

2018

S K R e s e a r c h C e n t e r

조선 아쉬운 발주 여건과 원가 인상 부담

조선. 유승우 / 3773-9180, yswbest@sk.com





Contents

1. 2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망	4
2. 후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적	17
3. Appendix	23
4. Top Pick: 현대미포조선	26

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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 적극매수 / -15%~15% → 매수 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 1일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----



아쉬운 발주 여건과 원가 인상 부담

2018년의 발주 여건은 2017년과 다르지 않고 원가 인상 효과도 반영해야 할 시기이다. 2017년과 마찬가지로 선박의 공급 과잉은 해소되지 않고 오히려 인도 예정 물량들이 선대에 편입되며 공급 과잉을 심화시킬 것이다. 그리고 원재료 인 후판 가격의 인상이 확정된 상황에서 인상 폭에 대한 철강사와의 협상 결과에 따라 내년도 조선업계 마진 스퀴즈에 대한 우려도 있다. 저선가를 무기로 공격적으로 수주를 하고 있는 중국이 있기에 원가 인상분을 선가에 전가시킬 수 없는 만큼 2018년 조선업계는 적자 전환의 가능성도 열려 있다는 판단이다.

● 아쉬운 발주 여건

LNG 탱커, 컨테이너선, VLCC, 벌커 모두 공급 과잉의 상황이다. 특히 LNG 탱커는 수주잔고에 남아있는 121척이 향후 3년간 꾸준히 인도되며 공급 과잉을 더욱 심화시킬 것으로 판단된다. 컨테이너선은 얼라이언스 개편이 일단락 되어감에 따라 대형 컨테이너선의 발주가 이뤄지고 있다. 아직 THE Alliance의 발주가 안 나온 상황이기에 추가적인 대형선의 발주가 있을 수 있으나, CMA CGM 발주 물량을 중국이 저선가에 수주한 만큼 중국 조선소의 수주 가능성을 염두에 두고 있어야 한다. 벌커는 최근 BDI가 소폭 반등하며 VLOC를 비롯한 발주가 나오고 있다. 그러나 BDI의 절대 수준이 호황기 대비 지나치게 낮은 상황이라 꾸준히 발주가 나올 수 있는 국면은 아니다. 그리고 벌커 시장은 2000년대부터 전통적으로 중국 조선소의 전유물인 선종이며 특히 VLOC는 수주잔고 기준 중국이 86%의 점유율을 보이고 있어 대한민국 조선소의 수주량은 많지 않을 전망이다.

● 원가 인상 구간을 견뎌야 하는 조선업계

2017년 하반기 조선업계는 철강업계와의 후판 가격 협상을 11월까지도 마무리짓지 못했다. 지난 10월 말, 후판 가격 인상에는 양측의 합의가 이뤄졌으나 아직 인상 폭에 대한 협상이 남아있다. 철강업계 입장에서는 2017년 철강 펄리에서 유일하게 후판의 가격만 조선사의 요청으로 올리지 못하고 있었다. 유통 가격 기준으로 열연이나 강판의 가격과 후판의 가격은 10만원 정도의 차이를 보이며 유일하게 적자를 보이고 있는 사업 부문으로 남았다. 따라서 후판 가격 인상은 당위적이며 인상 폭에 따라 조선업계의 마진은 조정받을 수 밖에 없는 상황이다. 중국 조선사들의 글로벌 선박 시장에서의 가격 메리트가 뛰어남을 감안할 때, 대한민국 조선사들은 원가 인상분을 선가 인상으로 이어갈 수 없어 마진 축소를 감수해야 하는 상황이다.



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180



01

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

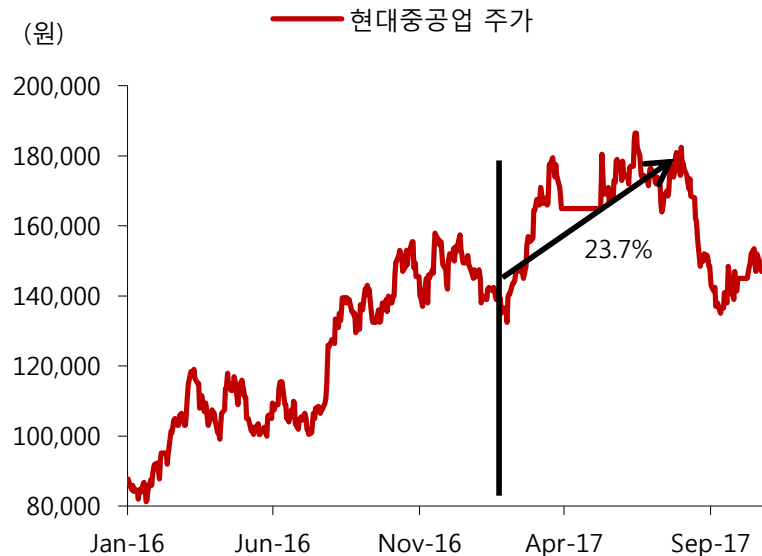


2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 2017년 조선업 주가의 Driven Point는 LNG 탱커 발주 기대감이었음

- 연초 이후 LNG 탱커에 대한 발주 기대감으로 현대중공업은 23.7%, 삼성중공업은 45%까지 상승함
- 삼성중공업의 경우 수주한 드릴십 발주처(Seadrill)의 재무조정 가능성이 부각되며 4월부터 주가의 하락이 발생한 바 있음
- 당시 Seadrill이 발주한 2척의 드릴십은 건조는 끝났으나 인도가 지연되며 수금율이 낮아 주가에 악영향을 줌
- 현대중공업의 경우 계열사 분리 작업으로 재무구조가 개선되는 등의 효과가 있었으나 펀더멘털리 주가의 상승 모멘텀은 LNG 탱커였음
- 하지만 하반기 휴가 시즌에 접어들며 수주량이 기대에 못미치자センチ먼트가 급격히 악화되었음

연초 이후 LNG 탱커에 대한 기대감으로 23.7% 상승한 현대중공업 주가



자료 : Dataguide, SK증권

연초 이후 LNG 탱커에 대한 기대감으로 45% 상승한 삼성중공업 주가



자료 : Dataguide, SK증권

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

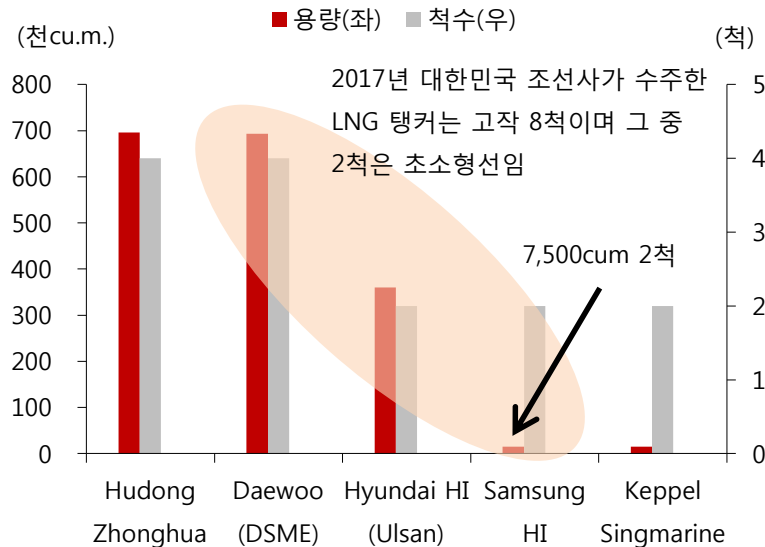
● 실제 LNG 탱커 수주는 기대에 못 미쳤음

- 현대중공업은 2월에 180,000bcm 규모의 LNG 탱커 2척을 수주하고 11월 현재까지 수주 전무함
- 삼성중공업은 5월에 7,500bcm 규모의 초소형 LNG 탱커 2척 수주하고 11월 현재까지 수주 전무함

● 연초 기대했던 물량보다 발주가 제한되자 새롭게 거론되는 LNG 탱커 발주 기대감

- PNG 대비 LNG의 물동량이 7배 빠른 속도로 성장하고 있기 때문에 최소 20년간 성장하며 추가적인 발주를 기대할 수 있다는 BP의 전망
- 그러나 세계 에너지 수요의 중심인 아시아에서 중국이 PNG로 선호하고 있는 등 LNG의 수요가 늘어날 개연성은 적은 상황임

그러나 실제로 연초 이후 대한민국 조선사가 수주한 LNG 탱커는 고작 8척



자료 : Clarksons Research, SK증권

발주가 제한되자 다시금 거론되는 LNG 발주 기대감

LNG선 발주 2년 뒤 붓물... '보릿고개' 조선업, 특수 기대

기사입력 2017/10/15 06:31 송고

친환경 LNG 수요·해상수송 늘어...조선 빅3, 기술력 우위

(서울=연합뉴스) 윤보람 기자 = 전 세계적인 친환경 에너지 확대 추세로 LNG(액화천연가스) 수요와 교역량이 최소 20여 년간 성장한다는 전망이 잇따르고 있다.

LNG 선박 및 설비 건조와 관련해 독보적인 경쟁력을 갖춘 국내 조선 대형 3사가 현재의 일감 공백을 견뎌내면 2년 뒤 특수를 누릴 거란 기대감이 커지고 있다.

15일 업계와 외신에 따르면 글로벌 석유회사 BP는 최근 발표한 '에너지 아웃룩 2017'(Energy Outlook 2017) 보고서에서 전 세계 LNG 해상 교역량이 빠르게 늘어 약 20년 뒤에는 전체 LNG 물량의 절반이 해상으로 수송된다는 관측을 내놓았다.

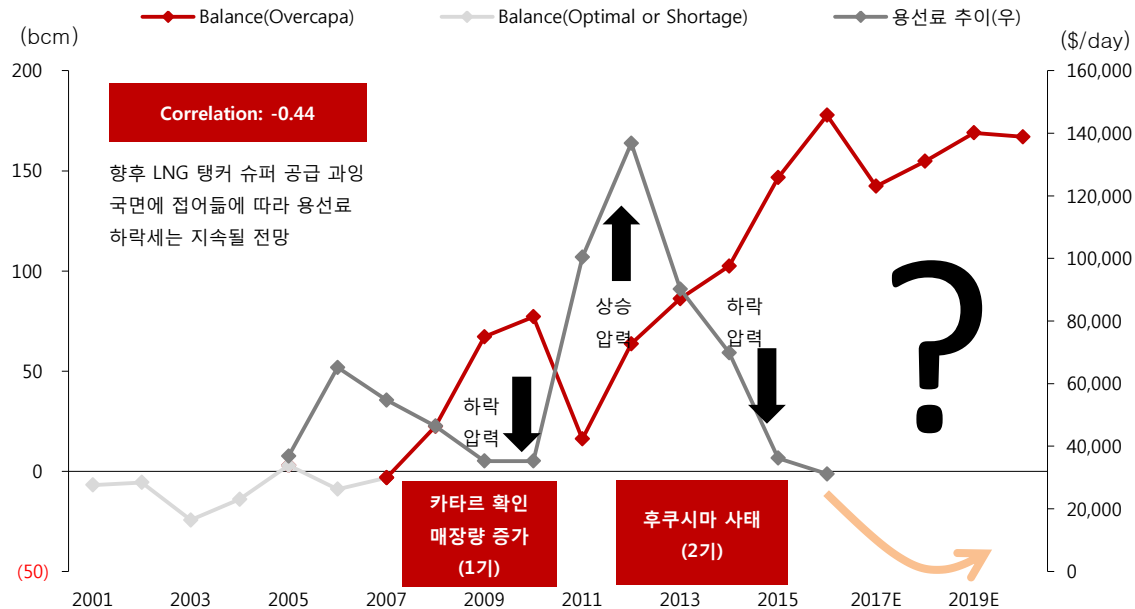
자료 : 연합뉴스, SK증권

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 2017년 LNG 탱커 발주량이 기대에 못 미쳤던 이유는 공급 과잉

- 공급 과잉을 진단하는 척도는 Balance(물동 가능량 - 실제 물동량)임. Balance가 양수면 공급 과잉인 상태라고 볼 수 있음
- 1기에 카타르에서 가스 확인 매장량이 증가하며 LNG 탱커 발주가 늘어남. 이 당시 처음으로 Balance가 양수로 전환
- 2기에 후쿠시마 사태가 터지며 LNG 탱커 발주가 급증함. 이 때 Balance가 심화되며 1기 이상으로 높아짐
- 기발주된 LNG 탱커가 인도됨에 따라 Balance는 앞으로 더 심화될 것으로 추정되어 용선료가 하락 압력을 받을 것으로 판단됨

슈퍼 공급 과잉 국면에 접어들어 따라 용선료는 계속 빠질 개연성이 높음

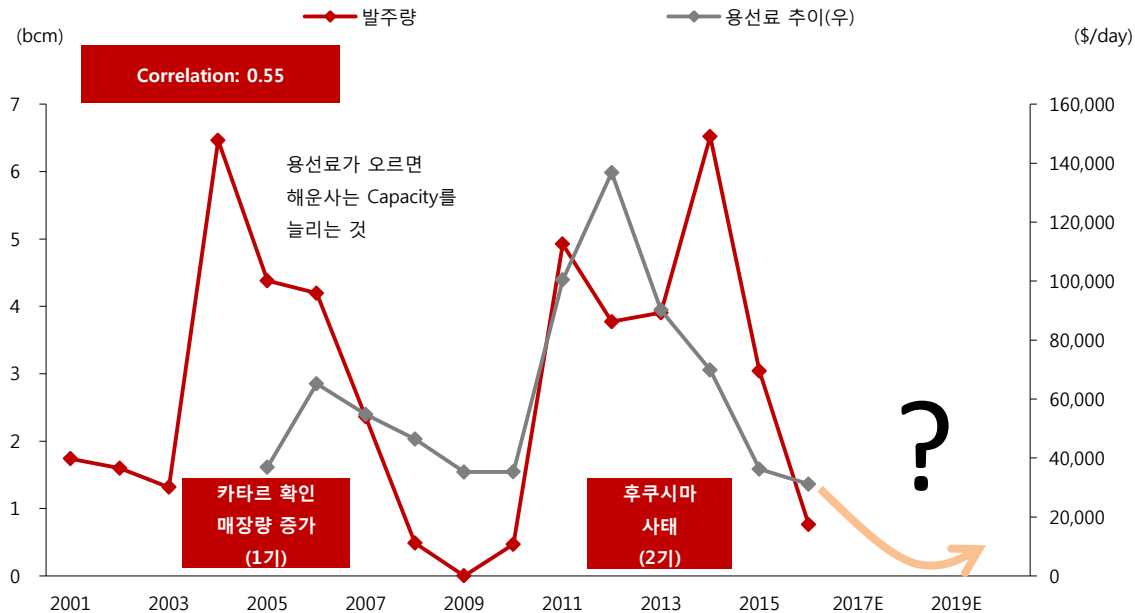


2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 2017년 LNG 탱커 발주량이 기대에 못 미쳤던 이유는 공급 과잉

- 용선료가 하락 압력을 받는다는 것은 발주처인 해운사의 입장에서 불리한 조건임
- 역사적으로 용선료가 상대적으로 높았던 1기와 2기때 LNG 탱커 발주량은 증가했음
- 2017년에는 용선료가 낮았기 때문에 추가적인 발주가 나오기 힘든 상황이었고 2018년 역시 2017년과 다르지 않은 국면임
- Balance가 꾸준히 우상향하는 것으로 추정되는 바 용선료가 올려 발주 여건 개선이 어려울 것임

용선료가 빠지면 발주량이 함께 떨어짐

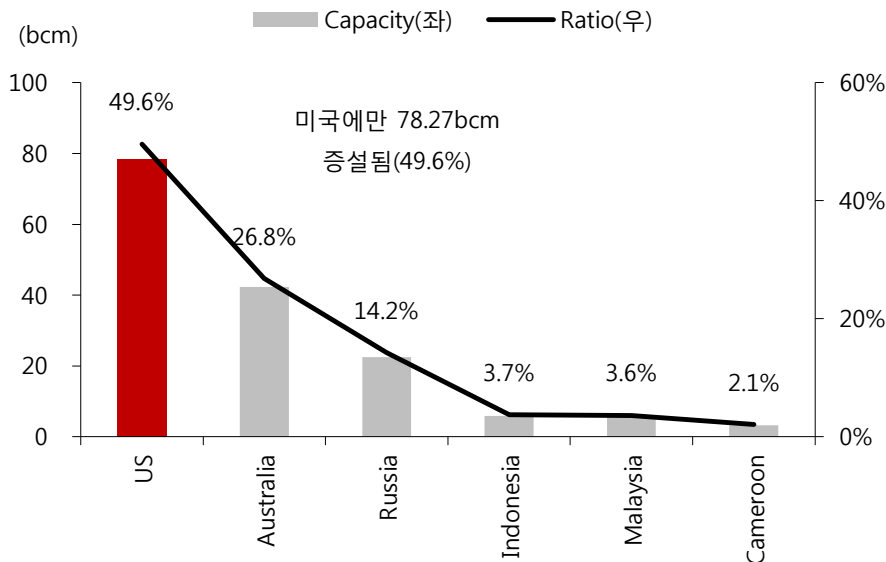


2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 미국에서 출회되는 LNG 양을 감안해도 LNG 탱커는 이미 과잉 발주됨

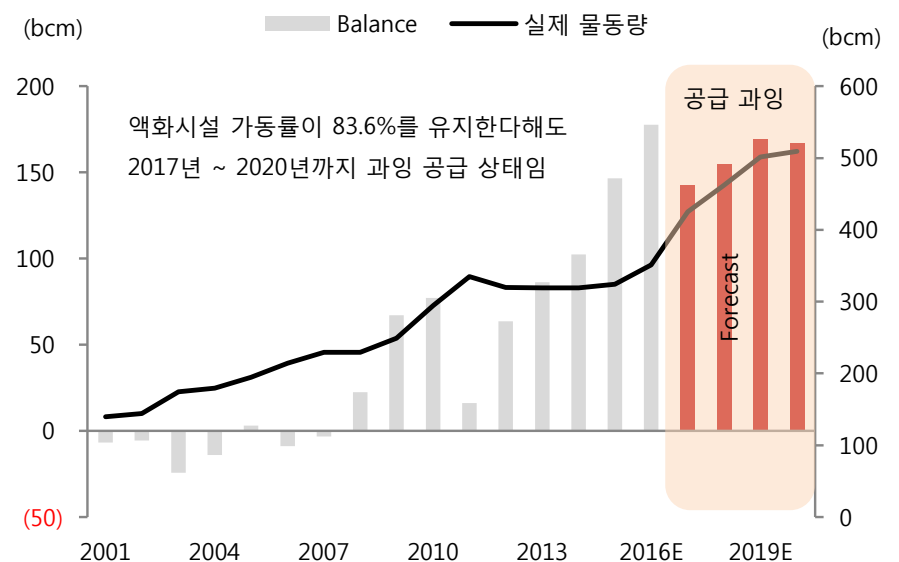
- LNG 탱커에 대한 기대감의 시발점은 미국산 LNG의 대규모 출회임
- 전 세계에 증설중인 액화시설의 49.6%는 미국에서 진행 중이며 용량 기준으로 78.27bcm에 달한다는 점에서 양이 많은 것은 사실임
- 그러나 기발주된 LNG 탱커 물량으로 미국에서 나오는 LNG 물량을 커버할 수 있음
- 세계 액화시설들은 평균 83.6%의 가동률을 보이는데, 증설되는 액화시설들이 이 가동률을 유지한다고 가정해도 향후 Balance는 양수

글로벌리 증설되는 액화시설 용량의 49.6%는 미국에서 증설됨



자료 : IGU, SK증권

액화시설의 가동률이 83.6%를 유지해도 향후 Balance는 양수로 추정됨



자료 : BP, Searates, Clarksons Research, SK증권

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

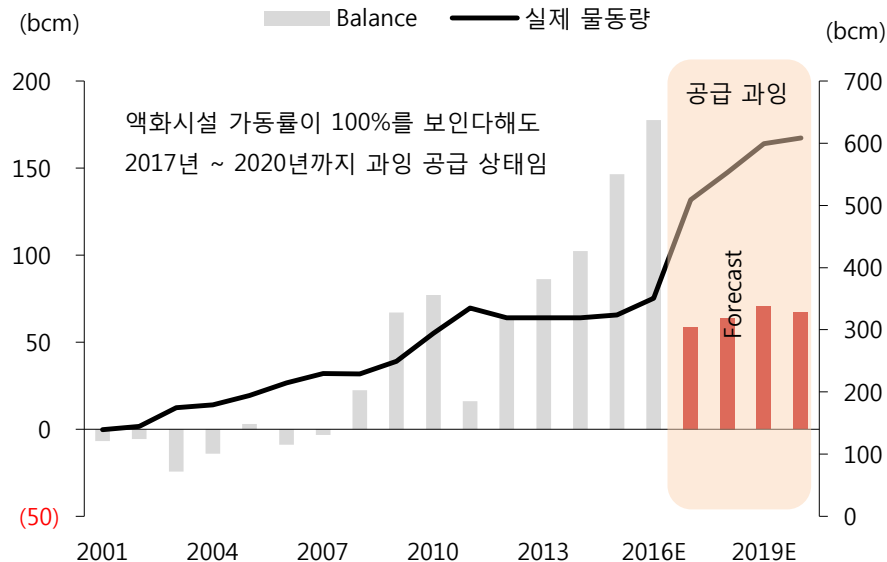
● 2018년에 추가적인 LNG 탱커의 발주가 이뤄지기엔 공급 과잉이 지나친 상황

- 세계 액화시설들이 100%로 가동된다고 해도 향후 Balance는 양수로 추정되어 2018년에도 추가적인 LNG 탱커 발주는 제한될 전망

● 수요 측면에서도 LNG 탱커 발주는 많지 않을 전망

- 주요 LNG 수입국인 아시아가 LNG 수입량을 늘리기 때문에 LNG 탱커의 발주가 필요하다는 주장이 있음
- 그러나 실제로 현재 아시아에 증설되고 있는 LNG 수입 터미널은 3기에 불과함(중국: 4.08bcm 터미널 2기 / 일본: 2.04bcm 터미널 1기)
- 아시아의 2016년 LNG 총 수입량은 224.7bcm으로, 증설되는 용량은 매우 미미한 수준임. 즉, LNG의 수요가 급증하는 시기는 아님

액화시설의 가동률이 100%여도 향후 Balance는 양수로 추정됨



자료 : BP, Searates, Clarksons Research, SK증권

아시아에 증설되는 LNG 수입터미널은 많지 않음

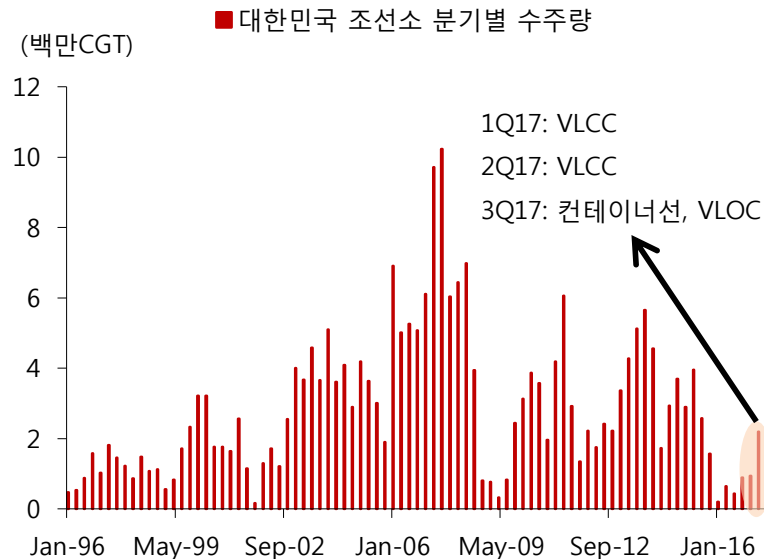
국가	터미널 이름	터미널 용량	국가별 2016 LNG 수입량 (bcm)
중국	Fujian Zhangzhou	4.08	34.3
중국	Zhejiang Zhoushan	4.08	34.3
일본	Soma LNG	2.04	108.5

자료 : IGU, SK증권

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

- 연초부터 대한민국 조선소의 수주잔고를 채운 선종은 LNG 탱커가 아니라 VLCC, 컨테이너선, VLOC였음
 - 대한민국 조선소는 1분기와 2분기는 VLCC, 3분기에는 얼라이언스 개편으로 인한 MSC의 대형 컨테이너선과 VLOC를 수주함
- 국제 해운동맹 개편으로 얼라이언스별 대형 컨테이너선 발주가 있었으나 한국 조선소에 대한 기대감을 낮출 필요
 - CMA CGM 발주 물량은 중국 조선소가, MSC 발주 물량은 삼성중공업과 대우조선해양이 수주함. 아직 THE Alliance는 발주하지 않음
 - 그러나 CMA CGM이 발주한 물량을 중국 조선소가 수주함에 따라 향후 대형 컨테이너선 시장에서의 대한민국 조선소의 퍼포먼스에 대한 기대감을 낮출 필요가 있음

대한민국 조선소는 연초 이후 VLCC, 컨테이너선, VLOC를 수주함



자료 : Clarksons Research, SK증권

THE Alliance는 아직 발주하지 않아 추가적인 대형 컨테이너선 발주 가능함



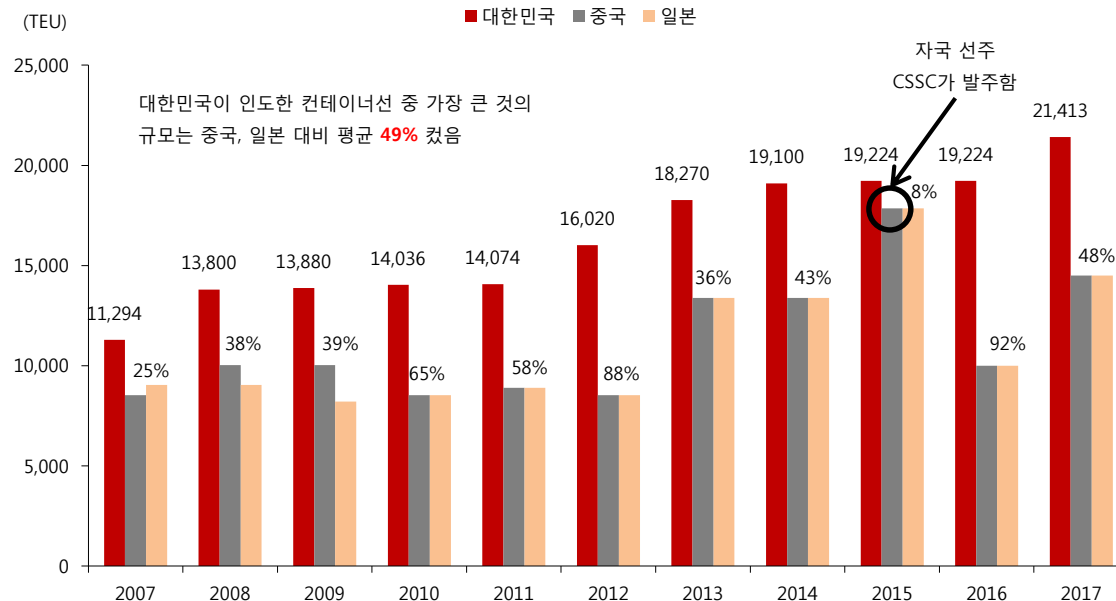
자료 : Google, SK증권

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 대형 컨테이너선 시장에서의 지위가 흔들린 대한민국 조선소

- 역사적으로 국가별 조선소가 인도한 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 항상 최대 규모였음
- 대한민국 조선소는 중국, 일본 조선소 대비 평균 49% 이상 큰 컨테이너선을 건조해왔음
- CMA CGM이 발주했던 컨테이너선은 22,000TEU급으로 전 세계 최초로 발주된 초대형선이었고 대한민국의 수주가 점쳐졌음
- 그러나 이를 중국 조선소인 상해외고교조선과 후동중화조선소가 대한민국 대비 저선가에 수주하며 조선업종 주가에 악영향을 끼쳤음

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

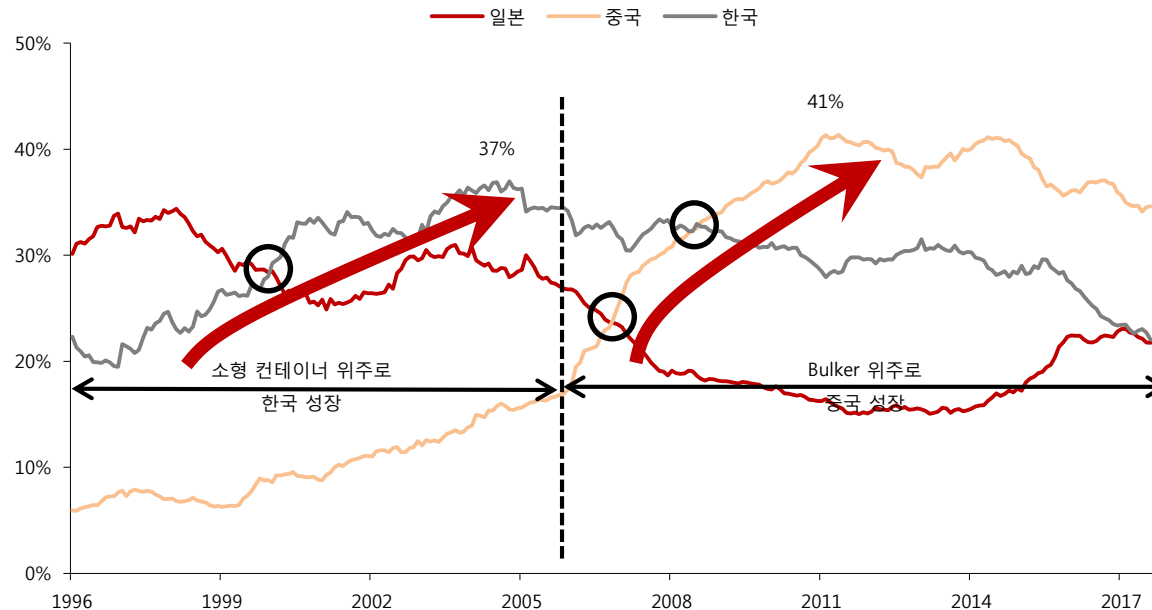


2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 선박 시장에서 저선가의 의미

- 대한민국이 일본 조선소를 제치고 올라갈 때 공략했던 선종은 소형 컨테이너선이었음
- 중국이 일본과 대한민국을 제치고 올라갈 때 공략했던 선종은 Capesize 벌커였음
- 두 선종 모두 고부가가치 선종인 LNG 탱커 대비 약 1/6 수준의 가격으로 싼 선종이었음
- 즉, 저선가는 점유율을 확대할 수 있는 Key라는 판단이며 향후 대형 컨테이너선 시장에서 중국 조선소의 퍼포먼스에 주목해야 함

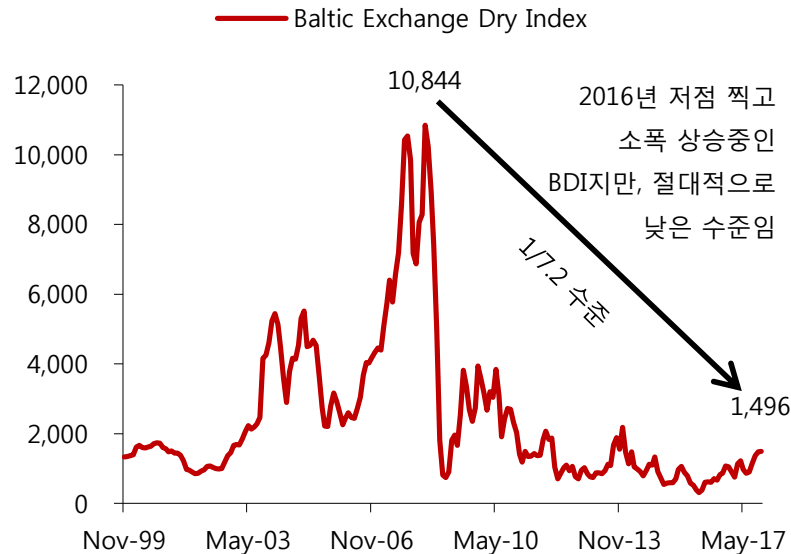
모든 선종 합산 Orderbook 기준 일본, 중국, 한국의 점유율 추이



2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

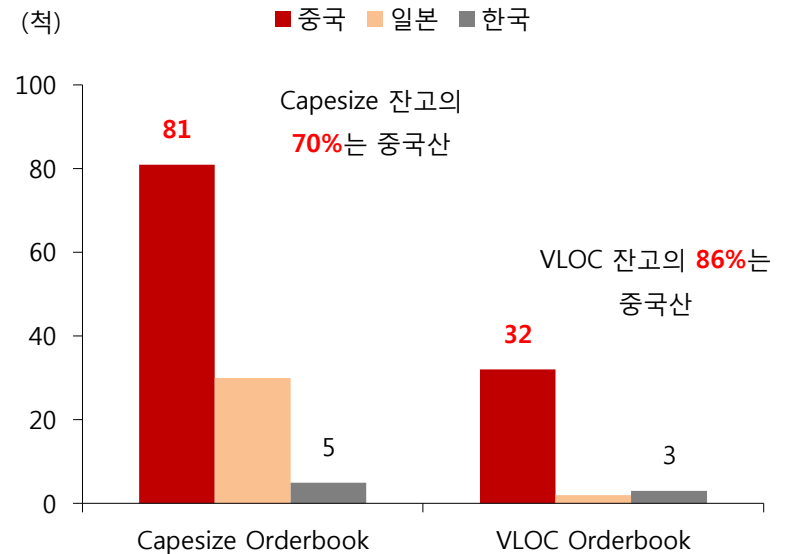
- 작년 이후 BDI가 소폭 반등하며 벌커 발주 기대감이 커지고 있지만 절대적으로 낮은 BDI
 - 그러나 현재 BDI는 1,500 수준으로, 과거 추이를 볼 때 절대적으로 낮은 수준임('08년 5월 평균 10,844에 비해 1/7.2 수준)
- 벌커(저부가가치 선종) 시장은 2000년대부터 중국이 차지하고 있었음
 - BDI가 오르며 VLOC가 발주되며 현대중공업이 수주에 성공함
 - 그러나 11월 현재 Capesize 벌커 수주 잔고의 70%는 중국에 묶여 있으며, 특히 VLOC는 그 비율이 86%에 달함
 - 즉, BDI의 소폭 반등으로 인한 발주가 이뤄지더라도 중국 조선소의 선전이 이어질 것이라 전망함

작년 이후 BDI가 소폭 반등했지만 절대적으로 낮은 수준임



자료 : Clarksons Research, SK증권

벌커(저부가가치 선박) 시장은 전통적으로 중국의 전유물



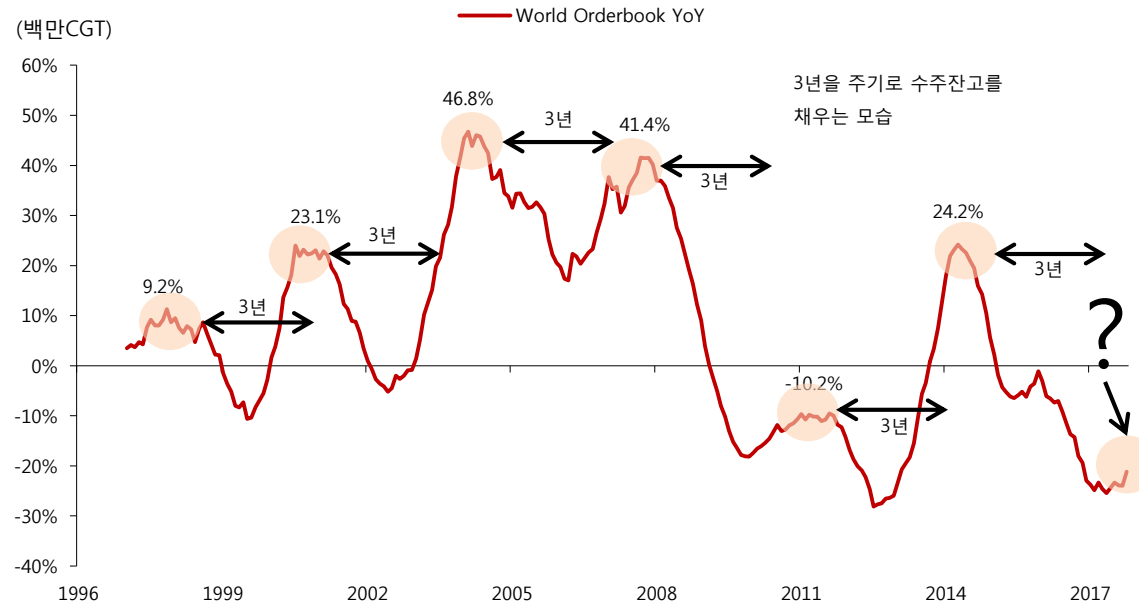
자료 : Clarksons Research, SK증권

2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 3년의 cycle을 보이며 수주잔고를 채워온 조선소: 2017년의 반등은 up-cycle이었나?

- 역사적으로 전 세계 조선소들은 3년을 주기로 수주잔고를 채우는 모습을 보였음
- 2014년을 정점으로 3년차를 맞이하는 2017년은 잔고를 다시 채우는 기간이었어야 하지만 소폭의 수주 회복세만을 보였음
- 연초 이래로 발주된 소량의 VLCC, 컨테이너선, VLOC 물량 등이 3년 cycle의 up-cycle일 수도 있음
- 하지만 기초적인 up-cycle을 기대하기에는 발주 여건이 열악하다는 판단임

3년 주기로 수주잔고를 채우는 조선사들이지만 2014년 이래 3년차인 2017년 수주 회복세는 미미했음



2017년 수주 실적 점검 및 2018년 조선업 전망

● 3년의 cycle을 보이며 수주잔고를 채워온 조선소: 2017년의 반등은 up-cycle이었나?

- 특히 대표 선종들 모두 이미 Balance 추정시 공급 과잉인 상황임
- 선종별로 인디케이터는 다르지만 기발주된 물량으로 인디케이터로 작용하는 재화들을 커버할 수 있는 수준의 Balance임
- 따라서 용선료가 하락 압력을 받고 있기에 추가 발주 자체가 어려워 종합적으로 발주 여건이 불량하다는 판단임
- 만약에 발주가 난다면 상대적으로 저선가를 제시할 수 있는 중국 조선소의 약진이 예상되며 대한민국 조선소는 위기라고 판단함

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



02

후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적



후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적

● 2018년에는 후판 가격 인상 폭에 주목해야 함

- 상, 하반기 2회에 걸쳐 진행되는 철강사와의 후판 가격 협상이 올 하반기에는 11월 현재까지도 마무리되지 않음
- 다만 후판 가격 '인상' 자체에는 합의된 상황이며 인상 폭에 대한 조율이 이뤄지고 있음
- 통상 후판 가격이 오르는 것은 선가 인상 요인으로 작용해 후판 가격과 신조선가는 방향성을 같이 하는 경향이 있음
- 선박에 대한 수요도 선가를 끌어올릴 수 있지만 선종별로 공급 과잉 상태라는 점에서 이미 추가적인 선박 수요는 현재 선가 인상 요인으로 삼을 수 없음

후판값 인상이 확정되었으나 인상폭 협상이 남아있음

‘후판값’ 이어 이번엔 ‘인상폭’...철강,조선 2R

29일 조선, 철강 업계에 따르면 최근 주요 조선, 철강사들이 올 하반기 후판

가격 협상에서 단가를 인상하는 방향에 합의했다...(중략)...지금은 인상가격

을 정하기 위한 실무교섭이 진행 중...(중략)...조선사가 선박을 건조하는 경

우 적당 영업이익률은 1~2% 수준으로 VLCC 한 척을 건조해 조선사에 남는

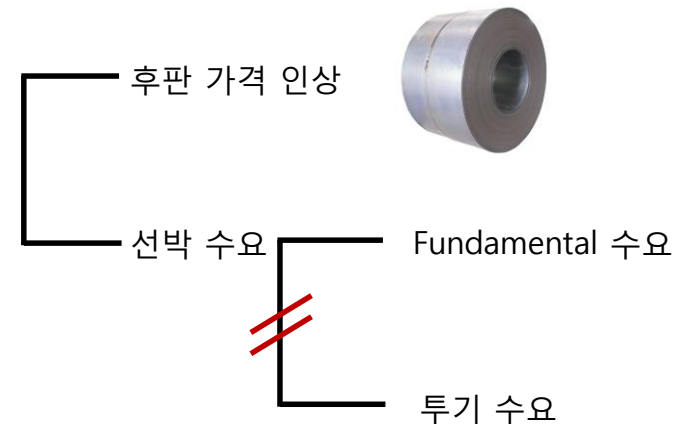
돈을 단순계산하면 9~18억원 정도다

2017. 10. 29 서울경제 발췌

자료 : 서울경제, SK증권

후판 가격의 인상은 선가 인상 요인 중 하나임

<선가 인상 요인>



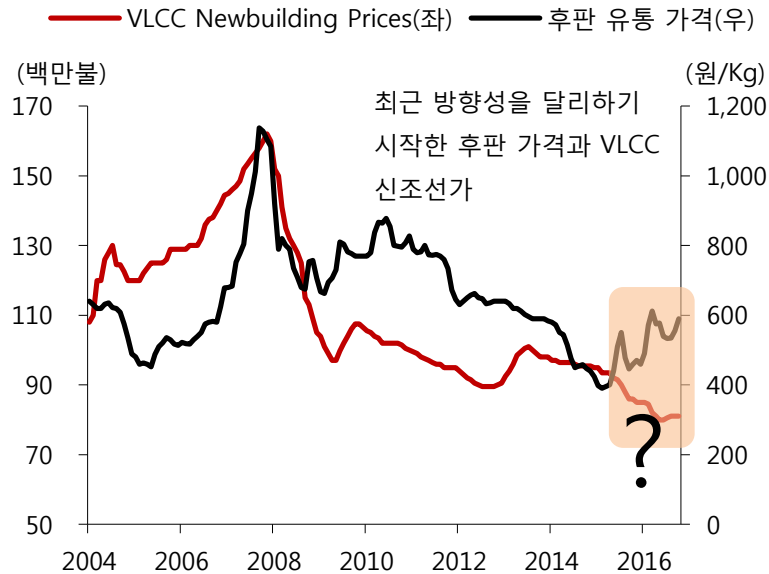
자료 : SK증권

후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적

● 최근 후판의 가격과 선박의 신조선가는 방향성을 달리하고 있음

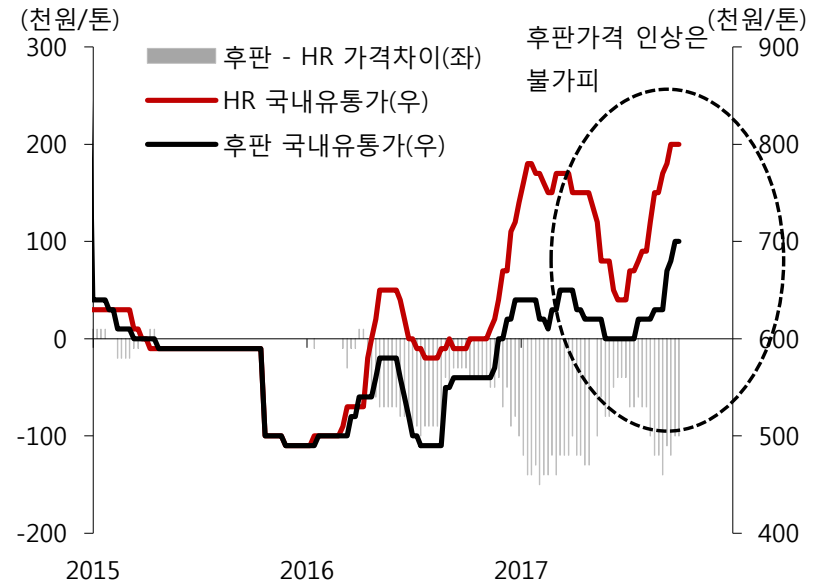
- 통상 후판 가격이 오르는 것은 선가 인상 요인으로 작용해 후판 가격과 신조선가는 방향성을 같이 하는 경향이 있음
- 그러나 최근 후판 국내 유통가는 상승하는데 신조선가는 하락하는 현상이 발생하고 있음
- 향후 후판 가격은 열연이나 강판 대비 10만원 가량 spread가 벌어져 있어 추가적인 인상이 불가피한 상황임
- 따라서 선가를 올리지 않는다면 조선사는 마진 스퀴즈가 우려되는 상황임

최근 VLCC 신조선가와 후판 유통 가격 움직임이 달라짐



자료 : Clarksons Research, Steel daily, SK증권

국내 HR / 후판 유통가 - 후판가격 인상은 불가피



자료 : Bloomberg, Steel daily, SK증권

후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적

● 후판 가격이 올라도 대한민국 조선사는 선가 상승 여력이 제한될 전망

- 2017년 8월 CMA CGM이 발주한 대형 컨테이너선을 중국이 수주한 배경으로 선박 가격에 주목해야 함
- 현대중공업이 제시한 가격은 1억 5천만 달러 수준이었으나 선주측은 1억 4천만 달러 수준을 원했음
- 중국 조선사들은 선주들의 요구에 맞는 수준으로 선가를 제시한 것으로 알려짐
- 한편, 최근 일본의 임금 수준이 대한민국과 비슷한 수준으로 진입하며 글로벌 선박 시장에서 대한민국 조선소와의 경쟁이 가능해짐
- 즉, 선가를 올리게 되면 중국 및 일본 조선소와의 출혈 경쟁이 심해질 수밖에 없는 상황임

중국의 저가 공세로 글로벌 조선사간 경쟁이 심화되며 초대형 수주를 놓친 현대중공업

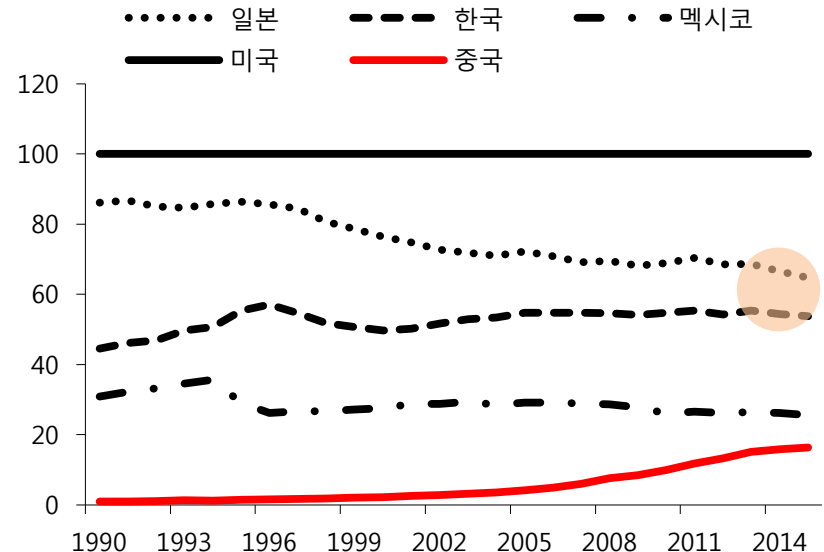
고부가 선박까지 中에 뺏긴 한국 조선소

업계 안팎에선 현대중공업과 여러차례 수주계약을 맺은 곳이어서 이번에도 현대중공업의 승리를 점쳐왔다...**(중략)...현대중공업이 수주전에서 패한 가장 큰 이유로 선박가격을 꼽는다.** 선주측은 척당 1억4천만 달러 수준을 희망했으나 현대중공업은 척당 1억5천만 달러, 이중연료 시스템을 적용할 경우 1억7500만 달러의 가격을 제시...**(중략)...이는 국내 조선사 입장에서 이익을 최소화한 가격이지만 중국은 이보다 더 낮은 가격을 써낸 것으로 알려졌다.**

2017. 08. 26 아시아경제 발췌

자료 : 아시아경제, SK증권

평균 임금 추이에서도 대한민국은 일본과도 비슷해지며 경쟁이 심화되고 있음



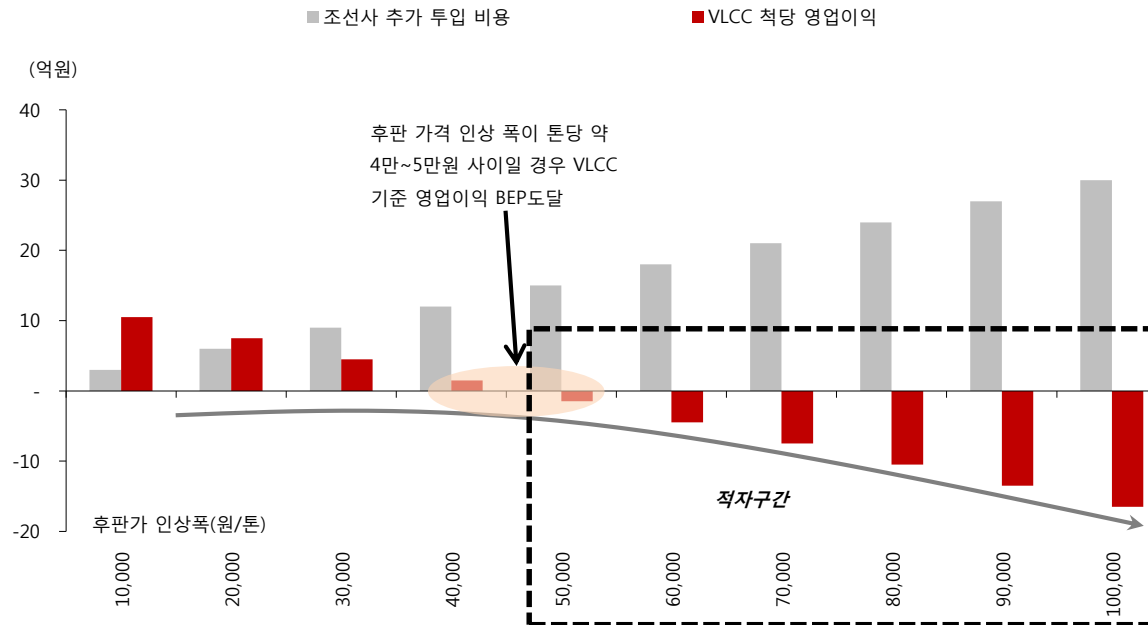
자료 : OECD, Bloomberg, SK증권

후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적

● 선가를 올릴 수 없다면 마진 스퀴즈는 불가피한 2018년

- 중국, 일본과의 경쟁으로 선가를 올리기 어려운 상황이라면 이는 대한민국 조선소에게 마진 스퀴즈로 이어질 것임
- 대표 선종인 VLCC를 기준으로 후판 가격의 인상 폭에 따른 추가 투입 비용 및 영업이익을 추정해 봄
- 후판 가격이 열연, 강판 등과 10만원/톤의 차이가 나므로 1만원부터 10만원까지 1만원 단위로 추정함
- 약 4만원/톤 ~ 5만원/톤 사이의 인상 폭이 VLCC 기준 BEP에 도달하는 지점이 됨
- 즉, 5만원 이상 인상되면 선가 인상 없이는 적자 구간으로 접어들 수 밖에 없는 상황임

후판가격이 톤당 4~5만원 사이로 인상되면 VLCC 영업이익 BEP 수준임

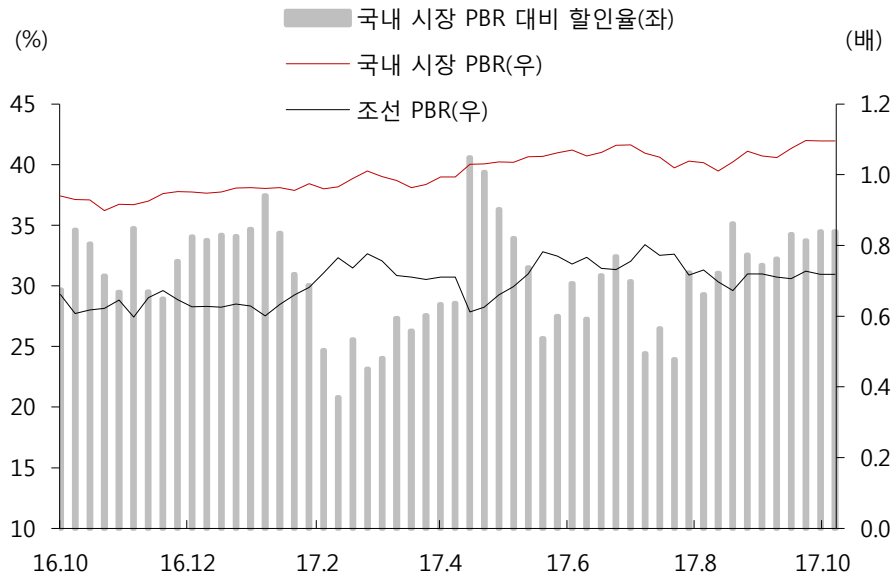


후판 가격 인상이 미칠 2018년 조선업 실적

● 2018년도에는 밸류에이션 할인과 더불어 감익이 예상됨

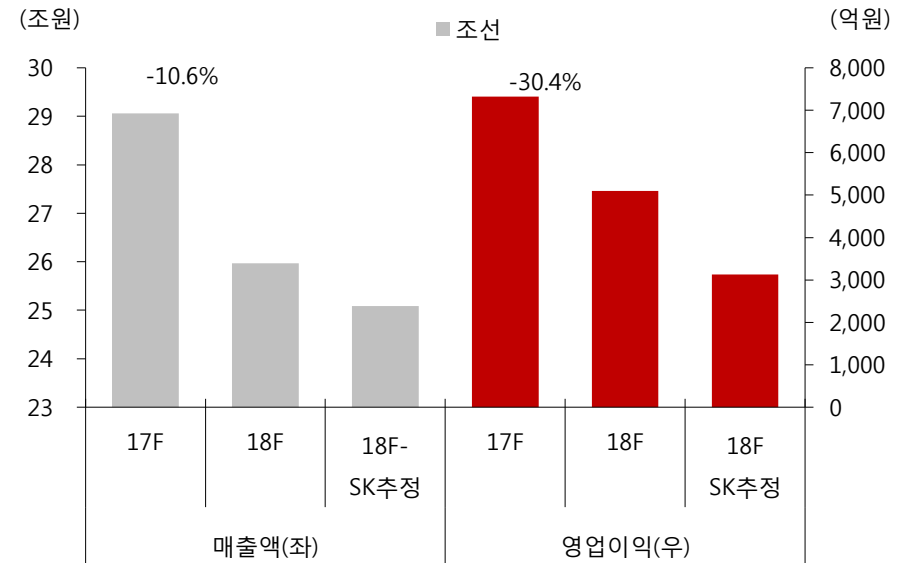
- 2017년 연초 이후 LNG 탱커 발주 기대감으로 상승 모멘텀을 받았던 대한민국 조선업은 2018년에는 대체로センチ가 강하지 못할 것
- LNG 탱커의 발주 모멘텀이 부재하다는 점을 인식하는 한 해였고 중국에게 고부가가치 선박 수주도 빼앗기며 밸류에이션 할인 폭 커짐
- 아울러 후판 가격의 인상이 확정되어 예상보다 감익의 폭이 커질 것으로 추정됨
- 인상 폭에 따라 감익 폭도 달라지겠지만 후판과 열연이나 강판과의 가격 차이가 10만원/톤 가량 벌어져있어 2018년 내 4~5만원/톤 가량의 인상은 불가피하다는 판단

국내 시장 대비 조선업 할인율



자료 : Datastream, SK증권

2018년 국내 조선업 매출액 및 영업이익 추정치



자료: Quantiwise, SK증권
주: 대형 3개사 합산 기준



03

Appendix

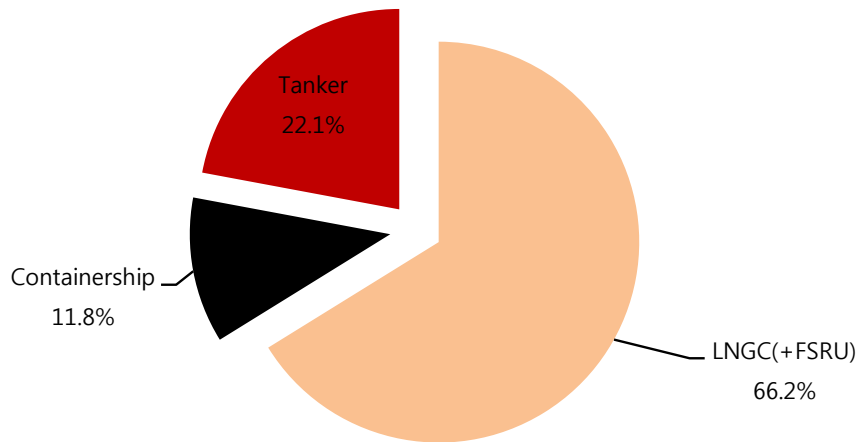


대우조선해양의 재상장

● 10월 30일 대우조선해양이 재상장됨

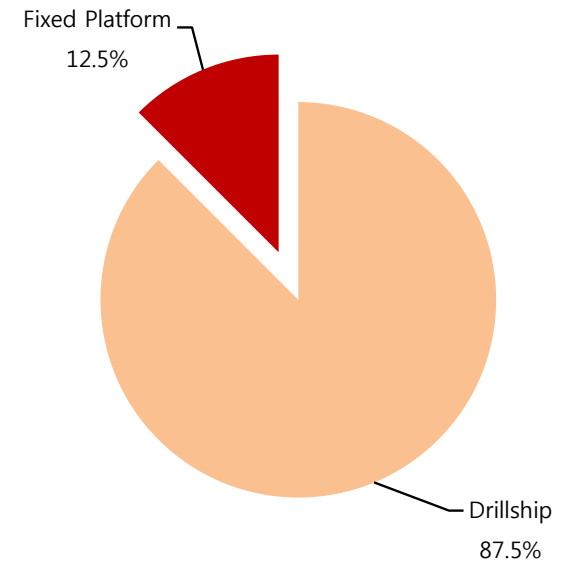
- 지난 10월 30일 LNG 탱커 시장의 강자인 대우조선해양이 재상장됨
- 후쿠시마 사태가 터진 이후 대우조선해양은 LNG 탱커 시장에서 괄목할 만한 수주량을 기록함
- 따라서 현재 대우조선해양의 상선 수주잔고는 LNG 탱커가 차지하는 비중이 높음(66.2% 수준)
- 해양플랜트 수주잔고는 대부분 인도가 마무리 되고 있음

척수 기준 상선 수주잔고(133.9억\$)



자료 : 대우조선해양, SK증권

척수 기준 해양플랜트 수주잔고(67.9억\$)



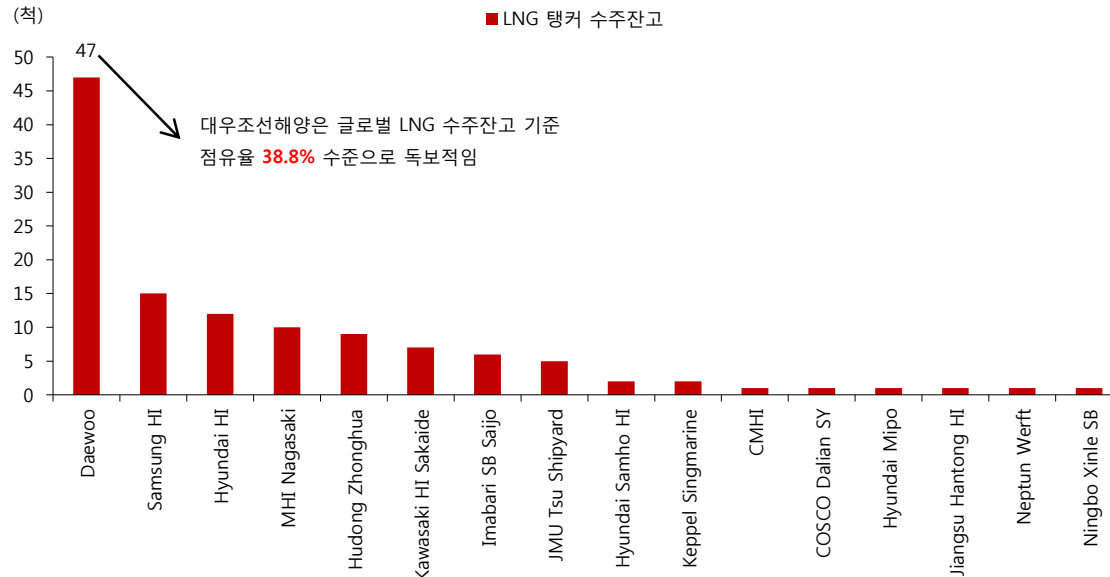
자료 : 대우조선해양, SK증권

대우조선해양의 재상장

● 10월 30일 대우조선해양이 재상장됨

- 전 세계 조선소의 LNG 탱커 수주 잔고 121척에서 대우조선해양은 47척을 보유하고 있음(점유율은 38.8%에 육박함)
- LNG 탱커의 공급 과잉이 심화되는 가운데 추가적인 LNG 탱커 수주 모멘텀이 부재한 상황이 악재로 작용할 것으로 판단됨
- 게다가 이미 공급 과잉인 상황이기 때문에 수주한 물량의 정상 인도 여부도 우려되는 상황임
- 유가 상단이 제한되는 상황에서 해양플랜트 물량이 인도 완료 단계에 접어들었다는 점은 고무적임

대우조선해양의 LNG 탱커 수주 잔고는 47척으로 점유율 기준 38.8% 수준임





04

Top Pick: 현대미포조선



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

살아있는 MR탱커 모멘텀

● 3Q17 일회성 영업이익과 순이익으로 어닝 서프라이즈 시현

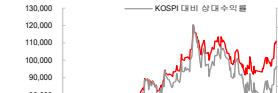
동사의 3 분기 매출액은 6,985억원으로 YoY 24.6%, QoQ 18.9%를 하락하며 컨센서스 대비 8.8% 하회했으며, 영업이익은 651 억원으로 YoY 69.5%, QoQ 132.5% 상승하며 컨센서스 대비 139% 상회했다. 2014 년부터 2 년간의 수주 부진으로 매출액부터의 감소는 불가피하지만 비나신 3 분기 영업이익률이 13.1%를 기록하며 일회성 서프라이즈가 발생했고, 현대일렉트릭과 현대건설기계 지분 매각 차익으로 1,698 억원도 발생했다.

● 여전히 살아있는 MR탱커 수주 모멘텀

SK 증권 리서치센터는 지난 8월 1 일 ‘SK Cyclical Bulletin Release 1: 미국발 순수화학의 위기에 미소 짓는 현대미포조선’ 보고서에서 미국의 ECC 증설이 가져다 줄 MR 탱커 수요를 제시한 바 있다. 미국에서 출회되는 화학제품 물동량을 수용하기 위해서 추가적인 MR 탱커가 필요하다는 의견이었다. 실제 분기별 수주척수 추이를 보면 2017 년 1분기 5 척, 2 분기 28 척에 이어 3 분기에 8 척을 수주하며 MR탱커 발주 모멘텀은 유효하다는 것을 알 수 있었다. 그리고 용선료도 작년 4 분기를 저점으로 13,000\$/day 를 넘어서며 반등하는 모습을 보이고 있어 발주 여건도 개선되는 분위기다.

● 투자 의견 매수, 목표주가 167,000 원 유지

주력 선종인 MR 탱커의 발주 모멘텀이 확실하며 LNG 탱커나 컨테이너선과 같은 수주 난항이 예상되는 선종에 대한 익스포저가 낮다는 점에서 업종 내 Top Pick 의견 유지하며 투자 의견 매수, 목표주가 167,000 원도 유지한다.

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	1,000 억원	주가(17/11/03)	111,000 원														
발행주식수	2,000 만주	KOSPI	2557.97 pt														
자사주	41 만주	52주 Beta	1.22														
액면가	5,000 원	52주 최고가	120,000원														
시가총액	22,200 억원	52주 최저가	57,400원														
주요주주		60일 평균 거래대금	146억원	<table><tr><th>주가상승률</th><th>절대주가</th><th>상대주가</th></tr><tr><td>1개월</td><td>18.0%</td><td>10.4%</td></tr><tr><td>6개월</td><td>21.3%</td><td>5.3%</td></tr><tr><td>12개월</td><td>67.7%</td><td>30.0%</td></tr></table>		주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	18.0%	10.4%	6개월	21.3%	5.3%	12개월	67.7%	30.0%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	18.0%	10.4%															
6개월	21.3%	5.3%															
12개월	67.7%	30.0%															
현대삼호중공업 (주)(외4)	42.80%																
국민연금공단	12.06%																
외국인지분율	14.10%																
배당수익률	0.00%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	39,675	46,524	42,196	32,317	28,271	28,664
yoy	%	-0.5	17.3	-9.3	-23.4	-12.5	1.4
영업이익	억원	-8,677	666	2,075	1,792	931	975
yoy	%	적지	흑전	211.7	-13.7	-48.0	4.7
EBITDA	억원	-8,011	1,340	2,599	2,316	1,405	1,431
세전이익	억원	-8,964	498	955	1,692	953	984
순이익(지배주주)	억원	-6,328	382	346	2,206	622	646
영업이익률%	%	-21.9	1.4	4.9	5.5	3.3	3.4
EBITDA%	%	-20.2	2.9	6.2	7.2	5.0	5.0
순이익률	%	-17.1	0.6	0.9	7.1	2.6	2.6
EPS	원	-31,642	1,910	1,729	11,032	3,111	3,229
PER	배	N/A	27.3	38.9	10.1	35.7	34.4
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-2.1	11.4	6.9	10.2	17.5	17.2
ROE	%	-25.9	2.2	1.8	9.6	2.4	2.4
순차입금	억원	887	3,394	3,154	-190	703	593
부채비율	%	422.4	425.3	308.5	252.0	240.8	217.5

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

살아있는 MR탱커 모멘텀

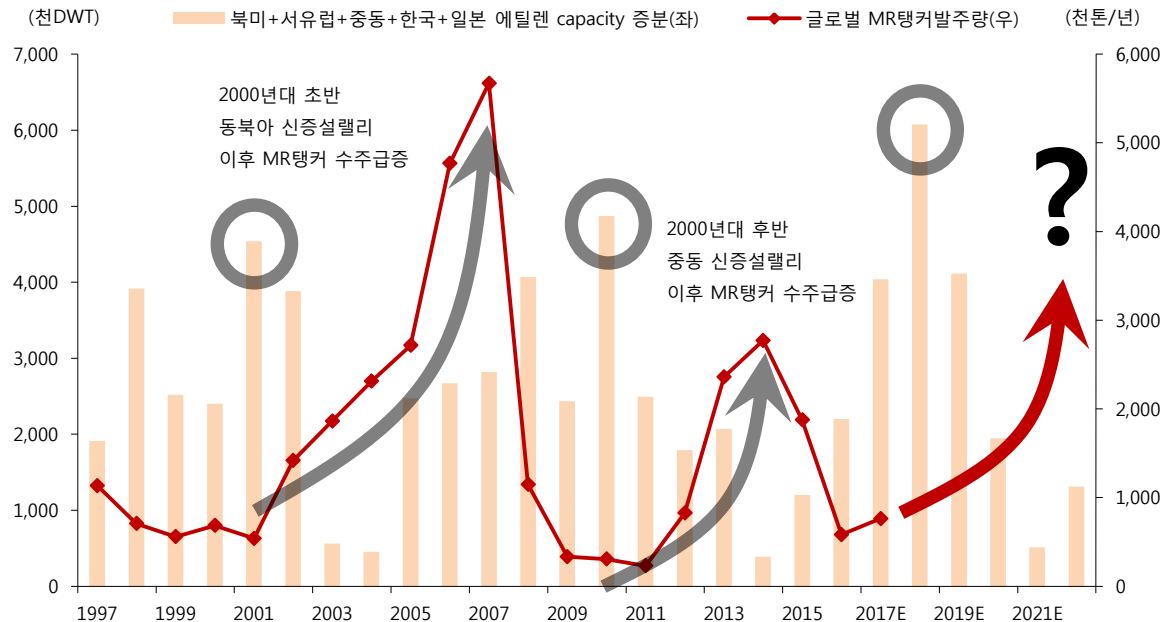
- 미국 ECC를 비롯한 글로벌 석유화학 증설 랠리는 MR탱커 발주의 Signal로 작용하고 있음

- 2000년대 후반 중동에서의 크래커 증설되는 물량만큼 2017년 이후로 신규 크래커 진입이 예정되어 있음
- 그에 따른 추가적인 석유화학제품운반선의 발주가 필요한 상황이며 1Q17을 기점으로 MR탱커 발주가 늘어나고 있음

- 연초 이후 살아있는 MR탱커 수주 모멘텀

- 1Q17 5척, 2Q17 28척, 3Q17 8척을 기록하며 동사의 MR탱커 수주량은 YTD로 41척을 기록중임 (수주잔량은 71척)
- 3분기는 주요 선주들의 휴가 시즌이 포함되어있음을 감안하면, 1분기 대비 많은 수주량을 기록한 것은 고무적이라는 판단임
- 게다가 용선료 역시 4Q16을 저점으로 반등하고 있어 발주 여건도 개선되는 분위기임

글로벌 석유화학 설비증설은 역사적으로 MR탱커 발주 증대의 Signal



자료 : Industry data, Clarksons Research, SK증권

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

살아있는 MR탱커 모멘텀

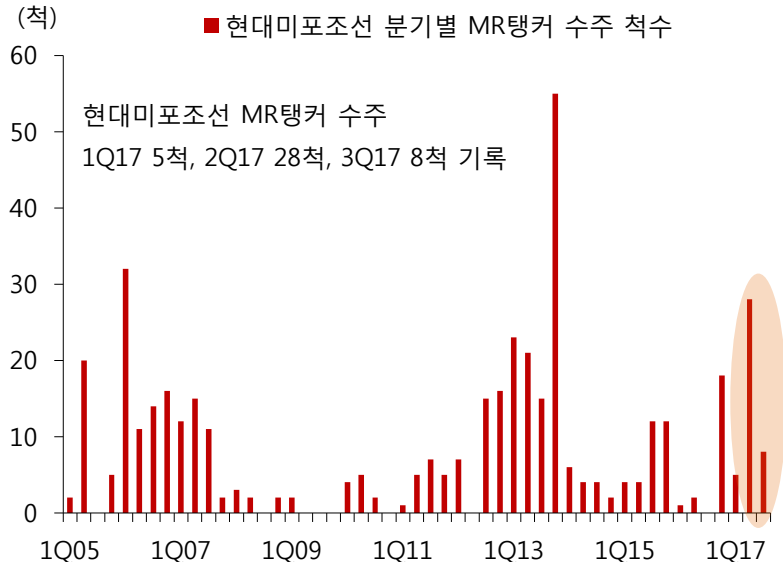
● 미국 ECC를 비롯한 글로벌 석유화학 증설 랠리는 MR탱커 발주의 Signal로 작용하고 있음

- 2000년대 후반 중동에서의 크래커 증설되는 물량만큼 2017년 이후로 신규 크래커 진입이 예정되어 있음
- 그에 따른 추가적인 석유화학제품운반선의 발주가 필요한 상황이며 1Q17을 기점으로 MR탱커 발주가 늘어나고 있음

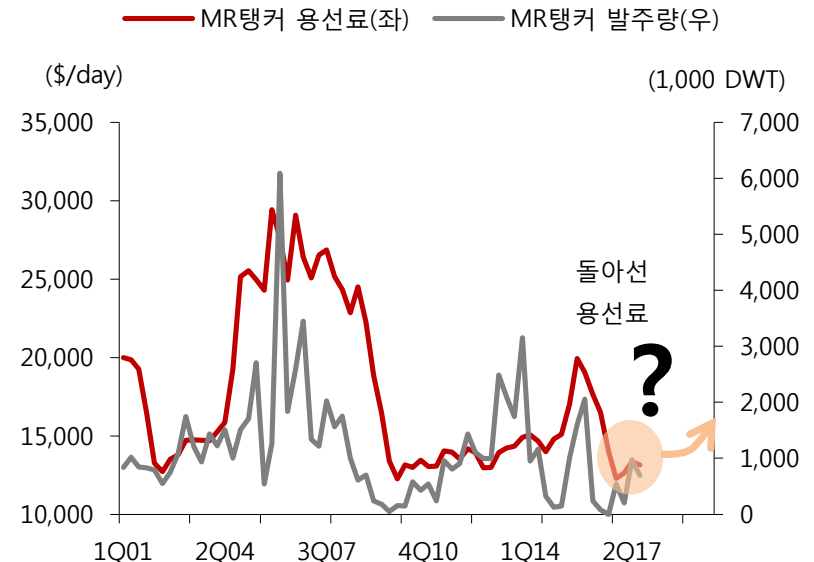
● 연초 이후 살아있는 MR탱커 수주 모멘텀

- 1Q17 5척, 2Q17 28척, 3Q17 8척을 기록하며 동사의 MR탱커 수주량은 YTD로 41척을 기록중임 (수주잔량은 71척)
- 3분기는 주요 선주들의 휴가 시즌이 포함되어있음을 감안하면, 1분기 대비 많은 수주량을 기록한 것은 고무적이라는 판단임
- 게다가 용선료 역시 4Q16을 저점으로 반등하고 있어 발주 여건도 개선되는 분위기임

3Q17(휴가 시즌 포함)까지 MR탱커 수주가 꾸준했음



MR탱커 용선료도 작년 4분기를 저점으로 반등중임



Compliance Notice

현대미포조선(010620KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.01	매수	167,000원	6개월		
2017.09.04	매수	167,000원	6개월	-41.84%	-35.03%
2017.08.02	매수	147,000원	6개월	-28.11%	-22.79%
2017.07.02	매수	147,000원	6개월	-27.03%	-22.79%

