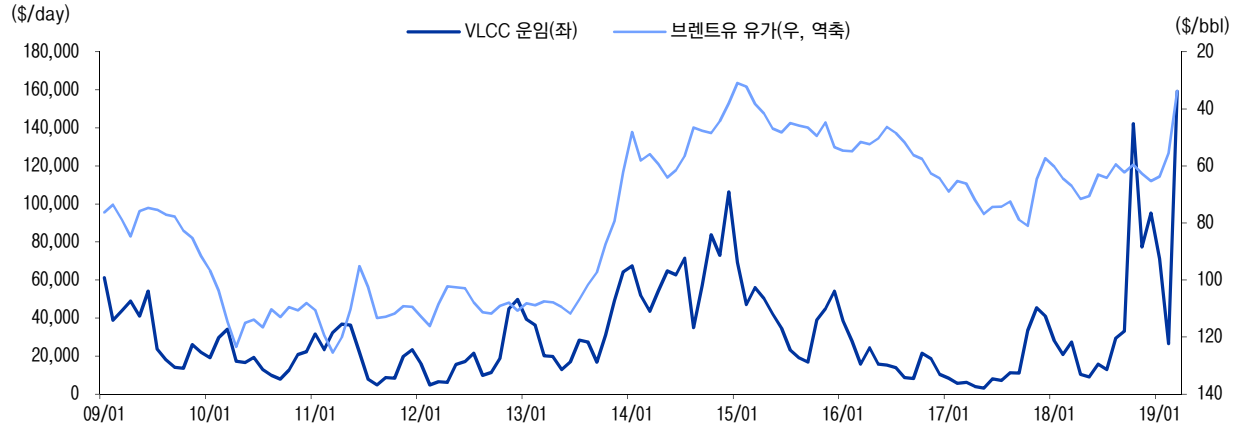
자료: Clakrson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 VLCC 운임과, 유가 추이 (2000.01~)



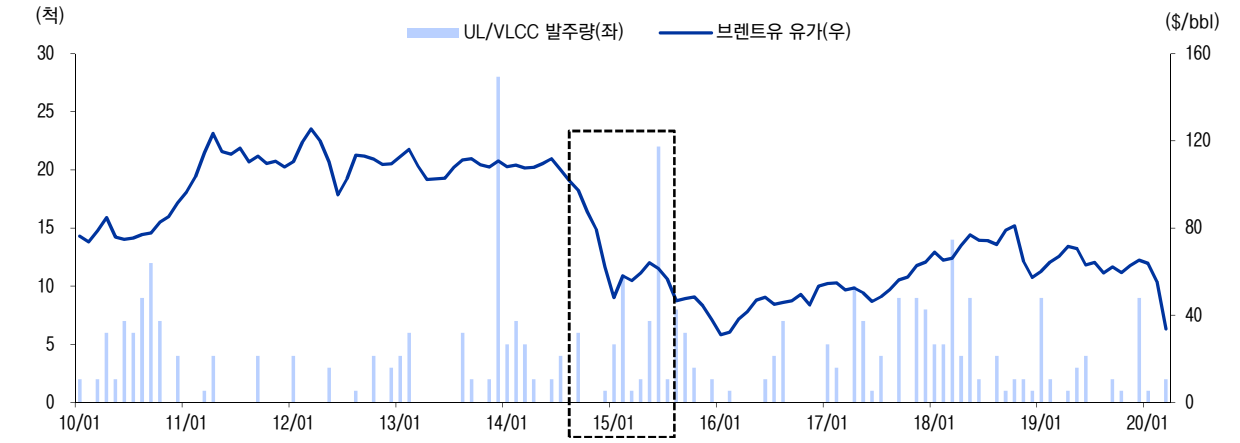
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 VLCC 운임과 유가추이(2009.01~) – 디커플링 현상 발생



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 유가와 VLCC 발주량 추이 – 2014년 유가 급락기에 VLCC 발주 존재



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

컨테이너선 – 혼란스러운 컨테이너 시장

2020년 컨테이너선은 Base Case 기준 약 314 만CGT(YoY -8.2%) 발주가 있을 것으로 전망된다. 코로나19 이전 컨테이너선 시장은 2019년 하반기부터 미중무역 불확실성 해소 기대감에 따라, 컨테이너선 운임은 상승추세를 보이며 대형 컨테이너선이 부족한 선사위주의 컨테이너선 발주가 예상됐다. 그러나 코로나19로 인한 물동량 둔화로 기존에 예상되었던 선박들의 발주 시점은 점차 연기되고 있다. 실제로 코로나19가 진행중인 상황에도 대형컨테이너선 발주를 지속적으로 시사해오던 Hapag-Lloyd는 결국 지난 5월 1일 대형컨테이너선 발주 프로젝트(6+6척)를 무기한 연기했다.

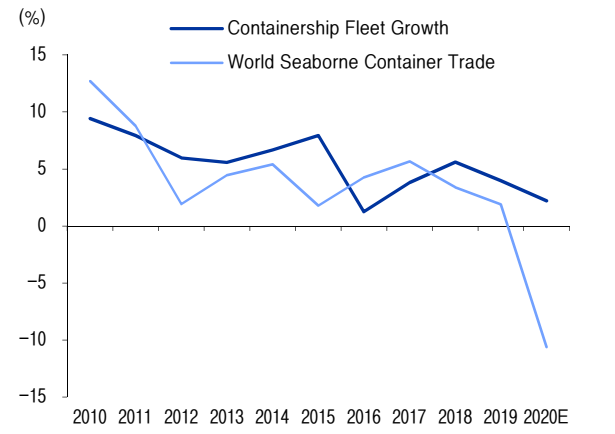
컨테이너선의 물동량 감소로 인해 컨테이너선 운임(CCFI, SCFI)이 하락하는 모습을 기록하고 있으며, 수급밸런스 역시 선복량 증가율이 물동량 증가율을 앞서며 선박 공급 우위의 상황을 보여주는 등 컨테이너선 발주 환경은 좋지 않은 상황이다.

최근 중국 공장이 재가동 하면서 중국향 물동량이 회복될 것이라는 전망이 존재하나, 아직 코로나19사태로 인한 물동량 회복이 발생하지 않았기에 상반기 중으로는 컨테이너선 발주를 기대하기 힘들 전망이다.

그러나 3대 해운동맹 중 대형 컨테이너선이 부족한 The Alliance 위주의 발주 수요는 사라진 것이 아니기에, 코로나19가 진정될 시 컨테이너선 발주가 하반기에 있을 가능성도 배제할 수 없다. 3위 해운동맹인 The Alliance의 2019년 말 기준 운항함대는 약 424 만TEU로 건조 중인 선박까지 포함 시 약 467 만TEU까지 상승하나, 타 해운 동맹의 63%에 불과한 실정으로 대형 컨테이너선에 대한 수요가 존재하기 때문이다.

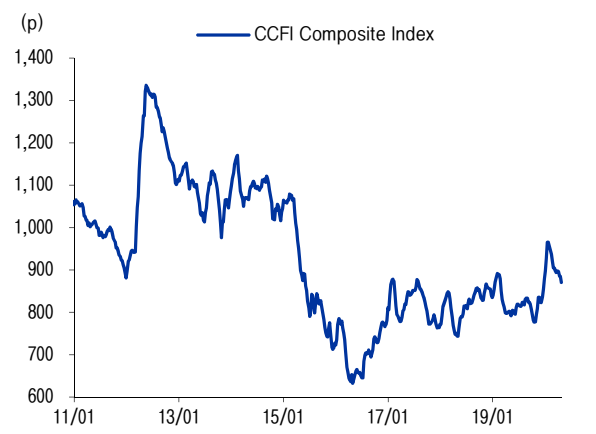
현재 대형 컨테이너선 발주 시기가 아직 불확실한 상황이지만 만약 코로나19가 조기 종속되고 물동량이 회복해 하반기에 대형컨테이너선의 발주가 이루어진다면, 이는 자연스럽게 한국조선소의 수혜로 이어질 것이다. 컨테이너선의 대형화 추세가 진행될수록 한국 조선소의 수주 점유율이 압도적으로 증가하기 때문이다.

그림78 컨테이너선 수급밸런스



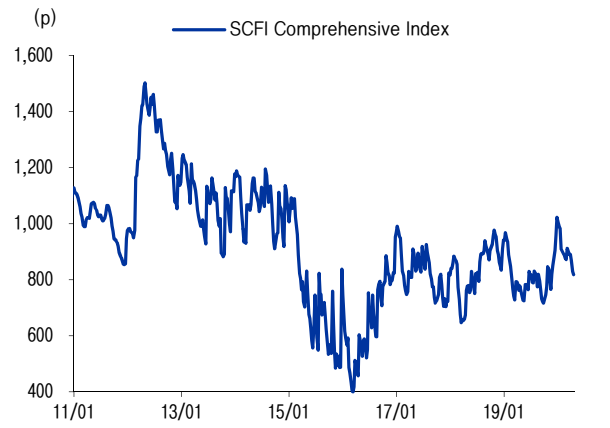
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 CCFI 운임 추이



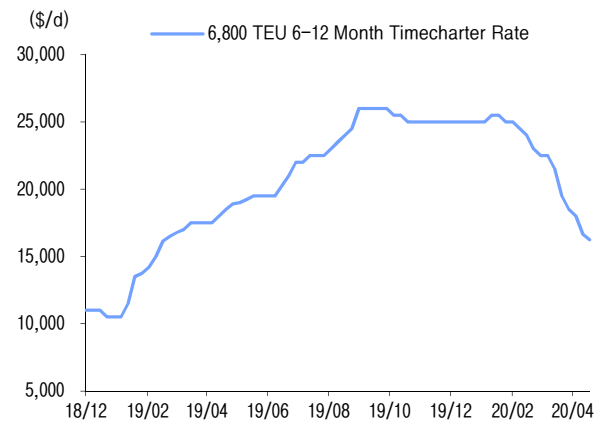
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 SCFI 운임 추이



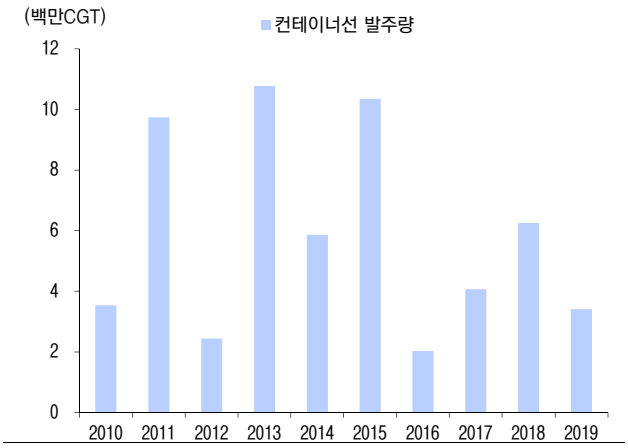
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 6,800 TEU 컨테이너선 운임 추이



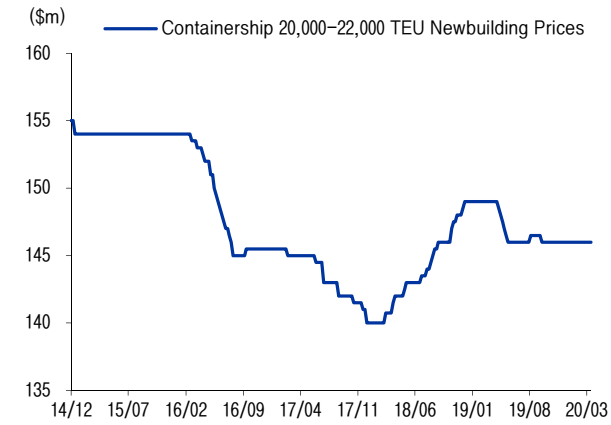
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 컨테이너선 발주량 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 20,000-22,000 TEU 급 컨선 신조선가 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 3 대 해운동맹 컨테이너선 보유 현황

(단위: 000TEU)	운항함대	수주잔고	총 보유 컨테이너선
2M(Maersk, MSC)	7,824.35	23.76	7,848.10
Ocean Alliance(CMA-CGM, Cosco, Evergreen)	6,834.49	559.74	7,394.22
The Alliance(Hapag-Lloyd, ONE, YangMing, HMM)	4,243.65	426.40	4,670.05

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 상위 10개 선사 컨테이너선 보유 현황

순위	선사명	소속 Alliance	운항 척수		자가보유척수		수주잔고	
			척수	000 TEU	척수	000 TEU	척수	000 TEU
1	Maersk	2M	705	4,133.18	329	2445.50		
2	MSC	2M	537	3,691.17	220	1519.24	1	23.8
3	China COSCO Shipping	Ocean Alliance	435	2,910.25	247	2127.50		
4	CMA CGM	Ocean Alliance	481	2,649.78	147	1170.81	14	216.4
5	**Hapag-Lloyd**	**The Alliance**	**234**	**1,653.21**	**112**	**1041.65**		
6	**ONE**	**The Alliance**	**219**	**1,553.71**	**118**	**960.36**		
7	Evergreen	Ocean Alliance	197	1,274.47	110	563.84	26	343.3
8	**Yang Ming**	**The Alliance**	**99**	**657.44**	**47**	**224.32**	**10**	**28.0**
9	PIL		124	430.39	123	434.34		
10	**HMM**	**The Alliance**	**61**	**379.29**	**24**	**192.29**	**20**	**398.4**

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 컨테이너선 대형화 추세 – 2019년 성장률 23% 기록

(000TEU, %)	2015	2016	2017	2018	2019
Feeder 100-2,999 TEU	4,032.40	3,960.90	3,966.10	4,062.70	4,113.40
Growth	0.00%	-1.80%	0.10%	2.40%	1.20%
Intermediate 3-5,999 TEU	5,531.50	5,108.80	4,867.70	4,851.20	4,774.00
Growth	-0.20%	-7.60%	-4.70%	-0.30%	-1.60%
Intermediate 6-7,999 TEU	1,878.70	1,814.70	1,802.50	1,802.50	1,802.50
Growth	1.10%	-3.40%	-0.70%	0.00%	0.00%
Neo-Panamax 8-11,999 TEU	4,931.30	5,262.10	5,547.40	5,744.20	5,767.80
Growth	16.70%	6.70%	5.40%	3.5$%	0.40%
Neo-Panamax 12-14,999 TEU	2,340.60	2,570.80	2,855.50	3,164.70	3,412.00
Growth	13.00%	10%	11%	11%	8%
Post-Panamax 15,000+ TEU	**1,166.70**	**1,412.10**	**1,859.40**	**2,445.90**	**3,006.70**
Growth	**69%**	**21%**	**32%**	**32%**	**23%**
Total Fleet	19,881.00	20,129	20,899	22,071	22,876
Growth	8%	1.20%	3.80%	5.60%	3.60%

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 2019년 말 15,000+ TEU 컨테이너선 국가별 수주잔고 비율

국가명	척수	000 TEU	비율(척수기준)
한국	**27**	**547.1**	**52%**
중국	19	357	37%
일본	6	121	12%
Total	**52**	**1,025**	**100**

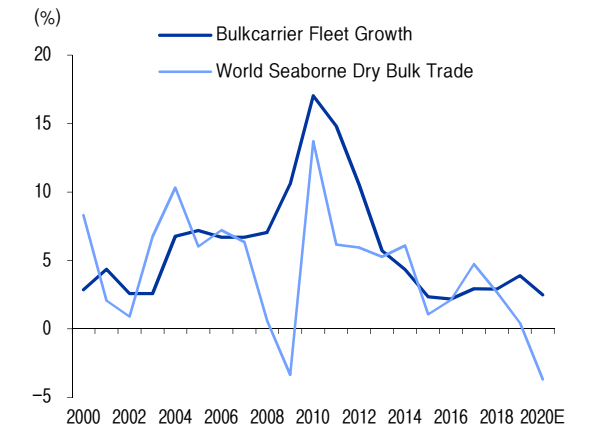
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

벌크선 – 바닥을 다지는 중

2020년 Base Case 기준 벌크선 발주량은 약 397만CGT(YoY -28.5%)로 전망된다. 벌크선 역시 2020년에도 선복량 증가율이 물동량 증가율을 앞서며 2020년에도 시황 개선은 어려울 것으로 보인다. 이미 이를 반영하듯 Capesize Bulker의 신조선가와 중고선가는 지속적으로 하락하며, 중고선가/신조선가 비율은 약 55%까지 하락한 상황이다.

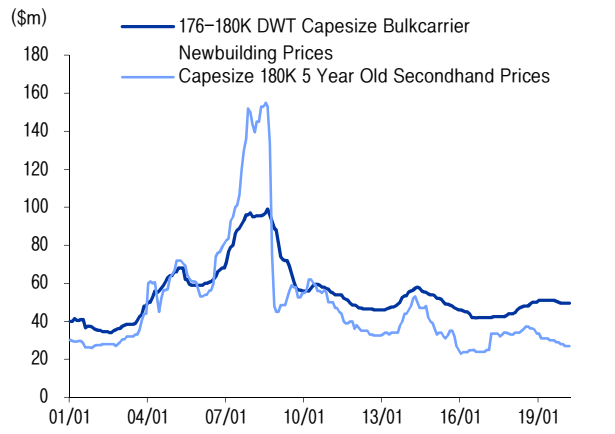
벌크선 운임지수인 BDI는 2020년 2월 10일 411pt를 저점으로 지속적으로 상승하며 현재 6~700pt를 횡보하고 있다. BDI 구성의 40%를 차지하는 BCI(Baltic Capesize Index)는 코로나19 및 브라질 기후 이상 등의 영향으로 운임지수 집계 이래 처음으로 –를 기록하였으나, 다시 빠르게 반등하는 등 점차 시황 개선의 조짐을 보이고 있다.

그림84 벌크선 수급밸런스



자료: Clakrson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 Capesize 벌크선 가격 추이

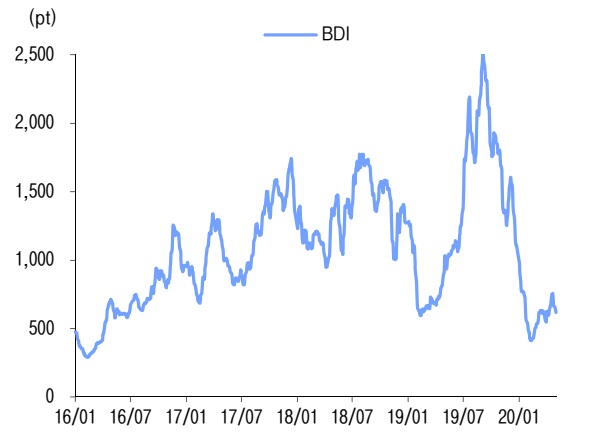


자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 벌크선 중고선가/신조선가 추이

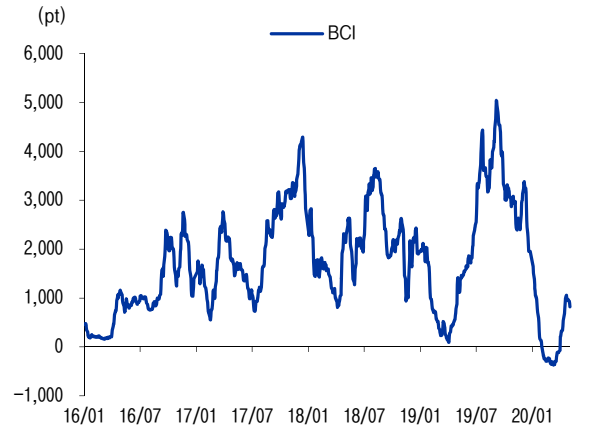
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 BDI 추이



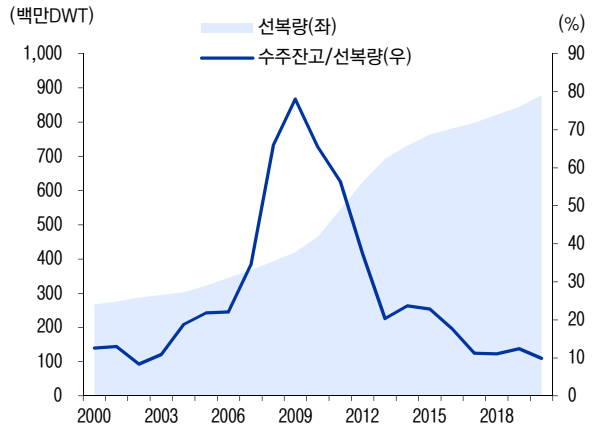
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 BCI 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 수주잔고/선복량 비율



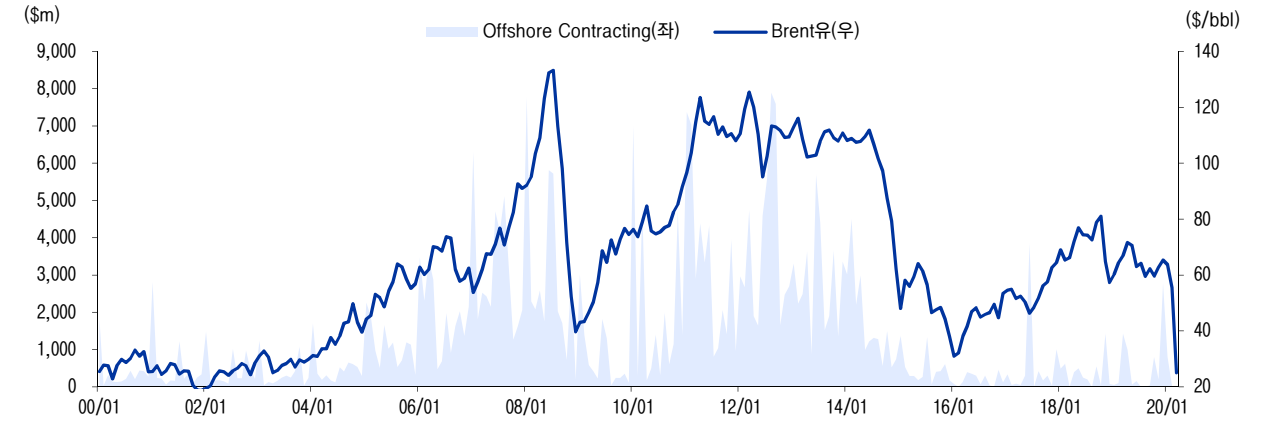
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

드릴십, 해양플랜트 – 발주 전무할 전망

2020년 드릴십은 추가적인 발주가 없을 것으로 예상된다. 드릴십 BEP가동률은 평균 85% 수준으로, 드릴십 가동률이 평균 65%까지 상승하며 드릴십 발주기대감이 존재하는 상황이었다. 그러나 국제 유가의 급락으로 드릴십 가동률과 용선료는 다시 하락 추세로 돌아서며 현재 드릴십 발주를 기대하기 힘든 상황이라고 판단된다.

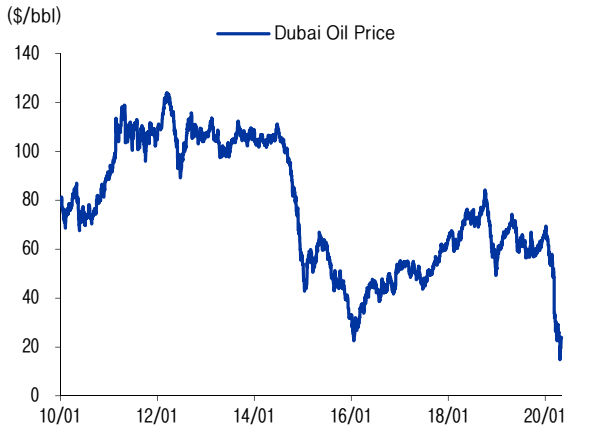
해양플랜트 역시 상황은 비슷하다. 해양플랜트와 국제유가는 밀접한 상관관계를 갖는다. 최근 다양한 공법과 표준화 작업으로 BEP가 $35~40까지 낮아진 상황이나, 현 유가 감안 시 추가적인 해양플랜트의 발주는 어려운 상황이다. 이미 5대 에너지 메이저(Shell, ExxonMobil, BP, Chevron, Total)들이 CAPEX를 15% 이상 감축하면서, 기존 2020년 입찰 예정 중인 프로젝트들 역시 연기될 것으로 전망된다.

그림90 유가와 해양플랜트 상관관계



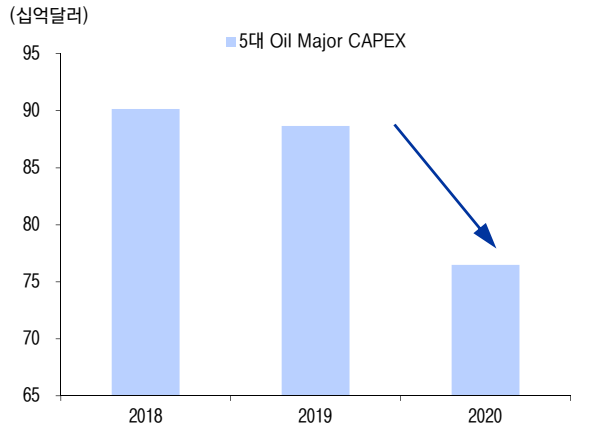
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 Dubai 유 유가 추이



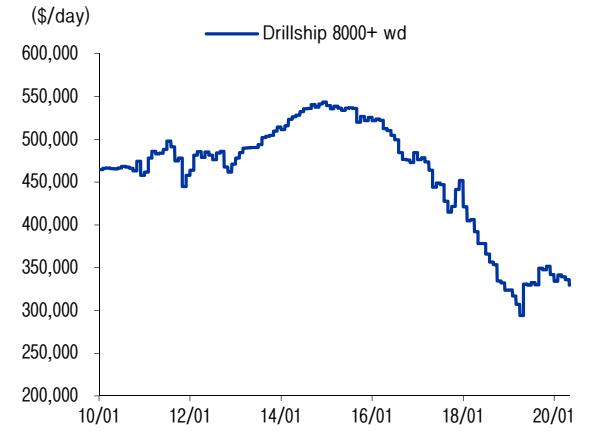
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 5 대 오일 메이저 CAPEX 감축



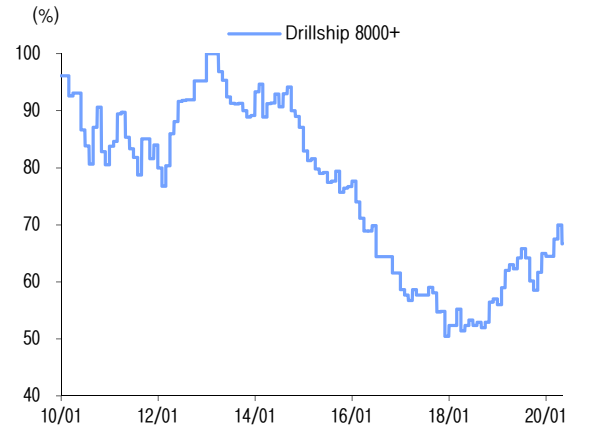
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 Drillship 8000+ wd 용선료 추이



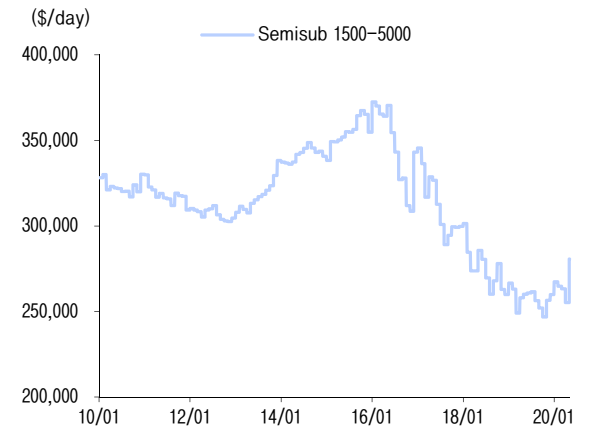
자료: RigZone, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 Drillship 8000+ 가동률 추이



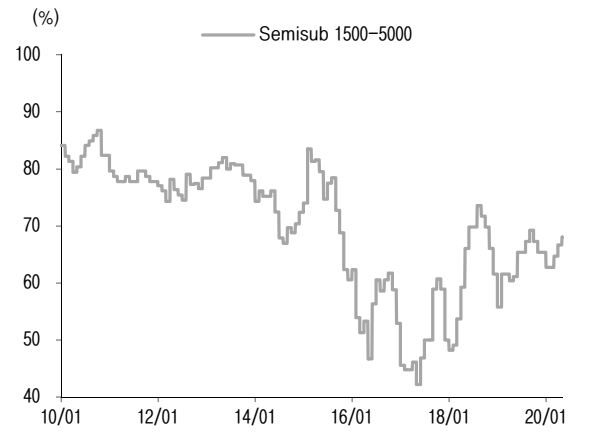
자료: RigZone, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 Semisub 1500-5000 용선료 추이



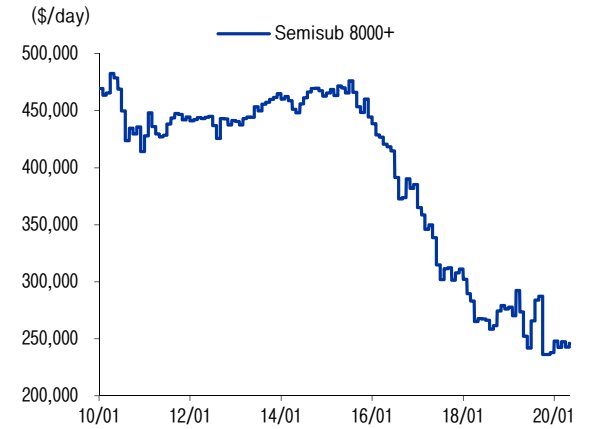
자료:RigZone, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 Semisub 1500-5000 가동률 추이



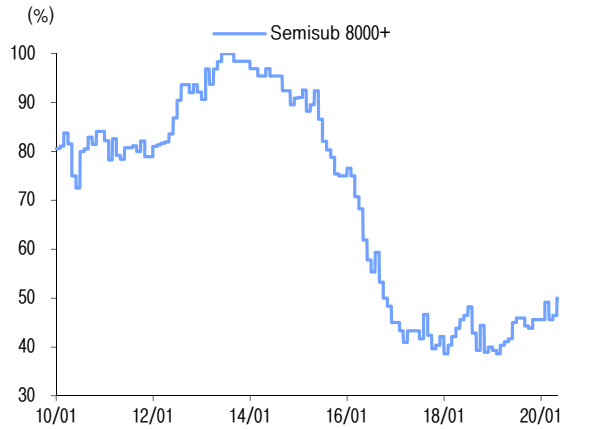
자료: RigZone, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 Semisub 8000+ 용선료 추이



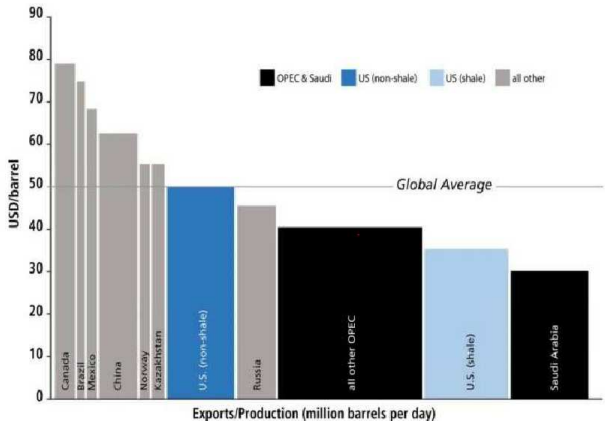
자료: RigZone, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 Semisub 8000+ 가동률 추이



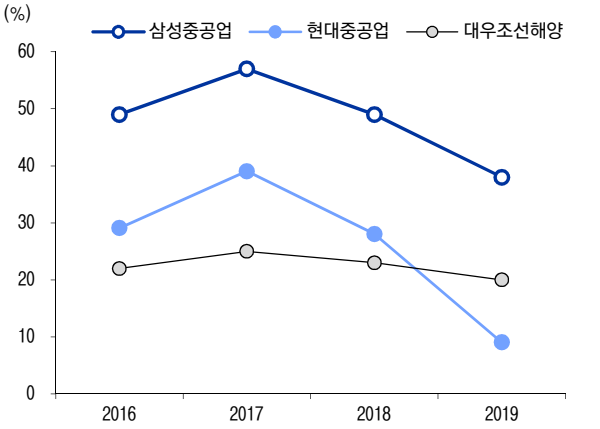
자료: RigZone, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 미국 Shale 기업 BEP



자료: Zeihan on Geopolitics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 조선 3사 해양 매출액 비중 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 2020년 예정 해양플랜트 현황 – 대다수 프로젝트들 연기

프로젝트명	발주처	투입국가	입찰사	예상 발주시기	비고
Bonga SW FPSO	Shell	나이지리아	삼성중공업	2020	
Jansz-IO FPU	Chevron	호주	삼성중공업,대우조선해양	2020	2020년 4월말 입찰서류 받음
Norh Platte FPU	Total	미국	삼성중공업	2020	
Bay du Nord FPSO	Equinor	캐나다	삼성중공업,대우조선해양	2021	5월 향후 진행일정 발표
Browse FPSO	Woodside	호주	삼성중공업	2021	FID 연기

자료: 삼성중공업, 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

LNG 모멘텀 점검

IMO 2020 – LNG DF 전환, 다소 늦어질 전망

IMO2020이 1월 1일 본격적으로 시행되었습니다. 규제에 대응하기 위해 선주들은 3가지 방안을 선택할 수 있습니다. 현재 스크러버 장착방식은 경제성 하락 및 입항금지 확산으로 경쟁력을 상실해가고 있습니다. LSFO 사용방식은 유가 하락으로 경쟁력을 획득했으나, 1)연료비 변동 리스크, 2)연료 품질 리스크로 인한 엔진 손상 가능성에서 자유롭지 못한 상황입니다.

결국 선주들은 남은 방안인 LNG추진을 선택할 수 밖에 없습니다. 다만, 1)LSFO 사용으로 노후선박 교체수요가 감소할 수 있다는 점, 2)코로나19로 인한 선박발주감소로 LNG추진선 발주가 다소 늦춰지며 LNG추진선 시대는 한 템포 이연될 것으로 전망됩니다.

LNG모멘텀 점검

IMO2020 – 각 방식별 장단점

IMO2020이 2020년 1월 1일부터 본격적으로 시행되었다. 이에 따라 2020년 1월 1일부터 모든 선주들은 일반해역에서 SOx(황산화물) 배출량을 기존 3.5%에서 0.5%로 줄여야 한다. 이미 유럽을 포함하여 중국, 미국 등 세계 각국은 2015년부터 배출규제해역(ECA)를 지정해 황산화물 함유량 배출량을 0.1%미만으로 적용하고 있기에, 사실상 이번 규제는 일반해역을 대상으로 하는 규제라고 볼 수 있다. IMO2020 규제에 대응하기 위해서 선주들은 3가지 방안을 선택할 수 있다.

첫 번째는 기준연료를 고유황유(HSFO)에서 저유황유(LSFO)나 해양경유(MGO)로 교체하는 방식이다. 이 방식의 장점은 1)선박에 추가 설비를 설치하지 않기에 선주들의 초기 투자비용이 없다는 점, 2)선박 개조기간이나 신선박 발주까지의 시간이 소요되지 않기에 즉각적으로 규제에 대응할 수 있다는 점이다.

두 번째는 탈황장치인 스크러버(Scrubber)를 장착하는 방식이다. 스크러버 장착방식의 장점은 1)LSFO와 MGO보다 저렴한 HSFO를 기준연료로 사용할 수 있다는 점, 2)현 존선에 설치가 가능하다는 점, 3)황산화물 외에 미세먼지(PM)도 저감 가능하다는 점이다.

마지막은 LNG추진선을 발주하는 방식이다. 해당 방식의 장점은 1)LNG연료의 연료 효율이 높아 연료비 저감이 가능하다는 점, 2)황산화물 외에 질소산화물(NOx), 미세먼지(PM), 이산화탄소(CO2)까지 저감이 가능하다는 점이다.

그러나 세 가지 방식 모두 각각의 장점이 있는 만큼 뚜렷한 단점이 존재하기에 선주들을 역시 세 가지 방식 중 지속적인 고민을 하고 있는 상황이다.

먼저 저유황유 사용방식의 단점은 1)연료비 불확실성 리스크 존재, 2)표준화된 LSFO 제조방식이 존재하지 않기에 블렌딩 품질문제에 따른 슬러지 등 엔진손상가능성 3)이산화탄소 저감효과가 없으며 질소산화물(NOx) 처리시설이 별도로 필요하다는 점이 있다. 이 중 현재 가장 부각되고 있는 문제는 1)유가 불확실성 리스크 및 2)엔진 마모 및 손상 가능성의 존재이다.

스크러버 장착방식의 단점은 1)초기 투자비용 발생(약 100~700만$), 2)설치공간 소요로 화물적재공간 축소, 3)추가 전력 소비 및 운용 에너지의 증가, 4)향후 추가 규제 가능성의 존재이다. 이 중 가장 부각되고 있는 문제는 4)향후 추가 규제 존재 가능성이다.

마지막으로 LNG추진선의 단점은 1) 가장 큰 초기투자비용이 필요하다는 점, 2)지역별 LNG연료가격 편차, 3)아직 부족한 벙커링 인프라 문제이다. 이 중 가장 큰 문제는 벙커링 인프라가 부족하다는 문제로, 위 3가지 방식의 장, 단점을 정리한 것은 아래 표와 같다.

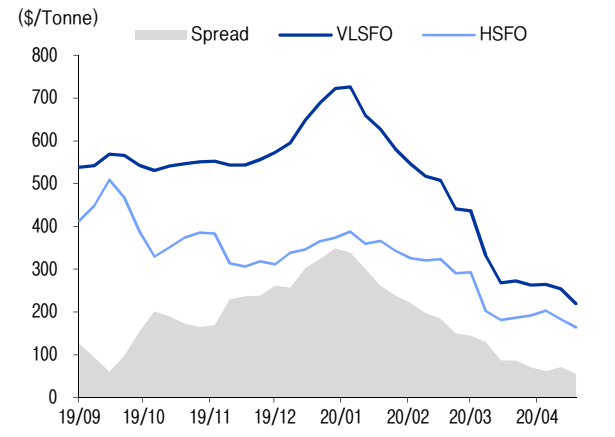
표19 대응방식별 장,단점

구분	장점	단점
저유황유 사용	대부분 기관에서 사용 가능 엔진 개조 불필요 초기투자비용 없음	연료비 변동 리스크 연료의 품질보증문제 발생으로 엔진 손상 가능성 존재 CO2저감효과 없으며 질소산화물 처리시설 필요
스크러버 장착	기존의 기준연료(HSFO) 사용 가능 현존선 설치 가능 황산화물(SOx), 미세먼지(PM) 저감	초기투자비용발생 설치공간 소요로 화물 적재공간 축소 추가전력소비 및 운용 에너지 증가로 선박 운영비 증가
LNG추진선	기존연료대비 고효율이기에 연료비 절감 가능 황산화물, 질소산화물, 미세먼지, 이산화탄소 저감 선박 운영비 감소	초기투자비용(신규건조) 발생 지역별 LNG연료 가격 편차 존재 벙커링 인프라 부족 문제

자료: KMI, 이베스트투자증권 리서치센터

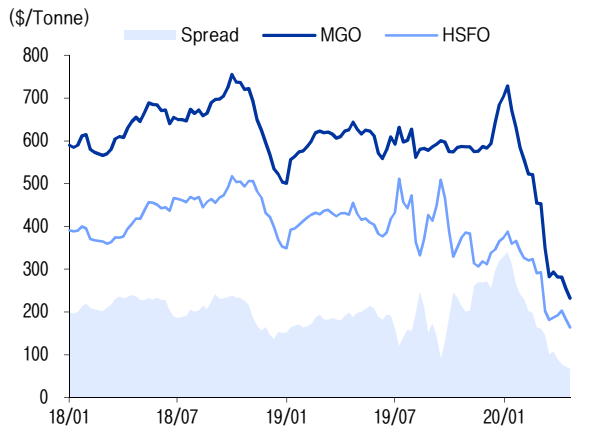
그러나 규제 시행의 불확실성, 영향 불확실성으로 대다수의 선주들은 2019년 IMO2020 규제에 대해 관망세를 취했기에 충분한 대응을 하지 못했고, 바로 대처 가능한 저유황유 사용방식을 채택하고 있다. 규제시행을 앞둔 2019년 12월부터 LSFO, MGO 가격이 상승하며 LSFO-HSFO Spread, MGO-HSFO Spread는 확대되어 약 350$/Tonne까지 확대되며 불확실한 모습을 보였다. 그러나 LSFO가격이 빠르게 하락하며 4월 말 Spread는 약 55 $/Tonne 수준까지 하락한 상황이다.

그림101 LSFO-HSFO Spread 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 MGO-HSFO Spread 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

아래 표는 각 선종별 2020년 1월 유가와 4월 평균 유가 기준으로 스크러버 Payback Period 기간을 추정해본 값이다.

표20 스크러버 Payback Period 기간(2020.01 유가 기준)

분류		Tanker		Bulker	Container
		VLCC	MR	Capesize	(12,000-14,000 TEU)
가정	Speed(Knot)	15.8	14.6	14.9	23
	연료소모량(Tonne/day)	96.5	30.9	61	260
유가(20.01 기준)	LSFO($/Tonne)	626.3	626.3	626.3	626.3
	HSFO($/Tonne)	343.0	343.0	343.0	343.0
	Spread(LSFO-HSFO)	283.3	283.3	283.3	283.3
	연간 연료Spread(270일 기준)	7,380,079	2,363,155	4,665,128	19,884,150
Scrubber 설치비용($)		7,000,000	3,000,000	5,500,000	7,000,000
Scrubber OPEX($)		140,000	60,000	110,000	140,000
Scrubber 장착 총비용($)		7,140,000	3,060,000	5,610,000	7,140,000
Scrubber 회수 기간(년)		0.97	1.29	1.20	0.36

자료:Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 스크러버 Payback Period 기간(2020.04 평균 유가 기준)

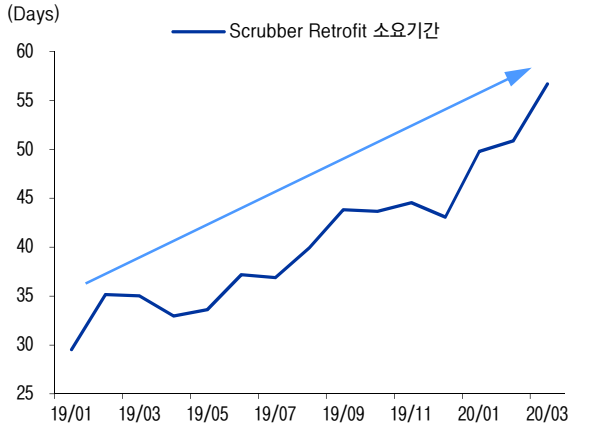
분류		Tanker		Bulker	Container
		VLCC	MR	Capesize	(12,000-14,000 TEU)
가정	Speed(Knot)	15.8	14.6	14.9	23
	연료소모량(Tonne/day)	96.5	30.9	61	260
유가(20.04 기준)	Spread(LSFO-HSFO)	75	75	75	75
	연간 연료Spread(270일 기준)	1,954,125	625,725	1,235,250	5,265,000
Scrubber 설치비용($)		7,000,000	3,000,000	5,500,000	7,000,000
Scrubber OPEX($)		140,000	60,000	110,000	140000
Scrubber 장착 총 비용($)		7,140,000	3,060,000	5,610,000	7,140,000
Scrubber 회수 기간(년)		3.65	4.89	4.54	1.36

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

추정 결과, 2020년 1월 유가기준에서는 평균 스크러버 Payback Period 기간은 1년, 4월 기준에서는 평균 약 3~4년 정도의 기간이 소요 되는 것으로 추정된다. 1월 수준의 유가에서는 스크러버 장착 방식이 매우 경제적이다. 그러나, 현 유가 수준에서는 스크러버 장착방식은 평균 3~4년의 기간이 소요되며, 현 유가수준이 당분간 지속될 것으로 전망된다는 점에서 스크러버 장착방식은 경제성을 상실하고 있다.

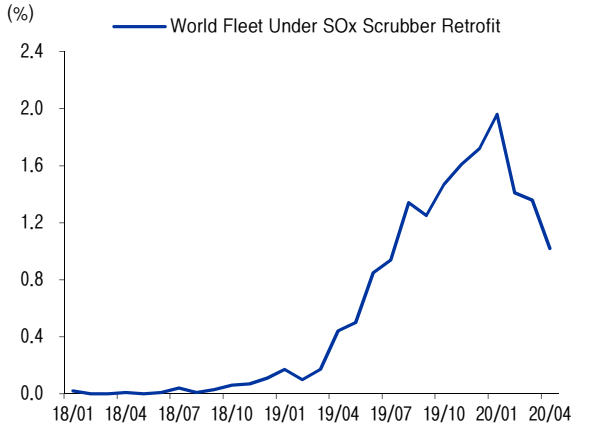
또한 스크러버 장착(Retrofit)의 공사기간의 증가로 인한 미운항 손실을 고려한다면, 스크러버 Payback Period 기간은 더 길어질 수 밖에 없다. 실제 Clarkson에 따르면 스크러버 공사기간은 2019년 1월 평균 30일에서 2020년 4월 말 평균 57일까지 증가한 상황이다. 현 상황을 반영하듯, 전체 선복량 대비 스크러버 장착 선박 비율은 2020년 1월 약 2.0%까지 상승한 후 4월 약 1.0% 수준까지 하락했다.

그림103 스크러버 개조공사 소요기간- 평균 57 일까지상승



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 스크러버 개조선박/선복량 비율 –1.0%까지 하락



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

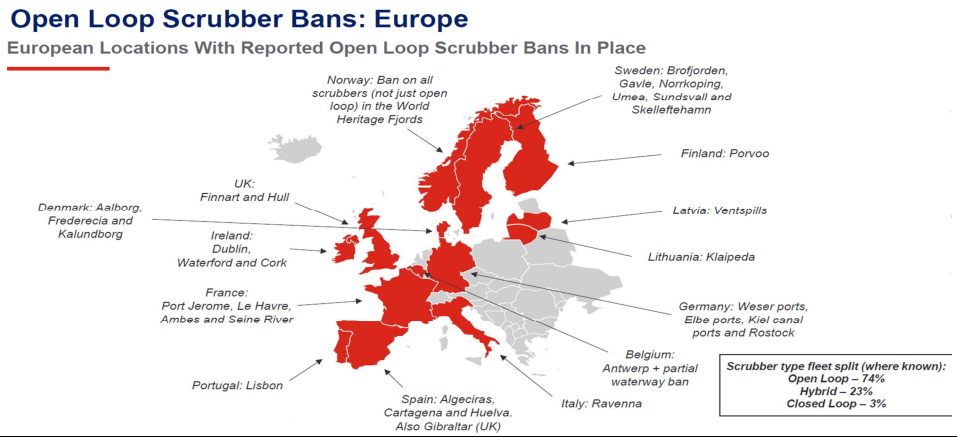
게다가 스크러버는 추가규제 가능성이 있다는 치명적인 단점이 존재한다. 이는 스크러버 장착방식의 가장 큰 단점으로 지목되며, 해당 문제는 스크러버의 장착방식에서부터 기인되는 문제다. 스크러버의 종류는 개방형 스크러버(Open Loop Scrubber), 폐쇄형 스크러버(Closed Loop Scrubber), 하이브리드 스크러버(Hybrid Scrubber)로 분류된다.

개방형 스크러버는 자연적으로 알칼리성을 지니는 해수를 이용하여 배기가스 중의 환산화물을 저감시켜 세척한 뒤 세정수를 다시 바다에 방류하는 방식으로, 타 스크러버 방식보다 가격이 저렴하다는 장점을 보유하고 있다. 폐쇄형 스크러버의 경우 첨가제(수산화나트륨)을 이용하여 배기가스를 정화하고 정화수를 선내에서 재활용하는 방식이며, 하이브리드형 스크러버는 두 가지 방식을 혼합한 방식이다. Clarkson에 따르면 현존 스크러버의 약 74%가 개방형 스크러버, 하이브리드형이 23%, 폐쇄형이 3%로, 개방형 스크러버의 비중이 압도적으로 높은 상황이다.

세 가지 형태의 스크러버 중 논란이 되고 있는 방식은 개방형 스크러버이다. 세척수의 재배출로 환경오염이 발생한다는 우려로 인해 개방형 스크러버의 자국항만 입국금지를 발표하는 국가들이 점차 확산되고 있기 때문이다. 현재 중국은 2019년 1월 1일부터 개방형 스크러버를 장착한 선박에 대해 자국항만 입항 금지를 발표했다. 싱가포르 역시 2020년 1월 1일부터 개방형 스크러버 장착선박의 입국금지를 발표했으며, 2020년 2월 기준 개방형 스크러버 입항을 금지한 국가는 총 16개국이다. 또한 호주와 인도네시아 역시 개방형 스크러버 입항금지를 검토하고 있는 것으로 알려지며, 향후 개방형 스크러버의 추가적인 제재리스크가 존재하는 상황이다.

결국 스크러버 장착방식은 경제적 이익 축소 및 추가적인 제재문제에서 자유롭지 못하기에 나머지 2가지 방식(LSFO, LNG추진)에 비해 경쟁력이 약화되고 있는 상황이다. 따라서, 선주들은 현재 저유황유를 사용하거나, LNG추진선을 고려할 수 밖에 없는 상황이 되었다.

그림105 유럽지역 개방형스크러버 금지 국가



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

LSFO 사용방식의 경우, 현재 유가하락으로 가장 경제적인 방식으로 생각된다. 그러나, LSFO의 경우 연료비 변동 리스크 외에 또 다른 문제점이 존재하는데, 이는 아직 표준화된 LSFO 제조방식이 없다는 것이다. 즉 정유사별로 생산 방법이 다양하기 때문에, 황함유량이 상이하다는 문제가 발생한다. 이 경우 연료탱크에 다량의 슬러지 생성을 야기해 연료유 폐색 및 엔진 가동 불가능의 문제를 야기 할 수 있다.

다소 늦어지나 결국 LNG 추진선이 해답

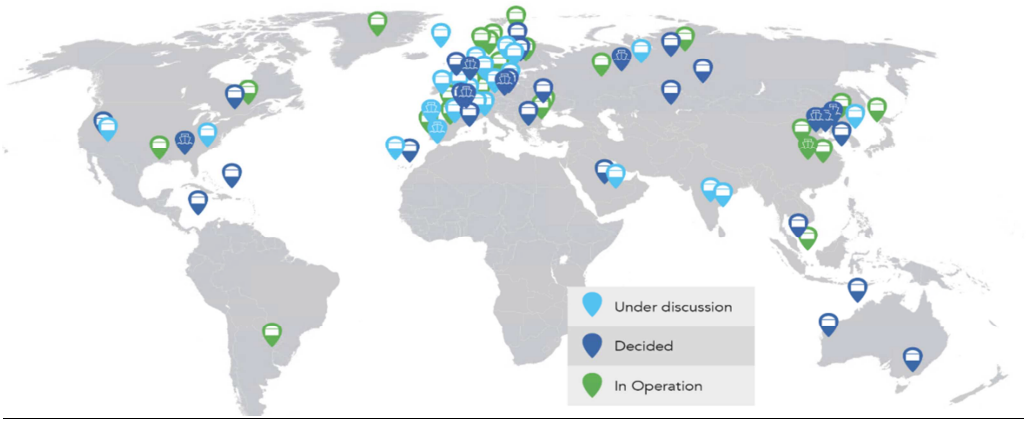
결국 스크러버와 LSFO 모두 IMO2020에 대한 장기적인 대응책으로 적합하지 않다. 그렇기에 결국 선주들은 LNG추진 방식을 선택할 수 밖에 없다. 앞서 언급했듯, LNG추진선의 경우 LNG 인프라 부족문제가 존재하는데, 실제 현재 LNG 시설은 대부분 유럽에 집중되어 있는 상황이다. 그러나 아래 그림106에서 볼 수 있듯이, 이미 투자가 결정된 LNG항만시설과, 의논단계인 LNG항만 시설이 큰 폭으로 증가할 예정이다.

국제가스협회(IGU)에 따르면 2019년 글로벌 LNG 재기화시설용량은 824MTPA다. 그러나, Proposed단계인 LNG 재기화 시설용량은 843MTPA로 이미 기설치된 재기화 시설용량을 초과하는 상황이다. 물론 모든 Proposed된 프로젝트가 FID될 수는 없을 것이다. 그러나 대부분의 Proposed된 LNG 재기화 시설의 FID가 이루어질 확률은 상당히 높다고 판단되는데, 이는 LNG 수요량의 급격한 증가에 기인한다. 일례로 로테르담 항구의 LNG 판매량은 2015년 100톤에서 2019년 31,944톤으로 4년간 연평균성장률(CAGR) 428%의 매우 가파른 성장을 기록하였다. 또한 DNVGL에 따르면 2040년 선박연료의 LNG 소모량은 최대 7천만톤에 이를 것으로 전망되는 등, LNG의 급격한 수요 증가가 예상된다.

LNG 재기화 시설만 증가하는게 아니다. LNG추진 시대가 도래하는 만큼 LNG 벙커링 시설도 증가하고 있다. DNVGL에 따르면 2019년말 총 88개의 LNG 벙커링 항만이 가동준비 중이다. 또한 LNGBV 역시 2019년 4월 37척에서 2019년 12월 52척으로 증가하는 등, LNG시장 확대에 따른 LNGBV 역시 빠르게 확산되는 모습을 보여주고 있다. 한국 역시 이러한 추세에 편승하여 2030년까지 5개(평택, 당진, 부산, 통영, 삼척)의 벙커링 항구를 갖추기로 결정하는 등 LNG의 확산은 글로벌적으로 확산되고 있다.

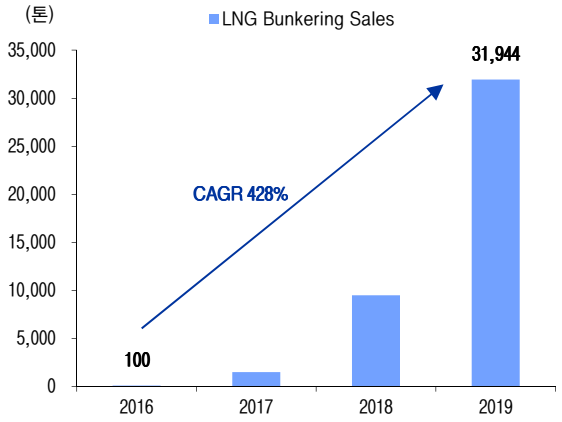
즉, LNG추진선박의 가장 큰 단점으로 지적되던 인프라 문제가 개선되며 LNG추진선은 IMO2020에 대응하는 가장 미래지향적인 방식이 되어가고 있다. DNVGL에 따르면 2019년 기준 LNG추진선박 확정 발주량은 369척이며, 2026년 예상 발주량은 520척 수준이다. 한국 역시 2019년 말 수주잔고를 포함해 전체 7척에 불과한 LNG 추진선박을 2025년 140척까지 늘리기로 결정하였다.

그림106 LNG Terminal 현황 및 추이



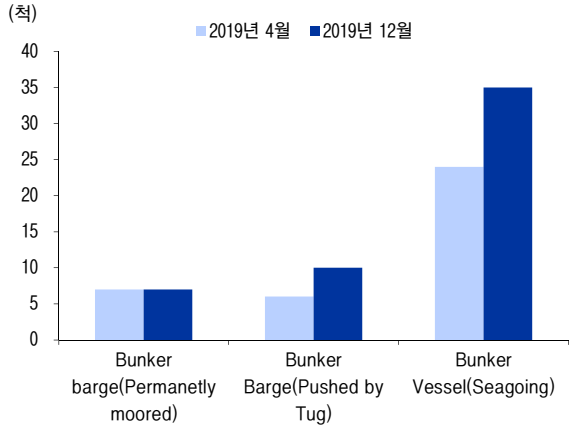
자료: DNVGL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 로테르담항구 LNG 판매량 추이



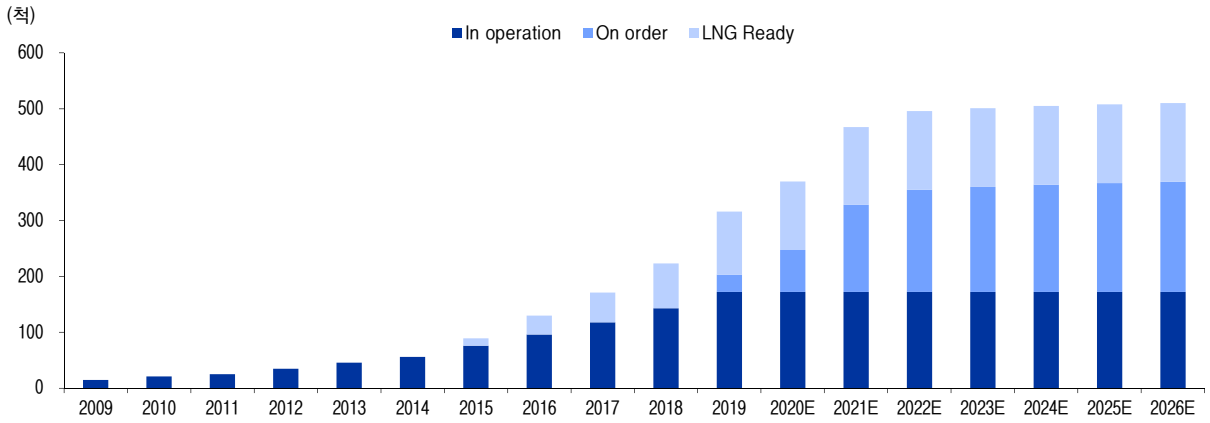
자료: 로테르담항구, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 LNGBV 추이



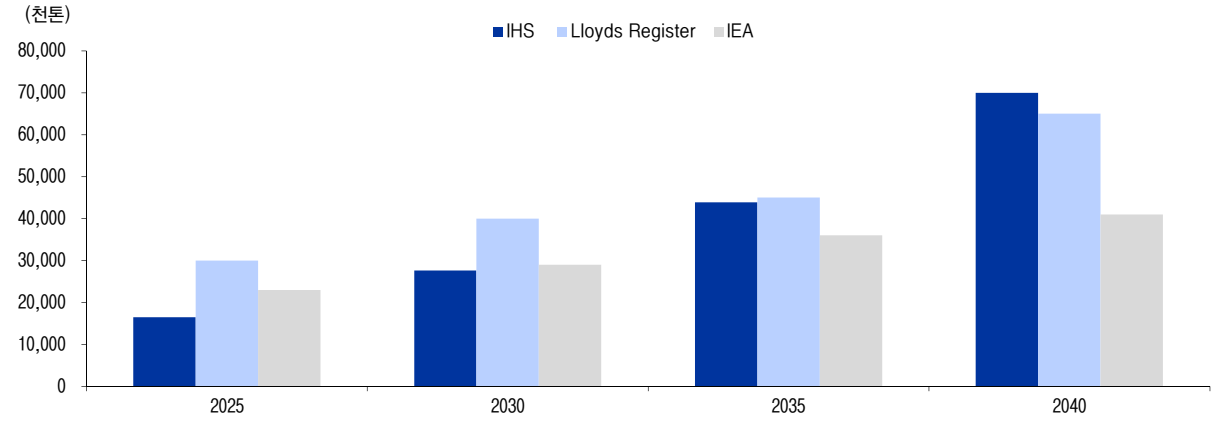
자료: 로테르담항구, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 LNG 추진선 발주 예상량



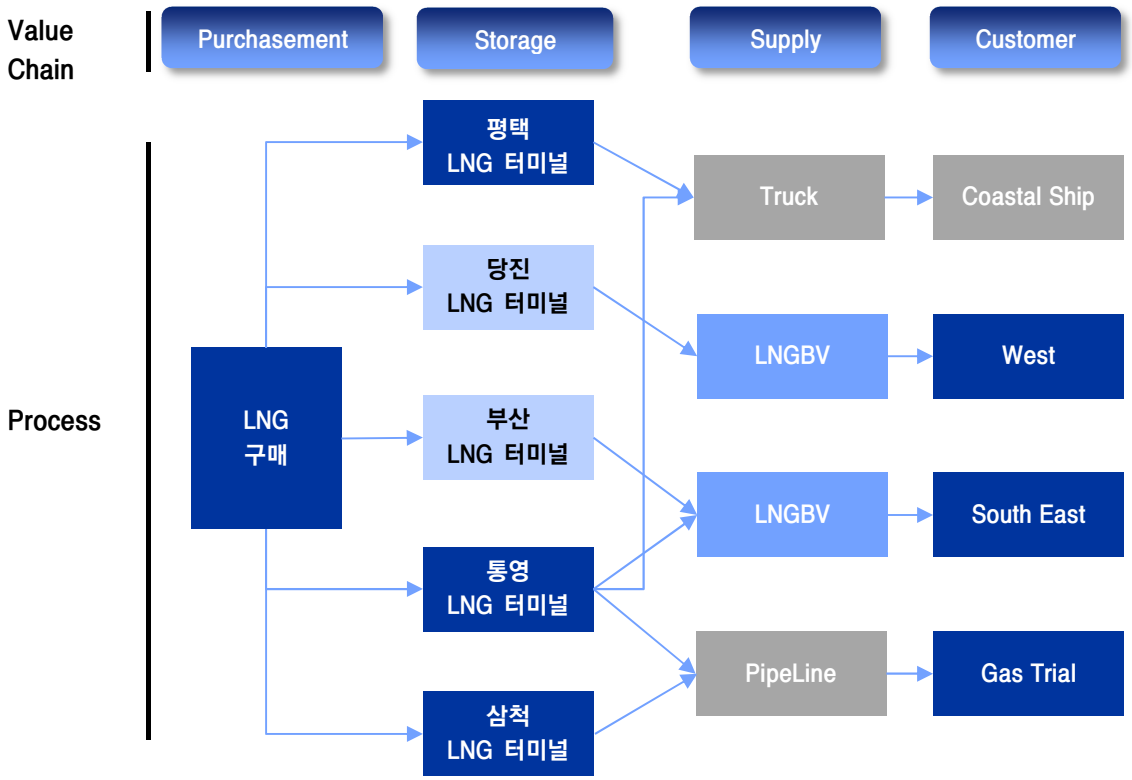
자료: DNVGL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 LNG 선박연료량 사용예상량 추이



자료: DNVGL, 한국벙커린산업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 한국 LNG 터미널 계획



자료: KOGAS, 이베스트투자증권 리서치센터

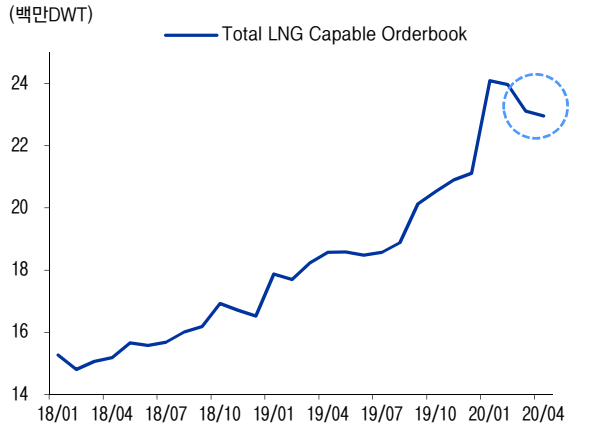
이 외에도 다양한 국가, 선사들에서 LNG 추진 기류 역시 시작될 기세를 보이고 있다. 카타르는 보유중인 Q-Flex 및 Q-Max 선박 전체의 주 엔진과 보조엔진을 LNG추진 시스템으로 개조하는데 10억달러 이상을 투자하기로 결정했다. 또한, Hapag-Lloyd 역시 보유중인 LNG Ready 컨테이너선 17척에 대해서도 LNG추진 시스템 개조공사를 고려중인 것으로 알려졌다.

소형선박에도 LNG추진 열풍이 불고 있다. 지난 2월 Tradewinds에 따르면 독일에서 피더급 컨테이너선(Feeder Containership) 14척에 LNG추진 장착 계획이 진행되고 있으며, 이 중 10척은 기존 선박을 LNG추진선으로 개조, 4척은 LNG추진선을 신규발주할 계획이다. 이는 LNG추진선이 LNG탱크 적재에 따른 화물적재량 감소로 인해 대형선박의 전유물이라는 기존의 틀을 탈피한 것으로, 이제 소형선박에서도 LNG추진선의 수요확대가 발생하고 있다는 것을 보여준다.

다만 현 저유가 기조 유지될 시, 1)LSFO 가격하락으로 운항효율이 떨어지는 노후선박을 운용할 요인이 생겼다는 점, 2)IMO2020에 대해 관망세를 취하던 선주들 역시 LSFO 사용방식의 경제성 증가로 추가적인 관망 시간을 확보했다는 점으로 인해 선박 개조수요가 감소할 것으로 예상된다.

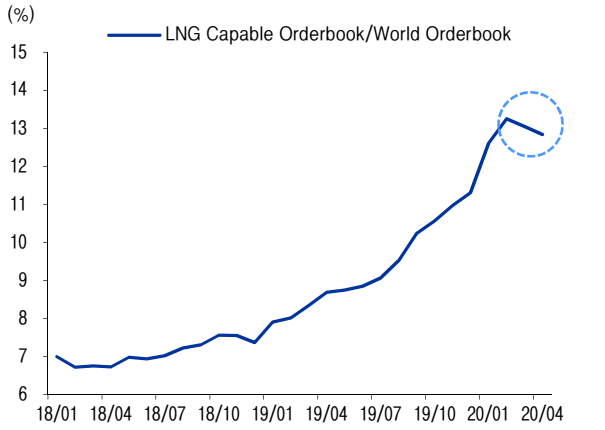
또한 코로나19로 인한 경제 둔화로 전반적인 선박발주의 감소가 예상되기에, LNG추진선 시대 도래는 다소 늦춰질 것으로 전망된다. 실제 3월 이후 LNG추진선 수주잔고 및 전체수주잔고 대비 LNG추진선 비율이 하락세를 기록하며, LNG 추진선의 시대는 다소 이연될 조짐을 보이고 있다.

그림114 LNG 추진선 수주잔고



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 LNG 추진선/전체수주잔고 비율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

합병 모멘텀 점검

선가 상승의 양면

EU와 싱가포르는 한국조선해양과 대우조선해양 합병에 대해 12월 예비심사(Phase 1)을 종료 후 '시장에 독과점이 발생할 수 있다'는 이유로 2차 상세심사(Phase 2)를 진행하고 있습니다. 그러나 기존 2020년 5월 7일 발표 예정이었던 EU의 기업결합 심사여부가 7월로 한 차례 연기되었다가, 코로나19로 인해 심사가 일시 중단되며 합병 불확실성이 커진 상황입니다.

두 조선소의 합병에 반대하는 주 요인은 선가 상승으로 인한 자국 선주들의 경쟁력 하락이라 판단됩니다. 따라서 두 기업의 기업결합심사의 주된 대응방안도 두 조선소의 합병으로 인한 선가 상승에 대한 우려를 불식시키는 것에 초점을 두고 있습니다. 그러나 오히려 선가상승이 선박을 기 보유중인 유럽지역 선주들에게 이익이 될 수 있는 상황이기에, 선주들의 이해관계에 따라 합병가능성이 존재할 수도 있다 판단합니다.

합병 모멘텀 점검

합병 가능성? – 선가 상승의 양면

2019년 3월 대우조선해양 대주주인 KDB산업은행은 한국조선해양에 대우조선해양 지분을 넘기는 조건부 계약을 체결했다. 즉, 두 조선소의 기업결합의 첫 단계가 시작된 것이다. 두 조선소 합병 시, 2018년 CGT기준 수주 점유율은 21.2%, LNG선과 VLCC의 점유율은 60% 이상으로 글로벌 1위 조선소가 탄생하게 된다. 결국 고부가 선종에서의 높은 수주율로 인해 독점에 대한 우려가 꾸준히 제기되고 있어, 주변국들의 우려가 계속 존재하는 상황이다. 따라서 두 기업의 합병은 국내외 기업결합 심사가 필요하며 현재 6개국에 기업결합심사를 제출한 상황이다.

6개국은 각각 한국, 중국, 일본 카자흐스탄, 싱가포르, EU로 카자흐스탄의 기업결합심사는 지난 10월 통과한 상태이다. 한국의 공정거래위원회심사도 9월로 연기됐지만, 무난히 통과 가능할 전망이다. 중국 역시 2019년 자국조선소인 CSIC와 CSSC의 합병을 진행했기에 문제를 제기하기 어려운 상황이라 판단된다. 일본 역시 지속적으로 두 기업의 합병에 대해 WTO에 제소하는 등 이의를 제기하고 있지만, 지난 3월 이마바리와 JMU의 협력체제 구축으로 본격적으로 두 조선소의 합병을 반대하기 어려울 것으로 예상된다. 두 국가가 두 조선소간의 기업결합을 반대하는 경우 '자기모순'의 논리에 빠질 수 있기 때문이다.

싱가포르도 상황은 비슷하다. 싱가포르는 11월 Phase 1(1차심사)를 종료 후 Phase2에 돌입했다. 1단계 심사 후 싱가포르는 '유조선, 컨테이너선, LNG선 등 양사간 사업이 중복돼 조선소 간 경쟁체제가 약화될 수 있다'고 우려를 표명한 상태이다. 그러나 싱가포르 역시 해양시추업체인 Keppel과 Sembcorp Marine의 합병을 고려하고 있는 상황으로 알려졌기에, 2차 심사에서 기업결합을 반대하기는 어려울 것으로 예상된다.

EU는 12월 예비심사(Phase 1)을 종료 후 '시장에 독과점이 발생할 수 있다'는 이유로 2차 상세심사(Phase 2)를 진행중인 상황이다. 기존 2020년 5월 7일 발표 예정이었던 EU의 기업결합 심사여부가 7월로 한 차례 연기되었다가 코로나19로 인해 심사가 일시 중단된 상황이다.

EU와 싱가포르의 합병반대 주 요인은 LNG선, 초대형 컨테이너선을 발주하는 선사들이 두 지역에 집중되어 있기 때문에, 선가상승에 대한 민감도가 높다는 것이다. 두 조선소의 합병이 성사된다면, 선사들의 가격 협상권이 약해지고, 선가상승에 따라 선주들의 부담이 커질 가능성이 존재한다.

실제 2019년 기준 대형 컨테이너선 보유 선사순위를 분류해본 결과 15,000+TEU 이상 컨테이너선을 보유한 선사는 유럽지역 3곳(덴마크, 프랑스, 이탈리아, 싱가포르 1곳,

동아시아 4곳(중국2, 일본, 대만)으로 유럽과 싱가포르가 40%를 차지했다. 12,000~14,999 TEU급으로 분류 시 유럽 5곳, 아시아 4곳, 북미 1곳으로 유럽의 집중현상이 더 심해진다.

대형 LNG선(40+K급) 역시 상황은 비슷하다. 지역별로 선사를 분류 시 유럽4곳, 아시아 4곳, 북미 1곳, 중동1곳으로 분류된다. 즉 대형 컨테이너선과 대형 LNG선 선가에 대해 노출도가 높기 때문에 유럽지역과 싱가포르 선주들이 민감할 수 밖에 없다.

표22 15,000+TEU 보유 컨선사 순위

Rank	Owner Group	Fleet No	OB No	Total Number	Total	Avg Size	Unit	Age	국적
1	A.P. Moller	50	0	50	9,101,472	182,029	DWT	5.05	덴마크
2	China COSCO Shipping	28	0	28	5,453,242	194,758	DWT	2.16	중국
3	CMA CGM	17	9	26	5,032,364	193,552	DWT	5.34	프랑스
4	HMM	0	20	20	3,840,000	192,000	DWT		한국
5	MSC	11	0	11	2,493,825	226,711	DWT	0.30	이탈리아
6	Imabari Shipbuilding	10	0	10	2,031,417	203,141	DWT	1.30	일본
7	Evergreen Marine	0	10	10	2,300,000	230,000	DWT		대만
8	Eastern Pacific Shpg	6	1	7	1,156,578	165,225	DWT	1.72	싱가포르
9	Quantum Scorpio Box	6	0	6	1,212,312	202,052	DWT	3.21	미확인
10	China Merchants	1	5	6	950,148	158,358	DWT	2.92	중국

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 12-14,999 TEU 보유 컨선사 순위

Rank	Owner Group	Fleet No	OB No	Total Number	Total	Avg Size	Unit	Age	국적
1	China COSCO Shipping	39	0	39	5,880,389	150,779	DWT	5.06	중국
2	MSC	34	0	34	5,197,381	152,864	DWT	8.74	이탈리아
3	Hapag-Lloyd	30	0	30	4,368,173	145,605	DWT	6.06	독일
4	Seaspan Corporation	23	0	23	3,307,087	143,786	DWT	5.51	캐나다
5	Eastern Pacific Shpg	3	17	20	2,905,204	145,260	DWT	8.69	싱가포르
6	Zodiac Maritime	8	7	15	2,312,843	154,189	DWT	2.51	영국
7	Nippon Yusen Kaisha	15	0	15	2,088,577	139,238	DWT	2.14	일본
8	CMA CGM	13	0	13	1,980,626	152,355	DWT	5.71	프랑스
9	Imabari Shipbuilding	9	3	12	1,781,975	148,497	DWT	2.31	일본
10	Reederei C-P Offen	11	0	11	1,763,216	160,292	DWT	8.86	독일

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표24 40K+ LNG 선 보유 선사 순위

Rank	Owner Group	Fleet No	OB No	Total Number	Total	Avg Size	Unit	Age	국적
1	Angelicoussis Group	32	13	45	4,108,745	91,305	DWT	5.11	그리스
2	Mitsui OSK Lines	37	5	42	3,655,076	87,025	DWT	8.92	일본
3	Nippon Yusen Kaisha	29	10	39	3,358,168	86,106	DWT	9.19	일본
4	Teekay Corporation	35	0	35	3,079,218	87,977	DWT	9.11	캐나다
5	GasLog	27	7	34	2,941,245	86,507	DWT	6.90	그리스
6	Petronas	28	2	30	2,378,475	79,282	DWT	14.30	말레이시아
7	Qatar Gas (Nakilat)	29	0	29	3,609,718	124,473	DWT	10.78	카타르
8	BW Group	21	6	27	2,365,784	87,621	DWT	9.47	싱가포르
9	Dynacom Tankers Mgmt	15	4	19	1,718,604	90,452	DWT	5.58	그리스
10	Golar LNG	19	0	19	1,550,030	81,580	DWT	8.43	노르웨이

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

따라서 두 기업의 기업결합심사의 주된 대응방안도 두 조선소의 합병으로 인한 선가 상승에 대한 우려를 불식시키는 것에 초점을 두고 있다. 우려불식으로 인해 고부가가치 선박의 생산 설비 축소, 점유율 제한 등 EU와의 조건부 승인 가능성이 제기되었다는 이야기가 있었으나, 한국조선해양은 지난 4월 실적발표회에서 EU와의 조건부 승인 논의는 없었다며 조건부 승인 가능성을 일축했다.

그러나, 주 반대 이유인 두 조선소의 합병으로 인한 신조선가 상승 가능성은 오히려 기존 선주들에게 이익을 제공할 수 있기에, 두 지역 선주들이 오히려 합병을 찬성할 가능성도 존재한다.

첫 번째로, 신조선가 상승은 기존 선주들이 보유하고 있는 중고선가의 상승을 수반할 수 있다. 중고선가가 상승한다면 선주들이 보유한 자산의 재평가가 이루어지며, 선주들은 보유자산 증대 효과를 누릴 수 있게 된다. 이는 곧 중고선 담보가치 상승으로 연결되며 담보가치 상승으로 신조선 발주가 증가할 수 있다. 담보가치가 상승하면 기존대출에 대한 은행들의 Coverage Ratio가 상승하며 부실 우려가 감소해 은행들의 신규 대출 여력이 증가할 수 있기 때문이다.

두 번째로, 선박을 기발주하지 않은 후발 주자들은 선대 구성 시, 이미 다수의 선박을 보유한 선사대비 선가인상에 대한 부담이 클 수밖에 없다. 즉 이미 선박을 발주해놓은 선주나, 선박을 충분히 보유하고 있는 선주들은 선가인상 부담이 크지 않으며, 오히려 후발주자들의 진입장벽이 높아지기에 유럽지역 선주들은 경쟁력을 확보할 수 있다.

세 번째로, 신조선가 상승으로 신조선 발주에 부담을 느끼는 선주들로 인해 중고선 매매와 선박 Resale시장이 활성화 될 수 있다. 두 시장이 활성화된다면 선박을 보유중인 선주들은 중고선을 높은 가격에 매매하거나, 기발주한 선박을 높은 가격에 Resale하여 이익을 취할 수 있다.

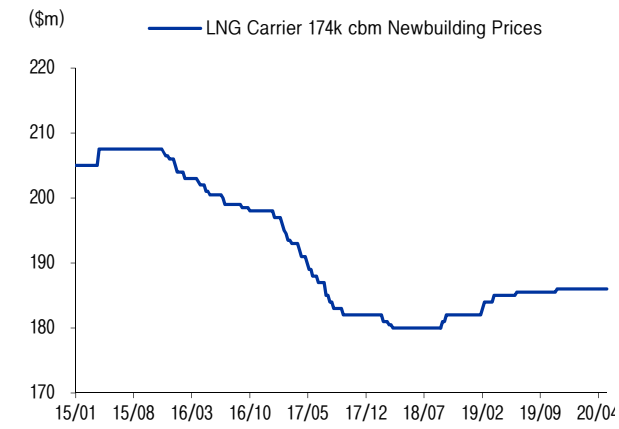
우선 기존 선주들의 자산 재평가효과를 추정해보았다. 두 조선소의 합병으로 가장 큰 영향을 받는 선박은 대형컨테이너선과 LNG선이기에 보수적으로 두 선종에서만 자산재평가가 발생한다고 가정하였다. 선사는 해당 선박들을 가장 많이 보유하고 있는 선사들로 분류하였으며 중고선가의 경우 아직 12-14,999 TEU급의 컨테이너선 외에 중고선가가 형성되어 있지 않기에 중고선가는 아래와 같은 공식을 적용하여 산출하였다.

두 선박평균 해체년수는 2019년 컨테이너선의 평균 해체년수인 24년을 적용

중고선가 = 신조선가 X 감가삼각률(선박년수 / 선박평균 해체년수)

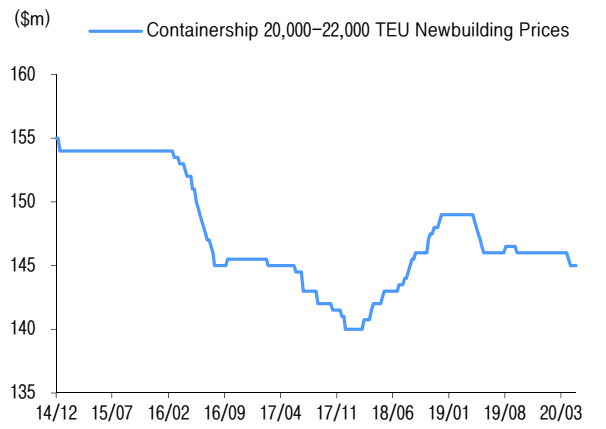
현재 선종별로 신조선가를 고려한 선주들의 자산 재평가 효과는 아래 표와 같다.

그림116 174K LNG 선 신조선가 추이



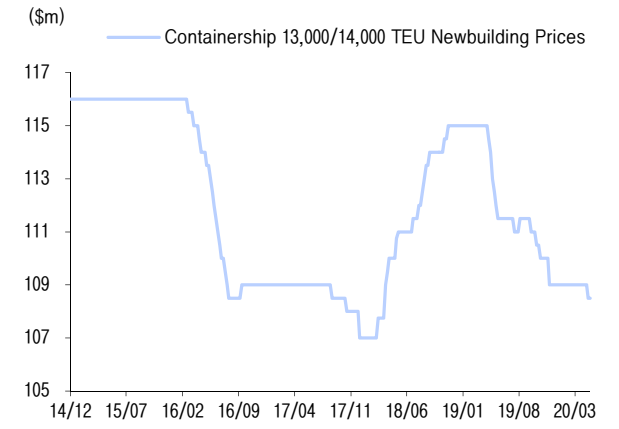
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 22,000-22,000TEU 컨선 신조선가 추이



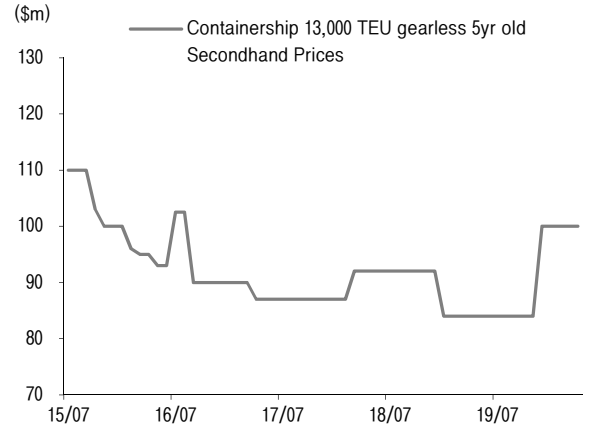
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 13,000-14,000 TEU 급 컨선 신조선가 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 13,000 TEU 급 컨선 중고선가 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표25 15,000+ TEU 보유 컨선 자산가치

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
A.P. Moller	145	114.47	0	50	5,723.47
China COSCO Shipping	145	131.96	0	28	3,694.98
CMA CGM	145	112.72	9	17	3,221.22
HMM	145	145.00	20	0	2,900.00
MSC	145	143.21	0	11	1,575.36
Imabari Shipbuilding	145	137.15	0	10	1,371.46
Evergreen Marine	145	145.00	10	0	1,450.00
Eastern Pacific Shpg	145	134.59	1	6	952.57
Quantum Scorpio Box	145	125.62	0	6	753.70
China Merchants	145	127.38	5	1	852.38

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표26 12,000-14,999 TEU 보유 컨선 자산가치

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
China COSCO Shipping	110	86.80	0	39	3,385.17
MSC	110	69.95	0	34	2378.37
Hapag-Lloyd	110	82.25	0	30	2467.36
Seaspan Corporation	110	84.73	0	23	1,948.68
Eastern Pacific Shpg	110	70.15	17	3	2,080.45
Zodiac Maritime	110	98.49	7	8	1,557.95
Nippon Yusen Kaisha	110	100.20	0	15	1,502.95
CMA CGM	110	83.82	0	13	1,089.69
Imabari Shipbuilding	110	99.39	3	9	1,224.51
Reederei C-P Offen	110	69.41	0	11	763.51

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표27 40K+ LNG 선 보유 자산가치

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
Angelicoussis Group	186	146.38	13	32	7,102.23
Mitsui OSK Lines	186	116.84	5	37	5,253.21
Nippon Yusen Kaisha	186	114.76	10	29	5,187.98
Teekay Corporation	186	115.36	0	35	4,037.75
GasLog	186	132.49	7	27	4,879.27
Petronas	186	75.17	2	28	2,476.77
Qatar Gas (Nakilat)	186	102.49	0	29	2,972.13
BW Group	186	112.59	6	21	3,480.40
Dynacom Tankers Mgmt	186	142.77	4	15	2,885.58
Golar LNG	186	120.67	0	19	2,292.71

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

역사적으로 조선소간 합병사례는 많으나, 한국조선해양과 대우조선해양의 합병처럼 독점적 기술력을 보유한 조선소간의 합병 사례는 없다. 따라서 두 조선소의 합병이 어느

수준의 선가상승을 발생시킬 수 있는지에 대해서는 정확한 예측을 하기 어려운 상황이다. 따라서 2가지 Case(10% 상승, 20%상승)을 가정하여, 자산가치 상승효과를 추정하였다.

표28 15,000+TEU 보유 컨선 자산가치(10% 선가상승 가정)

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
A.P. Moller	159.5	125.92	0	50	6,295.82
China COSCO Shipping	159.5	145.16	0	28	4,064.48
CMA CGM	159.5	123.99	9	17	3,543.34
HMM	159.5	159.50	20	0	3,190.00
MSC	159.5	157.54	0	11	1,732.90
Imabari Shipbuilding	159.5	150.86	0	10	1,508.60
Evergreen Marine	159.5	159.50	10	0	1,595.00
Eastern Pacific Shpg	159.5	148.05	1	6	1,047.83
Quantum Scorpio Box	159.5	138.18	0	6	829.07
China Merchants	159.5	140.12	5	1	937.62

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표29 12,000-14,999 TEU 보유 컨선 자산가치(10% 선가상승 가정)

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
China COSCO Shipping	121	95.48	0	39	3,723.69
MSC	121	76.95	0	34	2,616.21
Hapag-Lloyd	121	90.47	0	30	2,714.10
Seaspan Corporation	121	93.20	0	23	2,143.55
Eastern Pacific Shpg	121	77.17	17	3	2,288.50
Zodiac Maritime	121	108.34	7	8	1,713.75
Nippon Yusen Kaisha	121	110.22	0	15	1,653.25
CMA CGM	121	92.20	0	13	1,198.66
Imabari Shipbuilding	121	109.33	3	9	1,346.97
Reederei C-P Offen	121	76.35	0	11	839.86

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표30 40+K 급 LNG 선 보유 자산가치(10% 선가상승 가정)

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
Angelicoussis Group	204.6	161.02	13	32	7,812.45
Mitsui OSK Lines	204.6	128.53	5	37	5,778.53
Nippon Yusen Kaisha	204.6	126.23	10	29	5,706.78
Teekay Corporation	204.6	126.90	0	35	4,441.53
GasLog	204.6	145.74	7	27	5,367.20
Petronas	204.6	82.69	2	28	2,724.45
Qatar Gas (Nakilat)	204.6	112.74	0	29	3,269.34
BW Group	204.6	123.85	6	21	3,828.44
Dynacom Tankers Mgmt	204.6	157.05	4	15	3,174.14
Golar LNG	204.6	132.74	0	19	2,521.98

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

다음은 20%의 선가 상승을 가정한 값이다.

표31 15,000+ TEU 급 보유 컨선 자산가치(20% 선가상승 가정)

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
A.P. Moller	174	137.36	0	50	6,868.17
China COSCO Shipping	174	158.36	0	28	4,433.98
CMA CGM	174	135.26	9	17	3,865.46
HMM	174	174.00	20	0	3,480.00
MSC	174	171.86	0	11	1,890.44
Imabari Shipbuilding	174	164.58	0	10	1,645.75
Evergreen Marine	174	174.00	10	0	1,740.00
Eastern Pacific Shpg	174	161.51	1	6	1,143.08
Quantum Scorpio Box	174	150.74	0	6	904.44
China Merchants	174	152.85	5	1	1,022.85

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표32 12,0000-14,999 TEU 보유 컨선 자산가치(20% 선가상승 가정)

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
China COSCO Shipping	132	104.16	0	39	4,062.21
MSC	132	83.94	0	34	2,854.04
Hapag-Lloyd	132	98.69	0	30	2,960.83
Seaspan Corporation	132	101.67	0	23	2,338.42
Eastern Pacific Shpg	132	84.18	17	3	2,496.54
Zodiac Maritime	132	118.19	7	8	1,869.54
Nippon Yusen Kaisha	132	120.24	0	15	1,803.54
CMA CGM	132	100.59	0	13	1,307.63
Imabari Shipbuilding	132	119.27	3	9	1,469.42
Reederei C-P Offen	132	83.29	0	11	916.21

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표33 40+K 급 LNG 선 보유 자산가치(20% 선가상승 가정)

선사명	신조선가($m)	중고선가($m)	Orderbook(척)	중고선보유(척)	함대자산가치($m)
Angelicoussis Group	223.2	175.66	13	32	8,522.68
Mitsui OSK Lines	223.2	140.21	5	37	6,303.85
Nippon Yusen Kaisha	223.2	137.71	10	29	6,225.58
Teekay Corporation	223.2	138.44	0	35	4,845.30
GasLog	223.2	158.99	7	27	5,855.13
Petronas	223.2	90.20	2	28	2,972.13
Qatar Gas (Nakilat)	223.2	122.98	0	29	3,566.55
BW Group	223.2	135.11	6	21	4,176.48
Dynacom Tankers Mgmt	223.2	171.33	4	15	3,462.70
Golar LNG	223.2	144.80	0	19	2,751.25

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

자산 증대효과를 바탕으로 각 선사들의 신조선 보유 효과를 추정해보았다. 자산증대효과에 사용한 가정은 다음과 같다.

1. 자산가치의 상승만큼 선사들은 상승금액만큼 동일한 선종을 발주할 것이라 가정

2. 선박의 발주가격은 상승한 가격을 바탕으로 발주한다 가정

3. 보유한 두 선종에 대해서만 자산 재평가 효과를 적용(대형컨테이너선, LNG선)

4. 15,000+급 컨테이너선의 경우 22,000TEU를, 12~14,999 TEU급 컨테이너선은 13,000 TEU급 발주를 가정. LNG선의 경우 174,000 Cu.M급 LNGC 발주를 가정

표34 15,000+TEU 컨선 신조선가 10% 상승 시, 신조선 보유효과 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (TEU 기준)	기존Capa (TEU)	Capa 증대효과 (TEU 기준)
A.P. Moller	572.35	3.6	75,356	2,445,500	3.08
China COSCO Shipping	369.50	2.3	48,648	2,127,496	2.29
CMA CGM	322.12	2.0	42,410	1,381,680	3.07
HMM	290.00	1.8	38,181	597,425	6.39
MSC	157.54	1.0	20,741	1,547,929	1.34
Imabari Shipbuilding	137.15	0.9	18,056	789,171	2.29
Evergreen Marine	145.00	0.9	19,090	898,754	2.12
Eastern Pacific Shpg	95.26	0.6	12,541	502,543	2.50
Quantum Scorpio Box	75.37	0.5	9,923	114,929	8.63
China Merchants	85.24	0.5	11,222	212,072	5.29

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 12,000-14,999 TEU 컨선 신조선가 10% 상승 시, 신조선 보유효과 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (TEU 기준)	기존Capa (TEU)	Capa 증대효과 (TEU 기준)
A.P. Moller	338.52	2.8	36,369	2,445,500	1.49
China COSCO Shipping	237.84	2.0	25,552	2,127,496	1.20
CMA CGM	246.74	2.0	26,508	1,381,680	1.92
HMM	194.87	1.6	20,936	597,425	3.50
MSC	208.05	1.7	22,351	1,547,929	1.44
Imabari Shipbuilding	155.80	1.3	16,738	789,171	2.12
Evergreen Marine	150.30	1.2	16,147	898,754	1.80
Eastern Pacific Shpg	108.97	0.9	11,707	502,543	2.33
Quantum Scorpio Box	122.45	1.0	13,155	114,929	11.45
China Merchants	76.35	0.6	8,202	212,072	3.87

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표36 40+K 급 LNG 선 신조선가 10% 상승 시, 신조선 보유효과 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (Cu.M 기준)	기존Capa (Cu.M)	Capa 증가효과 (Cu.M기준)
Angelicoussis Group	710.22	3.5	604,001	7,536,271	8.01
Mitsui OSK Lines	525.32	2.6	446,753	7,504,084	5.95
Nippon Yusen Kaisha	518.80	2.5	441,206	6,359,822	6.94
Teekay Corporation	403.78	2.0	343,386	5,961,808	5.76
GasLog	487.93	2.4	414,952	5,552,059	7.47
Petronas	247.68	1.2	210,634	4,504,389	4.68
Qatar Gas (Nakilat)	297.21	1.5	252,761	6,928,504	3.65
BW Group	348.04	1.7	295,986	4,329,588	6.84
Dynacom Tankers Mgmt	288.56	1.4	245,401	3,132,952	7.83
Golar LNG	229.27	1.1	194,981	3,478,302	5.61

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표37 15,000+TEU 컨선 신조선가 20% 상승 시, 신조선 보유효과 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (TEU 기준)	기존Capa (TEU)	Capa 증대효과 (TEU 기준)
A.P. Moller	1144.69	6.6	138,152	2,445,500	5.65
China COSCO Shipping	739.00	4.2	89,189	2,127,496	4.19
CMA CGM	644.24	3.7	77,753	1,381,680	5.63
HMM	580.00	3.3	70,000	597,425	11.72
MSC	315.07	1.8	38,026	1,547,929	2.46
Imabari Shipbuilding	274.29	1.6	33,104	789,171	4.19
Evergreen Marine	290.00	1.7	35,000	898,754	3.89
Eastern Pacific Shpg	190.51	1.1	22,993	502,543	4.58
Quantum Scorpio Box	150.74	0.9	18,192	114,929	15.83
China Merchants	170.48	1.0	20,574	212,072	9.70

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표38 12,000-14,999 TEU 컨선 신조선가 20% 상승 시, 신조선 보유효과 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (TEU 기준)	기존Capa (TEU)	Capa 증대효과 (TEU 기준)
A.P. Moller	677.03	5.1	66,677	2,445,500	2.73
China COSCO Shipping	475.67	3.6	46,846	2,127,496	2.20
CMA CGM	493.47	3.7	48,599	1,381,680	3.52
HMM	389.74	3.0	38,383	597,425	6.42
MSC	416.09	3.2	40,978	1,547,929	2.65
Imabari Shipbuilding	311.59	2.4	30,686	789,171	3.89
Evergreen Marine	300.59	2.3	29,603	898,754	3.29
Eastern Pacific Shpg	217.94	1.7	21,463	502,543	4.27
Quantum Scorpio Box	244.90	1.9	24,119	114,929	20.99
China Merchants	152.70	1.2	15,038	212,072	7.09

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

표39 40+K 급 LNG 선 신조선가 20% 상승 시, 신조선 보유효과 추정

선사명	자산증대효과 ($m)	신조선 보유 효과 (금액기준, 척)	Capa 증대효과 (Cu.M 기준)	기존Capa (Cu.M)	Capa 증가효과 (Cu.M기준)
Angelicoussis Group	1420.45	6.4	1,107,336	7,536,271	14.69
Mitsui OSK Lines	1050.64	4.7	819,048	7,504,084	10.91
Nippon Yusen Kaisha	1037.60	4.6	808,878	6,359,822	12.72
Teekay Corporation	807.55	3.6	629,541	5,961,808	10.56
GasLog	975.85	4.4	760,746	5,552,059	13.70
Petronas	495.35	2.2	386,163	4,504,389	8.57
Qatar Gas (Nakilat)	594.43	2.7	463,395	6,928,504	6.69
BW Group	696.08	3.1	542,642	4,329,588	12.53
Dynacom Tankers Mgmt	577.12	2.6	449,902	3,132,952	14.36
Golar LNG	458.54	2.1	357,465	3,478,302	10.28

자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

최종적으로 15,000+ TEU급 컨테이너선을 보유한 선사들의 경우 선가가 10% 상승 시 평균 3.7%의 상승효과를, 20% 상승 시 평균 6.8%의 상승이 있을 것으로 예상된다. 12,000~14,999 TEU급은 10% 상승 시 3.1%, 20% 상승 시 5.7%의 상승이 있을 것으로 예상된다.

LNG선도 선가 10%와 20% 상승 시, 각각 6.3%, 11.5%의 상승효과가 있을 것으로 추정된다. 특히 척수기준 평균증가 척수는 각각 2척과 3.6척으로 예상된다. 해당 선박들을 2019년 LNG선 평균 운임(69,337$/Day)으로 270일간 운항한다 가정 시, 각각 약 3,750만 달러와 약 6,740만 달러의 추가 매출액을 발생시킬 수 있을 것으로 추정된다. 이는 2019년 Gaslog사의 연간 매출액인 6억6800만 달러의 약 5.6%, 10.1%의 수준에 달한다.

즉 아직 어느 수준의 선가 인상이 발생할지 아직 정확히 예측할 수 없지만, 선주들은 한국조선해양과 대우조선해양의 기업결합으로 발생할 수 있는 자산재평가효과를 무시할 수 없는 상황인 셈이다. 특히, 기존에 보유하고 있는 함대가 많거나, 조선소에 수주잔고가 많을수록 자산 재평가 이익이 커지기에, 대형선사 위주로 두 기업의 결합심사를 찬성할 가능성이 높을 것으로 예상된다.

특히 해당 선박들을 보유한 회사의 비율이 유럽이 압도적으로 높기에, 오히려 선가상승의 측면에서 선주들의 이해관계로 인해 유럽지역에서의 기업결합심사 통과 가능성이 존재한다는 판단이다.

기업분석

한국조선해양 (009540)	68
현대미포조선 (010620)	80
삼성중공업 (010140)	84
대우조선해양(042660)	88

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한국조선해양	Buy (신규)	110,000 원(신규)
현대미포조선	Buy (신규)	38,000 원(신규)
삼성중공업	Hold (신규)	4,700 원(신규)
대우조선해양	Hold (신규)	19,000 원(신규)

한국조선해양 (009540)

2020. 05. 11 | 조선

리스크는 적고 모멘텀은 많다

Analyst **박경근**
02-3779-8808
pkk1306@ebestsec.co.kr

BUY (Initiate)

목표주가 110,000 원
현재주가 81,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

2020년 상선부문 수주 112.6억달러 전망

동사의 2020 년 상선부문 수주 금액(조선 3 사 합산)은 당사 Base Case 기준 약 112.6 억달러로 전망함에 따라, 2020 년 조선 3 사 합산 수주목표인 148.1 억달러의 약 76% 달성 가능할 것으로 전망된다. 그리고 전체 합산 수주금액은 2020 년 해양 플랜트 부문의 발주가 부진할 것으로 예상됨에 따라, YoY -12% 감소한 약 128 억달러로 전망한다

향후 모멘텀 확보, 리스크는 제한적

대규모 LNG 프로젝트(카타르, 모잠비크, 아말 등)가 마무리 단계로 진입하며 발주 지연 시 대규모 비용이 발생한다는 점에서, 하반기 LNG선 발주가 예상된다. 이미 동사는 Shell과 Total사와 각각 LNG선 6척, 8척에 대한 LOI를 체결했다. 또한 사우디 아람코와 LTA를 체결하며, 향후 유가 회복 시 재개될 플랜트 발주에 대한 모멘텀도 확보해 둔 상황이다.

추가적으로 대우조선해양과의 합병 모멘텀까지 존재한다. 현재 합병 가능성 여부를 예측하기는 힘든 상황이나, 합병이 성사된다면 글로벌 1위 조선업체가 탄생하게 된다. 합병으로 인해 단기적으로 BPS 희석효과가 존재할 수 있으나, 두 회사의 합병 시너지는 영업, 자재 조달, 기술력, Capa 등 여러 가지 면에서 높을 수 밖에 없기에 합병효과가 BPS 희석효과를 뛰어넘는 긍정적인 모멘텀이라고 할 수 있다.

앞서 언급했듯이, 모멘텀이 다양한 가운데 리스크는 제한적이다. 이는 1)해양설비 매출 비중이 빅3 중 가장 작다는 점, 2)재고자산으로 보유중인 시추설비가 없다는 점에서 유가에 따른 실적 변동 리스크가 제한적이기 때문이다. 실제로 1Q20 영업이익에 1회성 요인이 존재하지만, 1,217억원을 기록하며 5분기 연속 영업이익 흑자 행진을 기록했다는 점은 동사의 리스크가 제한적이라는 것을 보여주는 하나의 요소라고 할 수 있겠다.

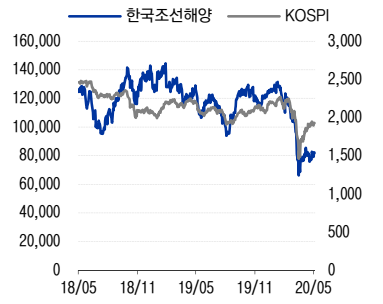
목표주가 110,000원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시

한국조선해양에 대해 목표주가 110,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시를 시작한다. 목표주가는 2020E BPS 166,921원에 Target PBR 0.64배를 적용했다. Target Multiple은 발주 감소기이던 2016년 조선업종 평균 PBR 0.64배를 적용하였다. 향후 안정적인 실적 기록할 것으로 전망되며, 저유가 기조에서 유가리스크가 제한적인 한국조선해양을 조선업종 Top-Pick으로 제시한다.

Stock Data

KOSPI (5/8)		1,945.82 pt
시가총액		57,822 억원
발행주식수		70,773 천주
52 주 최고가/최저가		131,500 / 66,300 원
90 일 일평균거래대금		310.59 억원
외국인 지분율		16.2%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		166,911 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.9%
	6 개월	-23.2%
	12 개월	-22.0%
주주구성	현대중공업지주	34.0%
	국민연금공단	11.2%
	케이씨씨 (외 2 인)	6.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	13,161	-481	-854	-454	-7,151	적전	-86	-18.0	-101.5	0.8	-4.3
2019	15,183	290	90	213	2,318	흑전	693	49.6	14.4	0.7	1.4
2020E	15,684	335	399	301	3,475	49.9	734	23.5	8.4	0.5	2.1
2021E	16,109	367	462	349	4,022	15.7	767	20.3	8.7	0.5	2.4
2022E	16,521	495	602	454	5,240	30.3	896	15.6	7.5	0.5	3.0

자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

BPS 최대 -13.0% 희석 전망

현 시점에서 보수적인 상황을 가정 시(RCPS100% 전환, 유상증자 20% 할인발행), 한국조선해양 BPS 는 기존 2019 년 말 유상증자 전 연결지배지분 BPS 163,436 원에서 최대 -13.2% 감소하여 141,799 원까지 희석될 수 있다. 그러나 해당 BPS 는 산업은행이 보유한 우선전환주(RCPS)를 전부 전환한다 가정 했을 시의 수치로, 현 주가 81,700 원 수준에서는 RCPS 전환 걱정을 할 필요가 없다. 전환가액이 130,788 원이기 때문이다. 따라서 최대 희석될 BPS 는 RCPS 0%전환, 20% 할인하여 유상증자한 케이스인 142,224 원으로, -13.0% 희석으로 보는 것이 합리적이다.

한국조선해양, 대우조선해양 합병 절차

두 회사의 합병절차는 다음과 같다. 산업은행이 보유한 대우조선해양 주식을 한국조선해양이 취득하기 위해 물적 분할하여 중간지주와 사업회사로 나누고 상장회사인 중간지주(한국조선해양)가 증자를 하여 대우조선해양 가치만큼 산업은행에 배정하는 방식이다. 그림120을 참조하면 현재 현대중공업 지주가 한국조선해양을, 한국조선해양은 현대삼호중공업과 현대미포조선(상장)을 보유하고 있다.

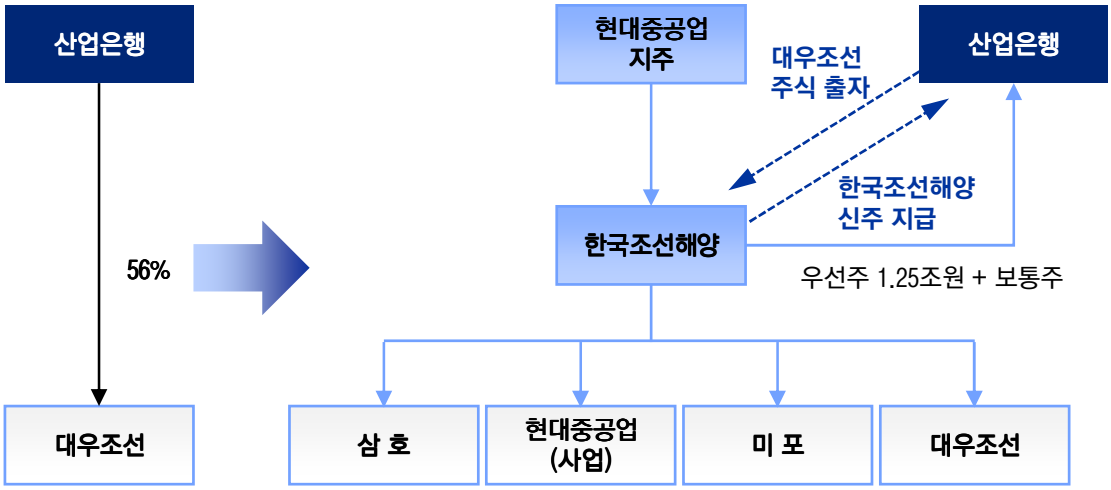
합병의 첫 번째 절차는 물적분할로, 물적분할 후 구조는 다음과 같다. 현대중공업 지주는 기존 지분만큼 한국조선해양을 보유하고, 한국조선해양은 기존 자회사인 현대삼호중공업과 현대미포조선 외 물적분할하여 신설된 현대중공업(사업)을 자회사로 100% 보유하게 된다. 이미 지난 2019년 6월 1일 물적분할이 시행되며, 합병의 첫 단계인 물적분할 단계는 종료되었다.

두 번째 절차는 산업은행이 보유한 대우조선해양 주식 현물 출자다. 산업은행은 대우조선해양 주식 59,738,211주를 보유하고 있으며, 보유 주식에 대한 현물출자 가격은 주당 34,922원이다. 따라서 현물출자 규모는 주식수x인수가격으로 총 2.086조원이다. 한국조선해양은 2.086조원에 해당하는 신주를 137,088원에 발행하여 산업은행에 배정한다. 주식의 종류는 보통주 0.836조(6,099,577주)와 상환전환우선주(RCPS) 1.25조원(9,118,231주)으로, RCPS전환가액은 우선주 발행가격과 같은 137,088원이다.

세 번째 절차는 대우조선해양 3자배정 유상증자로 발행하는 신주 취득을 위해 한국조선해양이 실시하는 주주배정 유상증자다. 유상증자는 대우조선해양 재무구조 개선을 위함으로 총 1.5조원 규모(보통주 42,750,877주, 발행가액 35,087원)이다. 추가적으로 한국조선해양은 주주배정으로 1.25조원 유상증자를 결정했다. 취득예정일자는 향후 합병 추진일정에 따라 확정될 예정이다.

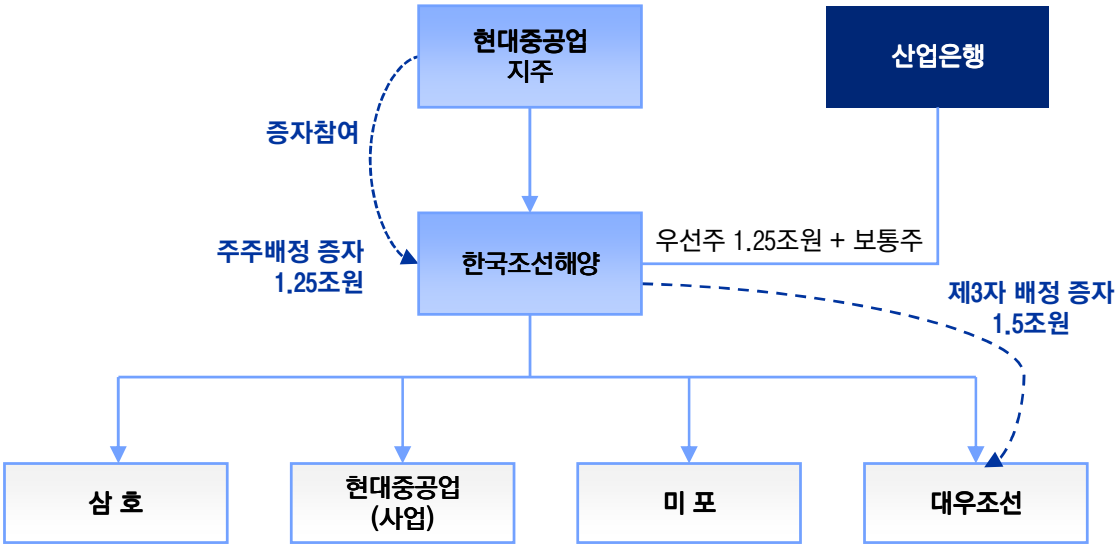
총 6개국의 기업결합심사가 마무리 된 후 본격적인 합병의 두 번째 절차(대우조선해양 주식 현물출자)가 시행되며, 지배구조는 다음과 같다. 현대중공업지주와 산업은행은 한국조선해양 지분을 각각 약 28%, 약7%+우선주 1.25조원을 보유한다. 한국조선해양은 기존 자회사 외 현대중공업(사업) 100%와 대우조선해양 약 68%를 신규 자회사로 보유하게 된다.

그림120 대우조선해양 주식 현물출자



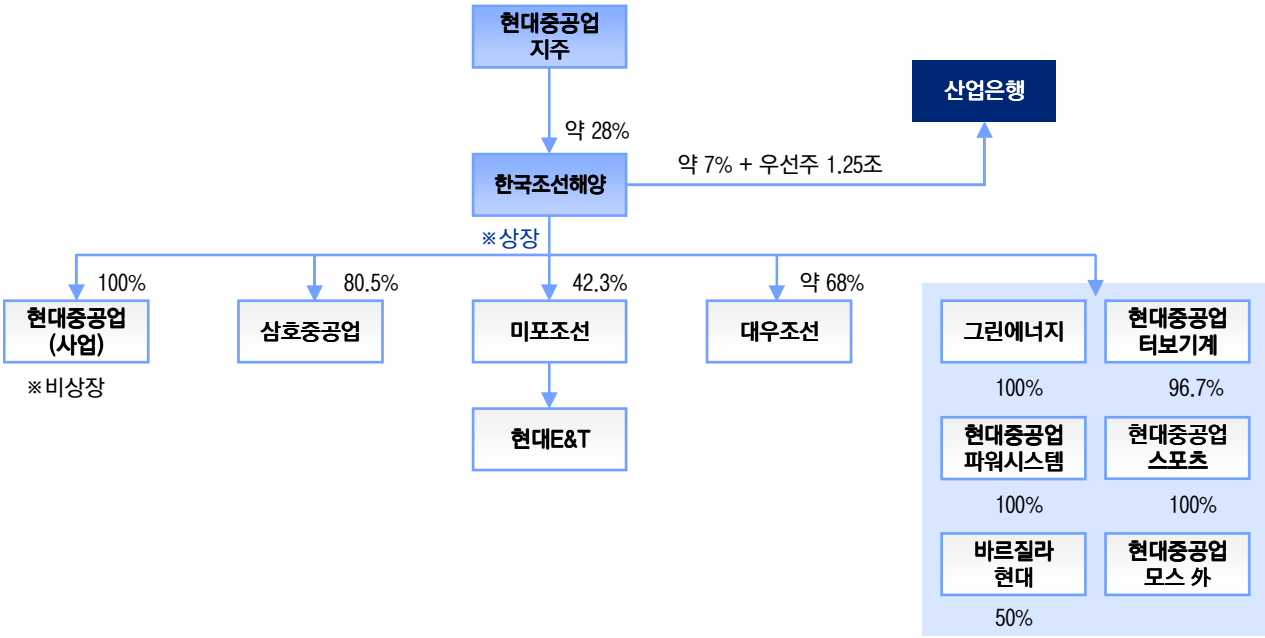
자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 유상증자 과정



자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 재편 후 지배구조



자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

단계별 한국조선해양 BPS 변화 추정 시나리오

한국조선해양의 대우조선해양 주식취득 과정에서 이론적인 BPS변화는 없다. 왜냐하면 산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 취득 규모만큼 한국조선해양 지분을 증자하여 산업은행에 부여하기 때문이다. 그러나 이는 이론적으로만 가능한데, 한국조선해양과 대우조선해양 모두 상장회사로 주가가 변하기 때문이다. 따라서 한국조선해양의 BPS는 희석이 될 수도 있고, 증대가 될 수도 있다. 합병으로 인해 발생할 불확실성을 반영해 BPS 희석 효과를 추정했다.

첫 번째, 산업은행이 보유중인 대우조선해양 주식현물출자 단계이다. 한국조선해양은 산업은행이 보유하고 있는 대우조선해양 지분 2.08조원에 대해 전환가능우선주 1.25조원(137,088원, 9,118,231주)와 한국조선해양신주 0.836조원(137,088원, 6,099,570주)로 현물출자를 하게 된다. 이 단계에서 산업은행이 보유하고 있는 우선주 9,118,231주는 1) 전환가액 130,788원을 초과하여 전환 2) 전환가액 130,788원을 초과하지 않아 전환하지 않는 두 가지 케이스로 나누어서 추정하였다.

표40 한국조선해양과 산업은행 현물출자

한국조선해양 주식 수 변화 시나리오(주,원,배,십억원)	발행주식수	발행가액	총금액	비고
(1) 기존발행 주식 총수	70,773,116			
(2) 보통주 신주 발행	6,099,570	137,088	836	
(3) 보통주 신주 발행 후 주식 총 수(=(1)+(2))	76,872,686			
(4) 대우조선해양 현물출자 보통주 주식수 및 현물출자확정가액	59,738,211	34,922	2,086	(2)+(5)
(5) 상환우선주 주식 수 및 발행가액= 향후 보통주와 1:1 전환가능	9,118,231	137,088	1,250	
(6) RCPS 0% 전환 후 주식 총 수(=(3))	76,872,686			
(7) RCPS 50% 전환 후 주식 총 수(=(3)+(5)*0.5)	81,431,801			
(8) RCPS 100% 전환 후 주식 총 수(=(3)+(5))	85,990,917			기존 70,773,116주+신주 6,099,570주 +RCPS 9,118,231주
(9) 대우조선 현물 출자액 = 한국조선해양 취득자금(=(4), (2)+(5))			**2,086**	**보통주 0.8362조원+ RCPS 1.25조원**

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

두 번째, 한국조선해양의 주주배정 유상증자(1.25조원) 단계이다. 이 단계에서는 아직 확정가액이 나오지 않았기에, (1)5/8 종가 기준(81,700원)으로 계산, (2) 현재가 대비 10% 할인, (3) 현재가 대비 20% 할인을 가정하여 추정해보았다.

표41 한국조선해양 주주배정 유상증자(현주가)

한국조선해양 주주배정 유상증자 시나리오(주,원,배,십억원)	발행주식수	발행가액	총금액	비고
(10) 한국조선해양 주주배정 유상증자 규모			1,250	
(11) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=현재가, 5/8)	15,299,878	81,700	1,250	발행주식수 = (9)/(11)
(12) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=현재가 10% 할인)	16,999,864	73,530	1,250	발행주식수 = (9)/(12)
(13) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=현재가 20% 할인)	19,124,847	65,360	1,250	발행주식수 = (9)/(13)
(14) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자	**92,172,564**			**발행주식수=(6)+(11)**
(15) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자(10%할인)	**93,872,550**			**발행주식수=(6)+(12)**
(16) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자(20%할인)	**95,997,533**			**발행주식수=(6)+(13)**
(17) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자	101,290,795			발행주식 총수 = (8)+(11)
(18) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자(10%할인)	102,990,781			발행주식 총수 = (8)+(12)
(19) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자(20%할인)	105,115,764			발행주식 총수 = (8)+(13)

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

표42 한국조선해양 BPS 변화 시나리오(현주가)

한국조선해양 BPS 변화 시나리오(주,원,배,십억원)	총금액	비고
2019년 말 유상증자 전 연결 지배지분 자본총계	11,567	
2019년 말 유상증자 전 연결 지배지분 BPS	163,436	
(20) RCPS 0% 전환가정 연결지배지분 자본 총계	13,653	2019년 자본총계 11.57조+보통주 0.836조+주주배정1.25조
(21) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 현재가 발행가 가정시 BPS 추정(=(20)/(14))	148,126	
(22) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 10% 할인 가정시 BPS 추정(=(20/(15))	145,444	
(23) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 20% 할인 가정시 BPS 추정(=(20)/(16))	142,224	
(24) RCPS 100% 전환가정 연결지배지분 자본 총계	14,903	2019년 자본총계 11.57조+산업은행 2.08조+주주배정1.25조
(25) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 현재가 발행가 가정시 BPS 추정(=(24)/(17))	147,133	전환가정 연결지배지분 자본총계/(13)
(26) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 10% 할인 가정시 BPS 추정(=(24)/(18))	144,704	전환가정 연결지배지분 자본총계/(14)
(27) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 20% 할인 가정시 BPS 추정(=(24)/(19))	141,779	전환가정 연결지배지분 자본총계/(15)
(28) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(현재가 발행)	-9.37	2019년말 유상증자 전 BPS와 (21) 비교
(29) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(10% 할인 발행)	-11.01	2019년말 유상증자 전 BPS와 (22) 비교
(30) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(20% 할인 발행)	-12.98	2019년말 유상증자 전 BPS와 (23) 비교
현재가 발행 시(21) PBR 추정(BPS=148,126원)		
현 주가 일 시(81,700원)	0.55	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(73,530원)	0.50	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(65,360원)	0.44	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
10% 할인 발행 시(22) PBR 추정(BPS=145,444원)		
현 주가 일 시(81,700원)	0.56	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(73,530원)	0.51	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(65,360원)	0.45	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
20% 할인 발행 시(23) PBR 추정(BPS=142,224원)		
현 주가 일 시(81,700원)	0.57	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(73,530원)	0.52	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(65,360원)	0.46	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
(23) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(현재가 발행)	-9.98	2019년말 유상증자 전 BPS와 (25) 비교
(24) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(10% 할인 발행)	-11.46	2019년말 유상증자 전 BPS와 (26) 비교
(25) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(20% 할인 발행)	-13.25	2019년말 유상증자 전 BPS와 (27) 비교
현재가 발행 시(25) PBR 추정(BPS=147,133원)		
현 주가 일 시(81,700원)	0.56	현주가/희석BPS(25)
주가 10% 할인 시(73,530원)	0.50	10% 할인가액/희석BPS(26)
주가 20% 할인 시(65,360원)	0.44	20% 할인가액/희석BPS(27)
10% 할인 발행 시(26) PBR 추정(BPS=144,704원)		
현 주가 일 시(81,700원)	0.56	현주가/희석BPS(25)
주가 10% 할인 시(73,530원)	0.51	10% 할인가액/희석BPS(26)
주가 20% 할인 시(65,360원)	0.45	20% 할인가액/희석BPS(27)
20% 할인 발행 시(27) PBR 추정(BPS=141,799원)		
현 주가 일 시(81,700원)	0.58	현주가/희석BPS(25)
주가 10% 할인 시(73,530원)	0.52	10% 할인가액/희석BPS(26)
주가 20% 할인 시(65,360원)	0.46	20% 할인가액/희석BPS(27)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표43 한국조선해양 주주배정 유상증자(목표주가)

한국조선해양 주주배정 유상증자 시나리오(주,원,배,십억원)	발행주식수	발행가액	총금액	비고
(10) 한국조선해양 주주배정 유상증자 규모			1,250	
(11) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(목표주가)	11,363,636	110,000	1,250	발행주식수 = (9)/(11)
(12) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=목표주가 10% 할인)	12,626,263	99,000	1,250	발행주식수 = (9)/(12)
(13) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=목표주가 20% 할인)	14,204,545	88,000	1,250	발행주식수 = (9)/(13)
(14) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자	88,236,322			발행주식수=(6)+(11)
(15) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자(10%할인)	89,498,949			발행주식수=(6)+(12)
(16) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자(20%할인)	91,077,231			발행주식수=(6)+(13)
(17) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자	97,354,553			발행주식 총수 = (8)+(11)
(18) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자(10%할인)	98,617,180			발행주식 총수 = (8)+(12)
(19) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자(20%할인)	100,195,462			발행주식 총수 = (8)+(13)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 한국조선해양 주주배정 유상증자(목표주가)

한국조선해양 BPS 변화 시나리오(주,원,배,십억원)	총금액	비고
2019년 말 유상증자 전 연결 지배지분 자본총계	11,567	
2019년 말 유상증자 전 연결 지배지분 BPS	163,436	
(20) RCPS 0% 전환가정 연결지배지분 자본 총계	13,653	2019년 자본총계 11.57조+보통주 0.836조+주주배정1.25조
(21) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 목표주가 발행가 가정시 BPS 추정(=(20)/(14))	154,734	
(22) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 10% 할인 가정시 BPS 추정(=(20/(15))	152,551	
(23) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 20% 할인 가정시 BPS 추정(=(20)/(16))	149,908	
(24) RCPS 100% 전환가정 연결지배지분 자본 총계	14,903	2019년만 자본총계 11.57조+산업은행2.08조+주주배정1.25조
(25) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 목표주가 발행가 가정시 BPS 추정(=(24)/(17))	153,081	전환가정 연결지배지분 자본총계/(13)
(26) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 10% 할인 가정시 BPS 추정(=(24)/(18))	151,122	전환가정 연결지배지분 자본총계/(14)
(27) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 20% 할인 가정시 BPS 추정(=(24)/(19))	148,741	전환가정 연결지배지분 자본총계/(15)
(28) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(현재가 발행)	-5.32	2019년말 유상증자 전 BPS와 (21) 비교
(29) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(10% 할인 발행)	-6.66	2019년말 유상증자 전 BPS와 (22) 비교
(30) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(20% 할인 발행)	-8.28	2019년말 유상증자 전 BPS와 (23) 비교
목표주가 발행 시(21) PBR 추정(BPS=154,734원)		
목표주가 일 시(110,000원)	0.71	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(108,000원)	0.64	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(96,000원)	0.57	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
10% 할인 발행 시(22) PBR 추정(BPS=152,551원)		
목표주가 일 시(110,000원)	0.72	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(108,000원)	0.65	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(96,000원)	0.58	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
20% 할인 발행 시(23) PBR 추정(BPS=149,908원)		
목표주가 일 시(110,000원)	0.73	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(108,000원)	0.66	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(96,000원)	0.59	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
(23) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(목표주가 발행)	-6.34	2019년말 유상증자 전 BPS와 (25) 비교
(24) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(10% 할인 발행)	-7.53	2019년말 유상증자 전 BPS와 (26) 비교
(25) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(20% 할인 발행)	-8.99	2019년말 유상증자 전 BPS와 (27) 비교
목표주가 발행 시(25) PBR 추정(BPS=153,081원)		
목표주가 일 시(110,000원)	0.72	현주가/희석BPS(25)
주가 10% 할인 시(108,000원)	0.65	10% 할인가액/희석BPS(26)
주가 20% 할인 시(96,000원)	0.57	20% 할인가액/희석BPS(27)
10% 할인 발행 시(26) PBR 추정(BPS=151,122원)		
목표주가 일 시(110,000원)	0.73	현주가/희석BPS(25)
주가 10% 할인 시(108,000원)	0.66	10% 할인가액/희석BPS(26)
주가 20% 할인 시(96,000원)	0.58	20% 할인가액/희석BPS(27)
20% 할인 발행 시(27) PBR 추정(BPS=148,741원)		
목표주가 일 시(110,000원)	0.74	현주가/희석BPS(25)
주가 10% 할인 시(108,000원)	0.67	10% 할인가액/희석BPS(26)
주가 20% 할인 시(96,000원)	0.59	20% 할인가액/희석BPS(27)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표45 한국조선해양 주주배정 유상증자(전환가액 130,788 원 기준)

한국조선해양 주주배정 유상증자 시나리오(주,원,배,십억원)	발행주식수	발행가액	총금액	비고
(10) 한국조선해양 주주배정 유상증자 규모			1,250	
(11) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(전환가액)	9,557,452	130,788	1,250	발행주식수 = (9)/(11)
(12) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=전환가액 10% 할인)	10,619,391	117,709	1,250	발행주식수 = (9)/(12)
(13) 한국조선해양 주주배정 유상증자 발행가액 가정(=전환가액 20% 할인)	11,946,815	104,630	1,250	발행주식수 = (9)/(13)
(14) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자	86,430,138			발행주식수=(6)+(11)
(15) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자(10%할인)	87,492,077			발행주식수=(6)+(12)
(16) 발행주식 총수 추정 = RCPS 0% 전환 + 1.25조원 유상증자(20%할인)	88,819,501			발행주식수=(6)+(13)
(17) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자	**95,548,369**			**발행주식 총수 = (8)+(11)**
(18) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자(10%할인)	**96,610,308**			**발행주식 총수 = (8)+(12)**
(19) 발행주식 총수 추정 = RCPS 100% 전환 + 1.25조원 유상증자(20%할인)	**97,937,732**			**발행주식 총수 = (8)+(13)**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표46 한국조선해양 주주배정 유상증자(전환가액 도달 시)

한국조선해양 BPS 변화 시나리오(주,원,배,십억원)	총금액	비고
2019년 말 유상증자 전 연결 지배지분 자본총계	11,567	
2019년 말 유상증자 전 연결 지배지분 BPS	163,436	
(20) RCPS 0% 전환가정 연결지배지분 자본 총계	13,653	2019년만 자본총계 11.57조+보통주0.836조+주주배정1.25조
(21) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 전환가액 발행가 가정시 BPS 추정(=(20)/(14))	172,430	
(22) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 10% 할인 가정시 BPS 추정(=(20/(15))	170,337	
(23) RCPS 0% 전환 가정, 유상증자 20% 할인 가정시 BPS 추정(=(20)/(16))	167,792	
(24) RCPS 100% 전환가정 연결지배지분 자본 총계	**14,903**	**2019년만 자본총계 11.57조+산업은행2.08조+주주배정1.25조**
(25) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 전환가액 발행가 가정시 BPS 추정(=(24)/(17))	**155,975**	**전환가정 연결지배지분 자본총계/(13)**
(26) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 10% 할인 가정시 BPS 추정(=(24)/(18))	**154,261**	**전환가정 연결지배지분 자본총계/(14)**
(27) RCPS 100% 전환 가정, 유상증자 20% 할인 가정시 BPS 추정(=(24)/(19))	**152,170**	**전환가정 연결지배지분 자본총계/(15)**
(28) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(현재가 발행)	5.50	2019년말 유상증자 전 BPS와 (21) 비교
(29) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(10% 할인 발행)	4.22	2019년말 유상증자 전 BPS와 (22) 비교
(30) RCPS 0% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(20% 할인 발행)	2.67	2019년말 유상증자 전 BPS와 (23) 비교
전환가액 발행 시(21) PBR 추정(BPS=172,430원)		
전환가액 일 시(130,788원)	0.76	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(123,379원)	0.68	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(123,379원)	0.61	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
10% 할인 발행 시(22) PBR 추정(BPS=170,337원)		
전환가액 일 시(130,788원)	0.77	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(123,379원)	0.69	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(123,379원)	0.61	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
20% 할인 발행 시(23) PBR 추정(BPS=167,792원)		
전환가액 일 시(130,788원)	0.78	현주가(11)/희석BPS(21)
주가 10% 할인 시(123,379원)	0.70	10% 할인가액(12)/희석BPS(22)
주가 20% 할인 시(123,379원)	0.62	20% 할인가액(13)/희석BPS(23)
(23) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(전환가액 발행)	**-4.56**	**2019년말 유상증자 전 BPS와 (25) 비교**
(24) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(10% 할인 발행)	**-5.61**	**2019년말 유상증자 전 BPS와 (26) 비교**
(25) RCPS 100% 전환 시, BPS 희석 효과 추정(20% 할인 발행)	**-6.89**	**2019년말 유상증자 전 BPS와 (27) 비교**
전환가액 발행 시(25) PBR 추정(BPS=155,975원)		
전환가액 일 시(130,788원)	**0.84**	**현주가/희석BPS(25)**
주가 10% 할인 시(123,379원)	**0.75**	**10% 할인가액/희석BPS(26)**
주가 20% 할인 시(123,379원)	**0.67**	**20% 할인가액/희석BPS(27)**
10% 할인 발행 시(26) PBR 추정(BPS=154,261원)		
전환가액 일 시(130,788원)	**0.85**	**현주가/희석BPS(25)**
주가 10% 할인 시(123,379원)	**0.76**	**10% 할인가액/희석BPS(26)**
주가 20% 할인 시(123,379원)	**0.68**	**20% 할인가액/희석BPS(27)**
20% 할인 발행 시(27) PBR 추정(BPS=152,170원)		
전환가액 일 시(130,788원)	**0.86**	**현주가/희석BPS(25)**
주가 10% 할인 시(123,379원)	**0.77**	**10% 할인가액/희석BPS(26)**
주가 20% 할인 시(123,379원)	**0.69**	**20% 할인가액/희석BPS(27)**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

세 번째, 한국조선해양의 대우조선해양 제 3자 유상증자 단계(1.5조원, 발행가액 35,087원, 발행주식수 42,750,876주)이다. 한국조선해양은 산업은행과의 출자로 보유하게 된 대우조선해양 주식수(59,738,211주)와 대우조선해양 유상증자로 받는 주식수(42,750,876주)를 포함하여 총 주식수 102,489,088주를 보유하여 지분 68.346%를 보유하게 된다.

표47 대우조선해양 유상증자

대우조선해양 유상증자(주,원,배,십억원)	발행주식수	발행가액	총금액	비고
(A) 대우조선해양 유상증자 후 총 주식수	42,750,876	35,087	1,500	총금액(1.5조원)/발행가액(35,087원)
(B) 대우조선해양 유상증자 후 총 주식 수 및 시가총액(발행가액 기준)	149,956,629	35,087	5,262	시총 = 대우조선해양 유상증자 후 총주식수*발행가액 총 주식 수 = 유상증자(42,750,876)+기존 주식수(107,205,753주)
(C) 유상증자 후 한국조선해양 보유 대우조선해양 총 주식 수	102,489,088			산업은행보유(59,738,211주)+유상증자(42,750,877주)
(D) 유상증자 참여 후 한국조선해양 대우조선해양 지분율(=C/D)			68.35%	
(E) 유상증자 후 대우조선해양 자본 총계			2,922	2019년 대우조선해양 연결 자본(1.42조)+유상증자(1.5조)
(F) 5/8 종가 기준 대우조선해양 증자 후 시가총액 추정	149,956,629	17,250	2,587	
(G) 5/8 종가 기준 대우조선해양 증자 후 PBR 추정			0.89	증자후 시가총액/증자후 자본총계

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표48 한국조선해양 실적 Table

(단위:십억원,%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,275	3,923	3,643	4,348	3,945	3,783	3,891	4,065	15,183	15,684	16,109
YoY	*7.6%*	*25.6%*	*12.4%*	*17.2%*	*20.4%*	*-3.6%*	*6.8%*	*-6.5%*	*3.3%*	*3.3%*	*2.7%*
QoQ	*-11.7%*	*19.8%*	*-7.1%*	*19.4%*	*-9.3%*	*-4.1%*	*2.9%*	*4.5%*			
조선	2,775	3,346	3,080	3,363	3,390	3,268	3,361	3,495	12,564	13,514	14,001
YoY	*29.0%*	*43.6%*	*38.2%*	*15.0%*	*22.2%*	*-2.3%*	*9.1%*	*3.9%*		*7.6%*	*3.6%*
QoQ	*-5.1%*	*20.6%*	*-8.0%*	*9.2%*	*0.8%*	*-3.6%*	*2.8%*	*4.0%*			
해양	72	71	78	363	85	72	66	61	584	284	239
YoY	*-80.1%*	*-73.9%*	*-83.3%*	*81.5%*	*18.6%*	*1.1%*	*-14.5%*	*-83.3%*		*-51.4%*	*-16.0%*
QoQ	*-64.2%*	*-0.3%*	*8.7%*	*368.2%*	*-76.6%*	*-15.0%*	*-8.1%*	*-8.6%*			
플랜트	166	187	196	243	153	118	131	140	792	543	495
YoY	*-32.8%*	*-24.5%*	*-26.2%*	*16.4%*	*-7.9%*	*-36.9%*	*-33.0%*	*-42.2%*		*-31.5%*	*-8.8%*
QoQ	*-20.2%*	*12.6%*	*4.8%*	*23.6%*	*-36.9%*	*-22.8%*	*11.3%*	*6.7%*			
엔진기계	130	118	109	188	144	146	157	193	545	640	668
YoY	*26.4%*	*-9.6%*	*-0.5%*	*-18.8%*	*11.2%*	*23.3%*	*44.4%*	*2.4%*		*17.4%*	*4.5%*
QoQ	*-44.0%*	*-8.9%*	*-8.1%*	*73.0%*	*-23.3%*	*1.1%*	*7.6%*	*22.7%*			
기타	132	200	180	185	172	179	176	177	697	704	706
영업이익	35	55	30	170	122	68	67	79	290	335	367
YoY	흑전	흑전	4.8%	흑전	251.7%	22.7%	120.1%	-53.8%	흑전	15.4%	9.5%
QoQ	흑전	60.1%	-45.3%	460.7%	-28.4%	-44.2%	-1.9%	17.7%			
영업이익률	1.1	1.4	0.8	3.9	3.1	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0	2.6
지배주주순이익	2.8	188.2	-1.6	-25.3	135.5	29.1	37.0	45.0	164.1	245.9	284.6

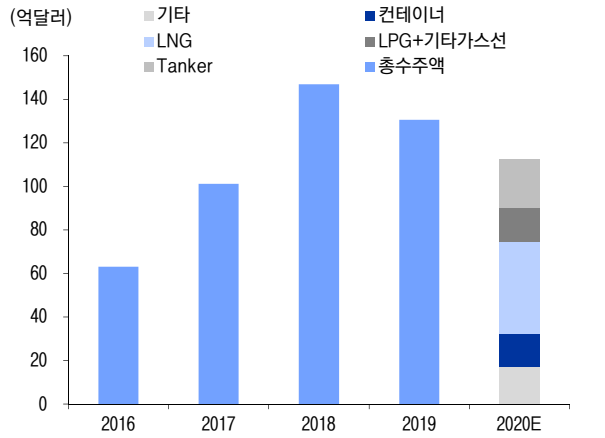
자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

표49 목표주가 산정테이블

목표주가산정		비고
Target PBR	0.64	2016년 발주 감소기 조선업종 평균PBR 0.64배 적용
2020E BPS	166,921	
적정주가	107,497	
목표주가	110,000	
현재주가(5/8)	81,700	
상승여력	34.6	

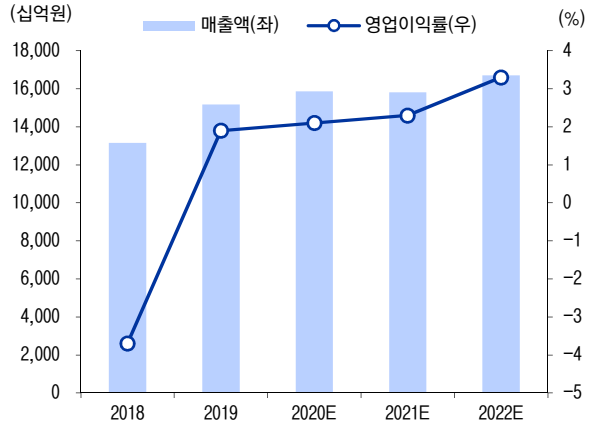
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 Base Case 일 시 상선부문 112 억달러 수주 전망



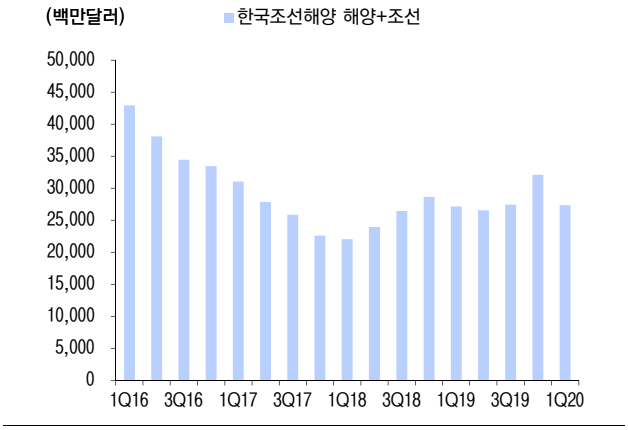
자료: Clarskon, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 한국조선해양 매출액, 영업이익률 추정



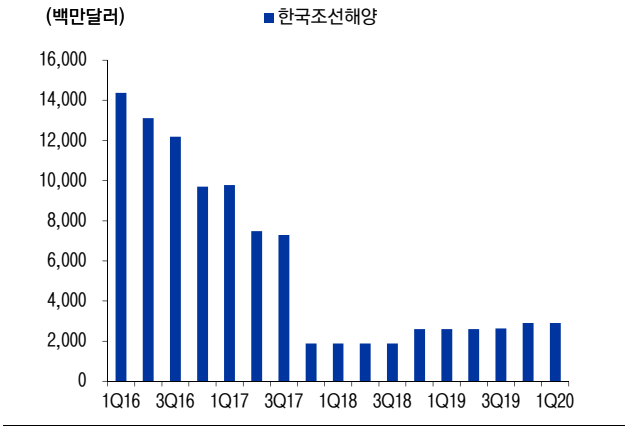
자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 한국조선해양 수주잔고 추이



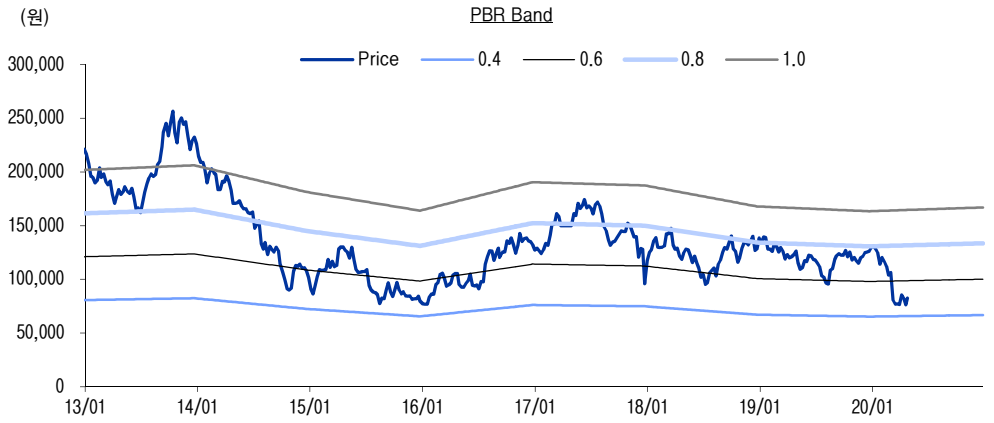
자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 한국조선해양 해양부문 수주잔고 추이



자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 한국조선해양 PBR Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한국조선해양 (009540)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,317	12,546	11,737	12,767	12,805
현금 및 현금성자산	3,042	2,225	3,407	2,864	2,484
매출채권 및 기타채권	1,455	1,414	1,137	1,428	1,467
재고자산	1,009	1,318	1,196	1,230	1,291
기타유동자산	6,811	7,589	5,998	7,245	7,563
비유동자산	12,413	12,509	12,546	12,454	12,569
관계기업투자등	511	548	548	548	548
유형자산	10,269	9,947	9,900	9,942	9,994
무형자산	89	115	122	109	97
자산총계	**24,730**	**25,055**	**24,283**	**25,221**	**25,374**
유동부채	9,410	8,942	8,050	8,682	8,441
매입채무 및 기타재무	1,714	1,939	1,717	1,559	1,636
단기금융부채	2,965	3,040	2,840	2,640	2,340
기타유동부채	4,731	3,963	3,493	4,483	4,465
비유동부채	2,209	3,187	3,184	3,206	3,229
장기금융부채	1,106	2,648	2,648	2,648	2,648
기타비유동부채	1,103	539	536	558	581
부채총계	**11,619**	**12,129**	**11,234**	**11,888**	**11,670**
지배주주지분	11,882	11,567	11,813	12,097	12,468
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,483	2,483	2,483	2,483
이익잉여금	16,044	16,181	16,426	16,711	17,082
비지배주주지분(연결)	1,229	1,359	1,236	1,236	1,236
자본총계	**13,111**	**12,926**	**13,049**	**13,333**	**13,704**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**13,161**	**15,183**	**15,684**	**16,109**	**16,521**
매출원가	12,763	14,191	14,627	15,001	15,266
매출총이익	**398**	**991**	**1,058**	**1,108**	**1,255**
판매비 및 관리비	879	701	723	741	760
영업이익	**-481**	**290**	**335**	**367**	**495**
(EBITDA)	-86	693	734	767	896
금융손익	-33	-16	-27	-82	-72
이자비용	139	166	187	180	173
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-339	-184	91	177	179
세전계속사업이익	**-854**	**90**	**399**	**462**	**602**
계속사업법인세비용	-209	-123	98	113	147
계속사업이익	-645	213	301	349	454
중단사업이익	191	0	0	0	0
당기순이익	**-454**	**213**	**301**	**349**	**454**
지배주주	-489	164	246	285	371
총포괄이익	**-911**	**220**	**301**	**349**	**454**
매출총이익률 (%)	3.0	6.5	6.7	6.9	7.6
영업이익률 (%)	-3.7	1.9	2.1	2.3	3.0
EBITDA 마진률 (%)	-0.7	4.6	4.7	4.8	5.4
당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.9	2.2	2.8
ROA (%)	-1.8	0.7	1.0	1.1	1.5
ROE (%)	-4.3	1.4	2.1	2.4	3.0
ROIC (%)	-2.7	1.6	1.9	2.1	2.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-542**	**-1,464**	**1,884**	**-200**	**499**
당기순이익(손실)	-454	213	301	349	454
비현금수익비용가감	210	439	2,483	358	340
유형자산감가상각비	375	390	385	387	389
무형자산상각비	20	13	14	13	12
기타현금수익비용	-43	-19	2,084	-42	-61
영업활동 자산부채변동	-255	-2,063	-901	-907	-295
매출채권 감소(증가)	240	-38	277	-291	-39
재고자산 감소(증가)	-199	-305	123	-35	-61
매입채무 증가(감소)	-126	229	-222	-158	77
기타자산, 부채변동	-169	-1,949	-1,078	-423	-272
투자활동 현금	**70**	**-330**	**-503**	**-143**	**-578**
유형자산처분(취득)	-162	-339	-339	-429	-440
무형자산 감소(증가)	-4	-16	-20	0	0
투자자산 감소(증가)	-730	-209	-67	165	-63
기타투자활동	966	234	-77	122	-75
재무활동 현금	**263**	**973**	**-200**	**-200**	**-300**
차입금의 증가(감소)	-1,270	1,383	-200	-200	-300
자본의 증가(감소)	1,557	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-25	-410	0	0	0
현금의 증가	**-198**	**-817**	**1,181**	**-543**	**-380**
기초현금	3,240	3,042	2,225	3,407	2,864
기말현금	3,042	2,225	3,407	2,864	2,484

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-18.0	49.6	23.5	20.3	15.6
P/B	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	-101.5	14.4	8.4	8.7	7.5
P/CF	n/a	12.5	2.1	8.2	7.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-14.9	15.4	3.3	2.7	2.6
영업이익	적전	흑전	15.4	9.5	35.1
세전이익	적지	흑전	343.7	15.7	30.3
당기순이익	적전	흑전	41.4	15.7	30.3
EPS	적전	흑전	49.9	15.7	30.3
안정성 (%)					
부채비율	88.6	93.8	86.1	89.2	85.2
유동비율	130.9	140.3	145.8	147.1	151.7
순차입금/자기자본(x)	-2.5	14.1	2.8	6.6	6.5
영업이익/금융비용(x)	-3.5	1.8	1.8	2.0	2.9
총차입금 (십억원)	4,071	5,688	5,488	5,288	4,988
순차입금 (십억원)	-325	1,819	371	879	896
주당지표(원)					
EPS	-7,151	2,318	3,475	4,022	5,240
BPS	167,892	163,436	166,911	170,933	176,173
CFPS	n/a	9,221	39,347	9,982	11,218
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한국조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

2020. 05. 11 | 조선

Analyst 박경근
02. 3779 8808
pkk1306@ebestsec.co.kr

현재까지 상황은 괜찮다

BUY (Initiate)

목표주가 38,000 원
현재주가 31,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
O		

수주목표 36.5억달러 중 24.9억달러 달성 전망

당사의 Base Case 기준 동사의 2020년 수주 금액은 24.9억달러로 올해 수주목표 36.5억달러의 약 68% 달성 가능할 것으로 전망된다. 동사는 1분기까지 PC선 14척, 약 5.5억달러의 수주 실적을 기록하며 수주 목표의 15%를 달성했다. 이는 전년동기대비 25.8% 증가한 것으로, 올해 국내 조선소 중 유일하게 수주 실적이 감소하지 않은 조선소이다. 1분기 수주는 IMO2020 시행으로 인한 LSFO 수요증가 효과 수혜로, 향후 저유가 기조 유지될 시 LSFO 수요확대가 예상된다는 점에서 PC선 발주 모멘텀은 유효한 상황이다.

PC선모멘텀 외에 LPG선 및 LNGBV 모멘텀도 존재한다. 1)현 LPG선 수주잔고/선복량 비율이 10% 수준으로 역사적 저점 구간이라는 점, 2)LPG선 중고선가/신조선가 비율이 95%로 매우 높다는 점, 3)아직 LPG수요가 견조하다는 점 등 LPG선 지표는 우호적인 상황이다.

또한 2019년 말 LNGBV 2척 수주 및 올 1월 Probunker와 LNGBV 2척에 대한 LOI를 체결하는 등, LNGBV 시장의 경쟁력을 입증했다. 저유가 기조로 LNG D/F가 다소 이연될 것으로 전망되나, 결국 LNG추진의 시대가 도래하는 것은 확실하기에 향후 LNG모멘텀 수혜도 기대되는 상황이다.

다만 짧은 수주 잔고 감안 여지 필요

다만 4월 기준 동사의 매출기준 수주잔고는 약 31.7억달러로, 2019년 매출기준 1.2년에 불과한 짧은 수주잔고를 보유하고 있다는 점을 감안할 필요가 있다. 동사의 주력 건조선종 특성상 건조공기가 짧다는 점에서 발생하는 문제로, 코로나19 장기화로 모멘텀들이 수주까지 이어지지 않을 시 동사의 4분기 매출에 소폭 영향을 끼칠 가능성도 존재한다.

목표주가 38,000원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시

현대미포조선에 대해 목표주가 38,000원, 투자의견 매수로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2020E BPS 59,761원에 Target Multiple 0.64배 적용하여 산정하였다. Target Multiple은 발주 감소시점이던 2016년 조선업종 평균 PBR 0.64배를 적용하였다.

Stock Data

KOSPI(5/8)		1,945.82 pt
시가총액		12,402 억원
발행주식수		39,942 천주
52 주 최고가 / 최저가		55,400 / 20,500 원
90 일 일평균거래대금		81.21 억원
외국인 지분율		11.3%
배당수익률(20.12E)		1.1%
BPS(20.12E)		59,761 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-2.2%
	6 개월	-19.0%
	12 개월	-32.9%
주주구성	한국조선해양	42.9%
	국민연금공단	12.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,403	71	118	121	2,131	-80.5	118	28.2	17.5	1.0	3.8
2019	2,994	93	86	61	1,333	-37.4	146	30.2	9.9	0.7	2.3
2020E	3,201	129	111	84	2,089	56.7	183	14.9	4.3	0.5	3.5
2021E	3,094	104	84	63	1,566	-25.0	158	19.8	5.1	0.5	2.6
2022E	3,213	134	108	81	2,013	28.5	189	15.4	4.0	0.5	3.3

자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표50 현대미포조선 실적 Table

(십억원,%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**705.0**	**831.6**	**844.1**	**726.2**	**777.3**	**835.0**	**790.9**	**797.8**	**2993.8**	**3201.0**	**3093.5**
QoQ	*49%*	*18%*	*2%*	*-14%*	*7%*	*7%*	*-5%*	*1%*			
YoY	*29%*	*52%*	*146%*	*54%*	*10%*	*0%*	*-6%*	*10%*	*24.6%*	*3.0%*	*-3.4%*
매출원가	656.9	778.7	685.0	682.5	718.2	772.9	732.0	743.9	2803.1	2967.1	3008.7
QoQ	*-5%*	*19%*	*-12%*	*0%*	*5%*	*8%*	*-5%*	*2%*			
YoY	*32.0%*	*53.6%*	*28.3%*	*-1.5%*	*9.3%*	*-0.7%*	*6.9%*	*9.0%*	*25.6%*	*5.8%*	*-2.7%*
매출원가율	93.2%	93.6%	81.2%	94.0%	92.4%	92.6%	92.6%	93.2%	93.6%	92.7%	93.4%
매출총이익	48.1	52.9	46.3	43.7	59.1	62.1	58.8	53.9	191.0	233.9	205.2
매출총이익률	6.8%	6.4%	5.5%	6.0%	7.6%	7.4%	7.4%	6.8%	6.4%	7.3%	6.6%
판관비	22.0	21.0	22.6	32.8	25.5	27.2	25.9	26.1	98.3	104.8	101.6
판관비율	3.1%	2.5%	2.7%	4.5%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%
영업이익	**26.2**	**31.9**	**23.7**	**10.8**	**33.6**	**34.9**	**32.9**	**27.7**	**92.6**	**129.1**	**103.6**
영업이익률	3.7%	3.8%	2.8%	1.5%	4.3%	4.2%	4.2%	3.5%	3.0%	4.0%	3.3%
지배주주순이익	19.6	17.5	23.6	-7.4	41.0	18.9	10.0	13.5	53.3	83.4	62.6

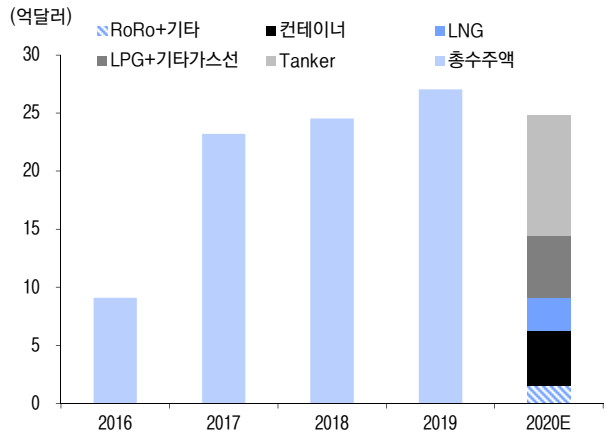
자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터

표51 현대미포조선 목표주가 산출

항목	산출과정	비고
Target PBR(배)	0.64	2016년 발주 감소기 조선업종 평균PBR 0.64배 적용
2020E BPS(원)	59,761	
적정주가(원)	38,247	
목표주가(원)	**38,000**	
현재주가(원, 5/8 기준)	31,050	
상승여력(%)	22.4	

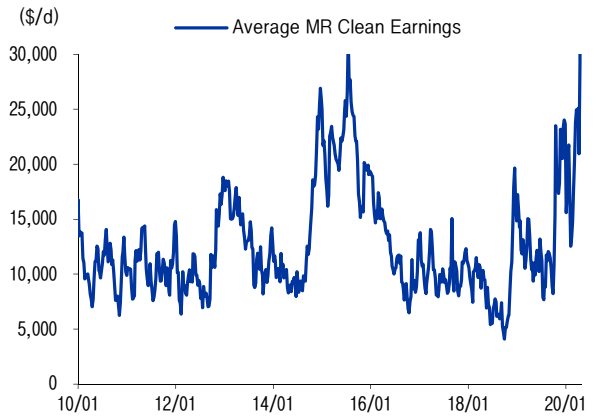
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 Base Case 기준 2020 수주금액 – 24.9 억$



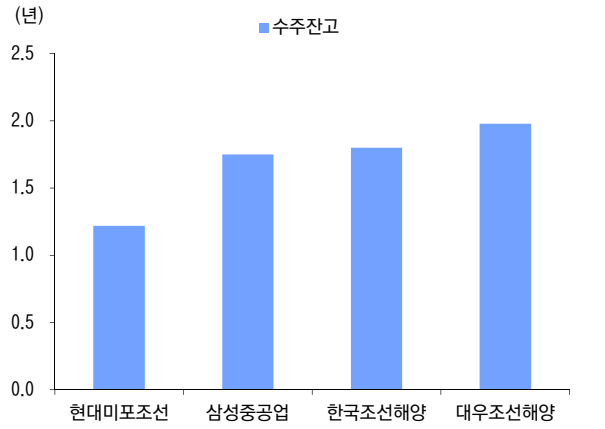
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 PC 선 운임 추이



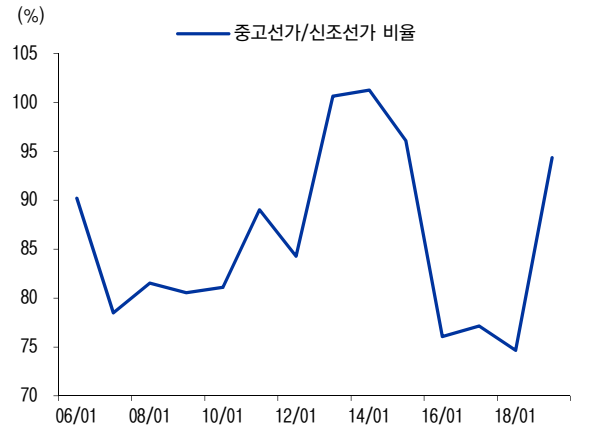
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 현대미포조선 매출기준 수주년수 – 1.2 년



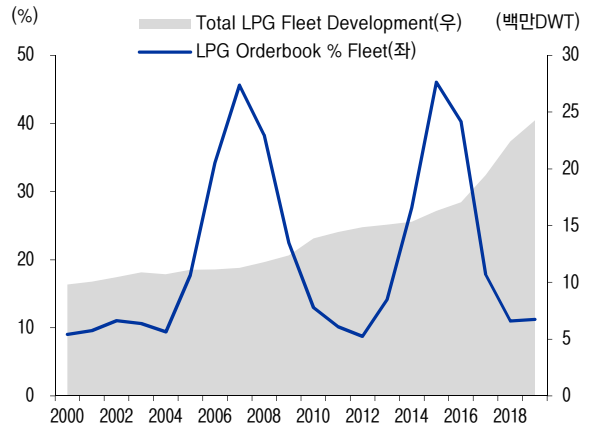
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 LPG 선 중고선가/신조선가 비율



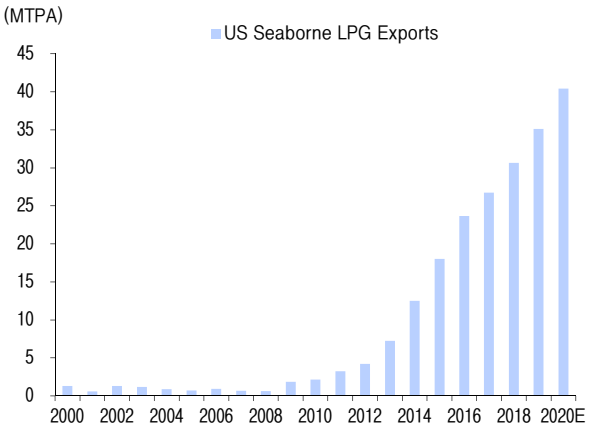
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 LPG 선 선복량/수주잔고 추이



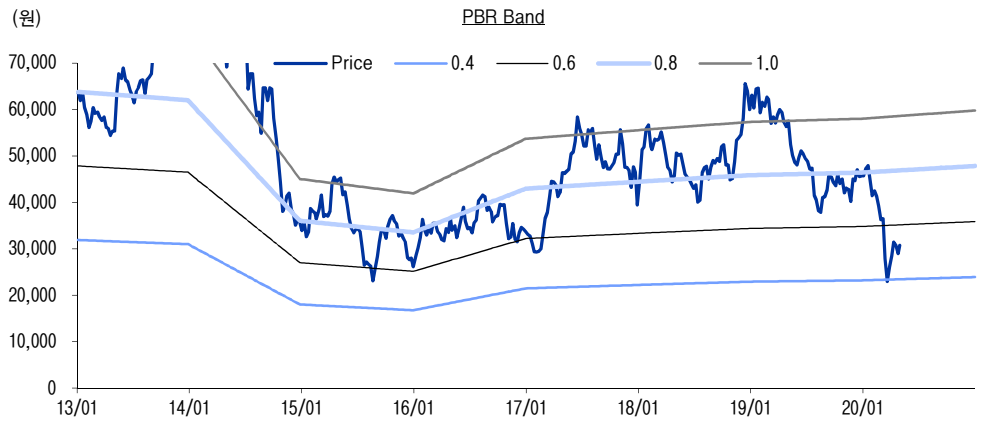
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림133 미국 LPG 수출량 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 현대미포조선 PBR Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,801	1,745	1,816	1,901	2,114
현금 및 현금성자산	280	200	533	583	696
매출채권 및 기타채권	65	108	100	123	148
재고자산	160	166	157	133	169
기타유동자산	1,296	1,271	1,025	1,062	1,100
비유동자산	1,662	1,636	1,656	1,668	1,682
관계기업투자등	16	11	12	12	13
유형자산	1,519	1,529	1,545	1,552	1,562
무형자산	3	3	2	2	2
자산총계	**3,464**	**3,381**	**3,472**	**3,568**	**3,795**
유동부채	1,076	1,002	1,022	1,069	1,229
매입채무 및 기타재무	269	313	262	221	282
단기금융부채	302	265	310	380	460
기타유동부채	505	424	450	468	487
비유동부채	70	25	26	27	28
장기금융부채	5	3	3	3	3
기타비유동부채	65	22	23	24	25
부채총계	**1,147**	**1,027**	**1,048**	**1,096**	**1,257**
지배주주지분	2,290	2,318	2,387	2,436	2,502
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,817	1,844	1,913	1,962	2,028
비지배주주지분(연결)	28	36	36	36	36
자본총계	**2,317**	**2,354**	**2,423**	**2,472**	**2,538**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,403**	**2,994**	**3,201**	**3,094**	**3,213**
매출원가	2,232	2,803	2,967	2,888	2,973
매출총이익	**172**	**191**	**234**	**205**	**240**
판매비 및 관리비	101	98	105	102	105
영업이익	**71**	**93**	**129**	**104**	**134**
(EBITDA)	118	146	183	158	189
금융손익	-1	12	8	10	4
이자비용	17	10	7	9	11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	48	-19	-27	-30	-30
세전계속사업이익	**118**	**86**	**111**	**84**	**108**
계속사업법인세비용	30	24	26	21	26
계속사업이익	88	61	84	63	81
중단사업이익	33	0	0	0	0
당기순이익	**121**	**61**	**84**	**63**	**81**
지배주주	85	53	83	63	80
총포괄이익	**-4**	**62**	**84**	**63**	**81**
매출총이익률 (%)	7.1	6.4	7.3	6.6	7.5
영업이익률 (%)	3.0	3.1	4.0	3.3	4.2
EBITDA 마진률 (%)	4.9	4.9	5.7	5.1	5.9
당기순이익률 (%)	5.0	2.0	2.6	2.0	2.5
ROA (%)	1.4	1.6	2.4	1.8	2.2
ROE (%)	3.8	2.3	3.5	2.6	3.3
ROIC (%)	2.7	3.2	4.8	3.9	5.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-150**	**-72**	**381**	**65**	**121**
당기순이익(손실)	121	61	84	63	81
비현금수익비용가감	22	82	632	55	55
유형자산감가상각비	46	53	54	54	54
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-2	0	578	0	0
영업활동 자산부채변동	-290	-215	-335	-53	-15
매출채권 감소(증가)	158	-35	8	-23	-25
재고자산 감소(증가)	-62	-4	9	25	-36
매입채무 증가(감소)	-20	17	-50	-41	61
기타자산, 부채변동	-365	-193	-302	-14	-14
투자활동 현금	**65**	**77**	**-79**	**-71**	**-74**
유형자산처분(취득)	-476	-73	-70	-62	-64
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-257	143	-5	-5	-5
기타투자활동	798	7	-4	-4	-4
재무활동 현금	**-205**	**-85**	**31**	**56**	**66**
차입금의 증가(감소)	-205	-57	45	70	80
자본의 증가(감소)	0	-28	-14	-14	-14
배당금의 지급	0	28	14	14	14
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-282**	**-81**	**334**	**50**	**113**
기초현금	562	280	200	533	583
기말현금	280	200	533	583	696

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	28.2	30.2	14.9	19.8	15.4
P/B	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	17.5	9.9	4.3	5.0	4.0
P/CF	16.8	11.2	1.7	10.5	9.1
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	-2.1	24.6	6.9	-3.4	3.9
영업이익	-34.3	30.6	39.4	-19.8	29.8
세전이익	-84.0	-27.2	29.3	-24.3	28.5
당기순이익	-72.9	-49.3	37.8	-25.0	28.5
EPS	-80.5	-37.4	56.7	-25.0	28.5
안정성 (%)					
부채비율	49.5	43.6	43.3	44.3	49.5
유동비율	167.4	174.2	177.6	177.7	172.0
순차입금/자기자본(x)	-14.8	-6.9	-18.8	-17.8	-18.8
영업이익/금융비용(x)	4.2	9.6	17.5	11.6	12.3
총차입금 (십억원)	307	268	313	383	463
순차입금 (십억원)	-342	-162	-455	-440	-478
주당지표(원)					
EPS	2,131	1,333	2,089	1,566	2,013
BPS	57,322	58,022	59,761	60,977	62,640
CFPS	3,578	3,592	17,938	2,952	3,405
DPS	700	350	350	350	350

자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

2020. 05. 11 | 조선

Analyst 박경근
02. 3779 8808
pkk1306@ebestsec.co.kr

저유가 리스크 〉 수주 모멘텀

Hold(Initiate)

목표주가 4,700 원
현재주가 4,260 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

상선 부문은 좋다 – 2020년 수주 51억달러 전망

동사는 2019년 수주목표 78억달러 중 71억달러를 달성하며 빅3 중 가장 높은 수주 달성율 91%를 기록하며 상선부문 경쟁력을 입증했다. 2020년 동사 Base Case 기준으로 2020년 약 51억달러 수주 가능할 것으로 전망됨에 따라, 수주목표 84억달러의 61%를 달성 가능할 것으로 전망한다. 해양부문(25억달러)을 제외한 상선부문(59억달러)만으로는 약 87%까지 달성 가능할 것으로 예상된다. 이는 빅 3중 동사가 가장 확실한 LNG 모멘텀을 보유하고 있는 점에 기인한다.

동사는 2019년 러시아 Zvezda 조선소의 기술협력사로 선정되며 향후 Novatek의 러시아 Arctic LNG2 프로젝트 LNG선 10척의 수주가 유력한 상황이다. 쇄빙 LNG선의 선가는 척당 $300m 수준으로 수주 성공 시, 상선부문은 완벽한 턴어라운드가 가능하다. 또한 Total과 모잠비크 LNG선 8척에 대한 LOI 체결한 상황이며, 하반기 중으로 카타르의 LNG선 슬롯예약까지 확보 가능할 것으로 예상되기에, 확실한 LNG모멘텀을 보유하고 있다 판단한다.

그러나 해양플랜트, 드릴십 리스크 감안 필요

2019년 국내 조선소 중 유일하게 FPSO를 수주하며 해양플랜트 기술력을 입증하며 '삼성중공업=해양플랜트' 공식을 다시 한번 확인했다. 그러나, 현 저유가 상황에서는 해당 공식은 오히려 리스크로 부각되고 있다. 이는 1)2019년 기준 동사의 해양부문 매출액이 약 40%로 매우 높다는 점, 2)재고자산으로 보유중인 드릴십 잔고 5척으로 인해 재고자산 재평가 리스크가 존재한다는 점에 기인한다. 1분기 실적 역시 재고자산으로 보유중인 드릴십으로 인해 실적 변동 리스크가 확대되며, 저유가 리스크에서 자유롭지 못한 모습을 보였다.

목표주가 4,700원, 투자의견 중립으로 신규 커버리지 개시

삼성중공업에 대해 목표주가 4,700원 투자의견 중립으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020E BPS 8,159원에 Target Multiple 0.58배를 적용해 산출했다. Target Multiple은 발주 감소기이던 2016년 조선업종 평균PBR 0.64배에 해양플랜트 매출구조가 높다는 점과 보유중인 드릴십 리스크를 감안하여 10%할인하여 산정하였다.

Stock Data

KOSPI(5/8)		1,945.82 pt
시가총액		26,838 억원
발행주식수		630,000 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,430 / 3,115 원
90 일 일평균거래대금		280.35 억원
외국인 지분율		15.7%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		8,159 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-6.2%
	6 개월	-32.4%
	12 개월	-38.1%
주주구성	삼성전자(외 10 인)	21.9%
	국민연금공단	9.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	5,265	-409	-498	-388	-650	적지	-114	-11.4	-55.4	0.7	-6.2
2019	7,350	-617	-1,139	-1,315	-2,170	적지	-300	-3.2	-26.6	0.8	-21.9
2020E	7,820	-70	-323	-300	-496	적지	196	-8.6	26.2	0.5	-5.8
2021E	8,631	192	192	155	255	흑전	440	16.7	11.4	0.5	3.0
2022E	8,373	204	208	167	275	7.7	441	15.5	11.0	0.5	3.1

자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표52 삼성중공업 실적추정 테이블

(단위:십억원,%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**1,457.5**	**1,770.4**	**1,964.6**	**2,157.2**	**1,826.6**	**1,895.9**	**1,961.3**	**2,135.8**	**7,349.7**	**7,819.5**	**8,630.7**
QoQ	*6.9*	*21.5*	*11.0*	*9.8*	*-15.3*	*3.8*	*3.4*	*8.9*			
YoY	*17.5*	*31.5*	*49.5*	*58.2*	*25.3*	*7.1*	*-0.2*	*-1.0*	*39.6*	*6.4*	*10.4*
영업이익	**-33.3**	**-56.3**	**-312.0**	**-215.0**	**-47.8**	**-19.8**	**-3.0**	**1.1**	**-616.6**	**-69.5**	**191.8**
QoQ	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*			
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*흑전*
OP Margin(%)	-2.3	-3.2	-15.9	-10.0	-2.6	-1.0	-0.2	0.1	-8.4	-0.9	2.2
지배주주순이익	-98.7	-313.7	-580.2	-318.2	-224.8	-37.0	-22.4	-13.7	-1,310.8	-297.9	154.1
순이익률	-6.8	-17.7	-29.5	-14.8	-12.3	-2.0	-1.1	-0.6	적지	적지	흑전

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표53 삼성중공업 목표주가 산정

항목	산출과정	비고
Target PBR(배)	0.58	발주 감소기이던 2016년 조선업종 평균PBR 0.64배에 해양플랜트, 드릴십 리스크 감안 10% 할인
2020E BPS(원)	8,159	
적정주가(원)	4,700	
목표주가(원)	**4,700**	
현재주가(원)	4,260	
상승여력(%)	10.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표54 재고자산 드릴십 현황(단위: 억불)

구분	척수	계약가	기 수취 선수금	장부가치('19년 말)	비고
PDC	1	5.2	1.8(35%)	3	당사 선수금 반환 중재 승소
Seadrill	2	10.4	3.1(30%)	6	
OCR	2	14.3	5.2(36%)	6.9	
계	**5**	**29.9**	**10.1(34%)**	**15.9**	

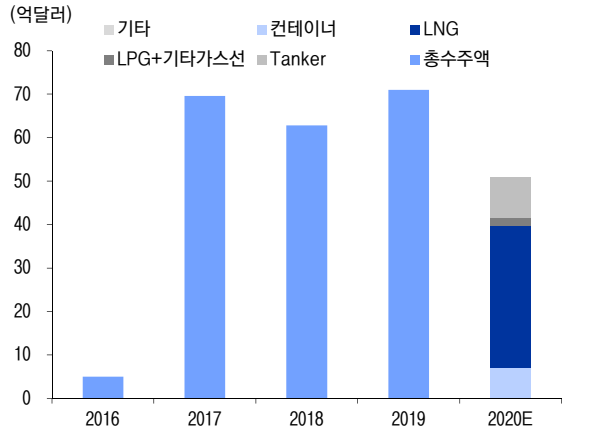
자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표55 드릴십 관련 진행중인 중재상황

구분	중재 Risk	판결	충당금 설정	비고
PDC	기수취 선수금(1.8억불), 이자 등 반환 요구	당사 승소(20.1월)	중재 패소 확률 50% 전제 충당 설정	PDC 항소절차 신청
Stena	기수취 선수금(2.2억불)	진행 중	중재 패소 확률 50% 전제 충당 설정	

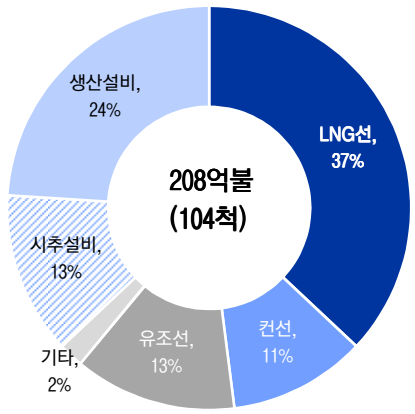
자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 Base Case 시 약 51 억불 수주 전망



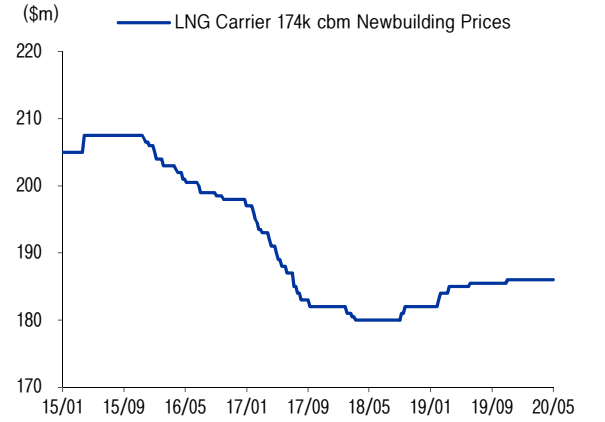
자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 삼성중공업 수주잔고 현황(2020.03)



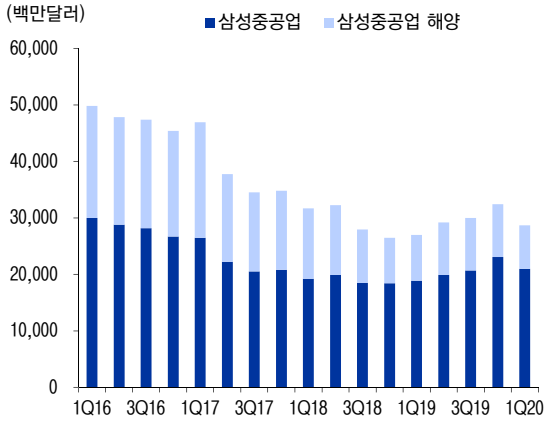
자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 LNGC 신조선가 추이



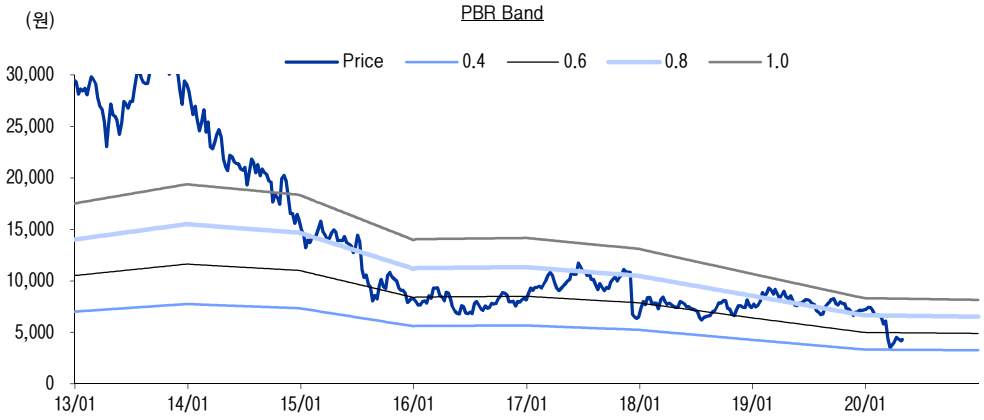
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 삼성중공업 수주잔고 추이



자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 삼성중공업 PBR Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성중공업(010140)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,405	4,448	5,388	5,764	5,781
현금 및 현금성자산	946	384	1,193	1,123	1,118
매출채권 및 기타채권	575	279	585	732	735
재고자산	1,482	2,340	2,107	2,344	2,300
기타유동자산	4,403	1,445	1,503	1,564	1,628
비유동자산	6,877	6,671	6,544	6,447	6,358
관계기업투자등	20	19	19	20	21
유형자산	5,882	5,727	5,588	5,464	5,342
무형자산	59	46	22	11	5
자산총계	**14,283**	**11,118**	**11,932**	**12,210**	**12,140**
유동부채	6,267	5,526	5,624	5,763	5,539
매입채무 및 기타재무	716	727	1,053	1,318	1,200
단기금융부채	2,440	3,788	3,518	3,349	3,199
기타유동부채	3,111	1,012	1,053	1,096	1,140
비유동부채	1,269	1,262	1,163	1,148	1,136
장기금융부채	771	1,037	1,037	1,037	1,037
기타비유동부채	498	225	125	111	98
부채총계	**7,537**	**6,789**	**6,787**	**6,911**	**6,675**
지배주주지분	6,738	5,245	5,141	5,295	5,461
자본금	3,151	3,151	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797
이익잉여금	2,800	1,502	1,203	1,357	1,523
비지배주주지분(연결)	8	4	4	4	4
자본총계	**6,746**	**5,249**	**5,145**	**5,299**	**5,465**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**5,265**	**7,350**	**7,820**	**8,631**	**8,373**
매출원가	5,269	7,288	7,443	7,984	7,728
매출총이익	**-4**	**61**	**376**	**647**	**645**
판매비 및 관리비	405	678	446	455	442
영업이익	**-409**	**-617**	**-70**	**192**	**204**
(EBITDA)	-114	-300	196	440	441
금융손익	-85	-23	-116	-110	-103
이자비용	123	123	137	132	126
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-500	-137	110	107
세전계속사업이익	**-498**	**-1,139**	**-323**	**192**	**208**
계속사업법인세비용	-109	176	-23	37	40
계속사업이익	-388	-1,315	-300	155	167
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-388**	**-1,315**	**-300**	**155**	**167**
지배주주	-388	-1,311	-299	154	166
총포괄이익	**-413**	**-1,315**	**-300**	**155**	**167**
매출총이익률 (%)	-0.1	0.8	4.8	7.5	7.7
영업이익률 (%)	-7.8	-8.4	-0.9	2.2	2.4
EBITDA 마진률 (%)	-2.2	-4.1	2.5	5.1	5.3
당기순이익률 (%)	-7.4	-17.9	-3.8	1.8	2.0
ROA (%)	-2.8	-10.3	-2.6	1.3	1.4
ROE (%)	-6.2	-21.9	-5.8	3.0	3.1
ROIC (%)	-3.4	-5.5	-0.7	2.0	2.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**157**	**-699**	**1,253**	**287**	**332**
당기순이익(손실)	-498	-1,139	-300	155	167
비현금수익비용가감	501	1,035	1,282	233	223
유형자산감가상각비	256	298	242	237	232
무형자산상각비	39	19	24	12	6
기타현금수익비용	3	718	1,016	-15	-14
영업활동 자산부채변동	281	-480	272	-101	-58
매출채권 감소(증가)	-117	305	-306	-147	-3
재고자산 감소(증가)	-54	-124	233	-237	44
매입채무 증가(감소)	-94	475	327	265	-118
기타자산, 부채변동	547	-1,136	18	18	19
투자활동 현금	**374**	**-120**	**-174**	**-188**	**-187**
유형자산처분(취득)	3	-75	-103	-113	-110
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	360	-47	-36	-37	-39
기타투자활동	10	1	-36	-37	-39
재무활동 현금	**54**	**386**	**-270**	**-169**	**-150**
차입금의 증가(감소)	-1,338	386	-270	-169	-150
자본의 증가(감소)	1,392	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**592**	**-562**	**809**	**-70**	**-5**
기초현금	354	946	384	1,193	1,123
기말현금	946	384	1,193	1,123	1,118

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-11.4	-3.2	-8.6	16.7	15.5
P/B	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	-55.4	-26.6	26.2	11.4	11.0
P/CF	1,145.0	n/a	2.7	6.9	6.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-33.4	39.6	6.4	10.4	-3.0
영업이익	적지	적지	적지	흑전	6.1
세전이익	적지	적지	적지	흑전	8.2
당기순이익	적지	적지	적지	흑전	8.2
EPS	적지	적지	적지	흑전	7.7
안정성 (%)					
부채비율	111.7	129.3	131.9	130.4	122.1
유동비율	118.2	80.5	95.8	100.0	104.4
순차입금/자기자본(x)	24.6	68.1	47.9	43.9	39.2
영업이익/금융비용(x)	-3.3	-5.0	-0.5	1.5	1.6
총차입금 (십억원)	3,211	4,826	4,556	4,387	4,237
순차입금 (십억원)	1,661	3,576	2,462	2,327	2,143
주당지표(원)					
EPS	-650	-2,170	-496	255	275
BPS	10,694	8,324	8,159	8,403	8,667
CFPS	6	n/a	1,557	615	620
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 삼성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

대우조선해양 (042660)

2020. 05. 11 | 조선

Analyst **박경근**
02-3779-8808
pkk1306@ebestsec.co.kr

아직 불확실하다

Hold (Initiate)

목표주가 19,000 원
현재주가 17,250 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

2020년 약 49억달러 수주 전망

동사의 1Q20 매출액은 1조 8,208억원(YoY -12.1%), 영업이익은 556억원(YoY -72.1%)로 컨센서스 영업이익 563억원에 부합할 것으로 전망된다. 매출액 감소는 2017년 부진했던 상선 수주로 인한 상선건조물량 감소에 기인한다. 영업이익의 감소폭이 큰 것은 과거 수주했던 고마진 쇄빙LNG선이 2019년을 끝으로 전량 인도되었기 때문이다. 한편 2020년 매출액은 약 8조원 수준을 저점으로, 2018년부터 증가한 상선 수주 영향으로 증가세를 기록할 것으로 보인다.

2020년 동사의 수주금액은 Base Case 기준 약 49억 달러로, 2020년 수주목표 72.1억$의 약 68% 달성 가능할 것으로 전망한다. 동사의 수주 금액이 빅 3 중 가장 적을 것으로 전망하는 것은 경쟁업체와 달리 확정적인 LNG선 수주 계약을 보유하지 않아, 아직 LNG 모멘텀이 불확실 하기 때문이다.

하반기 기대 포인트

그러나 하빈기 기대해 볼만한 포인트가 존재한다. 이는 1)카타르 LNG선 슬롯예약, 2)저유가기조 지속으로 인한 VLCC 발주량 증가다. 특히 과거 2014년 말 유가 급락기에 VLCC 운임이 상승하며 VLCC 발주량이 증가했었던 점 감안 시, 하반기에 동사가 강점을 갖고 있는 VLCC 수주를 기대해 볼만하다.

그러나 불확실한 2020년 – 피인수 리스크 및 실적 변동 리스크 존재

기존 7/9일 EU의 심사 예정이었던 한국조선해양과의 합병 이슈가 코로나19로 인해 심사일정이 일시 중단되며 피인수 리스크가 장기화 되고 있다. 또한 동사가 재고자산으로 보유중인 드릴십 4척으로 인해, 향후 유가 변동성에 따라 실적 변동성이 확대될 가능성이 존재하는 상황으로 2020년은 코로나19와 저유가로부터 자유롭지 못할 것으로 예상된다.

목표주가 19,000원 및 투자의견 중립으로 커버리지 개시

동사에 대해 목표주가 19,000원 및 투자의견 중립으로 커버리지 개시한다. 목표주가산정은 2020E BPS 36,757원에 Target Multiple 0.51배를 적용하여 산정하였다. Target Multiple은 조선업종 발주 감소기이던 2016년 조선업종 평균 PBR인 0.64배에 저유가로 인한 드릴십리스크 및 피인수 리스크를 감안하여 20% 할인한 수치를 적용하였다.

Stock Data

KOSPI(5/8)		1,945.82 pt
시가총액		18,493 억원
발행주식수		107,206 천주
52 주 최고가 / 최저가		33,000 / 11,200 원
90 일 일평균거래대금		57.06 억원
외국인 지분율		10.8%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		36,757 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	6.6%
	6 개월	-32.1%
	12 개월	-29.1%
주주구성	한국산업은행	67.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	9,644	1,025	368	320	3,221	-27.9	1,160	10.6	5.6	1.0	9.5
2019	8,359	293	-49	-46	-434	적전	457	-60.6	7.5	0.8	-1.2
2020E	8,055	262	200	186	1,731	흑전	425	10.0	5.7	0.5	4.8
2021E	8,237	265	234	227	2,115	22.2	428	8.2	5.1	0.4	5.6
2022E	8,323	336	352	342	3,189	50.8	499	5.4	3.9	0.4	7.9

자료:대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표56 대우조선해양 실적 추정 Table

(단위:십억원,%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**2072.1**	**2150.4**	**1947.5**	**2188.6**	**1820.8**	**1926.9**	**2031.1**	**2275.8**	**8358.7**	**8054.5**	**8236.7**
QoQ	*-27.7*	*3.8*	*-9.4*	*12.4*	*-16.8*	*5.8*	*5.4*	*12.1*			
YoY	*-8.2*	*-7.5*	*-11.4*	*-23.6*	*-12.1*	*-10.4*	*4.3*	*4.0*	*-13.3*	*-3.6*	*2.3*
매출원가	1810.2	1975.1	2144.2	1960.3	1690.7	1788.6	1881.9	2128.5	7889.8	7489.7	7656.6
QoQ	*-35.6*	*9.1*	*8.6*	*-8.6*	*-13.8*	*5.8*	*5.2*	*13.1*			
YoY	*-9.4*	*-3.4*	*5.2*	*-30.3*	*-6.6*	*-9.4*	*-12.2*	*8.6*	*-5.1*	*2.2*	*0.0*
매출원가율	87.4	91.8	110.1	89.6	92.9	92.8	92.7	93.5	94.4	93.0	93.0
매출총이익	261.9	175.4	-196.7	228.3	130.1	138.3	149.1	147.3	469.0	564.9	580.1
매출총이익률	12.6	8.2	-10.1	10.4	7.1	7.2	7.3	6.5	5.6	7.0	7.0
판관비	62.3	-19.5	59.6	73.8	74.5	75.2	76.0	76.8	176.2	302.5	314.8
판관비율	3.0	-0.9	3.1	3.4	4.1	3.9	3.7	3.4	2.1	3.8	3.8
영업이익	**199.6**	**194.8**	**-256.3**	**154.6**	**55.6**	**63.0**	**73.1**	**70.6**	**292.8**	**262.4**	**265.3**
QoQ	*-37.6*	*-2.4*	*적전*	*흑전*	*-64.0*	*13.4*	*16.0*	*-3.5*			
YoY	*-33.2*	*-15.1*	*적전*	*-51.6*	*-72.1*	*-67.6*	*흑전*	*-54.3*	*흑전*	*-10.4*	*1.1*
OP Margin(%)	9.6	9.1	-13.2	7.1	3.1	3.3	3.6	3.1	3.1	3.3	3.2
지배주주순이익	195.2	145.3	-296.4	-90.6	39.0	44.9	48.6	53.0	-46.5	185.5	226.7
순이익률	9.4	6.8	-15.2	-4.1	2.1	2.3	2.4	2.3	-0.6	2.3	2.8

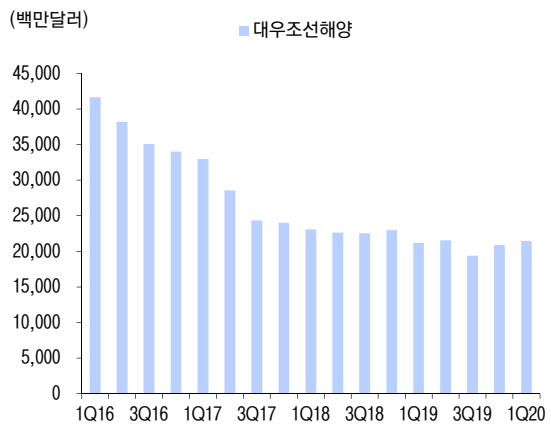
자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권

표57 대우조선해양 목표주가 산정

항목	산출과정	비고
Target PBR(배)	0.51	2016년 발주 감소기 조선업종평균 PBR 0.64배에 드릴십 리스크 및 피인수 리스크감안 20% 할인
2020E BPS(원)	36,757	
적정주가(원)	18,820	
목표주가(원)	**19,000**	
현재주가(05/08, 원)	17,250	
상승여력(%)	10.1	

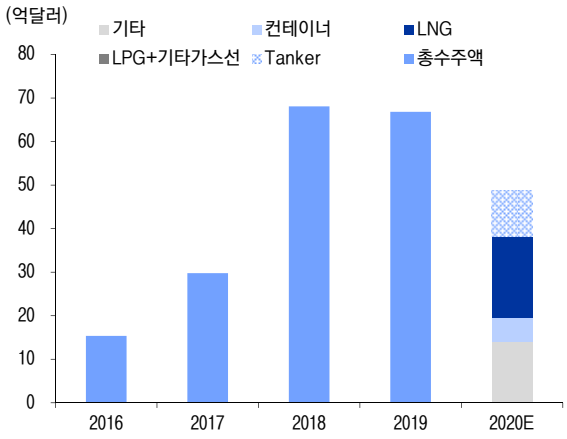
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 대우조선해양 수주잔고 추이



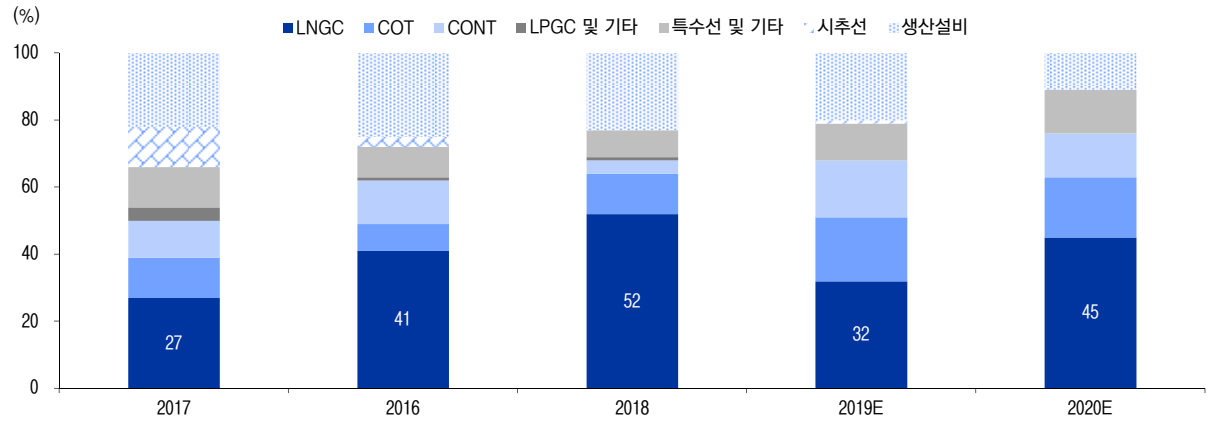
자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 Base Case 일 시, 약 49 억달러 수주 전망



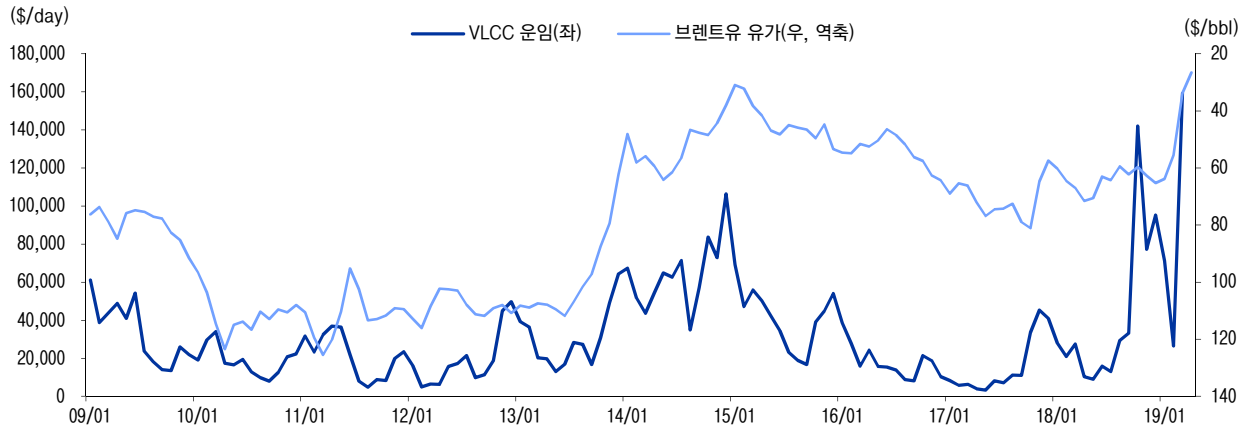
자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 대우조선해양 선종별 매출비중



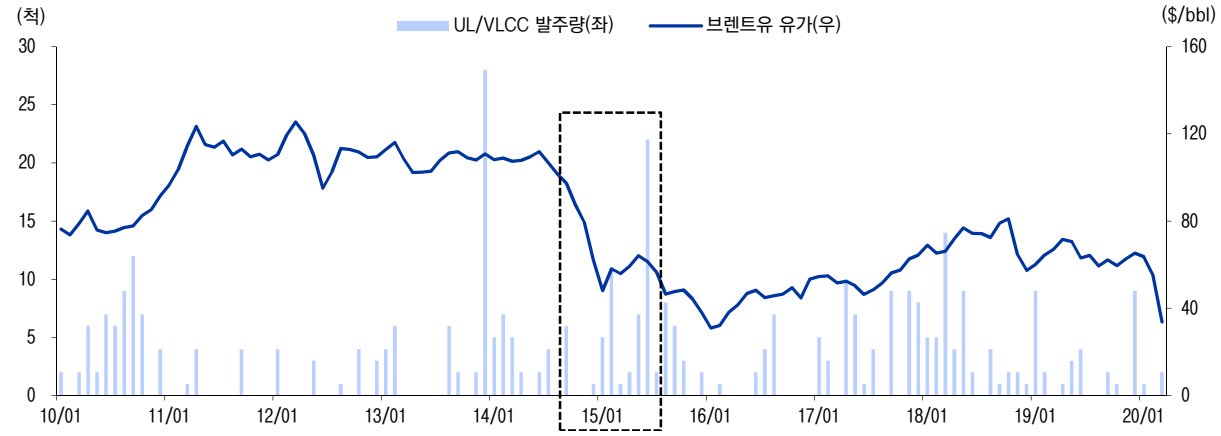
자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 유가와 VLCC 운임 추이 – 비동조화 발생



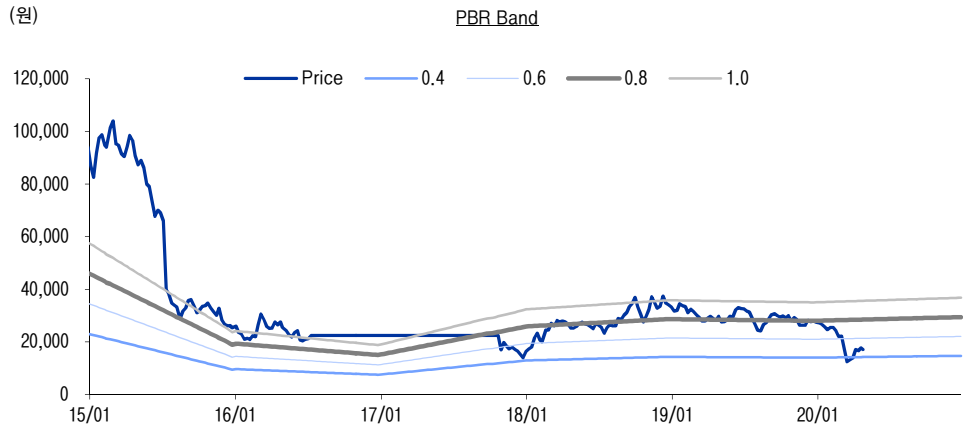
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 과거 2014 년 유가 급락기 VLCC 운임 상승 및 VLCC 발주량 증가



자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

그림145 대우조선해양 PBR 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대우조선해양 (042660)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,350	6,871	6,829	6,702	7,157
현금 및 현금성자산	351	2,012	1,840	1,953	2,059
매출채권 및 기타채권	707	366	698	557	639
재고자산	1,346	1,159	1,122	895	1,027
기타유동자산	4,947	3,334	3,169	3,298	3,432
비유동자산	4,568	4,405	4,424	4,447	4,474
관계기업투자등	35	51	53	55	57
유형자산	3,823	3,694	3,683	3,674	3,668
무형자산	40	25	28	31	33
자산총계	**11,919**	**11,276**	**11,254**	**11,150**	**11,630**
유동부채	5,357	4,808	4,554	4,175	4,264
매입채무 및 기타재무	891	753	1,023	656	753
단기금융부채	1,716	1,550	1,350	1,250	1,150
기타유동부채	2,750	2,505	2,181	2,270	2,362
비유동부채	2,722	2,714	2,759	2,807	2,857
장기금융부채	1,548	1,543	1,543	1,543	1,543
기타비유동부채	1,174	1,171	1,216	1,264	1,314
부채총계	**8,078**	**7,521**	**7,313**	**6,982**	**7,121**
지배주주지분	3,840	3,755	3,941	4,167	4,509
자본금	541	541	541	541	541
자본잉여금	18	18	18	18	18
이익잉여금	647	558	744	971	1,312
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**3,840**	**3,755**	**3,941**	**4,167**	**4,509**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**9,644**	**8,359**	**8,055**	**8,237**	**8,323**
매출원가	8,893	7,890	7,490	7,657	7,659
매출총이익	**752**	**469**	**565**	**580**	**664**
판매비 및 관리비	-273	176	303	315	328
영업이익	**1,025**	**293**	**262**	**265**	**336**
(EBITDA)	1,160	457	425	428	499
금융손익	-107	21	-36	-13	-4
이자비용	182	168	145	127	122
관계기업등 투자손익	-498	-1	-1	0	0
기타영업외손익	-52	-361	-25	-18	21
세전계속사업이익	**368**	**-49**	**200**	**234**	**352**
계속사업법인세비용	48	-2	15	7	11
계속사업이익	320	-46	186	227	342
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**320**	**-46**	**186**	**227**	**342**
지배주주	345	-46	186	227	342
총포괄이익	**328**	**-43**	**186**	**227**	**342**
매출총이익률 (%)	7.8	5.6	7.0	7.0	8.0
영업이익률 (%)	10.6	3.5	3.3	3.2	4.0
EBITDA 마진률 (%)	12.0	5.5	5.3	5.2	6.0
당기순이익률 (%)	3.3	-0.6	2.3	2.8	4.1
ROA (%)	3.0	-0.4	1.6	2.0	3.0
ROE (%)	9.5	-1.2	4.8	5.6	7.9
ROIC (%)	13.7	3.9	5.5	5.8	7.2

현금흐름표

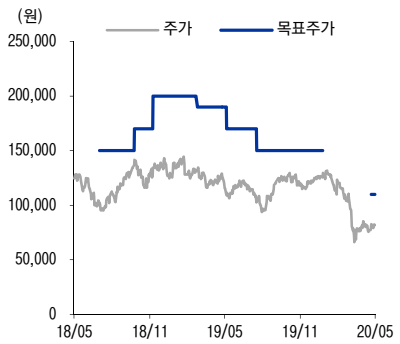
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**725**	**2,553**	**229**	**419**	**415**
당기순이익(손실)	320	-46	186	227	342
비현금수익비용가감	606	625	618	210	212
유형자산감가상각비	134	163	161	161	161
무형자산상각비	1	1	1	2	2
기타현금수익비용	531	37	455	48	50
영업활동 자산부채변동	-113	2,048	-575	-18	-139
매출채권 감소(증가)	-94	258	-333	142	-82
재고자산 감소(증가)	-74	131	37	228	-132
매입채무 증가(감소)	-38	-156	270	-367	97
기타자산, 부채변동	93	1,815	-549	-21	-22
투자활동 현금	**-13**	**-496**	**-202**	**-205**	**-209**
유형자산처분(취득)	-145	-146	-150	-153	-155
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-5	-4	-4
투자자산 감소(증가)	78	-361	-22	-22	-22
기타투자활동	58	13	-26	-27	-28
재무활동 현금	**-566**	**-395**	**-200**	**-100**	**-100**
차입금의 증가(감소)	-566	-395	-200	-100	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**145**	**1,661**	**-173**	**114**	**106**
기초현금	206	351	2,012	1,840	1,953
기말현금	351	2,012	1,840	1,953	2,059

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.6	-60.6	10.0	8.2	5.4
P/B	1.0	0.8	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.6	7.5	5.7	5.1	3.9
P/CF	3.9	4.9	2.3	4.2	3.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-13.1	-13.3	-3.6	2.3	1.0
영업이익	39.8	-71.4	-10.4	1.1	26.7
세전이익	-69.1	적전	흑전	16.8	50.8
당기순이익	-50.4	적전	흑전	22.2	50.8
EPS	-27.9	적전	흑전	22.2	50.8
안정성 (%)					
부채비율	210.4	200.3	185.6	167.6	157.9
유동비율	137.2	142.9	150.0	160.5	167.8
순차입금/자기자본(x)	73.2	16.6	14.6	8.2	2.6
영업이익/금융비용(x)	5.6	1.7	1.8	2.1	2.7
총차입금 (십억원)	3,264	3,092	2,892	2,792	2,692
순차입금 (십억원)	2,811	622	576	343	117
주당지표(원)					
EPS	3,221	-434	1,731	2,115	3,189
BPS	35,821	35,025	36,757	38,872	42,060
CFPS	8,651	5,393	7,498	4,078	5,167
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 대우조선해양, 이베스트투자증권 리서치센터

한국조선해양 목표주가 추이

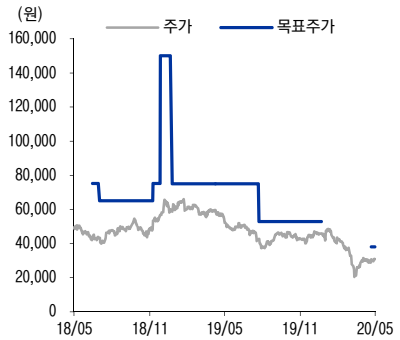


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.07.09	Buy	150,000	-9.0		-24.6
2018.10.02	Buy	170,000	-16.8		-25.1
2018.11.16	Buy	200,000	-27.8		-32.9
2019.03.04	Buy	190,000	-29.2		-35.2
2019.05.14	Buy	170,000	-27.9		-32.5
2019.07.26	Buy	150,000	-12.3		-26.9
2020.01.02		커버리지제외			
2020.05.11	변경	박경근			
2020.05.11	Buy	110,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대미포조선 목표주가 추이

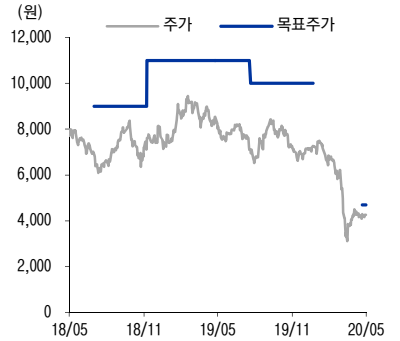


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.06.22	Buy	150,000	-39.9		-42.3
2018.07.09	Buy	130,000	-16.2		-27.5
2018.11.16	Buy	150,000	-12.8		-22.7
2019.01.02	Buy	75,000	-11.9		-26.2
2019.07.31	Buy	53,000	-8.3		-24.8
2020.01.02		커버리지제외			
2020.05.11	변경	박경근			
2020.05.11	Buy	38,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

삼성중공업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.07.09	Buy	9,000	-7.0		-21.6
2018.11.16	Buy	11,000	-14.1		-26.2
2019.07.29	Buy	10,000	-15.7		-34.6
2020.01.02		커버리지제외			
2020.05.11	변경	박경근			
2020.05.11	Hold	4,700			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

대우조선해양 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.11.22	Buy	50,000	-25.2		-37.4
2019.07.31	Buy	35,000	-10.0		-29.4
2020.01.02		커버리지제외			
2020.05.11	변경	박경근			
2020.05.11	Hold	19,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

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

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) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)