

SEP.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

Shift

글로벌 밸류 체인의 변화가 조선업에 미칠 영향

경제. 안영진 | 3773-8478, youngjin.an@sk.com

조선. 유승우 | 3773-9180, yswbest@sk.com

연구원. 김수정 | 3773-8893, soojungkim@sk.com

Shift

글로벌 밸류 체인의 변화가 조선업에 미칠 영향



Economist
안영진

youngjin.an@sk.com
02-3773-8478



조선
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180



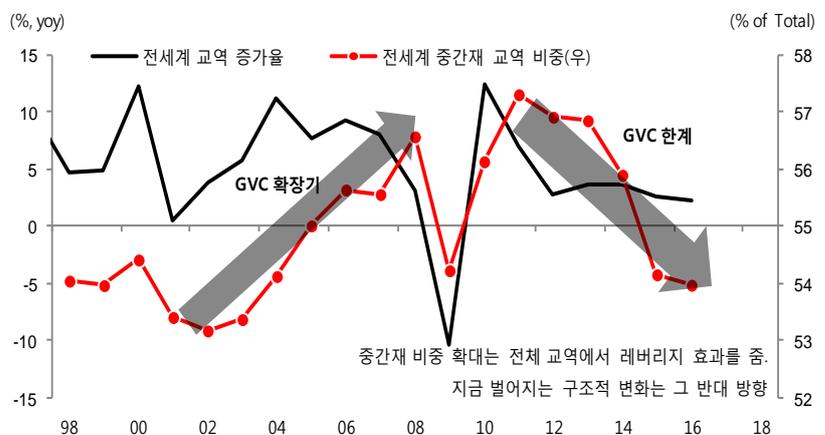
R.A
김수정

soojungkim@sk.com
02-3773-8893

글로벌 교역량이 오랜만에 증가 추세를 보이고 있습니다. 다만 저희는 글로벌 교역에서 구조적인 변화가 나타나고 있음에 주목합니다. 비교우위에 입각한 글로벌 밸류체인(GVC)의 확장은 글로벌 교역량 증가의 한 축이었습니다. 임금 및 기술 격차, 주요국 정책을 분석했을 때 이제 GVC의 확장은 제한적일 것으로 봅니다. 즉, 향후 글로벌 교역이 크게 늘지 않을 것으로 전망합니다.

GVC 확장의 종료는 조선업에서 중국의 부상을 의미합니다. 중국이 직접 고부가가치 제품을 만들어 파는 것입니다. 낮은 용선료와 선박의 공급 과잉 상황에서 발주처인 해운사들은 중국의 저가양품(低價良品)을 선호할 수 밖에 없습니다. 게다가 물동량의 증가율이 높아지지 않는다면 선박 발주 역시 제한적인 수준에 그칠 것으로 전망됩니다.

글로벌 밸류체인(GVC)의 변화가 글로벌 물동량에 미치는 영향



자료: IMF, UN Comtrade, SK 증권

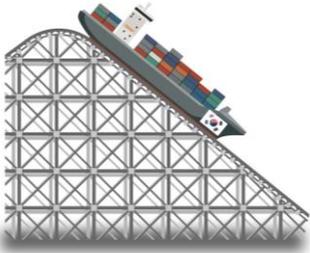
Contents

Investment Summary	3
Key Chart	4
Macro 의 시선: 글로벌 밸류 체인(GVCs)이 변화하고 있다	13
1. Global Value Chain(GVCs) 트렌드가 이끈 무역, 올만큼 왔다	14
2. 변화는 이미 시작됐다. 실체가 가려져 있었을 뿐	22
3. 소결: 물동량이 늘어도 구조적인 증가 사이클은 아니다	26
Micro 의 시선: 물동량 확장의 종료, 한국 조선업의 위기는 진행 중이다	29
1. GVC 확장의 종료, 국내 조선업계에는 위기의 시그널	29
2. 물동량의 성장 없이는 발주량의 성장도 없다	48
3. 기업 분석	49
1) 현대중공업	
2) 삼성중공업	
3) 현대미포조선	

Compliance Notice

- 작성자(안영진/유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

Investment Summary



Macro 의 시선: 글로벌 밸류 체인이 변화하고 있다

글로벌 밸류 체인(Global Value Chain: GVCs)은 특히 2000년대 교역량이 크게 늘어나는데 있어 핵심적인 요인이었다. 그러나 GVC에서 구조적인 변화가 감지되었다. 중간재 교역 비중이 축소되고 글로벌 물동량 증가율이 낮아진 것은 여기에서 기인한 현상이다. 최근 국가별 수출입 데이터의 반등으로 기초적인 물동량의 증가를 기대하기도 한다. 그러나 우리는 이를 단기적인 '변동'에 불과하다고 본다. 우리가 주목하는 것은 글로벌 밸류 체인(GVC)의 변화다. 낮아진 글로벌 물동량 증가율이 지속될 것으로 전망한다.

이러한 트렌드의 변화는 갑자기 찾아온 것이 아니다. 단지 경기 침체에 준하는 글로벌 성장 둔화가 지난 3~4년간 이어지면서 실체가 가려졌을 뿐이다. 각국별로 무역 성장이 정체되고 급기야 무역액 기준으로 전년대비 감소했던 지난 2년을 경기적 요인으로만 해석해서는 안된다. 다시 말해 최근 나타나는 글로벌 교역 환경의 개선은 분명 세계 경기 회복에 따른 결과지만, 큰 틀에서는 이와 다른 방향의 구조적 변화가 나타나고 있는 것이다.

Micro 의 시선: 물동량 확장의 종료. 한국 조선업의 위기는 진행 중이다

GVCs 확장 종료는 중국이 이제 부가가치를 지닌 마감재까지 직접 생산한다는 의미다. 그래서 고부가가치 선박인 초대형 컨테이너선을 중국이 저가에 수주한 일은 우연이 아니며 대한민국 조선업은 강한 경쟁의 국면에 접어들었다는 판단이다. 역사적으로 조선업의 점유율 역전 현상은 낮은 선가 전략을 바탕으로 했는데, 한 번 빼앗긴 점유율을 되찾은 사례는 없었다. 따라서 앞으로 발생할 선박 발주 cycle의 수혜도 중국이 누릴 가능성이 높다. 낮은 용선료와 선박 공급 과잉은 발주처에 부담 요인으로 작용하기에 낮은 선가를 제시하는 쪽이 수혜를 볼 것이다.

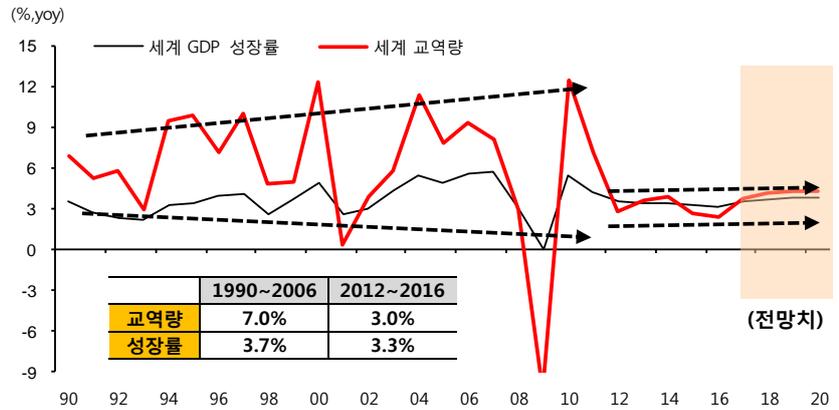
물동량 증가율의 정체는 조선업 전체에도 악영향을 준다. 선박 발주량이 물동량 증가율에 민감하게 반응하기 때문이다. GDP 성장이 정체하며 물동량 성장도 정체하게 되고 결국 발주량 성장도 잦아드는 것이다. 그렇다면 2007년과 같은 선박 발주의 글로벌 big cycle은 도래하기 어려울 것이다.

Key Chart

Macro 의 시선: GVCs 가 변화하고 있다

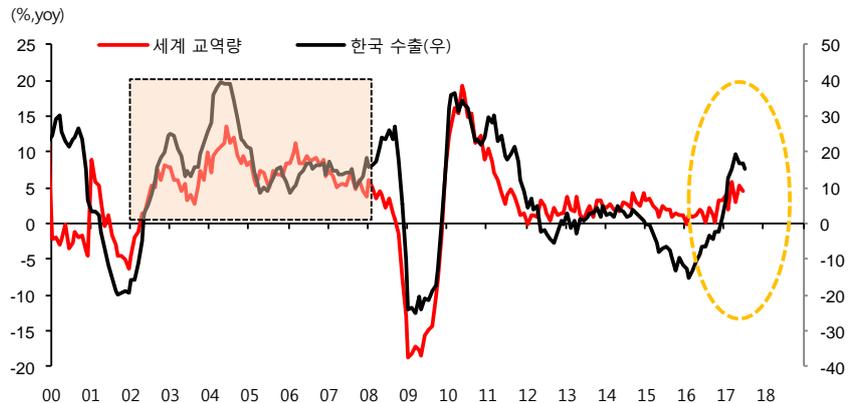
아래 두 그림을 보시지요. 위의 그림은 국제 무역의 구조적 변화가 눈에 띄고, 아래 그림은 최근 지표 개선세가 두드러집니다. 오랜만에 찾아온 가파른 반등으로 2000년대 중반의 사이클을 기대할 수 있을까요?

[그림1] 좀 더 큰 그림으로 보면 무역 환경의 구조 변화가 보인다. 다시 한번 사이클이 돌아갈까?



자료: IMF, SK 증권

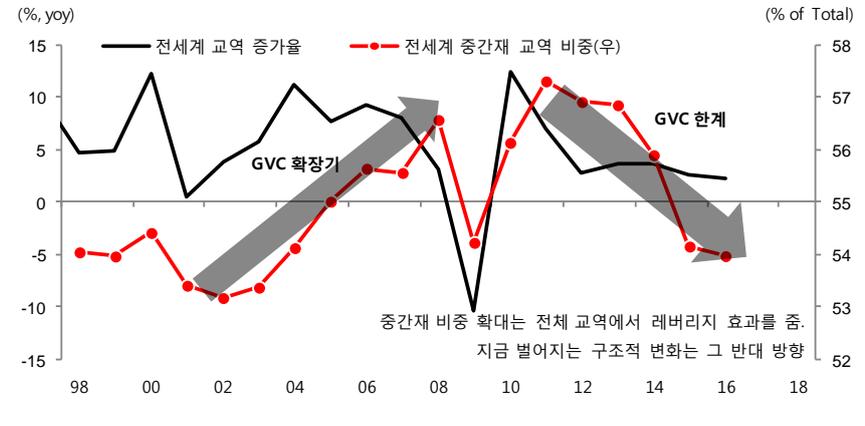
[그림2] 세계 경기가 회복되기 시작하면서 무역 data 도 반등. 우리나라 수출 호조는 얼마나 지속될까?



자료: 네덜란드 경제정책국, 한국무역협회, SK 증권

[그림3] GVC의 한계와 중간재 교역 비중의 축소가 전체 물동량에 미치는 레버리지 효과

저는 이 그림이 많은 것을 설명하고 있다고 봅니다. 글로벌 밸류체인(GVC)이라고 하는 개념을 살펴보니 큰 변화가 나타났습니다. 전세계 교역에서 중간재의 비중 변화는 매우 중요합니다. 중간재의 비중이 높아질 때 전체 교역량은 레버리지 효과를 보였습니다. 그런데 이제는 반대 방향이죠.



자료: IMF, UN Comtrade, SK 증권

[그림4] GVC와 리카도의 비교우위 원리: 상대적으로 더 높은 생산성을 갖는 부문에 특화하여 거래/교환하면 모두에게 이득을 준다



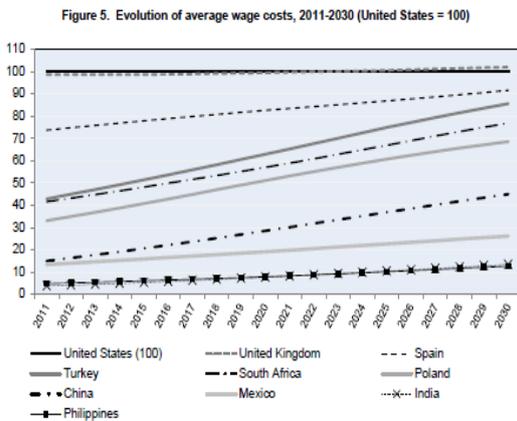
가정: A국은 핸드폰, B국은 명품의류에 각각 비교우위가 있다						
	교역 전		특화 후		교역 후	
국가/상품	핸드폰	명품의류	핸드폰	명품의류	핸드폰	명품의류
A	1단위	1단위	2.125단위	0단위	1.125단위	1단위
B	1단위	1단위	0단위	2.2단위	1단위	1.2단위
합계	2단위	2단위	<		2.125단위	2.2단위

자료: KDI 경제정보센터, SK 증권

글로벌 밸류체인, 소위 GVC는 비교우위의 원리에 기반합니다. 1990년대 후반부터 비용 경쟁력에 기반해 중국을 중심으로 한 신흥국은 다국적 기업들의 생산 기지로 변모했습니다. 그 과정에서 거래와 교환을 유발했기 때문에 중간재의 비중이 늘어나고 전체 물동량은 전체 부가가치의 합보다 크게 나타났던 겁니다.

이젠 어떨까요? 변화는 2012년 무렵부터 시작됐습니다. 신흥국들의 임금은 선진국과의 격차를 줄여갔고, 강력했던 비교우위가 약화되었습니다. 또 앞으로는 ICT 기술의 진보가 선진국을 중심으로 이루어지면서 디지털화의 효과에 있어 선진국의 비교우위가 더욱 커질 것으로 예상됩니다.

[그림5] 선진-신흥 지역간 임금 격차 축소는 GVC 확장을 제한



자료: OECD, Bloomberg, SK 증권

[그림6] 기술 격차도 선진-신흥 지역간 축소

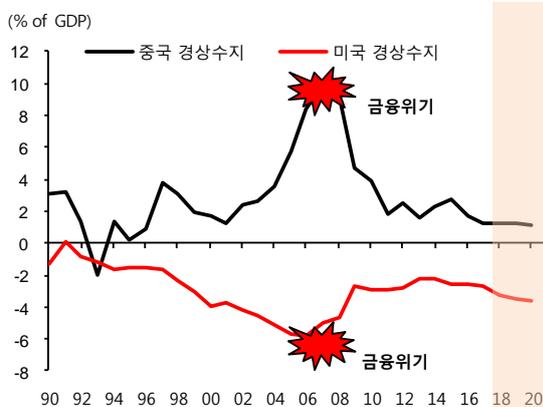
국가	응용 개발 연구 수준(%)			기술 수준(%)		
	2012	2014	2016	2012	2014	2016
한국	78.7	79.2 (0.5)	79.6 (0.9)	77.8	78.4 (0.6)	78.6 (0.8)
중국	67.6	70.6 (3.0)	71.9 (4.3)	67.0	69.7 (2.7)	71.1 (4.1)
일본	93.8	93.7 (-0.1)	93.2 (-0.6)	93.4	93.1 (-0.3)	92.7 (-0.7)
EU	94.6	95.8 (1.2)	94.6 (-0)	94.5	95.5 (1.0)	94.4 (-0.1)
미국	100	100	100	100	100	100

* 2012년 기준으로 빨간색 값표는 (O)은 증가, 검은색 값표는 (O)은 % pt 감소를 나타냄

자료: OECD, SK 증권

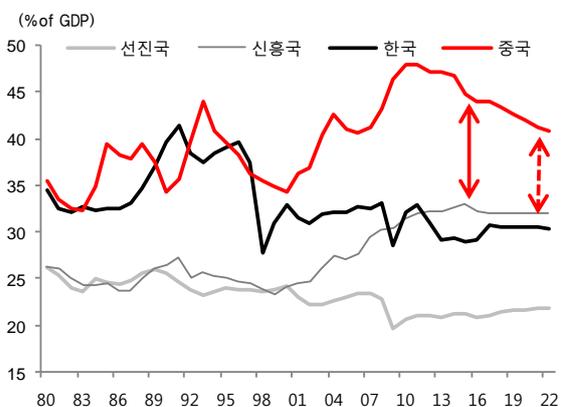
구조적인 변화가 좀 더 이어질 거란 증거들이 더 있습니다. 세계 경제와 수출입에 양대 축을 담당하는 미국과 중국의 정책 스탠스가 2010년대 들어서의 트렌드를 강화시킬 것입니다. 특히 중국은 경제 체질 개선의 일환으로 과잉 투자를 줄이려 합니다. 투자 대신 소비와 서비스 산업을 키울 준비를 합니다. 심지어 “중국 제조 2025” 계획은 자국 내 고부가가치 산업 추진으로 글로벌 물동량의 증가에는 부정적 영향을 미칠 것입니다.

[그림7] 글로벌 불균형 완화는 미-중의 정책 스탠스상 더 진행된다



자료: IMF, SK 증권

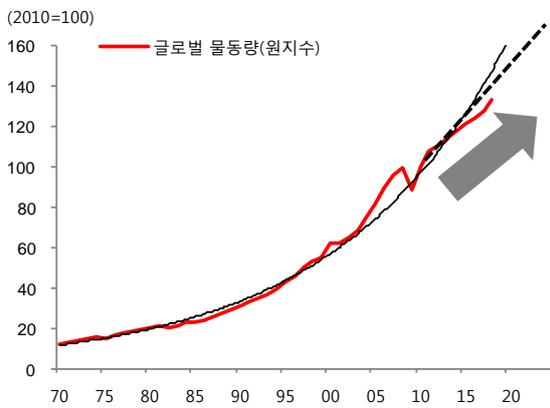
[그림8] 중국의 과잉투자 비중도 줄어들 전망



자료: IMF, SK 증권

결론적으로 글로벌 물동량은 증가하긴 할 겁니다. 하지만 경제성장률 정도일 것입니다. 지난 3~4년 부진했던 물동량 궤적은 경기적 요인에 의해 다시 추세선으로 회귀하겠지만 추세선의 기울기가 낮아졌을 것으로 봅니다. 즉 GDP 대비 물동량의 비중은 2000년대와 같이 우상향 하기 보다 2010년대 들어 나타난 것처럼 박스권을 벗어나기 어려울 전망입니다.

[그림9] 경제 규모가 커지는 만큼 물동량은 늘어나지만 추세선이 변해



자료: 네덜란드 경제정책국, SK 증권

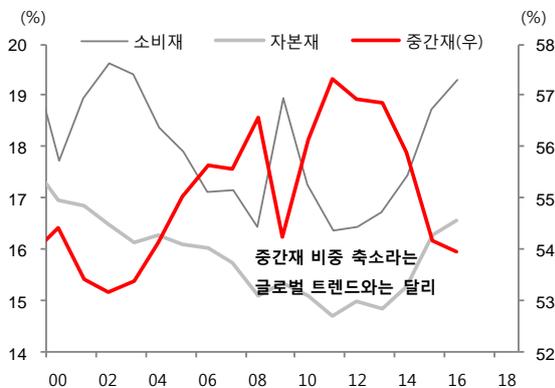
[그림10] 물동량 Growth는 정체돼 물동량/GDP 비율은 구간 내 머무름



자료: 네덜란드 경제정책국, SK 증권

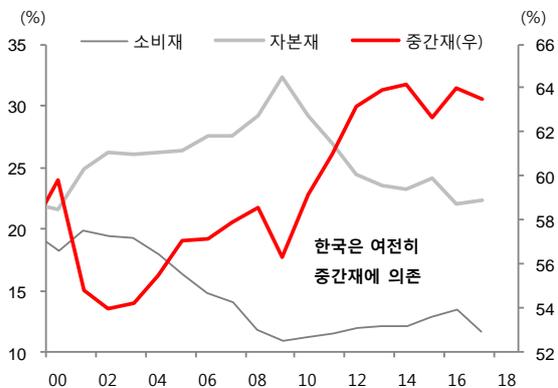
마지막으로 우리나라의 수출에 대한 생각은 이렇습니다. 반도체와 IT를 보완하는 품목이 잘 보이질 않습니다. 전세계적인 트렌드가 중간재 비중 축소라는 형태로 진행 중인데 우리나라는 여전히 중간재에 의존하는 실정이네요. 염려됩니다.

[그림11] 전세계 무역은 2010년대 들어 변화하고 있는 반면



자료: UN Comtrade, SK 증권

[그림12] 우리나라는 해 오던 패턴 그대로 중간재에 의존

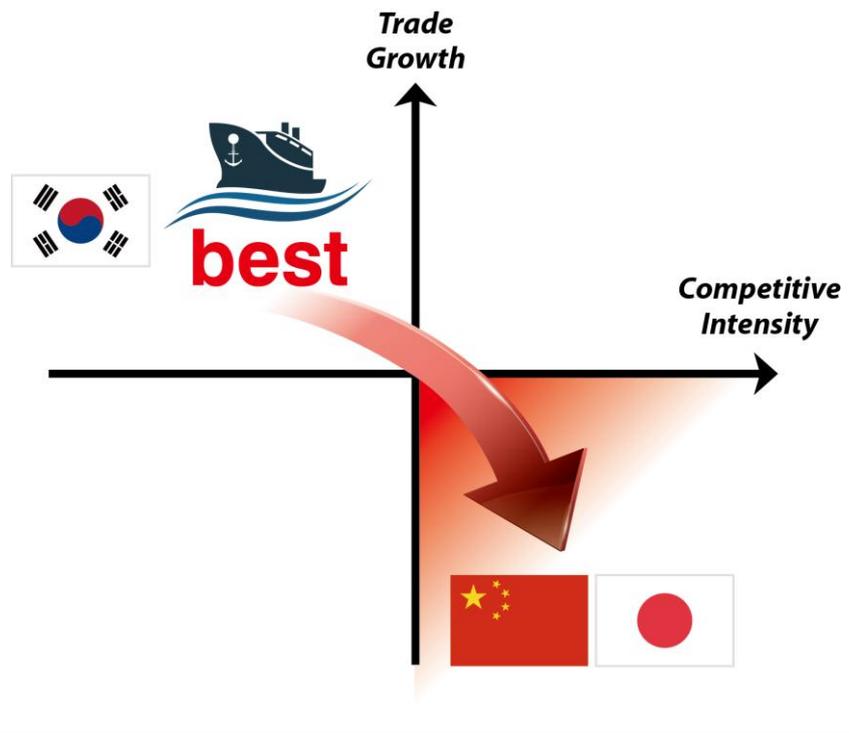


자료: 한국 무역협회, SK 증권

Micro 의 시선: GVCs 확장의 종료는 한국 조선업의 위기다

GVC 확장의 종료로 대한민국 조선업은 위기에 처할 것으로 보입니다. 최근 CMA CGM 이 발주한 대형 컨테이너선을 중국이 모두 수주한 일은 그 신호탄이라 할 수 있습니다. 중국이 원자재를 수입해 중간재를 만들어 팔다가 이제는 직접 마감재까지 만들게 된 것입니다. 이제는 고부가가치를 창출할 체력이 생긴 것입니다. 대한민국 조선업은 물동량 성장률이 정체되는 가운데 경쟁까지 격화되는 국면에 접어들고 있습니다. 심지어 요즘은 한 물 갔다던 일본에게도 따라잡히는 실정입니다.

[그림13] 선진국의 ICT 기술 경쟁력



자료: SK 증권

[그림14] 저가 공세에 초대형 수주를 놓친 현대중공업



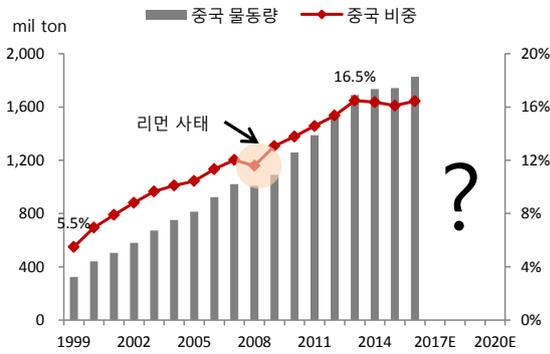
고부가 선박까지 中에 뺏긴 한국 조선소

업계 안팎에선 현대중공업과 여러차례 수주계약을 맺은 곳이어서 이번에도 현대중공업의 승리를 점쳐왔다...**(중략)**...현대중공업이 수주전에서 패한 가장 큰 이유로 선박가격을 **좁는다**. 선주측은 적당 건조비용으로 1억4000만 달러 수준을 희망했으나 현대중공업은 적당 1억 5000만 달러, 이중연료 시스템을 적용할 경우 1억 7500만 달러의 가격을 제시한 것으로 전해졌다. 이는 국내 조선사 입장에선 이익을 최소화한 가격이지만 중국은 이보다 더 낮은 가격을 써낸 것으로 알려졌다.

- 2017.08.26 아시아경제 중 발췌

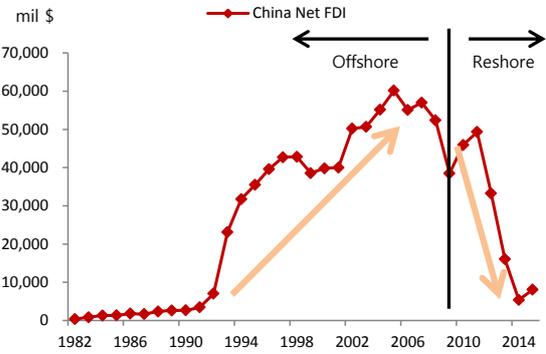
자료: 아시아경제, SK 증권

[그림15] 2000년대 이후 글로벌 해상 물동량 성장의 중심은 중국



자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

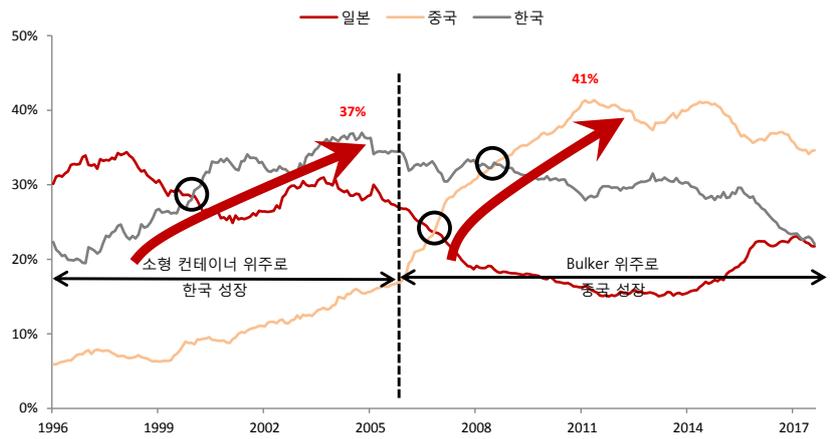
[그림16] 리먼 사태 이후로 reshoring 이 대세가 됨



자료: UNCTAD, SK 증권

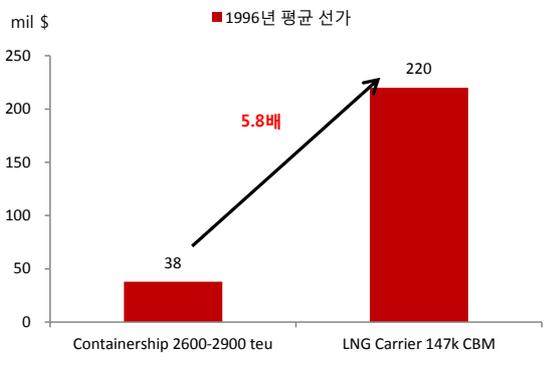
조선업의 역사에서 보더라도 점유율 역전의 모멘텀은 상대적으로 저렴한 선박이었습니다. 한국이 일본을 제치고 올라갈 때에는 소형 컨테이너선에 집중했고, 중국이 일본과 한국을 따돌릴 때에는 벌커 위주로 수주를 끌어 담았습니다. 고부가가치 선박인 LNG 탱커보다 두 선종 모두 약 1/6 값이었죠.

[그림17] 모든 선종 합산 Orderbook 기준 일본, 중국, 한국의 점유율 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림18] LNG 탱커의 약 1/5.8 가격 수준이던 소형 컨테이너선



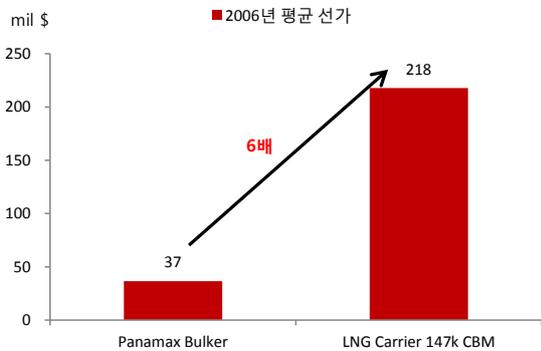
자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림19] 소형 컨테이너로 선대를 확장하며 일본을 앞지른 대한민국



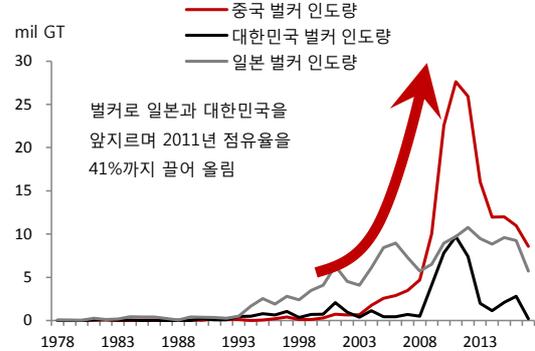
자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림20] LNG 탱커의 약 1/6 가격 수준이던 벌커



자료: Clarksons Research, SK 증권

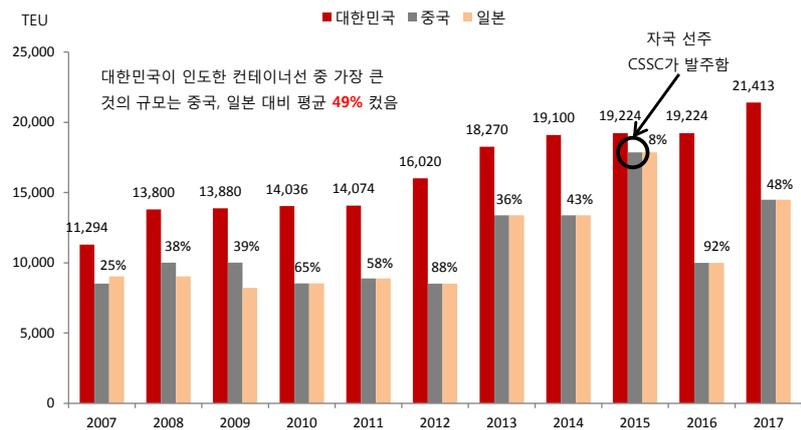
[그림21] 벌커로 선대를 확장하며 일본과 대한민국을 앞지른 중국



자료: Clarksons Research, SK 증권

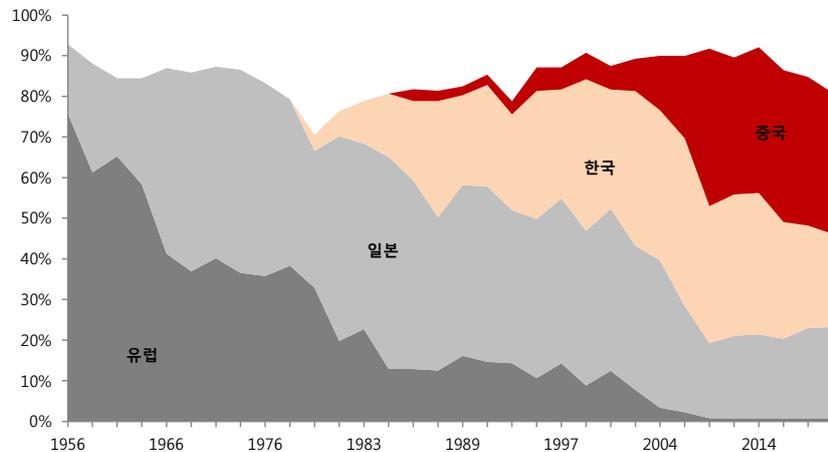
사실 이번 CMA CGM 사태 이전에 대한민국 조선사들의 컨테이너선에 대한 자신감이 컸던 것은 과거 추이를 보면 이해가 됩니다. 대한민국에서 인도한 컨테이너선의 크기는 중국, 일본이 인도한 물량보다 매년 평균 49% 이상 컸으니까요. 그런데 이제는 중국이 글로벌 선주들에게 인정을 받기 시작했어요. 조선업 역사에서 한 번 빼앗긴 점유율을 되찾은 국가는 없었기 때문에 중국의 고부가가치 선박 시장 진출은 대한민국 조선업에겐 고민거리가 아닐 수 없습니다.

[그림22] 2007년 이후 연간 인도 물량 중 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 평균 49% 상회



자료: Clarksons Research, SK 증권

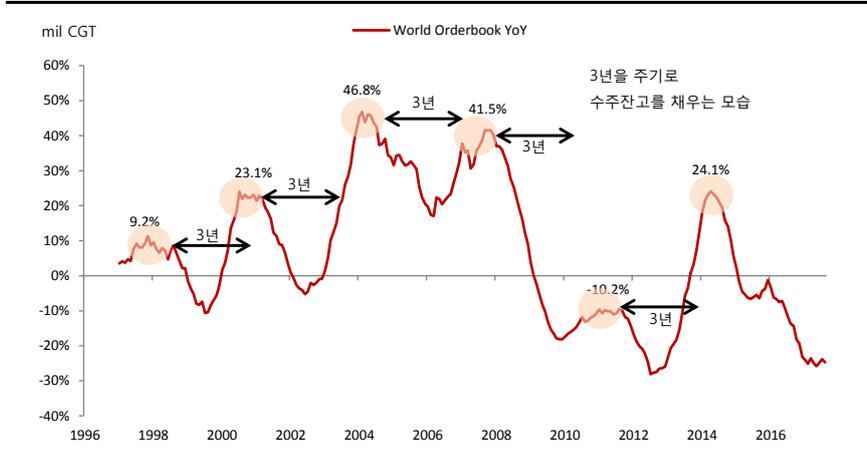
[그림23] 조선 산업의 역사에서 한번 빼앗긴 점유율을 되찾은 사례는 없음



자료: SMM, Clarksons research, SK 증권

3년을 주기로 수주잔고를 채우는 특성상 2016년 수주 저점 이후에 발주 cycle이 온다는 말에는 동의합니다. 하지만 그것이 대한민국 조선업에 수혜로 이어질까요? 선종별로 봤을 때 용선료도 낮고 선박이 이미 과도하게 공급된 상황입니다. 즉 선박을 발주하는 해운사 입장에서는 발주 여건이 불량한 상황입니다. 그렇다면 앞으로 나올 발주 물량들은 저선가를 제시하는 업체들에게 돌아갈 가능성이 큼니다. 그렇다면 노후 선박 교체 cycle이 도래하는 2027년 즈음의 물량도 대한민국의 몫은 아닐 듯 합니다.

[그림24] 3년을 주기로 빠진 수주잔고를 채우는 모습은 여전

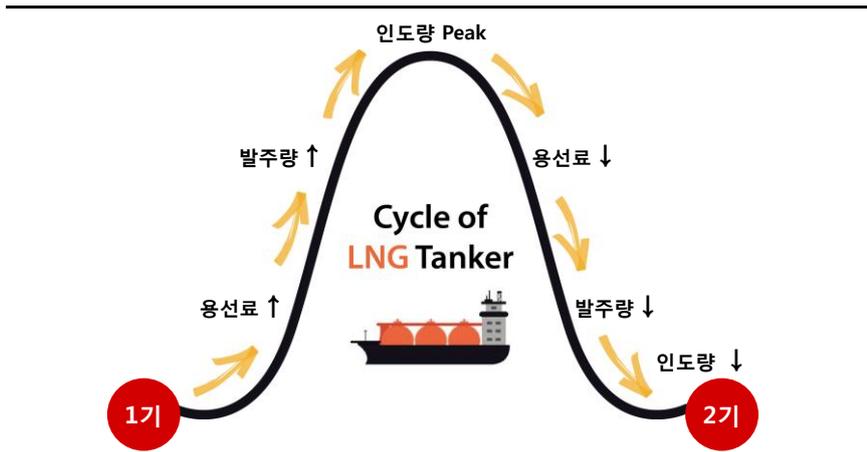


자료: Clarksons Research, SK 증권

[표 1] 선종별 발주 여건 Table

	벌커	탱커	컨테이너선	LNG 탱커
인디케이터	철광석 물동량 증가	정제 시설 증설	대형화 추세	미국의 LNG 수출
용선료	하락 전망	하락 전망	하락 전망	하락 전망
공급 과잉 여부	공급 과잉	공급 과잉	공급 과잉	공급 과잉
종합 의견	발주 여건 불량	발주 여건 불량	발주 여건 불량	발주 여건 불량

[그림25] Cycle of LNG Tanker(1기 ~ 2기)



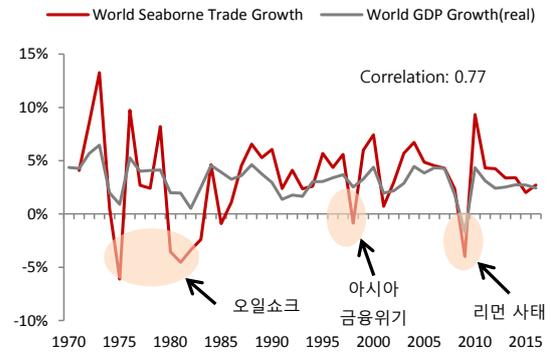
자료: SK 증권

[그림26] 전 세계 대외의존도는 지속 상승해 옴



자료: Clarksons Research, SK 증권

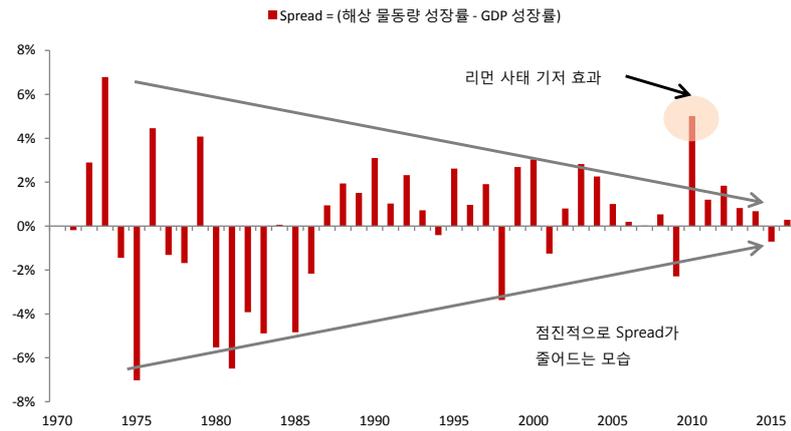
[그림27] 전 세계 해상 물동량은 GDP의 성장과 함께함



자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

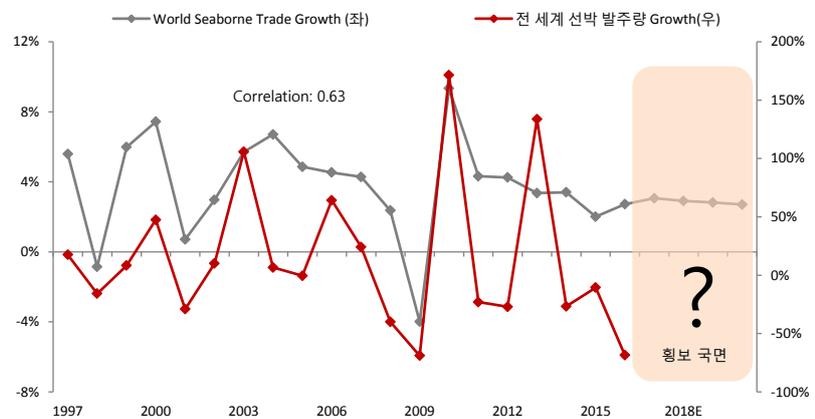
계다가 물동량 성장률의 정체도 조선업에 좋지 않습니다. 발주가 잘 안나오기 때문이죠. 통상 GDP와 물동량이 같은 방향으로 성장하는데 최근 GDP 성장률이 둔화되며 물동량 성장률도 둔화되었습니다. 그러면 발주량의 성장률도 회복할 가능성이 큼니다. 2007년과 같은 big cycle은 앞으로 기대하기 어렵습니다.

[그림28] 해상 물동량 성장률과 GDP 성장률의 차이는 점차 줄어들고 있음



자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

[그림29] 해상 물동량의 성장이 정체되면 선박 발주량도 회복할 가능성이 높음



자료: Clarksons Research, SK 증권

Part 1. Macro 의 시선: 글로벌 밸류 체인(GVCs)이 변화하고 있다

Prologue

이제 “Again 2000 년대”와 같은 새로운 국면이 전개되는 것일까? 많은 경제분석가들이 단가 뿐 아니라 물량이 의미있게 증가하기 시작했다는 점을 높이 평가하며 그 가능성을 언급하고 있다. 물론 그 배경은 세계 경제의 회복이다. 장기간 경기침체에 준하는 어려움을 겪으면서 위축되었던 국가간 무역이 재개될 수 있다는 논리다. 소위 ‘수입 수요는 성장의 함수다.’라는 명제에 의해 물동량은 사이클을 타며 늘어날 수 있을까?

최근 학계에서는 글로벌 물동량 저하를 설명하는 논리로 가치 사슬의 peak-out 가능성을 제기한다. OECD 의 보고서(The future of global value chains, July 2017)를 포함해 다수의 논문에서는 이러한 관점에 대해 시나리오 분석을 하고 있다. 그리고 글로벌 무역 환경은 구조적으로 과거와는 다른 방향으로 흘러가고 있다는 판단을 내놓고 있다. 우리 역시 같은 생각이다.

이러한 트렌드의 변화는 갑자기 찾아온 것이 아니다. 단지 경기 침체에 준하는 글로벌 성장 둔화가 지난 3~4 년 이어지면서 실체가 가려졌을 뿐이다. 각국별로 무역 성장이 정체되고 급기야 무역액 기준으로 전년대비 감소했던 지난 2 년을 경기적 요인으로만 해석하면 글로벌 교역에 대해 그릇된 판단을 내릴 수 있다. 다시 말해 최근 나타나는 글로벌 교역 환경 개선은 세계 경기 회복에 따른 결과지만, 큰 틀에서 이와는 다른 방향의 트렌드 변화가 내재되어 있다. 그래서 회복의 속도가 느리고 불안정적일 것이라고 보는 것이 타당하다.

국내로 돌아와 최근 8 개월째 두 자리 수 증가율을 기록 중인 수출은 분명 양호한 흐름이다. 다만 하반기 이후 유가 기저효과 소멸에 따른 교역 단가 둔화가 예상되는데다 세계 경기 회복 모멘텀이 주춤한 상황이라 수출 증가율 둔화는 불가피해 보인다. 이를 두고 관점에 따라 상반된 해석이 가능하다. 그러나 그 기저에 있는 큰 흐름을 읽는다면 단기 변화가 아닌 중장기 방향성을 가늠할 수 있을 것이다. 2000 년대 중반에 경험했던 거대 물동량 증가 사이클은 상당히 오랜기간 재현되기 어려워 보인다.

1. Global Value Chain(GVCs) 트렌드가 이끈 교역, 올만큼 왔다

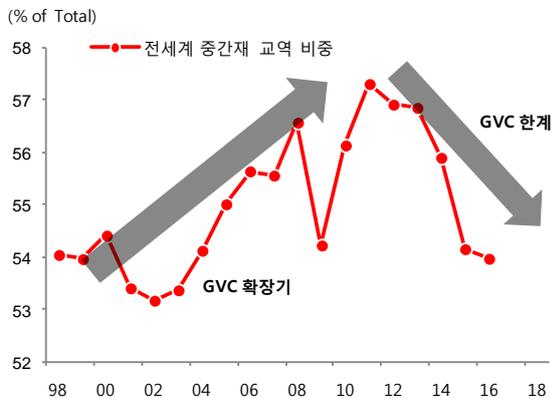
(1) 세계 무역 구조가 바뀌고 있다

글로벌 무역 환경은 금융위기 전과 후가 극명하게 다르다. 이전은 세계 경제 성장을 넘어선 교역량 증가세로 세계 교역량/GDP 지표가 꾸준히 우상향했다. 반면 이후에는 물동량이 경제 성장 만큼만 늘어 동 지표가 정체되어 박스권에 갇혀 있다. 그런데 작년 하반기에 이르러 개선되기 시작해 교역량이 의미있게 반등할 것이라는 전망이 높고 있다. 이러한 현상은 추후 글로벌 무역 사이클에 대한 낙관론으로 이어지기도 한다. 그러나 우리는 이러한 견해가 국제 무역의 구조적 변화를 간과하진 않았는지 의문이다.

전세계 무역을 성질별로 쪼개 보면 글로벌 무역 구조가 이미 많이 달라졌다. 세계 교역에서 차지하는 중간재의 비중은 2011년 57.3%를 정점으로 2016년 현재 54.0%까지 낮아졌다. 2003년 이후 최저 수준이다. 글로벌 분업(GVC, Global Value Chain)이 팽창되고 중국이 세계의 제조공장 역할을 하던 2000년대, 교역의 절대량과 함께 중간재의 비중은 지속적으로 확대되었다. 그러던 것이 2010년대 들어 복합적인 이유로 구조적으로 축소되고 있다.

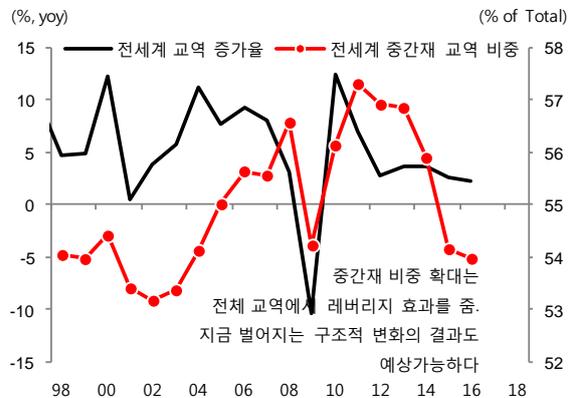
교역에 있어 중간재는 레버리지 효과를 일으킨다. 한단위의 최종재를 생산하기 위한 중간 과정에서 추가적인 생산과 거래를 유발하기 때문이다. 우리는 이러한 중간재 비중의 축소가 교역량의 높은 증가세를 견인했던 2000년대와는 반대의 결과를 낳을 것으로 예상된다. 특히 이러한 현상이 구조적 변화를 동반한 것이라면, 최근 확인되는 교역량과 수출 실적의 개선은 순환적 차원에 그칠 가능성이 높다.

[그림1] 세계 무역의 구조가 바뀌고 있다



자료: UN Comtrade, SK 증권

[그림2] 중간재 축소로 교역량에 미치는 레버리지 효과가 작아진다



자료: IMF, UN Comtrade, SK 증권

(2) '90~'00s 변화를 야기한 키워드는 GVC(Global Value Chain)

Global value Chain(GVCs)이란, 하나의 제품을 생산함에 있어 디자인, 핵심 부품 공급, 중간 부품, 제조 등에 대한 국가별 분업이 이루어지는 생산 구조를 의미한다. 이는 제품 또는 서비스의 구상에서부터 생산 및 유통까지 일련의 모든 과정으로 정의할 수 있으며, 세계 여러 다른 지역의 다수 기업들에 가치 사슬의 모든 과정이 분배된 연계 활동이라 보면 된다(UNCTAD 2010).

예컨대 아이폰이라는 최종 재화가 생산/판매되는데 있어 디자인은 미국에서, 부품 공급은 미국, 유럽과 아시아에서 그리고 제조는 중국에서 이루어진다. 그리고 이렇게 만들어진 최종재는 유통망을 통해 전세계로 보내진다. 1910년대 포드가 분업을 통해 생산성 혁명을 이뤄낸 것처럼 비교우위 원리를 이용한 국제적 역할 분담은 더 높은 생산성을 가능케 했다. 아래 스마일 커브에서 보듯 생산의 효율이 높아졌기 때문이다.

[그림3] 아이폰 서플라이 체인: 국제적 분업



자료: beta news 인용, SK 증권

[그림4] GVC와 스마일 커브: 비교 우위 원리에 기반한 생산 효율화



자료: Dedrick and Kraemer(1998), SK 증권

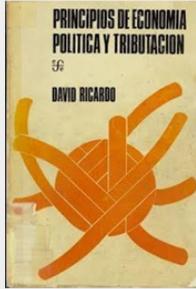
[그림5] 리카도의 비교우위 기본원리: 상대적으로 더 높은 생산성을 갖는 부문에 특화하여 거래/교환하면 모두에게 이득을 준다



가정: A국은 핸드폰, B국은 명품의류에 각각 비교우위가 있다						
	교역 전		특화 후		교역 후	
국가/상품	핸드폰	명품의류	핸드폰	명품의류	핸드폰	명품의류
A	1단위	1단위	2.125단위	0단위	1.125단위	1단위
B	1단위	1단위	0단위	2.2단위	1단위	1.2단위
합계	2단위	2단위	<		2.125단위	2.2단위

자료: KDI 경제정보센터, SK 증권

[그림6] 두 상품 모두 절대적으로 열위에 있더라도 비교우위는 가질 수 있다



비교우위의 법칙에 의하면, 한 국가가 다른 국가에 대하여 두 가지 상품의 생산에 있어서 모두 비효율적이라고(절대열위에 있다고) 하더라도 상호이익이 되는 무역이 발생할 수 있다. 두 상품에서 모두 절대열위에 있는 국가는 절대열위가 보다 작은 상품(이 상품이 이 국가가 비교우위를 가지고 있는 상품이다)의 생산에 특화하고 수출하며, 절대 열위가 더 큰 상품(이 상품이 이 국가가 비교열위에 있는 상품이다)을 수입하게 된다.

- 국제무역이론

“노동생산성의 차이는 ‘기술의 차이’가 가져오기 때문에, 리카도의 비교우위론은 ‘국가별로 서로 다른 기술’에 주목한 것이다. 무역을 탄생 시킨건 각 국가별로 서로 다른 노동생산성 이다”

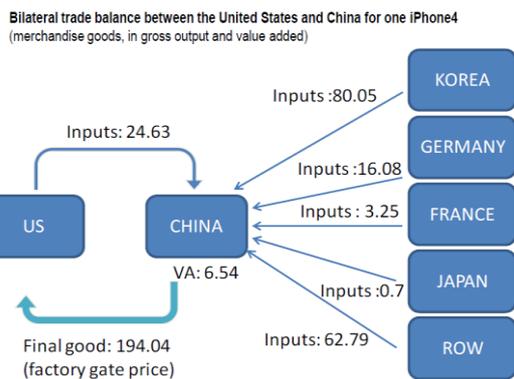
-David Ricardo

자료: David Ricardo, SK 증권

글로벌 가치사슬(GVCs)이 국제 무역을 확장시킨 원리는 이렇다. 밸류 체인이 여러 나라로 분산되다 보니 제품 생산 과정에서 중간 거래의 필요성이 높아진다. 1 차 부품은 2 차 생산자에게 건네지고, 2 차 부품은 다시 조립업자에게 보내진다. 이처럼 여러 단계를 거치는 가운데 국별 부가가치 창출액보다 더 큰 규모가 거래된다. 그리고 총 부가가치의 집합체인 경제의 성장률보다 거래의 총 가치 증가율이 더 높게 나타난다. 즉, 국제 분업에 의해 국가간 거래 형태로 이뤄지다 보니 교역량이 더 크게 확대되는 것이다.

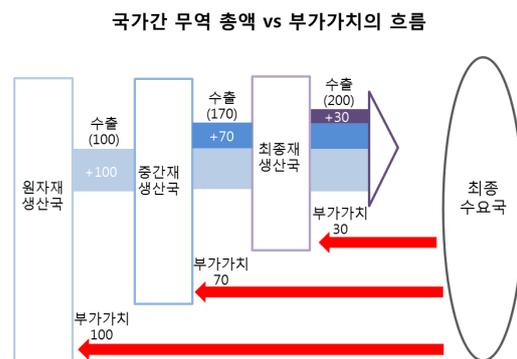
이러한 글로벌 가치사슬(GVCs)은 지난 2~30 년 간 세계 무역의 성장세를 주도해 왔다. 비교우위와 그에 따른 수직적 분업이 세계 무역 구조를 변화시켰다. 아래 [그림]에서 보듯, 1995 년 대비 2012 년의 GVC 참여율은 지역을 막론하고 증가했다. 그리고 GVC 의 확대로 중간재(intermediate goods) 무역이 전체 무역 증가를 이끌었다. 특히 수송비용의 하락, 통신수단의 발달, 중국 등 신흥국의 세계 경제 편입에 따라 아시아를 중심으로 무역이 급성장했다.

[그림7] GVC 의 발달은 중간재 가공 확대로 국가간 무역을 증가시킴



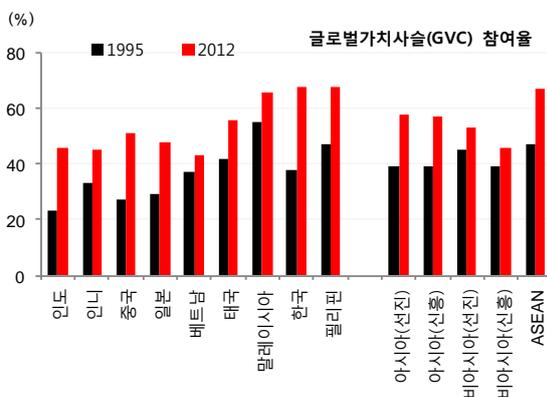
자료: OECD, SK 증권

[그림8] 중간재 거래가 늘어나면 전체 무역 규모는 배증함



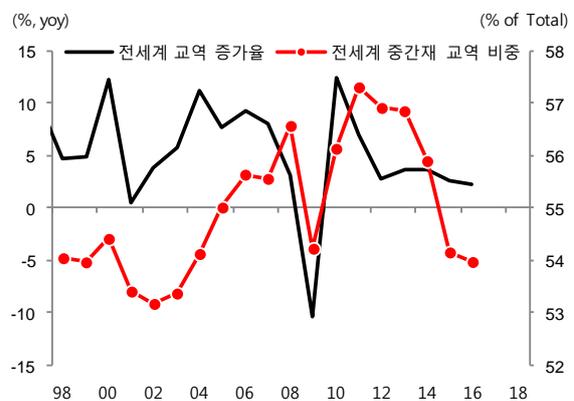
자료: SK 증권

[그림9] GVC 의 변화: 90 년대 말부터 2010 년대 초까지 확장성



자료: 한국무역협회 "선진화된 구조로 세계경제와 조화되는 한국 무역" 재인용

[그림10] 2000 년대, 중간재 비중 확대와 전체 교역량의 비약적 증가



자료: IMF, UN Comtrade, SK 증권

(3) 통상적 관점(Classic): GVC 는 더 확장될 수 있다

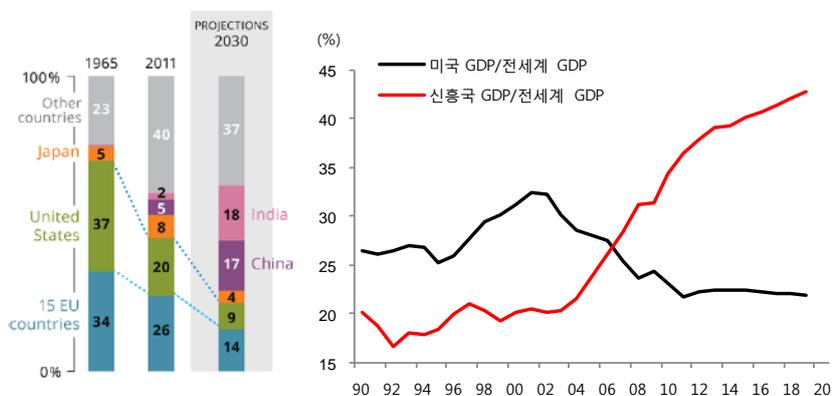
이처럼 글로벌 무역을 확장시켜 온 Global value Chain(GVCs)이 향후 더 강화될 수 있다는 주장이 있다. OECD 의 분석에 따르면, 이들은 GVC 가 더 확장할 수 있음을 6 가지 이유로 설명한다. 이 가운데 핵심 근거는 1) 신흥국 내 중산층의 소비 저변이 확대된다는 점, 2) 새로운 저비용 생산자(국가)가 생겨난다는 점을 꼽을 수 있다.

1. 무역과 투자 협정 체결 Open trade and investment agreements
2. 디지털화와 ICT 기술: 새로운 커뮤니케이션 기술
3. 새로운 저비용 생산자 in 제조업
4. 신흥국 경제의 수요 증가
5. 서비스의 발전
6. 다국적 기업들의 역할

신흥국 소비 저변의 확대는 글로벌 수요 확대를 전망하는 가장 중요한 근거다. 중국과 인도를 비롯해 ASEAN 신흥국을 중심으로 경제 규모는 급격하게 커졌다. 2001 년 20%에 불과했던 전세계 대비 신흥국 경제 비중은 2016 년에 이르러 40%까지 늘었다. 2030 년까지의 전망 자료에 의하면 신흥국의 경우 경제 규모 뿐만 아니라 중산층의 구매력도 꾸준히 성장할 것으로 보인다.

이에 기반해 다국적 기업들은 새롭고, 커져가는 소비시장을 공략하기 위해 공세를 펼칠 것이다. 과거의 GVC 의 확대가 신흥국의 상대적 이점을 활용한 ‘생산’에 근거한 것이었다면, 앞으로의 GVC 확대는 신흥국의 ‘수요’에 보다 무게가 실릴 개연성이 높다는 것이다.

[그림11] 중산층 소비: 신흥국의 소비 저변의 확대는 GVC 의 필요성을 지지



자료: IMF, European Environment Agency, SK 증권

GVC의 확대를 설명하는 또 한가지의 논리는 새로운 저비용 생산자의 등장이다. 과거의 GVC가 중국을 중심으로 급격히 확산되었던 것이라면 이제는 베트남이나 캄보디아와 같은 개발도상국들에게로 이전될 것이라는데 주목한다. 즉, 나라만 바뀌는 것이지 GVC 구조 자체가 위축되진 않고 오히려 커질 것이라는 주장이다.

(4) 새로운 관점(New-Normal): GVC의 확장은 제한된다

하지만 통상적 관점(Classic)과 달리 우리는 향후 GVC의 미래에 대해 지난 15~20년의 모습과는 다르게 전개될 것으로 예상한다. 2012년 무렵을 기점으로 이미 트렌드는 전환되었고, 그 흐름이 향후에도 이어질 것이라는 판단이다. 또한 이는 세계 경제가 저성장, 저물가라고 하는 New-normal 국면에 놓이게 된 것과 맞물린 현상이다. 2가지 핵심 이유는 비용 여건의 변화와 디지털화(ICT 기술 발전)로 요약할 수 있다.

OECD와 한국무역협회는 최근 비슷한 맥락에서 GVC 확장이 제한되어 세계 무역이 둔화될 수 있음을 주장했다. 근거들을 살펴보면 다음과 같다.

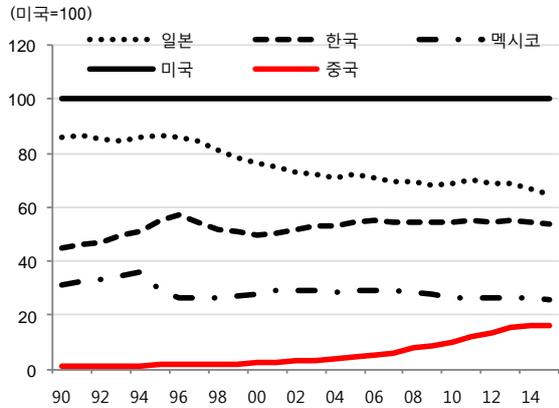
1. 신흥국 경제의 비용 여건의 변화: 인건비 상승
2. 국제 분업의 보이지 않는 비용
3. 위험 분산과 비용 효율화의 밸런스
4. 디지털화와 ICT 기술: 새로운 정보 기술
5. 대량 생산(mass production)에서 대량 맞춤(mass customization)으로의 변화

신흥국 경제의 임금 상승 추세는 추가적인 GVC의 확산을 억제할 수 밖에 없다. 국제 분업이 작동하는 핵심원리는 '비교 우위'에 있기 때문이다. 신흥국 경제에서 성장에 따른 임금 경쟁력 약화 문제와 조세 문제가 결합된다면 GVC의 확산이 더 이상 가속화되기 어렵다. 일각에서 제기하는 바와 같이 이머징 국가들에서 '너무 빨리' 탈산업화가 이루어지고 있다는 점도 이러한 주장을 뒷받침한다.

디지털화 역시 Game-Changer가 될 수 있다. 특히 이는 4차 산업 혁명과도 맞닿아 있는데 디지털화는 결국 선진국에 경쟁 우위를 가져다 줄 수 있다. 높은 자동화를 바탕으로 offshoring에서 reshoring/nearshoring으로의 전환이 이루어질 수 있는 것이다. 즉, ICT 기술에 의한 비용 절감과 집적 이익이 GVC 확산을 막을 수 있다. 전반적인 기술 수준의 격차는 선진국과 신흥국 간 좁혀지고 있지만 ICT를 기반으로 하는 부문은 선진국에 더욱 비교우위를 부여할 것이다.

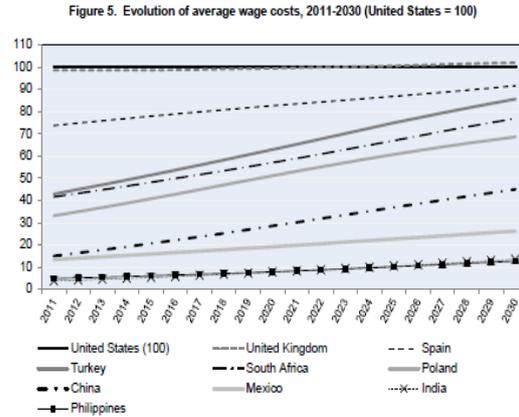
물론 세계 경제를 둘러싼 불확실성이 높다는 점을 감안하면 과도기적 상황이 좀 더 연장될 수 있다. 그러나 그 시기조차도 과거 GVC의 확장기와 같은 현상이 나타나기 어렵다. 제한적일 것이다. 전세계적 자유 무역 기조가 지역 블록화, 보호무역화 되어 가고 있기 때문이다. 따라서 이 과도기적 상황은 전체 무역 규모의 확대에 귀결되기 보다는 특정 블록 내에서만 제한적으로 영향을 미치게 될 것이다. 세계 경제가 그렇듯이 국제 무역에서도 New-Normal은 더 이상 변수가 아닌 상수로 인식되어야 한다.

[그림12] GVC의 확장기에는 신흥국의 임금 메리트가 있었다



자료: OECD, Bloomberg, SK 증권

[그림13] 하지만 이젠 선진-신흥 지역간 임금 격차는 지속적으로 축소



자료: OECD, SK 증권

[그림14] 일반적 기술에도 선진-신흥 지역간 기술 격차 축소가 벌어짐

국가	기초연구 수준(%)			응용·개발연구 수준(%)			기술수준(%)		
	2014	2016	증감(%p)	2014	2016	증감(%p)	2014	2016	증감(%p)
한국	77.6	77.6	0.0	79.2	79.6	0.4	78.4	78.6	0.2
중국	68.9	70.3	1.4	70.6	71.9	1.3	69.7	71.1	1.4
일본	92.5	92.1	-0.4	93.7	93.2	-0.5	93.1	92.7	-0.4
EU	95.2	94.2	-1.0	95.8	94.6	-1.2	95.5	94.4	-1.1
미국	100.0	100.0	0.0	100.0	100.0	0.0	100.0	100.0	0.0

분야	한국			중국			일본			EU			미국		
	기술 수준 그룹	기술 수준 (%)	기술 격차 (년)	기술 수준 그룹	기술 수준 (%)	기술 격차 (년)	기술 수준 그룹	기술 수준 (%)	기술 격차 (년)	기술 수준 그룹	기술 수준 (%)	기술 격차 (년)	기술 수준 그룹	기술 수준 (%)	기술 격차 (년)
전자·정보·통신	선도	84.2	2.2	추격	72.6	3.7	선도	90.3	1.4	선도	89.6	1.6	최고	100.0	0.0
의료	추격	77.5	3.8	추격	69.5	4.8	선도	89.9	1.6	선도	92.7	1.2	최고	100.0	0.0
바이오	추격	77.4	4.3	추격	69.4	5.8	선도	92.5	1.7	선도	94.5	1.2	최고	100.0	0.0
기계·제조·공정	선도	81.8	3.4	추격	71.0	4.7	선도	95.7	1.0	선도	97.3	0.8	최고	100.0	0.0
에너지·자원·극한기술	추격	78.3	4.5	추격	74.0	4.9	선도	93.1	1.5	선도	96.7	0.6	최고	100.0	0.0
항공·우주	추격	67.5	9.7	선도	81.5	5.2	선도	84.5	4.3	선도	93.1	2.0	최고	100.0	0.0
환경·지구·해양	추격	78.6	4.5	추격	66.9	6.8	선도	94.3	1.4	선도	97.6	0.6	최고	100.0	0.0
나노·소재	추격	78.6	3.8	추격	73.5	4.5	선도	96.4	0.7	선도	94.2	1.1	최고	100.0	0.0
건설·교통	추격	79.6	4.2	추격	70.1	5.9	선도	97.0	0.7	선도	97.0	0.6	최고	100.0	0.0
재난·재해·안전	추격	73.5	5.4	추격	65.7	7.0	선도	92.9	1.8	선도	91.2	2.1	최고	100.0	0.0

자료: 한국 과학기술기획평가원 SK 증권

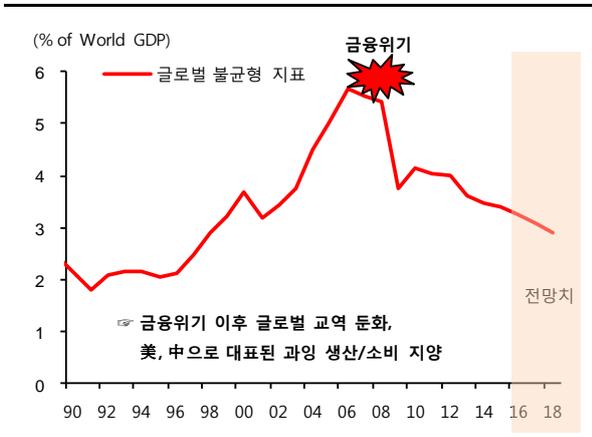
2. 변화는 이미 시작됐다. 실체가 가려져 있었을 뿐

(1) “미국 소비 ↔ 교역 ↔ 중국 생산”이라는 공식은 이미 깨졌다

중국이 부상하고 2008 년 금융위기라는 수요 충격을 받을 때까지 전세계 경제는 과잉 소비와 과잉생산이 진행 중이었다. 이런 과잉은 미국 소비, 중국 생산이라는 양극체제 하에서 이뤄졌는데, 그 가운데 국제무역은 전성기를 누렸다. 2000 년대 중반 조선과 정유/화학 산업에서 거대 사이클이 형성됐던 배경이다. 금융위기 이전 세계 경제 호황은 경기적 요인과 함께 이러한 구조적인 요인이 있었기에 가능한 일이었다.

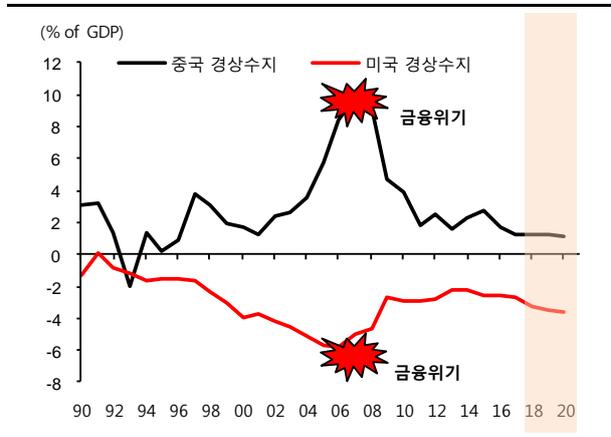
반면 당시는 글로벌 불균형이 극대화된 시기이기도 했다. 미국의 누적된 경상 적자와 중국의 과잉 저축이 문제였다. 금융위기를 계기로 이 불균형은 점차 완화되기 시작했다. 경기 침체를 극복하는 과정에서 미국의 수입 수요는 줄었고, 중국도 과잉 설비 조정 압력이 높아졌기 때문이다. 미국이 경상/무역수지 개선을 위한 보호무역을 강조하고, 중국이 양적 성장에서 질적 성장으로 전환시키기 위한 구조조정을 정책 과제로 삼고 있는 것은 그 연장선 상에서 이해해야 한다.

[그림15] 글로벌 불균형 양상은 이미 변한지 오래다



자료: IMF, SK 증권

[그림16] 최근까지 미국이 중국에 계속 요구하는 것도 불균형 해소



자료: IMF, SK 증권

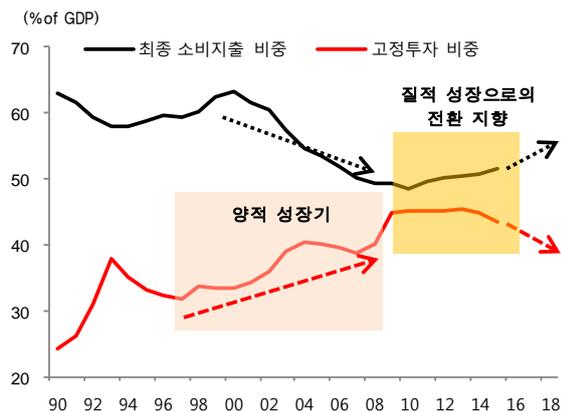
이와 같은 현상은 GVC 의 변화를 의미하며 추후 더 강화될 소지가 있다. 글로벌 무역 아젠다가 자유무역에서 보호무역으로 바뀌었고, 미국의 트럼프 정부는 강력한 무역적자 개선 의지를 직간접적으로 표명하며 대외적으로 압박을 가하고 있는 것은 과거의 GVC 를 깨뜨릴 것이다. 즉, 경기 요인에 의한 물동량의 변동은 가능하겠지만 밸런스를 거스를 수 있는 국제 무역은 더 이상 가속화되기 어렵다.

(2) 중국이 달라진다

중국이 달라지고 있다는 점도 중요 포인트다. 중국 경제는 성장 둔화와 구조 변화가 상당 기간 지속될 가능성이 높다. 그리고 이는 역시 GVC를 변화시키는 요인이다. 1990년대~2000년대 경제가 폭발적으로 성장하던 시기에 중국에서는 수출과 투자가 높은 성장 기여를 했다. 하지만 이제 과잉투자를 조정하고 소비와 서비스업을 위주로 성장 전략을 펼치고 있다. 즉, 양적 성장보다 질적 성장을 위한 목표를 수립해 가고 있다.

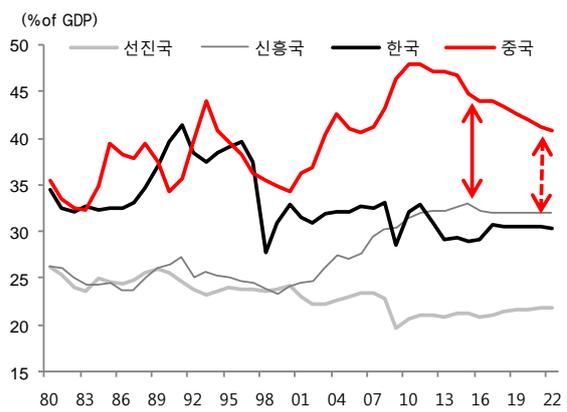
앞서 GVC의 변화와 함께 중간재의 교역 비중이 감소되고 있다는 점을 봤다. 이는 중국에서 가공 무역의 비중이 구조적으로 낮아지고 있는 GVC 변화를 의미한다. 이러한 현상은 제품과 부품의 자체 조달을 늘리고 있는 것으로 확인된다.

[그림17] 중국의 정책 목표는 투자/수출보다 소비 중심의 질적 성장



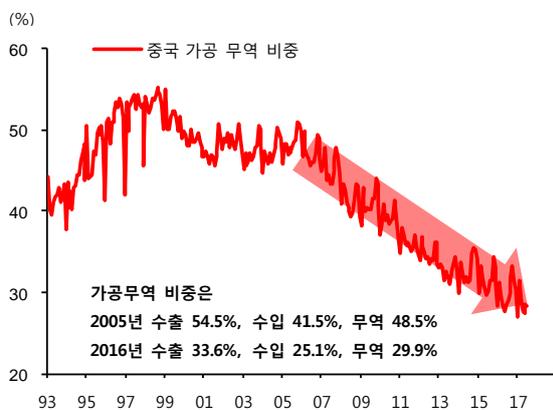
자료: CEIC, SK 증권

[그림18] 글로벌 대비 과잉 투자의 비중도 줄어들 전망



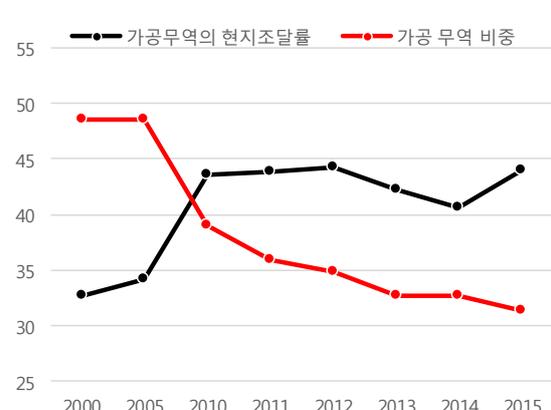
자료: IMF, SK 증권

[그림19] 중국의 가공 무역 비중은 지속적으로 감소 중



주: 가공무역은 processing and assembling, processing with imported material, outward processing 으로 구성
자료: CEIC, SK 증권

[그림20] 뿐만 아니라 자체 조달률은 꾸준히 상승하고 있음



자료: 해관총서, SK 증권

특히 중국의 제조업은 조립/가공 중심에서 이제 기술 고도화를 추진하고 새로운 부가 가치를 창출하기 위한 도약을 준비하고 있다. “중국 제조 2025”가 대표적인 캐치프레이즈가 될텐데 2025 년까지 제조강국 대열에 진입하고, 2045 년까지 제조강국의 선도적 지위로 도약하는 것을 목표로 한다. 이러한 중국 당국의 체질 개선은 GVC 역시 과거와는 달라질 것임을 시사한다.

중국은 이와 관련해 10 대 전략 산업을 육성할 계획을 내놓았는데 대상은 차세대 IT 기술, 항공 우주 설비, 신소재, 바이오 의약 등이다. 과거와는 달리 고부가가치 산업에 진입하고자 하는 의지를 분명히 한 것이다. 원자재와 굴뚝 산업에 있어 마치 블랙홀과 같이 모든 것을 흡수하던 기존 모습과는 분명 달라졌다.

[그림21] ‘중국 제조 2025’ 구상. 이 계획 하에서는 원자재/중간재 블랙홀의 역할이 제한적일 수 있음

주요 내용			
추진 전략	-1 단계(2015~5 년): 글로벌 제조강국 대열 진입 -2 단계(2016~35 년): 제조강국 내 중간수준 확립 -3 단계(2036~45 년): 세계 제조업 선도국가 지위 확립		
중점 산업	<table border="1"> <tr> <td>-차세대 IT 산업 -항공 우주 설비 -선진철도 교통설비 -해양 엔지니어링 설비 및 첨단 선박 -고급 정밀수치제어 공작 기계 및 로봇</td> <td>-전력 설비 -농업기계 설비 -신소재 -에너지 절약, 신에너지 자동차 -바이오의약 및 고성능의료기기</td> </tr> </table>	-차세대 IT 산업 -항공 우주 설비 -선진철도 교통설비 -해양 엔지니어링 설비 및 첨단 선박 -고급 정밀수치제어 공작 기계 및 로봇	-전력 설비 -농업기계 설비 -신소재 -에너지 절약, 신에너지 자동차 -바이오의약 및 고성능의료기기
-차세대 IT 산업 -항공 우주 설비 -선진철도 교통설비 -해양 엔지니어링 설비 및 첨단 선박 -고급 정밀수치제어 공작 기계 및 로봇	-전력 설비 -농업기계 설비 -신소재 -에너지 절약, 신에너지 자동차 -바이오의약 및 고성능의료기기		
중점 프로젝트	-제조혁신능력 센터 건설, 제조업종 구조 전환 -스마트 제조업 발전, 산업로봇화 발전 -공업기반 강화, 핵심기초기술 지원 -친환경 제조기술 개발, 에너지 효율 향상 -첨단설비 개발		

자료: 중국 국무원 내용 정리, SK 증권

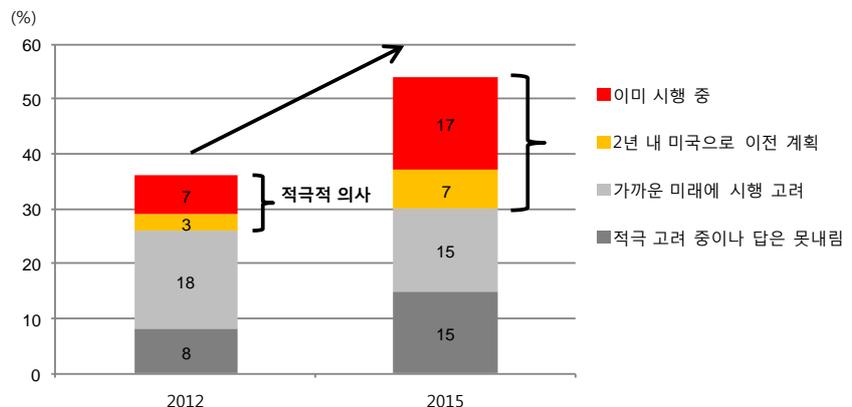
(3) Re-shoring 에 관한 제조업 경영자들의 생각

결국 글로벌 무역 규모를 구조적으로 증가시킨 GVC가 변곡점을 맞았다는 주장도 점점 늘어나고 있다. 게다가 앞으로 리쇼어링(re-shoring)이나 니어쇼어링(near-shoring)이 진전되거나, 각 거점 도시/경제권역에서 수요와 공급이 동시에 이루어지는 지역거점형 체제로 변화될 가능성도 높아지고 있다. 그 논리를 따라가 보면 고도로 분산된 가치사슬이 한결 단축될 것으로 예상할 수 있다.

리쇼어링이 진전되는 이유는 크게 2 가지다. 첫째, 그 동안 글로벌 기업들이 원가절감에 집중해 GVC를 이용했다면, 이제 점차 생산 및 유통과정에서 신속성, 유연성, 지정학적 리스크에 대한 고려가 중요해지고 있다. 둘째, 디지털 경제 발전으로 데이터 무역이 확대되고, 오픈소스 생산과 3D 프린팅 등 기술 발전으로 최초 생산을 위한 고정비용이 크게 축소되고 있는 것도 가치사슬을 단축시키는 요인이다.

보스턴 컨설팅 그룹(BCG)이 2015년 미국의 대규모 제조업체 경영자들을 대상으로 시행했던 설문조사에 따르면 추가 설비를 투입하게 된다면 중국보다 미국 내로 결정하겠다는 비율이 50%를 넘는다. 단순 수치보다는 지난 2012년에 비해 더 많은 비율의 경영자들이 리쇼어링을 적극적으로 고려하고 있다는 점이 중요하다. 또한 이미 그렇게 진행 중이라고 대답한 비중도 2012년 7%에서 2015년에는 17%에 달한다. 주요 이유를 살펴보면 1) 공급 체인을 단축시키기 위해, 2) 운송 비용을 낮추기 위해, 3) 고속련 노동자들에게의 접근, 그리고 4) 품질 혁신을 위한 통제 강화 등이 수위를 차지했다.

[그림22] Re-shoring/near-shoring 에 관한 설문조사: 중국에서 미국으로 리쇼어링을 고민하는가?



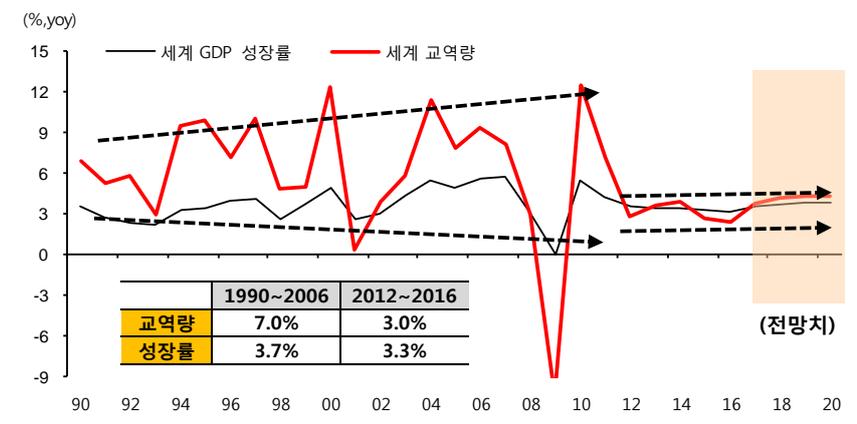
자료: BCG, SK 증권

3. 소결: 물동량이 늘어도 구조적인 증가 사이클은 아니다

2012년부터 5년 동안 빠른 속도로 둔화된 교역 증가율(물량 기준)은 경제 성장률에도 미치지 못했다. 같은 기간 성장에 대한 교역의 탄성치는 금융위기 이전과 비교해 절반 수준으로 떨어져 1 에도 미치지 못하게 됐다. 금융위기 이후 유럽 재정위기(2010~2011)가 세계 경기를 다시 끌어 내렸고, 유가 급락을 끝으로 이머징 수퍼사이클이 저물어 수출입 수요가 크게 위축된 것도 주된 배경으로 설명되곤 한다.

하지만 작년 말부터 국가별 수출입 실적은 동시다발적으로 좋아졌는데, 교역단가의 상승에 이어 물량 증가도 뒤따르고 있다는 점이 주목된다. 단적인 예로 물량과 단가를 합산한 우리나라의 수출 증가율은 2015년 -7.9%, 2016년 -5.7%에 머물렀지만 2017년 8월 누적으로 +16.5%에 이른다. 작년 11월부터 10개월 연속 증가세다. GDP의 54%를 수출이 차지하는 우리나라 경제에는 큰 호재다.

[그림23] 2012년부터 성장에 대한 교역의 탄성치는 금융위기 이전에 비해 절반으로 낮아짐



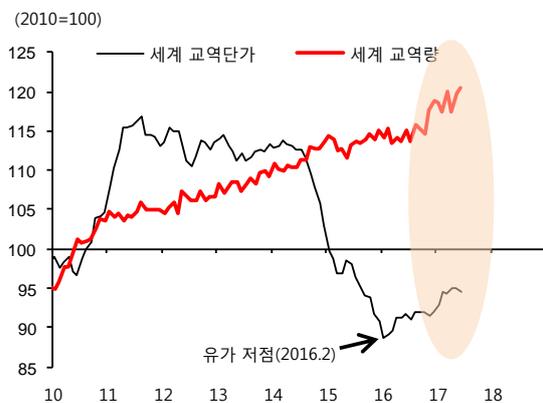
자료: IMF, SK 증권

[그림24] 2016년 하반기부터 세계 교역에 의미있는 반등이 시작됐다



자료: 네덜란드 경제정책국, SK 증권

[그림25] 기저효과도 배제할 수 없으나 물량의 증가폭도 늘었다



자료: 네덜란드 경제정책국, SK 증권

그렇다면 앞으로 물동량 Growth 를 낙관할 수 있을까? 경기적인 요인으로 접근하면 그렇다. 잘 알려진 바와 같이 '수입 수요는 성장의 함수'이기 때문이다. 그러나 앞서 살펴본 GVC 변화를 고려해야 한다. 경기는 순환적으로 턴어라운드했을 수 있지만 GVC 확장의 한계와 그로 인한 중간재 교역 비중의 축소, 전체 교역에 대한 레버리지 효과의 감소라는 트렌드는 현재진행형임을 간과해서는 안된다.

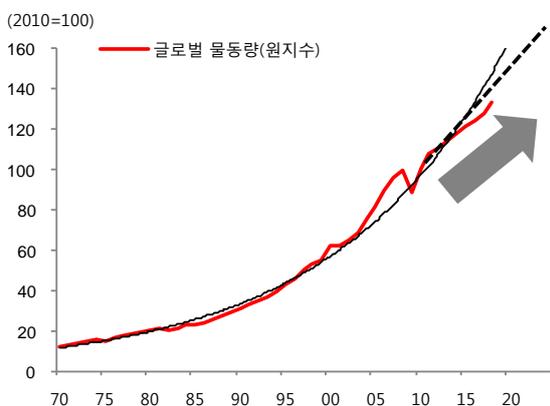
글로벌 물동량, 나아가 교역 환경에 대한 전망에 있어 다음의 두 그림을 핵심 차트로 제시한다. 2010년대 들어 글로벌 물동량은 추세선을 크게 이탈했다가 2017년 들어 다시 회귀하려는 모습이다. 경기적 원인 때문이다. 단, 이제는 추세선의 기울기가 과거와 같지 않다는 점을 감안해야 한다. 절대교역량은 늘어나도 경제 규모가 커지는 만큼에 그치다 보니 GDP 대비 물동량 비중도 일정 범위 내에서 벗어나기 쉽지 않아 보인다. 앞서 살펴봤던 구조적 요인들을 고려할 때 이것이 무역 환경에서의 New-normal 이라는 판단이다.

[그림26] 주요 선진국의 수입 수요는 경기, 특히 투자와 밀접한 상관관계를 가짐

상관관계		GDP	소비	투자
수입	미국	0.59	0.49	0.63
	유로존	0.84	0.48	0.78
	일본	0.75	0.70	0.28

자료: Bloomberg, SK 증권

[그림27] 경제 규모가 커지는 만큼 물동량은 늘어나지만 추세선이 변해



자료: 네덜란드 경제정책국, SK 증권

[그림28] 물동량 Growth는 정체돼 물동량/GDP 비율은 구간 내 머무름

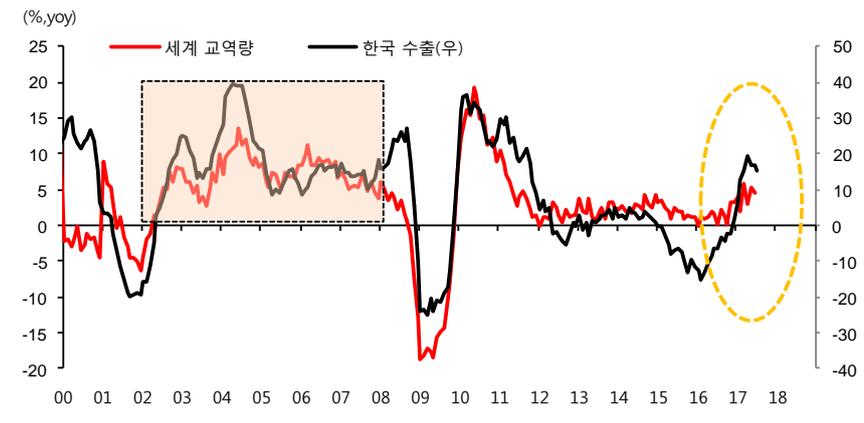


자료: 네덜란드 경제정책국, SK 증권

우리나라의 수출 구조 역시 낙관하기 어렵다. 2017년 현재 전체 수출의 63.5%가 중간재다. 전세계 트렌드와는 달리 중간재 의존도가 계속 높다. 구조적 변화에 순응하는 속도가 느리면 도태될 위험이 있다는 점을 잊어서는 안된다. 2017년 8월 현재 누적 수출이 전년비 16.5% 증가할 때 반도체가 +50%, 선박이 +46%에 이른다. 두 품목을 제외한 수출은 +8.5%로 큰 차이를 보이고 있다.

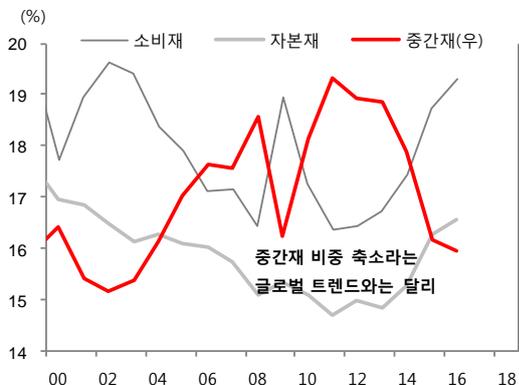
이러한 점은 한국 수출에 2가지 시사점을 준다. 첫번째는 GVC의 한계로 시작된 중간재 비중 축소로 글로벌 물동량 Growth가 제한적이라면 한국 수출에 대해 눈높이를 낮춰야 한다는 것이다. 두번째는 세계 무역 구조의 트렌드와 계속 역행할 경우 선진국과 후발 공업국가들에게 위협을 받을 수 있다는 것이다. 글로벌 무역의 구조적인 변화는 우리에게 결코 유리하지만은 않다.

[그림29] 세계 무역의 Proxy 한국 수출



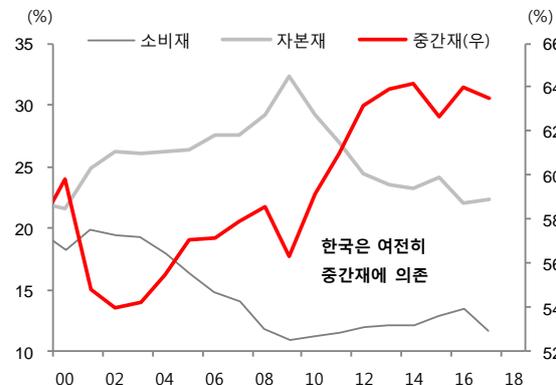
자료: 네덜란드 경제정책국, 한국무역협회, SK 증권

[그림30] 전세계 무역은 2010년대 들어 변화하고 있는 반면



자료: UN Comtrade, SK 증권

[그림31] 우리나라는 해 오던 패턴 그대로 중간재에 의존



자료: 한국 무역협회, SK 증권

Part 2. Micro 의 시선: GVCs 확장의 종료는 한국 조선업의 위기다

1. GVC 확장의 종료: 국내 조선업계에는 위기의 시그널

(1) 중국의 대형 컨테이너선 수주 사태는 위기로 인식해야 한다

GVC 확장이 종료되고 중국에서의 reshoring 이 대세로 자리잡은 현재 조선업에서는 심상치 않은 움직임이 포착되고 있다. 그 신호탄으로 받아들일 수 있는 사건이 이번 CMA CGM 이 발주한 대형 컨테이너선을 중국 조선소가 수주한 일이다. 8월 초까지만 해도 현대중공업의 수주를 전망하는 분위기였다.

[그림32] 현대중공업의 수주를 접치던 8월 초 분위기



현대重, 비수기에도 수주 총력전... 세계 최대 컨테이너선 계약 유력

8 일 글로벌 조선해운매체 트레이드윈즈뉴스는 현대중공업이 프랑스 해운사 CMA-CGM과 2만 2000TEU급 컨테이너선 9척(옵션 3척 포함)의 계약을 추진하고 있다고 보도했다...(중략)...중국 상하이외고교조선(SWS)이 현대중공업과 경쟁하고 있지만, 현대중공업은 "이전에 수차례 업체의 단독계약을 했을 만큼 관계가 좋다"며 수주를 자신하고 있다. 조선업계는 해당 선박의 가격을 적당 1 억 5000 만 달러 이상으로 추정하고 있어 계약이 성사된다면 현대중공업은 9 억 달러(옵션 포함 시 14 억 달러) 이상을 벌어들일 전망이다.

- 2017.08.08 문화일보 중 발췌

자료: 문화일보, SK 증권

그러나 모두가 아는 사실이지만 CMA CGM 은 결국 후동중화조선, 상하이외고교조선과 22,000TEU 급 초대형 컨테이너선 9 척에 대한 건조의향서를 체결했다. 알려진 바에 따르면 선주 측은 적당 건조 비용으로 1.4 억달러 수준을 희망했으나 현대중공업은 적당 1.5 억달러를 제시한 것으로 전해졌다. 중국 조선소는 이보다 더 낮은 가격을 써낸 것으로 알려졌다.

[그림33] 저가 공세에 초대형 수주를 놓친 현대중공업



고부가 선박까지 中에 뺏긴 한국 조선소

업계 인콰에선 현대중공업과 여러차례 수주계약을 맺은 곳이어서 이번에도 현대중공업의 승리를 접쳐왔다...(중략)...현대중공업이 수주전에서 패한 가장 큰 이유로 선박가격을 쏘는다. 선주측은 적당 건조비용으로 1 억 4000 만 달러 수준을 희망했으나 현대중공업은 적당 1 억 5000 만 달러, 이중연료 시스템을 적용할 경우 1 억 7500 만 달러의 가격을 제시한 것으로 전해졌다. 이는 국내 조선사 입장에서 이익을 최소화한 가격이지만 중국은 이보다 더 낮은 가격을 써낸 것으로 알려졌다.

- 2017.08.26 아시아경제 중 발췌

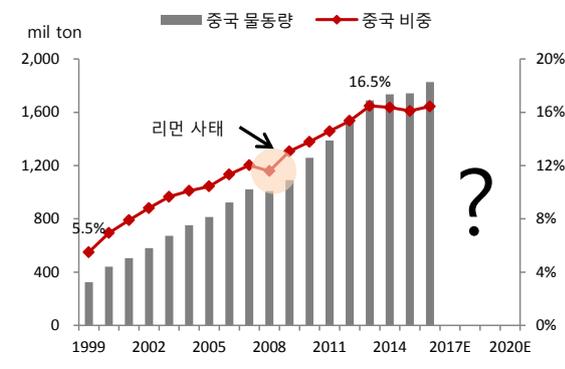
자료: 아시아경제, SK 증권

사실 대한민국 조선업계는 컨테이너선을 시작으로 시장 점유율을 늘려왔기 때문에 고부가가치 선박으로 평가되는 초대형 컨테이너선에는 자신감이 있었다. 그러나 이번 수주전 패배로 향후 수주에 대한 우려감을 감출 수 없게 되었다. 이는 GVC 확장의 종로 국면에서 중국이 어떤 위치에 놓여 있는지 가늠하게 해준다. 어느덧 중국은 중간재를 팔아 돈을 버는 나라가 아니라 기술력을 갖추고 마감재 또는 완성품으로 수익을 창출하는 나라가 된 것이다. 저부가가치의 벌크선을 넘어서서 고부가가치 선박 시장에서도 중국이 경쟁력을 갖추게 된 것이다. 심지어 가격적인 메리트까지 지닌 채 말이다.

중국은 원래 선진국의 주문을 받아 중간재를 만들고 선진국이 그것을 조립해 완성품을 파는 밸류체인인 중간 단계 역할을 했다. 이는 역사적으로 글로벌 해상 물동량을 끌어 올리는 주역이 중국이었음에서 확인할 수 있다. 2000 년대에 접어들며 전 세계 물동량에서 중국이 차지하는 비중은 급격하게 상승해 2013년에는 무려 16.5%까지 비중이 상승했다. GVC가 구축되며 글로벌 offshoring 트렌드가 발생했고, 중국으로 많은 공장들이 진출하며 중국 위주의 세계 해상 물동량 성장이 가능했다. 그러나 2008년 리먼 사태 당시 중국 해상 물동량이 꺾이더니 2014년 이후로는 비중이 정체되어 있다. Reshoring이 새로운 트렌드로 자리 잡으며 중국으로의 진출이 줄어든 것이다.

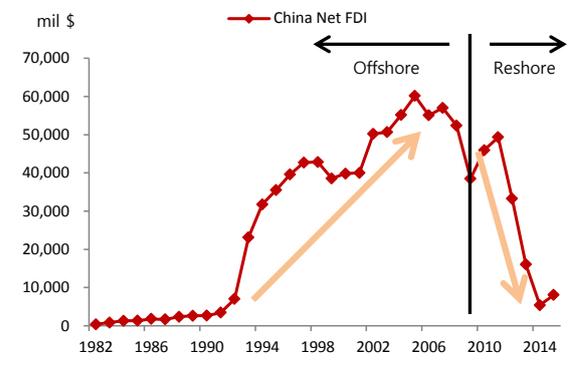
이는 중국의 순 FDI 추이에서도 확인할 수 있다. 1990년대 중후반부터 리먼 사태 이전까지 중국으로의 inward FDI가 outward FDI보다 우세했다. 쉽게 말해서 중국으로 offshoring이 이뤄지며 유입되는 돈이 나가는 돈보다 많았다는 것이다. 그러나 리먼 사태 이후로는 반대의 현상이 발생했다. Outward FDI가 inward FDI보다 더 커졌다. 이것이 reshoring으로, 중국은 이제 원자재를 수입해 중간재를 만드는 것을 넘어서서 완성품을 만들어 바깥으로 직접 수출하는 국가가 되었다.

[그림34] 글로벌 해상 물동량 성장의 중심은 중국이었음



자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

[그림35] 리먼 사태 이후로 reshoring이 대세가 됨



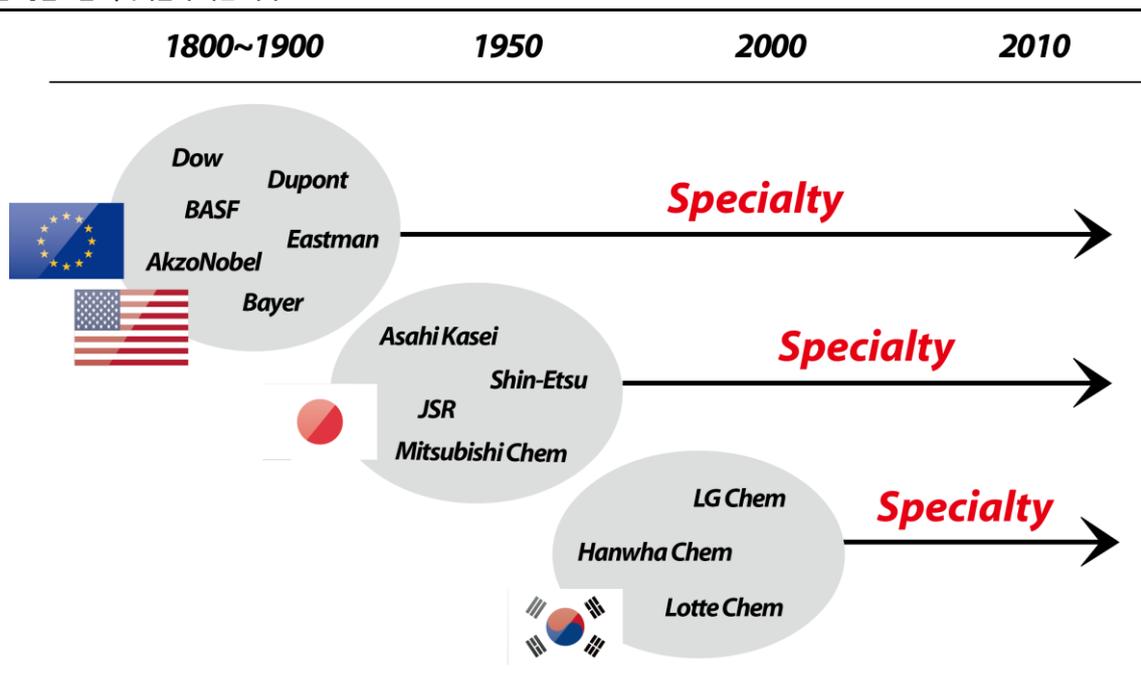
자료: UNCTAD, SK 증권

여기서 잠시 글로벌 화학사들의 사업 역사를 참고할 필요가 있다. 조선업에 대한 논의를 하는 와중에 뜬금없이 화학사들을 언급하는 것처럼 느낄 수 있을 것이다. 그러나 역사적으로 대한민국 조선업이 처했던 상황과 현재 조선업이 흘러가고 있는 방향성을 논의하는데 통찰을 얻을 수 있다는 판단에 19세기부터의 화학의 역사를 간략히 살펴보고자 한다.

먼저 Dow, Dupont, BASF, Eastman, AkzoNobel, Bayer 등의 미국과 유럽의 화학사들을 보면, 이들은 이미 19세기 이전부터 기초 화학 사업을 영위해왔다. 기초 화학 사업이란 말 그대로 순수 화학 사업으로 지금의 롯데케미칼의 사업이 해당된다. 에틸렌, 프로필렌, 부타디엔 등의 올레핀 계열 제품과 벤젠, 톨루엔, 자일렌 등의 방향족 계열 제품을 위주로 기타 다운스트림 영역의 제품들까지 생산하는 사업이다. 우리가 일상에서 쉽게 접하는 페트병이나 비닐봉지가 모두 순수 화학 제품들이다. 이 단계의 화학 사업은 기초 사업인 만큼 낮은 인건비와 지대가 갖춰지면 누구나 진입할 수 있다.

20세기에 접어들며 미국, 유럽의 기업들은 인건비와 지대가 상승하자 기초 화학 사업을 일본의 Asahi Kasei, Shin-Etsu, JSR, Mitsubishi Chem에 넘겨주게 된다. 20세기 초반에 일본의 인건비와 지대는 기초 화학 사업을 영위할 수준이었기 때문이다. 그리고 20세기 후반에는 일본도 대한민국의 LG 화학, 롯데케미칼, 한화케미칼에게 그 자리를 내어주게 된다.

[그림36] 글로벌 화학사들의 사업 역사

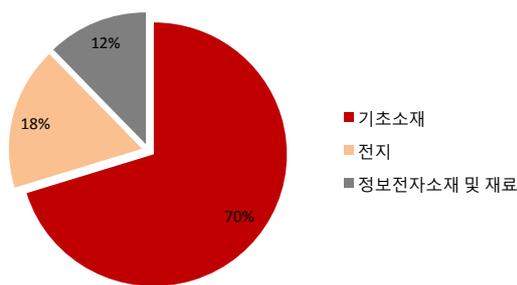


자료: Google, SK 증권

그러면 기존에 기초 화학 사업을 하던 업체들은 무엇을 하고 있을까? 높아진 생산 비용과 낮은 마진 수준에서 점유율을 후발 주자에게 넘겨준 이들은 결국 기초 화학 사업을 넘어선 소위 말하는 specialty 사업을 영위하게 되었다. 엄밀히 말하면 전통의 화학사들 중에서 specialty 사업에 진출하지 않은 기업들은 도태되었다고 보는 게 맞다. 생존한 기업들은 어느덧 화학사라고 하기엔 이미 너무 다른 이미지를 가지고 있는 기업들이다. 예를 들어 Dow는 20세기 중반부터 자동차 소재와 헬스케어 사업에 진출했으며 Dupont은 제약과 전자전기 소재 사업에 진출했다. BASF는 생명과학 사업에 진출했으며 Bayer는 생명과학 사업에 특화해 LANXESS를 출범시키기까지 했다. 일본 기업들 역시 다르지 않다. 한국과 대만에 순수 화학의 패권을 넘겨준 뒤 반도체를 비롯한 IT 소재 사업에 진출하거나 제약 사업에 진출했다.

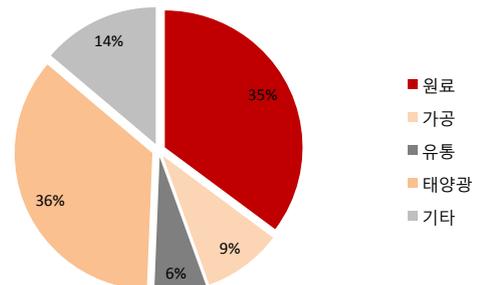
지금 대한민국의 LG 화학과 한화케미칼의 모습에서도 사업의 변천사는 쉽게 확인된다. 대한민국은 2000년대에 들어서며 중동과 중국이 낮은 비용으로 순수 화학 사업을 시작한 이래로 위기감을 느꼈다. 실제로 중동 지역에서는 2000년대 후반에 에틸렌 설비를 전례 없던 수준으로 증설하며 글로벌 화학 제품 가격의 다운사이클을 이끌었다. 따라서 대한민국의 LG 화학과 한화케미칼은 순수 화학의 영역을 넘어설 필요성을 느끼고 각각 중대형 배터리 시장과 태양광 시장에 진출했다. 2016년 기준으로 이미 LG 화학의 배터리와 정보전자소재 매출액 비중은 30%에 육박하며, 한화케미칼의 매출액 중 36%는 태양광 사업에서 창출된다. 이미 순수 화학의 비중이 줄어들기 시작한 것이다.

[그림37] LG 화학의 2016년 기준 매출액 구성 비율



자료: Dart, SK 증권

[그림38] 한화케미칼의 2016년 기준 매출액 구성 비율



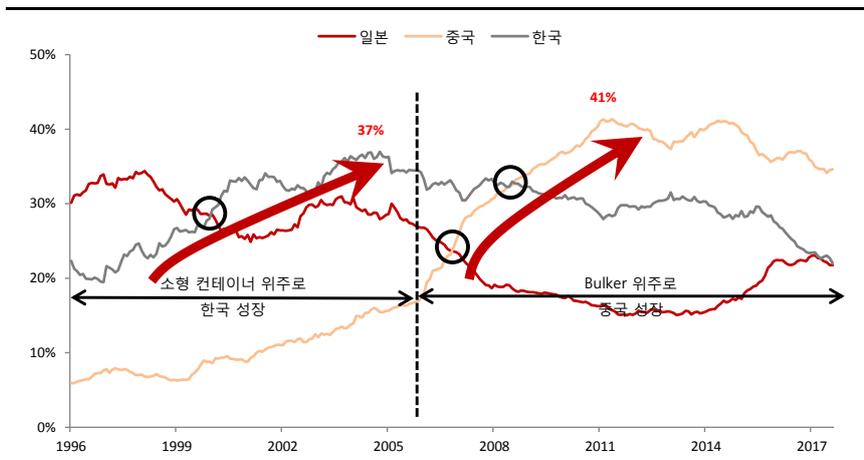
자료: Dart, SK 증권

전통의 화학사들이 제약, IT 소재, 배터리 등으로 진출한 것은 단순히 후발 주자에게 시장을 빼앗겼기 때문에 어쩔 수 없었다고 치부할 일은 아닌 것 같다. 마치 워크맨(Walkman)을 SONY가 처음 만들고 큰 성공을 거둔 뒤에 수많은 후발 주자들이 시장을 잠식해 가자 CD 플레이어가 등장한 것과 비슷한 이치다. 순수 화학의 헤게모니 이동에서 생존한 기업들은 새로운 생산 방법과 상품개발 등의 기술 혁신으로 새로운 이윤을 추구한 것이며 이는 조지프 슈페터의 ‘창조적 파괴’와 맞닿아 있는 것 같기도 하다. 어찌 되었든 specialty로 나아가는 과정에서 후발 주자들의 공격적인 확장에 도태되는 기업들이 존재했기 때문에 창조적 파괴의 과정은 분명 기업들에게 위기로 작용하는 것 같다.

SK 증권 리서치센터는 대한민국의 조선업이 맞닥뜨리고 있는 작금의 현실이 그 위기라고 제시하는 바이다. 왜냐하면 중국이 최근 대형 컨테이너선을 현대중공업보다 낮은 가격에 수주했다는 것은, 일본의 화학사들이 미국과 유럽의 화학사들을 낮은 임금과 낮은 지대를 무기로 밀어낸 것처럼 대한민국 조선소들에게 위기의 시그널이기 때문이다. 조선업의 역사적 흐름에서 현재가 위기인지 아닌지를 가늠해 보자.

Clarksons Research 집계 이래로 조선업은 두 번의 세대 교체가 있었다. 첫 시기는 1990년대 후반으로 대한민국 조선소들이 일본 조선소들을 밀어내며 수주잔고 기준 세계 시장 점유율 37%를 기록하며 1위로 올라선 때다. 그리고 2000년대 중반부터는 중국 조선소들이 일본과 대한민국 조선소들을 제치고 점유율 41%를 달성하며 1위로 올라선다. 각 시기에 대한민국과 중국이 선발 주자를 앞지르는데 주로 공략했던 선종은 소형 컨테이너선과 Panamax 급 벌커로 모두 저부가가치 선종이었다.

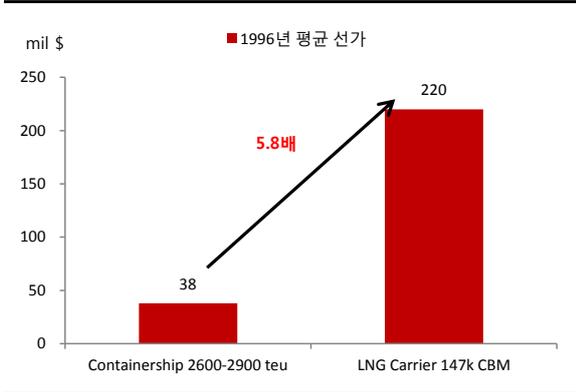
[그림39] 모든 선종 합산 Orderbook 기준 일본, 중국, 한국의 점유율 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

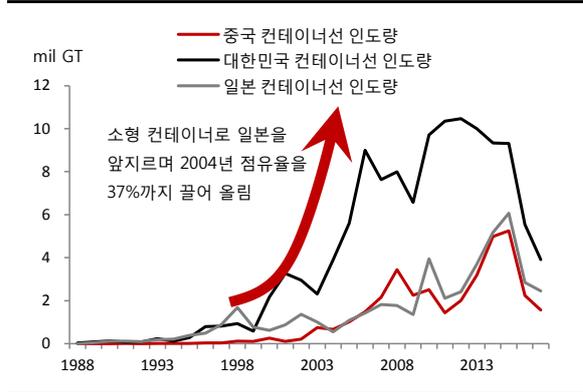
대한민국이 점유율을 끌어 올리던 1996 년을 기준으로 할 때 소형 컨테이너는 척당 3,800 만 달러 수준이었고, LNG 탱커는 2.2 억 달러 수준이었다. 소형 컨테이너선이 LNG 탱커의 1/5.8 수준인 저부가가치 선종이었다. 따라서 상대적으로 투입 원가가 낮은 대한민국이 공격적으로 소형 컨테이너선 위주의 선대 확장을 도모했고 2004년에는 수주 잔고 기준 시장 점유율을 37%까지 끌어 올리며 일본을 밀어냈다.

[그림40] LNG 탱커의 약 1/5.8 가격 수준이던 소형 컨테이너선



자료: Clarksons Research, SK 증권

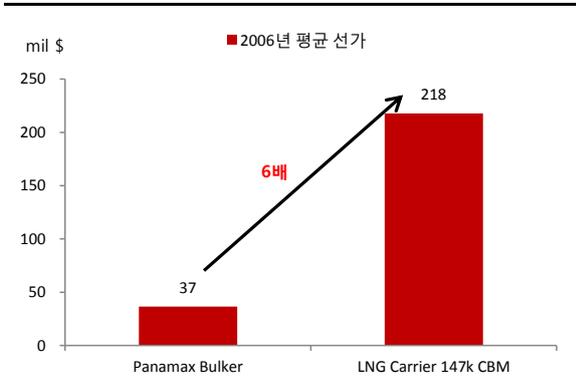
[그림41] 소형 컨테이너로 선대를 확장하며 일본을 앞지른 대한민국



자료: Clarksons Research, SK 증권

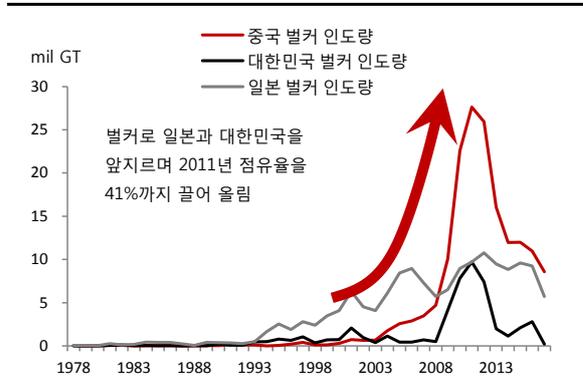
그리고 중국이 점유율을 끌어 올리기 시작한 2006 년을 기준으로 할 때 Panamax 급 벌커는 척당 3,700 만 달러 수준이었고, LNG 탱커는 2.18 억 달러 수준이었다. 역시나 벌커가 LNG 탱커의 1/6 수준으로 저렴한 저부가가치 선종이었고, 중국 조선소들은 상대적으로 낮은 비용으로 공격적인 벌커 수주를 이뤄냈던 것이다. 중국 조선소들은 수주 잔고 기준으로 2006 년에 일본을 제치고 2008년에는 대한민국까지 넘어서더니 2011년에는 점유율을 41%까지 끌어 올렸다. 이후 대한민국은 점유율을 계속 경쟁국들에게 내어주고 있다.

[그림42] LNG 탱커의 약 1/6 가격 수준이던 벌커



자료: Clarksons Research, SK 증권

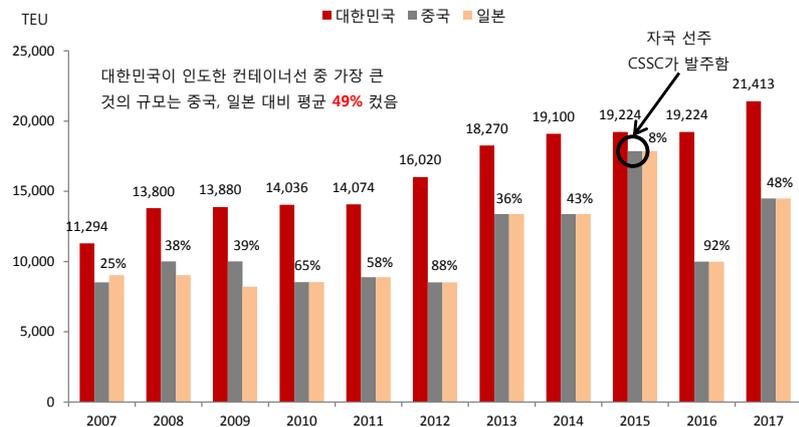
[그림43] 벌커로 선대를 확장하며 일본과 대한민국을 앞지른 중국



자료: Clarksons Research, SK 증권

이렇듯 선박 주자들이 위기에 빠지던 시기에는 오래 후발 주자의 저가 공세가 있었다. 이번 중국 조선소의 초대형 컨테이너선 수주 사례 역시 비슷한 맥락에서 이해할 필요가 있다. 원래 컨테이너선의 대형화는 늘 대한민국이 이끌어 왔다. 2017년에 인도된 컨테이너선들의 규모만 비교해보더라도 대한민국의 삼성중공업이 인도한 21,413TEU 급 컨테이너선은 중국과 일본이 인도한 컨테이너선 중 가장 큰 것의 규모 대비 48%나 큰 것이었다. 역사적으로 보자면 대한민국은 중국, 일본보다 평균 49% 큰 대형 선박을 인도해 왔다. 2015년에 중국이 인도한 17,859TEU 급 컨테이너선은 자국 선주인 CSSC가 발주한 물량임으로 이를 제외하고 본다면 대한민국은 글로벌 컨테이너선 강자임이 자명해 보인다.

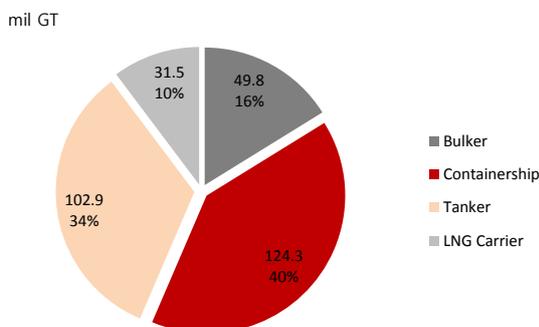
[그림44] 연도별 인도 물량 중 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 평균 49% 상회했음



자료: Clarksons Research, SK 증권

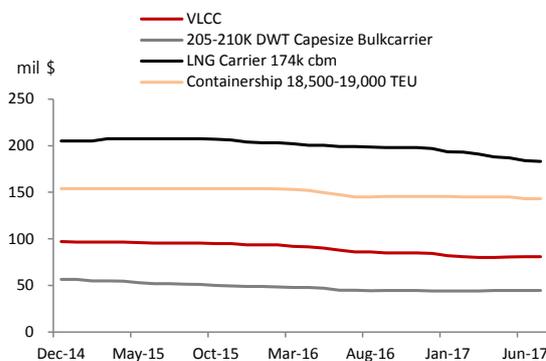
대한민국이 인도한 선박들의 40%가 컨테이너선임에서도 강자의 면모를 확인할 수 있으며 대형 컨테이너선은 선가 레벨도 고부가가치 선박으로 확실하게 자리 잡은 상태다.

[그림45] 대한민국 조선사가 인도한 선박의 40%는 컨테이너선임



자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림46] 대형 컨테이너선은 고부가가치 선박임



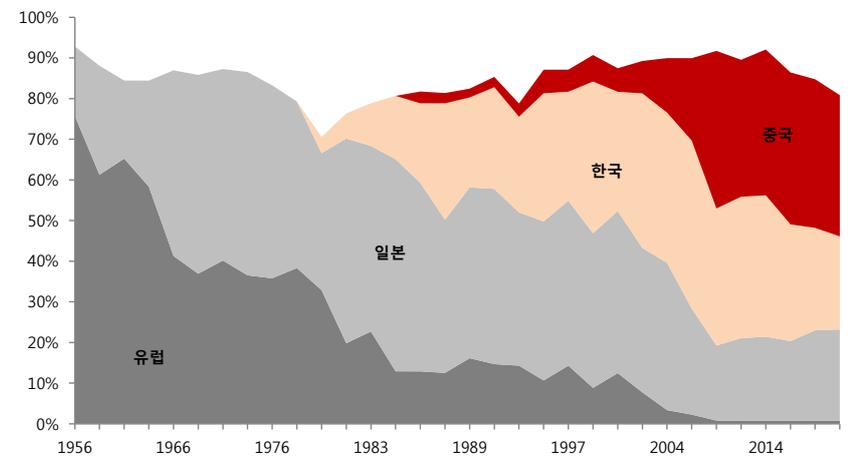
자료: Clarksons Research, SK 증권

그런데 놀랍게도 대한민국이 아닌 중국이 처음으로 한번도 발주된 적이 없는 22,000TEU 급의 초대형 컨테이너선을 수주한 것이다. 발주처인 CMA CGM 이 중국 국영 해운사인 COSCO 와 함께 오션 얼라이언스 멤버인 점이 이번 수주 경쟁에 영향을 주었다는 정치적인 해석도 있다. 하지만 해운 동맹은 5 년마다 재편성이 되는 부분이고 선박의 수명은 20 년을 넘기 때문에 CMA CGM 이 굳이 동맹 관계를 염두에 두고 중국 조선소에 발주할 개연성은 낮아 보인다.

따라서 이번 사태는 중국 조선업체들이 벌크선에 이어 컨테이너선 시장에서까지도 저가양품(低價良品)을 만들수 있게 되었다는 점을 인정해야 하는 시기임을 시사한다. 생산 비용이 낮아 글로벌 offshoring 트렌드의 중심이 되었던 중국이 기술을 배양해 가격 메리트까지 가진 고부가가치 제품으로 포트폴리오를 넓혀가는 국면에 접어든 것이다.

중국의 위협은 조선업의 장기 역사에서 보면 더욱 큰 위기로 받아들여진다. 본래 조선업의 패권은 유럽, 그 중에서도 영국에 있었다. 그러나 1956 년을 시작으로 영국 조선업은 점차 일본에게 점유율을 내주더니 사양세로 접어들었다. 이후 일본도 다시 예전의 영예를 찾지 못했다. 그나마 일본은 1978 년 1 차 구조조정으로 설비의 35%를 감축하고 1987 년에 2 차로 또다시 설비의 20%를 감축하며 현재 세계 3 위를 유지중이다. 그러나 한국과 중국에 내어준 자리를 되찾은 것이 아니라 아슬아슬하게 현상 유지를 하는 모습이다. 대한민국이라고 영국이나 일본의 전철을 밟지 말란 법이 없다. 화학사들이 specialty 를 추구했듯이 대한민국 조선업체들도 해양플랜트에 도전했으나 그마저도 저유가 cycle 을 맞이해 애물단지로 전락한 현재는 풍전등화의 상황과 같다고 할 수 있다.

[그림47] 조선 산업의 역사에서 한번 빼앗긴 점유율을 되찾은 사례는 없음



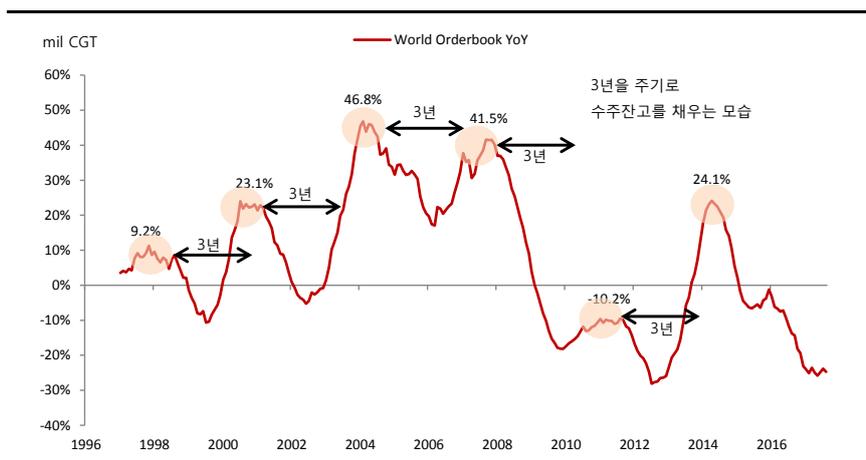
자료: SMM, Clarksons research, SK 증권

(2) 앞으로의 글로벌 발주는 중국 조선소의 수혜일 것

SK 증권 리서치센터는 글로벌 조선업이 침체에 접어들어 발주가 전무할 것이라는 의견을 제시하는 것이 아니다. 글로벌 조선업계는 앞으로 small cycle 과 big cycle 에 해당하는 발주가 기다리고 있지만 그 과정에서 대한민국 조선업계보다는 중국 조선소가 재미를 볼 것이라는 판단이다.

먼저 small cycle 이라는 것은 수주잔고의 3년 cycle 이다. 역사적으로 전 세계 선박 수주잔고는 대략 3년마다 잔고를 비우고 채우는 패턴을 보여왔다. 주요 선종들의 공기가 약 3년 안팎이라는 점을 감안하면 납득이 가는 부분이다. 2017 년은 2014 년 수주잔고 피크 이후에 잔고를 아직 채우지 못한 구간이기 때문에 잔고를 다시 채울 때가 도래했다는 판단이다.

[그림48] 3년을 주기로 빠진 수주잔고를 채우는 모습



자료: Clarksons Research, SK 증권

그러나 2017 년의 small cycle 은 대한민국보다는 중국 조선소들이 수주를 많이 가져갈 것으로 전망되며, big cycle 역시 중국의 수혜가 될 것으로 판단한다. 그 이유는 발주의 세가지 조건을 감안했을 때 중국에게 유리한 국면이 자명하기 때문이다. 발주의 세가지 조건은 다음과 같다.

- 1) 발주의 인디케이터: 선박이 발주되는 트리거가 발동되어야 함
- 2) 우호한 용선료: 용선료가 상승 국면이어야 해운사가 발주를 냄
- 3) 공급 과잉 여부: 이미 선복량이 넘친다면 추가적인 발주가 어려움

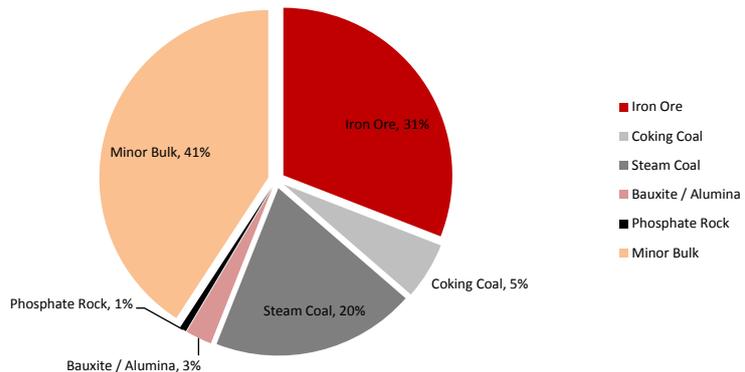
우선 대표 선종이라 할 수 있는 벌커, 탱커, 컨테이너선, LNG 탱커를 기준으로 발주 여건을 살펴보자.

[표2] 선종별 발주 여건 Table

	벌커	탱커	컨테이너선	LNG 탱커
인디케이터	철광석 물동량 증가	정제 시설 증설	대형화 추세	미국의 LNG 수출
용선료	하락 전망	하락 전망	하락 전망	하락 전망
공급 과잉 여부	공급 과잉	공급 과잉	공급 과잉	공급 과잉
종합 의견	발주 여건 불량	발주 여건 불량	발주 여건 불량	발주 여건 불량

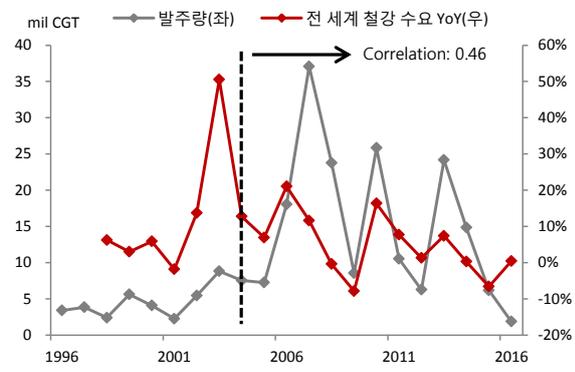
선종별로 살펴보면 모두 발주의 트리거가 발동된 상태이다. 먼저 벌커는 철광석 물동량이 늘어날 전망이다. 벌커 물동량의 절반 이상은 철광석과 석탄이기 때문에 철광석과 석탄 물동량의 증가는 추가적인 벌커 발주의 트리거가 된다. 그 중에서 철광석은 철강재를 생산하는데 투입되는 주요 원료이기 때문에 철강 수요를 따라 물동량이 증가한다.

[그림49] 2016년 기준 벌커 물동량에서 철광석과 석탄이 차지하는 비중은 50%를 상회함



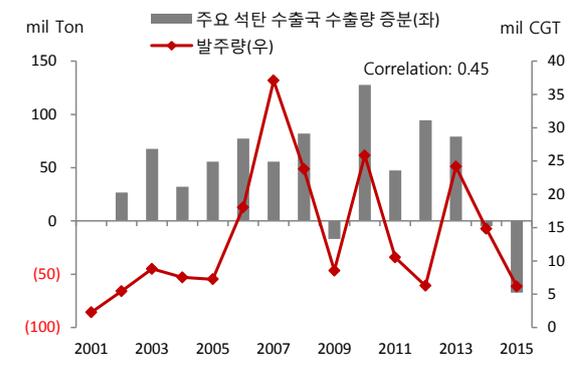
자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림50] 철강 수요에 따라 발주가 늘어나는 벌커



자료: Bloomberg, Clarksons Research, SK 증권

[그림51] 석탄 물동량도 벌커 발주의 인디케이터임



자료: ITC, Clarksons Research, SK 증권

철광석 물동량 증가는 중국의 철강 수요 증가에 기인한다. SK 증권 리서치센터는 지난 2017년 2월 27일에 발간한 “중국 가스인프라의 대(大) 굴기: Global New Energy Roadmap Episode I”에서 중국의 가스 생산 목표에 따른 sensitivity 분석으로 중국 철강 수요의 연간 성장률을 추정할 바 있다. 2020년까지 PNG 수입량 150bcm, 셰일가스 생산량 30bcm, LNG 수입량 40bcm 을 달성한다고 가정했을 때 가스파이프 관련 수요만으로 2020년까지 중국 철강 수요의 CAGR 은 +8.28%에 이르러야 한다는 결론을 산출했다. 2016년 기준 CAGR +1.3%였으니 이를 기반으로 삼는다면 10% 수준까지 성장률을 끌어올릴 수 있다는 것이다.

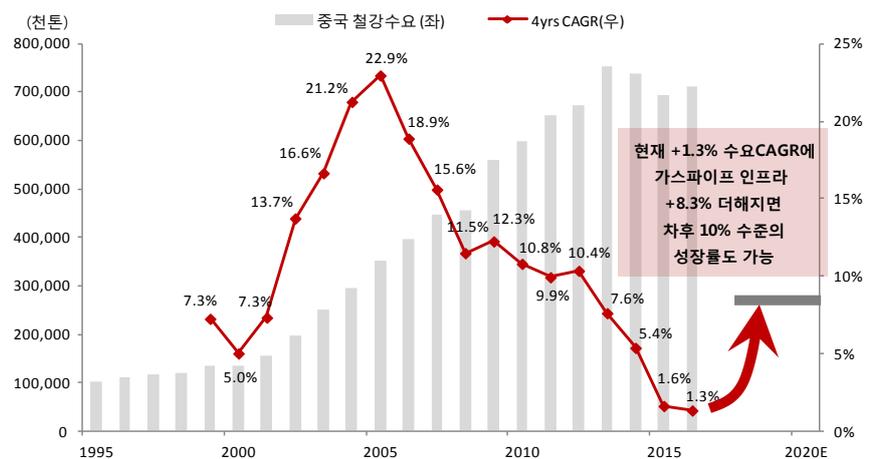
[표 3] 중국이 2020년까지 목표한 가스생산을 달성할 시 중국 철강수요의 연간 성장률 Sensitivity

셰일가스/PNG (단위: bcm)	100	110	120	130	140	150	160	170	180	190	200
10	7.40%	7.57%	7.75%	7.92%	8.09%	8.26%	8.43%	8.60%	8.77%	8.94%	9.10%
15	7.40%	7.58%	7.75%	7.92%	8.09%	8.27%	8.44%	8.60%	8.77%	8.94%	9.11%
20	7.41%	7.58%	7.75%	7.93%	8.10%	8.27%	8.44%	8.61%	8.78%	8.94%	9.11%
25	7.41%	7.58%	7.76%	7.93%	8.10%	8.27%	8.44%	8.61%	8.78%	8.95%	N/A
30	7.41%	7.59%	7.76%	7.93%	8.11%	8.28%	8.45%	8.62%	8.78%	8.95%	N/A
35	7.42%	7.59%	7.77%	7.94%	8.11%	8.28%	8.45%	8.62%	8.79%	N/A	N/A
40	7.42%	7.60%	7.77%	7.94%	8.11%	8.28%	8.45%	8.62%	8.79%	N/A	N/A
45	7.43%	7.60%	7.77%	7.95%	8.12%	8.29%	8.46%	8.63%	N/A	N/A	N/A
50	7.43%	7.60%	7.78%	7.95%	8.12%	8.29%	8.46%	8.63%	N/A	N/A	N/A

자료: SK 증권

주: 우측은 PNG 생산량, 좌측은 셰일가스 생산량 가정임. LNG 생산량은 2020년까지의 증분 220bcm 에서 PNG 와 셰일가스 가정치를 뺀 값으로 산정했음

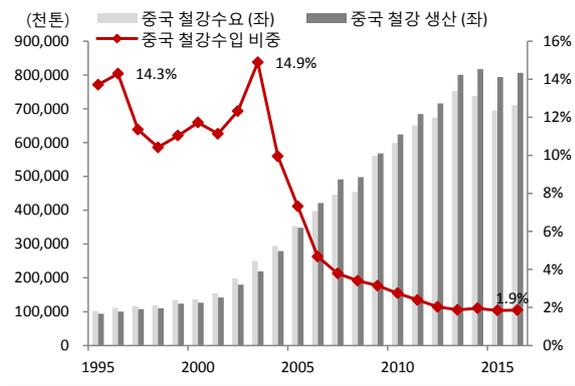
[그림52] 중국 가스인프라로 차후 4년간 철강수요 CAGR +8.3%까지 더하면, 총 수요성장 10%도 가능



자료: Bloomberg, SK 증권

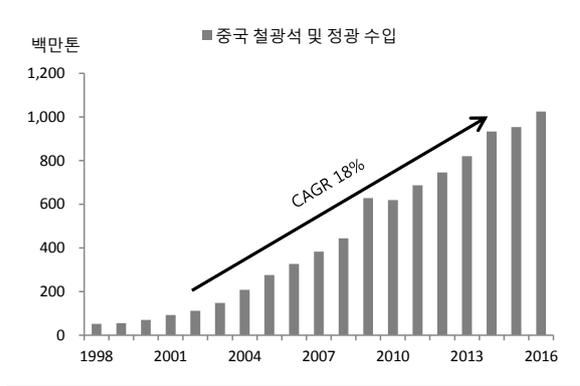
사실 중국은 늘어나는 철강 수요를 수입보다는 자체 생산으로 충당해오고 있다. 중국의 철강 수입 비중은 2016 년 기준 1.9%까지 빠졌는데 자체 생산량은 구조조정 이슈로 소폭 감소하긴 했으나 여전히 역사적으로 많은 양을 생산하고 있다. 하지만 철강재를 생산하려면 철광석이 필요하기 때문에 중국이 철강 수입 대신 철광석 수입을 늘려왔고 앞으로도 지속 성장할 것으로 전망된다.

[그림53] 중국은 철강 수요를 수입보다는 자체 생산으로 충당함



자료: Bloomberg, SK 증권

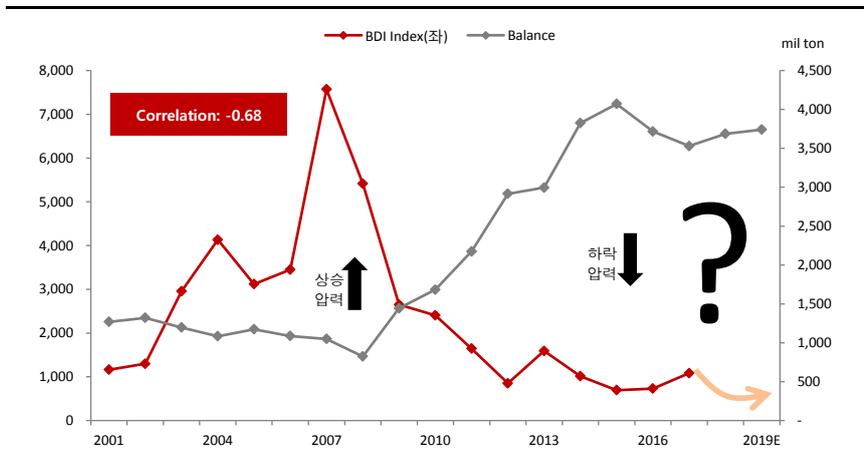
[그림54] 중국의 철광석 수입량은 연평균 18%로 성장해 옴



자료: Bloomberg, SK 증권

문제는 용선료와 공급 과잉 이슈이다. SK 증권 리서치센터는 지난 2017년 7월 3일에 발간한 “남쪽 나라 LNG의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 LNG 탱커의 공급 과잉 여부를 판별하기 위해 balance(물동 가능량 - 실제 물동량) 개념을 도입한 바 있다. 이는 실질적으로 배가 얼마나 여유 있는지를 가늠하는 지표이며 역사적으로 용선료와 역으로 가는 패턴을 보인다.

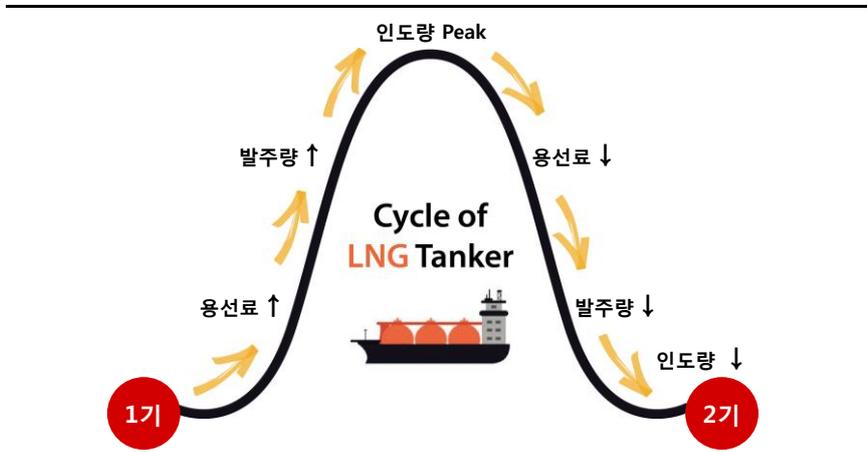
[그림55] 벌커의 용선료 지수인 BDI는 앞으로 우하향 할 가능성이 높음



자료: ITC, Searates, Clarksons Research, SK 증권

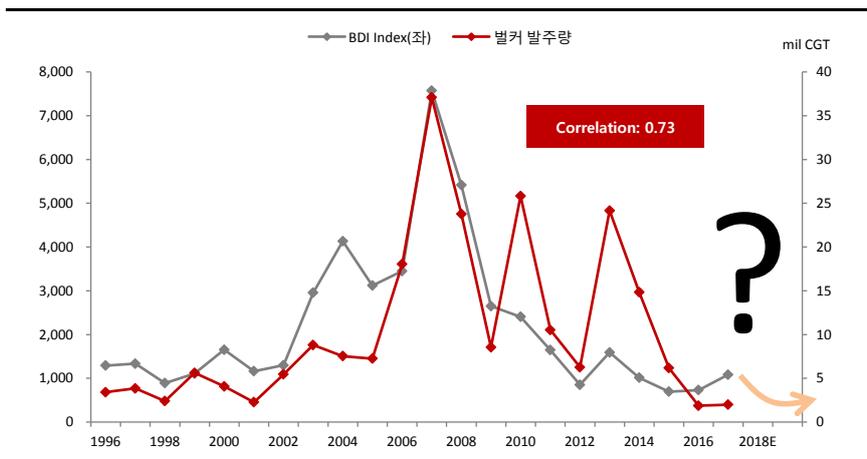
보다시피 벌커의 balance 는 이미 양수이다. 2000 년대를 거치면서 공급 과잉이 심화되었기 때문에 역의 관계에 있는 용선료는 앞으로 상승하기 쉽지 않다는 판단이다. 용선료와 balance 간의 역의 관계에 대해서는 마이클 포터의 cycle 논리로 설명이 된다. 발주량이 인도되어 인도량이 peak 를 기록하면 역의 관계에 있는 용선료는 하락하게 되는데, 이때 선박을 발주하는 해운사는 용선료가 영원히 하락할 것으로 지나치게 비관적인 기대를 하며 발주를 줄이게 되는 것이다. 실제로 벌크선 용선료 지수인 BDI 와 발주량은 0.73 의 상관관계를 가진다. 즉, 낮은 용선료는 발주를 억제하고 공급 과잉은 수요를 억제하는 요소이다.

[그림56] Cycle of LNG Tanker(1기 ~ 2기)



자료 : SK 증권

[그림57] 용선료가 오르지 않으면 해운사는 발주를 늘리지 않음



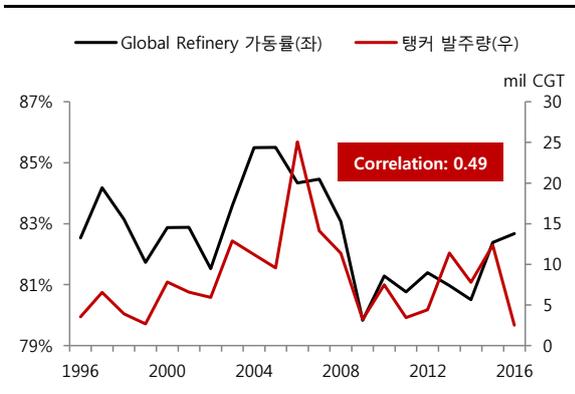
자료 : Clarksons Research, SK 증권

과연 이런 발주 여건에서 발주사들이 굳이 높은 선가를 요구하는 조선사에 발주를 줄까? 중국 조선소가 파고드는 지점이 바로 여기다. 따라서 세계 수주잔고가 3년마다 작은 cycle로 일감을 채우는 패턴상 발주량이 나온다면 낮은 선가를 제시하는 중국 조선소 외에는 수주가 어려운 것이며 이 때문에 중국 조선사의 시장 점유율이 높아질 수밖에 없는 국면인 것이다.

VLCC의 발주여건 역시 마찬가지다. VLCC는 원유 운반선이기 때문에 원유의 물동량을 늘리는 요인이 발주의 인디케이터로 작용한다. 낮은 정제시설 가동률에 있다. 생산된 원유는 그 자체로는 아무런 쓸모가 없다. 생산된 원유의 99%는 정제 과정을 거쳐서 가솔린, 등유와 같은 제품으로 가공되어야 한다. 따라서 정제시설의 가동률이 올라가는 것은 추가적인 원유의 투입이 필요해 원유 물동량이 늘어나는 효과를 가져온다.

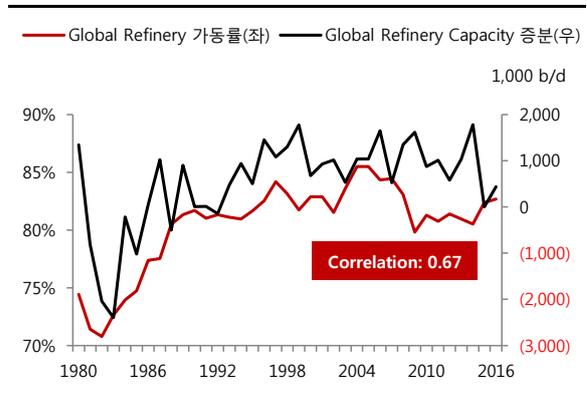
여기서 정제시설의 가동률 상승은 정제시설 capacity 증설과 같은 맥락이다. 예를 들어 산유량이 늘면 기존의 정제시설은 가동률을 올리고, 추가적인 정제시설 증설을 통해 넘치는 원유 공급량을 감당해야 하는 것이다. 따라서 정제시설 가동률과 capacity의 증분도 같이 움직인다.

[그림58] 탱커 발주는 정제시설 가동률과 함께 움직임



자료: BP, Clarksons Research, SK 증권

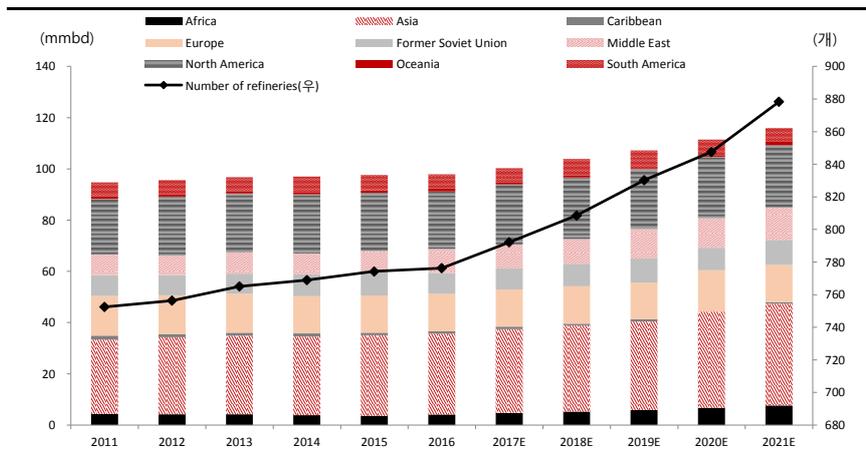
[그림59] 그리고 정제시설 가동률은 정제시설 capa 증분을 따라감



자료: BP, SK 증권

그리고 정유설비는 앞으로 대규모 진입이 예정되어 있다. Global Data 에 따르면 2021년까지 4년간 16%가 증설될 것으로 알려져 있으며 특히 말레이시아와 중국을 비롯한 아시아 지역과 나이지리아 등의 아프리카 지역에서의 증설이 예상되고 있다. 40여개의 신규 정유설비가 들어서며 증설이 완료되는 2021년에는 1.17억 b/d 수준의 capacity를 보유하게 된다.

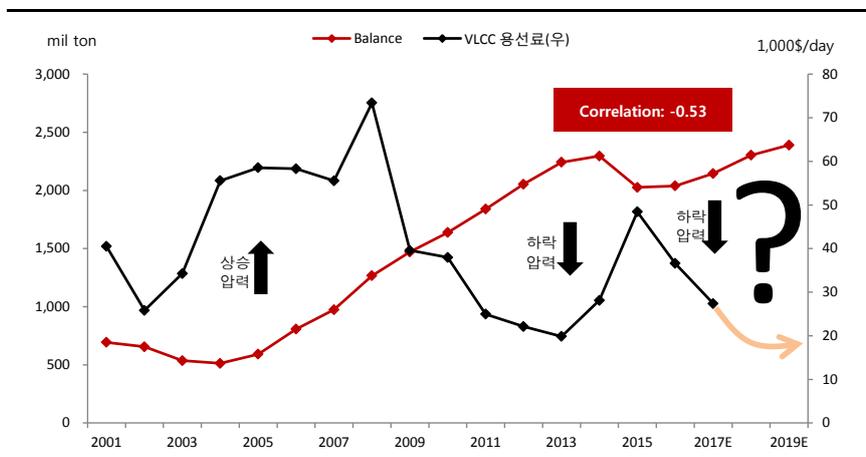
[그림60] 정제시설 capacity는 2021년까지 증설될 계획임



자료: Global Data, SK 증권

증설된 용량만큼 원유 물동량이 증가하면 좋겠지만 세계 원유 물동량의 51% 가량은 송유관을 통해 운반되어 육상 물동량에 해당하고 탱커로 운반되는 49%의 물량만이 탱커에 유의미한 숫자이다. 이를 감안해 VLCC의 balance를 추정해보니 별거처럼 이미 공급 과잉 상태다.

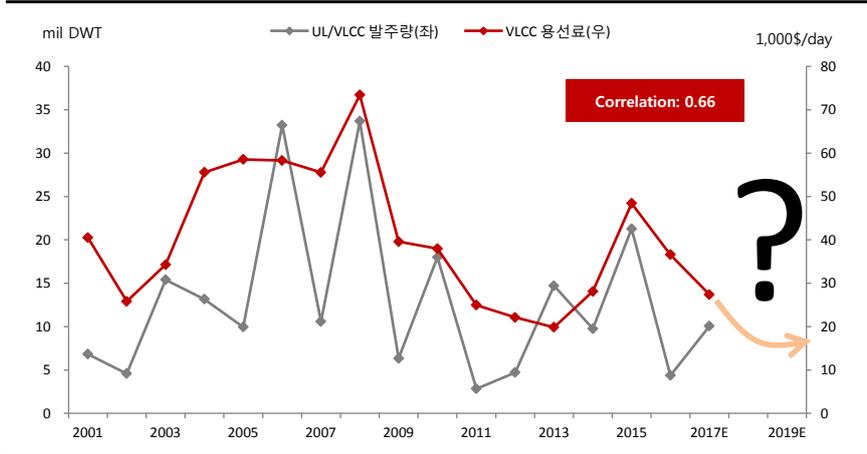
[그림61] VLCC도 이미 공급 과잉 상태이며 앞으로 용선료는 우하향할 전망



자료: BP, Searates, Clarksons Research, SK 증권

그리고 벌커에서 설명했지만 용선료와 발주량은 통상적으로 같이 갈 수 밖에 없기 때문에 VLCC 용선료 하락세가 점쳐진다면 추가적인 발주가 어렵다. 따라서 VLCC 도 중국이 낮은 선가로 진출하게 된다면 굳이 높은 선가를 제시하는 대한민국이나 일본 조선소에 발주를 줄 이유가 없는 상황이다.

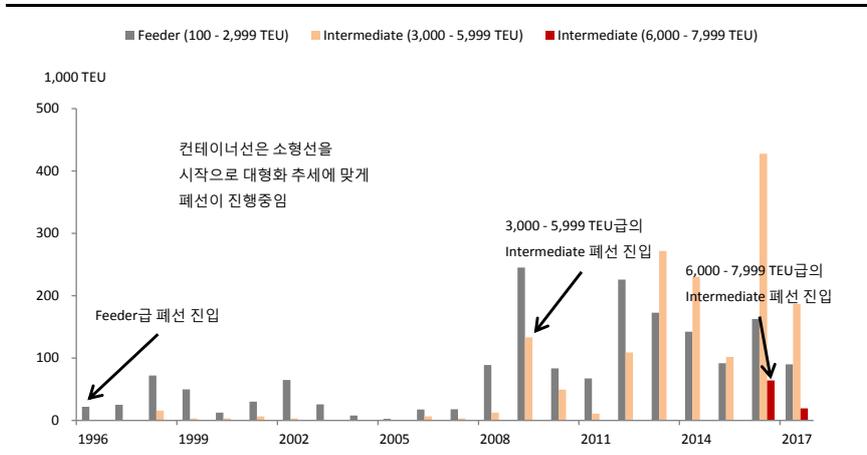
[그림62] 용선료가 오르지 않으면 해운사는 발주를 늘리지 않음



자료: Clarksons Research, SK 증권

컨테이너선이라고 사정이 다르지는 않다. 낮은 용선료와 공급 과잉 이슈로 발주 여건이 불량하다. 컨테이너선 시장의 화두는 대형화다. 파나마 운하의 확장과 국제 얼라이언스 (해운동맹)의 개편으로 대형 컨테이너선의 발주가 기대된다. 실제로 컨테이너선대는 소형선인 Feeder 급부터 폐선에 진입했으며 2000년대 후반부터는 Intermediate 급도 폐선에 들어갔다. 최근에는 6,000TEU 급 선박도 폐선에 진입했고 대형 컨테이너선 위주로 발주가 나고 있다.

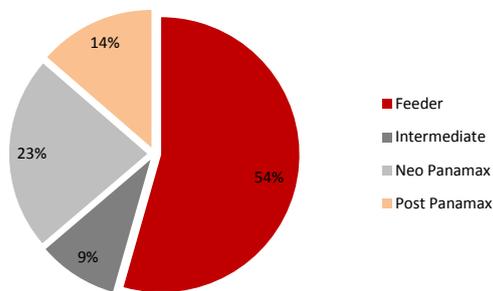
[그림63] Feeder 급 컨테이너선부터 폐선에 진입한 후 Intermediate 급까지 폐선 진입함



자료: Clarksons Research, SK 증권

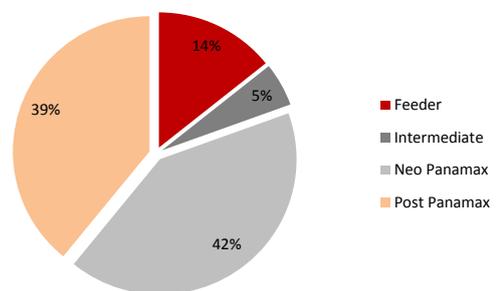
2017년 8월 현재의 orderbook 을 보더라도 컨테이너선의 대형화는 확연히 보인다. 척수 기준으로는 소형 컨테이너선이 54%를 차지하지만, TEU 기준으로는 14%에 불과하며 대형선인 Post Panamax 급과 Neo Panamax 급을 합산하면 81%를 이룬다. 이는 용선료가 낮기 때문에 소형선을 스크랩하고 단위 운송비용이 낮은 대형선 위주로 선대를 교체하려는 움직임이 있기 때문이다. 또한 얼라이언스 개편에 따른 선제적 선대 확보 경쟁 이슈도 있다.

[그림64] 컨테이너선 수주 잔고 척수 기준 급별 점유율



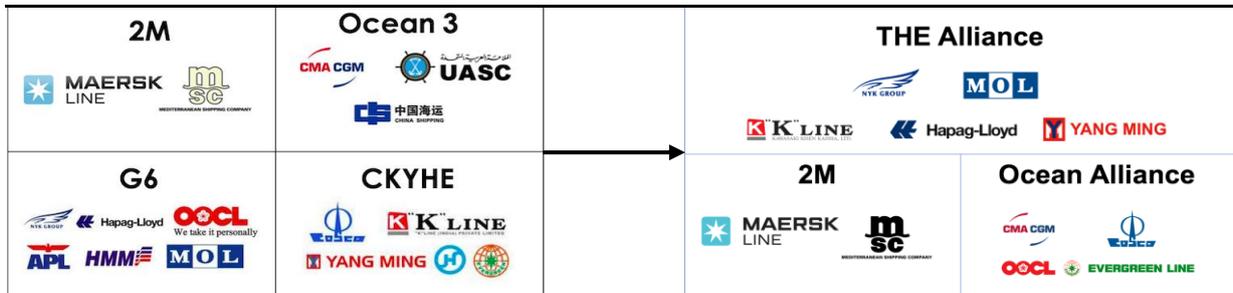
자료: Claeksons Research, SK 증권

[그림65] 컨테이너선 수주잔고 TEU 기준 급별 점유율



자료: Claeksons Research, SK 증권

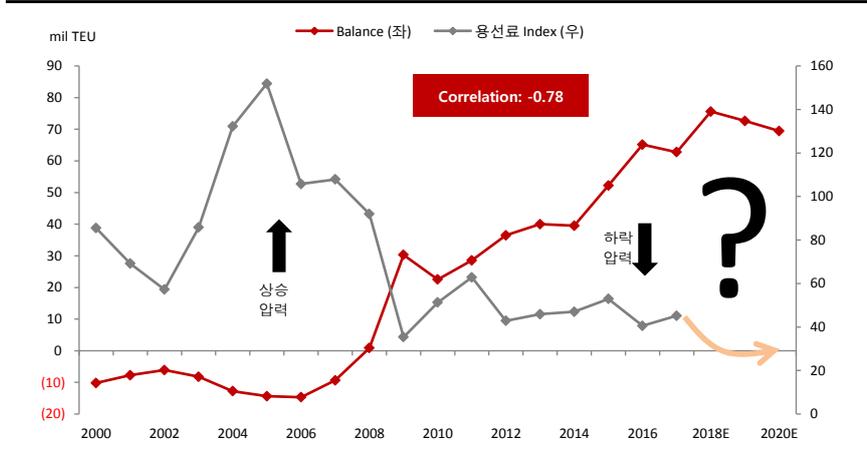
[그림66] 국제 4개 해운동맹이 3개 동맹으로 개편됨



자료: Google, SK 증권

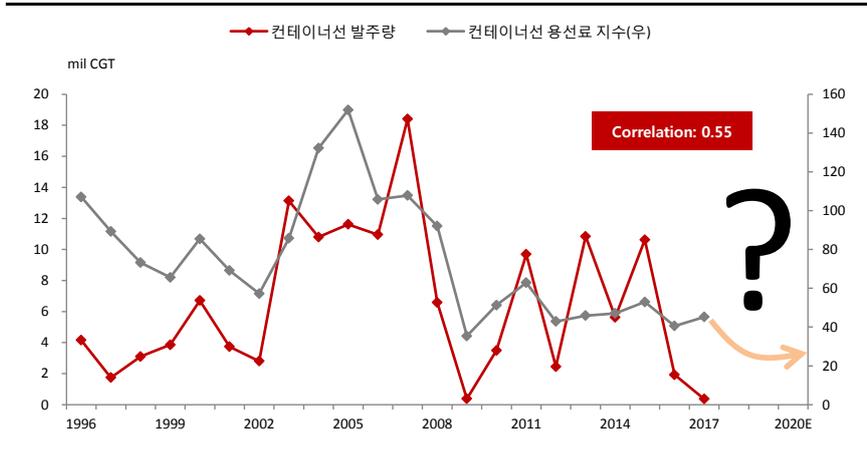
그러나 컨테이너선도 공급 과잉에 시달리고 있으며 앞으로도 balance가 해소될 것 같지 않다는 점에서 용선료의 상승을 기대하기는 어려운 국면이다. 따라서 해운사가 추가적인 발주를 하기에 기본적으로 어려운 여건이라 할 수 있다. 중국 조선소는 이를 저선가 전략으로 공략했고 금번 CMA CGM의 대형 컨테이너선 물량을 가져갈 수 있었던 것이다.

[그림67] 컨테이너선 역시 공급 과잉 상태이며 앞으로 용선료 하향 전망됨



자료: World Shipping Council, Searates, Clarksons Research, SK 증권

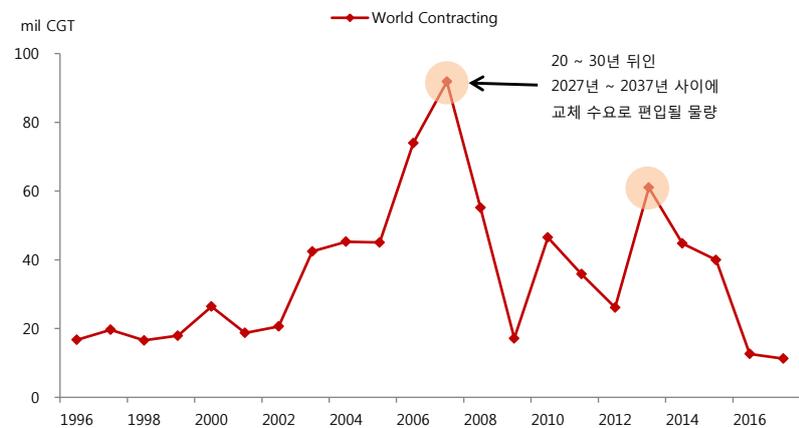
[그림68] 용선료가 오르지 않으면 해운사는 발주를 늘리지 않음



자료: Clarksons Research, SK 증권

보다시피 small cycle 에서 불량한 발주 여건으로 대한민국보다 중국이 모든 선종을 망라해 점유율을 높여갈 개연성이 높다. 그리고 이는 한국으로부터 big cycle 에서의 기회마저 박탈할 것으로 보인다. 통상 선령이 20년 ~ 30년 수준임을 감안할 때 역사적 조선업의 호황이었던 2007년도 전후의 발주 물량은 2027년 즈음부터 교체 수요로 편입된다. 그러나 일본이 대한민국에게 시장을 내어준 후에 2007년의 big cycle 수혜를 누리지 못한 것처럼 대한민국도 중국에 가려 2027년 cycle 수혜를 받지 못할 수 있다.

[그림69] 2007 년도의 대호황기 물량이 교체되는 시점은 2027년 즈음일 것



자료: Clarksons Research, SK 증권

선종별 small cycle 로 보나 조선업 전체 그림에서의 big cycle 로 보나 대한민국에게는 녹록치 않은 그림이라는 결론이다. 여기에 대한민국 조선업이 한가지 더 고려해야 할 것이 있다. 용선료, 공급 과잉 여부와 같은 발주 여건의 악조건 말고도 앞서 매크로 분석에서 살펴본 것처럼 글로벌 물동량 자체의 성장이 더더질 것이라는 전망이 유효하다는 점이다.

2. 물동량의 성장 없이는 발주량의 성장도 없다

(1) 물동량의 더딘 성장은 해상 물동량의 더딘 성장과 같은 말

먼저, 논의하고자 하는 물동량에서 해상 물동량이 가지는 의미를 부여해보도록 하겠다. 전 세계 물자의 교역은 해운, 육운, 항공을 통해서 이뤄진다. 먼저 드는 생각은 항공은 운임이 비싸 반도체와 같은 고부가가치 재화의 운송에만 국한될 것이라는 점이다. 그런데 해운과 육운은 얼핏 생각 하기에 감이 잘 잡히지 않는다. 어쩌면 송유관으로 보내는 원유의 수출입을 떠올려 본다면 육운이 해운보다 더 빠르고 저렴해 보인다.

정말 그럴까? SK 증권 리서치센터는 2016년 9월 “Soft Commodity & Fixed Income_ 곡물 랠리의 해법: 영국 물가채” 보고서에서 Nguyen Cong Thanh의 생산 원가에 대한 연구 자료인 “RESEARCH ON COMPONENTS OF RICE PRODUCTION COST & EFFICIENCY IN CASE OF HAU GIANG PROVINCE”와 2008년 USAID가 분석한 수송원가에 대한 자료 일부를 인용했다. 해당 자료들에 따르면 태국에서 아프리카 말리 지역으로 쌀을 수출할 때 드는 수송 비용 중, 해상 운송비가 차지하는 비중이 약 52%, 육상 운송비는 약 48%로 나타났다.

[표4] 태국 방콕(Bangkok)에서 말리 니오노(Niono)까지 쌀 생산/수송 비용 분석

수송	부분비중	가격(cfa/t)
[태국 → 세네갈(해상)]	52%	77,060
해상수송(Freight charges to your port, US\$/ton to Dakar)	23%	33,800
보험비(Insurance charges)	5%	7,800
항구선적(Unloading charges at your port, Dakar)	3%	4,160
관세(Tariffs)	0%	0
보조금(Subsidies)	0%	0
현지항구비용(Local port charges at Dakar, Senegal)	9%	12,937
관련수작업(Handling/transport/marketing cost to Mali Border)	12%	18,363
[세네갈 → 말리(육상)]	48%	71,614
육상수송1(Border charges at Mali border)	6%	9,600
관세(Tariff, (17.5% ad valorem) at Mali border)	22%	32,487
현지세(Customs taxes at Mali border)	0%	731
수입보조금(Import Subsidies)	0%	0
컴퓨터프로세싱(Computer processing costs at Kayes, Mali)	0%	494
육상수송2(Transport from Mali border to Bamako, the capital)	10%	14,726
보관/수작업(Storage and handling marketing costs in Bamako)	2%	3,000
육상수송3(Transport from Bamako to Segou, Mali (235 Km))	5%	7,332
육상수송4(Transport from Segou to Niono, in Mali (104 Km))	2%	3,244
수송합계	100%	148,674

자료: RESEARCH ON COMPONENTS OF RICE PRODUCTION COST & EFFICIENCY IN CASE OF HAU GIANG PROVINCE by Nguyen Cong Thanh, USAID, SK증권

해상 운송비가 약 4% 정도 비중이 큰 것이다. 그런데 중요한 것은 단위 거리당 비용이다. 태국 방콕에서 세네갈의 다카르 항구까지 해상 운송 비용이 톤당 77,060cfa 가 들며 다카르에서 말리의 니오노까지 육상 운송 비용이 톤당 71,614cfa 가 든다. 그리고 Searates 에 따르면 방콕에서 다카르 항구까지는 약 17,171km 이고 Google maps 에 따르면 다카르 항구에서 말리의 니오노까지는 약 1,580km 이다. 여기서 비용을 거리로 나누어 보면 해상 운송 비용은 km 당 4.5cfa 인 반면 육상 운송 비용은 km 당 45.3cfa 이다. 육상 운송 비용이 해상 운송 대비 약 10 배나 비싼 것이다.

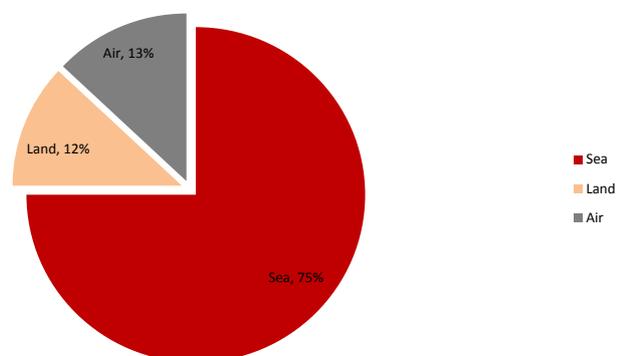
[표 5] 해상 수송 비용과 육상 수송 비용 비교

	Freight(A)	Transit Time	Distance(B)	(A)/(B)
Bangkok - Dakar(해상)	77,060cfa/t	30days	17,171km	4.5cfa/km
Dakar - Niono(육상)	71,614cfa/t	1day	1,580km	45.3cfa/km

자료: RESEARCH ON COMPONENTS OF RICE PRODUCTION COST & EFFICIENCY IN CASE OF HAU GIANG PROVINCE by Nguyen Cong Thanh, USAID, SK 증권

가격이 가장 저렴하니 수출입 담당자들은 육상, 항공 대비 해상 운송을 선호할 수밖에 없으며 이는 IHS 에서 밝힌 2013 년의 교통 수단별 운송 비중을 보더라도 확인이 가능하다. 이에 따르면 해상 운송이 전 세계 무역에서 금액 기준으로 75%를 차지한다. 물론 이는 금액 기준의 통계이다. 하지만 해상 운송 비용이 육상 운송 대비 10 배 저렴한 데도 금액 기준 75%를 차지하는 것이므로 물동량 기준으로는 육상과 항공 대비 압도적으로 비중이 크다는 것을 알 수 있다. 즉, 글로벌 물동량의 성장이 더뎠다는 것은 대부분 해상 물동량의 성장이 더뎠다는 부분으로 생각해도 되는 것이다. 실제로 앞서 밝힌 글로벌 물동량 성장 정체 모습은 전 세계 해상 물동량의 성장세에서도 나타나고 있다.

[그림70] 2013 Trade Split by Value

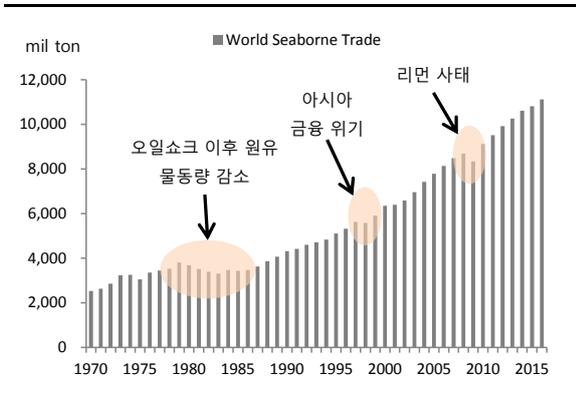


자료: 2014 IHS, SK 증권

(2) 둔화된 해상 물동량의 성장률은 발주량의 성장을 저해한다

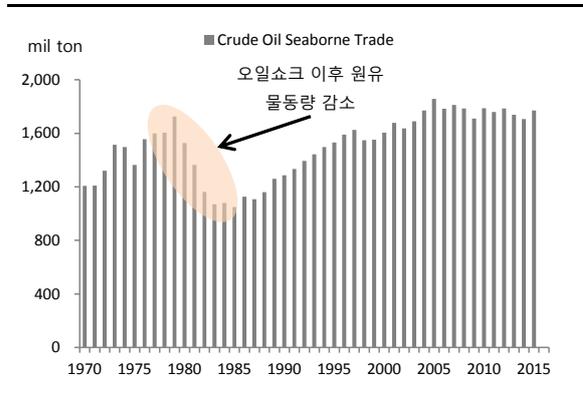
역사적으로 전 세계 해상물동량은 1970 년대의 오일쇼크, 1990 년대 후반의 아시아 금융 위기, 2000 년대 후반 리먼 사태와 같은 글로벌 매크로 이벤트 당시의 일시적인 하락을 제외하면 꾸준히 성장해 왔다. 예를 들면 1970 년대에 발생했던 두 번의 오일쇼크 이후에는 원유 물동량이 감소하며 세계 해상 물동량이 잠시 감소한 것이다.

[그림71] 해상 물동량은 몇몇 이벤트를 제외하고 꾸준히 상승함



자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림72] 오일쇼크 직후에는 원유 물동량이 감소해 물동량 감소함



자료: Clarksons Research, SK 증권

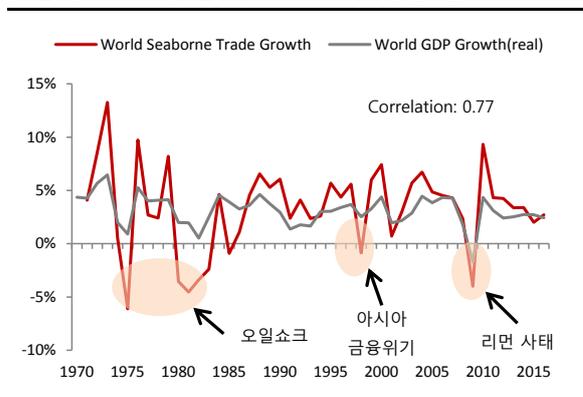
전 세계의 수출과 수입이 GDP 에서 차지하는 비중(대외의존도)이 최근에는 조금 줄었지만 기본적으로 우상향을 그려온 점을 감안하면 물동량의 지속적인 성장은 납득이 간다. 국가간 수출과 수입이 늘어나며 글로벌 물동량이 성장한 것이다. 여기서 통계적으로 의미를 더 부여하자면, 전 세계 물동량의 성장은 GDP 의 성장과 함께 한다. 해상 물동량과 세계 GDP 의 성장률 추이를 함께 그려보면 상관관계가 무려 0.77 까지 산출된다는 점에서 GDP 의 성장은 해상 물동량 성장에 큰 영향을 준다는 것을 알 수 있다.

[그림73] 전 세계 대외의존도는 지속 상승해 옴



자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림74] 전 세계 해상 물동량은 GDP 의 성장과 함께함



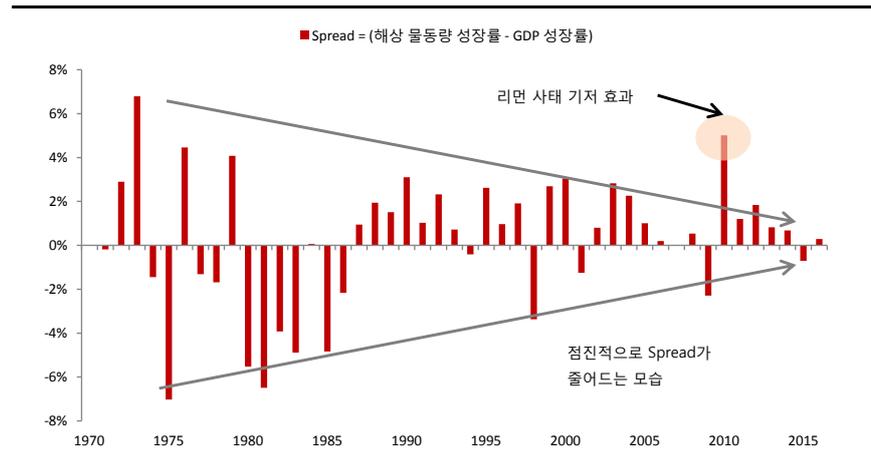
자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

재미있는 것은 해상 물동량 성장률이 GDP 성장률보다 큰 폭으로 움직인다는 점이다. 예를 들어 1973년에 GDP가 6.3% 성장할 때 해상 물동량은 13.3% 성장했으며 2009년에 GDP가 -1.7% 역성장할 때 해상 물동량은 -4.0% 역성장했다. GDP가 성장하면 해상 물동량은 더 크게 성장했고 GDP 성장률이 꺾일 때는 해상 물동량 성장률이 더 크게 꺾인 것이다. 해상 물동량의 성장률이 GDP 성장률 변동에 다소 민감하게 반응한다고 볼 수 있는 대목이다. 이는 GVC에 관한 중간재의 레버리지 효과를 반영한 것이다.

이를 Spread의 관점에서 분석해 보았다. GDP의 성장률과 해상 물동량의 성장률을 단순 차감하여 그 추이를 관찰했다. 최근의 GDP 성장률이 둔화되었기 때문에 어렵듯이 예상한 부분이지만 역시나 점진적으로 Spread가 좁혀지고 있었다. 2000년대 말 글로벌 금융 위기 이후 기저 효과로 해상 물동량의 성장률이 급등하던 모습이 있었으나 큰 그림에서 보면 진폭이 좁아지고 있는 것은 자명해 보인다.

그러면 진폭이 줄어든다는 것은 어떤 의미일까? GDP의 성장률 둔화는 GDP 성장률의 변동성이 줄어든다는 의미이다. 따라서 GDP 성장을 함수로 반응하는 해상 물동량의 성장률도 점차 GDP의 성장률인 3% 정도로 수렴하며 박스권에 갇힐 개연성이 높다고 볼 수 있다. 소위 말하는 자연 성장률만큼만 성장하는 것이며, 굵직한 매크로 이벤트가 없다면 큰 폭의 증가는 기대하기 어렵다는 판단이다.

[그림7] 해상 물동량 성장률과 GDP 성장률의 차이는 점차 줄어들고 있음

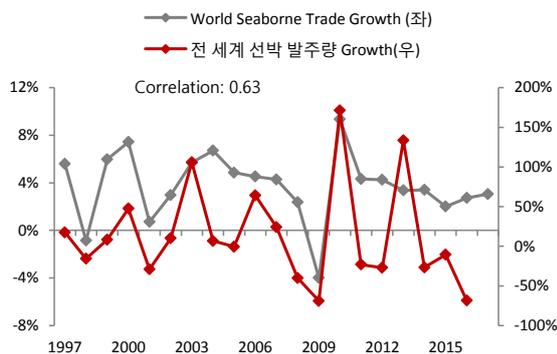


자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

여기서 조선업계가 주목해야 하는 것은 해상 물동량의 성장이 더디지면 결국 선박 발주가 잘 안 나게 된다는 점이다. 그도 그럴 것이 물동량이 성장하면 해당 물량을 받아내기 위해 추가적인 선박이 필요할 것인데 물동량이 잘 안 늘어나니 추가적인 신조 발주도 잘 안 날 것이기 때문이다. 실제로 해상 물동량의 성장률과 전 세계 선박 발주량의 성장률은 방향성이 같으며 둘의 상관관계는 0.63 까지 산출된다.

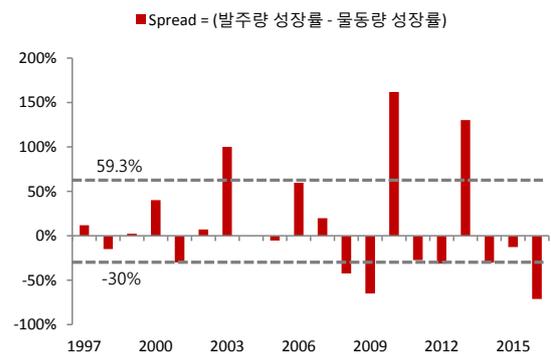
게다가 앞서 해상 물동량의 성장률이 GDP 성장률에 민감하게 반응했던 것처럼 선박 발주량도 해상 물동량의 성장률에 민감하게 반응한다. 이 부분도 Spread 개념으로 분석해 보면, 전 세계 선박 발주량의 성장률은 해상 물동량의 성장률이 호전될 때 산술적으로 평균 59.3%p 더 성장했고, 해상 물동량의 성장률이 둔화될 때 -30%p 더 역성장했다. 그러면 해상 물동량의 성장률이 정체되면 발주량 성장률 역시 박스권에 갇힐 가능성이 높으며, 만약 물동량이 둔화세를 보이더라도 한다면 발주량 성장세는 더욱 급격히 둔화될 것이다.

[그림76] 전 세계 선박 발주량과 해상 물동량은 함께 움직임



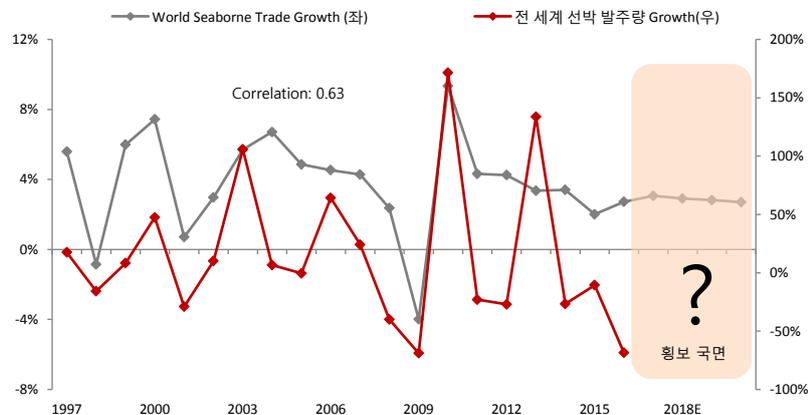
자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림77] 선박 발주량은 해상 물동량 성장에 민감하게 반응함



자료: Clarksons Research, SK 증권

[그림78] 해상 물동량의 성장이 정체되면 선박 발주량도 횡보할 가능성이 높음



자료: Clarksons Research, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	2,833 억원
발행주식수	5,667 만주
자사주	1,016 만주
액면가	5,000 원
시가총액	81,032 억원
주요주주	
현대로보틱스(외14)	39.00%
현대중공업 자사주	17.92%
외국인지분률	17.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/09/01)	143,000 원
KOSPI	2357.69 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	117,242 원
60일 평균 거래대금	447 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.6%	-19.5%
6개월	-1.8%	-12.8%
12개월	18.0%	1.7%

현대중공업 (009540/KS | 중립(신규편입) | T.P 172,000 원(신규편입))

고부가가치 선박 수주 난항 예상

동사는 CMA CGM 이 발주한 22,000TEU 급 대형 컨테이너선 수주 경쟁에서 중국의 후동중화조선, 상하이외교조선에게 밀리는 모습을 보임. 이는 고부가가치 선박 시장의 중국 조선소들의 진입이라는 측면에서 동사와 같은 컨테이너선 강자에게는 위협 요인으로 작용함. 아울러 연초 이후 LNG 탱커 발주도 녹록치 않아 향후 고(高)선가 선박 시장에서의 수주에 난항을 겪을 것으로 보임.

CMA CGM 의 대형 컨테이너선 수주 실패의 의미

역사적으로 한국 조선소가 인도한 컨테이너선은 총 1,145 만 TEU 로 중국 341 만 TEU, 일본 416 만 TEU 대비 압도적 우위를 보였음. 또한 연도별 인도 물량 중 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 평균 49% 상회함. 그러나 동사는 CMA CGM 이 발주한 9 척의 대형 컨테이너선(옵션 3척 포함) 수주에 실패함. 경쟁 업체였던 중국 조선소가 낮은 선가를 제시해 수주에 성공한 것으로 알려짐. 이번 발주 물량은 22,000TEU 급의 초대형 컨테이너선으로 LNG 탱커 다음으로 고(高)선가의 선박임. 중국 조선소가 상대적으로 부가가치가 낮은 벌크선을 넘어서 컨테이너선 시장까지 넘보는 상황임.

LNG 탱커 시장의 발주 여건도 녹록치 않으며 내년까지 매출액 급감할 것

SK 증권 리서치센터는 지난 7 월 3 일 “남쪽 나라 LNG 의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 LNG 탱커 시장은 공급 과잉 심화와 낮은 용선료로 추가적 발주가 어렵다는 의견 제시함. 동사 수주 현황을 보더라도 최근 FSRU 1 척을 수주한 것 외에 연초 이후 LNG 탱커 수주량은 기대에 못 미침. LNG 탱커와 함께 대형 컨테이너선 수주 여부도 불투명해짐에 따라 고부가가치 선박 수주 난항이 예상됨. 그리고 수주 부족으로 2Q18 까지는 매출액이 지속적으로 감소할 전망.

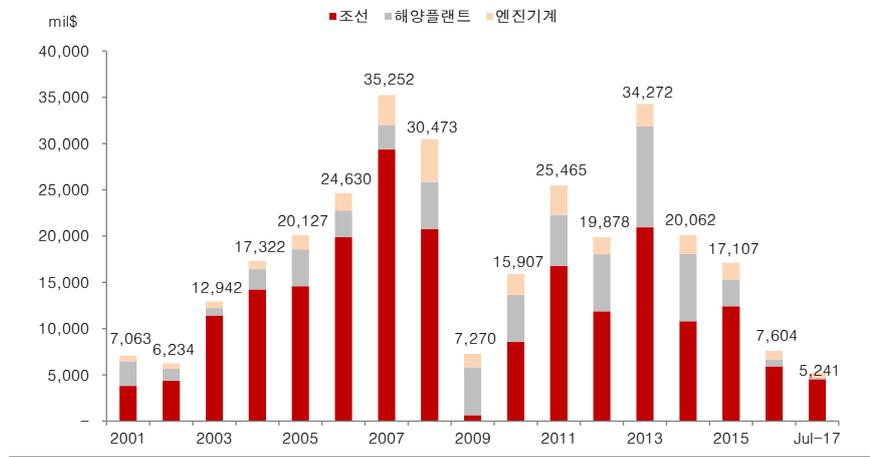
목표주가 172,000 원, 투자의견 중립으로 커버리지 시작

밸류에이션은 2011 년도 컨테이너선 수주로 주가가 오르기 전인 2010 년도에 신규 수주 없이 받았던 12M Fwd PBR 1.18 배를 30% 할인한 0.83 배를 적용, 목표주가 172,000 원 을 제시함. 2017 년 추정 순이익은 반기 보고서의 중단사업이익을 반영한 것임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	525,824	462,317	393,173	187,217	161,155	167,327
yoy	%	-3.0	-12.1	-15.0	-52.4	-13.9	3.8
영업이익	억원	-32,495	-15,401	16,419	5,199	3,625	5,106
yoy	%	적전	적지	흑전	-68.3	-30.3	40.8
EBITDA	억원	-22,313	-4,719	25,337	14,743	9,136	10,836
세전이익	억원	-31,050	-18,414	10,859	2,874	2,839	3,244
순이익(지배주주)	억원	-17,692	-13,499	5,451	29,777	460	767
영업이익률%	%	-6.2	-3.3	4.2	2.8	2.3	3.1
EBITDA%	%	-4.2	-1.0	6.4	7.9	5.7	6.5
순이익률	%	-4.2	-3.0	1.7	16.8	1.3	1.5
EPS	원	-23,279	-17,762	7,173	1,710	746	1,244
PER	배	N/A	N/A	18.0	83.6	191.8	115.0
PBR	배	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	-9.9	-42.5	9.0	8.2	12.1	10.1
ROE	%	-10.9	-9.3	3.7	21.4	0.4	0.7
순차입금	억원	113,093	110,562	94,484	41,396	51,577	60,075
부채비율	%	220.9	220.9	175.3	168.8	158.3	154.7

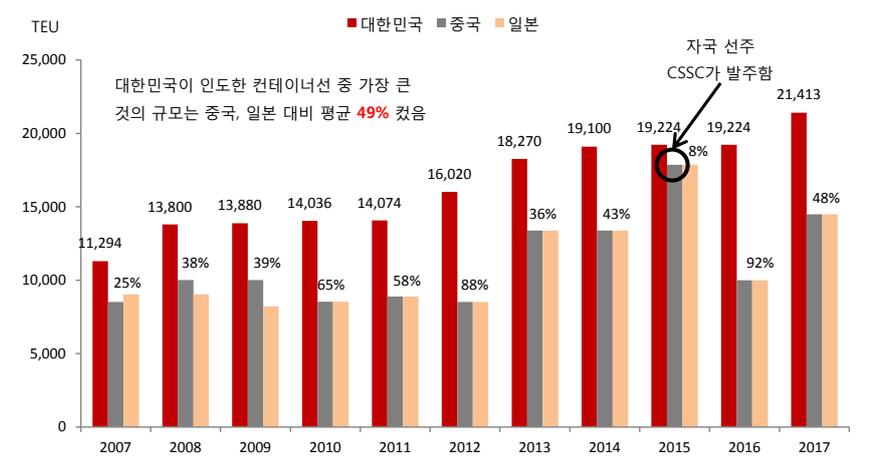
현대중공업의 연도별 신규수주 추이



자료 : 현대중공업 SK 증권

CMA CGM 이 발주한 대형 컨테이너선 수주 실패는 향후 수주 가능성에 의구심이 생기는 대목이다. 연도별 인도 물량 기준으로 항상 가장 큰 컨테이너선은 대한민국이 수주해 왔으며 규모적으로도 중국과 일본 대비 평균 49% 큰 선박들을 인도해 왔다. 컨테이너선 시장에서 강자적인 면모를 보여왔던 것이다. 그러나 이제는 중국이 저선가 전략으로 대형 컨테이너선 시장에 진출해 향후 수주 가능성이 다소 불투명해졌다는 판단이다.

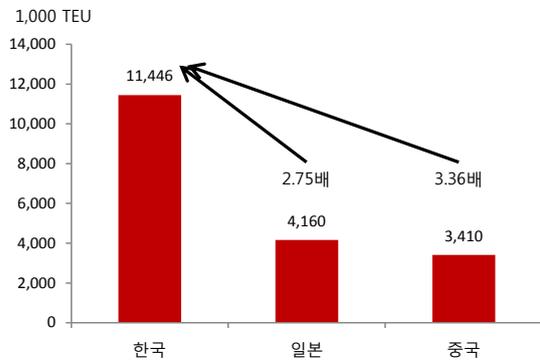
연도별 인도 물량 중 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 평균 49% 상회함



자료 : Clarksons Research, SK 증권

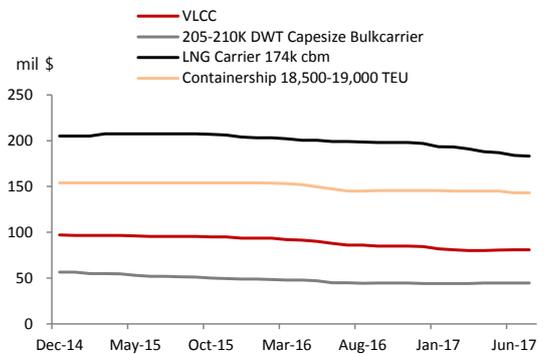
역사적으로 한국 조선소가 인도한 컨테이너선은 총 1,145 만 TEU로 중국 341 만 TEU, 일본 416 만 TEU 대비 압도적 우위를 보였다. 그리고 대형 컨테이너선은 LNG 탱커와 함께 고부가가치 선박이기 때문에 금번 CMA CGM 수주 실패는 향후 고부가가치 선박 시장에서의 경쟁 격화 국면으로의 진입을 의미한다. 따라서 앞으로 나올 발주 물량을 중국 조선소가 얼마나 수주해 가는지가 관건이 될 것이다. 게다가 후판 가격이 오를 것으로 전망되는 가운데 중국 조선소와의 경쟁이 격화되면 선가를 올리기 힘들어 마진 스쿼드도 불가피할 것이다.

대한민국의 컨테이너선 인도량은 일본의 2.75 배, 중국의 3.36 배



자료 : Clarksons Research, SK 증권

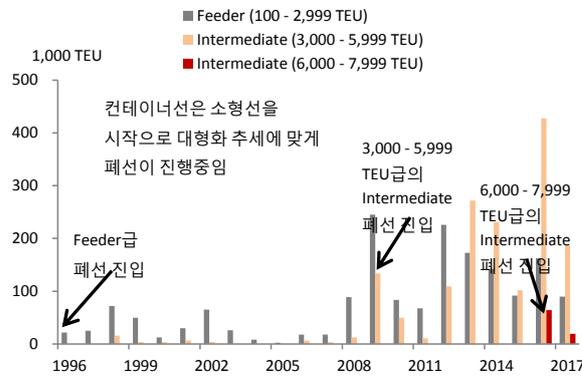
LNG 탱커와 대형 컨테이너선은 고부가가치 선박임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

중국 조선소에게 점유율을 빼앗긴다는 것은 매우 아쉬운 소식이다. 대형화 추세에 맞게 소형선들이 폐선에 들어가고 있다는 점에서 대형선의 발주가 나올 가능성이 있으나 저선가 전략을 취하지 않으면 많은 수주 물량을 받아가기 힘들 것으로 판단되기 때문이다.

컨테이너선대는 대형화 추세에 맞게 소형선이 폐선중임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

2018년 2분기까지 매출액 감소는 불가피함



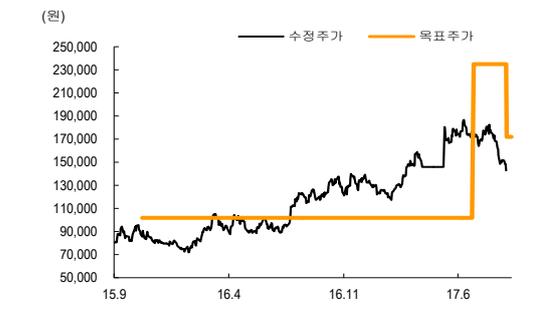
자료 : Dart, SK 증권

이는 밸류에이션의 할인 요인으로 작용한다. 따라서 2011 년에 컨테이션 수주로 주가가 오르기 직전인 2010 년에 신규 수주 없이 받았던 Fwd PBR 1.18 배에 30% 할인을 주어 0.83 배를 Target PBR 로 부여했다.

Valuation Table

	2017E	2018E	2019E
ROE 추정치	21.4%	0.4%	0.7%
BPS 추정치	210,484	208,648	206,267
적용 BPS	209,273	연도별 추정 BPS를 가중평균함	
Target Multiple	0.83	2010년도 부여 받았던 Fwd PBR에서 30% 할인	
목표주가	172,000		
현재주가	143,000		
Upside Potential	20%		

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.04	중립 담당자변경	172,000원	6개월		
2017.08.02	매수	235,000원	6개월		
2017.07.02	매수	235,000원	6개월		
2015.10.26	중립	101,758원	6개월	-21.7%	3.48%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 9 월 4 일 기준)

매수	91.72%	중립	8.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	271,760	260,366	190,887	172,899	172,214
현금및현금성자산	31,053	43,269	37,724	26,628	22,095
매출채권및기타채권	113,571	99,330	57,893	57,891	60,108
재고자산	44,922	39,073	37,443	32,231	33,465
비유동자산	225,568	232,125	132,504	134,364	132,967
장기금융자산	16,827	7,397	7,548	7,548	7,548
유형자산	163,200	190,113	118,542	121,250	123,763
무형자산	21,402	19,630	1,697	1,886	2,051
자산총계	497,328	492,492	323,392	307,263	305,181
유동부채	230,606	232,372	182,273	168,167	166,205
단기금융부채	100,835	124,995	108,842	88,842	83,842
매입채무 및 기타채무	108,098	87,331	63,887	71,109	73,832
단기충당부채	41	53	25	22	23
비유동부채	111,732	81,223	20,824	20,150	19,172
장기금융부채	95,184	65,348	15,270	34,355	43,319
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7,158	9,323	4,209	4,106	3,837
부채총계	342,339	313,594	203,097	188,317	185,376
지배주주지분	137,361	159,365	119,272	118,231	119,398
자본금	3,800	3,800	2,833	2,833	2,833
자본잉여금	11,249	11,249	-396	-11,896	-19,496
기타자본구성요소	-13,416	-13,679	-83,831	-83,831	-83,831
자기주식	-9,669	-9,669	-816	-816	-816
이익잉여금	128,188	134,334	167,390	167,849	168,616
비지배주주지분	17,628	19,533	1,022	715	407
자본총계	154,990	178,898	120,294	118,946	119,805
부채외자본총계	497,328	492,492	323,392	307,263	305,181

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-6,272	22,505	11,550	7,584	5,443
당기순이익(손실)	-13,632	6,567	31,469	2,152	2,459
비현금성항목등	17,357	24,012	-10,461	6,984	8,377
유형자산감가상각비	9,616	7,852	9,107	5,292	5,487
무형자산감가상각비	1,067	1,067	436	219	243
기타	6,116	11,493	-20,870	0	1,000
운전자본감소(증가)	-10,333	-6,935	-18,032	-7,304	-11,047
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-6,279	12,016	16,194	1	-2,217
재고자산감소(증가)	12,659	5,155	-24,559	5,212	-1,234
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-24,801	-22,178	5,785	7,222	2,723
기타	8,088	-1,928	-15,452	-19,740	-10,319
법인세납부	337	-1,140	8,574	5,752	5,654
투자활동현금흐름	3,020	-2,483	1,218	-4,762	-4,849
금융자산감소(증가)	10,173	3,545	6,495	0	0
유형자산감소(증가)	-12,350	-9,381	-9,368	-8,000	-8,000
무형자산감소(증가)	-283	-408	-408	-408	-408
기타	5,479	3,762	4,499	3,646	3,560
재무활동현금흐름	-267	-7,898	-18,251	-13,918	-5,127
단기금융부채증가(감소)	1,362	-3,494	1,932	-20,000	-5,000
장기금융부채증가(감소)	0	0	4,010	19,085	8,964
자본의증가(감소)	1,275	0	-9,604	-11,500	-7,600
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-2,905	-4,403	-14,588	-1,503	-1,492
현금의 증가(감소)	-1,240	12,216	-5,545	-11,096	-4,533
기초현금	32,293	31,053	43,269	37,724	26,628
기말현금	31,053	43,269	37,724	26,628	22,095
FCF	-8,333	15,911	21,611	12,546	272

자료 : 현대중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	462,317	393,173	187,217	161,155	167,327
매출원가	446,820	347,526	169,187	148,453	152,796
매출총이익	15,497	45,647	18,030	12,702	14,530
매출총이익률 (%)	3.4	11.6	9.6	7.9	8.7
판매비와관리비	30,899	29,228	12,830	9,077	9,424
영업이익	-15,401	16,419	5,199	3,625	5,106
영업이익률 (%)	-3.3	4.2	2.8	2.3	3.1
비영업손익	-3,013	-5,559	-2,326	-786	-1,862
순금융비용	1,473	1,631	1,556	857	932
외환관련손익	-997	-841	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-554	739	-151	70	70
세전계속사업이익	-18,414	10,859	2,874	2,839	3,244
세전계속사업이익률 (%)	-4.0	2.8	1.5	1.8	1.9
계속사업법인세	-4,782	4,292	127	687	785
계속사업이익	-13,632	6,567	2,747	2,152	2,459
중단사업이익	0	0	28,723	0	0
*법인세효과	0	0	1,359	0	0
당기순이익	-13,632	6,567	31,469	2,152	2,459
순이익률 (%)	-3.0	1.7	16.8	1.3	1.5
지배주주	-13,499	5,451	29,777	460	767
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.92	1.39	15.9	0.29	0.46
비지배주주	-133	1,115	1,692	1,692	1,692
총포괄이익	-19,001	24,907	34,469	10,152	8,459
지배주주	-18,539	22,477	42,777	10,460	8,767
비지배주주	-461	2,430	-8,308	-308	-308
EBITDA	-4,719	25,337	14,743	9,136	10,836

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-12.1	-15.0	-52.4	-13.9	3.8
영업이익	적지	흑전	-68.3	-30.3	40.8
세전계속사업이익	적지	흑전	-73.5	-1.2	14.3
EBITDA	적지	흑전	-41.8	-38.0	18.6
EPS(계속사업)	적지	흑전	-76.2	-56.4	66.8
수익성 (%)					
ROE	-9.3	3.7	21.4	0.4	0.7
ROA	-2.6	1.3	7.7	0.7	0.8
EBITDA마진	-1.0	6.4	7.9	5.7	6.5
안정성 (%)					
유동비율	117.9	112.1	104.7	102.8	103.6
부채비율	220.9	175.3	168.8	158.3	154.7
순차입금/자기자본	71.3	52.8	34.4	43.4	50.1
EBITDA/이자비용(배)	-2.1	10.8	6.4	6.1	7.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-17,762	7,173	1,710	746	1,244
BPS	180,738	209,690	210,484	208,648	210,707
CFPS	-3,706	18,908	63,786	9,686	10,538
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	19.5	109.1	250.1	150.0
PER(최저)	N/A	10.0	68.6	157.3	94.3
PBR(최고)	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)	0.4	0.3	0.6	0.6	0.6
PCR	-21.0	6.8	2.2	14.8	13.6
EV/EBITDA(최고)	-53.0	9.3	12.0	18.2	15.2
EV/EBITDA(최저)	-41.4	7.0	8.2	12.1	10.1

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	19,506 억원
발행주식수	39,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	41,340 억원
주요주주	
삼성전자(주)(외)	23.18%
삼성중공업 자사주	6.65%
외국인지분률	19.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/09/02)	10,600 원
KOSPI	2357.69 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	13,600 원
52주 최저가	8,300 원
60일 평균 거래대금	275 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.0%	-6.5%
6개월	-5.4%	-16.0%
12개월	25.1%	7.9%

삼성중공업 (010140/KS | 중립(신규편입) | T.P 11,000 원(신규편입))

LNG 탱커와 해양플랜트 없이는 힘들다

동사는 전통적으로 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량이 많았음. 저유가 국면에서 2017년 상반기에 2 개의 해양플랜트 프로젝트를 수주한 것은 고무적이라는 판단. 그러나 해당 계약 건이 정상적으로 인도되는지는 지켜봐야 한다는 판단이며 향후 추가적인 해양플랜트의 발주 역시 제한적인 것임. 아울러 LNG 탱커 시장은 공급 과잉 상황에 용선료가 우호적이지 않아 추가적인 발주를 기대하기 어려운 여건임.

LNG 탱커와 해양플랜트 익스포저가 높다

동사 수주량의 LNG 탱커와 해양플랜트향 노출은 무려 55%에 달함. 그러나 SK 증권 리서치센터는 지난 7 월 3 일 “남쪽 나라 LNG 의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 LNG 탱커와 해양플랜트의 추가적인 발주는 어렵다는 의견을 제시함. 예정된 LNG 탱커 인도량을 감안하면 향후 용선료의 우상향이 어렵다고 진단되는 바 해운사의 발주 여력이 제한된다는 판단임. 아울러 LNG 탱커 공급이 과도하여 추가적인 발주 없이도 미국에서 출회되는 LNG 물량을 커버할 수 있을 것으로 추정되어 동사에게는 녹록치 않은 환경임.

저유가 국면에서 심해 지역의 해양플랜트 발주는 어려움

상반기에 수주한 매드독2 FPU 나 모잠비크 Coral FLNG 수주가 해양플랜트 수주잔고를 채웠으나 향후 정상 인도 여부는 지켜봐야 함. 유가 수준이 40\$/b ~ 50\$/b 사이라면 심해 지역인 아프리카(나이지리아, 모잠비크) 등에서의 발주는 사실상 어렵기 때문임. 따라서 해양플랜트와 관련해서는 향후 논의되는 프로젝트가 있어도 다소 지연될 확률이 높다는 판단임.

목표주가 11,000 원, 투자 의견 중립으로 커버리지 시작

밸류에이션은 Target PBR 0.7 을 적용해 목표주가 11,000 원으로 커버리지 시작함. ENI 프로젝트처럼 계약이 계속 지연될 가능성이 높아 지나친 수주 기대감은 지양해야 한다는 판단에 기존 SK 증권 리서치센터가 부여한 Target PBR 0.94 에 30% 할인을 적용함. 현재 논의중인 해양플랜트 사업의 이행 가능성을 검토해봐야 함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	128,791	97,144	104,142	83,475	67,210	69,424
yoy	%	-13.2	-24.6	7.2	-19.8	-19.5	3.3
영업이익	억원	1,830	-15,019	-1,472	1,222	1,248	1,086
yoy	%	-80.0	적전	적지	흑전	2.1	-13.0
EBITDA	억원	4,672	-11,982	1,697	4,575	5,912	5,799
세전이익	억원	1,898	-14,618	-689	1,631	1,646	1,477
순이익(지배주주)	억원	1,492	-12,054	-1,212	1,508	1,301	1,173
영업이익률%	%	1.4	-15.5	-1.4	1.5	1.9	1.6
EBITDA%	%	3.6	-12.3	1.6	5.5	8.8	8.4
순이익률	%	1.1	-12.5	-1.3	1.7	1.9	1.6
EPS	원	588	-4,751	-448	386	334	301
PER	배	29.4	N/A	N/A	27.4	31.8	35.3
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	17.1	-5.2	45.2	17.6	13.7	15.0
ROE	%	2.6	-24.7	-2.3	2.4	2.0	1.8
순차입금	억원	32,527	34,950	39,391	38,139	38,330	44,725
부채비율	%	207.2	305.6	174.4	147.7	136.4	143.0

삼성중공업의 주가는 수주량과 동행함



자료 FnGuide, 삼성중공업 SK 증권

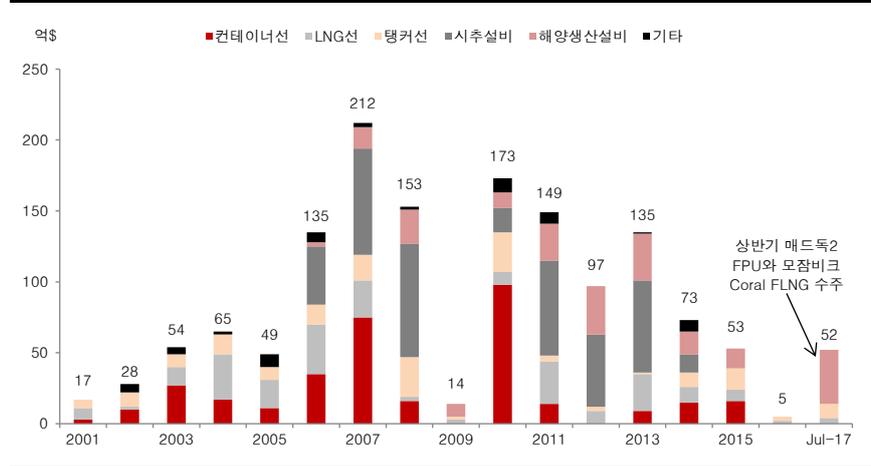
그 중 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량이 가장 주요함



자료 FnGuide, Clarksons Research, 삼성중공업 SK 증권

동사의 LNG 탱커와 해양플랜트에 대한 익스포저는 매우 높다. LNG 탱커와 해양플랜트 관련 수주 실적과 주가가 거의 동행하며 전체 수주 구성에서 관련 수주가 차지하는 비중이 50%를 상회한다. 2017년 역시 다르지 않은 상황이다. 연초 이후 매드독2 FPU와 모잠비크 Coral FLNG 프로젝트 수주로 역시 해양플랜트의 강자인 모습을 보였다.

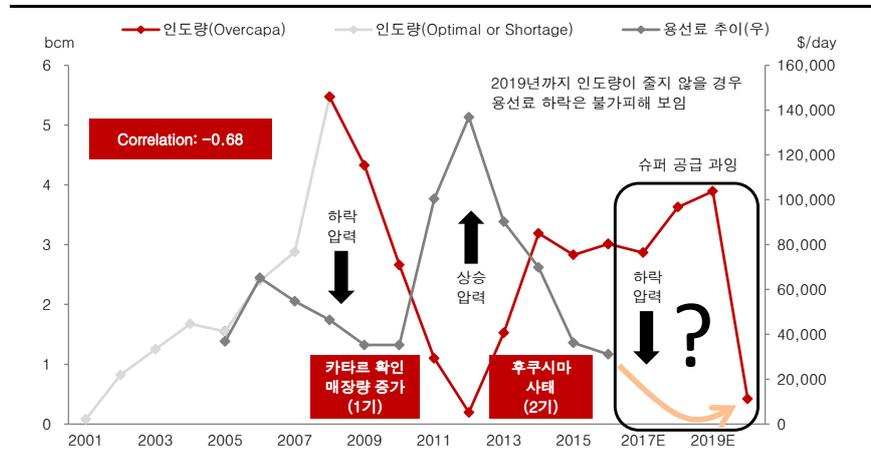
2017년 상반기 수주의 대부분은 해양플랜트였음



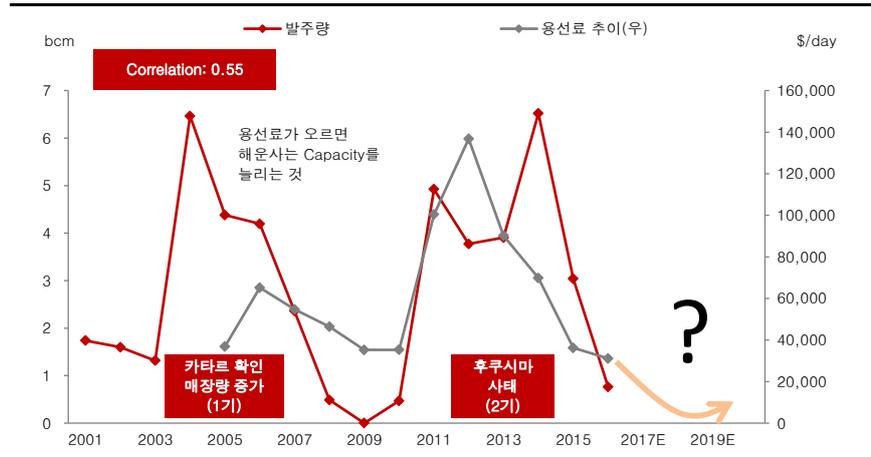
자료 : 삼성중공업 SK 증권

그러나 LNG 탱커 발주 환경은 여의치 않을 전망이다. 앞으로 인도될 LNG 탱커 물량이 여전히 우상향을 그리고 있으며 이는 용선료 하락 요인으로 작용한다. 역사적으로 카타르에서 확인 가스 매장량이 증가하며 발주된 물량이 인도되면서 용선료는 하락세를 보였고, 후쿠시마 사태로 발주된 물량이 인도될 당시에도 용선료가 하락 압력을 받았다. 따라서 앞으로도 인도물량이 늘어나며 용선료가 하락 압력을 받을 개연성이 높은 것이다. 그리고 용선료가 높아야 해운사는 발주를 늘리는 모습을 보인다는 점에서 용선료 하락은 불량한 발주 요인으로 작용해 향후 추가적인 LNG 탱커의 발주가 어렵다는 판단이다.

기발주된 LNG 탱커 물량이 2019년까지 계획대로 인도된다면 용선료 하락세는 지속될 것

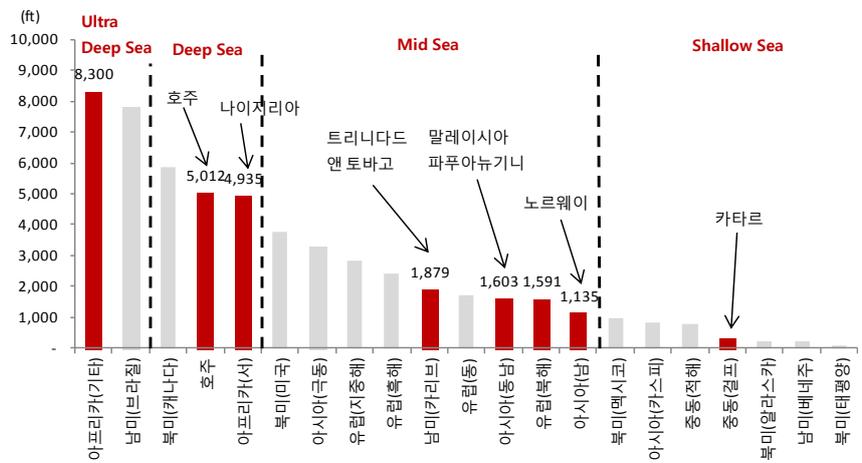


LNG 탱커 용선료가 빠지면 발주량이 함께 떨어짐



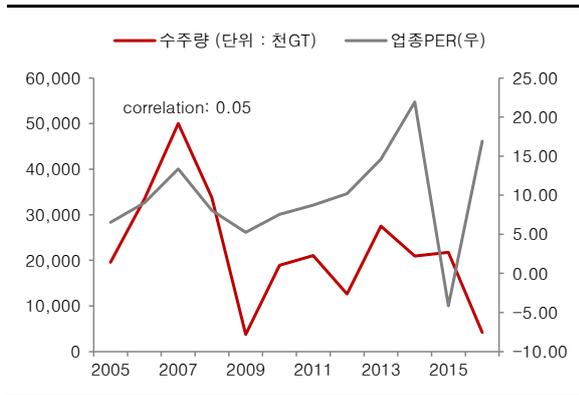
또한 해양플랜트나 FLNG 프로젝트도 추가적인 발주가 어렵다고 판단한다. 특히 동사가 수주한 모잠비크 Coral FLNG 는 심해 지역으로 통상 유가 수준이 100\$/b 이어야 사업성이 나오는 지역으로 알려져 있다. 따라서 프로젝트의 정상 인도 여부를 지켜봐야 한다. 또한 논의중인 프로젝트들에 대해서도 나이지리아, 호주와 같은 지역의 프로젝트라면 계약이 지연될 가능성이 높다고 봐야 한다.

카타르를 제외하고는 대다수의 LNG 주요수출국은 심해 지역으로 수익성 문제 겪을 수 있음



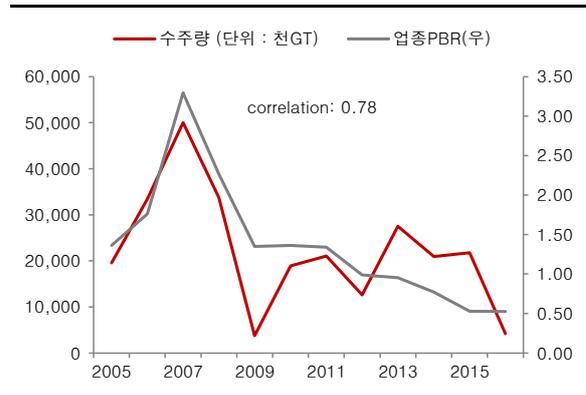
자료: Rigzone, SK 증권

조선업종 PER 은 수주량과 동행하지 않음



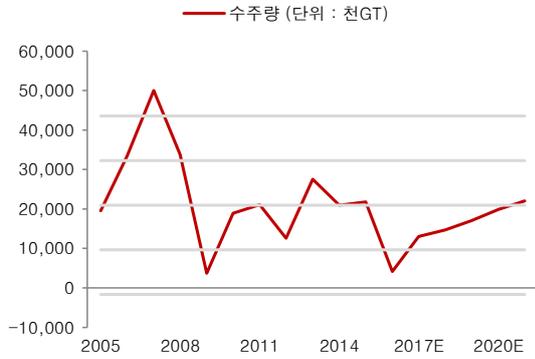
자료: FnGuide, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권

조선업종 PBR 은 수주량과 동행함



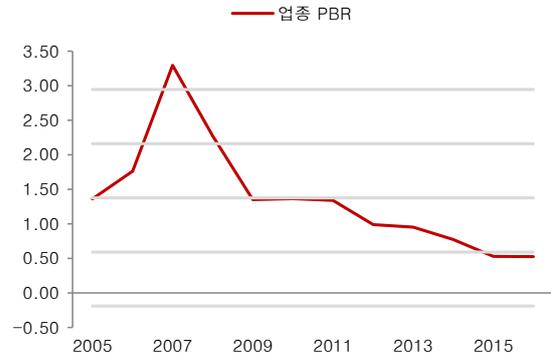
자료: FnGuide, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권

수주량 전망치의 시그마(σ) 수준에 따라 표준화 작업으로



자료: Clarksons Research, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권
 주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2σ , -1σ , 평균, $+1\sigma$, $+2\sigma$ 를 의미

적정 업종 PBR 수준을 파악할 수 있음



자료: FnGuide, SK 증권
 주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2σ , -1σ , 평균, $+1\sigma$, $+2\sigma$ 를 의미

이는 밸류에이션 할인 요인으로 적용된다. 연도별 수주량 전망치와 업종 PBR 추이를 표준화해 계산한 Target PBR 0.94 배에 30% 할인을 주어 Target PBR 0.7 배를 부여했다.

Valuation Table

	2017E	2018E	2019E
ROE 추정치	24%	2.0%	1.8%
BPS 추정치	16,702	16,524	16,570
업종 ROE	3.3% 대우조선해양 제외한 3사 합산 ROE		
적용 BPS	16,622 연도별 추정 BPS를 가중평균함		
기존 Target PBR	0.94 수주량 전망치로 표준화해 산출		
Target Multiple	0.7 저조한 수주 전망으로 30% 할인		
목표주가	11,000		
현재주가	10,600		
Upside Potential	4%		

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.04	중립	11,000원	6개월		
	담당자변경				
2017.07.28	매수	15,000원	6개월		
2017.07.02	매수	15,000원	6개월		
2015.10.26	중립	11,283원	6개월	-16.92%	5.77%
2015.10.07	중립	11,283원	6개월	-18.84%	13.07%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 4일 기준)

매수	91.72%	중립	8.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	101,105	99,508	83,010	68,601	66,938
현금및현금성자산	9,835	9,841	8,612	6,921	3,526
매출채권및기타채권	46,723	55,710	46,930	37,786	39,031
재고자산	14,490	12,261	13,356	10,754	11,108
비유동자산	71,911	72,667	78,481	83,797	89,996
장기금융자산	6,086	2,285	1,254	1,254	1,254
유형자산	55,828	64,424	64,909	66,581	68,140
무형자산	1,017	961	814	573	396
자산총계	173,016	172,175	161,491	152,398	156,933
유동부채	95,701	90,457	83,111	74,818	78,811
단기금융부채	31,900	48,443	45,683	44,683	47,683
매입채무 및 기타채무	43,335	30,022	27,816	22,396	23,134
단기충당부채	3,757	3,252	2,607	2,099	2,168
비유동부채	34,657	18,964	13,173	13,125	13,548
장기금융부채	31,565	16,268	10,197	9,697	9,697
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	241	241	151	160	152
부채총계	130,358	109,422	96,284	87,943	92,359
지배주주지분	42,374	62,643	65,157	64,464	64,644
자본금	11,550	19,506	19,506	19,506	19,506
자본잉여금	4,235	7,584	7,584	7,584	7,584
기타자본구성요소	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703
자기주식	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703
이익잉여금	35,935	35,196	36,722	38,023	39,196
비지배주주지분	284	110	50	-10	-69
자본총계	42,657	62,753	65,207	64,455	64,574
부채외자본총계	173,016	172,175	161,491	152,398	156,933

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	7,058	-14,388	2,742	6,354	158
당기순이익(손실)	-14,618	-689	1,427	1,248	1,119
비현금성항목등	5,139	7,329	2,770	4,665	4,679
유형자산감가상각비	2,802	2,876	3,049	4,449	4,562
무형자산상각비	235	292	303	216	151
기타	1,633	2,812	417	0	0
운전자본감소(증가)	18,215	-21,361	3,062	5,440	-683
매출채권및기타채권의 감소(증가)	17,101	-9,699	4,373	9,144	-1,245
재고자산감소(증가)	-2,810	2,221	3,338	2,602	-354
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,203	-11,846	-1,995	-5,420	738
기타	7,127	-2,038	-2,654	-887	178
법인세납부	-1,678	333	-4,517	-4,998	-4,957
투자활동현금흐름	-10,613	1,854	-1,915	-5,946	-5,969
금융자산감소(증가)	-5,563	2,188	1,760	0	0
유형자산감소(증가)	-5,704	-1,099	-4,029	-6,121	-6,121
무형자산감소(증가)	30	25	25	25	25
기타	623	740	329	150	126
재무활동현금흐름	9,989	12,199	-1,637	-2,100	2,417
단기금융부채증가(감소)	-9,698	2,569	-10,094	-1,000	3,000
장기금융부채증가(감소)	21,307	7	9,757	-500	0
자본의증가(감소)	0	11,305	0	0	0
배당금의 지급	-513	0	0	0	0
기타	-1,107	-1,682	-1,300	-600	-583
현금의 증가(감소)	6,426	6	-1,229	-1,691	-3,395
기초현금	3,408	9,835	9,841	8,612	6,921
기말현금	9,835	9,841	8,612	6,921	3,526
FCF	2,692	-21,896	7,323	9,509	3,311

자료 : 삼성중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	97,144	104,142	83,475	67,210	69,424
매출원가	106,761	99,391	78,599	62,421	64,680
매출총이익	-9,616	4,751	4,877	4,789	4,744
매출총이익률 (%)	-9.9	4.6	5.8	7.1	6.8
판매비와관리비	5,403	6,223	3,654	3,541	3,658
영업이익	-15,019	-1,472	1,222	1,248	1,086
영업이익률 (%)	-15.5	-1.4	1.5	1.9	1.6
비영업손익	401	783	409	399	391
순금융비용	114	311	340	351	359
외환관련손익	-19	571	750	750	750
관계기업투자등 관련손익	-7	-4	-1	0	0
세전계속사업이익	-14,618	-689	1,631	1,646	1,477
세전계속사업이익률 (%)	-15.1	-0.7	2.0	2.5	2.1
계속사업법인세	-2,497	698	177	398	357
계속사업이익	-12,121	-1,388	1,454	1,248	1,119
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-12,121	-1,388	1,454	1,248	1,119
순이익률 (%)	-12.5	-1.3	1.7	1.9	1.6
지배주주	-12,054	-1,212	1,508	1,301	1,173
지배주주귀속 순이익률(%)	-12.41	-1.16	1.81	1.94	1.69
비지배주주	-67	-175	-54	-54	-54
총포괄이익	-12,562	8,660	2,454	-752	119
지배주주	-12,488	8,833	2,514	-692	179
비지배주주	-73	-174	-60	-60	-60
EBITDA	-11,982	1,697	4,575	5,912	5,799

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-24.6	7.2	-19.8	-19.5	3.3
영업이익	적전	적지	흑전	2.1	-13.0
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	0.9	-10.3
EBITDA	적전	흑전	169.6	29.2	-1.9
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-13.7	-9.9
수익성 (%)					
ROE	-24.7	-2.3	2.4	2.0	1.8
ROA	-7.0	-0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA마진	-12.3	1.6	5.5	8.8	8.4
안정성 (%)					
유동비율	105.7	110.0	99.9	91.7	84.9
부채비율	305.6	174.4	147.7	136.4	143.0
순차입금/자기자본	81.9	62.8	58.5	59.5	69.3
EBITDA/이자비용(배)	-27.8	2.5	6.6	9.9	9.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,751	-448	386	334	301
BPS	16,700	16,058	16,702	16,524	16,570
CFPS	-3,554	722	1,246	1,529	1,509
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	35.2	40.8	45.2
PER(최저)	N/A	N/A	24.1	28.0	31.0
PBR(최고)	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	-2.7	12.8	8.5	6.9	7.0
EV/EBITDA(최고)	-7.1	47.6	20.2	15.7	17.1
EV/EBITDA(최저)	-5.0	35.3	16.5	12.8	14.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data	
자본금	1,000 억원
발행주식수	2,000 만주
자사주	41 만주
액면가	5,000 원
시가총액	19,840 억원
주요주주	
현대삼호중공업(주)(외4)	42.80%
국민연금공단	12.03%
외국인지분률	13.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(17/09/01)	99,200 원
KOSPI	2357.69 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	120,000 원
52주 최저가	57,400 원
60일 평균 거래대금	195 억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.6%	-10.2%
6개월	35.9%	20.6%
12개월	30.7%	12.7%

현대미포조선 (010620/KS | 매수(신규편입) | T.P 167,000 원(신규편입))

미국 ECC 가동으로 MR 탱커 수주 랠리는 지속될 전망

미국 ECC 물량이 본격적으로 진입하는 시기는 1Q18 일 것으로 추정됨. 연초부터 MR 탱커 발주가 이뤄진 것도 내년부터 점진적으로 화학제품 물량이 출회될 것을 감안한 것 일 개연성이 높음. 허리케인 하비(Harvey)의 영향은 제한적이며 MR 탱커 발주는 지속될 것임. 실질적인 에틸렌 capa 증분이 확인되어있다는 점에서 밸류에이션도 높게 부여할 수 있는 국면이라는 판단.

매월 확인되는 MR 탱커 수주 랠리(7 월 MR 탱커 6 척 수주)

동사의 MR 탱커 수주량은 1Q17 에 5 척, 2Q17 에 28 척 기록함. 7 월에도 주요 선주들의 휴가시즌임에도 불구하고 6 척을 추가 수주함. 미국 ECC 들의 본격 가동 시기인 2018 년 상반기부터 출회될 미국산 화학제품들 물량을 받아내기 위해 MR 탱커가 필요한 상황임. 최근 미국에서 허리케인 하비(Harvey) 영향으로 걸프 연안의 ECC 들 가동 계획에 차질을 빚을 것이라는 전망이 있으나 매우 단기간에 국한될 것이라는 판단이며 ECC 가동이 취소되는 것이 아니기에 MR 탱커 발주는 꾸준할 수밖에 없음.

2013 년보다는 2007 년에 가까운 그림

2007 년과 2013 년의 밸류에이션을 비교해 봤을 때 12M Fwd PBR 기준 각각 3.2 배, 1.3 배까지 받은 이력이 있음. 펼쳐지는 그림 상으로는 미국에서의 에틸렌 capa 증분이 확인된다는 점에서 중동 크래커 증설 랠리 당시에 받았던 2007 년의 밸류에이션이 유효함. 그러나 업종 peer 들의 업황이 양호하지 않을 것으로 전망되는 가운데 동사에게 3.2 배를 부여하는 것은 무리라는 판단임.

목표주가 167,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 시작

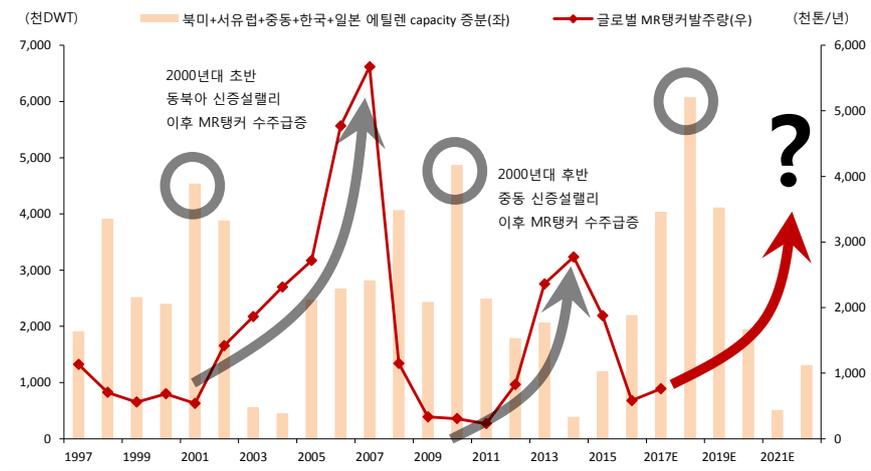
밸류에이션은 2013 년 수주 랠리때 부여받았던 1.3 배를 Target PBR 로 적용해 목표주가 167,000 원으로 커버리지 시작. 최근 현대중공업의 컨테이너선 수주 실패 이슈로 동사의 주가도 함께 하락하는 경향을 보였음. 그러나 동사의 모멘텀은 MR 탱커라는 점에서 현재의 낮은 주가는 매수 기회라는 판단.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	39,675	46,524	42,196	36,633	32,472	31,436
yoy	%	-0.5	17.3	-9.3	-13.2	-11.4	-3.2
영업이익	억원	-8,677	666	2,075	1,396	1,162	1,618
yoy	%	적지	흑전	211.7	-32.7	-16.8	39.3
EBITDA	억원	-8,011	1,340	2,599	1,920	1,636	2,075
세전이익	억원	-8,964	498	955	1,296	1,183	1,127
순이익(지배주주)	억원	-6,328	382	346	1,906	797	754
영업이익률%	%	-21.9	1.4	4.9	3.8	3.6	5.2
EBITDA%	%	-20.2	2.9	6.2	5.2	5.0	6.6
순이익률	%	-17.1	0.6	0.9	5.5	2.8	2.7
EPS	원	-31,642	1,910	1,729	9,532	3,984	3,771
PER	배	N/A	27.3	38.9	10.4	24.9	26.3
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	-2.1	11.4	6.9	11.2	13.6	10.5
ROE	%	-25.9	2.2	1.8	8.3	3.1	2.8
순차입금	억원	887	3,394	3,154	104	827	108
부채비율	%	422.4	425.3	308.5	261.0	247.1	220.9

역사적으로 주요 석유화학제품 수출 국가들의 에틸렌 capacity 가 증설될 때마다 MR 탱커는 발주량이 늘었다. 2017 년부터 증설되는 에틸렌 capacity 는 그 규모가 화학 시황의 다운사이클을 불러왔던 2000 년대 후반의 증설 규모와 맞먹는 수준이다. 따라서 추가적인 MR 탱커 발주가 필요하다는 판단이다.

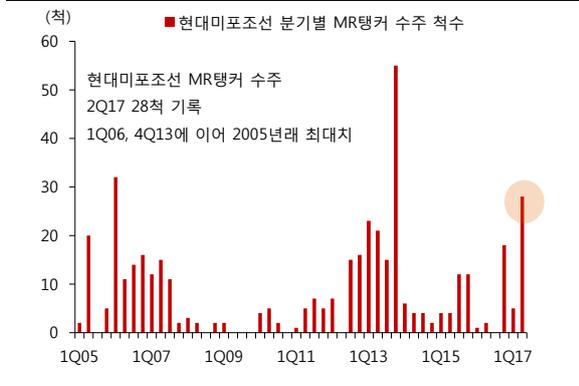
글로벌 석유화학 설비증설은 역사적으로 MR 탱커 발주 증대의 Signal



자료 : Industry data, Clarksons Research, SK 증권

실제로 동사가 2 분기에만 MR 탱커를 28 척 수주해 YTD 로 39 척의 MR 탱커를 수주한 것은 내년 1 분기부터 ECC 들이 본격적으로 가동되어 화학제품들이 쏟아져 나올 시기에 대비한 발주 물량이었을 개연성이 높다. 이는 밸류에이션을 높게 부여할 이벤트이다. 2007 년과 2013 년 수주 랠리 당시 동사는 12M Fwd PBR 기준 각각 3.2 배와 1.3 배까지 부여 받았다.

동사의 2Q17 MR 탱커 수주량은 2005 년래 3 번째로 많음



자료 : 현대미포조선, SK 증권

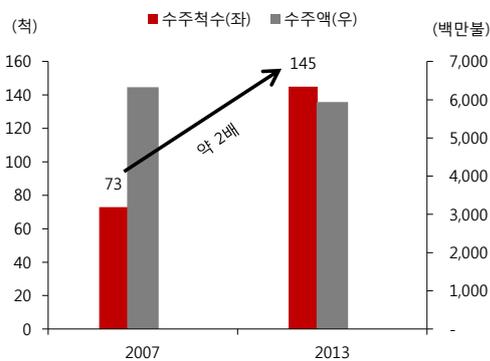
수주가 많았던 2007 년과 2013 년의 밸류에이션은 적어도 1.3 배임



자료 : FnGuide, SK 증권

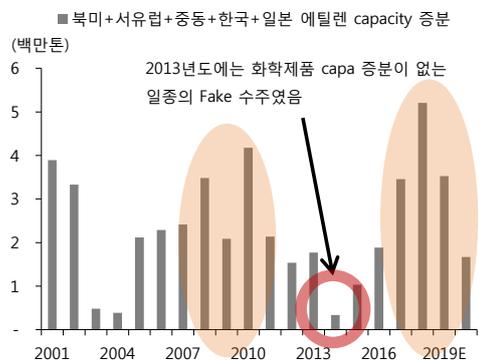
그러나 2013 년은 2007 년과 달리 에틸렌 capacity 의 증분이 없는데 수주한 물량으로 저가 수주 물량이였다. 하지만 지금의 MR 탱커 발주 물량들은 분명한 에틸렌 capacity 의 진입이 있기 때문에 2013 년보다는 2007 년의 그림과 더 유사한 국면이다. 하지만 업종 Peer 들의 업황이 녹록치 않은 상황에서 동사에게 3.2 배의 Target PBR 을 부여하는 것은 무리라는 판단에 2013 년도에 부여 받은 1.3 배를 Target PBR 로 제시하는 바이다.

2013 년도 수주척수는 2007 년 대비 2 배이지만 수주액은 유사함



자료 : Clarksons Research, 현대미포조선, SK 증권

2013 년도와 달리 앞으로 들어올 capa 는 2000 년대 후반 수준임

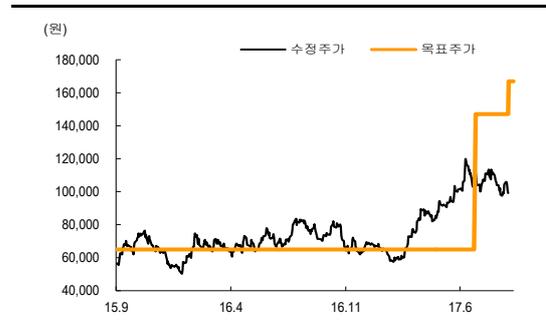


자료 : Industry data, SK 증권

Valuation Table

	2017E	2018E	2019E
ROE 추정치	8.3%	3.1%	2.8%
BPS 추정치	122,104	131,530	140,743
적용 BPS	128,659	연도별 추정 BPS를 가중평균함	
Target Multiple	1.3 (2013년 수주캘리 당시 받았던 밸류에이션)		
목표주가	167,000		
현재주가	99,200		
Upside Potential	68%		

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2017.09.04	매수 담당자변경	167,000원	6개월		
2017.08.02	매수	147,000원	6개월		
2017.07.02	매수	147,000원	6개월		
2015.09.02	중립	65,000원	6개월	-0.31%	17.54%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 9 월 4 일 기준)

매수	91.72%	중립	8.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	68,540	65,463	65,330	65,701	63,069
현금및현금성자산	6,567	8,044	13,651	15,429	13,148
매출채권및기타채권	9,582	8,644	7,504	6,652	6,440
재고자산	2,555	1,619	1,405	1,246	1,206
비유동자산	25,840	26,800	27,256	30,207	31,820
장기금융자산	12,392	13,050	13,466	13,466	13,466
유형자산	8,358	11,263	10,729	10,536	10,358
무형자산	2,888	1,789	1,538	3,001	4,466
자산총계	94,380	92,263	92,585	95,908	94,889
유동부채	56,183	54,719	59,644	61,237	59,887
단기금융부채	35,898	40,447	47,254	50,254	49,254
매입채무 및 기타채무	15,947	9,608	8,341	7,394	7,158
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	20,229	14,961	7,292	7,040	5,433
장기금융부채	19,592	13,906	5,796	5,296	3,296
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	380	435	360	334	316
부채총계	76,412	69,679	66,936	68,277	65,319
지배주주지분	16,750	21,425	24,421	26,306	28,149
자본금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
자본잉여금	825	825	825	825	825
기타자본구성요소	-410	-410	-409	-409	-409
자기주식	-64	-64	-64	-64	-64
이익잉여금	12,429	12,797	14,705	15,502	16,256
비지배주주지분	1,218	1,159	1,228	1,325	1,421
자본총계	17,968	22,584	25,649	27,631	29,570
부채외자본총계	94,380	92,263	92,585	95,908	94,889

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-14,421	-1,848	-359	1,258	2,711
당기순이익(손실)	257	396	2,006	897	854
비현금성항목등	544	2,333	184	739	1,220
유형자산감가상각비	656	505	516	475	459
무형자산상각비	19	19	9	-1	-3
기타	-360	1,261	-87	0	500
운전자본감소(증가)	-15,137	-4,483	-2,350	48	49
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,905	495	10,205	852	212
재고자산감소(증가)	372	939	202	160	40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6,012	-7,293	-4,172	-948	-236
기타	-11,402	1,375	-8,584	-17	33
법인세납부	-84	-94	-199	-426	588
투자활동현금흐름	2,106	4,207	4,853	-1,660	-1,658
금융자산감소(증가)	846	3,077	6,222	0	0
유형자산감소(증가)	-344	-282	-289	-282	-282
무형자산감소(증가)	6	38	-1,462	-1,462	-1,462
기타	1,598	1,374	382	83	86
재무활동현금흐름	11,717	-885	1,118	2,180	-3,335
단기금융부채증가(감소)	12,336	164	1,144	3,000	-1,000
장기금융부채증가(감소)	0	0	504	-500	-2,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-619	-1,048	-530	-320	-335
현금의 증가(감소)	-591	1,477	5,607	1,778	-2,281
기초현금	7,158	6,567	8,044	13,651	15,429
기말현금	6,567	8,044	13,651	15,429	13,148
FCF	-196	-1,859	-174	-391	-62

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	46,524	42,196	36,633	32,472	31,436
매출원가	42,461	36,685	32,384	28,898	27,484
매출총이익	4,063	5,511	4,249	3,574	3,953
매출총이익률 (%)	8.7	13.1	11.6	11.0	12.6
판매비와관리비	3,397	3,436	2,853	2,411	2,335
영업이익	666	2,075	1,396	1,162	1,618
영업이익률 (%)	1.4	4.9	3.8	3.6	5.2
비영업손익	-168	-1,121	-100	21	-491
순금융비용	124	250	247	236	248
외환관련손익	-133	2	256	256	256
관계기업투자등 관련손익	10	10	-214	1	1
세전계속사업이익	498	955	1,296	1,183	1,127
세전계속사업이익률 (%)	1.1	2.3	3.5	3.6	3.6
계속사업법인세	241	559	-711	286	273
계속사업이익	257	396	2,006	897	854
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	257	396	2,006	897	854
순이익률 (%)	0.6	0.9	5.5	2.8	2.7
지배주주	382	346	1,906	797	754
지배주주귀속 순이익률(%)	0.82	0.82	5.2	2.45	2.4
비지배주주	-125	50	100	100	100
총포괄이익	-1,447	4,728	3,091	1,982	1,939
지배주주	-1,317	4,675	2,995	1,885	1,843
비지배주주	-130	54	97	97	97
EBITDA	1,340	2,599	1,920	1,636	2,075

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	17.3	-9.3	-13.2	-11.4	-3.2
영업이익	흑전	211.7	-32.7	-16.8	39.3
세전계속사업이익	흑전	91.6	35.8	-8.7	-4.7
EBITDA	흑전	93.9	-26.1	-14.8	26.8
EPS(계속사업)	흑전	-9.5	451.4	-58.2	-5.3
수익성 (%)					
ROE	2.2	1.8	8.3	3.1	2.8
ROA	0.3	0.4	2.2	1.0	0.9
EBITDA마진	2.9	6.2	5.2	5.0	6.6
안정성 (%)					
유동비율	122.0	119.6	109.5	107.3	105.3
부채비율	425.3	308.5	261.0	247.1	220.9
순차입금/자기자본	18.9	14.0	0.4	3.0	0.4
EBITDA/이자비용(배)	5.1	7.9	5.9	5.1	6.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,910	1,729	9,532	3,984	3,771
BPS	83,749	107,123	122,104	131,530	140,743
CFPS	5,282	4,348	12,154	6,354	6,053
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	50.3	48.4	12.6	30.1	31.8
PER(최저)	23.6	29.0	6.0	14.4	15.2
PBR(최고)	1.2	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	9.9	15.5	8.2	15.6	16.4
EV/EBITDA(최고)	18.0	8.2	13.3	16.2	12.5
EV/EBITDA(최저)	10.4	5.6	6.8	8.5	6.5

memo
