

2018년 산업 전망  
**조선/기계**

Beyond Turn-around..



### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업 (010140)	Buy	16,000원
현대중공업 (009540)	Buy	205,000원
현대로보틱스 (267250)	Buy	620,000원
두산밥캣 (241560)	Buy	46,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
현대미포조선 (010620)	Buy	130,000원
한진중공업 (097230)	Buy	5,400원
현대로템(064350)	Trading Buy	23,000원
하이록코리아(013030)	Buy	31,000원
성광벤드(014620)	Buy	13,000원
태광(267260)	Trading Buy	11,000원

# 2018년 산업 전망 조선/기계 Overweight

## Beyond Turn-around..



조선/기계 Analyst 김현

02. 6098-6699

hyun.kim@meritz.co.kr



# Contents

<b>Part I</b>	회복의 기울기, 수급 측면의 변수	11
<b>Part II</b>	경쟁 심화에 따른 M/S 하락 리스크	45
<b>Part III</b>	국내 조선업계의 적정 Capacity	59
<b>Part IV</b>	발주처의 환경규제 대응 방법	65
<b>Part V</b>	건설, 제조업의 투자 호조세 지속	75
<b>기업분석</b>	삼성중공업(010140) 2018년 Product Mix의 수혜, Risk는 해소 중	104
	현대중공업(009540) 기대보다는 아쉽다	107
	현대미포조선(010620) 자산거래에 대한 실망? 미래를 위한 준비	109
	한진중공업(097230) 2% 부족한 턱어라운드, 조선부문 정상화가 과제	112
	현대로보틱스(267250) 불확실성을 인정해도 절대 저평가 상태	115
	현대로템(064350) 4Q 개선이 확인되면, 2018년은 고속 회복	117
	하이룩코리아(013030) 이란과 중동의 봄을 기대한다	119
	성광벤드(014620) 아직 희망을 버릴 이유는 없다	122
	태광(267260) 느린 회복이지만 앞은 보인다	125

# 조선) 저점 통과는 확인, Noise의 해소 과정

## I Party는 끝났다 - 2004년 수준으로 회귀한 경쟁 상황

- Clarksons은 9월 전망에서 2017년 발주 890척(2,320만CGT), 2018년 1,134척(2,780만CGT)로 3월 전망치 대비 각각 8.4%, 8.6% 상향 조정  
→ 세계 경제성장에 따른 물동량 증가와 선가 매력 반영. Meritz - 2018년 발주액 809억달러(+32.9% YoY) 제시, 이는 2003~04년 평균치
- 단기 시황 회복을 보였던 2010년, 2014년과 2017~18년의 차이점: 1) 업계 전반의 구조조정, 2) 금융권의 Financing 제한, 3) 환경 규제

## II 발주규모, 선가, 조선업체 수는 모두 2004년 수준으로 회귀

- 2016~17년 수주가 없는 업체의 수주 가능성을 0으로 보면, 2018년말 가동 가능한 한·중·일 조선업체는 2004년 수준(118개)으로 회귀  
1) 선가: 2018년 연평균 클락슨신조선가지수 129p 예상 Vs. 2003년 평균지수 119p, 2004년 150p  
2) 원자재·유가: 2003년 12월말 100p 기준시 2017년 10월 국내 후판가격 157p, WTI 172p(2013년 33달러)
- 차이점: 후판가격과 국제유가 등 원가변수는 14년 전 대비 50% 이상 상승했으나, 선가는 동일한 수준

## III 매출액 감소세 본격화, Downsizing을 통해 BEP 전후의 수익성 유지

- 9월말 기준 현대·삼성·현대미포 인도기준 잔고는 502억달러로 2015년말 대비 50.3% 감소 - 2018년 상반기까지 20%의 매출감소 불가피
- 2015년부터 Downsizing과 구조조정, BEP 전후의 불황형 흑자 지속 - 2018년말 인도 잔고를 보유한 한·중·일 조선사 116개(2014년 226개)

## IV 시황 회복은 가시화되었지만 새로이 부각된 Noise, 경쟁심화 우려

- 국내 업계의 수주점유율 45.2%로 회복되면서 승자의 프리미엄 기대 - But, 8월 CMA-CGM發, 11월 Statoil發 수주 경쟁 심화 우려 부각
- CMA-CGM發 Noise: 22,000TEU 컨테이너선을 중국 수주 → LNG Fuel 사용을 확정, 장기적 관점에서 기회이며 타 발주처 수주는 국내업체 독식
- Statoil發 Noise: Johan Castberg FPSO Hull을 싱가포르 Sembcorp이 수주 → 생존을 위한 전략적 수주로 판단, 해양생산설비 발주재개 신호탄

# 조선) 회복에 대한 의문

## I 우호적인 Macro 환경에도 선가는 왜 빠르게 상승하지 못하는가?

- 우호적 환경: 원자재가격(석탄, 철광석) 상승 + 철강가격 상승 + 운임 상승 + 국제유가 상승 + 미국·유럽 시중금리 반등 + 달러강세 완화
- 2004년 수준의 낮은 선가? → 1) 발주자의 회복에 대한 확신 부족 or 2) 조선업 구조조정의 과정 속 경쟁 심화 or 3) 규제 불확실성
- Meritz View → 교역량과 경제지표는 완전한 회복의 '확산', 규제의 대응방안에 대한 선택의 기로, 잔고가 증가세로 전환하면서 선가는 반등

## II 2018~2020년 선박과 해양플랜트의 발주 회복을 전망하는 근거는?

- 2019년 전세계 건조능력은 2012년의 60% 수준으로 축소, 2018년 잔고를 보유한 업체의 건조능력이 발주량 하회 가능성 → 수주잔고 증가
- **2004년과 2018년의 차이점: 임금 상승, 원재료가 상승, 생산능력 축소 → 전선종에 대한 환경규제는 미증유, 선가 인상 압력은 증대**
- 2013년 이후 급격한 CAPEX 축소로 주요 Oil Major들의 매장량대체비율은 62%까지 감소, 광구 개발단가 하락, PSC License 종료시기 도래

## III 조선업계의 적정 Capacity와 Valuation은?

- 반복되는 역사: 2008년 중국의 LNG선 진출, 2012년 싱가포르의 Drillship 진출 → 진출 이후의 수주점유율 잠식은 미미한 수준
- 2014~17년 국내 조선 3사 보유인력(협력사 포함)은 22.5% 감소, 동기간 중소 조선사는 53.9% 감소 → 생산인력 측면에서의 적정 건조능력 고려시, 조선 3사 외형 축소는 2018년에 마무리될 전망. ASP가 높은 선종 중심의 수주시, 추가 Downsizing 폭은 제한적
- 황산화물/질소산화물 배출규제에 따른 교체발주가 매년 1% 진행될 경우, 적정 발주수준은 800~1,000억달러 전망
- **국내 조선업계의 M/S를 30~35%로 가정, 수주규모는 240~350억달러 수준이 현실적인 예측**
- **2018년까지 20%의 Downsizing 이후 연간 매출규모의 1.2~1.5배 수준 수주 달성 전망(수주잔고 증가세 전환)**

# 조선) 2018년, Beyond Turn-around

## I 물동량은 회복되고, 선가는 상승한다

- Clarksons의 2018년 발주 전망치는 2016년의 2배 수준, 발주선종의 Mix와 선가가 2016년과 동일하다 가정해도 750억달러 "+ $\alpha$ " 가능
- "+ $\alpha$ "의 변수는 1) 단위선가가 높은 LNGC, 컨테이너선의 발주 여부, 2) 신조선가의 반등, 3) 해양생산설비의 발주 확대 여부
- 2018년 물동량 증가율: LNG +13.0%, 컨테이너 +5.1%, LPG +4.2%, 벌크 +3.6%, 석유제품 +3.0% 전망
- 발주규모·공급능력·선가는 2004년 수준으로 회귀, 14년간 중국과 국내 제조업노동자 임금은 각각 442%, 175% 수준 상승(2004년 100%)
- 다른 원가변수(후판가격은 2004년 100 기준, 2017년 현재 중국 115, 한국 157)를 배제해도 원가상승압력은 한국 18.8%, 중국 85.6% 추정

## II 해양설비와 Gas선 발주 재개 확인 – LNG, Scrubber 환경규제의 대안

- 환경규제의 대안 1) 단기적인 저유황유 사용 – 2020년 가격급등 Risk, 2) Scrubber 설치 – 신규 발주시 CAPEX 부담, 기존선 Retrofit Cost
- 3) LNG Fuel 사용 – 이상적인 해결책이나 공급의 한계
- LNG 생산능력 확대 지속: 현재 건설 중인 LNG 액화터미널 생산용량은 2016년 물동량의 39.1%, FEED 단계 포함시 83% 증산 가능성
- CMA-CGM, 최초로 원양항로에 투입될 22,000TEU 컨테이너선을 LNG Fuel로 확정 → Total, BP, Shell 등 LNG Bunkering 투자 검토

## III 업종 Overweight, 1등에 투자할 시점 – 삼성중공업, 현대중공업

- 공급능력 축소 이후 수요의 개선이 나타난다면 1등에 투자하는 전략이 유리. 2018년까지 매출액 감소 폭은 삼성>현대>미포>대우 순
- 2018년 발주 회복의 변수는 해양과 가스선, Turn-around 이후의 승수효과는 삼성중공업과 현대중공업에 유리할 전망



# 기계) 2018년, CAPEX Cycle을 향유할 시점

## I 전세계 제조업 CAPEX Cycle 도래 – 일본 공작기계의 호조를 보라

- 선진국과 신흥국의 경기회복 동반 확산, 선행 지표 중 하나인 일본의 공작기계 수주는 3Q17 3분기 연속 턴어라운드(+50.1% YoY)에 성공
- 일본 공작기계 수주는 전세계 제조업 투자 Cycle의 선행·동행지표, 이는 제조업 투자사이클이 도래하는 Turning Point로 해석 가능
- 일본 기계업종(공장 자동화+공작기계) 주가는 2008년 이후 공작기계 주문이 반등했던 1) 2010~11년과 2) 2013~14년 Outperform

## II 新정부 정책 효과와 수주 턴어라운드 – 제 2의 성장기를 걷게 될 기계산업

- 문재인 정부의 기계산업 관련 주요 정책: 1) Energy Mix 변화, 2) 4차 산업혁명 및 제조업 부흥, 3) 책임 국방
- 원자력·석탄에서 신재생·가스로의 발전원 변화, 기계업체들의 전반적 회복 기대
- 2018년 건설업계 해외 산업설비 수주 회복세 전환, 2018년 조선·해양발주액은 809억달러로 2010~15년의 75% 수준 회복 기대
- 4차 산업혁명 관련 실질적 수혜는 ESS/EMS, Factory Automation(FA) 부문 전망 → 強小기업에 주목: 와이지-원, 삼익THK, 에스엠코어

## III 업종 Overweight, Top Picks – 현대로보틱스, 두산밥캣

- 2016년 12월~10월까지 11개월 연속 해외수주액 증가, 2017년 4월 이후 수출액 증가 → 공작기계, FA 전반의 2018년 호조를 뒷받침
- 전세계 PMI와 교역량 동반 반등, 수요를 동반한 CAPEX Cycle, 유로존 건설경기체감지수 10년래 최고치, 미국·유로존 기업대출 회복세
- Top Pick: 현대로보틱스, 두산밥캣 / 관심종목: 와이지-원, 삼익THK, 에스엠코어



메리츠 연간전망 시리즈 7

# Part I

2018년 산업 전망

## 조선/기계

회복의 기울기, 수급 측면의 변수

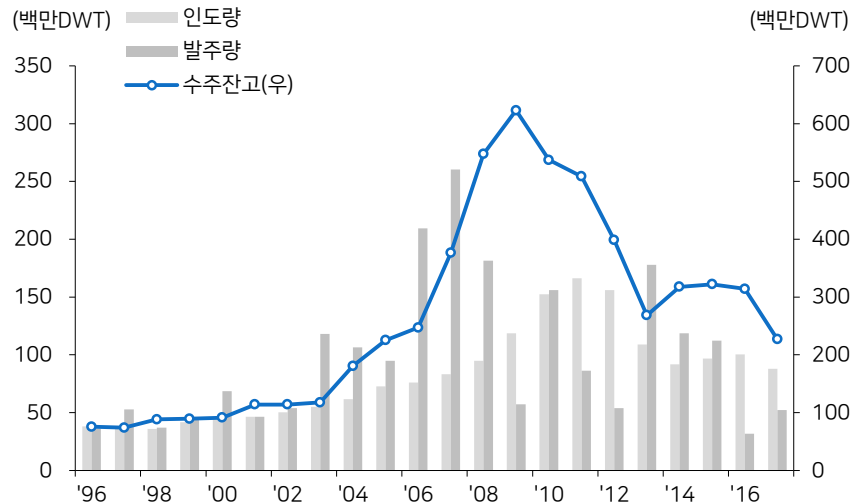
# 1) 수주잔고는 12년 전으로 회귀, New-normal로의 복귀 과정

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

수주잔고는 2005년 수준 회귀,  
2006~08년 초호황 이후  
2010~15년 평균 수준 회귀 중

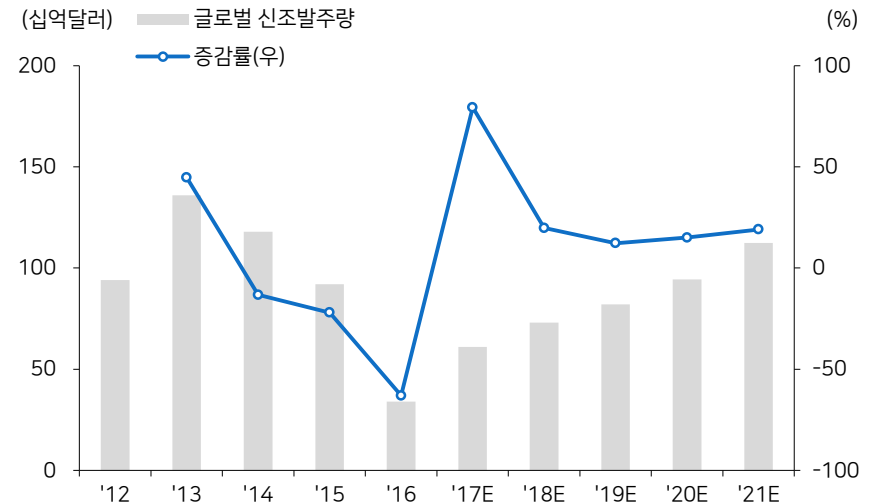
- Clarksons은 9월 전망에서 2017년 발주 890척(2,320만CGT), 2018년 1,134척(2,780만CGT)로 3월 전망치 대비 각각 8.4%, 8.6% 상향 조정 → 세계 경제성장 개선에 따른 해상물동량 증가, 선가 매력을 반영
- 2017년 10월 누계 전세계 인도량은 8,794만DWT로 사상 최고였던 2011년 연간 인도량의 52.9% 수준
- 수주잔고는 2억 2,684만DWT로 2009년의 36.4%, 2011년의 44.6% 수준에 불과 → Peak의 1/3 수준
- 10월 누계 발주는 5,233만DWT로 리만사태 직후인 2009년 수준, 2010~15년 평균(1.2억DWT)의 절반
- '환경 규제 회피 + 투기 발주'를 제외한 향후 4년간 발주 증가율(CAGR)은 16.5%, 교체발주는 '+α'

2017년 전세계 발주량은 리만사태 직후인 2009년 수준에 불과



주: 2017년은 10월 누적 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Clarksons, 2017년을 기점으로 신조 발주량 반등 전망(전망치 상향 조정)



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 2018년 발주액 809억달러(+32.9% YoY) 예상

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Clarksons 2018년 전망치는  
2016년의 2배 수준, LNG선과  
컨테이너선 발주 시 ASP 상승  
+선가 상승+해양 발주 → 회복

- 2017년 예상 발주는 609억달러(+61.5% YoY), 2018년은 809억달러 전망 – 상선 +26.9%, 해양 +65.5%
- 2017년 1척 이상 인도실적이 확인될 한·중·일 조선소는 2010년 438개에서 65.1% 감소한 153개 추정  
→ 2018년말 잔고 보유 조선사는 116개(한국 9개, 중국 69개, 일본 38개)로 10년 전의 41.6% 수준

상선/해양플랜트 선종별 발주 규모, 선가 추이 및 전망 – 18년 발주규모는 10~15년의 75% 수준, 가동중인 조선업체 수는 2018년 116개 추정

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>신규 발주금액 (십억달러)</b>	<b>71.9</b>	<b>94.1</b>	<b>114.2</b>	<b>187.9</b>	<b>262.9</b>	<b>181.9</b>	<b>41.7</b>	<b>111.0</b>	<b>104.6</b>	<b>90.4</b>	<b>133.9</b>	<b>115.0</b>	<b>90.0</b>	<b>37.7</b>	<b>60.9</b>	<b>80.9</b>
컨테이너선	22.2	21.4	28.0	26.1	47.8	17.5	0.9	7.0	19.8	4.1	18.7	10.0	19.4	2.9	5.8	7.6
벌크선	11.8	13.3	14.4	39.4	96.2	66.9	16.3	46.2	17.2	9.3	36.1	24.2	9.2	3.4	8.4	11.9
탱커	19.6	20.6	21.5	59.2	33.9	33.4	7.3	15.8	7.2	7.8	19.2	16.4	25.5	5.0	11.3	9.4
Gas선(LNG/LPG)	3.2	14.5	12.6	13.6	7.8	3.7	1.4	2.2	11.1	10.0	13.4	21.8	11.6	1.9	5.1	10.5
기타	10.3	16.8	21.4	19.0	23.9	15.8	4.4	10.5	2.6	5.2	2.1	14.5	13.2	19.4	20.8	25.8
Offshore	4.3	6.1	13.5	23.4	37.8	36.0	9.7	24.2	39.4	46.5	34.3	21.1	6.4	2.9	7.3	12.9
Other Offshores	0.5	1.4	2.8	7.2	15.4	8.6	1.6	5.0	7.2	7.5	10.0	7.2	4.6	2.2	2.1	2.7
상선 발주금액	67.2	86.6	97.9	157.3	209.7	137.2	30.3	81.8	57.9	36.4	89.6	86.8	79.0	32.6	54.2	66.2
해양 발주금액	4.8	7.5	16.3	30.6	53.2	44.6	11.4	29.2	46.7	54.0	44.3	28.2	11.0	5.1	8.6	14.5
<b>신규발주액 증감률(%)</b>	<b>110.6</b>	<b>30.8</b>	<b>21.4</b>	<b>64.6</b>	<b>39.9</b>	<b>(30.8)</b>	<b>(77.1)</b>	<b>166.2</b>	<b>(5.8)</b>	<b>(13.6)</b>	<b>48.1</b>	<b>(14.1)</b>	<b>(21.8)</b>	<b>(58.1)</b>	<b>61.5</b>	<b>32.9</b>
상선(YoY, %)	140.3	28.9	13.0	60.7	33.3	(34.6)	(77.9)	169.4	(29.2)	(37.2)	146.2	(3.1)	(9.0)	(58.7)	57.8	26.9
해양플랜트 (YoY, %)	(23.3)	57.1	117.5	88.3	73.8	(16.2)	(74.6)	157.5	59.6	15.7	(18.0)	(36.2)	(61.0)	(53.8)	85.3	65.5
<b>상선 발주량(백만DWT)</b>	<b>121.2</b>	<b>119.0</b>	<b>104.6</b>	<b>219.2</b>	<b>265.3</b>	<b>183.1</b>	<b>57.9</b>	<b>157.4</b>	<b>95.1</b>	<b>62.0</b>	<b>188.8</b>	<b>135.4</b>	<b>122.3</b>	<b>33.3</b>	<b>71.8</b>	<b>83.1</b>
컨테이너선	26.2	20.8	21.3	21.0	39.3	13.7	0.7	7.2	21.7	5.0	24.5	12.6	25.3	3.6	7.2	9.0
벌크선	36.6	33.1	29.5	76.4	159.3	101.5	37.0	102.2	41.7	24.4	103.2	63.9	25.0	14.0	28.7	39.4
탱커	49.2	39.2	30.0	93.9	42.1	54.0	14.9	37.0	11.9	14.0	37.4	28.2	52.8	11.6	29.1	23.4
Gas선(LNG/LPG, 백만CBM)	3.2	12.6	9.7	9.9	5.1	1.7	0.8	1.3	8.8	7.9	11.0	16.6	9.8	1.5	3.4	7.1
기타	6.1	13.2	14.1	17.9	19.5	12.2	4.5	9.6	11.0	10.7	12.7	14.0	9.3	2.6	3.5	4.2
<b>YoY(%)</b>	<b>113.3</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(12.2)</b>	<b>109.7</b>	<b>21.0</b>	<b>(31.0)</b>	<b>(68.3)</b>	<b>171.6</b>	<b>(39.6)</b>	<b>(34.8)</b>	<b>204.6</b>	<b>(28.3)</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(72.8)</b>	<b>115.6</b>	<b>15.7</b>
<b>Clarkson 신조선가치수</b>	<b>119</b>	<b>150</b>	<b>163</b>	<b>169</b>	<b>185</b>	<b>178</b>	<b>138</b>	<b>142</b>	<b>139</b>	<b>126</b>	<b>133</b>	<b>138</b>	<b>131</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>129</b>

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

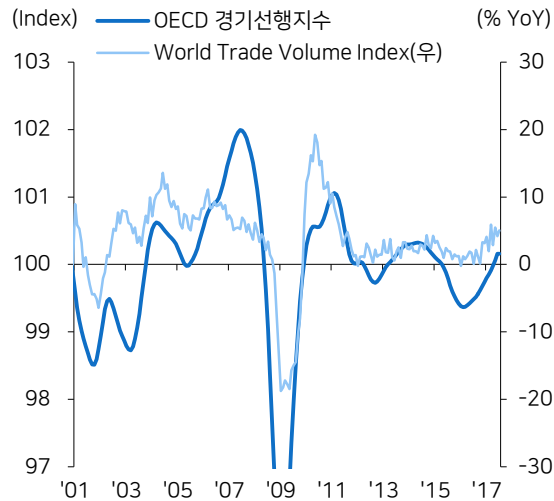
### 3) Global 경기회복 국면: 전세계 교역량 정상화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

#### 2016년 하반기 이후 빨라진 세계 교역량 증가 속도

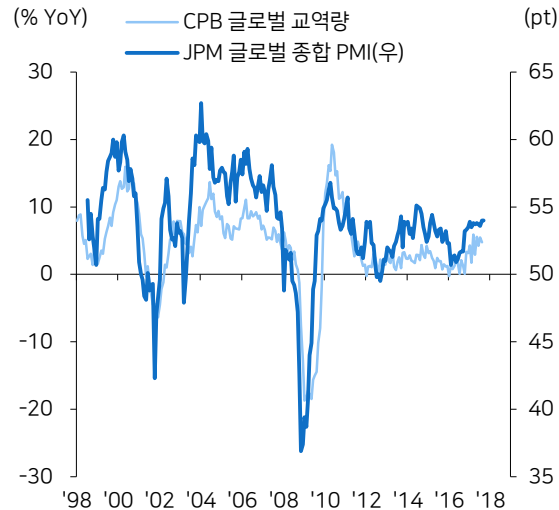
- OECD 경기선행지수(OECD+6개 비OECD 국가)는 2016년 2월을 기점으로 회복세 전환  
→ 선진국과 신흥국의 동시 Rebounding으로 경기회복의 '확산' 국면
- 2014년과는 달리 PMI 반등과 동일한 개선흐름을 보이는 교역량
- 2017년 전세계 교역량 회복은 고정자산투자가 확대되고 있는 신흥국이 주도 중, 선진국 Catch-up 예상  
→ 선진국 Catch-up의 근거: 1) 미국 민간부문의 Leverage Cycle, 2) 유럽, 일본 등 CAPEX Cycle 도래

Global 경기회복 확산으로 전세계 교역량 증가세



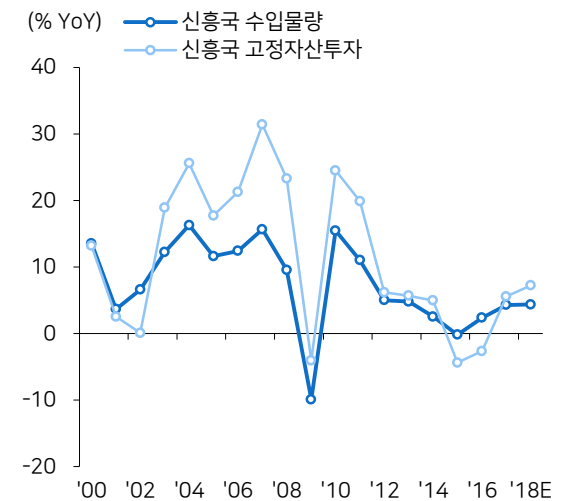
자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

2014년과 달리 PMI 반등과 궤를 같이하는 교역량



자료: CPB, Markit, 메리츠증권증권 리서치센터

신흥국 고정자산투자 증가가 수입물량 증가로



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

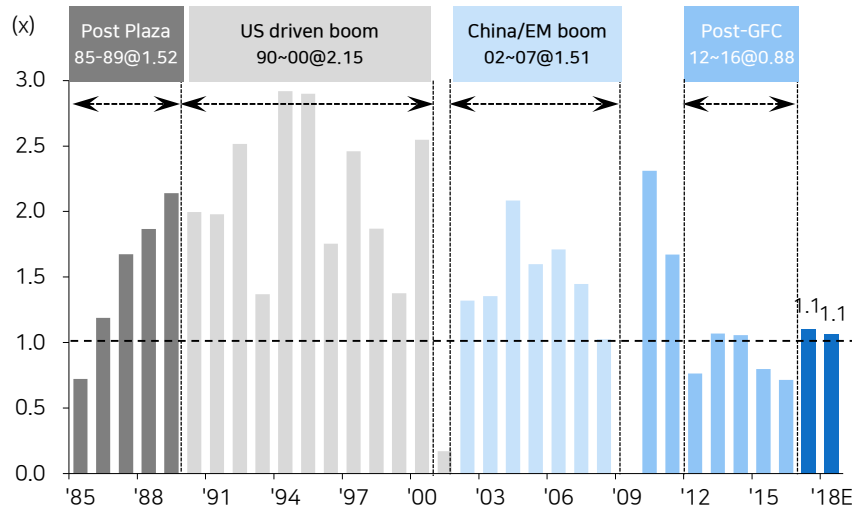
### 3) Global 경기회복 국면: 전세계 교역량 정상화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**2017년 교역량 회복은  
신흥국이 주도, 2018년 신흥국  
고정자산투자 증가율 +7.2%**

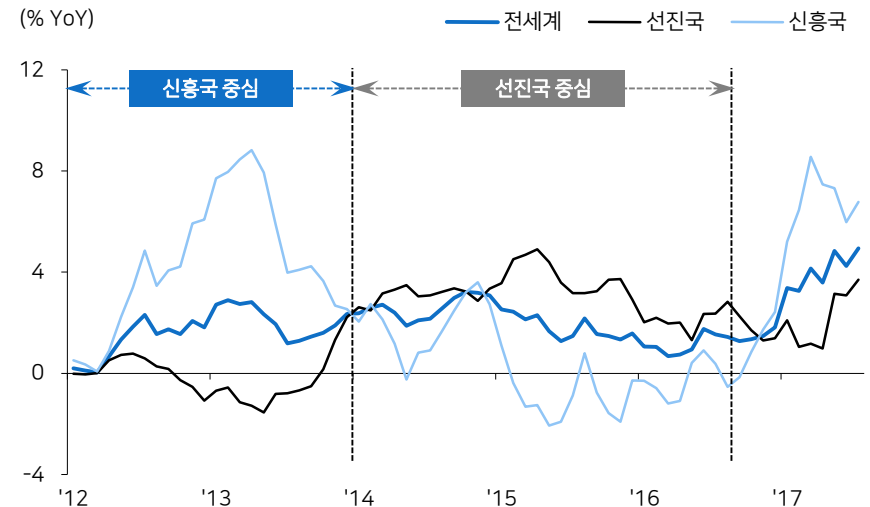
- IMF "World Economic Outlook"을 통해 2017~2018년 교역탄성치는 3년 만에 1을 상회한다고 전망 (교역탄성치가 1을 상회하는 것은 경제 성장 이상으로 교역량 증가가 수반됨을 의미)
- 전세계 교역량(해상 물동량)은 6~9개월 후 경기흐름을 예측하는 OECD 경기선행지수와 동일한 흐름
- 7월 CPB(네덜란드 경제정책분석국)의 World Trading Volume은 119.4p 기록, 6개월 이동평균 기준 교역량 증가율은 4.2%로 2011년 9월 이후 최고치
- 2017년 상반기 교역량은 신흥국이 주도(수입증가율 7.6% YoY), 선진국 수입증가율은 3.6%
- IMF에 따르면 신흥국 고정자산투자는 2017년 +5.6%, 2018년 +7.2% YoY로 회복 전망

글로벌 교역량 탄성치 - 2017~18년 1.1로 5년만에 회복세 예상



자료: IMF World Economy Outlook, 메리츠증권증권 리서치센터

World Trade Volume: 선진국과 신흥국의 수입물량 증감을 추이



주: 3Month Moving Average 기준  
자료: CPB, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) Global 경기회복 국면: 전세계 교역량 정상화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

#### 미국의 소비모멘텀 회복

##### 1) 선행지표 반등

##### 2) 가계 Leverage 부활

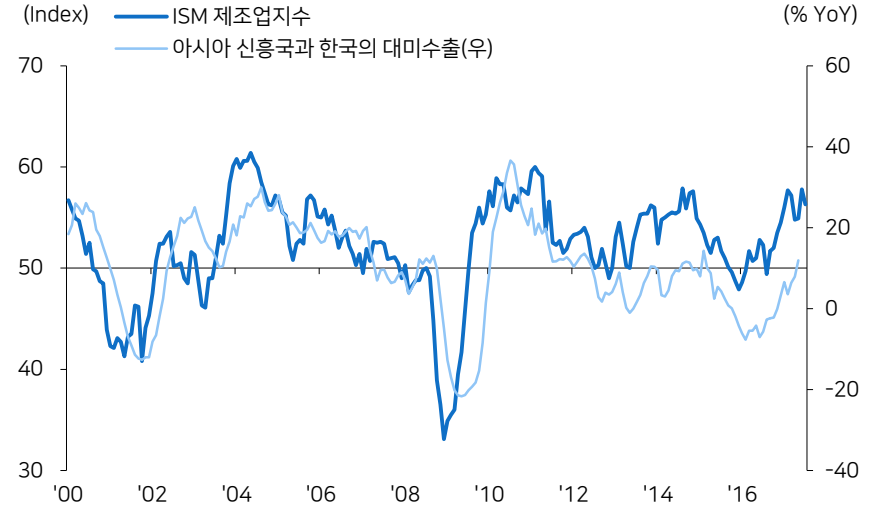
- 미국의 소비도 회복세 전환: 2015~16년 1.7~2.0%의 재화소비 증가율, 2017년 상반기 4.0% 회복
- 미국 소비의 선행지표인 ISM 제조업지수는 9월 60.8p를 기록, 소비회복의 가능성 시사
- 2015~16년 미국의 소비둔화는 대미수출국들의 수출 둔화로 연결, 해상물동량 정체를 유발했음
- 2017년 5월 아시아신흥국(한국 포함) 합산 대미수출(3개월 이동평균 기준)은 전년동기대비 11.9% 증가

미국 ISM 제조업 지수와 미국 개인 재화소비 추이



주: 미국의 개인 재화소비지출은 3개월 이동평균 기준  
자료: Bloomberg, CEIC, 메리츠증권리서치센터

ISM 제조업 지수와 아시아 신흥국의 대미수출 추이



주: 아시아 신흥국과 한국의 대미수출은 3개월 이동평균 기준  
자료: Bloomberg, CEIC, 메리츠증권리서치센터



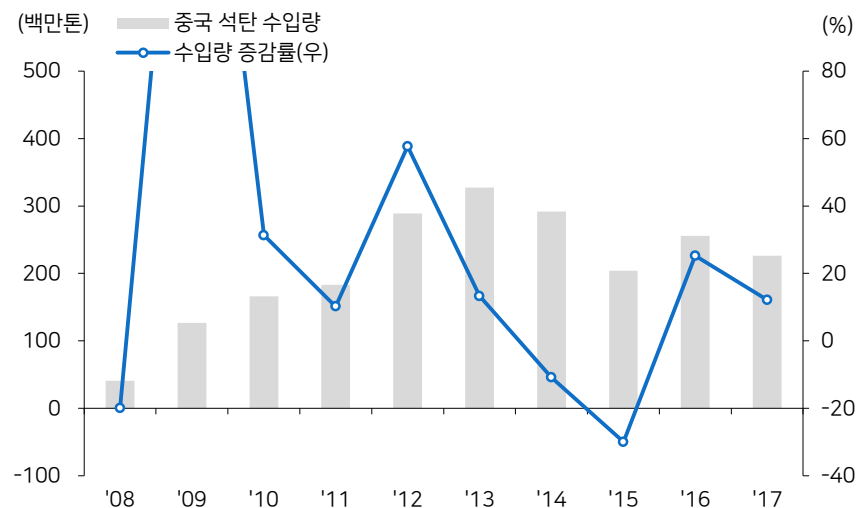
## 4) 수요: 중국발 벌크화물 수입 증가 기대

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

중국 제조업 설비투자 확대와  
환경 규제로 벌크화물 물동량  
증가세 전망

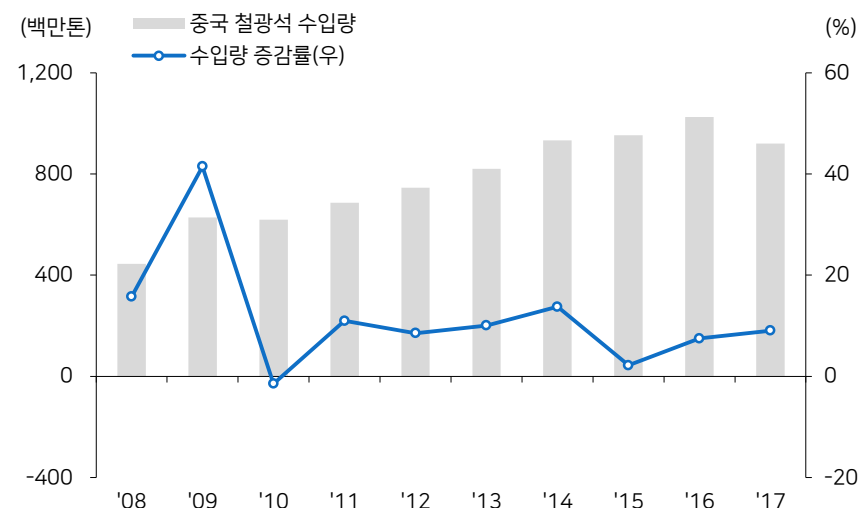
- 1) 제조업 설비투자, 2) 부동산 투자 개선, 3) 환경규제로 내수 생산 감소: 중국 벌크화물 수입 개선
- 중국의 석탄 수입량은 2017년 10월 누계 2.3억톤(+12.1% YoY)을 기록  
→ 내수 Coking Coal 생산량은 2014년 1.27억톤에서 2016년 1.09억톤으로 감소하며 석탄 수입 증가
- 중국의 철광석 수입량은 2017년 10월 누계 9.2억톤을 기록하며 전년대비 +9.0% 증가
- 정부가 환경 규제를 위해 자국 철광석 채광 면허 중 1/3을 취소하는 계획 발표, 수입 의존도 증가 전망

중국의 석탄 수입량은 10월 누적 전년대비 12.1%로 증가세 유지



주: 2017년은 10월 누적 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 철광석 수입량은 10월 누적 전년대비 9.0%로 증가세 유지



주: 2017년은 10월 누적 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

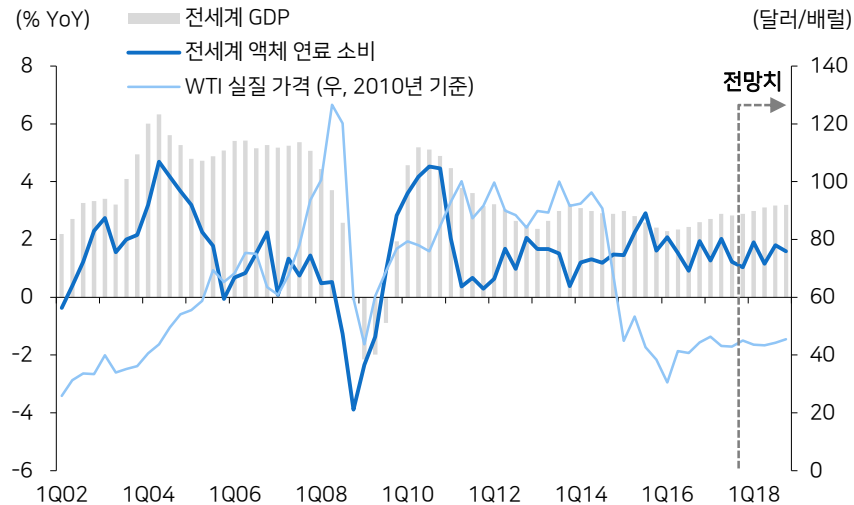
## 4) 수요: 원유 물동량 증가는 미국 수출이 변수

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

원유 물동량 증가율은 제한적  
미국의 원유 수출량 증가가  
톤-마일 증가 효과로 변수

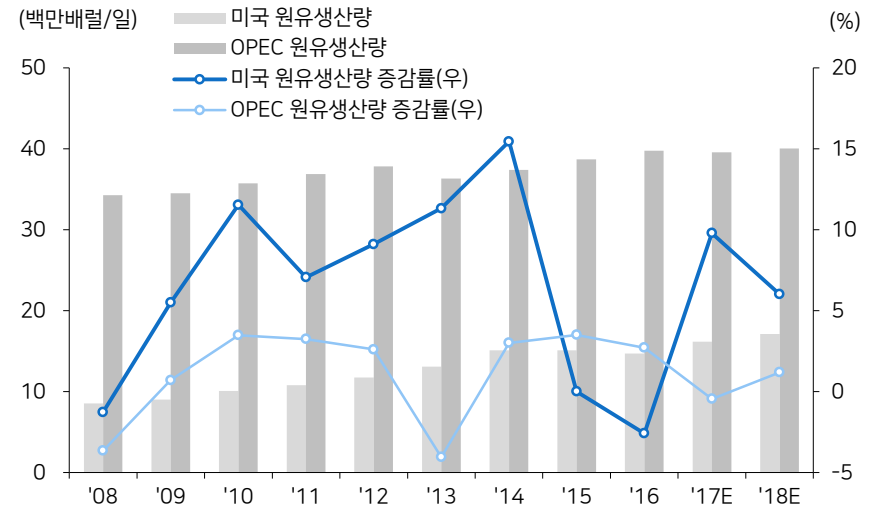
- 2018년 미국의 원유생산량은 전년대비 6.0% 증가, OPEC은 1.2% 증가 전망(EIA)
- 미국의 원유 수출량 증가로 OPEC의 감산합의에 따른 물동량 감소 우려는 제한적  
→ 2017년 원유 해상 물동량 증가율 0.8%의 제한적인 회복에도 톤-마일 증가 효과, VLCC 중심의 발주  
→ 미국 항만 VLCC(Very Large Crude Carrier) 입항 가능하도록 확장 공사 고려 등
- 2018년 전세계 원유생산은 전년대비 1.9% 증가(2016년 +0.3%, 2017년 +0.9%), 지정학적 리스크와 유가상승에 따른 미국의 원유 수출 증가가 원유 물동량의 변수가 될 전망

전세계 액체연료(Liquid Fuels) 소비, GDP, WTI 추이 및 전망



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

미국과 OPEC의 원유생산량 및 원유생산량 증감률 추이



자료: Bloomberg, EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

## 4) 수요: 컨테이너선 - 상위 공급자 위주의 시장 재편에 주목

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

컨테이너: 수급개선 제한적  
Top Tier 위주 시장재편에 주목

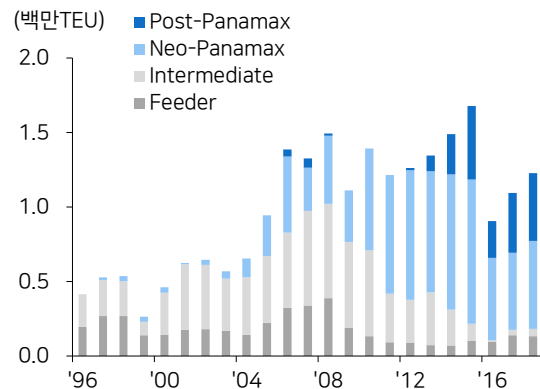
- 2017~18년 컨테이너 물동량 증가율은 +4.8%, +5.1% 예상, 선복량 대비 폐선량은 2.4% 전망
- 2018년 컨테이너선 선복량 증가율 +3.6%, 신조선 인도량 증가(+12.1% YoY) Vs. 얼라이언스 경쟁 변수

### 컨테이너선 선복량의 추이 및 전망

(천TEU)	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E
컨테이너선 선복량	12,254	12,983	14,225	15,345	16,258	17,147	18,262	19,743	19,989	21,062	22,278
선복량 증감률(% YoY)	12.8	5.9	9.6	7.9	6.0	5.5	6.5	8.1	1.2	5.4	5.8
인도량	1,494.2	1,112.1	1,391.6	1,214.2	1,261.9	1,345.5	1,489.5	1,678.4	904.8	1,094.5	1,227.4
인도량 증감률(% YoY)	12.7	-25.6	25.1	-12.8	3.9	6.6	10.7	12.7	-46.1	21.0	12.1
연초 선복량 대비 인도량(%)	13.7	9.1	10.7	8.5	8.2	8.3	8.7	9.2	4.6	5.5	6.0
컨테이너선 폐선량	101.2	378.4	132.6	77.9	334.7	444.2	372.6	193.3	654.1	547.8	486.0
선복량 증감률(% YoY)	383.3	274.0	-65.0	-41.2	329.7	32.7	-16.1	-48.1	238.5	-16.3	-11.3
연초 선복량 대비 폐선량(%)	0.9	3.1	1.0	0.5	2.2	2.7	2.2	1.1	3.3	2.7	2.4

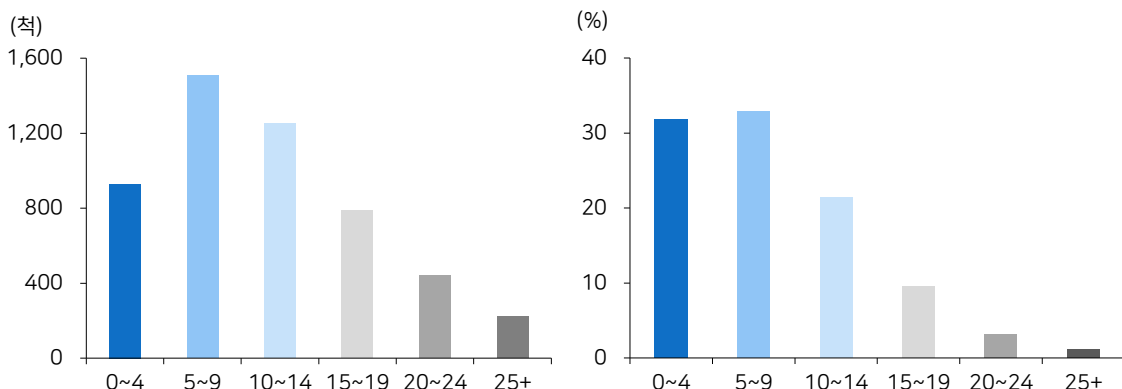
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

### 컨테이너선의 선형별 인도량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

### 컨테이너선 선형별 운영척수, 구성비 - 노후선 교체보다 선형확장을 위한 발주 주목



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

## 4) 수요: 컨테이너선 - 선박 대형화를 통한 규모의 경제효과

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

컨테이너선은 규모의 경제로  
인한 대형선 발주에 기대

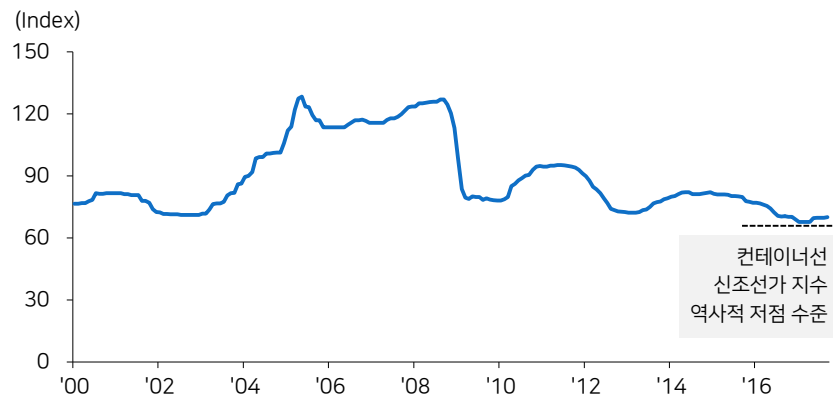
- 10,000TEU급 컨테이너선은 4,000TEU급 컨테이너선 대비 단위당 비용은 63% 수준에 불과
- 컨테이너선 특성상, 고정비 부담 높아 규모의 경제효과 큼 → 상위 5사의 선복량 M/S 64.2%로 집중화

### 컨테이너선의 규모의 경제 효과 분석

(천달러)	4,000TEU	6,000TEU	10,000TEU
인건비	850	850	850
수선유지비	900	1,025	1,150
보험료	800	1,000	1,700
선용품비	250	300	350
일반관리비	175	175	175
연료비	4,284	5,722	7,269
항비	2,000	2,700	3,000
단위당 비용	2.31	1.96	1.45

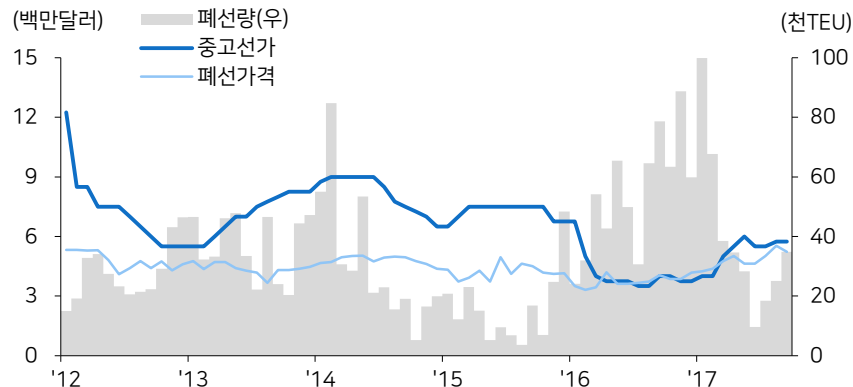
자료: Drewry, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

### 컨테이너선의 신조선가 지수 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

### 컨테이너선의 폐선량, 중고선가, 폐선가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

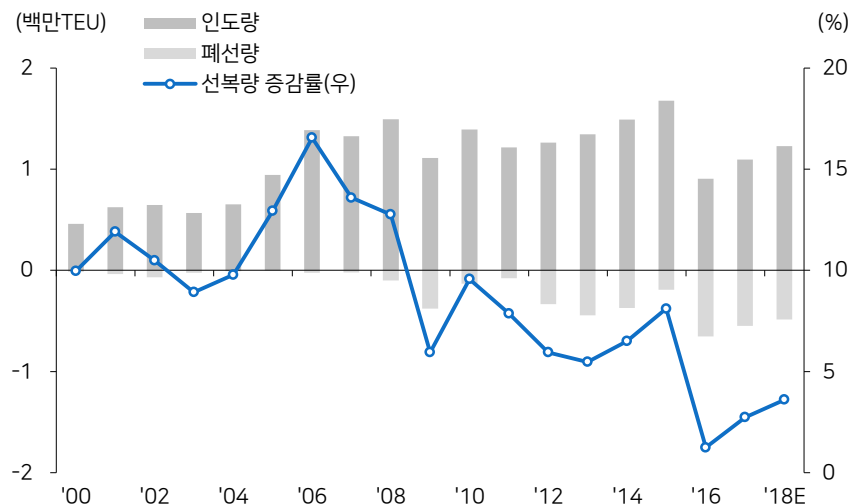
## 4) 수요: 컨테이너선 - 상위 공급자 위주의 시장 재편에 주목

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**2018년 컨테이너선 회전율은 9.4배로 2013년 이후 최고치 전망. 상위 선사들의 대형선 발주 여부가 변수**

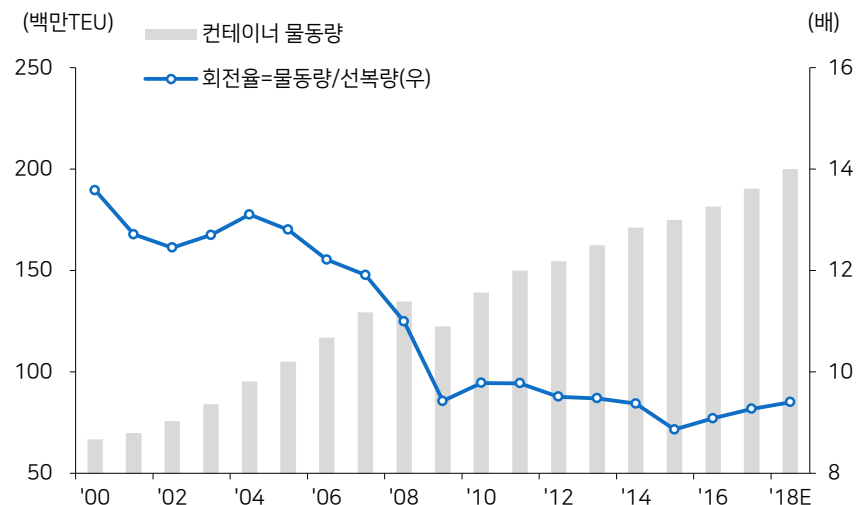
- 파나마 운하 확장 이후 Cascading 가속화, 3,000~7,999TEU 폐선량 급증으로 2018년 49만TEU 폐선 전망
- 2018년 컨테이너선 인도량 123만TEU(+12.1% YoY), 연말기준 선복량 2,128만TEU 전망
- 2018년 선복량은 전년대비 3.6% 증가(2017년 +2.7% YoY), 물동량은 5.1%로 수급밸런스는 전년대비 0.6%p 악화된 +1.5% 전망
- 2018년 물동량은 2.0억TEU로 컨테이너선 회전율은 9.4배, 이는 2013년 이후 최고 수준으로 운임 반등세 지속 개연성 → 3대 Alliance 선대대형화 경쟁이나 업체간의 효율성 경쟁을 위한 대형선 발주 가능성

컨테이너선의 폐선량, 인도량, 선복량 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

컨테이너 물동량 추이 및 전망 - 18년 +5.1% 예상되나 상회 가능성



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 4)수요: 벌크선 - 2018년 발주 압력 증가

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**벌크화물: 수요호조와 공급제한  
펀더멘털 개선세 지속**

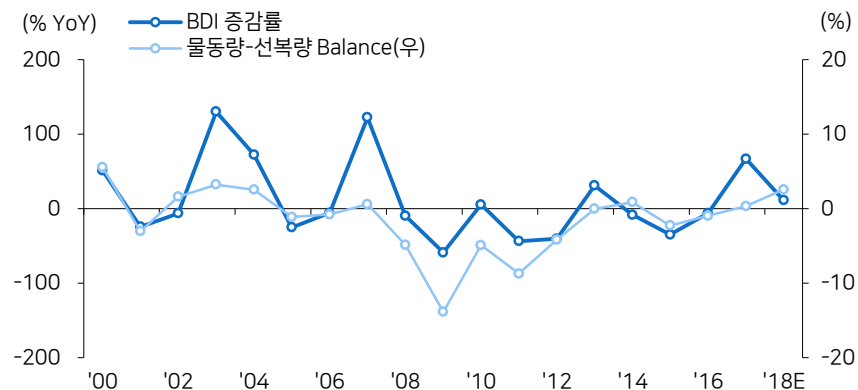
- 2018년 벌크 물동량 증가율은 +3.6% 예상, 벌크선 회전율은 6.34배로 2014년 이후 최고치 회복 전망
- 2018년 벌크선 선복량 증가율은 +1.1% 수준에 그쳐, BDI 강세 지속 예상(+11.2% YoY)

**건화물(Dry Bulk)의 물동량과 벌크선 선복량 증감률과 BDI(Bartic Dry Index)의 추이 및 전망**

(백만톤, 백만DWT)	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E
건화물 물동량	3,559	3,430	3,844	4,081	4,342	4,588	4,828	4,834	4,895	5,080	5,265
물동량 증감률(%)	1.9	-3.6	12.1	6.2	6.4	5.7	5.2	0.1	1.3	3.8	3.6
벌크선 선복량	420	463	541	622	688	727	758	777	794	821	830
선복량 증감률(%)	6.7	10.2	17.0	14.9	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	3.4	1.1
물동량-선복량 증감률(%)	-4.9	-13.9	-4.9	-8.7	-4.2	0.0	0.9	-2.3	-1.0	0.3	2.6
회전율(배)	8.48	7.41	7.10	6.56	6.32	6.31	6.37	6.22	6.17	6.19	6.34
연평균 BDI	6,390	2,617	2,758	1,549	920	1,206	1,105	718	673	1,122	1,248
BDI 증감률(%)	-9.6	-59.1	5.4	-43.8	-40.6	31.0	-8.3	-35.0	-6.3	66.7	11.2

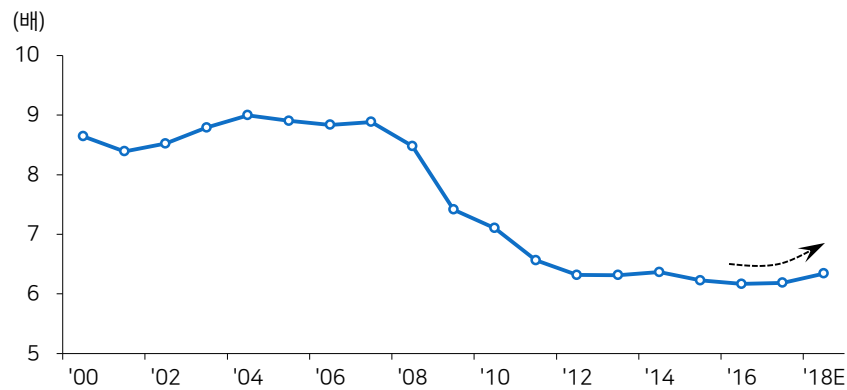
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

**벌크 화물의 수급 Balance와 BDI 증감률 추이 및 전망**



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

**벌크 화물의 회전율(물동량/선복량) 추이 및 전망**



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

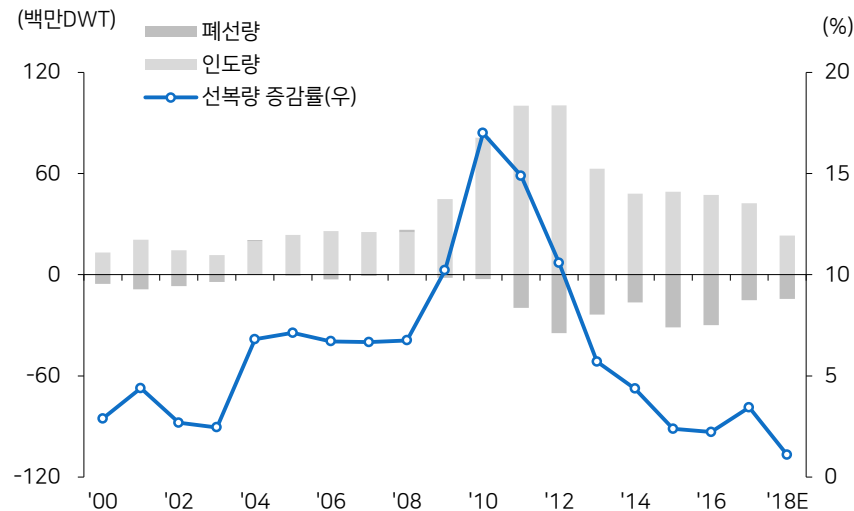
## 4)수요: 벌크선 - 2018년 발주 압력 증가

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

선복량 증감률, 수주잔고 비중, 물동량, Commodity 가격 모두 18년 회복 기대가 가능한 수준

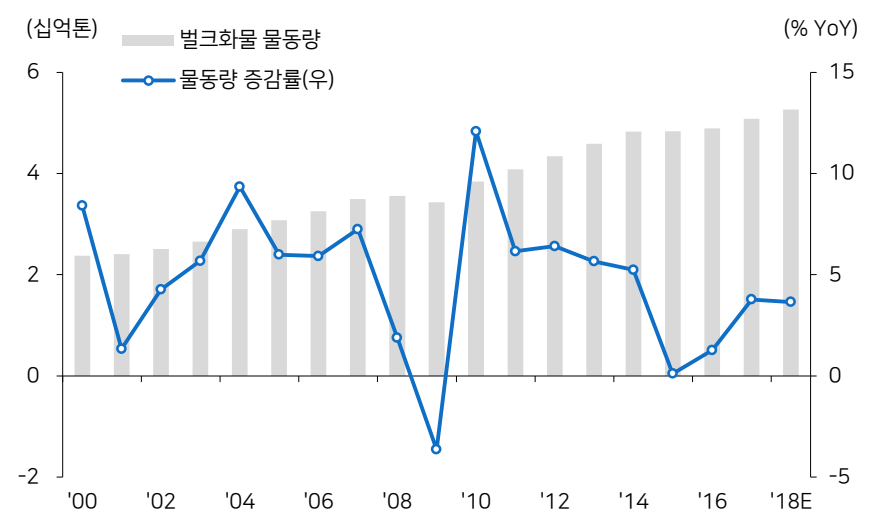
- 2017년 이후 이슈: 1) 미국의 파리기후협약 탈퇴 후 화석연료 생산 증가 여부, 2) 중국 부동산 투자 회복, 3) 환경규제 시행 후 교체 발주 가능성
- 중국 2017년 양회에서 환경오염 물질에 대한 규제 의지 재확인: 철광석, 석탄 자국 생산능력 축소
- 2017년 벌크선 발주량 2,868만DWT(+104.8% YoY), 2018년 발주량은 3,944만DWT(+37.5% YoY)으로 2014년 발주량의 62% 수준 회복 전망
- 2018년 선복량은 전년대비 1.1% 증가하고 물동량은 3.6% 증가를 예상, 신조 발주의 압력 증가 전망

벌크선 폐선량, 인도량, 선복량 증감률 추이 및 전망 - 2018년 +1.1% 예상



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

벌크 화물의 물동량 추이 및 전망 - 18년 +3.6% 예상



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 4) 수요: 탱커 - 수급은 완만한 개선, 환경규제와 유가가 변수

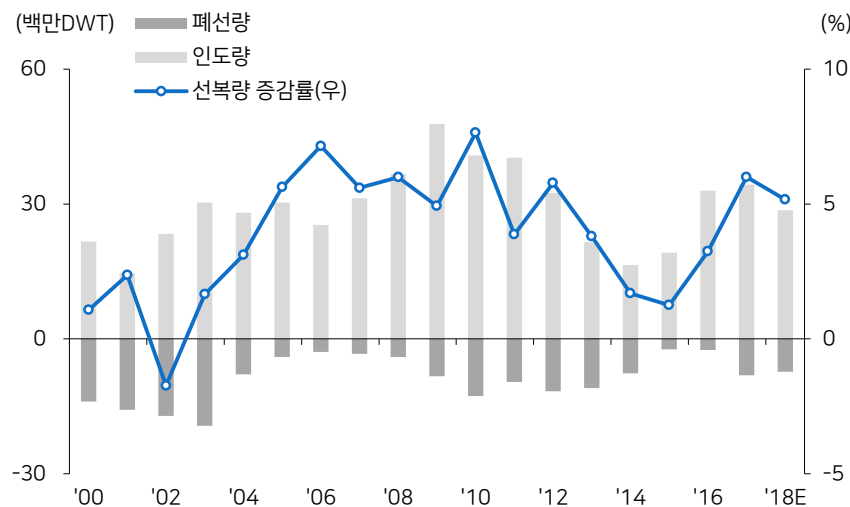
2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**2018년 석유제품/원유 물동량  
+2.8~3.2% YoY**

**선가 메리트 활용한 발주로만  
편하하기엔 빠른 발주 회복**

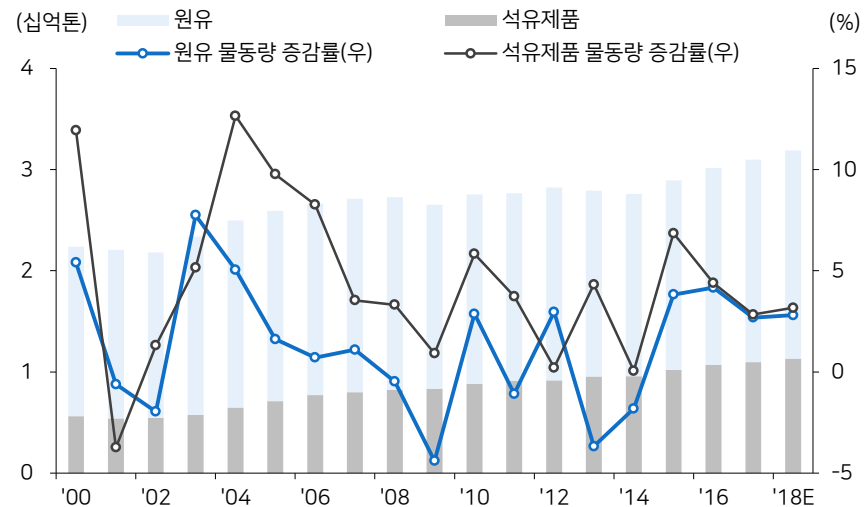
- 2018년 이슈: 1) 국제 유가 안정화 이후 미국 Shale Gas-Oil의 수출 확대 가능성, 2) OPEC의 감산 합의 지속 여부, 3) 선박의 황산화물(SOx) 규제에 따른 연료 교체(저유황경유 혹은 LNG Fuel)
- Fleet 대비 잔고 비중은 2017년 8.7%로 최근 5년간 평균 14.6%을 하회, 2010년 이후 선복량 연평균 3.7% 증가, 10년간 51%의 선복량 증가 → 2006~08년 이중선체규정에 따른 대량 발주로 평균선령 하향
- 2017년 10월 누계 탱커 발주량은 2,298만DWT를 기록하며 2016년 연간 발주의 2배 수준 기록 → 수급 변수보다 가격 메리트 중심의 발주 추정, 유럽 선주사와 산유국 국영선사 중심의 발주

탱커의 폐선량, 인도량, 선복량 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

석유제품/원유 물동량 추이 및 전망 - 18년 2.8~3.2% 증가 예상



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터



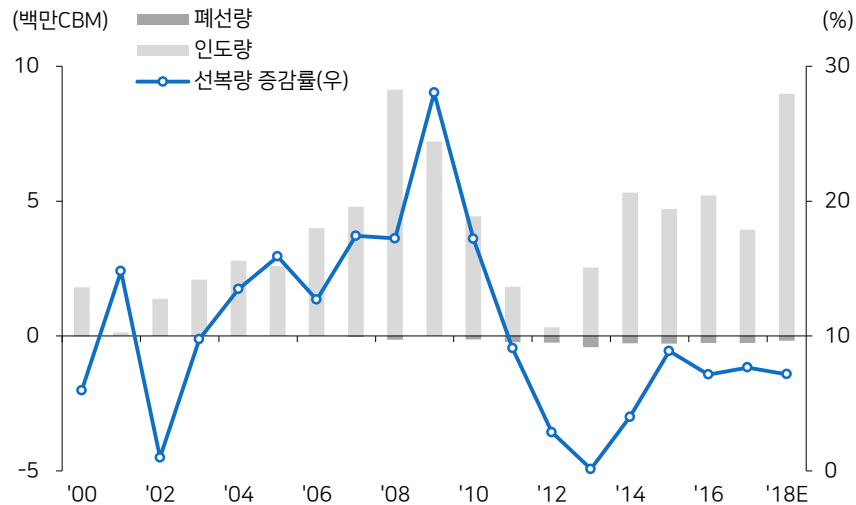
## 4) 수요: 가스선 - 2018년 발주회복의 최대 변수

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**미국 Shale Gas LNG 수출 증가, 환경규제로 인한 LNG Fuel 사용, 터미널 투자 확대 - 18년 인도량 급증을 상쇄할 수요**

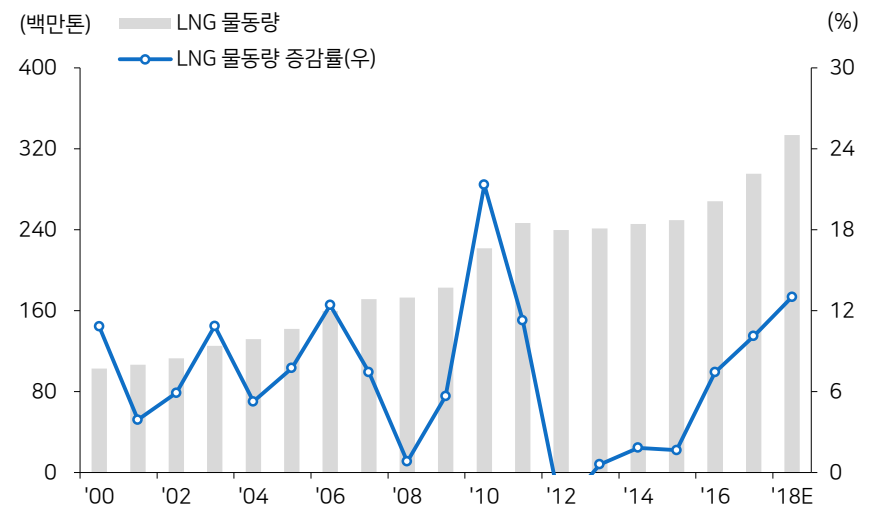
- 2017년 10월 누계 가스선 발주액은 37.6억달러로 2016년 연간 발주액의 2배 수준. 연간 발주액은 2017년 51억달러(+120.9% YoY), 2018년 105억달러(+110.0% YoY) 전망 - 2011~15년 연평균 136억달러
- 미국은 Non-FTA 국가에 대해 FERC 승인조건으로 LNG 수출 허용(중국, 일본) → 2020년까지 완공되는 미국 LNG 수출터미널 용량은 74.5MTPA, 국내 연간 수요량의 2배 수준
- 황산화물 규제(SOx) 대안 중 하나는 LNG연료 추진선 → CMA-CGM은 원양항로에 투입할 22,000TEU 9척을 세계 최초로 LNG Fuel을 쓰기로 확정, Total은 LNG Bunkering Vessel 발주 검토
- 2020년 이후 미국 LNG 수출이 0.1억톤(10MPTA) 증가할 때마다 170K LNGC 15척의 신규 수요 발생

**LNG선의 폐선량, 인도량, 선복량 증감률 추이 및 전망 - 18년 +7.2%**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**LNG 물동량 추이 및 전망 - 18년 13.0% 증가로 11년 이후 최고치 예상**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

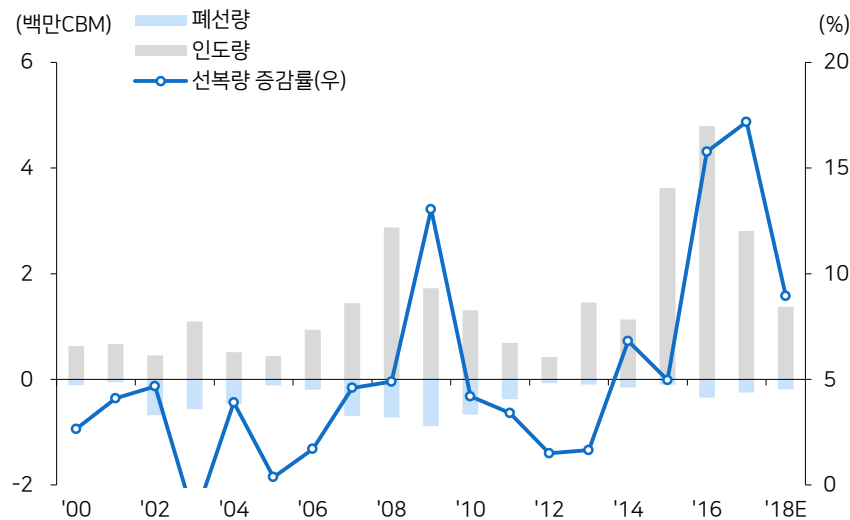
## 4) 수요: 가스선 - 2018년 발주회복의 최대 변수

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

미국은 2010년부터 LPG  
수출국, 일본 수입 1위가 미국.  
BP, Statoil 등 주요 발주처의  
VLGC를 포함한 발주 가능성

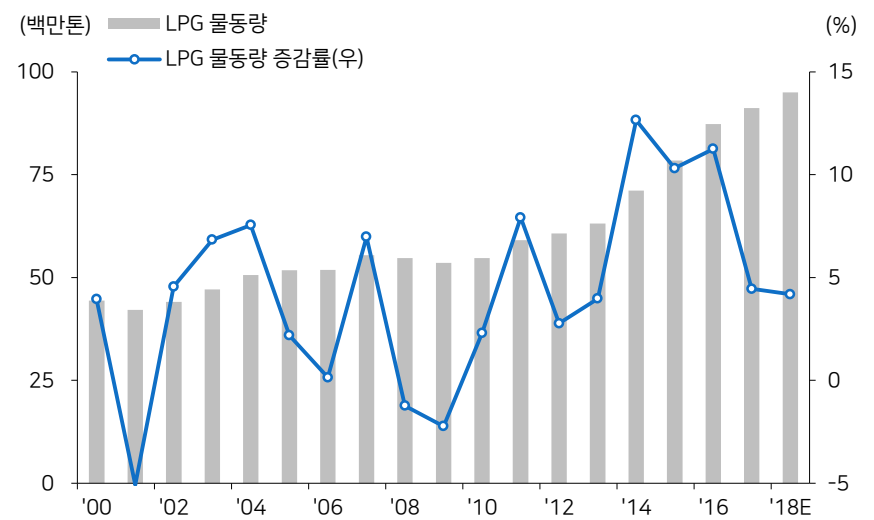
- 미국의 Shale/Tight Gas 생산량은 2016년 14.3Tcf로 급증, LPG 생산 증가 2013~15년 LPGC 발주 급증
- 2017~18년 LPG 물동량 증가세 둔화로 운임 약세는 지속, 수출국간 가격 경쟁 종료 여부가 발주의 변수  
→ 미국 LPG 수출이 증대된다면 아시아지역의 LPG 수입단가 하락, 화학업계 수익성 개선 유발
- 2018년 LPGC 선복 증가율 +8.9%로 여전히 높은 수준이나, 16~17년의 기저효과는 기대 가능, 2018년 이후 물동량 증가로 하반기 발주 기대 - BP, Statoil 등 주요 발주처의 VLGC, LPGC 발주 가능성 부각

LPG선의 폐선량, 인도량, 선복량 증감률 추이 및 전망 - 18년 +8.9%



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

LPG 물동량 추이 및 전망 - 18년 4.2% 증가 예상, 미국의 수출이 변수



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

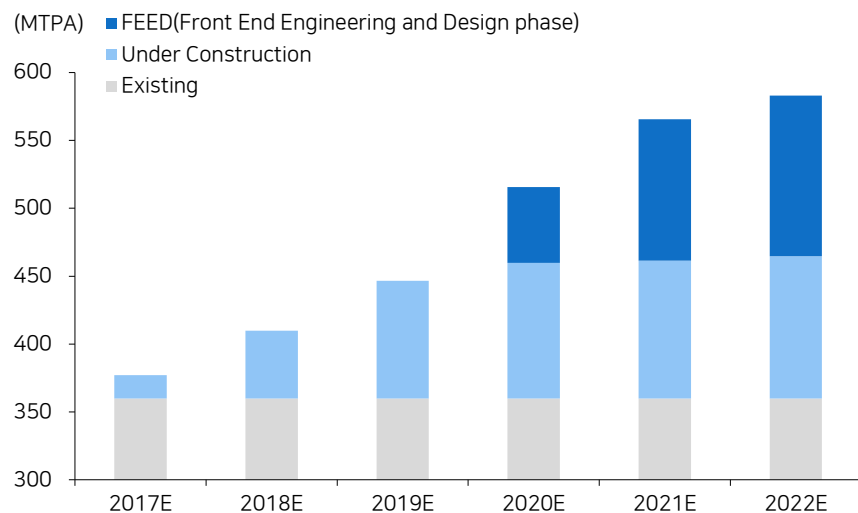
## 4) 수요: LNG 액화플랜트 용량과 LNG선은 일정한 흐름 유지

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**LNG 액화플랜트 용량 / LNG선  
= 0.7~0.8배 수준  
10여년간 일정한 비율 유지**

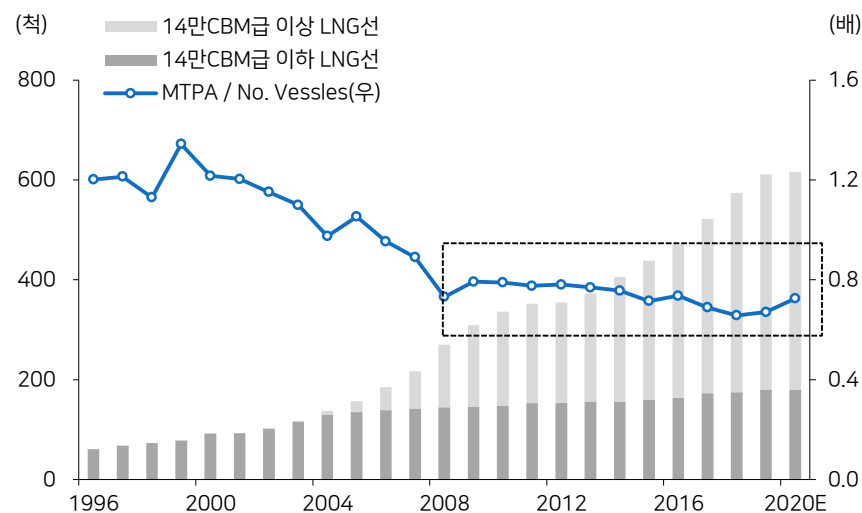
- LNG 물동량 증가에 맞춰 LNG 액화플랜트 용량도 계속 증가, 현재 가동중인 글로벌 LNG 액화플랜트 용량은 2017년 기준 360MTPA(Million Tonnes Per Annum) 기록
- 현재 건설중인 프로젝트와 기초설계(FEED) 단계 프로젝트 감안 시, 2022년 약 583MTPA로 증가 전망
- LNG 액화플랜트 용량에 맞춰 LNG선도 지속적으로 증가, 2008년 이후로 일정한 흐름 유지
  - LNG 액화플랜트 용량(MTPA)를 LNG선의 운송능력으로 나누면 0.7~0.8배 수준을 약 10년간 유지
  - 건설 중인 LNG 액화플랜트 용량과 인도예정인 LNG선 Fleet을 고려하면, 0.75배 수준

### LNG 액화플랜트 용량 추이



주: MTPA = Million Tonnes Per Annum  
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

### LNG 액화플랜트 용량과 LNG선 비교



주1: MTPA = Million Tonnes Per Annum  
주2: LNG 액화플랜트 용량에는 U/C(Under Construction) 포함  
주3: LNG선은 인도예정 선박 포함  
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

## 4) 수요: LNG선 - 3년 연평균 28~42척 발주 전망

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**FEED 프로젝트 발주 확률을  
50% 가정 시, 3년간 LNG선  
84~125척의 발주 가능성**

- 현재 FEED(기초설계) 단계에 있는 프로젝트는 2021~23년에 첫 생산(First Gas)을 목표로 진행, 해당 프로젝트에 소요되는 LNG선은 건조기간을 감안했을 때 2018~20년에 발주될 개연성 높음
- LNG 액화플랜트 용량을 LNG선의 운송능력으로 나눈 비중과 FEED 단계에서 실제 투자로 이어질 확률을 변수로 설정 후 LNG선 추가 발주량에 대해 민감도 분석을 수행
  - FEED 단계에 있는 프로젝트 절반만 진행해도 2018~20년 사이 약 84~125척 LNG선 추가발주 필요
  - Proposed 단계 프로젝트가 진행되거나 선사 간 경쟁적 발주시 실제 발주량은 추정 상회 가능성

LNG선 추가 발주량 추정 Table (척 기준)

		LNG 액화플랜트 용량(MTPA) / LNG선 운송능력(척) (배)				
		0.78	0.76	0.74	0.72	0.70
FEED 단계의 LNG 액화플랜트 프로젝트가 실제 발주로 이어질 확률 (%)	0	-28	-12	4	22	40
	25	10	27	44	63	82
	50	48	66	84	104	125
	75	86	105	124	145	167
	100	124	144	164	186	209

주1: LNG 액화플랜트 용량은 MTPA(Million Tonnes Per Annum) 기준

주2: FEED= Front End Engineering and Design phase

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

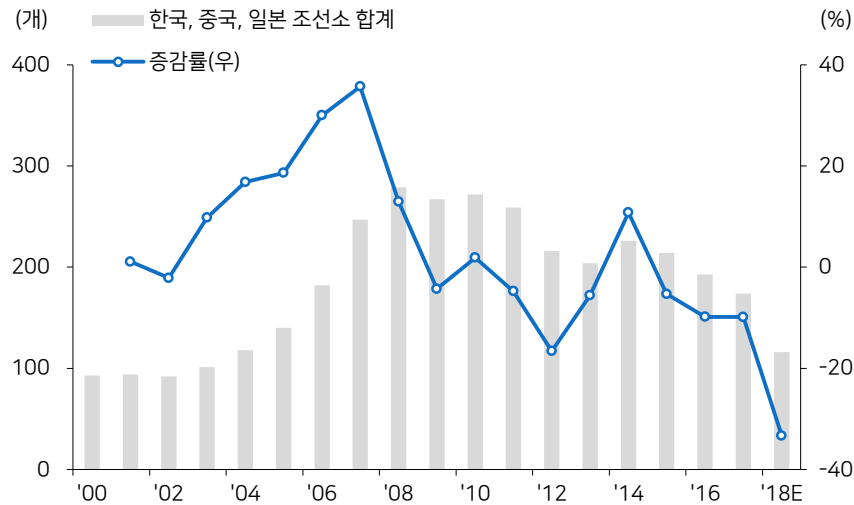
## 5) 공급: Party는 끝났다 - 2004년 수준으로 회귀한 경쟁 상황

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**04~08년 중국發 Super Cycle**  
**파티는 종료, 잔고를 보유한**  
**조선업체 수는 04년 수준 회귀**

- 연말 기준으로 수주잔고를 보유한 조선업체는 2003~08년 6년간 증가세 지속, 리만사태 이후 10년간 2년(2010년, 2014년)을 제외하고 감소세 기록 → 2018년 한·중·일 116개로 전년대비 33.3% 감소 전망
- 2010년, 2014년과 2017~18년의 차이점 - 1) 업계 전반의 구조조정, 2) 금융권의 Financing 제한
- 2016~17년 수주에 실패한 조선업체의 추가 수주 가능성을 0으로 본다면, 2018년말 기준으로 정상 가동이 가능한 한·중·일 3개국 조선업체는 2004년 수준(118개)으로 회귀

수주잔고를 보유한 한국, 중국, 일본 조선소 수 합계 추이

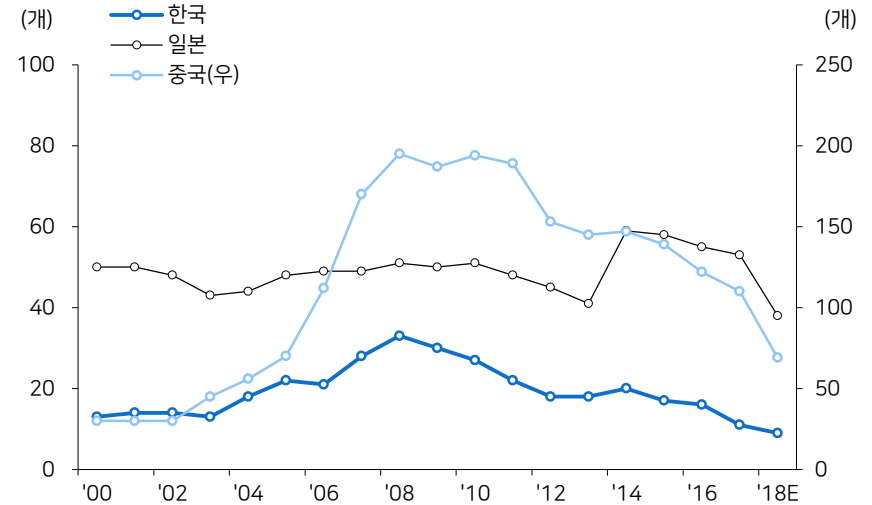


주1: 각 시점은 연말 기준

주2: 2017~2018년은 2017년 10월 수주잔고 기준으로 인도계획 반영

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

수주잔고를 보유한 국가별 조선소 수 추이



주1: 각 시점은 연말 기준

주2: 2017~2018년은 2017년 10월 수주잔고 기준으로 인도계획 반영

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

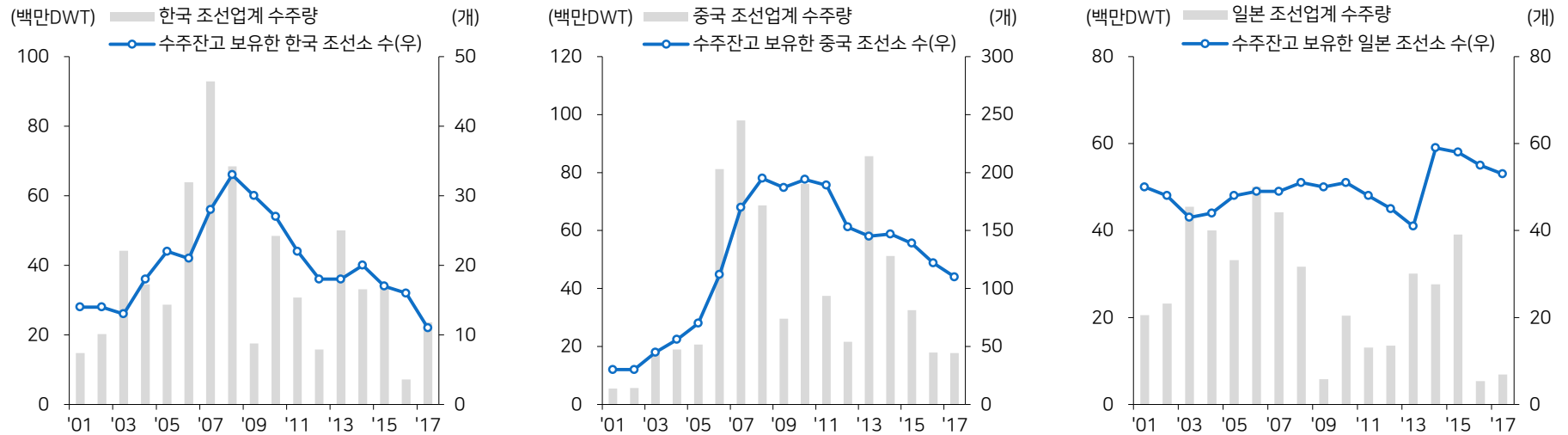
## 5) 공급: 물동량과 선박 수명 고려 시, New-normal Cycle 진입

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**18년 수주잔고 보유할 한·중·일 조선사 116개, 2004년 118개 수준 회귀(Clarksons)**

- 연말 기준 수주잔고를 보유한 국내 조선업체는 2008년 33개에서 2017년 11개, 2018년 9개로 예상
- 국내 업체는 현대중공업 3사, 삼성, 대우, 대선, 대한, STX, 성동 9개사로 사실상 대형 조선사만 잔고보유
- 중국은 2008년 195개, 2017년 110개, 2018년 69개로 추정(Clarksons Shipyard Orderbook Monitor 기준)
- 일본은 2008년 51개, 2017년 53개, 2018년 38개로 추정(2000~17년간 증감 폭은 평균 15%에 불과)

한국, 중국, 일본의 연간 수주량과 수주잔고를 보유한 조선소 수 추이 - Clarksons 집계 기준, 2004년 합산 3개국 118개, 2018년 예상 116개



주1: 2017년은 10월 말 누적 기준 / 주2: 2017~2018년은 2017년 10월 수주잔고 기준으로 인도계획 반영  
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

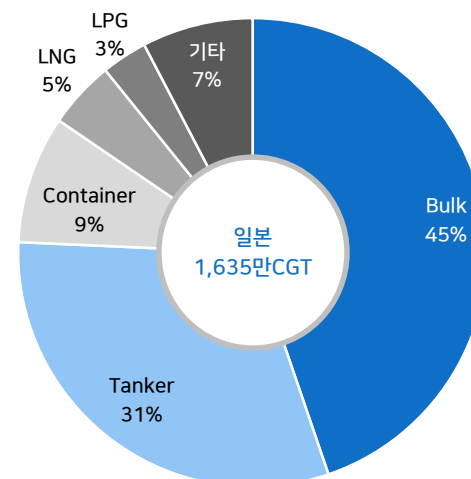
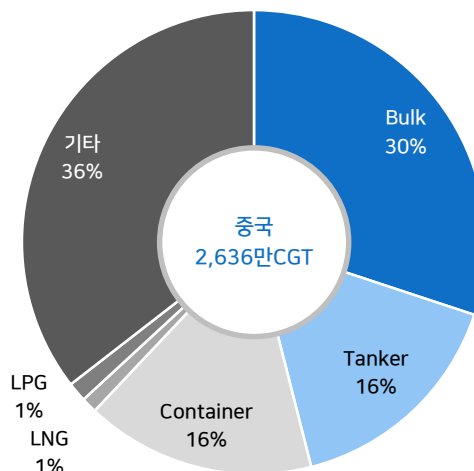
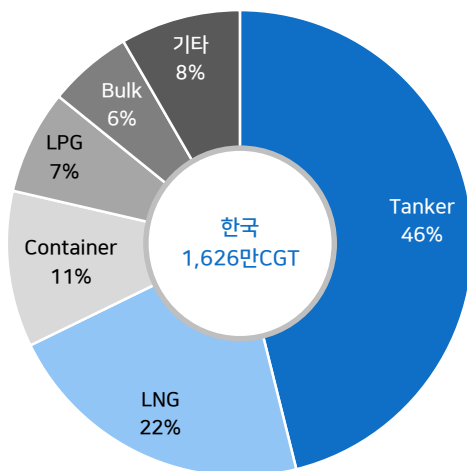
## 5) 공급: 2018년 발주 예상 선종은 국내업계에 우호적

2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

한·중·일 3국이 전세계  
수주잔고의 78.2% 보유, 18년  
발주 예상선종은 국내업계에  
유리할 전망

- 2017년 10월 말 기준 전세계 수주잔고는 7,544만CGT(보정화물톤수)
  - 중국(34.9%), 일본(21.7%), 한국(21.6%)이 전세계 수주잔고의 78.2%를 보유
- 주력 선종의 차별화: 한국 조선업계(탱커, LNGC+LPGC, 컨테이너선) vs 중국과 일본(벌크선, 탱커)
  - 국내 조선업계의 수주잔고 중 탱커는 46.1% 가스선(LNG+LPG)의 비중은 28.9%
  - 중국과 일본 조선업계의 수주잔고 중 벌크선 비중은 각 30.1%와 44.8%로 가장 높음
- 2018년 발주금액 기준 비중은 해양>벌크선>가스선>탱커>컨테이너선 순으로 전망

한국, 중국, 일본 조선업계의 수주잔고 선종별 구성비



주: 2017년 10월 말 수주잔고 기준 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

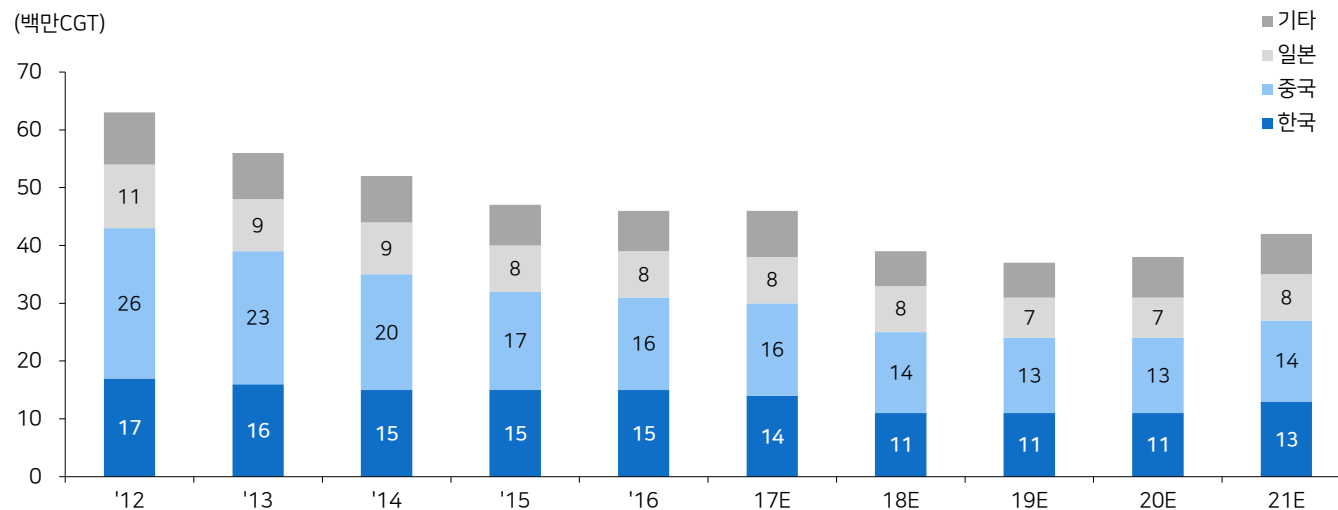
## 5) 공급: 전세계 조선업계 건조능력은 2012~19년 40% 축소

2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

**2012~19년 평균 7.3%(CAGR)  
건조능력 감소 전망, 2019년은  
2012년 건조능력의 60% 수준**

- 전세계 조선업계의 건조능력은 2011년을 Peak로 2019년까지 지속적인 감소가 확실시. 연평균(CAGR) 7.3%의 감소로 2012년 건조능력(0.63억CGT) 대비 2019년 건조능력은 60% 수준(0.37억CGT)으로 감소
- 중국은 2012년 0.26억CGT 대비 2019년 0.13억CGT로 감소, 일본은 0.11억CGT에서 0.07억CGT로 감소
- 국내 업체는 2012년 0.17억CGT 대비 2019년 0.11억CGT로 약 35% 감소 전망
- 한·중·일 3개국의 수주잔고 보유 조선사가 2008년 279개에서 2018년 116개로 58.5% 감소하는 반면, 건조능력은 합산기준 38.1%로 축소 → 이는 구조조정이 중소형 조선업계 중심으로 진행되었음을 의미

글로벌 국가별 조선소 건조능력 - 2011년 대비 2019년까지 약 45% 축소



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터



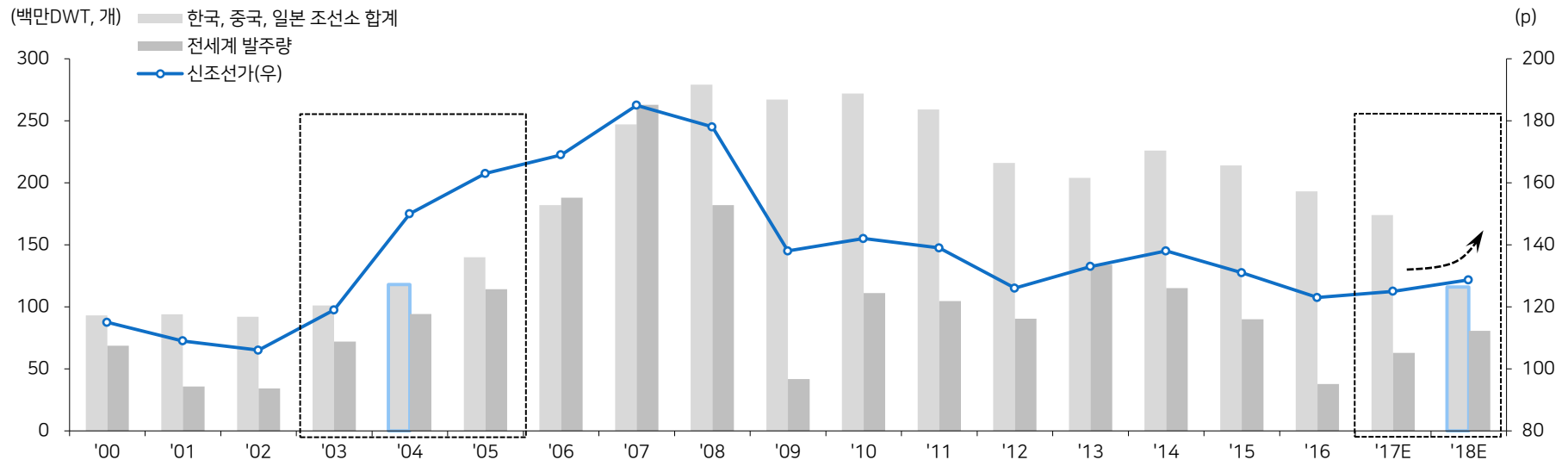
## 6) 수급 균형: 발주규모, 선가, 조선업체 수는 모두 2004년 수준

2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

2004년으로 회귀한 공급능력,  
발주상황, 신조선가 - 원자재  
가격과 유가, 규제를 고려 시  
New-normal 회복 Cycle 도래

- 공급능력: 2018년 한·중·일 조선업계 중 수주잔고 보유 조선사 116개 Vs. 2004년 118개
- 발주규모: 2018년 발주예상액 809억달러, 8,312만DWT Vs. 2003~04년 평균 발주액 830억달러
- 선가: 2018년 연평균 클락슨신조선가지수 129p 예상 Vs. 2003년 평균지수 119p, 2004년 150p
- 원자재·유가: 2003년 12월말 100p 기준시 2017년 10월 국내 후판가격 157p, WTI 172p(2013년 33달러)
- 차이점: 후판가격과 국제유가 등 원가변수는 14년 전 대비 50% 이상 상승했으나, 선가는 동일한 수준

연도별 발주규모, 신조선가, 수주잔고를 보유한 조선업체 수 추이 - 2018년 예상규모는 14년 전인 2004년으로 회귀, 선가의 상승압력은 높아진 상황



주1: 전세계 발주량의 2017년은 10월 말 누적 기준 / 주2: 한국, 중국, 일본 조선소 합계의 2017~2018년은 2017년 10월 수주잔고 기준으로 인도계획 반영  
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

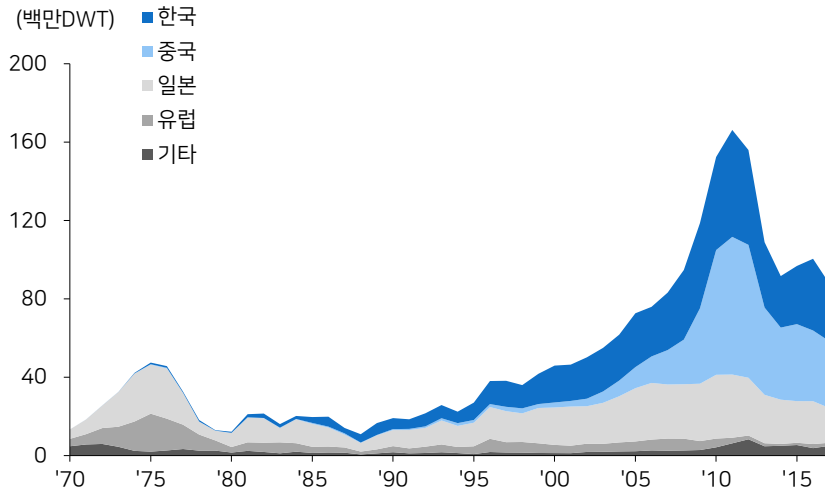
## 6) 수급 균형: 공급측면은 2004년으로 회귀, 일본의 점유율 하락

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**17년 수주 점유율 한국 45.2%, 중국 33.8%, 일본 13.2% → 17년 이후 건조량 점유율 한국 상승, 일본 하락 예상**

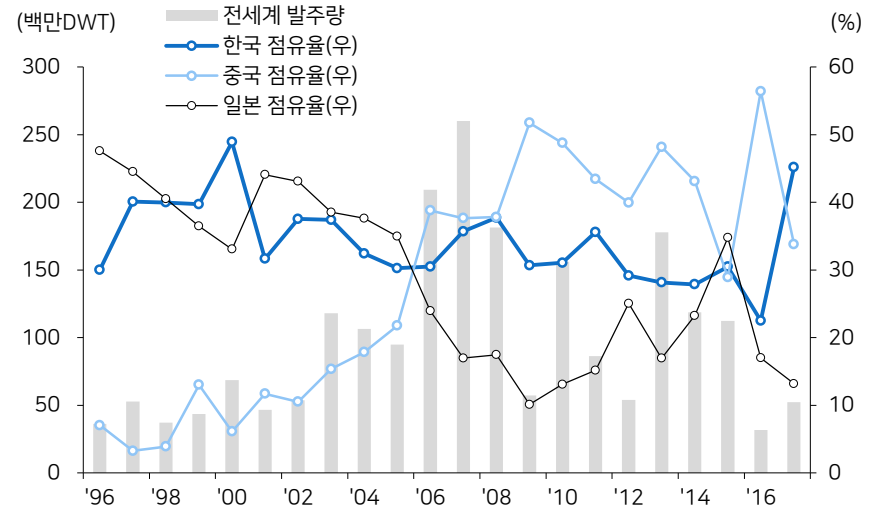
- 전세계 건조량은 2011년 1.66억DWT로 최고치 기록(2004년 0.62억DWT), 2018년 0.65억DWT 전망
- 2004~11년 평균 인도량 비중은 한국 35.3%, 일본 30.2%, 중국 25.9% → 2012~16년 평균 점유율은 한국 31.5%, 중국 40.2%, 일본 22.0% 기록, 2017년 10월 누계 한국 33.5%, 중국 38.8%, 일본 20.2%
- 2004~11년 평균 수주 점유율은 중국 37.2%, 한국 33.0%, 일본 21.2% → 2012~16년 평균 점유율은 중국 43.3%, 한국 27.6%, 일본 23.4% 기록, 2017년 10월 누계 수주는 한국 45.2%, 중국 33.8%, 일본 13.2%

국가별(한국, 중국, 일본, 유럽) 연간 선박 건조량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

전세계 발주량 및 한국, 중국, 일본 조선업계의 수주 점유율 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 6) 수급 균형: 2004년과 차이점은 중국의 경제성장률과 원가

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

### 14년 전과의 차이점

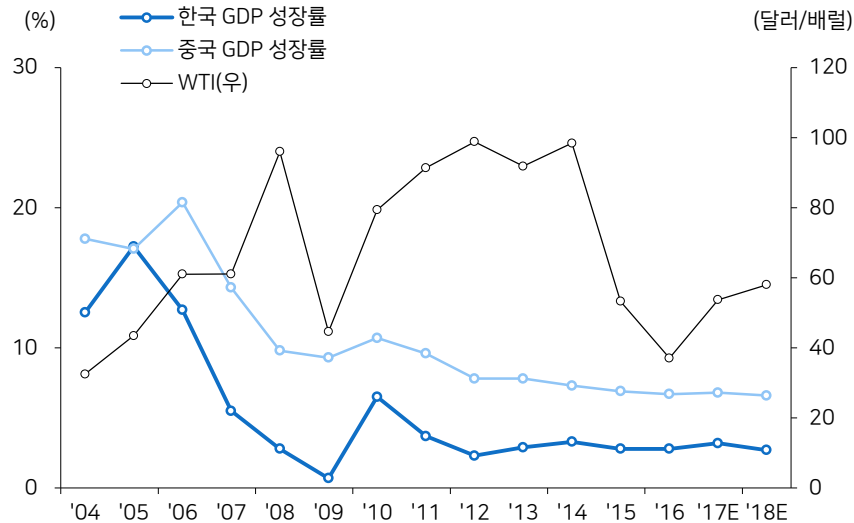
#### 1) 국제 유가와 철강 가격 상승

#### 2) 낮아진 중국 경제 성장률, 물동량 탄성치 둔화

→ 발주측면, 회복 레벨의 고민

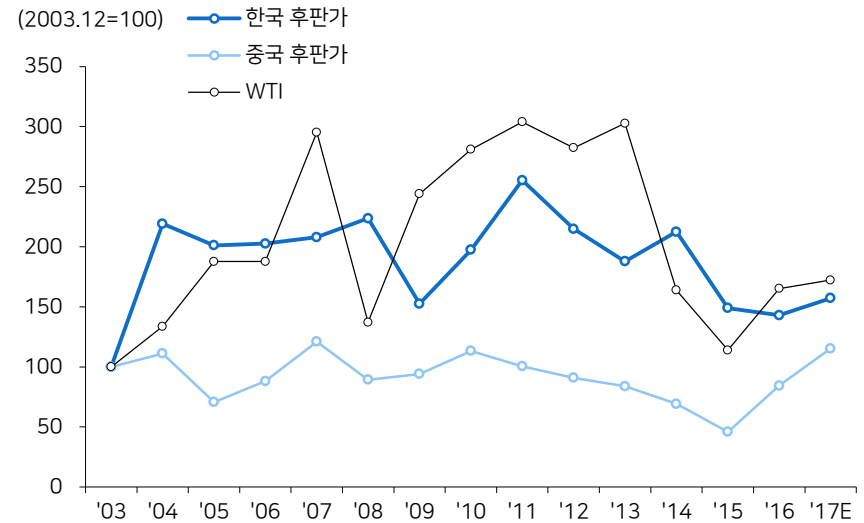
- 2003년 12월말 기준(33달러/배럴)을 100으로 가정 시, 2017년 11월 기준 WTI는 172p로 급등
- 2003년 12월말 기준 한국, 중국 내수 후판가격을 100으로 가정 시, 2017년 11월 현재 중국 후판가격은 115p, 한국 후판가격은 157p로 상승
- 2004~07년 중국의 GDP 성장률이 두 자릿수를 기록하면서 물동량 수요를 견인, 반면 2017년 경제 성장률은 6.8%, 2018년은 6.6%로 안정화 전망 → 물동량 탄성치는 02~07년 평균 1.51, 2017~18년 1.1
- 하향 안정화된 중국의 경제성장률을 감안해도, 원가 상승 수준과 물동량 고려시 선가 상승 압력은 증대

한국, 중국 GDP 성장률 및 WTI 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

한국, 중국 후판 및 WTI 가격 추이



자료: Bloomberg, 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

## 6) 수급 균형: 원가 상승 지속, 공급자의 가격 인상 압박은 증대

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

### 14년 전과의 차이점

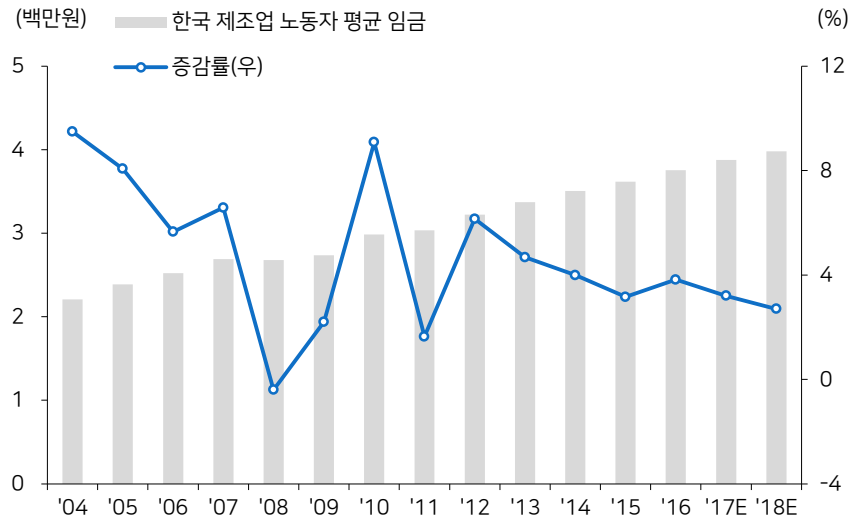
#### 1) 업계 전반의 구조조정 지속

#### 2) 지속된 임금상승

→ 공급측면, 선가인상 시도 확대

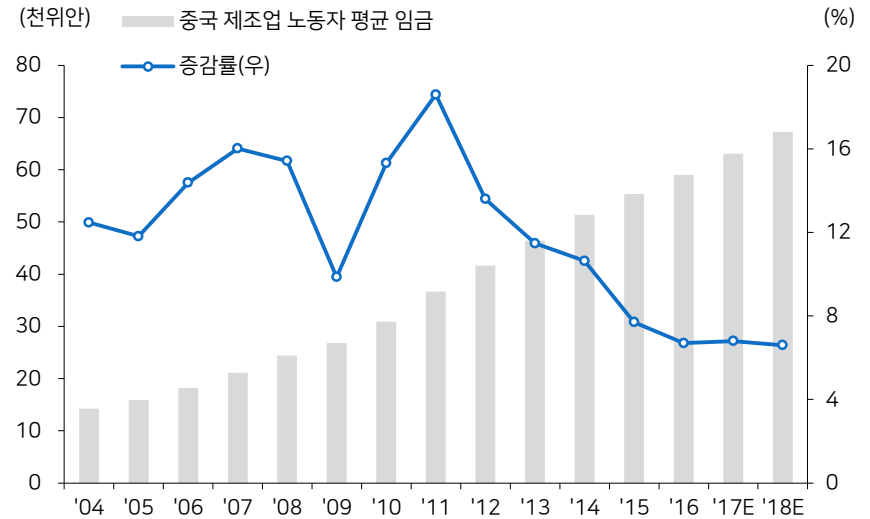
- 중국 경제성장률은 2018년 6.6%로 완만한 둔화세 전망, 1~2급지 공급확대로 부동산 투자 개선을 유도하며 민간투자 활성화 노력 제고 예상
- 조선·철강 등 공급과잉 업종의 생산능력 조정 마무리 수순(한계산업 이자부담 급감), 중국 노동부는 매년 1,500만명의 도시지역 신규 고용 창출 목표를 제시 → 제조업 노동자 평균 임금 상승은 지속 전망
- 2004년 대비 2017년 한국 제조업 노동자 평균임금은 175% 수준, 중국은 442% 수준으로 상승 → 원가 중 노무비 비중 25%로 가정시, 생산성 향상을 배제한 원가상승 압력은 2004년 대비 한국 18.8%, 중국 85.6% → 구조조정 이후 생존 가능한 조선업체들의 선가 인상 시도는 본격화될 전망

한국 제조업 노동자 평균 임금, 증감률 추이 및 전망



주: 2017~18년 GDP 성장률은 메리츠증권증권 예상치, 임금 증감률은 GDP 성장률 적용 기준  
자료: 고용노동부, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 제조업 노동자 평균 임금, 증감률 추이 및 전망



주: 2017~18년 GDP 성장률은 메리츠증권증권 예상치, 임금 증감률은 GDP 성장률 적용 기준  
자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

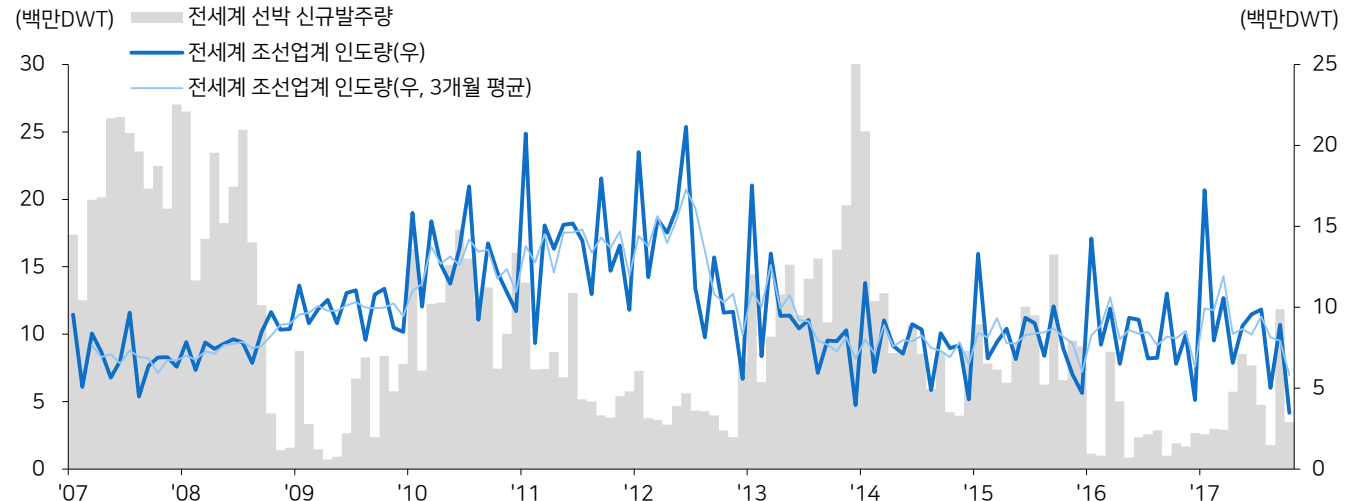
## 6) 수급 균형: 2018년은 국내 업계에 우호적인 환경

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

2018년 발주의 중심은 해양,  
가스선, 컨테이너선, 탱커,  
벌크선 순으로 우호적인 Mix

- 전세계 조선업계의 월별 선박 인도량은 2012년 6월 2,114만DWT로 사상 최대치를 기록한 이후 감소세 지속, 2017년 10월 인도량은 347만DWT로 급감
- 2005~08년 초호황기 이후, 단기적인 발주회복은 2010~11년 1분기, 2013~14년 1분기 나타났음  
→ 2010년 회복: 벌크선>탱커>컨테이너선과 해양 재개, 2013년 회복: 벌크선>컨테이너선>탱커 재개
- 2017년 발주는 기저효과 수준의 회복, 발주의 중심은 탱커>벌크선>컨테이너선
- 2018년 회복은 해양>가스선>컨테이너선>벌크선 순 회복 전망 → 국내업계에 우호적인 Product Mix

전세계 발주량, 인도량 추이 - 건조량(6개월 월 평균)은 Peak였던 2012년 상반기 대비 47.5% 수준에 불과



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

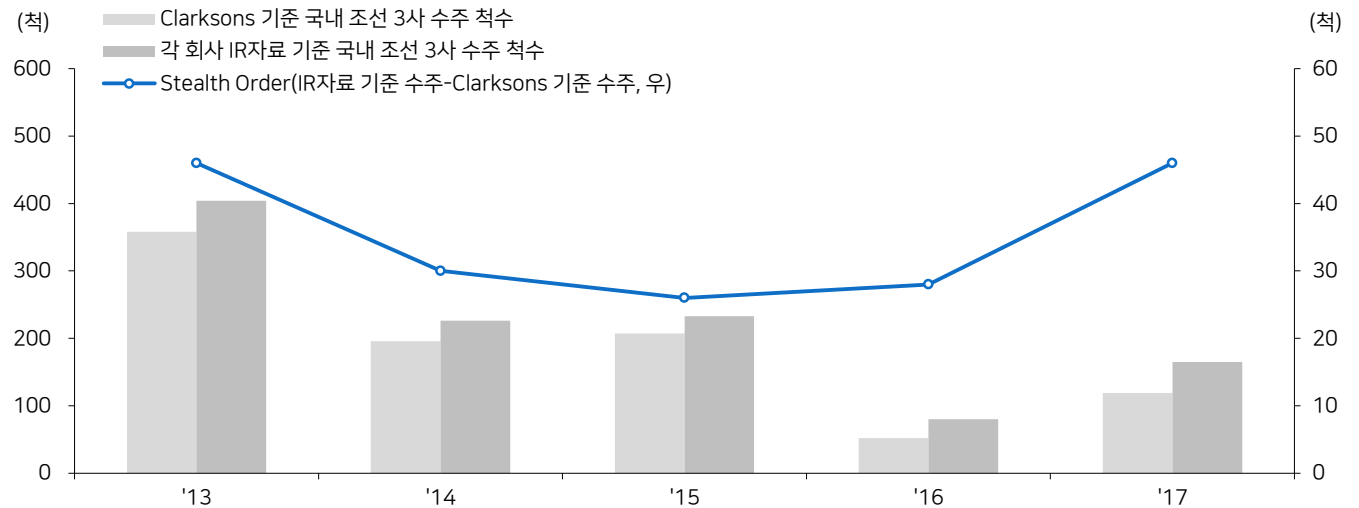
## 6) 수급 균형: Clarksons이 놓치고 있는 수주들

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Clarksons 기준 수주물량, 선가 수준이 실제 수주와 상이할 개연성 → 전략 발주가 많다면 선제적 투자로 해석할 수 있음

- 2016년 이후 조선업체들이 발표하는 수주 실적과 Clarksons의 집계 실적과의 괴리가 확대되는 양상
- 현대중공업 3사, 삼성중공업, 대우조선해양 5개사 합산 기준 2013~15년 수주척수는 클락슨의 집계 척수 대비 평균 13.4% 많았음 → 2016년은 괴리도가 35.0%, 2017년은 10월 기준 27.9%
- 2017년 10월 누계 5개사가 공표한 수주척수는 165척, 반면 클락슨의 집계 척수는 119척으로 46척 차이
- 2016년 이후 발주 중 상당 부분이 Confidentiality Agreement, 공개를 꺼리는 전략적 발주가 포함 되었을 개연성 존재 → 클락슨신조선가지수 기준 각 선종·선형별 선가와 실제 수주선가 상이할 가능성 증대

국내 조선 3사 IR자료 기준 수주 척수와 Clarksons 집계 기준 수주 척수 비교



주1: 조선 3사는 현대중공업(현대삼호중공업, 현대미포조선 포함), 삼성중공업, 대우조선해양

주2: 2017년은 10월 말 기준

자료: Clarksons, 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

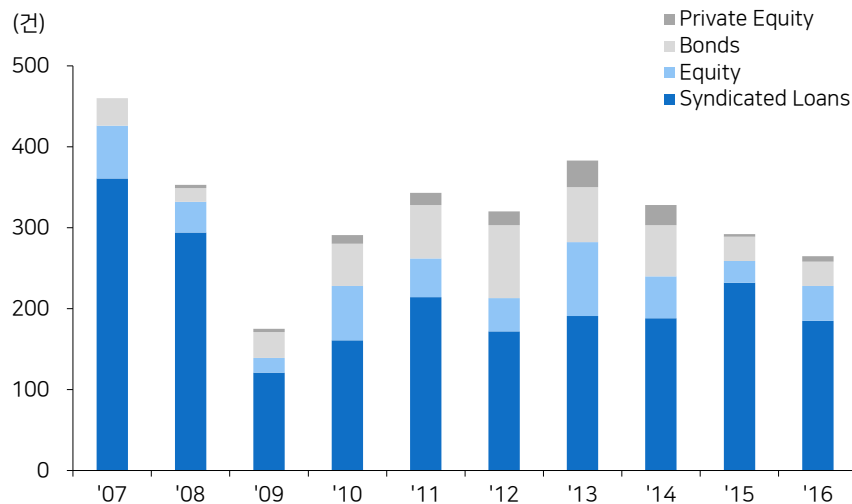
## 6) 수급 균형: 선박금융 - 은행들의 대출을 대체하는 Bond, Equity

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

과거 선박 발주를 위한 금융은 대부분 은행들의 Loan, 금융 위기 이후 Bond, Equity 비중이 증가하는 양상

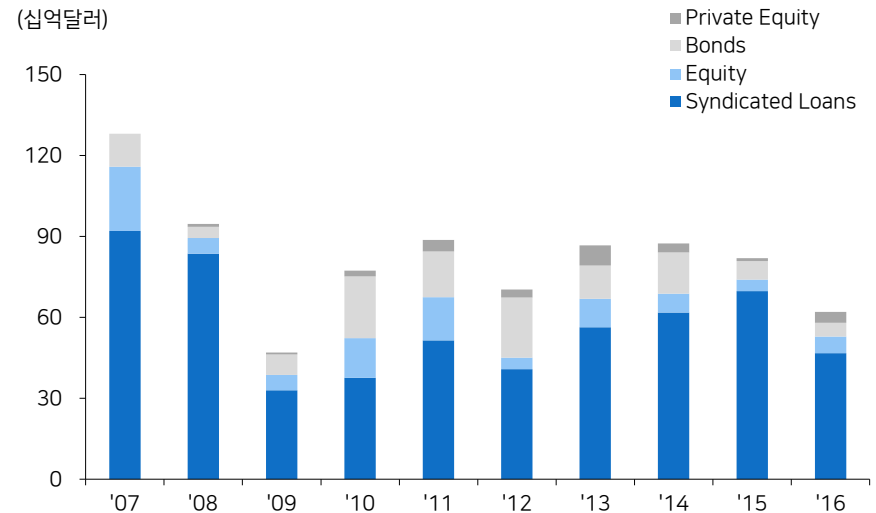
- 발주 규모가 사상 최대치였던 2007년(2,629억달러), 2008년(1,819억달러)의 선박금융 조달액 중 상업 은행들의 Syndicated Loan 비중은 71.8%, 88.4%로 압도적. 전통적 선박금융은 은행들의 Loan이었음
- 그러나, 2008년 미국 금융위기와 2011년 유럽 금융위기, 2014년 유가 급락의 과정에서 상업은행들의 선박금융 투자는 급격히 위축 - RBS, HSH Nordbank, Commerzbank 등 선박금융자산 매각, 철수 진행
- 2007~08년 4.4~18.7% 수준에 불과했던 Bond, Equity, PE를 통한 선박금융 비중은 2016년 24.6%, 2017년 3분기 누계 58.3%으로 증가 → 은행들의 여신 위축을 '채권+주식+PEF'를 통해 대체하는 양상

선박금융 자금조달 방식 별 계약 건수 추이



자료: Marine Money, 메리츠증권증권 리서치센터

선박금융 자금조달 방식 별 조달금액 추이



자료: Marine Money, 메리츠증권증권 리서치센터

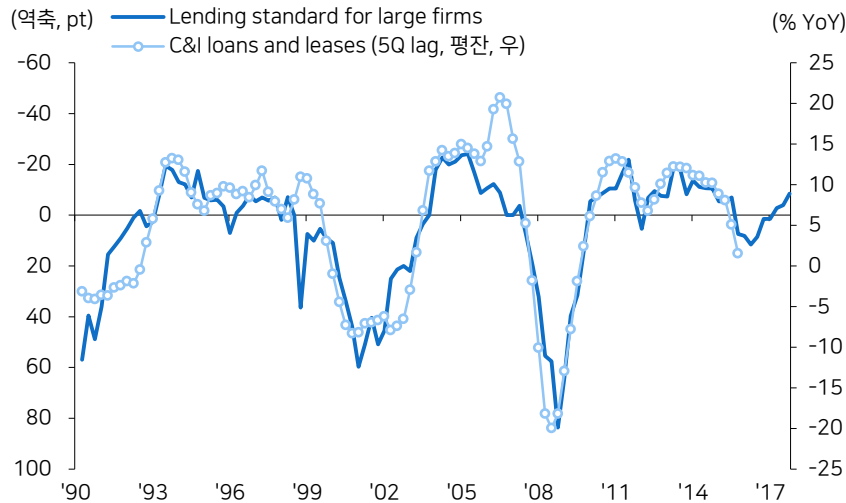
## 6) 수급 균형: 물가 상승 압력, 기업대출 회복세 전환

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

민간 레버리지 사이클의 부활  
가능성, 생산자 측면의 가격  
전가의 가능성에 주목

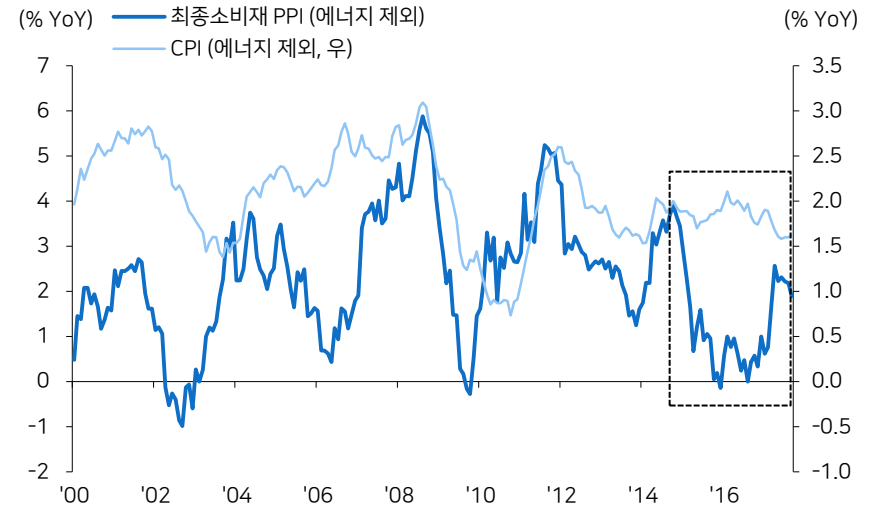
- 미국 컨퍼런스 소비자신뢰지수, 미시건대 소비자심리지수는 2000년 11~12월 이후 최고치로 상승
- 미국, 유럽, 중국 모두 소비자물가(CPI)의 회복 속도가 생산자물가(PPI) 회복 속도를 하회하고 있음
- 달러약세, 원자재 가격 상승이 수입물가와 생산자물가의 상승으로 연결, 공급 쪽 가격상승 압력 증대
- 미국 가계 DSR은 역사적 저점까지 하락(1Q16 9.8%), 금융위기 이후 가장 빠른 신규주택착공 등 소비 부분의 Re-leveraging을 유발할 수 있는 환경 조성 → 미국과 유로존 모두 비금융기업대출 회복세 전환
- 생산자물가 상승이 소비자물가 상승으로 이어진다면, 금융환경 개선이 신조선가에 반영될 개연성 확대

미국의 기업 대출태도: 완화기조 선회한지 3분기째



자료: FRB Senior Loan Officer Survey, 메리츠증권 리서치센터

미국의 최종소비재 PPI, CPI 추이: 생산자물가 상승에도 소비자물가는 제자리



자료: 미국 노동통계국, 메리츠증권 리서치센터



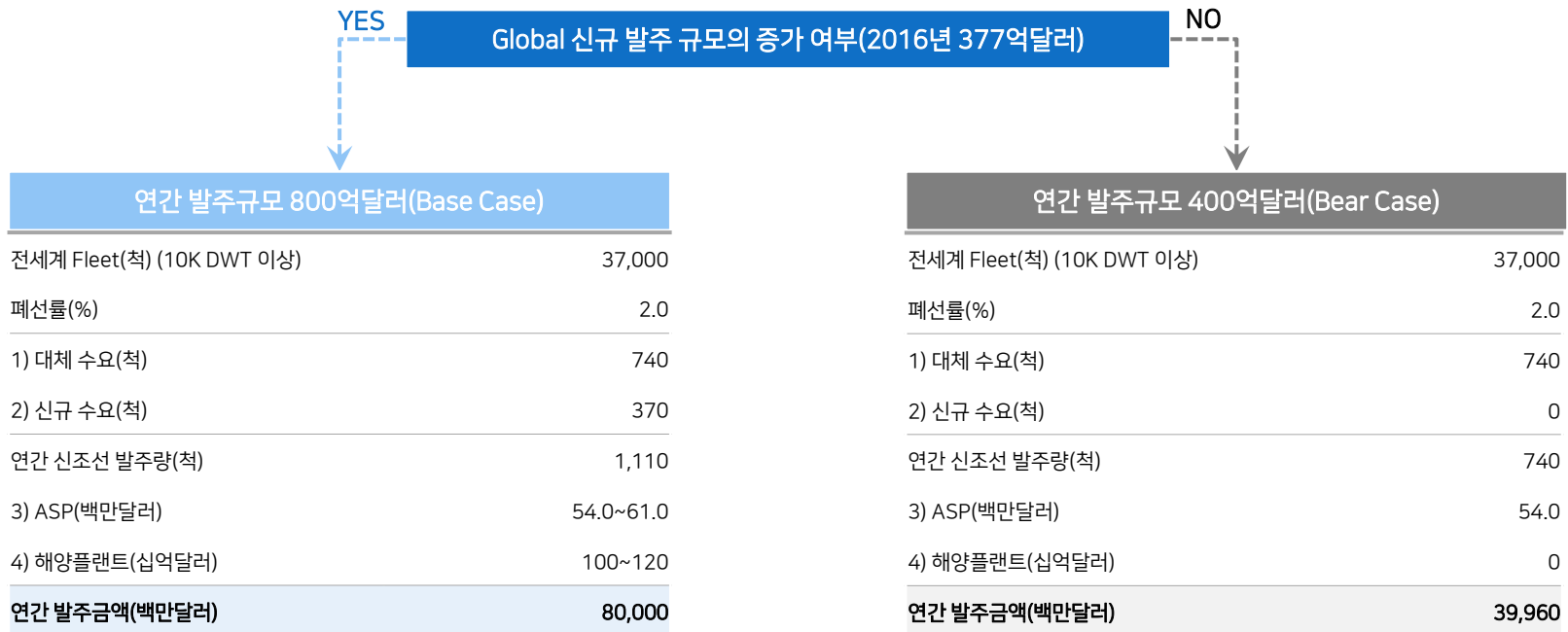
## 7) 발주 시장: Bear Case는 2016년, Base Case는 2018년

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

발주 시장 가정: Fleet 37,000척,  
폐선률은 밴드 하단 2.0% 적용

- 2016년 기준 전세계 Fleet은 92,413척, Cargo Vessel은 53,719척이며 1986년 이전 건조는 11,503척
- 건조선령 30년 이내인 Cargo Vessel 중 10K DWT 이하 탱커를 제외시 총 Fleet은 36,876척
- 2010~15년 연평균 폐선률은 선종별로 2.0~5.4% 수준 – 신조선가는 160K LNGC 1.94억달러, 13,000TEU 1.09억달러, 300K VLCC 0.85억달러, Capesize 0.42억달러, MR 탱커 0.33억달러 기준

2016년 발주금액 377억달러, 향후 연간 발주규모의 Bear Case, Base, Bull Case 추정 – 환경규제에 따른 교체수요 증가는 배제 기준



주: 신조선 ASP 상단은 탱커 45%, 벌크선 40%, Gas선 10%, 컨테이너선 5% 발주 / 하단은 탱커 50%, 벌크선 40%, 컨테이너선 10% 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 7) 발주 시장: 2018년 전망치 809억달러는 Base Case

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**Base Case는 연간 800억달러 수준(환경규제 수요 배제기준), 2018년 발주 예상치 수준**

- 2016년 발주 규모는 377억달러로 2009년 리먼사태 직후(417억달러)보다 낮은 20년 래 최저치 수준
- 2010~15년 연평균 발주는 1,075억달러, 2005~08년 연평균 발주액 1,867억달러 대비 42.4% 감소 추정
- 환경규제 이슈를 배제하면, 연간 발주규모는 800억달러 수준이 현실적인 전망치로 판단

### 연간 발주규모 예상: Bear Case 연간 400억달러

전세계 Fleet(척) (10K DWT 이상)	37,000
<b>폐선률(%)</b>	<b>2.0</b>
1) 대체 수요(척)	740
2) 신규 수요(척)	0
연간 신조선 발주량(척)	740
3) ASP(백만달러)	54.0
4) 해양플랜트(십억달러)	0
<b>연간 발주금액(백만달러)</b>	<b>39,960</b>

#### 발주 규모 Maximum 가정

- ① 폐선률은 현 선대 규모의 2.0% 수준을 가정(선종별 6년 평균 밴드 하단)
- ② 해상 물동량과 선박 수요의 De-coupling으로 신규 수요 0% 가정
- ③ 4대 선종의 평균 ASP 하단인 5,400만달러 적용
- ④ 해양 시추/생산설비 발주 0 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 연간 발주규모 예상: Base Case 연간 800억달러

전세계 Fleet(척) (10K DWT 이상)	37,000
<b>폐선률(%)</b>	<b>2.0</b>
1) 대체 수요(척)	740
2) 신규 수요(척)	370
연간 신조선 발주량(척)	1,110
3) ASP(백만달러)	54.0~61.0
4) 해양플랜트(십억달러)	100~120
<b>연간 발주금액(백만달러)</b>	<b>80,000</b>

#### 발주 규모 Maximum 가정

- ① 폐선량 유지: 운임 하락과 환경규제 도입에 따른 노후선 폐선선령 단축은 미반영
- ② Trading Volume 증가에 따른 신규 수요 1% 가정
- ③ 4대 선종의 평균 ASP 상단인 6,100만달러 적용
- ④ Tortue, Block B, Rosebank 등 분기당 2~3기의 해양 생산설비(총 120억달러) 발주 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 7) 발주 시장: 환경규제로 노후선 1% 교체 시 1,023억달러 전망

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

평균 폐선률 2.0%에서 3.0%로  
상향시, 발주 예상금액은  
1,023억달러로 상향(Bull Case)

- 황산화물·질소산화물 등 환경규제에 따른 폐선령 하락 시, 기존 폐선율 2.0%에서 3.0~4.2%로 상향 가능
- 폐선율 3.0% 조정시 발주는 1,023억달러로 상향(4.2%는 15년 이상 선령의 선박 중 연평균 10% 교체)
- 평형수처리장치, SOx, CO2 규제 도입에 따른, 중고선에 대한 비용 발생으로 폐선 연령 낮아질 전망

### 연간 발주규모 예상: Bear Case 연간 600억달러(+200억달러)

전세계 Fleet(척) (10K DWT 이상)	37,000
<b>폐선률(%)</b>	<b>3.0</b>
1) 대체 수요(척)	1,110
2) 신규 수요(척)	0
연간 신조선 발주량(척)	1,110
3) ASP(백만달러)	54.0
4) 해양플랜트(십억달러)	0
<b>연간 발주금액(백만달러)</b>	<b>59,940</b>

#### 발주 규모 Maximum 가정

- ① 폐선량 증가에 따른 폐선률 가정치를 3.0%로 상향
- ② 해상 물동량과 선박 수요의 De-coupling으로 신규 수요 0% 가정
- ③ 4대 주요 선종의 평균 ASP 하단인 5,400만달러 적용
- ④ 해양 시추/생산설비 발주 0 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 연간 발주규모 예상: Bull Case 연간 최대 1,023억달러

전세계 Fleet(척) (10K DWT 이상)	37,000
<b>폐선률(%)</b>	<b>3.0</b>
1) 대체 수요(척)	1,110
2) 신규 수요(척)	370
연간 신조선 발주량(척)	1,480
3) ASP(백만달러)	54.0~61.0
4) 해양플랜트(십억달러)	100~120
<b>연간 발주금액(백만달러)</b>	<b>102,280</b>

#### 발주 규모 Maximum 가정

- ① 폐선량 증가에 따른 폐선률 가정치를 3.0%로 상향
- ② Trading Volume 증가에 따른 신규 수요 1% 가정
- ③ 4대 선종의 평균 ASP 상단인 6,100만달러 적용
- ④ Tortue, Block B, Rosebank 등 분기당 2~3기의 해양 생산설비(총 120억달러) 발주 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



메리츠 연간전망 시리즈 7

# Part II

2018년 산업 전망

## 조선/기계

경쟁 심화에 따른 M/S 하락 리스크

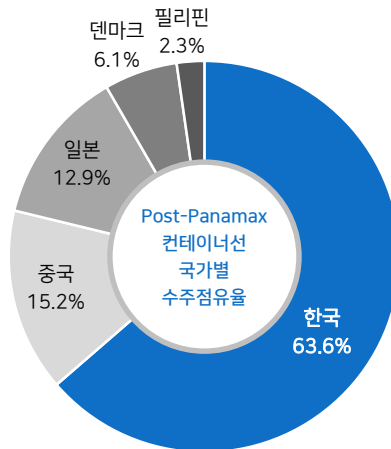
# 1) 수주 경쟁력: 컨테이너선과 해양發 Noise 발생, 확대 가능성 제한적

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**CMA-CGM 초대형 컨테이너선, Johan Castberg 수주 실패 → 반복된 역사, 확대 해석 불필요**

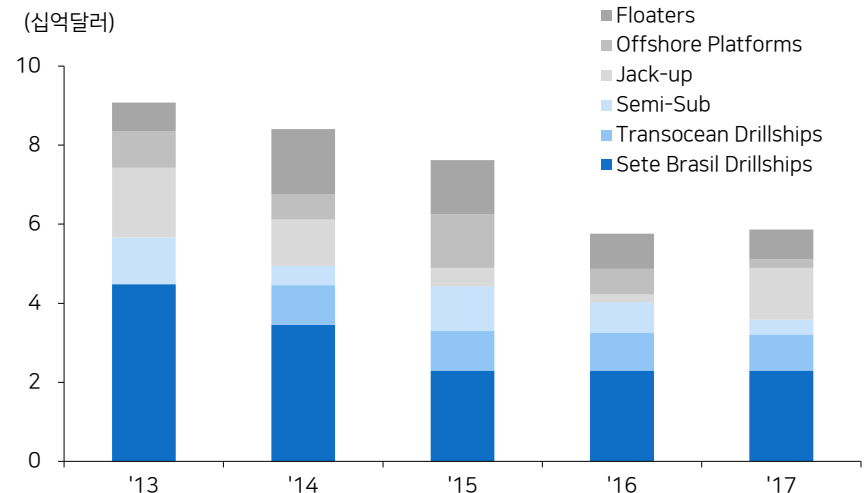
- 지난 8월 컨테이너선사 CMA-CGM, 2.2만TEU급 초대형 컨테이너선 6+3척을 중국 조선소에 발주
- 국내 업체도 건조경험이 없던 High-End 선종이란 점에서 국내 업계의 수주경쟁력 우려 발생
- 11월 Statoil의 Johan Castberg FPSO Hull과 LQ 패키지를 싱가포르 Sembcorp Marine이 수주
- 컨테이너선에 이어 해양플랜트까지 경쟁 심화 우려가 발생, 국내 조선사 주가 약세로 이어짐
  - 국내 업체는 주력 선종인 가스선(LNG, LPG선), 탱커에서 M/S 1위 수성, 이후 컨테이너선 대부분 수주
  - Johan Castberg는 Sembcorp의 저가수주로 판단, 해양發 경쟁 확대의 가능성은 낮음(Sembcorp 잔고의 대부분이 Drilling Unit이며, 특히 건조가 불투명한 Sete Brasil 물량 제외시 잔고 소진)

Post-Panamax 컨테이너선의 국가별 수주점유율 현황



주: Post-Panamax급 컨테이너선은 1.5만TEU급 이상의 컨테이너선  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Sembcorp Marine의 수주잔고 추이



주1: 2017년 3분기 말 기준 / 주2: 환율은 SGD(싱가포르달러) 1 = USD(미국달러) 0.74  
자료: 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

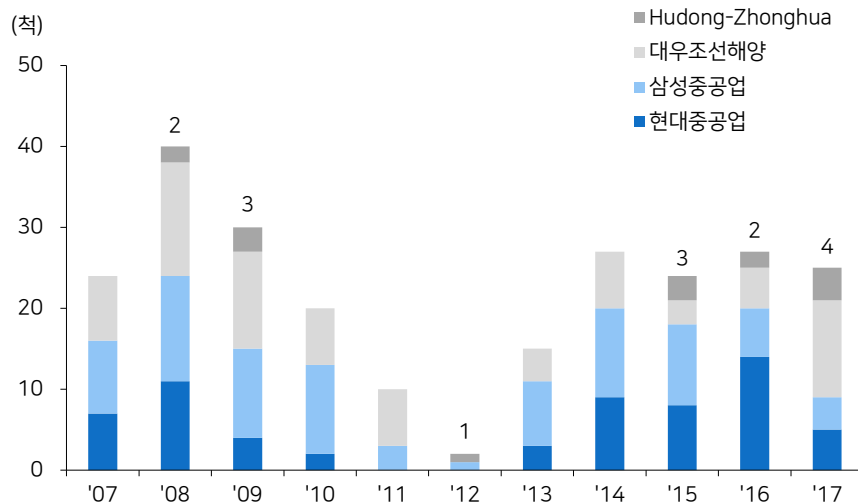
# 1) 수주 경쟁력: 과거 LNG선 분야에도 동일했던 Noise

2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

중국 조선업계가 2008년  
LNG선 시장 진출했으나,  
10년간 점유율은 5% 수준

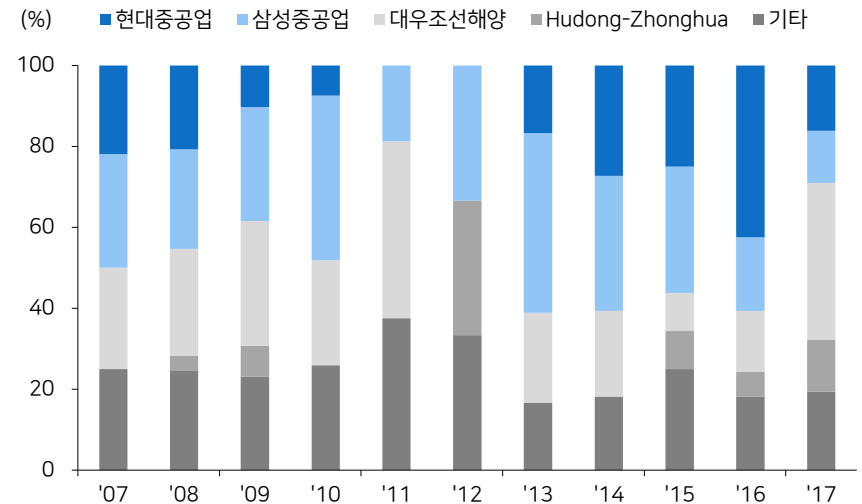
- 2017년 컨테이너선과 해양발 경쟁 우려처럼, 2008년 4월 중국 Hudong-Zhonghua가 광둥다핑LNG 공사에서 수주한 14.3만CBM급 LNG선 2척 인도를 통해 LNG선 시장에 진출했던 사례도 존재
- 그러나 2015년까지 자국발 LNG선 수주가 대부분으로, 건조한 LNG선 중 2/3 이상 자국 선사에서 수주
- 당시 중국의 LNG선 시장 진출 소식에 동일한 우려가 존재했으나 국내 업계의 점유율 하락은 없었음
- 현재까지도 중국의 LNG선 시장 점유율은 5%에 불과한 수준, 반면 한국의 LNG선 점유율은 77% 기록

국내 조선 3사와 중국 Hudong-Zhonghua LNG선 건조 척수 추이



주: 2017년은 10월 말 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 조선 3사와 중국 Hudong-Zhonghua LNG선 건조 점유율 추이



주: 2017년은 10월 말 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

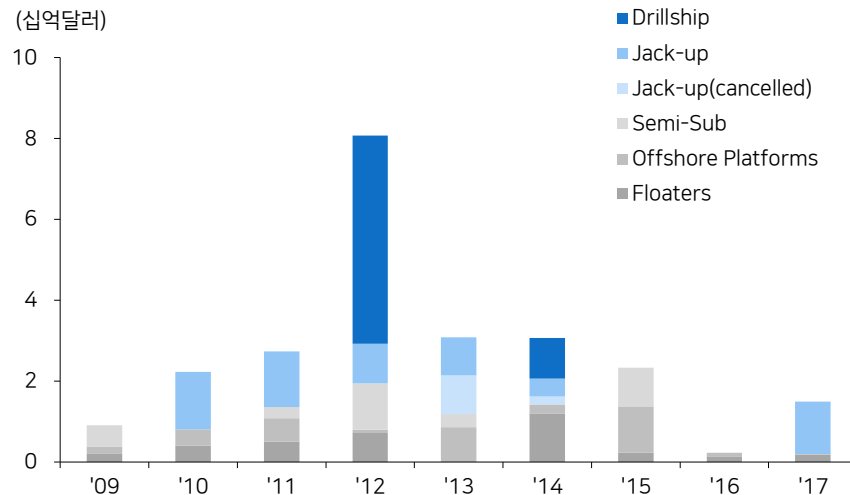
# 1) 수주 경쟁력: 과거 Drillship 분야에도 동일했던 Noise

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

2012년 이후 싱가포르 업체의  
Drillship 시장 진출, 중국의  
LNG선 진출 이후와 유사 →  
Johan Castberg의 Sembcorp  
수주도 건조과정 확인 필요

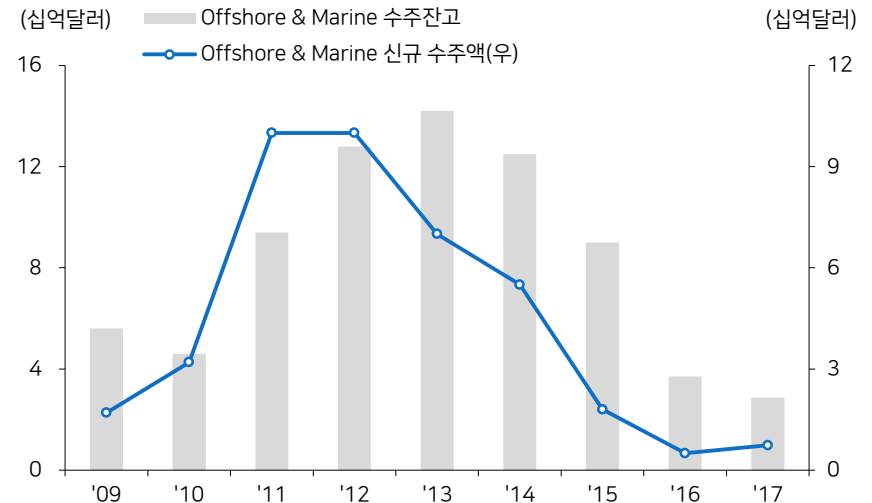
- 싱가포르 Sembcorp은 2012년 Drillship 시장에 신규 진입, 2014년 1위 시추기업인 Transocean으로부터 수주에 성공하면서 조선 3사의 주력이던 Drillship 시장의 경쟁심화 우려도 부각되었음
- 특히, 싱가포르 Sembcorp과 Keppel Fels는 국내 조선 3사가 참여하지 않았던 브라질 Petrobras의 Sete Brasil 설립에 참여, 신규 수주가 급증했던 사례가 있음
- 그러나, Petrobras Scandal 이후 사실상 중단되었고 Transocean의 Drillship도 4년이 지난 현재 미인도됨
- Jack-up 및 소형 해양설비 전문기업인 Sembcorp의 수주잔고는 2013년 90.7억달러에서 2017년 58.6억달러로 급감. Sete Brasil 등 건조중단 물량을 제외하면 26.5억달러로 4년전의 1/3 수준

Sembcorp Marine 선종별 신규수주 추이



주: 2017년은 3분기 말 기준  
자료: 회사자료, 메리츠증권리서치센터

Keppel Corporation의 Offshore & Marine 신규수주 및 수주잔고 추이



주: 2017년은 3분기 말 기준  
자료: 회사자료, 메리츠증권리서치센터



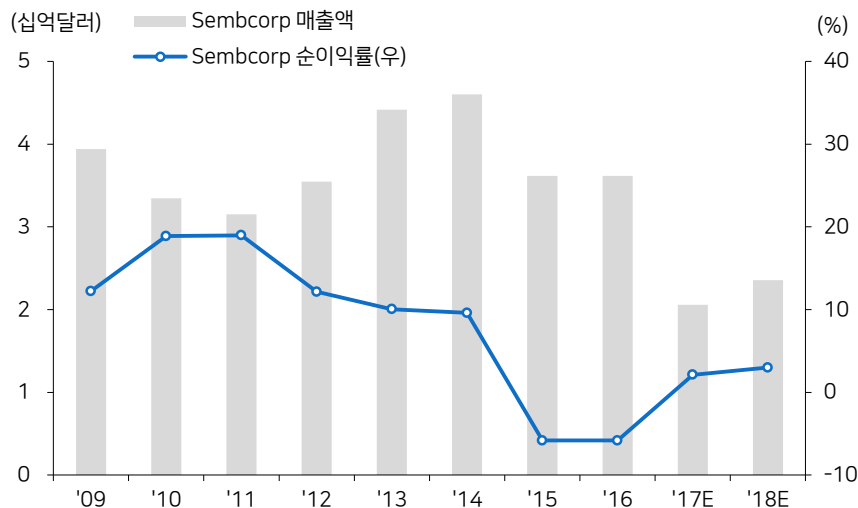
# 1) 수주 경쟁력: 해양에 집중된 싱가포르의 Portfolio

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**싱가포르 Sembcorp와 Keppel Fels도 국내 업계와 동일한 일감부족 직면, 비해양분야는 경쟁력 열위**

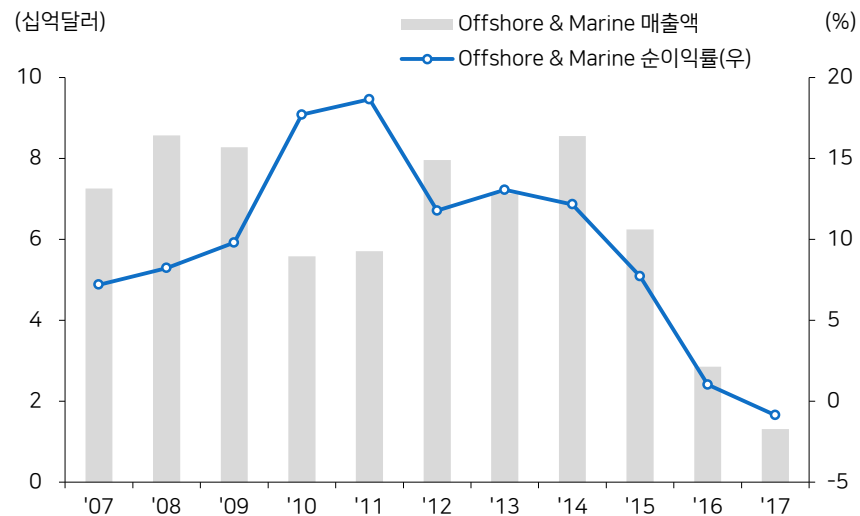
- Sembcorp의 연매출액은 2014년 42.9억달러를 기록한 이후 2017년 20.6억달러로 급감 전망(Bloomberg)
- Keppel Fels의 해양부문 매출액은 2014년 85.6억달러로 Peak-out, 수주잔고는 2013년 142억달러 이후 2017년 현재 29억달러로 급감
- Keppel Fels의 해양부문 직원수는 2014년 31,597명에서 2016년말 기준 22,191명으로 29.8% 감소
- 2013년 이후 시추·생산설비 발주 급감에 따른 '잔고 감소→매출 급감→수익 악화→구조조정'은 국내와 동일한 문제. 해양 이외에 주력이 없어서 건조가 상대적으로 용이한 FPSO Hull 수주에 진입했다고 판단

**Sembcorp Marine 매출액 및 순이익률 추이**



주: 환율은 SGD(싱가포르달러) 1= USD(미국달러) 0.74  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**Keppel Corporation의 Offshore & Marine 매출액 및 순이익률 추이**



주: 환율은 SGD(싱가포르달러) 1= USD(미국달러) 0.74  
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

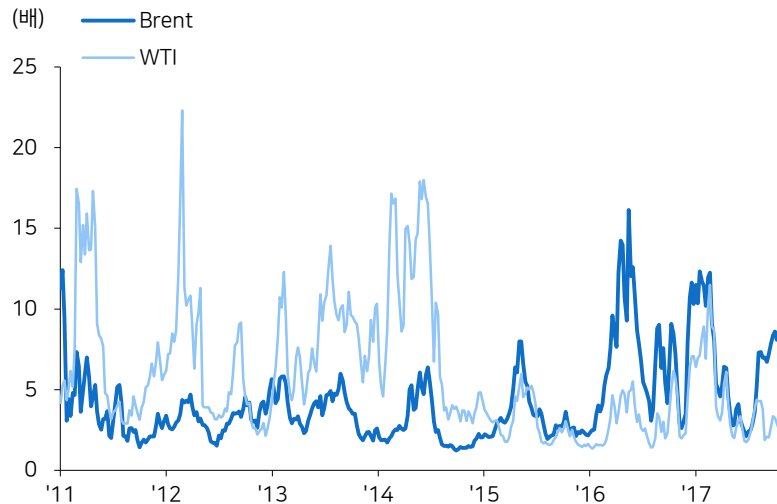
## 2) 유가 변동성의 변수: 지정학적 위험

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

해양플랜트와 가스선 발주의 변수는 결국 유가 → 미국 원유 수출은 WTI 상승요인, OPEC 감산이 유가 하단 설정, 미국 Shale 증산이 상단 설정 예상

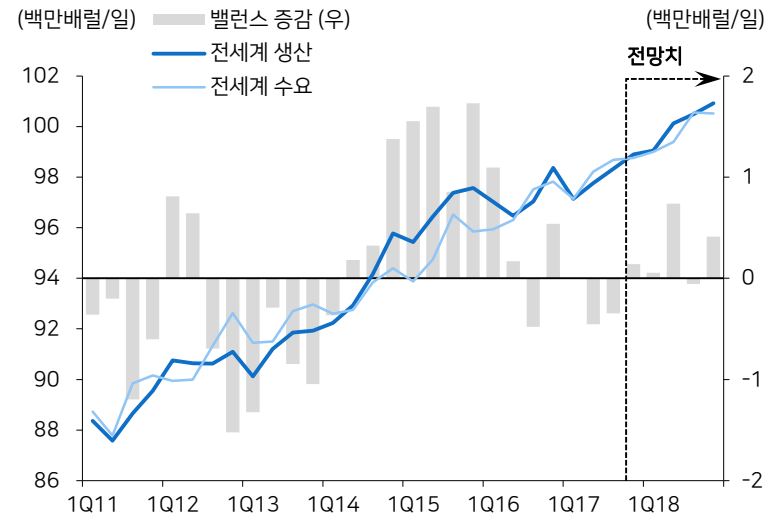
- 이란·이라크·나이지리아·리비아·베네수엘라 5개 취약국 공급 중단 우려 → 지정학적 리스크는 상승요인
- 이란 - 트럼프 대통령의 이란 핵협정(JCPOA) 불인정으로 협정 파기 및 원유금수조치 재개 가능성 대두
- 나이지리아 - 이슬람 테러조직 보코 하람과 정부군과의 내전
- 리비아 - '16.12 리비아 내 ISIL(이라크 레반트 이슬람 국가) 세력 붕괴되었으나 잔존 세력들의 테러 지속
- 베네수엘라 - 국영 석유기업인 PDVSA의 디폴트 위기가 베네수엘라 국가부도로 확대될 가능성
- 2018년말 액체연료 생산 100.9MMbbls/day, 수요 100.5MMbbls/day로 수급 측면의 유가 급등은 제한적

Managed Money의 WTI, Brent 선물 long 포지션 / short 포지션 비율



주: Managed Money는 상품 펀드, CTA(Commodity Trading Advisor; 상품거래자문회사) 등 비상업적, 투기적 거래  
자료: CFTC, 메리츠증권리서치센터

전세계 액체 연료(Liquid fuels) 수급 밸런스 전망(1Q18 OPEC 감산 종료)



자료: EIA, 「Short-Term Energy Outlook, October 2017」, 메리츠증권리서치센터

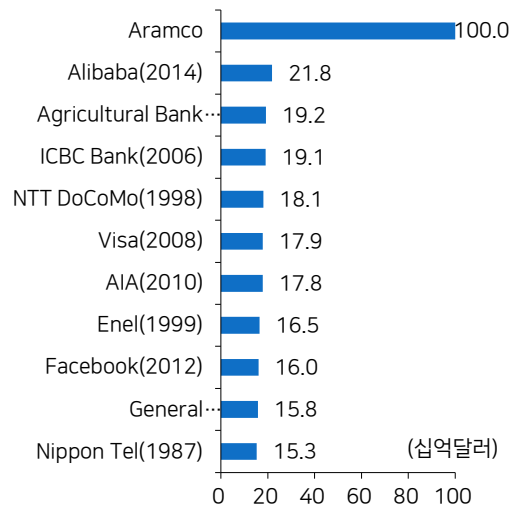
## 2) 유가 변동성의 변수: 아람코 IPO와 OPEC의 감산

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**OPEC의 11월말 정례회의, 감산  
연장에 합의 시 유가 상승,  
사우디아람코의 IPO 성공  
여부도 유가 변동성 주요 변수**

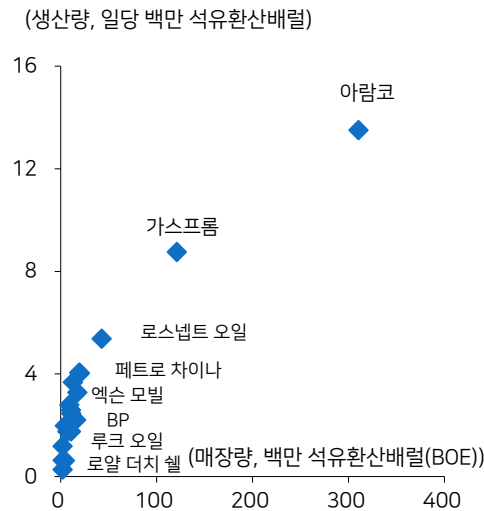
- 빈 살만 부왕세자는 아람코 민영화로 국부펀드인 PIF 규모 확대, Vision 2030 정책의 재원 조달 계획
- 아람코 기업가치를 2조 달러로 추정하고 지분 5%를 상장해 1,000억 달러를 마련하겠다고 발표
- FT는 DCF 밸류에이션을 통해 낙관적, 기본, 비관적 시나리오 하의 아람코 기업가치를 각각 1조 1,320억달러, 8,810억달러, 5,390억달러로 추정(유가 배럴당 50달러, 장기 65달러, 법인세 50% 가정)
- IPO가 성공적이지 않을 경우 유가 변동성 확대. OPEC 시장점유율은 오일쇼크 때 54%에서 현재 40%
- OPEC은 11월 정례회의에서 2018년 3월말까지인 감산 기간을 최대 9개월 연장하는 방안 검토

역대 최고 IPO vs. 아람코 추정치



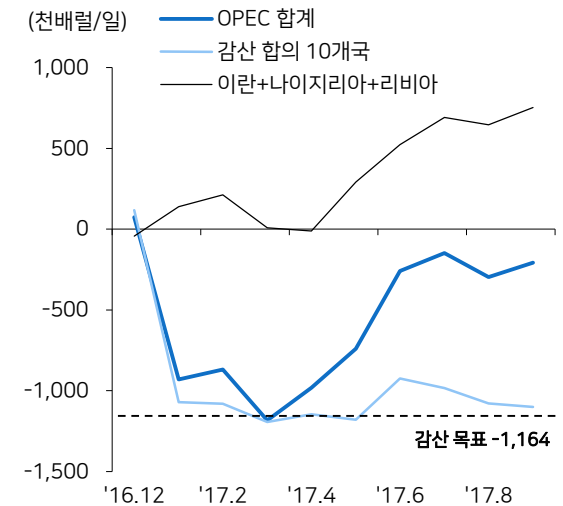
자료: Investopedia, 메리츠증권증권 리서치센터

아람코 Peer 석유 · 가스 생산량, 매장량 비교



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

OPEC의 감산 목표 이행 현황



주1: 이란 증산 허용량 9만배럴/일 포함한 감산 목표  
주2: 이차통계(Secondary Sources) 기준  
자료: OPEC, 메리츠증권증권 리서치센터

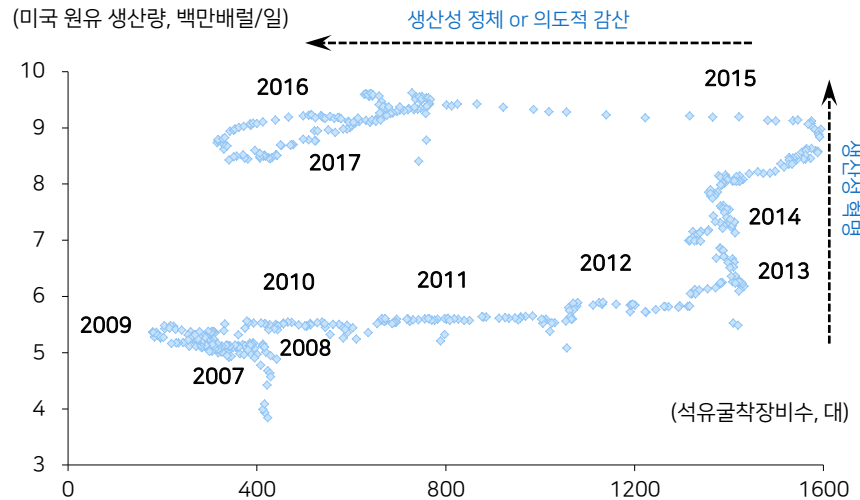
## 2) 유가 변동성의 변수: 미국 Shale Oil 증산 가능성

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**Shale 혁명 이후 미국의 원유 생산량은 2배 증가, 반면 Shale Oil 주요 광구의 생산량은 정체**

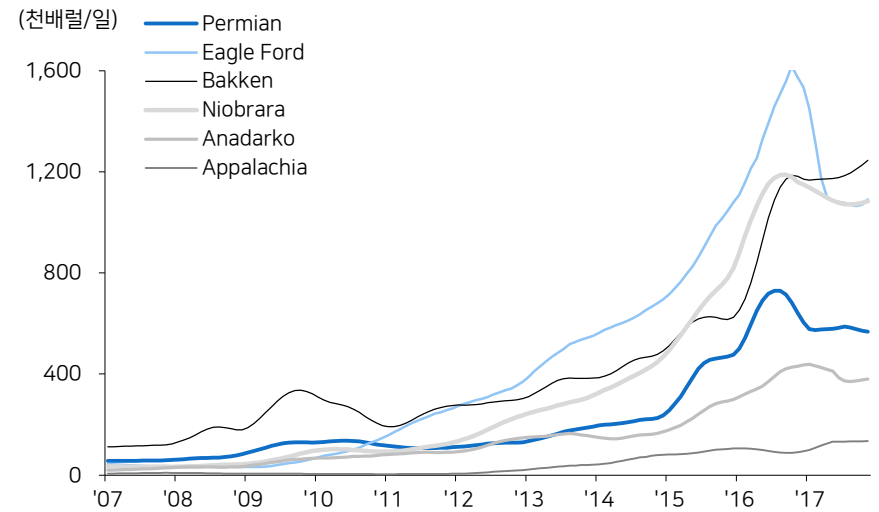
- 미국 석유굴착장비(Rig)는 2006년 197대에서 2014년 1,609대까지 급증, 동기간 원유 생산량은 4.9백만 배럴/일에서 9.0백만배럴/일로 2배 증가 → 2015년 이후 Rig 수는 현재 738대로 감소, 생산량 유지
- 미국 주요 Shale Oil 생산광구 중 Rig당 석유 생산량은 대부분 정체 → 2015년 이후 의도적인 감산인지 생산성 정체인지는 불투명. 의도적 감산일 경우 Shale Oil 증산이 유가 상승을 억제할 개연성 존재
- 2018년 미국 원유재고량 5년 평균 수준에 근접 또는 하회 가능. 원유수출 증가와 내수 수요 증가 때문
- 10월 미국 원유수출량 일평균 180만배럴까지 증가(상반기 76만배럴). Brent-WTI 스프레드 확대가 미국 원유 가격 경쟁력으로 확대 → 미국발 공급과잉 종료, 중동발 공급 쇼크는 유가 급등으로 이어질 수도

미국 석유굴착장비(Rig) 가동수와 원유 생산량 추이



자료: BP "Energy Outlook 2017", EIA Drilling Productivity Report, 메리츠증권리서치센터

미국 주요 Shale Oil 생산광구의 Rig 당 석유 생산량 - 생산성 정체 움직임



자료: EIA, "Short-Term Energy Outlook, October 2017", 메리츠증권리서치센터

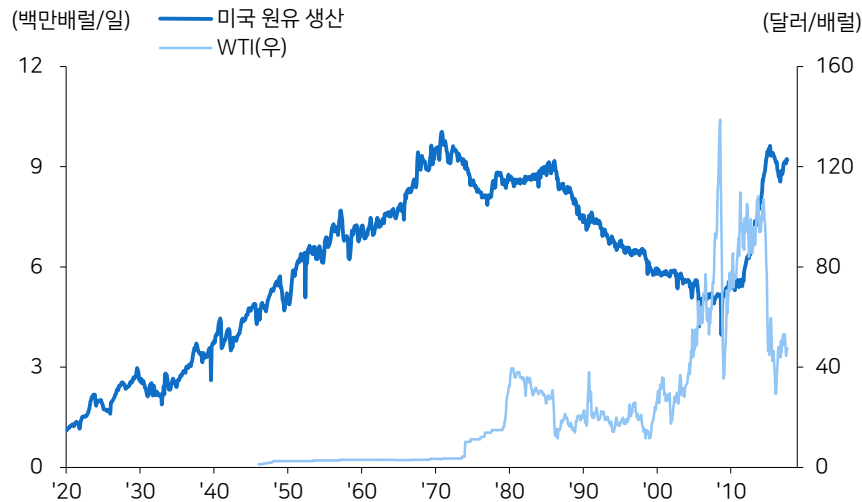
## 2) 유가 변동성의 변수: 유종 간 가격차 확대 가능성 낮음

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**미 원유 수출은 WTI 가격 상승 요인, 미국의 원유생산 잠재력 증가가 유가의 주요 변수 - Brent-WTI 스프레드 유지 전망**

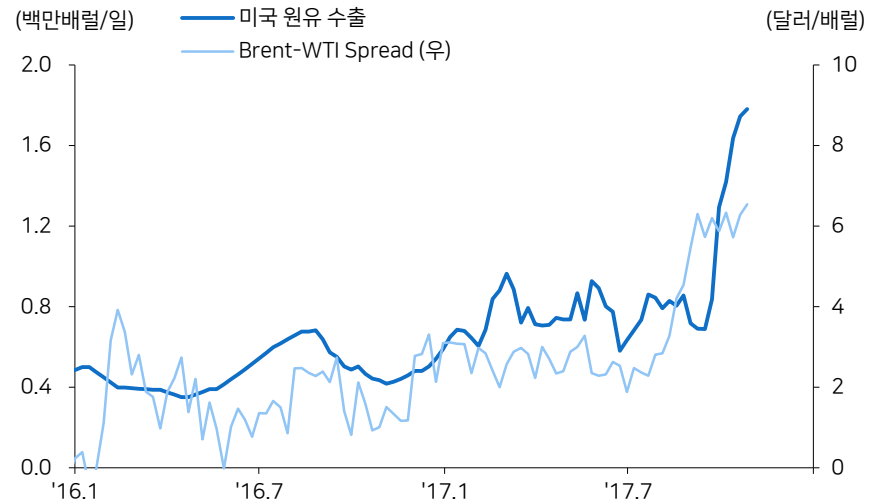
- 미국의 원유생산량은 일산 9.2백만배럴로 사상 최고치를 기록했던 1970년 11월(1천만배럴)에 육박
- 2011년 이후 미국 내 저유황 경질유(Light Tight Oil: 이하 LTO) 증산은 수출 규제로 인해 미국 내 과잉공급을 야기했고 이는 Brent-WTI 스프레드 확대로 이어짐
- 미국은 1975년 이래 유지해온 미국산 원유 수출 금지를 2015년 12월 전면 해제
- 반면 2017년 OPEC 감산에 따른 Brent-WTI 스프레드 재확대는 미국산 원유 수출 증가로 이어지고 있음
- 미국산 원유가 국제 석유시장으로 수출되기 위해서는 배럴당 5~6달러대의 가격차 필요  
→ Brent-WTI 스프레드 5~6달러 이상에서는 미국 수출이 증가해 Brent와 WTI 유가를 수렴시키는 효과

미국 원유 생산량과 WTI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 주간 원유 수출량과 Brent-WTI 스프레드



주: 4주 이동평균  
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

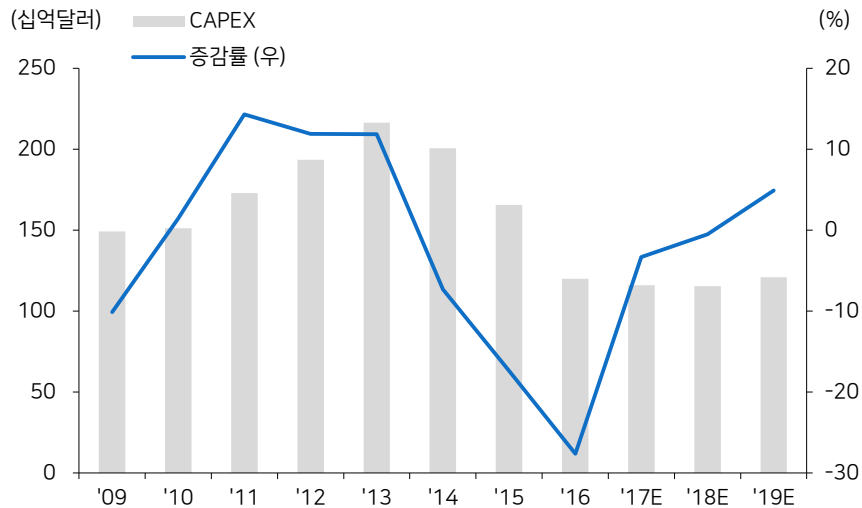
### 3) 해양플랜트: Oil Major를 중심으로 가시적인 회복 전망

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

주요 Oil Major들의 CAPEX 확대 계획 발표, 생산설비의 가시적인 발주 회복을 예상

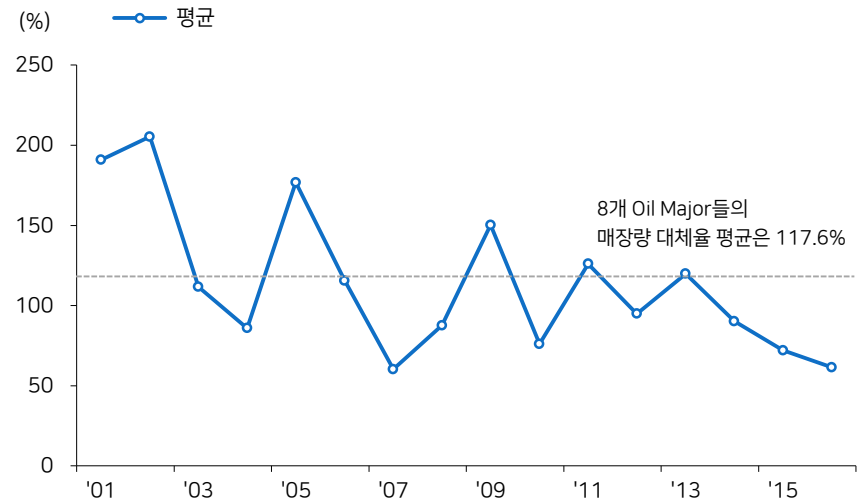
- 9대 Oil Major들의 18년 예상 CAPEX는 1,153억달러(-0.5% YoY)로 5년 연속 감소가 예상되었으나, ExxonMobil, Statoil, Chevron 등 투자액 상향 발표. 2019년 예상 CAPEX 1,210억달러도 상향 조정 전망
- FEED 마무리와 최종투자승인(FID)을 위한 투자검토·설계기간을 감안하면 2018년 발주시작 기대
- 평균 보유 매장량 대체율(RRR, Reserve Replacement Ratio)은 2016년말 기준 61.5%로 15년 평균(117.6%)을 하회, 시추·탐사 활동 급감과 현재 유가를 고려 시 가시적 회복 전망
- 해양광구의 개발 손익분기점(BEP)을 45달러/배럴 이하로 낮춘 Project 위주의 발주 재개를 예상

9대 Oil Major 합산 연간 CAPEX 추이 및 전망



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Statoil, Woodside 합산 수치  
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

8대 Oil Major들의 평균 보유 매장량 대체율(RRR) 추이



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Statoil 평균 수치  
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

### 3) 해양플랜트: 시추설비 용선시장도 바닥 확인

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

#### 심해용 시추설비 가동률과 용선료 역사적 저점, 반등의 움직임 확인

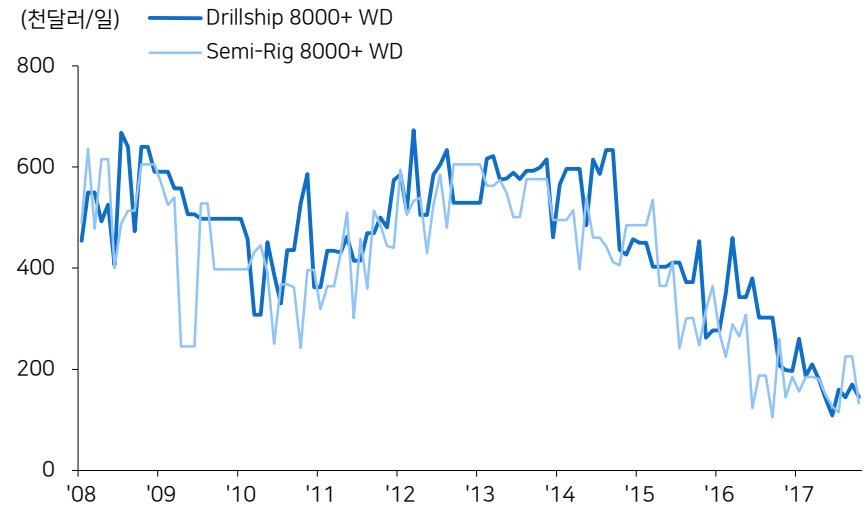
- Oil Major들 해양자원 개발시 시추설비 위주의 CAPEX 감축, BP의 경우 최대 35%까지 감축
- Oil Major들의 용선계약 해지로 10월 말 극심해용(수심 8,000ft 이상) 시추설비 가동률은 Drillship 54.8%, Semi-Rig 40.4%로 2015년말 대비 각각 22.9%p, 36.2%p 급락 후 회복. 용선료는 반등세 전환
- 2018년 신규 시추설비 발주 가능성은 희박, 시추설비 수주잔고(삼성 7기, 대우 6기)의 인도 여부가 중요
- 가동률 상승→투기발주 분의 용선 확보(2017년)→시추설비 인도(2017~18년)→발주재개(2019년) 전망
- 잔여 시추설비의 인도에 성공할 경우, 미청구공사 감소와 인도잔금 유입으로 재무상황 개선 기대

해양 시추설비(Drillship, Semi-Rig) 가동률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

해양 시추설비(Drillship, Semi-Rig) 용선료 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

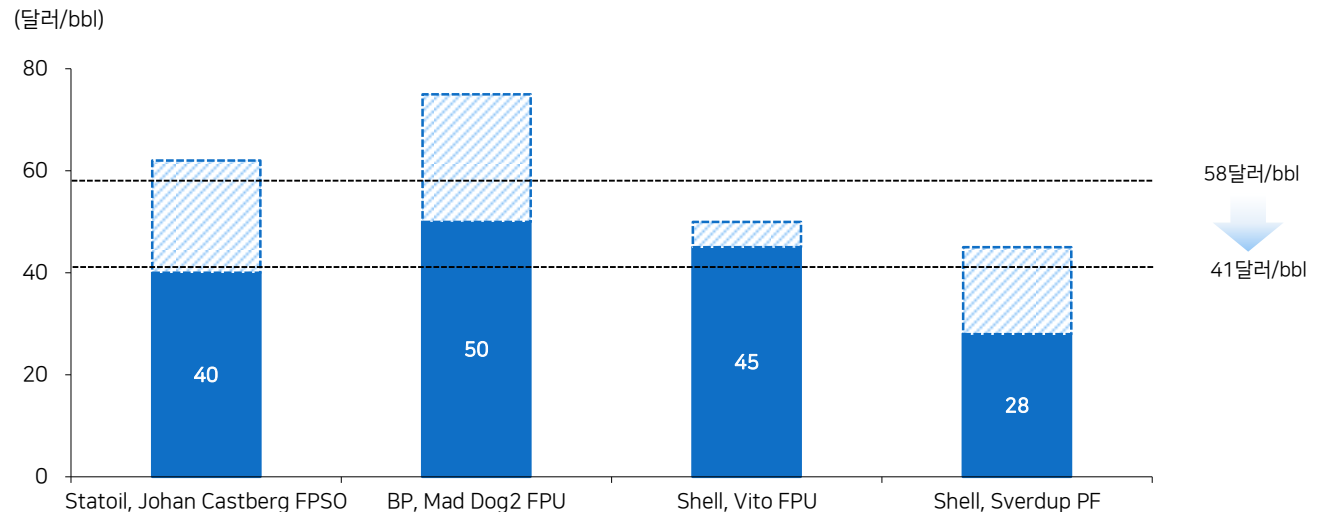
### 3) 해양플랜트: 낮아진 개발 BEP, 생산설비 발주 재개

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

광구개발을 결정하는 FID의  
기준은 유가의 지속적인 상승  
보다 BEP 이상의 안정적인  
유가 유지

- 해외 전문 언론을 통해 알려진 주요 해양프로젝트들의 개발원가(BEP) 수준은 평균 30% 감소로 추정됨
- Statoil, Bp 등에 따르면 Johan Castberg 광구의 개발 BEP는 기존 62달러/배럴에서 40달러로 하락
- 2017년 삼성중공업이 수주한 Mad Dog 2 광구도 기존 75달러/배럴에서 50달러로 하락했다고 알려짐
- 이는 광구개발에 소요되는 생산설비의 경량화, 시추 원가 하락, 생산설비 제조원가 하락 등 FEED(Front End Engineering & Design) 단계에서의 절감 노력이 복합적으로 작용했다고 판단
- 최종투자승인(Final Investment Decision) 기준은 지속적인 유가상승보다 BEP 이상의 안정적 유가 유지

주요 해양프로젝트 BEP 유가 평균 58달러에서 41달러로 절감 – 현재 유가 수준에서 수익성 확보 가능



자료: Offshore Magazine, Daily Shipbuilding & Offshore, Offshore-Technology.com, 메리츠증권 리서치센터



### 3) 해양플랜트: 낮아진 개발 BEP, 생산설비 발주 재개

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**Johan Castberg 발주 재개 →  
유가 55달러에서도 BEP 상회**

- FEED단계와 FID 단계가 진행 중인 프로젝트는 20여개이나 대부분 2018년 FID 예정 → 동남아, 유럽, 북미, 서아프리카, 호주지역 중심이나 호주지역은 대부분 지연 예상
- 최근 발주된 Johan Castberg는 전세계 육해상 광구 중 개발단가가 가장 높은 Barents Sea 지역. 55달러 수준의 유가에서 발주됨에 따라, 개발단가가 낮은 아프리카, 동남아 등을 중심으로 발주재개 전망

#### 4Q17~18E Global Offshore Ongoing Project – 2018년까지 발주여부가 구체화될 예상 해양생산설비 프로젝트

Operator	Project	Type	Location	Project Remark	수주예상 시점
Shell	Vito	Semi-sub FPU	미국	USA GoM	2H17
Maersk	Tyra Gas	고정식 Platform	덴마크	Danish	2H17
Petronas	KS MOPU	고정식 Platform	말레이시아	Malaysian	1H18
Eni	Zabazaba-Etan	FPSO	나이지리아	Nigerian	1H18
Husky Energy	White Rose	고정식 Platform	캐나다	Canada	1H18
Statoil	Njord	FSU	노르웨이	Norway	1H18
BP	TORTUE	FPSO	세네갈	Senegal	1H18
PQPOC	BLOCK B	고정식 Platform	베트남	Vietnam	1H18
Pacific Oil&Gas	Woodfibre LNG	고정식 - Onshore Modure	캐나다	Canada	1H18
Steelhead	Malahat	FLNG	캐나다	Canada	2H18
Mubedala	Pegaga	고정식 Platform	말레이시아	Malaysian	2H18
Shell	Bonga	FPSO	나이지리아	Nigeria	2H18
Chevron	Rosebank	FPSO	영국	UK	2H18
Petronas	Kasawari	고정식 Platform	말레이시아	Malaysian	2H18
Cobalt int'	North Platte	FPU	미국	USA	2H18
Hess	Equus	FPU	호주	Australian	2H18
ONGC	Krishna Godavari	고정식 Platform	인도	India	2H18
Statoil	Johan Sverdrup PH2	고정식 Platform	노르웨이	Norway	2H18
Total	South Pars 11	고정식 Platform	이란	Iran	2H18
ConocoPhillips	Caldita Barossa	FPSO	호주	Australian	2H18
New Age	Barazzaville	FLNG	콩고	Congo	2H18

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정



메리츠 연간전망 시리즈 7

# Part III

2018년 산업 전망

## 조선/기계

국내 조선업계의 적정 Capacity

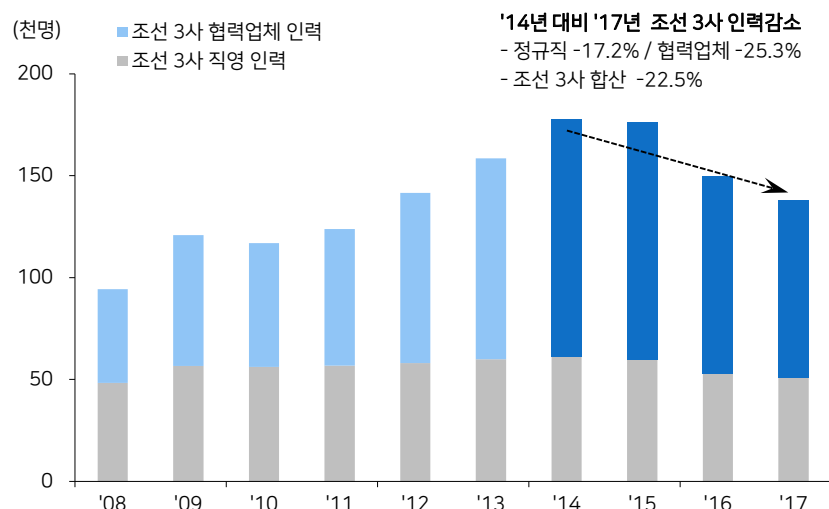
# 1) Downsizing: 조선 3사와 중소 조선사 격차 확대

2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

조선 3사/중소 조선사  
인력비율은 08년 3.2배에서  
17년 11.2배로 확대, 중소기업  
Downsizing 심화 진행 중

- 2014년 말 기준 조선 3사와 중소 조선사의 총 인력은 20.4만명, 2017년 3월 15만명으로 26.6% 감소
- 동기간 조선 3사의 총 인력은 22.5% 감소했으나, 중소형 조선사는 53.9% 감소(연평균 14.2% 감소)
- 조선 3사/중소 조선사의 인력비율은 08년 기준 3.2배 수준이었지만, 17년 기준 11.2배로 격차 확대
  - 불황 장기화로 중소 조선사 위주로 경쟁력 하락과 구조조정, 중국·일본도 동일한 양상으로 추정
  - 시황이 회복된다면 '승자독식'의 가능성 높음, 상위업체들의 경쟁력은 더욱 공고해질 전망

국내 조선 3사의 직영/협력업체 인력 추이

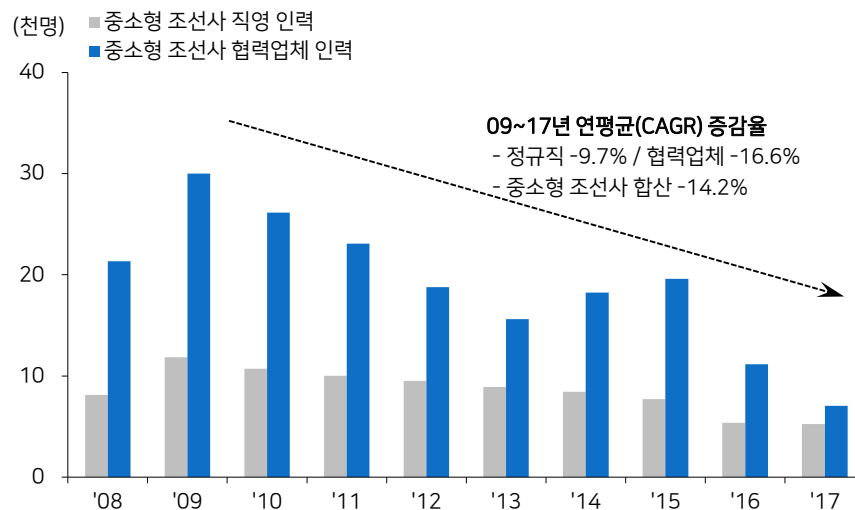


주1: 현대중공업은 현대삼호중공업, 현대미포조선 포함

주2: 2017년은 3월 말 기준

자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 중소형 조선사의 직영/협력업체 인력 추이



주1: 중소형 조선사는 한진중공업, STX조선, 신아SB, 대선조선, 성동조선, 대한조선, SPP조선

주2: 2017년은 3월 말 기준

자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1) Downsizing: 2014~17년 조선 3사의 인력은 22.5% 감소

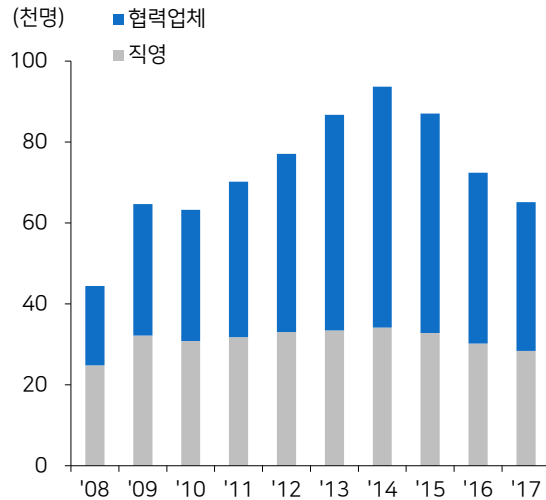
2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

## 조선 3사 정규직 인력감소 추세

- 1) 현대: 17년 1Q 2.8만명
- 2) 삼성: 17년 1Q 1.2만명
- 3) 대우: 17년 1Q 1.0만명

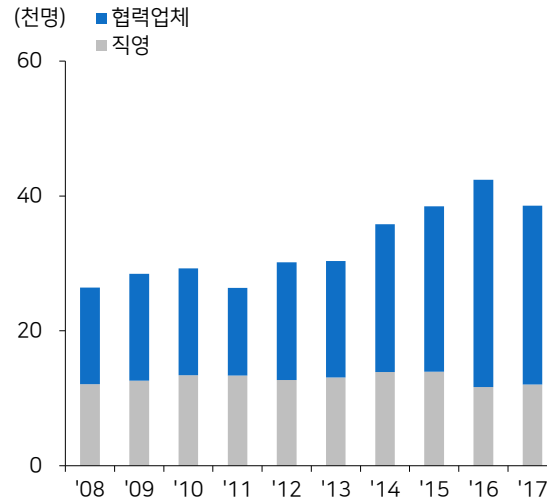
- 2014~17년 3월, 조선 3사의 직영 및 협력업체의 총 인력은 17.8만명에서 13.8만명으로 22.5% 감소
  - 1) 현대중공업: 2014년 9.4만명에서 2017년 6.5만명으로 30.5% 감소(정규직은 3.4만명 → 2.8만명)
  - 2) 삼성중공업: 2014년 3.6만명에서 17년 3.9만명으로 7.7% 증가(정규직은 1.4만명 → 1.2만명)
  - 3) 대우조선해양: 14년 4.8만명에서 17년 3.4만명으로 29.3% 감소(정규직은 1.3만명 → 1.0만명)
- 현대중공업과 대우조선은 협력업체 인력의 Downsizing, 삼성중공업은 협력업체 인력이 7.7% 증가  
→ 삼성중공업은 타 조선사 대비 추가 Downsizing의 가능성이 있다고 판단

## 현대중공업의 직영/협력업체 인력 추이



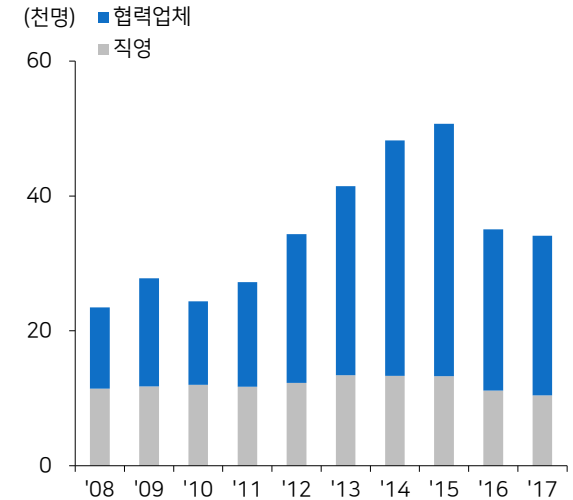
주1: 현대중공업은 현대삼호중공업, 현대미포조선 포함  
주2: 2017년은 3월 말 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet,  
메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성중공업의 직영/협력업체 인력 추이



주: 2017년은 3월 말 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet,  
메리츠증권증권 리서치센터

## 대우조선해양의 직영/협력업체 인력 추이



주: 2017년은 3월 말 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet,  
메리츠증권증권 리서치센터

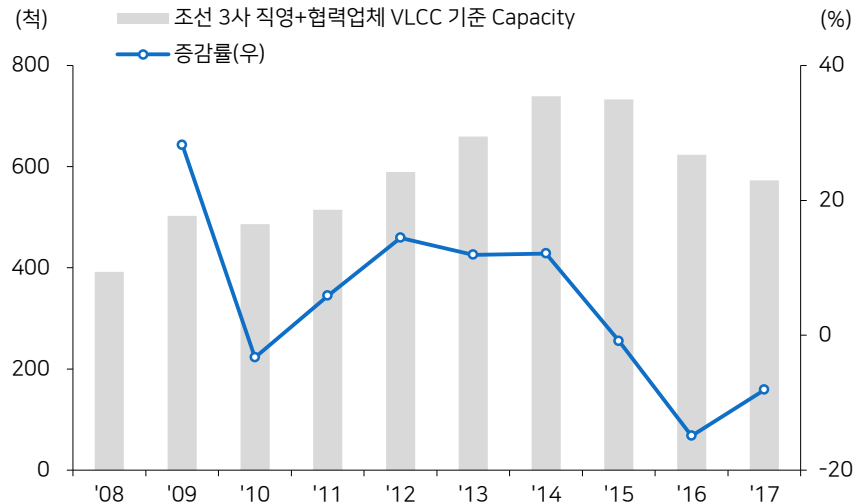
## 2) 적정 Capacity: 생산능력(M/H)으로 추정

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

2017년 보유 인력 기준으로  
생산능력 추정, VLCC 건조만을  
Capacity 산출에 가정 → 조선  
3사 431척, 수주 M/S 30%  
기준시 30% Downsizing 우려

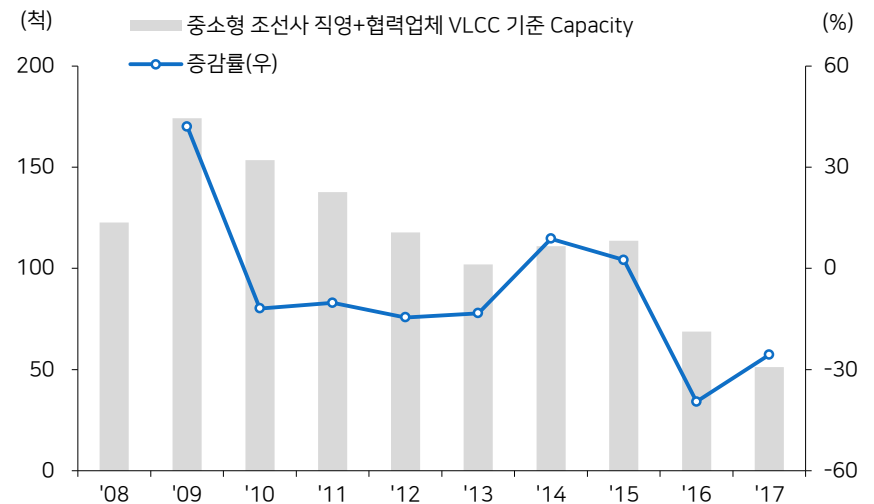
- 조선업체의 Working Capacity는 1) 보유 설비(Dock, 안벽, Crane Capacity), 2) 생산성, 3) 투입 가능한 생산인력 등 복합적인 요인이 결합됨. 3년간 진행되어온 Downsizing은 설비 축소와 인력 감축
- 선종별로 작업난이도, 공기, 제품단가(ASP)가 상이하나 인력 측면, 즉 생산능력 측면에서만 적정성 검토
- 국내 조선사의 Capacity 비교를 위해 VLCC 건조에 필요한 M/H(시수, Man-Hour)을 기준으로 추산
- VLCC 건조에 60만M/H 소요(중소업체는 10% 가중), 작업 시간은 주당 40시간으로 가정
- 조선 3사 Capacity는 2017년 기준 VLCC 431척으로 추정, 척당 선가를 0.8억달러로 가정 시 단순 합산 매출액은 345억달러 → 2018년 발주 전망치 809억달러 기준, 42.6%의 수주점유율을 기록해야 가능

VLCC 기준 조선 3사 직영+협력업체 Capacity 추정



주1: Working Capacity는 52주, 주당 40시간, VLCC 1척 건조에 60만M/H 소요 가정  
주2: 현대중공업은 현대삼호중공업, 현대미포조선 조선+해양인력 포함 / 주3: 2017년은 3월 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC 기준 중소형 조선사 직영+협력업체 Capacity 추정



주1: Working Capacity는 52주, 주당 40시간, VLCC 1척 건조에 66만M/H 소요 가정  
주2: 중소형 조선사는 한진중공업, STX조선, 신아SB, 대선조선, 성동조선, 대한조선, SPP조선  
주3: 2017년은 3월 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

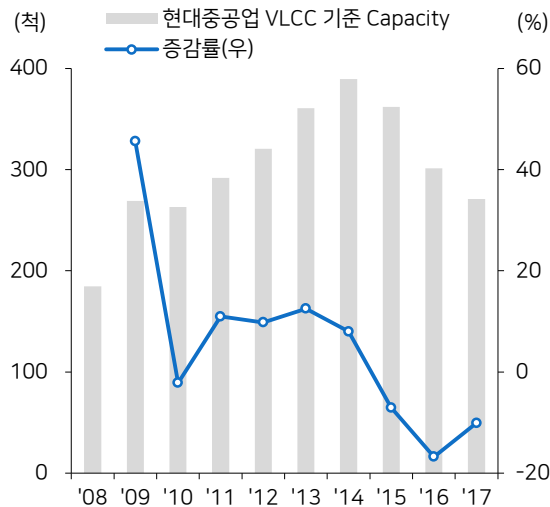
## 2) 적정 Capacity: 생산능력(M/H)으로 추정

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

조선3사 외형 축소는 2018년에  
마무리 전망 → ASP가 높은  
선종 중심의 수주에 성공하면,  
Downsizing의 폭은 제한적

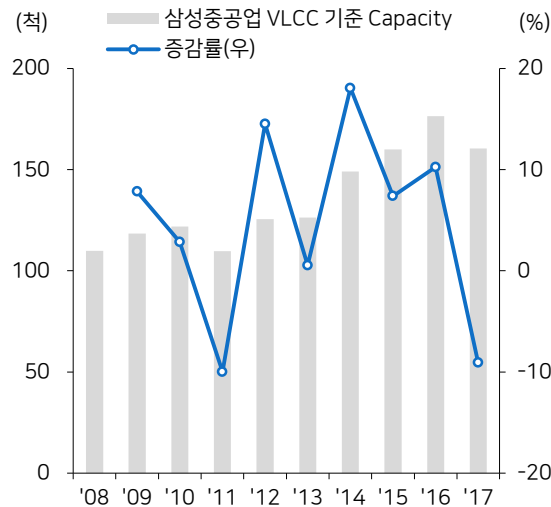
- 58페이지의 가정은 다른 요인을 배제하고 VLCC 건조에 소요될 생산 M/H만을 현재 인력규모로 단순 계산한 결과 → 가령 협력업체 인력의 생산성이 직영인력 생산성을 하회할 경우, Capacity는 감소
- 예로, 6천만M/H 생산능력을 보유한 조선사라면 VLCC 1척에 60만M/H, LNGC 1척에 100만M/H 소요 시 → VLCC 100척 수주 시 연매출액은 80억달러, LNGC(1.9억달러) 60척 수주 시 연매출액은 114억달러
- 즉, 2018년부터 ASP가 높은 해양설비나 LNGC, 대형컨테이너선 수주에 성공 시 인력 구조조정 불필요
- 반면, 수주회복이 더디거나 현 수준이 지속되면, 수주 점유율 30% 가정 시 30% 전후의 Downsizing은 불가피할 전망 → 2018년 매출액 감소는 대부분 협력업체와의 계약 종료로 M/C Capacity 감소 예상

VLCC 기준 현대중공업 Capacity 추정



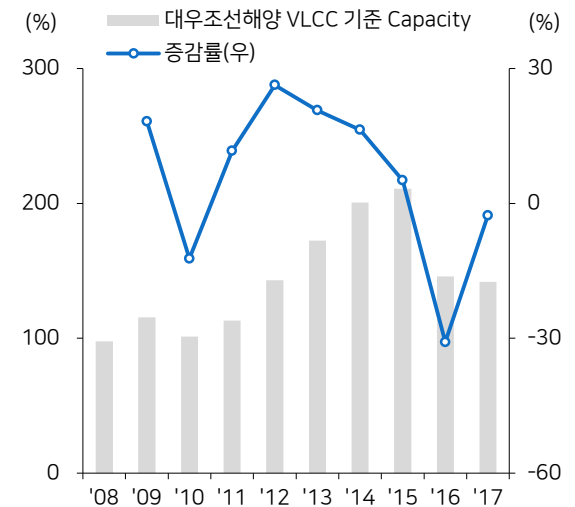
주1: Working Capacity는 52주, 주당 40시간, VLCC 1척 건조에 60만M/H 소요 가정 / 주2: 2017년은 3월 기준  
주3: 본사와 계열사 조선+해양인력 포함  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC 기준 삼성중공업 Capacity 추정



주1: Working Capacity는 52주, 주당 40시간, VLCC 1척 건조에 60만M/H 소요 가정 / 주2: 2017년은 3월 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC 기준 대우조선해양 Capacity 추정



주1: Working Capacity는 52주, 주당 40시간, VLCC 1척 건조에 60만M/H 소요 가정 / 주2: 2017년은 3월 기준  
자료: 한국조선해양플랜트협회, Worknet, 메리츠증권증권 리서치센터

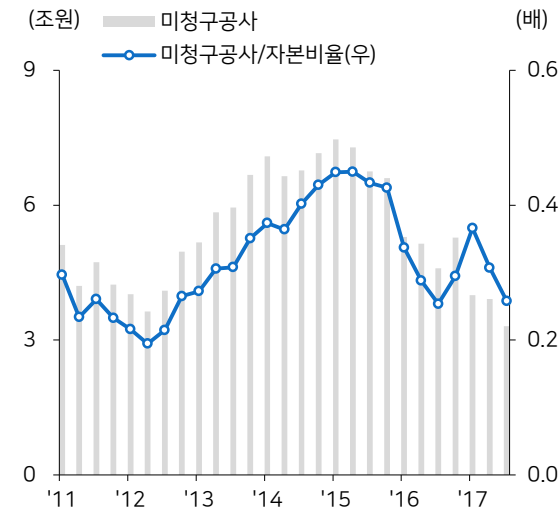
## 2) 적정 Capacity: 재무구조 측면, 정상 수준으로 회귀 중

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

미청구공사는 감소세 지속,  
현대와 삼성은 정상수준 회귀  
→ 시추설비 정상 인도 시 재무  
리스크 추가 발생 가능성 희박

- 조선업계의 적정 Capacity에 대한 논란의 배경: 1) 2013년 이후 발주량 급감, 2) 유가 급락으로 시추설비 인도 지연·취소 발생, 3) 해양생산설비 대규모 적자에 따른 Downsizing 필요성 부각 → 재무구조 악화
- 2013년 이후 해양생산설비의 대규모 공사손실 발생, 시추설비 지연에 따른 미청구공사 리스크 부각
- 유상증자, 자산매각, 인력 구조조정 등 생존을 위한 다양한 노력 지속 중. 재무구조는 정상수준 회귀  
→ 현대: 2017년 3분기 미청구공사 3.3조원, 미청구공사/자본총계 비율 0.26배로 11~12년 수준 정상화  
→ 삼성: 2017년 3분기 미청구공사 3.0조원, 미청구공사/자본총계 비율 0.48배로 최저치로 안정화  
→ 대우: 대규모 유상증자·출자전환 이후 미청구공사 4.2조원, 미청구공사/자본총계 비율 1.1배 수준

현대중공업 미청구공사 추이



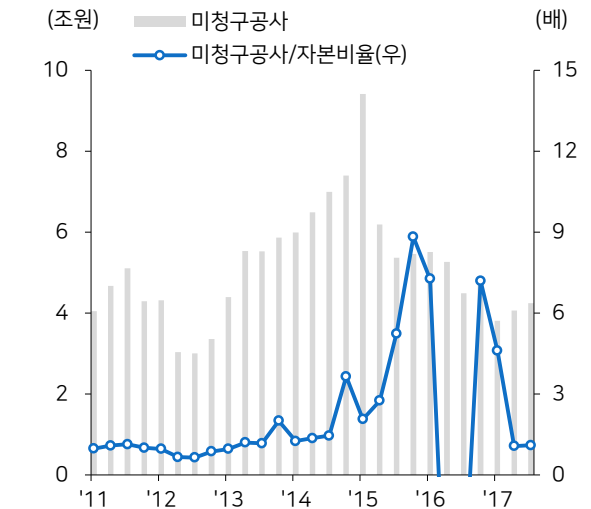
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성중공업 미청구공사 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대우조선해양 미청구공사 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



메리츠 연간전망 시리즈 7

# Part IV

2018년 산업 전망

## 조선/기계

발주처의 환경규제 대응 방법

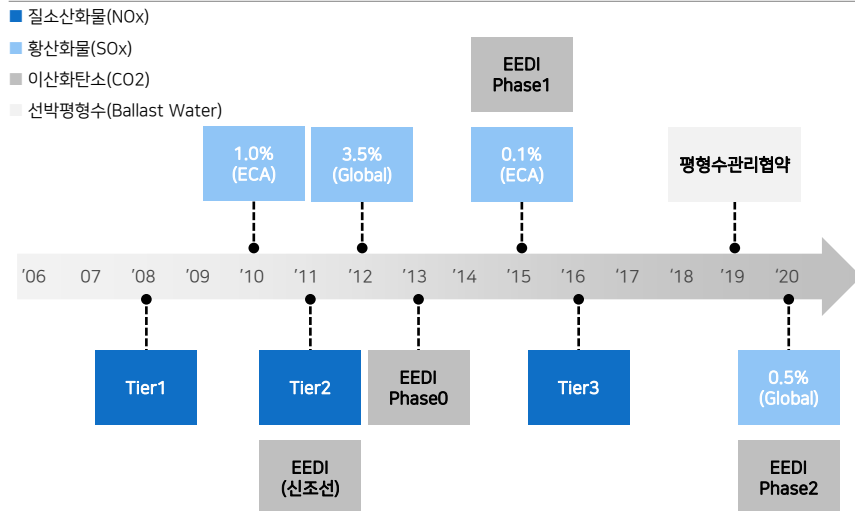
# 1) 선박의 환경규제 강화: 10년 전부터 달려온 장기 레이스

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

## 규제 대상과 범위 확대로 발주시장의 중요한 변수

- 2005년 탱커의 이중선체강제규정, 2008년 Tier 1 질소산화물 규제 등 국제해사기구(IMO)의 각종 규제 도입 → 선박 운행에 따른 환경 오염 및 해양 생태계 교란 문제 해결이 목적
  - 선박 연료로 HFO(Heavy Fuel Oil)를 사용 – 황산화물(SOx), 질소산화물(NOx), 이산화탄소(CO2) 발생
  - 선박 운행시 무게 중심을 유지하는 평형수(Ballast Water)로 해양 생태계 교란 문제
- 황산화물(SOx) 규제는 2020년부터 기존 선박까지 적용되는 규제로 발주시장에 중요한 변수로 작용
- 규제에 대응하기 위한 발주처의 대응방안은 1) BWTS(Ballast Water Treatment System) + Scrubber 설치, 2) BWTS 설치 + MGO 사용, 3) 폐선 후 신조 발주(Ex. LNG-Fuel 사용 등)

## 환경오염 물질 및 해양 생태계 교란 관련 IMO의 주요 규제 도입 시기



자료: IMO, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

## 환경규제 도입에 따른 선주들의 대응방안 Matrix

규제 대응방안	평형수관리협약	황산화물 배출 규제
Case 1) BWTS+Scrubber 설치	CAPEX 100만달러	CAPEX 400만달러
Case 2) BWTS 설치+MGO 사용	CAPEX 100만달러	OPEX 증가 (유류비 약 80% 증가)
Case 3) 폐선	폐선 후 신조 발주	

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2) 발주자들의 대응방안: 3가지 선택지 중 결정

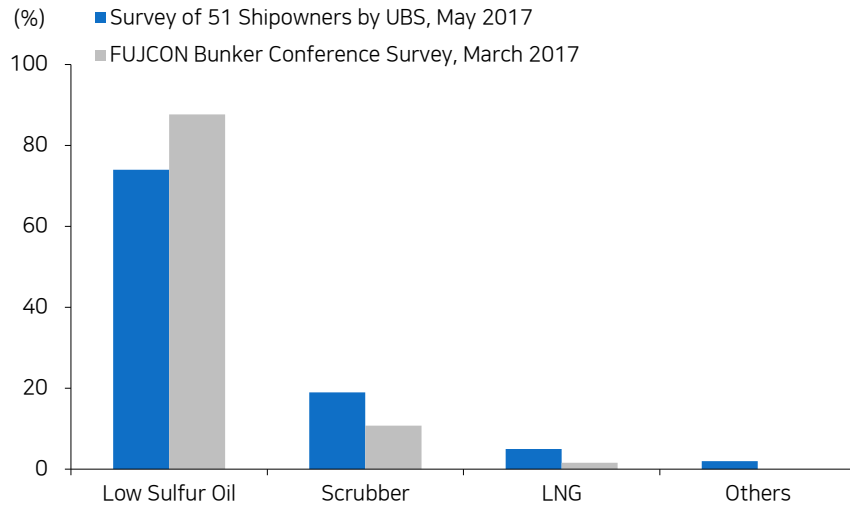
2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

### 2020년 황산화물 규제 대응책

- 1) 저유황경유(MGO)로 대체
- 2) 탈황설비(Scrubber) 도입
- 3) LNG 연료 추진선 도입

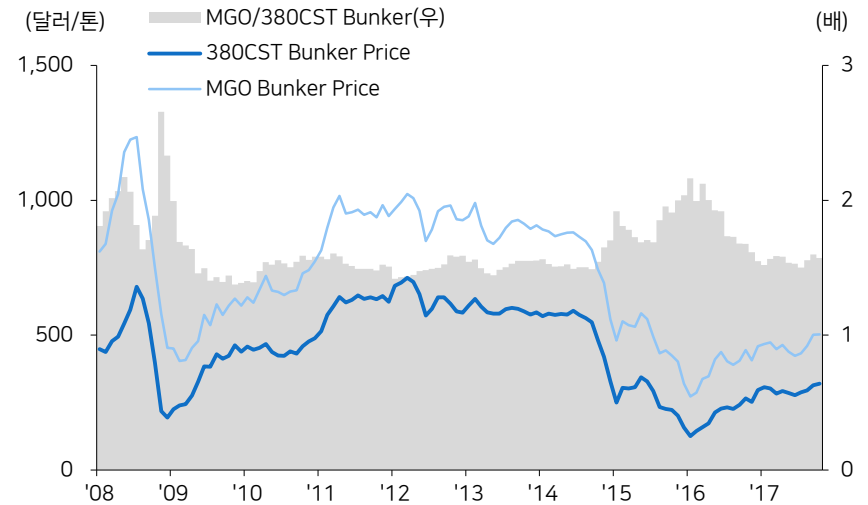
- 환경규제에 대한 선사와 선주사들의 대응방식에 대한 설문조사 결과, 현재까지 저유황유(74~88%) > Scrubber(11~19%) > LNG추진선(2~5%) 순으로 선호
- 국내외 주요 언론에 보도된 선사들의 대응현황: 1) 저유황경유로 연료 대체: Maersk, 2) Scrubber 장착: MSC, Zodiac, NS Lemos, Maran Tankers, OceanGold, 3) LNG 추진선: CMA-CGM, Sovcomflot, ESL 등
- 3가지 모두 한계를 보유: 1) 저유황경유 적용 시 HFO 대비 60% 이상 연료비 상승, 정유업계 MGO 증산 불투명, 2) Scrubber는 신조선은 적용 가능하나, 기존 선박에 장착에 추가될 비용, 3) LNG 연료는 가장 이상적이거나 LNG Bunkering 인프라 투자가 병행되어야 함 → CMA-CGM과 Total의 투자 결정은 의미 있음

### 환경규제 대응방식 관련 설문조사 결과 - Low Sulfur Oil 가장 선호



자료: S&P Global Platts, UBS, 메리츠증권증권 리서치센터

### 기존 선박용 연료(380CST Bunker)와 MGO 가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

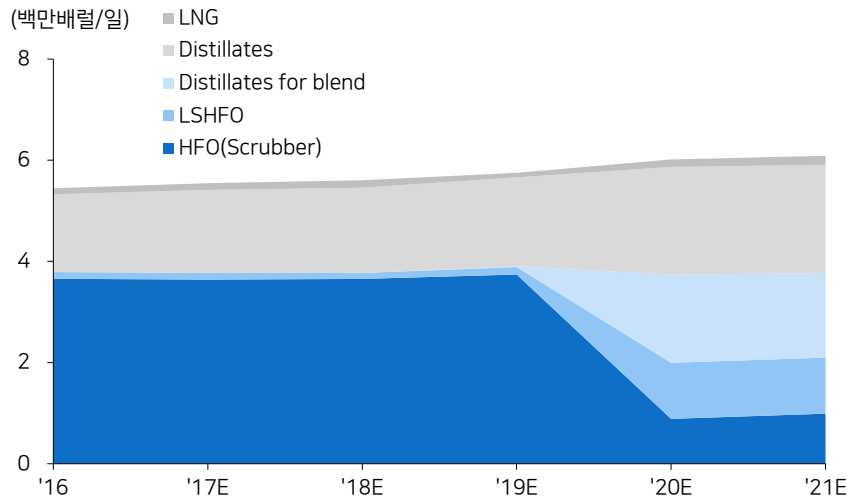
## 2) 발주자들의 대응방안: 저유황유 - 2020년 가격급등 Risk 존재

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

2020년 IMO 규제 개시 이후  
저유황유 수요는 현재보다  
최대 8.3배 이상 증가 예상 →  
가격급등 Risk 존재

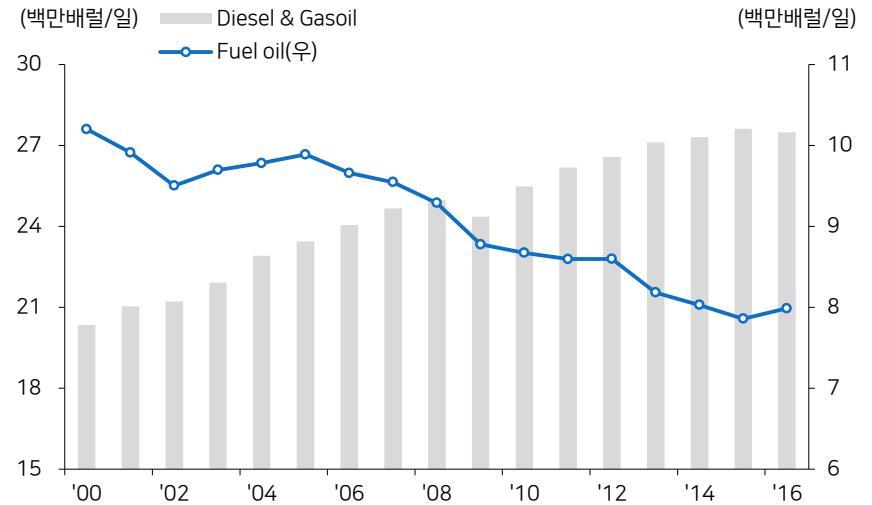
- 기존 선박용 연료인 380CST Bunker에 비해 저유황유인 MGO(Marine Gas Oil)는 60% 높은 가격대 유지
- 환경규제에 대응하는 여러 대안 중 저유황유가 선호되는 이유는 CAPEX 투자가 적다는 점
- 저유황유를 기존 연료만큼 사용한다고 가정했을 때, OPEX에서 선사들에 부담으로 작용할 전망
- 저유황유의 가장 큰 Risk는 2020년 환경규제 도입시 급등하는 수요가 가격에 전가될 가능성 존재
  - 현재 HFO 수요는 3.7백만배럴/일, 환경규제 도입 후 0.9백만배럴/일 수준으로 감소 예상
  - 2.8백만배럴/일 규모의 수요가 저유황유로 옮겨간다면, 저유황유는 현재 대비 8.3배 이상 수요증가

전세계 Bunker 수요량 추이



자료: PIRA energy, DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 Diesel & Gasoil 및 Fuel oil 소비량 추이



자료: BP, 메리츠증권증권 리서치센터

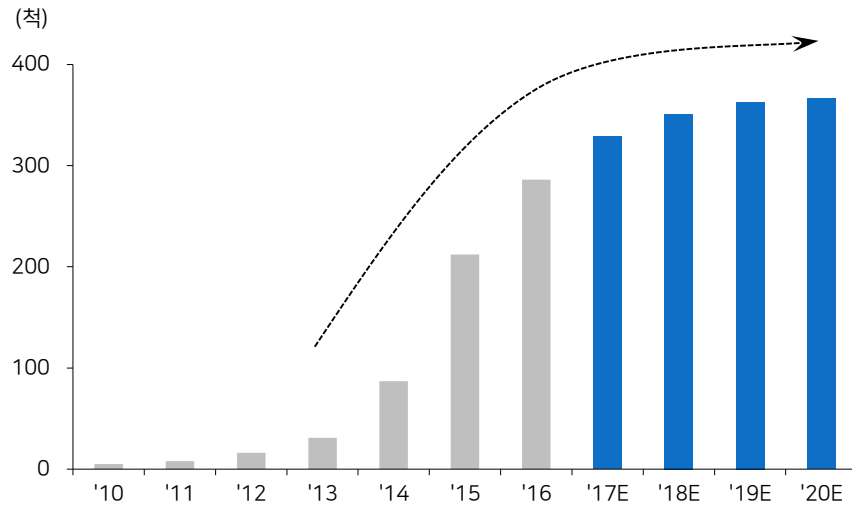
## 2) 발주자들의 대응방안: Scrubber - 기존선박은 CAPEX 부담

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

2020년까지 Scrubber를  
장착하는 선박의 대부분은  
유럽지역 운항, Retrofit Cost

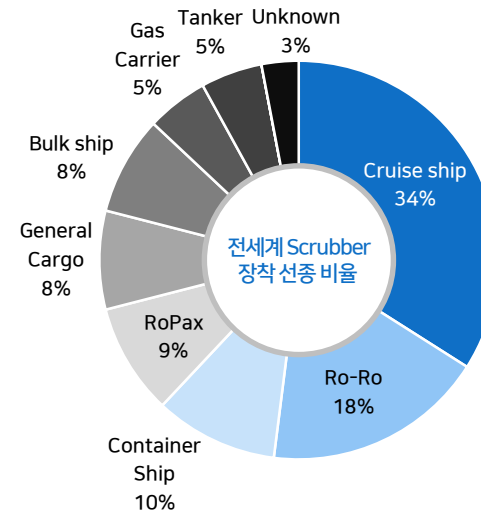
- 노르웨이선급 DNV-GL에 따르면, 누적 기준으로 Scrubber를 장착한 선박은 2017년 329척에서 2020년 366척으로 소폭 증가 예상
- 선종별로 유럽에 주로 운항되는 크루즈선 34%, Ro-Ro(자동차운반)+컨테이너선+RoPax(자동차+승객)+Cargo 45%로 유럽지역에 국한된 설치 예상 → Scrubber를 장착하는 선박 중 신조선 34%, Retrofit 66%
- Scrubber 도입은 LNG Fuel과 마찬가지로 초기 CAPEX 투입이 증가, 노후선의 경우 개조·수리비용 뿐만 아니라 Retrofit을 할 수 있는 조선소가 제한적이라는 한계 보유 → 신조발주 시 Option으로 활용 가능

전세계 Scrubber를 장착한 선박 누적 척수



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 Scrubber 장착 선종 비율 현황



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2) 발주자들의 대응방안: LNG Fuel - 이상적이나 공급의 한계

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

황산화물 규제 외에 NOx, CO2  
규제까지 고려하면 LNG Fuel이  
가장 이상적 - Infra 투자 필요

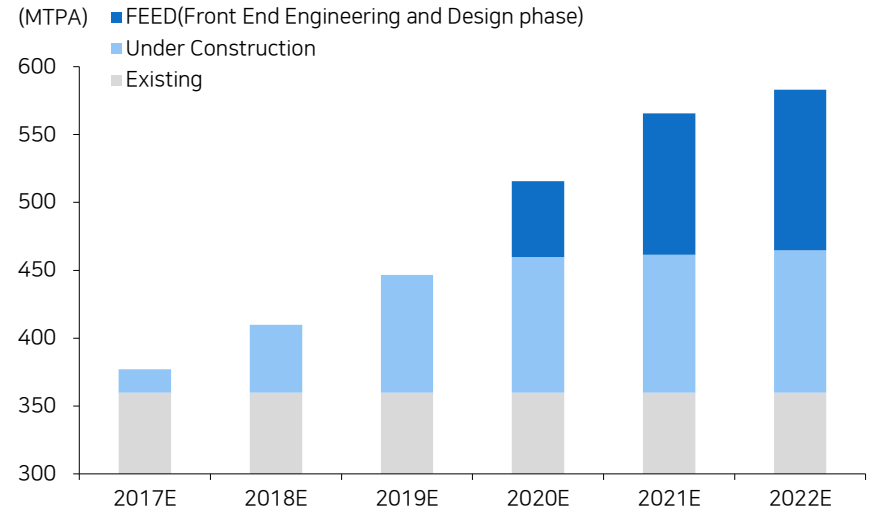
- DNV-GL에 따르면, 누적 기준 LNG Fuel을 적용한 선박은 2012년 35척에서 2020년 102척으로 증가
- 인도예정 LNG 추진선은 2020년까지 101척, 운항지역은 노르웨이+유럽+미국이 전체의 86% 차지
- LNG Fuel은 질소산화물과 CO2 규제에도 대응할 수 있어 가장 이상적인 대응책, 그러나 LNG 추진선에 필수적인 LNG Bunkering 인프라는 미국과 서유럽, 노르웨이 등 제한된 지역에서 운영·건설 중
- 2017년 전세계 LNG 액화터미널 생산용량은 360MTPA, 현재 건설중인 터미널은 2022년까지 105MTPA, FEED 설계단계에 있는 터미널은 2022년까지 118MTPA → 100% 완공시 생산용량은 5년간 62% 증가

세계 LNG Bunkering 시설 현황 - 미국, 유럽 일부 지역에만 설비 보유



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 LNG 액화터미널 용량 추이 - 가동 중, 건설 중, 설계 단계인 터미널



주: MTPA = Million Tonnes Per Annum  
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

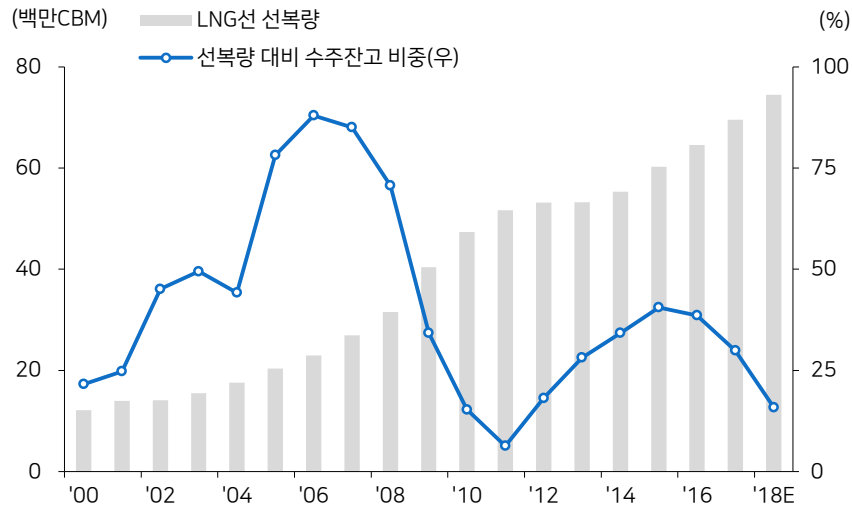
## 2) 발주자들의 대응방안: LNG Fuel - 이상적이나 공급의 한계

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**CMA-CGM은 원양항로에 LNG Fuel을 처음 적용기로 확정, Oil Major의 LNG Bunkering 투자 움직임 → LNGC 용선료 반등**

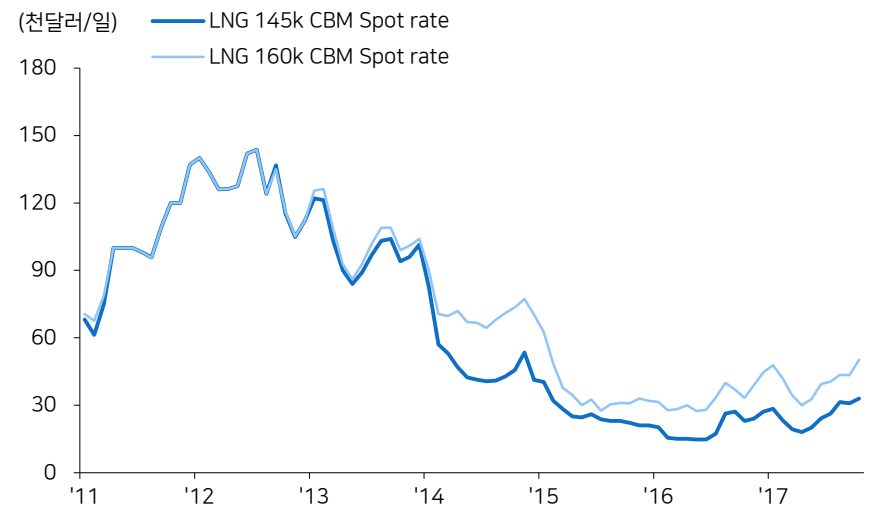
- LNG Fuel은 Bunkering 설비를 확보·건설 중인 북미와 유럽지역에서 운항하는 선박 중심으로 적용 확대
- 11월 CMA-CGM은 중국에 발주했던 22,000TEU 컨테이너선에 LNG-Fuel을 적용하기로 최종 결정, 이는 원양항로를 운항하는 대형선에 적용되는 첫 사례 → Total, Shell 등은 LNG Bunkering Vessel 발주 검토
- 2018년 LNG선 선복량은 전년대비 7.2% 증가한 7,451만CBM 예상, Fleet대비 수주잔고 비중은 15.8%로 2011년 이래 최저치 → 2015~16년 발주량 급감으로 2019년부터 수급 개선 본격화 예상
- 145,000m3급 LNG선의 용선료는 2011년 일본 대지진 이후 14.3만달러/일까지 급상승했지만, 유가 급락과 인도량 증가로 2016년 1.5만달러/일까지 급락 → 2017년 10월까지 6개월간 83.3% 상승

**LNG선 선복량 및 선복량 대비 수주잔고 비중 추이**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**LNG선 운임 추이**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 발주자들의 대응방안: LNG Fuel - 생산능력 확대 지속 중

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

LNG선 공급과잉에 대한  
우려는 제한적, 현재 건설 중인  
터미널 가동 시 잔고분은 소진

- 2017년 10월 기준 건설 중인 LNG 액화터미널의 생산용량은 104.9MTPA, 이는 2016년 LNG 물동량의 39.1% → 항해 경로를 감안한 소요선박 128척 추정, LNG선 수주잔고 2,078만CBM와 유사한 수준
- LNG 액화터미널의 추가 건설이 확정될 경우, 순증분에 운송에 필요한 LNG선 발주는 필수적
- 현재 FEED 단계에 있는 액화터미널의 생산용량은 130.7MTPA → 미국 중심의 생산능력 확대 지속

U/C(Under Construction) 단계의 LNG 액화플랜트 현황 및 가동시 운송에 필요한 선박 추정치

Project	Export Capacity mt/yr	Status	Originally Planned Start up	Expected Start up	Est. Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
Cove Point	5.8	U/C	2017	2017	148,000	8
Exmar FLNG Barge 1	0.5	U/C	2014	2017	165,000	1
Sengkang LNG	2.0	U/C	2009	2017	165,000	2
Wheatstone LNG Train 1	4.5	U/C	2016	2017	165,000	2
Wheatstone LNG Train 2	4.5	U/C	2016	2017	165,000	2
Corpus Christi LNG Train 1	4.5	U/C	2016	2018	165,000	6
Freeport LNG Train 1	4.4	U/C	2016	2018	165,000	9
Ichthys LNG	8.9	U/C	2012	2018	165,000	4
Perenco/GoFLNG	1.2	U/C	2017	2018	165,000	1
Prelude FLNG	3.6	U/C	2016	2018	165,000	1
Sabine Pass Train 4	4.5	U/C	2017	2018	165,000	6
Yamal LNG Train 1	5.5	U/C	2017	2018	172,600	8
Cameron LNG Train 3	4.5	U/C	2014	2019	165,000	7
Cameron LNG Train 1+2	9.0	U/C	2013	2019	165,000	16
Corpus Christi LNG Train 2	4.5	U/C	2017	2019	165,000	7
Freeport LNG Train 2+3	8.8	U/C	2017	2019	165,000	17
Sabine Pass Train 5	4.5	U/C	2017	2019	165,000	6
Yamal LNG Train 2	5.5	U/C	2017	2019	165,000	6
Elba Island	4.0	U/C	2017	2020	162,400	4
Tangguh LNG Train 3	3.8	U/C	2015	2020	165,000	2
Yamal LNG Train 3	5.5	U/C	2017	2020	165,000	6
Sabah FLNG	1.5	U/C	2016	2021	165,000	3
Coral FLNG 1	3.4	U/C	2018	2022	165,000	4
<b>Total</b>	<b>104.9</b>					<b>128</b>

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터



## 2) 발주자들의 대응방안: LNG Fuel - 증산만이 답이다

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

현재 건설 중이거나 FEED 중인  
LNG 액화터미널의 생산량은  
2016년 물동량의 83% 수준

- 신규로 FEED를 검토하는 프로젝트를 배제해도, 건설 중인 액화터미널과 진행 중인 FEED 터미널의 증산 용량은 223MTPA로 2016년 물동량의 83% → 2016년 LNGC Fleet 6,458만CBM, 2019년 8,137만CBM
- LNG 액화터미널 증설은 LNG선 수급개선에도 긍정적이나, LNG Fuel을 사용하는 선박의 발주잠재력이 증가할 개연성 충분 → 아시아·유로존의 전력원 변화(탈원전, 탈석탄)에 따른 LNG 추가 수요는 “+α”

FEED(Front End Engineering Design) 단계의 LNG 액화플랜트 현황 및 가동시 운송에 필요한 선박 추정치

Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start up	Expected Start up	Est. Ship Size	Estimated Vessel Requirement
Cameron LNG Trains 4+5	8	FEED	2019	2020	165,000	9
Golden Pass Products T1	5.2	FEED		2020	165,000	6
Magnolia LNG Trains 1+2	4	FEED	2018	2020	165,000	4
NewAge FLNG	1	FEED	2020	2020	165,000	1
Nigeria LNG Seven	8.5	FEED	2012	2020	165,000	9
Rio Grande LNG	27	FEED		2020	165,000	28
Woodfibre LNG Project	2.1	FEED	2017	2020	165,000	3
Cameroon LNG	3.5	FEED	2016	2021	165,000	4
Corpus Christi LNG Train 3	4.5	FEED	2017	2021	165,000	4
Guinea Fortuna FLNG	3	FEED	2019	2021	165,000	3
Golden Pass Products T2	5.2	FEED		2021	165,000	6
Golden Pass Products T3	5.2	FEED		2021	165,000	6
Kitimat LNG	11	FEED	2013	2021	165,000	12
LNG Canada	12	FEED	2018	2021	165,000	13
Magnolia LNG Trains 3+4	4	FEED	2018	2021	165,000	4
Monkey Island LNG	12	FEED		2022	165,000	10
Texas LNG	2	FEED		2022	165,000	3
Mozambique FLNG 1	6	FEED	2020	2026	165,000	6
Scarborough LNG	6.5	FEED	2020	2026	165,000	7
<b>Total</b>	<b>130.7</b>					<b>138</b>

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 발주자들의 대응방안: 선주들의 선택만 남았다

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

환경규제 적용시 15년 선령  
VLCC의 BEP 용선료는 35~43%  
증가, 경제성 상실 리스크 확대

- IMO의 두 가지 환경규제: 평형수관리협약(BWMC)과 황산화물(SOx) 배출 규제
- 이전 규제와의 차이는 '규제의 범위', 적용 범위가 신조선 뿐만이 아닌 중고선까지 확대
- 현재 운임 수준에서 15년 선령의 VLCC는 수익확보 가능, 그러나 규제 적용시 Huddle Cost 급증 → 환경규제는 노후선의 수익성 악화를 초래, 폐선 시기를 앞당길 전망
- 노후 선박들의 평균 해체시기는 약 20년 선령 수준으로 전체 선박의 12.3% 수준 → 해체시기가 15년 선령 수준으로 낮아질 경우 잠재적 폐선 대상 선박은 23.1%로 확대

### 환경규제 적용에 따른 BEP Dayrate의 변화 분석

(백만달러)	환경규제 미적용			1) BWTS+Scrubber 설치			2) BWTS 설치+MGO 사용		
	15년	17.5년	20년	15년	17.5년	20년	15년	17.5년	20년
중고선가	23.3	19.4	15.5	23.3	19.4	15.5	23.3	19.4	15.5
2.5년 후 잔존가치	19.4	15.5	15.5	19.4	15.5	15.5	19.4	15.5	15.5
감가상각	3.9	3.9	-	3.9	3.9	-	3.9	3.9	-
정기검사 비용	2.5	3.5	4.0	2.5	3.5	4.0	2.5	3.5	4.0
BWTS+Scrubber				5.8	5.8	5.8	1.8	1.8	1.8
<b>총 투자비용</b>	<b>6.40</b>	<b>7.40</b>	<b>4.00</b>	<b>12.20</b>	<b>13.20</b>	<b>9.80</b>	<b>8.20</b>	<b>9.20</b>	<b>5.80</b>
일평균 투자비용	7,111	8,222	4,444	13,556	14,667	10,889	9,111	10,222	6,444
OPEX	11,000	11,750	12,500	11,000	11,750	12,500	16,775	17,919	19,063
BEP-T/C Dayrate	18,111	19,972	16,944	24,556	26,417	23,389	25,886	28,141	25,507
<b>Adj. T/C Dayrate</b>	<b>22,639</b>	<b>28,532</b>	<b>33,889</b>	<b>30,694</b>	<b>37,738</b>	<b>46,778</b>	<b>32,358</b>	<b>40,201</b>	<b>51,014</b>
<b>현재 운임 적용시 일평균 손익</b>	<b>5,318</b>	<b>-574</b>	<b>-5,932</b>	<b>-2,737</b>	<b>-9,781</b>	<b>-18,820</b>	<b>-4,400</b>	<b>-12,244</b>	<b>-23,057</b>

주1: BWTS는 180만달러(설치비 포함 기준), Scrubber는 400만달러로 가정

주2: 유류비의 OPEX 비중은 30%, MGO는 기존 Heavy Fuel Oil 대비 75% 할증 적용

주3: 선박 노후화에 가동률(15년-80%, 17.5년-70%, 20년-50%) 및 OPEX(15년-1.1만달러/일, 17.5년-1.175만달러/일, 20년-1.25만달러/일) 차등 적용

자료: Clarksons, Euronav, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 7

Part V  
2018년 산업 전망  
조선/기계

건설, 제조업의 투자 호조세 지속

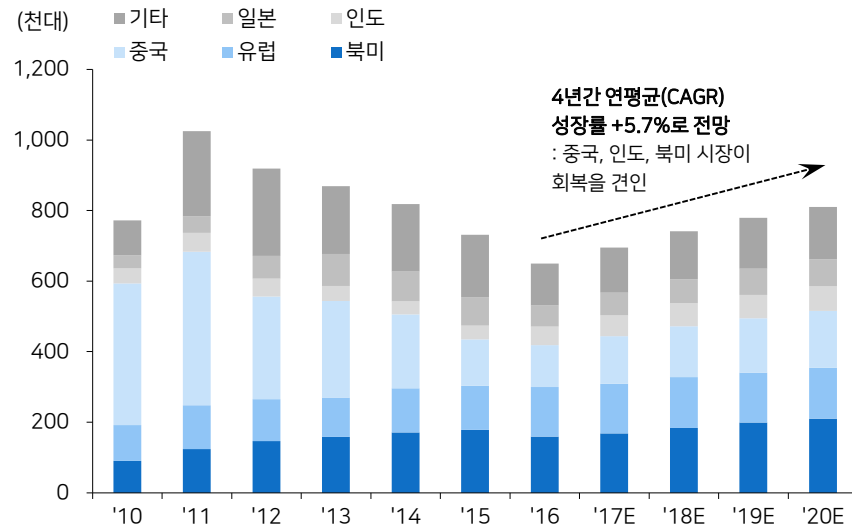
# 1) 건설기계 호조: 2018년도 성장 지속

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**2018년 중국 굴삭기 시장은 Peak 시기의 90% 수준까지 회복, 신흥국과 선진국 동반 성장 유력**

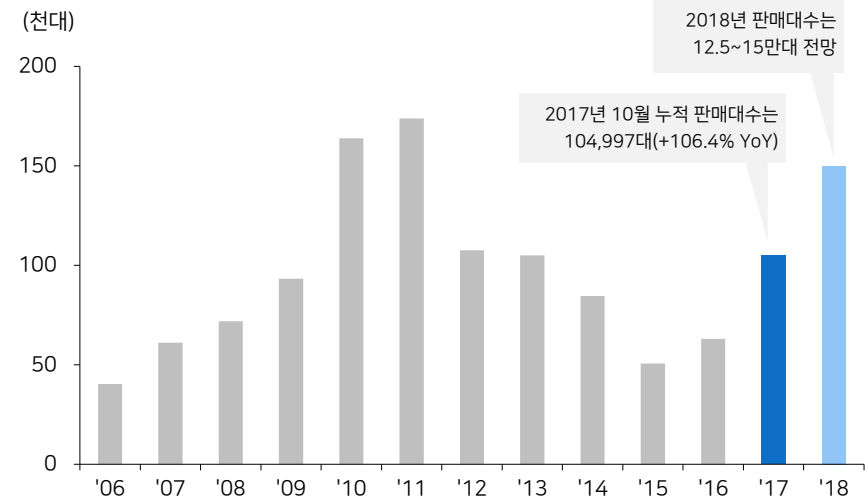
- 중국 굴삭기 판매는 2017년 10월 누적 기준 104,997대(+106.4% YoY)를 기록하며 2011년 이후 6년만의 회복, 연간 12.5만대 수준의 시장회복 예상
- 리서치 기관 Off-Highway는 2017년 전세계 건설기계 판매대수를 69.5만대(+6.9%)로 예상, 상회 유력
- 2011년 기준 전세계 판매대수의 42.4%를 차지했던 중국은 5년 연속 역성장을 기록한 후, 2017년 100% 이상 회복이 확실 → 2018년 중국 굴삭기 시장은 12.5~15.0만대로 Peak 수준의 90%에 육박할 전망
- 14개월 연속 판매대수의 YoY 증가로 중국 건설장비 시장의 Bottom-out 확인, 동남아·남미·인도·중동 등 신흥시장 전반의 건설장비 회복세 확산

전세계 건설기계 판매대수 추이 및 전망



주: 13개 건설기계 (Heavy, Compact 포함) 합산 기준  
자료: Off-Highway Research, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 굴삭기 연간 판매대수 추이 및 전망



주: 2017년은 10월 누적 판매대수 기준  
자료: Bloomberg, 중국공정기계협회, 메리츠증권증권 리서치센터

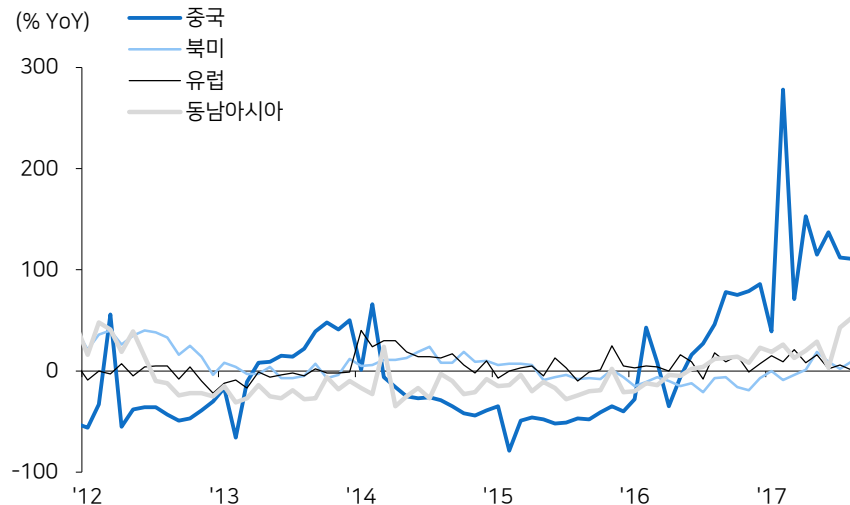
# 1) 건설기계 호조: 신흥국과 선진국 동반 회복

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**최대 단일시장 중국과 유로존  
건설기계 판매량 회복, 신흥국  
전반의 투자회복 시그널**

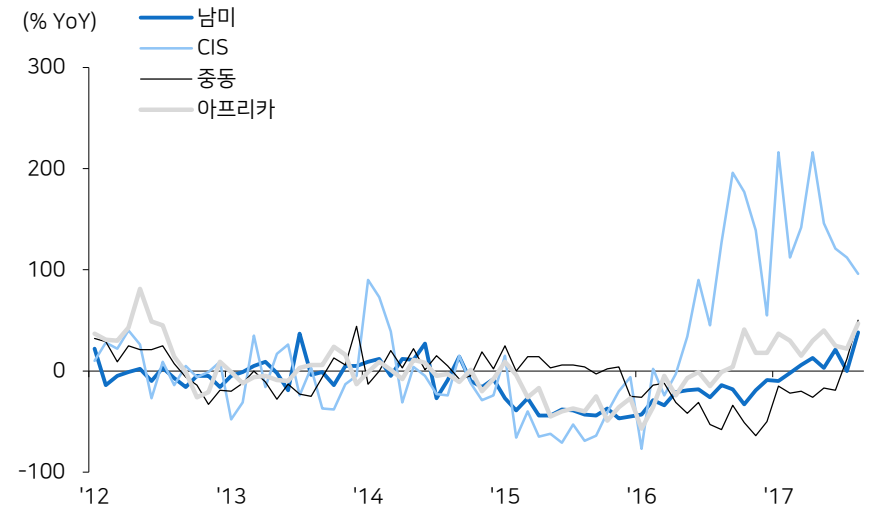
- 일본 Komatsu의 지역별 건설기계 판매는 전 지역에서 전년대비 성장세 지속. 17년 8월 기준 중국 +111%, CIS +96%, 동남아시아 +52%  
→ 신흥 건설기계 시장(CIS, 동남아시아)은 2016년 하반기부터 회복, 중동은 2017년 하반기 Bottom-out
- 선진국과 신흥국의 동시 경기회복 국면으로 건설기계 시장의 호조를 예상
- 중국의 정책금융(PPP), 일대일로에 중국을 포함한 연선국가 35개국의 인프라 투자 Boom을 견인
- 2016년 초 주가를 100으로 가정 시, 2017년 11월 현재 주가수준은 Caterpillar 200.3, 두산인프라코어 194.2, Hitachi 193.9, Komatsu 176.6, SANY 134.7로 급등 지속

**Komatsu 지역별 건설기계 판매 증감률 추이(Retail 판매 기준)**



주1: 굴삭기, 불도저 등을 포함한 7개 주요 건설기계의 판매대수 기준, 주2: 소형 건설기계는 제외  
자료: Komatsu, 메리츠증권증권 리서치센터

**Komatsu 지역별 건설기계 판매 증감률 추이(Wholesale 판매 기준)**



주1: 굴삭기, 불도저 등을 포함한 7개 주요 건설기계의 판매대수 기준, 주2: 소형 건설기계는 제외  
자료: Komatsu, 메리츠증권증권 리서치센터

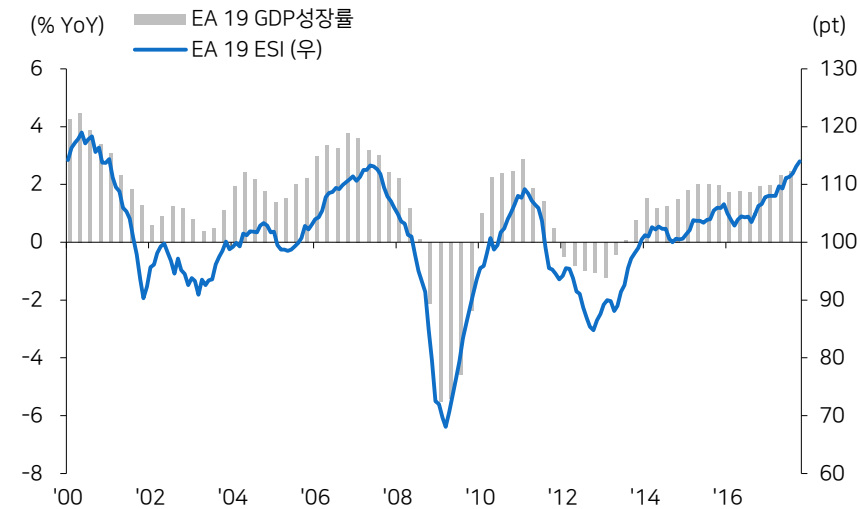
# 1) 건설기계 호조: 유로존의 경기 회복

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

실업률, 기업대출 증가율, 설비가동률, 건설경기체감지수 모두 위기 이전 수준으로 회복 중

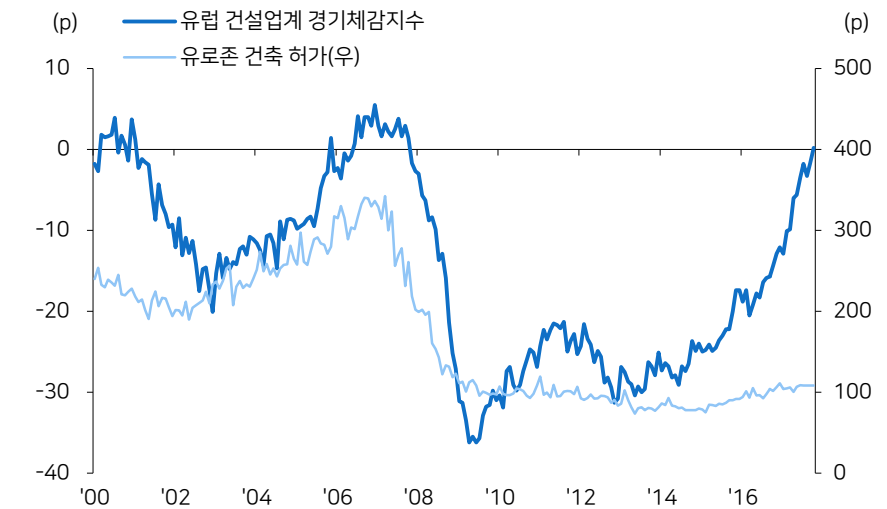
- 유로존은 실물경기 견고한 회복, 실업률 하락(3분기 기준 0.1%로 2009년 2월 수준) 등 확연히 경기 개선
- 2018년 GDP성장률 컨센서스는 1.8%이나, 당사 예상치는 이를 상회하는 2.1% 전망
- 유럽 건설업계 경기체감지수는 미국발 금융위기 이후 최고치를 경신, 유로존 건축허가도 100 상회
- 유로존 기업대출 증가율은 2009년 7월 이후 최고치인 2.5% 기록, 설비가동률도 3분기 83.5%로 회복
- 유럽 내 건설장비 판매 비중(2015년)은 독일 24%, 영국 16%, 프랑스 11% → 국가별 건설업계 경기체감지수(3개월 이동평균)는 독일(+12.1), 영국, 프랑스 상승 중

유로존 19개국 GDP 성장률과 ESI(경제심리지수) 추이



자료: Eurostat, 메리츠증권증권 리서치센터

유럽 건축허가와 건설업계 경기체감지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1) 건설기계 호조: 중국은 정상화를 넘어선 재성장기

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

중국의 부동산투자 회복,  
미시공 토지의 착공 증가 압력  
증대로 2018년 성장세 지속

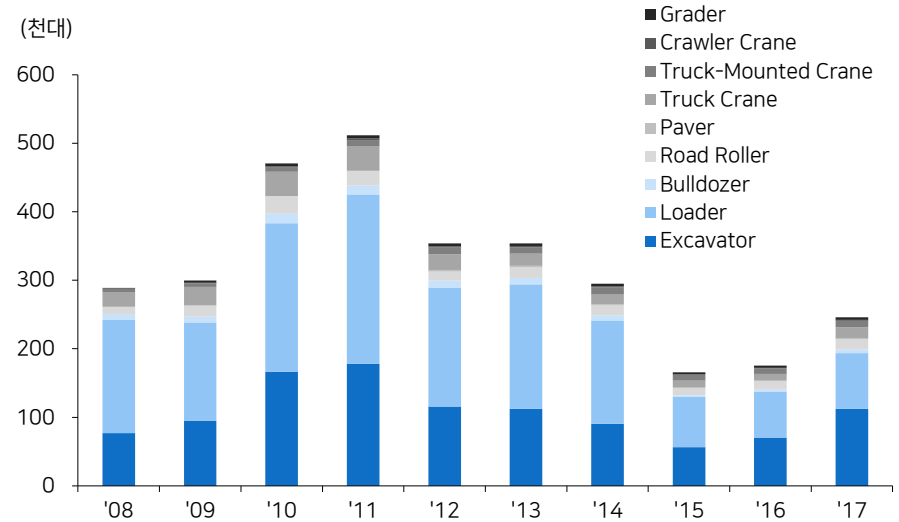
- 2017년 8월 기준 중국의 부동산투자액은 8.9조위안으로 2015년을 저점으로 완만한 회복세 기록
- 중국 정부는 1~2급지 공급확대로 부동산 투자 개선 유도를 지속 중, 민간투자 활성화 노력도 병행
- 2017년 5~10월 개발업체들의 토지 매집(구매면적 +15.0% Vs. 1~4월 +7.5%)에도, 착공면적 증가율(+6.0% Vs. +16.8%)은 둔화 → 추후 미시공 토지의 착공 증가가 건설기계 수요에 긍정적 영향
- 중국 건설기계 품목별 판매추이를 보면 모든 제품군에서 전년대비 증가세 기록

중국 부동산 고정자산투자 증감률 추이



자료: CEIC, 메리츠증권리서치센터

중국 건설기계 품목별 판매대수 추이



주: 2017년은 10월 말 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

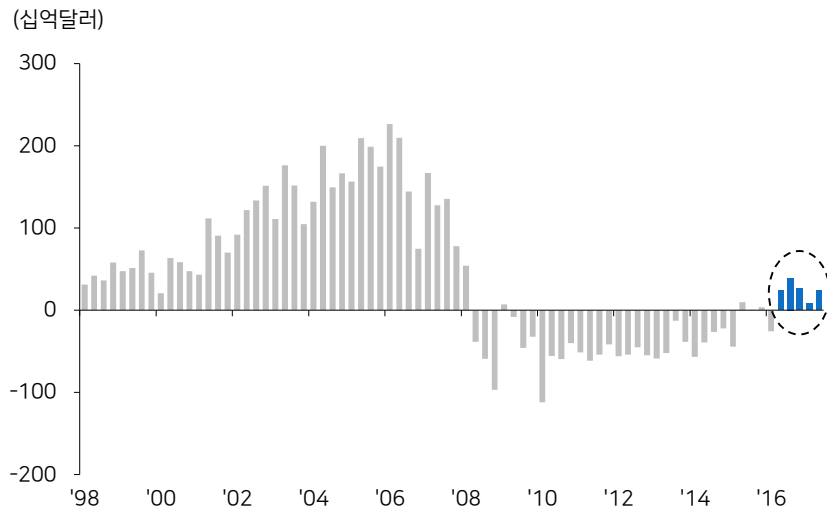
# 1) 건설기계 호조: 미국의 경기회복 '확산'

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

## 미국의 경기 회복, 가계 소비와 기업 설비투자가 성장을 견인

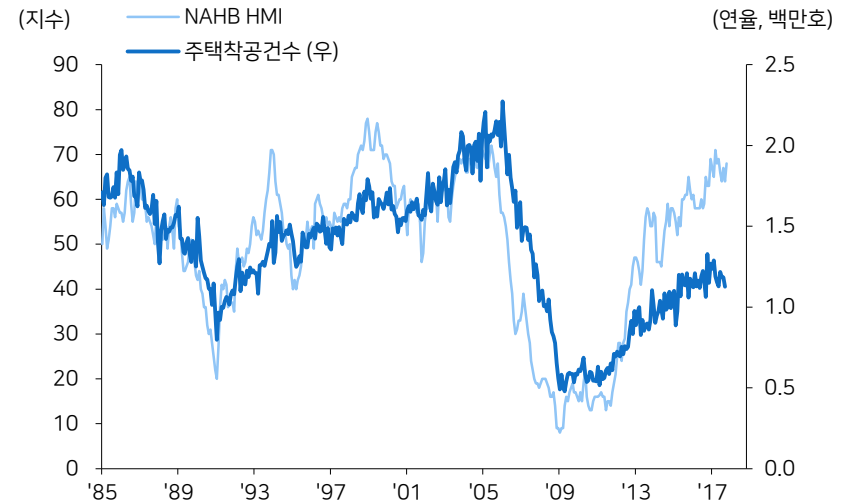
- 미국 개인소비 선행지표인 ISM 제조업 내수지표가 2016년 하반기부터 반등, 소비회복 가능성  
→ 2015~16년 미국 소비모멘텀의 후퇴로 아시아 신흥국의 대미 수출 위축  
→ 가계부문 레버리지 사이클 재개 조짐: 2016년 말부터 House ATM을 통한 레버리지 확대
- 미국의 주택건설업 선행지표인 NABH 주택건설업 시장지수는 10월 말 기준 68pt를 기록, 2014년 7월 이후 50pt(50pt 이상은 주택건설업이 호황임을 의미)를 상회하며 지속적으로 상승
- - 가계: 자산가격 유지/상승 기대 + Fed 금리인상 = House ATM 통한 신용이용가능성 제고  
- 기업: 기업대출 태도 완화 → 기업 설비투자 모색/집행으로 대출수요 회복 → 투자 확대

## 미국의 House ATM



주: 분기별 모기지 증가분에서 신규주택 건설용 건설지출을 차감하여 계산  
자료: FRB, US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

## 미국 주택건설업시장지수와 주택착공건수: 착공건수 증가로 연결될 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



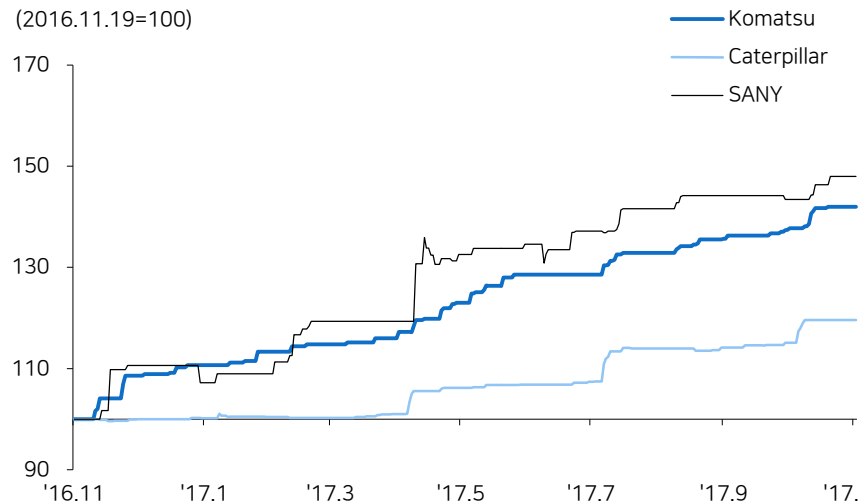
# 1) 건설기계 호조: 건설기계업계의 이익 추정치 상향 중

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**Caterpillar(미국), SANY(중국),  
Komatsu(일본) 모두 매출액  
성장과 이익의 동반 개선 진행**

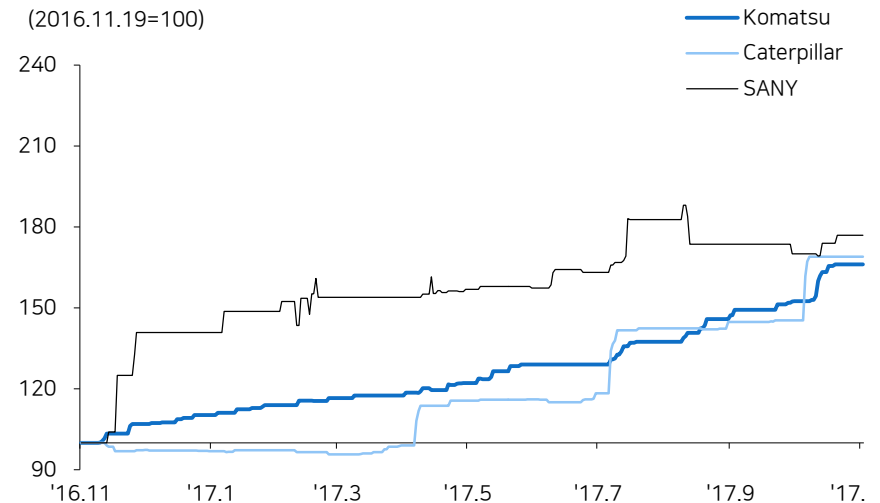
- 전세계 주요 건설기계 업체들의 매출액과 영업이익 컨센서스는 2016년 하반기 이후 상향 조정 지속 중
- 중국 SANY Heavy Industries의 2018년 매출액과 영업이익 컨센서스는 저점 대비 각 48.0%, 76.9% 상향
- 미국 Caterpillar(영업이익 69.0% 상향)와 일본 Komatsu(영업이익 66.1% 상향)도 컨센서스 상향
- 신흥국·선진국 건설기계 시장의 동반 회복이 주요 기업들의 향후 실적으로 반영되는 양상

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2019(2018.04~2019.03) 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2019(2018.04~2019.03) 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

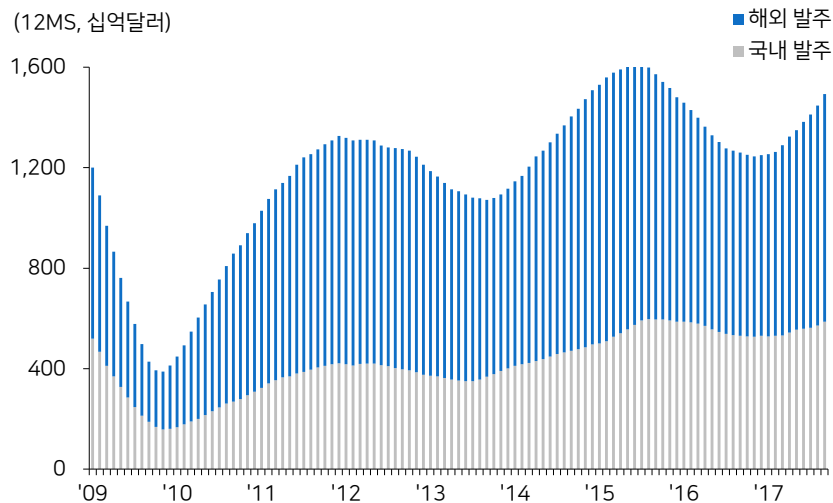
## 2) 공장기계 회복: CAPEX Cycle의 확산

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**일본 공장기계의 해외 주문액**  
**미국 금융위기 이후 최고**  
**수준으로 회복, 효율성을 위한**  
**투자 확대, CAPEX Cycle 도래**

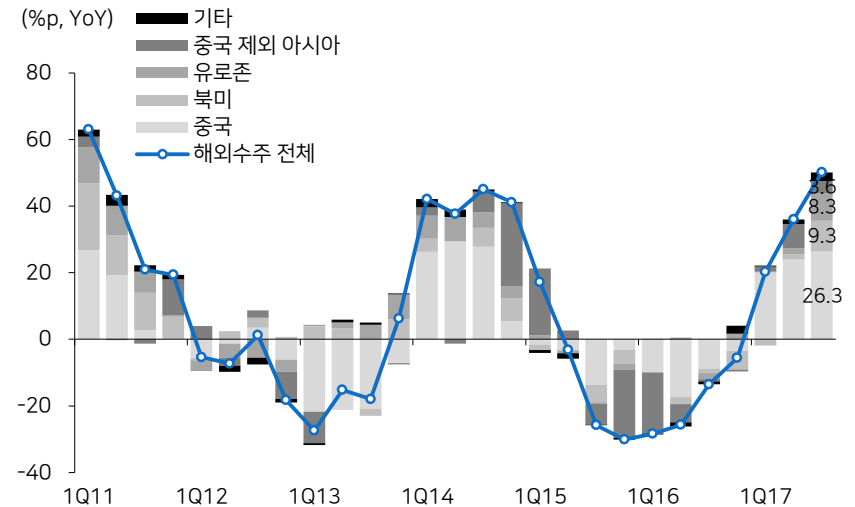
- 2017년 3분기 일본 공정·공장기계업계의 신규 주문액은 전년대비 36.3% 증가 (vs 2Q 30.0%)
  - 국내주문 증가율은 2Q 21.5%에서 3Q 20.1%로 소폭 둔화 vs 해외 증가율은 36.3%에서 50.1%로 확대
- 지역별 기여도는 중국(26.3%p) > 북미(9.3%p) > 유로존(8.3%p) 순
  - 시사점: 중국의 설비투자 수요 왕성, 최근 제조업 회복세 견조한 미국/유로존 지역으로의 수주 증가 특히, 최근 독일 산업용 기계 국내발주 개선 감안시, 유로존 설비투자 압력 고조 시사
- 각국의 설비가동률 상승, 완화적인 기업대출 태도 역시 CAPEX cycle 장기화에 일조

일본 공장기계 발주 현황: 국내보다는 해외발주 확대가 주도



자료: 일본공장기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 해외발주 기여도 추이



자료: 일본공장기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

## 2) 공작기계 회복: 일본 공정·공작기계의 해외수주 급증

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

### 일본 공작기계 해외수주 2년 만에 반등, 북미·중국·유럽 동반 회복

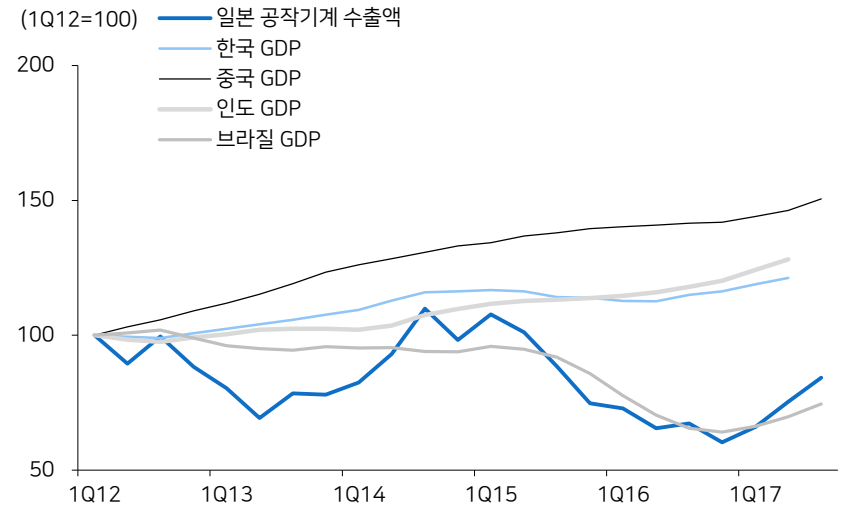
- 일본 Factory Automation, Robot, 공작기계 주가는 주문이 반등했던 09~11년, 13~14년 Outperform
- 해외주문 11개월 연속 YoY 증가, 09년 12월 이후 26개월 연속 YoY 증가, 13년 11월 이후 17개월 연속 증가
- 일본 공작기계 주문은 제조업 투자 Cycle 지표, 2015년 이후 2년만의 반등 → 10월 해외 수주액 +59.8% YoY, 10월 누계 제품군별 증가는 Electrical Machinery +42.7%, Precision Machinery +29.1%, 반면 Aircraft/Shipbuilding/Transport Equipment는 -26.4%
- 일본 기계업종은 Nikkei 대비 Outperform, 특히 Robot, Factory Automation 기업이 독보적 상승
- 관련 수혜주: 삼익THK, 와이지원, 에스엠코어

### 일본 공작기계 해외주문액 및 증감률 추이



자료: JMTBA, 메리츠증권증권 리서치센터

### 일본 공작기계 수출액과 한국/중국/인도/브라질 GDP 추이



자료: Bloomberg, JMTBA, 메리츠증권증권 리서치센터

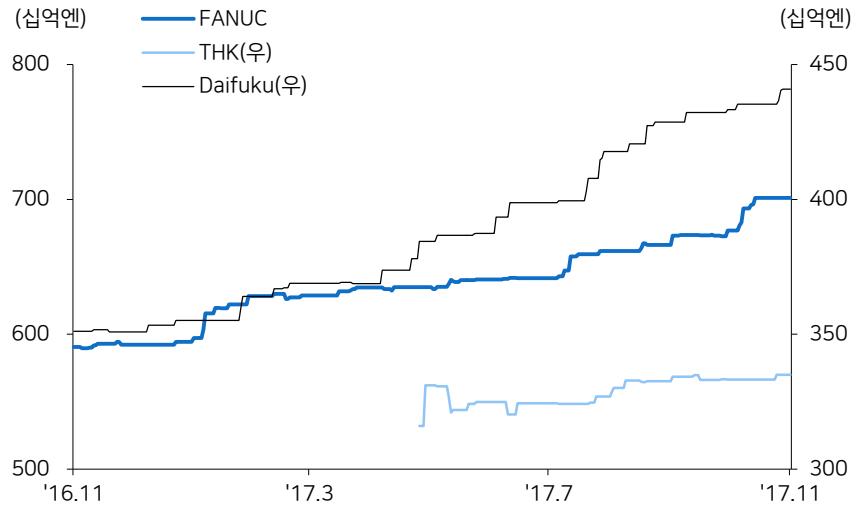
## 2) 공작기계 회복: 공작기계업계의 이익 추정치 상향

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

### 일본 FANUC, Daifuku, THK 등 주요 공작기계·Factory Auto 업체의 실적 컨센서스 상향 중

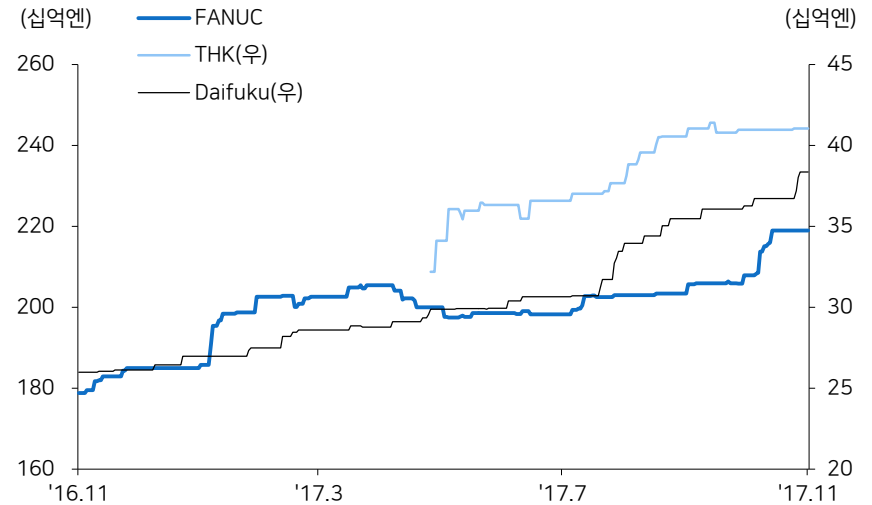
- 일본 공작기계 주요 업체들에 대한 매출액, 영업이익 컨센서스도 건설기계와 동일하게 동반 상향 중
- Factory Automation, Robot Systems 1위 기업인 FANUC은 6개월간 매출액 10.4%, 영업이익 9.5% 상향
- Daifuku는 6개월간 매출액 14.7%, 영업이익 28.3%의 컨센서스 상향이 진행 중
- THK는 동기간 매출액 6.0%, 영업이익 추정치는 27.5% 상향 조정됨
- 일본 공작기계업계의 해외 수주 회복이 1.5~2.0년 지속된 점을 감안하면, 2018년 상반기까지 상향 전망

### 일본 공작기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: FANUC, Daifuku의 경우 FY2019(2018.04~2019.03) 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 일본 공작기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: FANUC, Daifuku의 경우 FY2019(2018.04~2019.03) 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

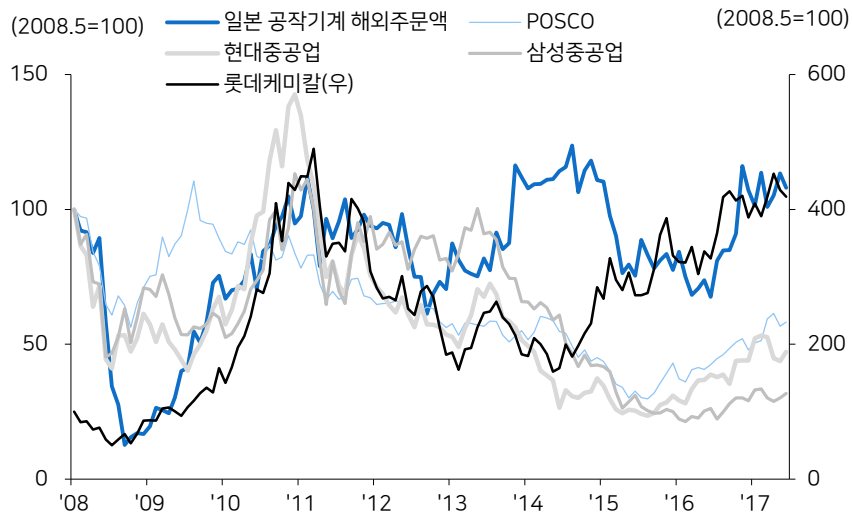
## 2) 공작기계 회복: 2014년과는 다르다

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**13년 11월~15년 3월 공작기계 회복세는 유가, 교역량과 탈동조 현상. 2017년의 회복은 동조화 흐름 유지**

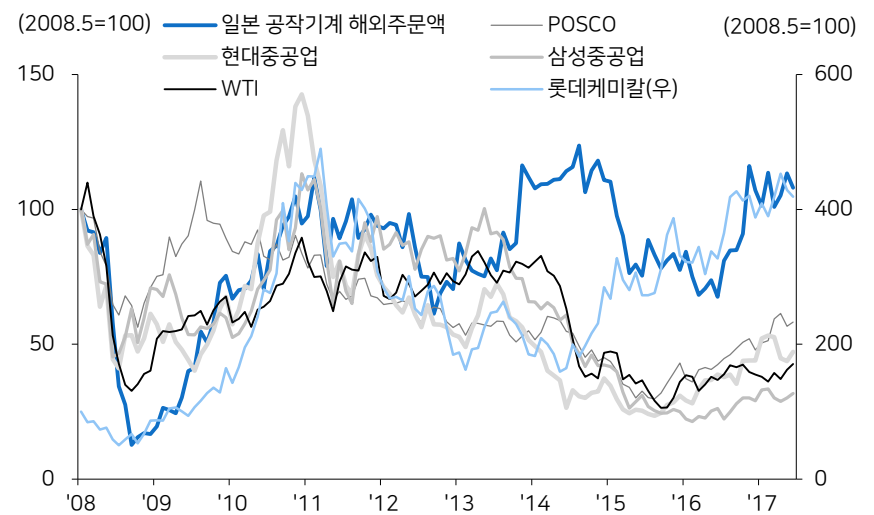
- 미국 금융위기 이후 일본 공작기계 해외 수주가 지속 증가했던 시기는 2차례(2009~11년, 2013~14년)
- 2009년 11월~2011년 12월 26개월 연속 증가시기에는 유가도 동반 상승, 충격 이후의 정상화 과정
- 2013년 11월~2015년 3월 17개월 연속 증가시기에는 유가와 De-coupling 현상 발생, 2014년 전세계 PMI는 반등한 반면에 글로벌교역량은 오히려 감소 → 실제 교역 증가가 수반되지 않은 투자
- 2016년 12월부터 PMI와 글로벌교역량 동반 반등, 유가도 50달러 이상으로 상승 후 안정적인 흐름
- IMF 중장기 경제성장률 전망이 2016년까지 하향 조정이 진행된 이후, 추가 하향 없이 안정적으로 유지

일본 공작기계 해외수주, POSCO/현대중/삼성중/롯데케미칼 주가 추이



자료: JMTBA, Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

일본 공작기계 해외수주, WTI, POSCO/현대중/삼성중/롯데케미칼 주가 추이



자료: Bloomberg, JMTBA, Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

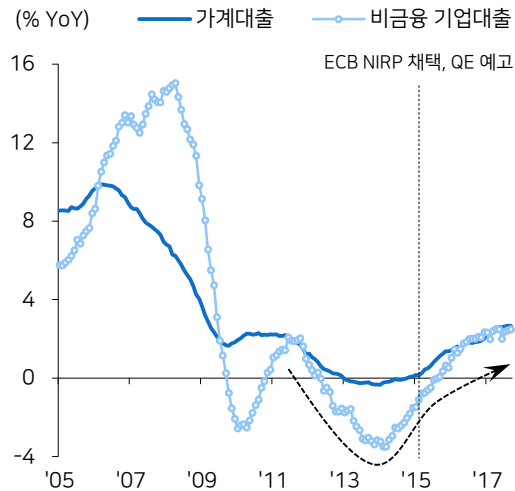
## 2) 공작기계 회복: 유로존, 6개월 연속 대일본 주문액 증가세

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

유로존의 설비가동률 상승,  
대출 회복 등 내수회복세 강화  
→ 유로존의 대일본 공작기계  
주문액 6개월 연속 YoY 증가

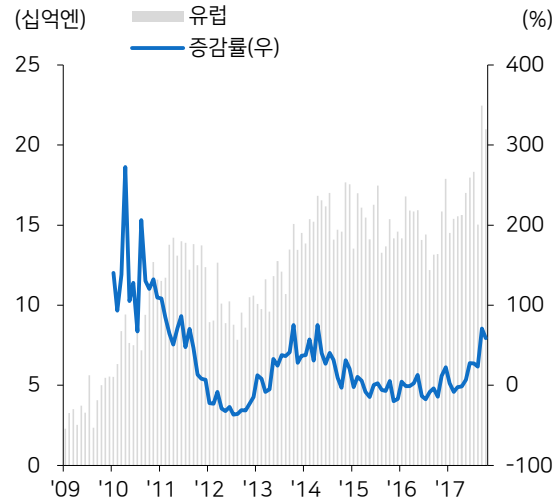
- 유로존은 서베이 지표 뿐 아니라 실물지표에서도 내수회복세가 강화되고 있음이 확인되고 있음
- 2014년 6월 이후 발표된 ECB의 종합적인 정책 패키지는 기업/가계의 신용이용가능성을 제고
- 기업대출 증가율 (9월 2.5%: 09년 7월 이후 최고치), 가계대출 증가율(2.7%: 09년 3월 이후 최고치)
  - 글로벌 경기회복/역내외 교역량 확대로 유로존 설비가동률(3Q: 83.5%)은 위기 이전 수준을 회복
  - 소비심리 개선과 고용시장 호전은 실질 소매판매 개선으로도 연결
- 유로존 제조업체들의 대일본 공작기계 주문액은 9월 전년대비 +70.8%, 10월 +58.9%로 급격히 개선

가계 및 비금융 기업대출 증감률



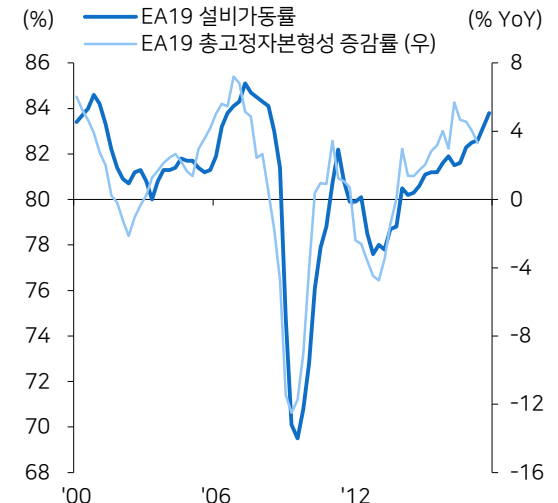
자료: ECB, 메리츠증권증권 리서치센터

유로존 제조업체들의 대일본 공작기계 주문액



자료: JMTBA, 메리츠증권증권 리서치센터

유로존 설비가동률 vs 총고정자본형성 증감률



자료: Eurostat, 메리츠증권증권 리서치센터

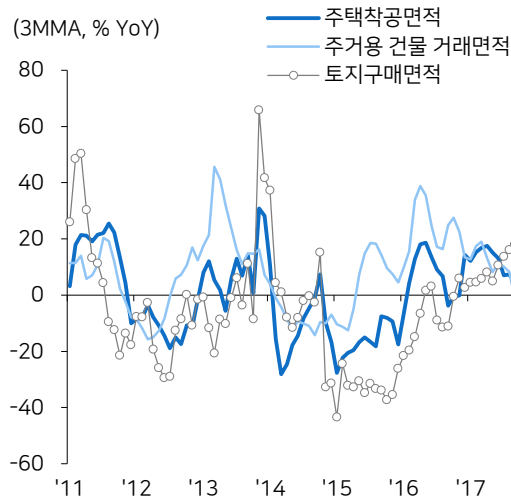
## 2) 공작기계 회복: 중국, 민간투자 활성화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

2018년 경제성장률 6.6%로  
완만한 둔화. 투자 모멘텀 지속  
→ 중국의 대일본 공작기계  
주문액 10개월 연속 YoY 증가

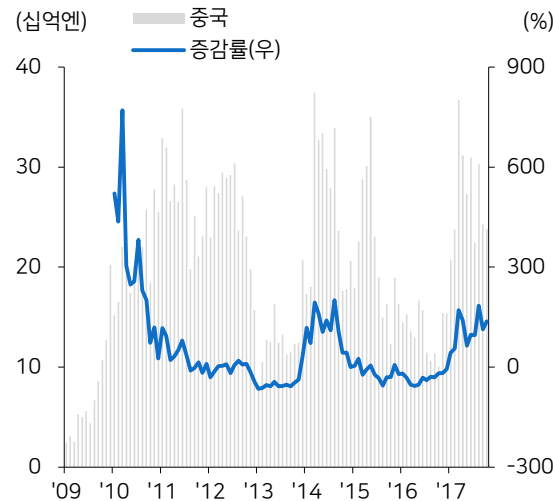
- 중국 인민은행, 2018년 민간투자 활성화 목적의 “선별적 기준을 인하” 예고
- 민간투자 활성화 목적 (vs 중국 민간투자/전체 고정투자 비율: '17년 1~3분기 60.5%로 5년래 최저치)
  - 정책당국의 진단은 민간기업이 정부 디레버리징 정책에 협조한 결과, 자금 부족으로 소극적인 투자 행태를 보였다는 것. 이들 기업에 대해 일종의 시혜적 조치 적용하여 민간투자 활성화 시킨다는 복안
  - 더불어, 7월 금융공작회의에서 시진핑 주석이 SOE 디레버리징을 강조: 국유기업 투자 한계 직면
- 구조조정 이후 민간기업의 이자부담 경감, 민간참여가 저조한 준공공재/인프라 투자로의 참여가 관건
- 중국 제조업체의 대일본 공작기계 주문액은 9월 전년대비 +113.5%, 10월 +137.0%로 10개월 연속 증가

중국 주택거래와 투자지표 – 투자재개 가능성



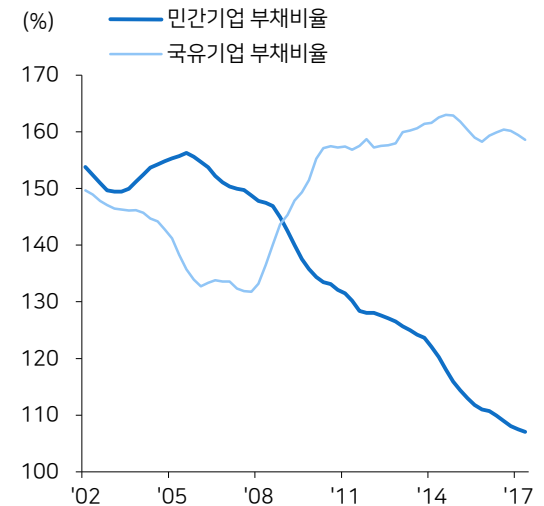
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 제조업체들의 대일본 공작기계 주문액



자료: JMTBA, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 국유기업과 민간기업의 부채비율



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

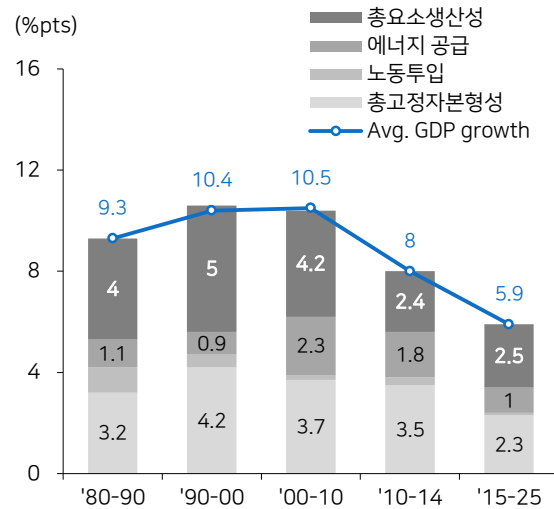
## 2) 공작기계 회복: 중국, 생산성 향상이 답

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**6%대의 중속 성장을 지속하기 위해서는 생산성 향상이 해결책, Factory Automation 등 CAPEX 증가 기대**

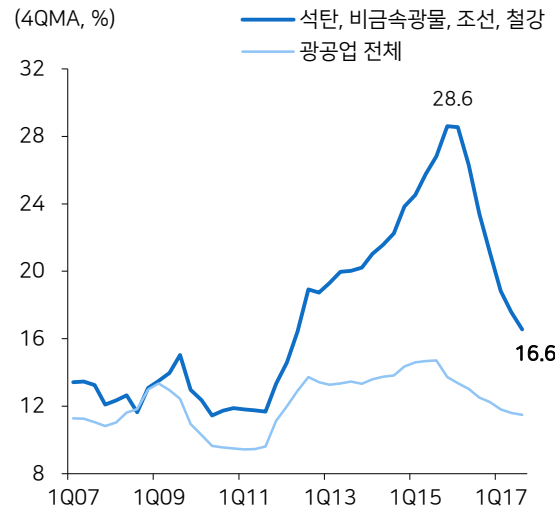
- 중국, 고령화 사회 진입 및 단위투입자본의 효율성 저하로 생산요소 투입으로는 성장에 한계 지님  
- McKinsey, "The China Effect on Global Innovation"에서 중국이 향후 10년간 6.0% 내외의 경제성장을 위해서는 생산성 제고가 필수적임을 언급
- 중국 제조 2025(IT+제조업 융합, 기술혁신 등을 통해 고부가가치 제조업으로 이관)와 공급측면 개혁은 생산성 향상 및 중속 성장 도모를 위한 포석
- 철강업 설비감축은 2020년까지의 목표감축량 1.5억 톤의 71.5%를 2017년 상반기 말에 완료
- 기업부문 디레버리징은 취약부분에서 지속적 진행, 한계산업의 이자비용/영업이익 비율 16.6%로 하락

중기적인 연착륙: 생산성 향상이 중요



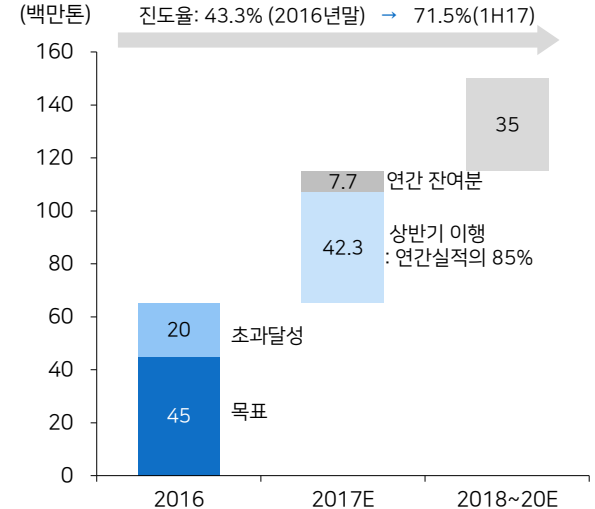
자료: McKinsey Global Institute, 메리츠증권증권 리서치센터

한계산업의 이자비용/영업이익 비율



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

철강업 설비감축 계획 및 진도율



자료: 중국 국무원, Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터



### 3) 기자재 Bottom-out: 건설업계의 더딘 해외 수주 회복

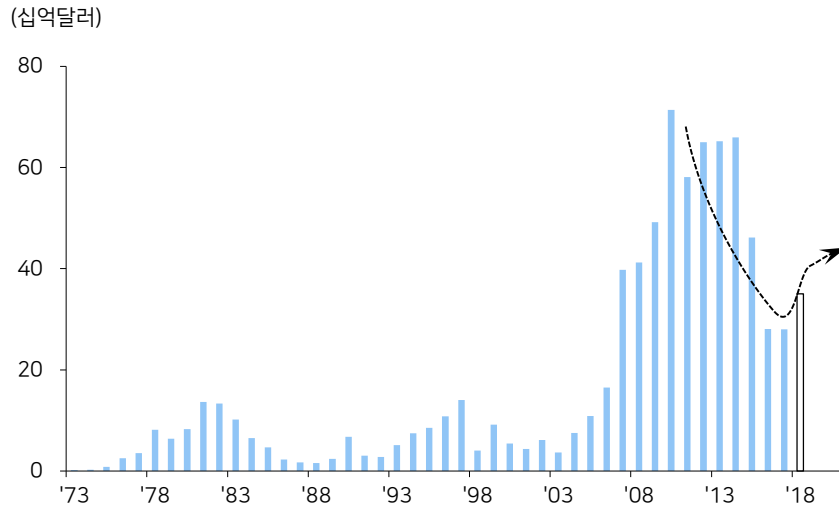
2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

#### 2018년 해외 수주 시장

- 1) 중동지역의 투자재개 예상
- 2) 국내 건설업체의 입찰 확대

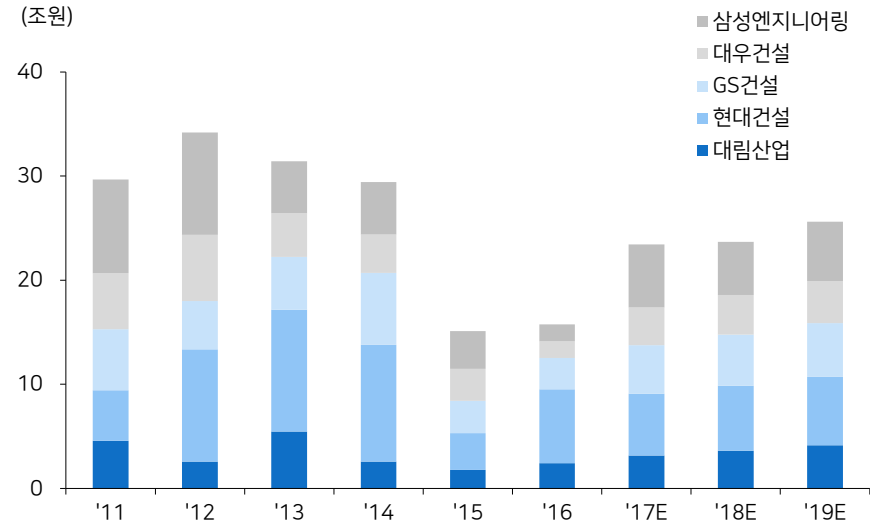
- 중동·아프리카 등 산유국의 발주 Cycle은 '유가 반등 → CAPEX 자금 확보 → E&P → Downstream 투자 확대 → 발전·SOC 등 인프라 투자'
- 미국, 호주, 러시아 등 비중동 지역의 Upstream 투자확대로 중동지역의 투자는 Downstream, 발전 중심
- 2016년 국내 건설업계 해외 수주는 10년간 최저 수준인 281억달러, 중동국가의 재정 악화가 주요 원인
- 2018년 건설업계 수주액은 400억달러 수준으로 회복 예상, 주목해야할 해외 발주  
→ 사우디·UAE 가스플랜트, 이란·쿠웨이트 등 비전통 발주국의 석유화학플랜트, 아시아 정유플랜트

#### 국내 건설업계의 해외 수주금액 추이



자료: ICAK, 메리츠증권증권 리서치센터

#### 대형건설업체의 해외 수주금액 추이 및 전망



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

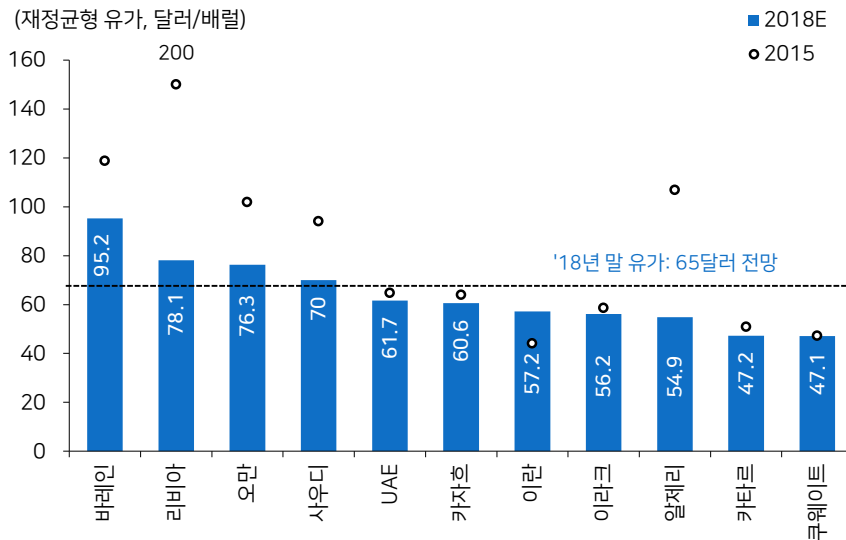
### 3) 기자재 Bottom-out: 중동지역 재정투자 재개 가능성

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

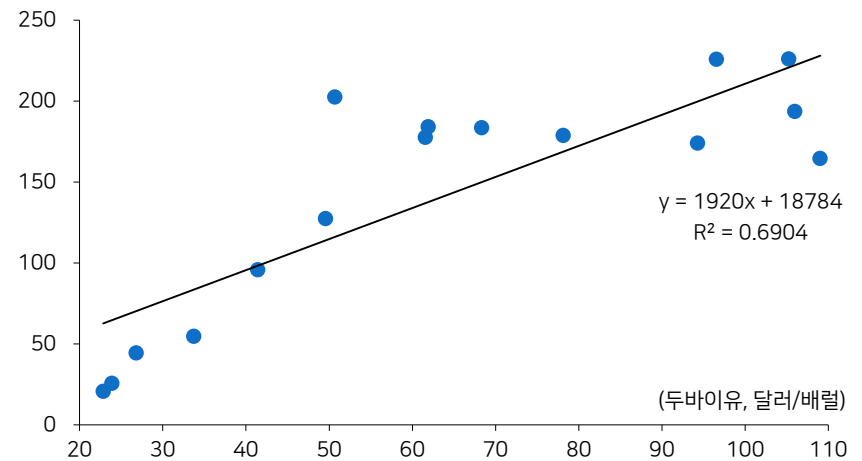
**2018년말 유가 전망치 65달러,  
중동지역의 재정균형 유가  
수준에 근접할 것**

- 투자 확대가 가능한 환경: 선진국 재정긴축 완화(SOC), 제조업 인플레이 부활(설비투자 재개)
- 유가 상승으로 중동 지역의 재정투자가 재개될 가능성 존재 Vs. 지정학적 리스크는 투자지연 요인  
→ 당사 유가 전망 65달러는 주요 원유수출국의 재정균형 유가 수준을 상회 혹은 근접
- 두바이유 기준 유가를 배럴당 65달러로 가정 시 회귀분석에 따른 MENA지역 발주는 1,436억달러 추정  
→ 국내 업계 M/S 8%(13~17년 평균)~15%(10~12년 평균), MENA 지역 수주액은 115~215억달러  
→ 2018년 투자 재개가 예상되는 사우디·UAE·이란지역의 점유율 고려시 M/S 상승 개연성 충분

원유수출국 재정균형 유가 수준 vs 유가수준별 발주 계약가



(MENA 발주 계약가격, 십억달러)



자료: IMF Regional Outlook(2017.10), ICAK, 메리츠증권증권 리서치센터

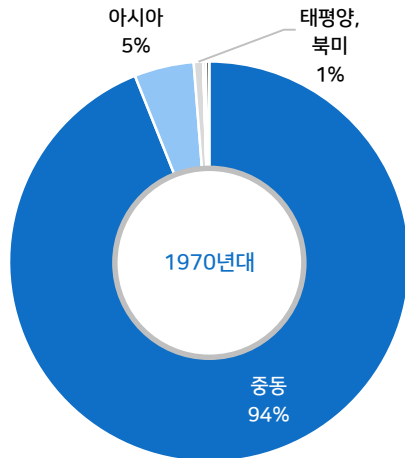
### 3) 기자재 Bottom-out: 해외 산업설비 발주 시장의 다원화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

사우디·UAE의 에너지 정책  
변화에 따른 가스플랜트, 석화  
육성이 목표인 이란, 아시아  
인프라투자가 기대되는 2018년

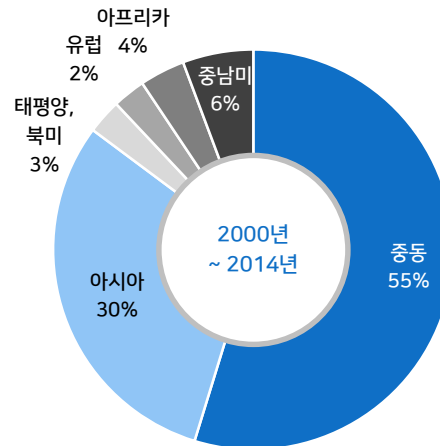
- 2016년을 기점으로 건설업계의 해외 수주잔고 감소는 일단락, 2017년 소폭 반등세 전환
- 대규모 손실반영 이후, 국내 건설업계의 수주지역은 非중동지역 비중이 지속 확대 중, 외형보단 수익성
- 2018년은 중동發 산업설비 발주 회복세 예상, 기자재업계의 수혜는 SOC 투자가 아닌 플랜트 발주
- 사우디: 2017년 7월 천연가스와 재생에너지 보급 정책 발표로 천연가스 공급 증가를 위한 투자 예상
- 이란: 5차 5개년 개발계획 석유화학 정책 포함, 신규설비 외에도 노후화 설비 Revamping 수요도 기대
- 쿠웨이트: 경기 부양+고도화를 위한 석화플랜트 발주 예상, 보수적인 재정 정책으로 발주 여력 충분

1970년대 지역별 수주 비중



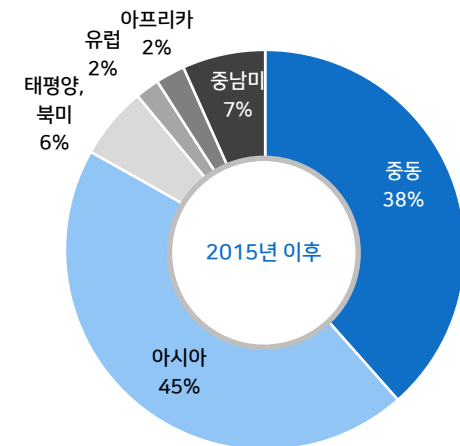
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

2000~2014년 지역별 수주 비중



자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

2015년 이후 지역별 수주 비중



자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

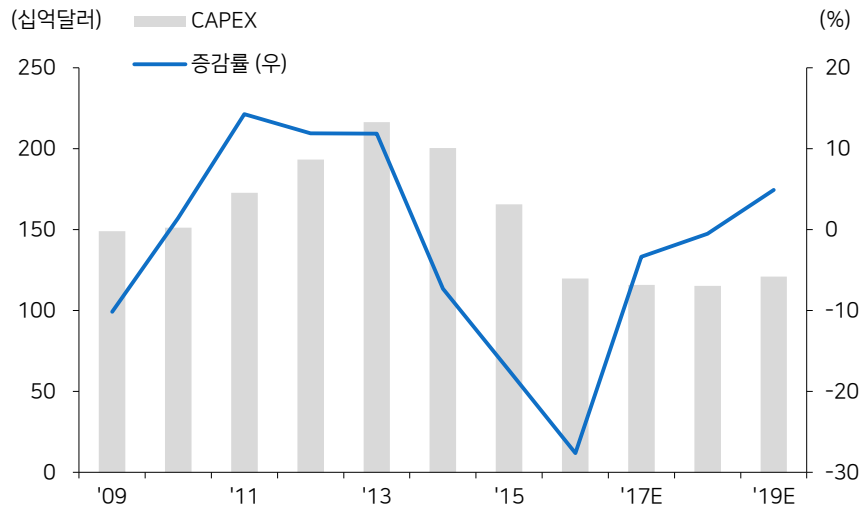
### 3) 기자재 Bottom-out: 유가 안정 → CAPEX 증가 → 전방산업 회복

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

#### 4년간 체력을 비축해 둔 Oil Major, 2018년부터 CAPEX 확대 계획 발표

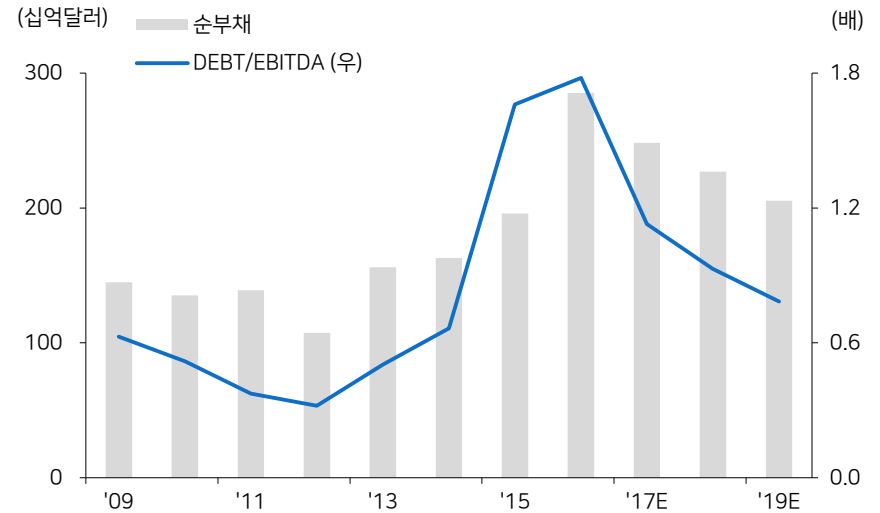
- 2년 연속 원유 수급의 밸런스 개선, '소비 증가 - 생산 증가'는 16년 102만배럴/일, 17년 81만배럴/일
- 55달러 수준에서 유가가 안정화되면서 1) 중동發 산업설비 발주, 2) 해양 생산설비 발주를 기대
- 9대 Oil Major들의 18년 예상 CAPEX는 1,153억달러(-0.5% YoY)로 5년 연속 감소가 예상되었으나, ExxonMobil, Statoil, Chevron 등 투자액 상향 발표. 2019년 예상 CAPEX 1,210억달러도 상향 조정 전망
- 해양 생산설비는 2018년 FID(최종투자결정)을 목표로 다수의 프로젝트들이 논의 중
- 2013년 이후 CAPEX 축소와 재무구조 개선에 주력한 Oil Major, 2018년 Debt/EBITDA는 0.9배로 안정화

9대 Oil Major 합산 연간 CAPEX 추이 및 전망



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Statoil, Woodside 합산 수치  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

9대 Oil Major 합산 연간 순부채와 EBITDA 추이 및 전망



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Statoil, Woodside 합산 수치  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) 기자재 Bottom-out: 피팅 3사의 주가는 유가와 동행

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

기자재 업종의 주가는 유가와 높은 상관관계 유지, 전방산업 회복에 따른 기자재업종의 수혜는 1분기 가시화 전망

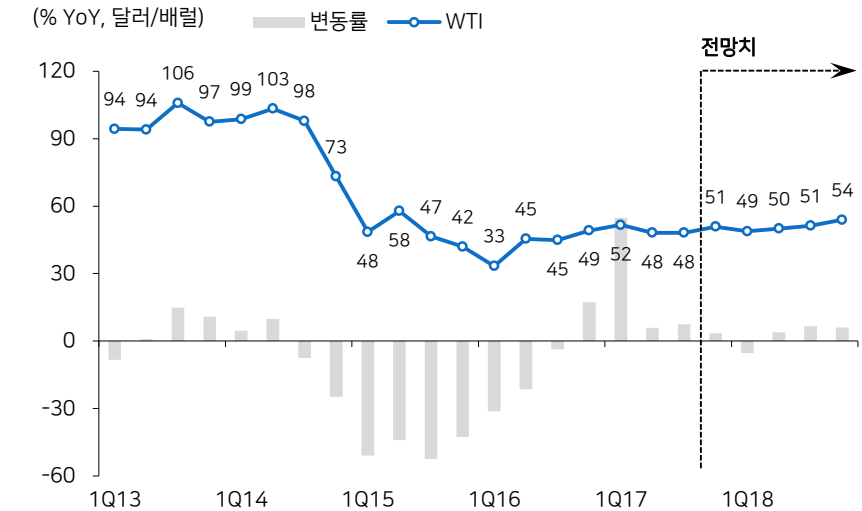
- 2011년부터 2017년 10월까지 유가와 피팅 3사 합산 시가총액의 상관계수는 0.88
- 10월 Brent 유가는 27개월만에 배럴당 60달러 상회, 상승 원인은 OPEC 감산연장 기대+지정학 리스크
- 근본적으로는 글로벌 경기 호조에 따른 견조한 원유 수요가 유가 상승의 동인
- OPEC의 감산 9개월 연장을 가정, 당사의 2018년 WTI 평균 유가는 배럴당 60달러로 전망
- 유가 회복+중동 투자·조선/건설 발주 회복 → 기자재 전반의 회복 모멘텀은 2018년 1분기에 확인 전망

기자재(피팅) 3사의 합산 시가총액과 WTI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

WTI 유가 전망치: OPEC 감산 연장 가정



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

### 3) 기자재 Bottom-out: 수주 Turn-around 기대

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**16년 전방산업 수주 194억달러 (-60.1% YoY), 17년 368억달러 (+90.0% YoY), 시차 고려시 1Q18 수주 회복을 기대**

- 2016년 기자재(피팅) 업체들의 전방산업(해외 산업설비/조선) 수주는 194억달러(-60.1% YoY)로 부진, 2017년 368억달러(+90.0% YoY)로 회복 예상 → 2018년 전방산업 수주는 446억달러(+21.3% YoY) 전망
- 2017년 전방산업의 수주 Bottom-out이 기자재업계의 수주 회복으로 이어질 시점은 2018년 1분기
- 피팅 3사(성광벤드, 태광, 하이록코리아)의 합산 수주액은 2017년 4,713억원, 2018년 5,687억원 추정

#### 전방산업(건설/조선) 수주액과 피팅업계 수주액 추이 및 전망

(백만달러, 십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017E	2018E
<b>1. 전방 수주액(백만달러)</b>	<b>5,676</b>	<b>3,881</b>	<b>1,846</b>	<b>7,954</b>	<b>10,370</b>	<b>8,834</b>	<b>7,360</b>	<b>10,208</b>	<b>11,150</b>	<b>11,194</b>	<b>8,956</b>	<b>13,322</b>	<b>48,486</b>	<b>19,357</b>	<b>36,771</b>	<b>44,622</b>
a) 산업설비	5,163	2,275	1,242	4,565	7,536	4,001	3,079	5,742	8,033	4,387	3,322	6,547	26,490	13,245	20,358	22,289
-Gas	0	227	0	1,418	345	74	0	1,370	483	104	0	1,917	3,007	1,644	1,789	2,504
-발전설비	901	526	67	2,470	1,007	2,769	1,793	1,414	1,108	3,046	1,972	1,556	7,574	3,965	6,983	7,682
-화학	683	666	975	221	3,731	14	507	1,419	4,104	15	557	1,561	274	2,545	5,671	6,238
-정유	557	246	17	39	2,019	502	473	1,113	1,817	452	426	1,002	9,765	859	4,108	3,697
-기타	3,023	611	183	418	433	642	306	426	520	770	367	511	5,870	4,233	1,807	2,168
b) 조선3사	513	1,606	604	3,389	2,834	4,833	4,281	4,465	3,117	6,807	5,633	6,775	21,996	6,112	16,413	22,332
-선박	364	1,338	604	3,181	1,513	2,215	4,184	3,080	1,664	2,880	5,439	4,003	14,324	5,487	10,992	13,986
-해양	149	268	0	208	1,321	2,618	97	1,386	1,453	3,927	194	2,772	7,672	625	5,422	8,346
<b>2. 피팅 수주액(십억원)</b>	<b>141</b>	<b>155</b>	<b>114</b>	<b>115</b>	<b>114</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>130</b>	<b>137</b>	<b>148</b>	<b>138</b>	<b>146</b>	<b>654</b>	<b>524</b>	<b>471</b>	<b>569</b>
a) 단조용	98	114	74	74	78	73	82	89	95	101	96	101	464	360	323	392
-성광	38	50	32	26	38	32	35	40	45	51	46	48	215	145	144.4	189.5
-태광	60	65	42	48	41	41	48	49	50	50	50	53	249	215	178.2	202.8
b) 계측용	42	40	40	41	35	36	36	41	42	47	42	45	191	164	148.7	176.4
<b>3. 수주 가능액(십억원)</b>	<b>155</b>	<b>131</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>133</b>	<b>130</b>	<b>124</b>	<b>159</b>	<b>180</b>	<b>202</b>	<b>182</b>	<b>192</b>	<b>862</b>	<b>585</b>	<b>545</b>	<b>755</b>
a) 건설발 수주	111	85	79	120	125	118	92	110	126	130	116	127	599	395	445	500
b) 조선발 수주	44	46	69	32	8	12	32	48	53	71	66	65	263	190	100	256

주1: 단조용 피팅제품은 EPC업체 수주 후 12개월 시차 발주, 수주 가능 금액은 총 공사액 대비 건설 산업설비 내 비중 1.0%, 해양플랜트 0.75%, 선박 0.5% 기준

주2: 계측용 피팅제품은 EPC업체 수주 후 15개월 시차 발주 기준, 수주 가능 금액은 총 공사액 대비 건설 산업설비 내 비중 0.4%, 해양 0.5%, 선박 0.25% 기준

자료: ICAK, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

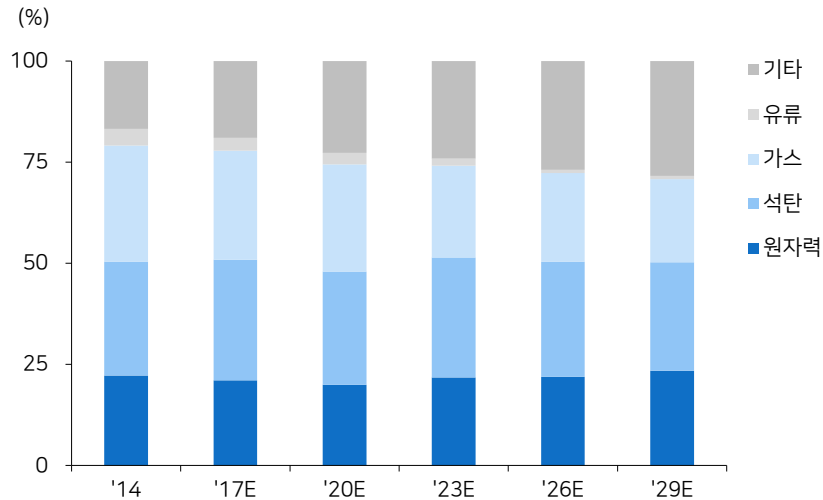
### 3) 新정부 정책 효과: Energy Mix 변화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

발전원 Mix를 석탄·원자력에서  
신재생·천연가스로 전환하는  
것은 전세계의 전반적인 흐름

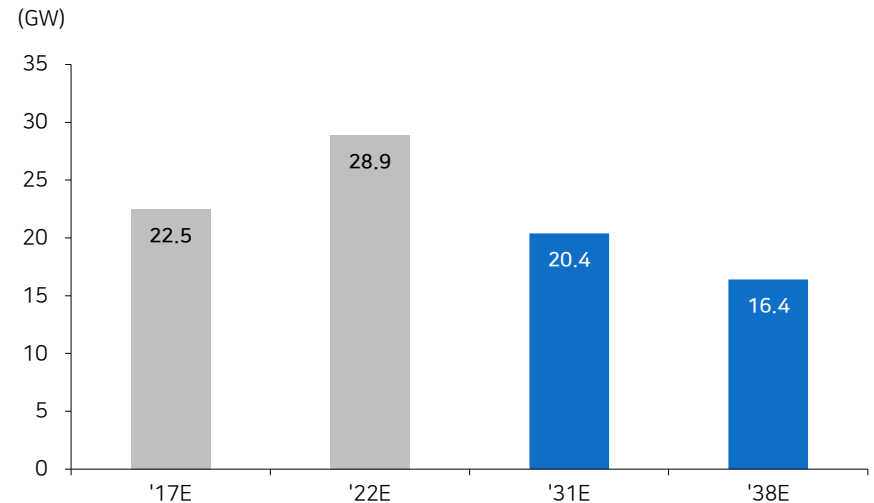
- 친환경 Energy Mix로의 변화 추진: 원자력과 석탄 발전 비중 축소, 신재생과 LNG 비중 확대
- 1) 脫원전: 신고리 5,6호기 재개, 신규 원전계획 백지화, 노후 원전 수명연장 금지(월성 1호 조기 폐쇄) 등
- 2) 脫석탄: 30년 이상 발전소 Shut-down(정례화), 노후발전소 조기 폐쇄
- 7차 전력기본수급계획에 따르면 2029년 원자력과 석탄 발전소의 발전설비 비중은 50.3%로 2014년 기준 50.4% 와 유사 → 문재인 정부의 Energy Mix 변화는 8차 전력수급기본계획에 반영될 전망
- 한국은 KOGAS의 장기공급계약 종료시점에 맞추어 미국, 호주 등 비중동 LNG의 순차적 도입 확대 예상

7차 전력기본수급계획에 따른 발전설비 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

원자력발전소 단계적 감축(탈원전) 로드맵



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

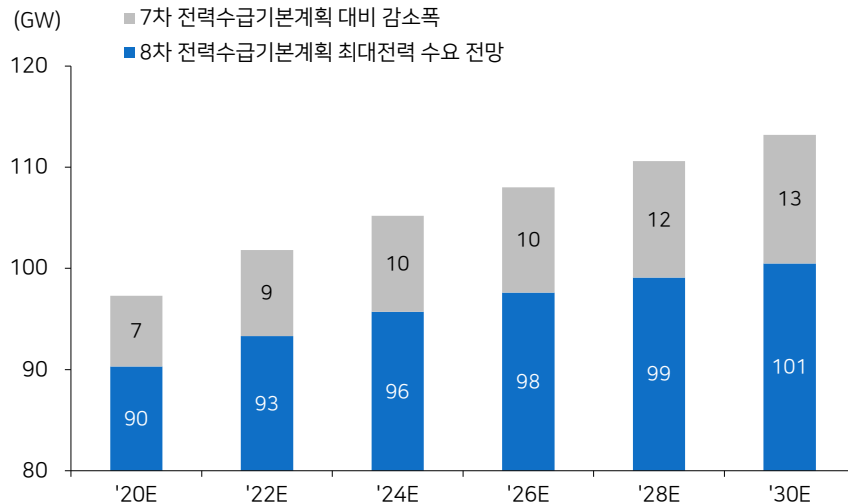
### 3) 新정부 정책 효과: Energy Mix 변화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**8차 전력계획 11월 발표 예정.**  
**발전 Mix를 신재생·천연가스로**  
**전환하는 것은 전반적인 흐름**

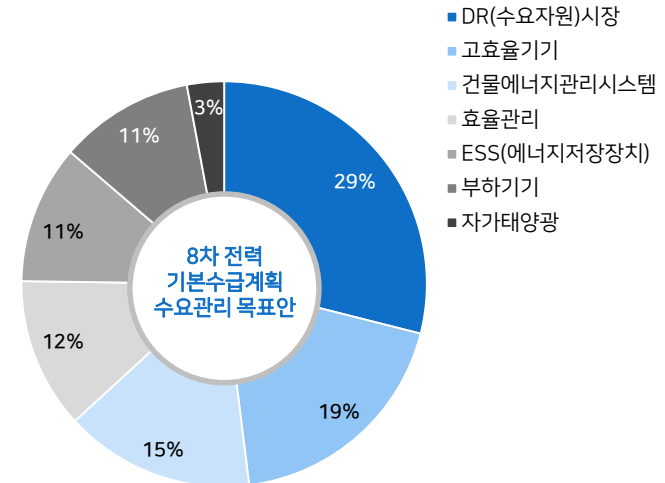
- 8차 전력수급기본계획의 목표수요는 2030년 기준 100.5GW로 7차 계획 대비 약 -10.7% 감소 전망
- 수요관리는 상시 전력 소비량 감축안과 피크수요 감축안을 통해 2030년 기준 13.2GW 절감가능 전망
- 상시 감축은 고효율기기, 건물에너지관리시스템, 효율관리, 자가 태양광 등으로 6.5GW 감축가능 분석
- 피크수요 감축은 ESS(에너지저장장치)보급확대, 부하기기 활용, DR(수요자원)시장으로 3.8GW감축 예상  
→ ESS 보급증가 전망, 국내 업체로 LS산전, 현대일렉트릭 수혜 가능성

**8차 전력기본수급계획, 7차 대비 최대전력 수요 -10.7% 전망**



주: 8차 전력수급기본계획은 17년 9월에 발표한 재전망안 기준  
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

**8차 전력기본수급계획 수요관리 목표안 중 13.2GW의 항목별 비중**



주: 8차 전력수급기본계획은 17년 9월에 발표한 재전망안 기준  
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터



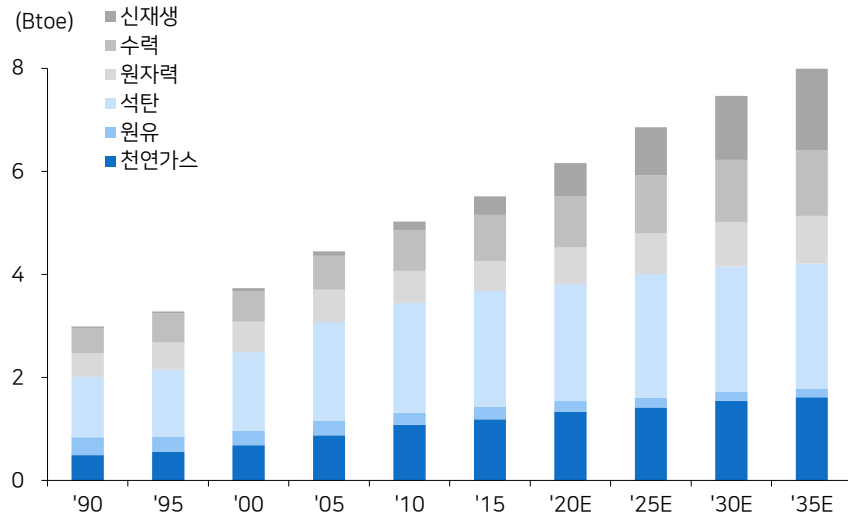
### 3) 新정부 정책 효과: Energy Mix 변화, Global

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**발전용 에너지원 비중은 석탄 40.8%, 가스 21.5%. 25년까지 석탄·원전이 동결, 50% 가스로 대체 시 225MTPA 수요 발생**

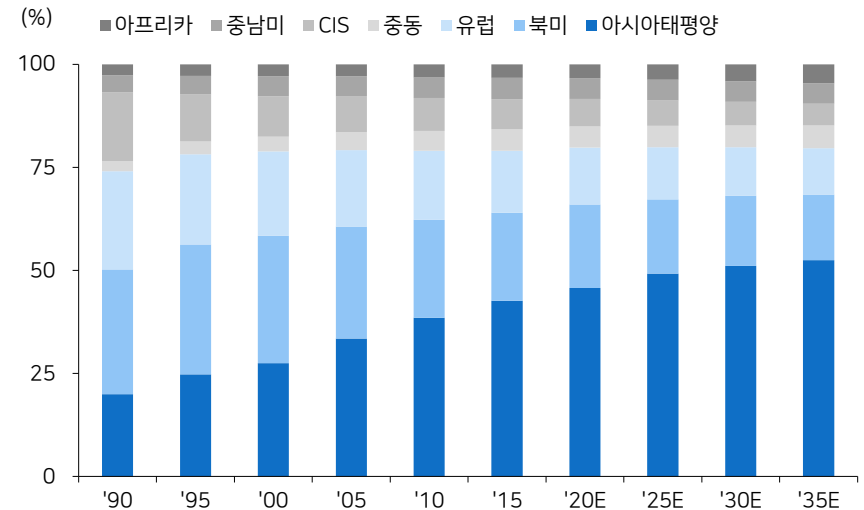
- 2015년 전세계 에너지 소비는 13.1Btoe, 에너지원별 소비 비중은 Liquid(원유 포함) 32.9%, 석탄 29.2%, 천연가스 23.8%, 원자력 4.4%, 재생 2.8% → 아태지역은 석탄 사용량의 72.9%, 천연가스의 20.1% 차지
- 발전용 에너지 소비는 5.5Btoe, Mix 비중은 석탄 40.8%, 천연가스 21.5%, 원자력 10.6%, 신재생 6.6%
- 이는 석탄의 소비증가율 +0.7%, 원자력 +3.1%를 가정한 수준 → 석탄발전과 원전 축소 추세를 감안, 2016~25년 석탄·원자력의 동결을 가정하면 발전용 천연가스 소비량은 연평균 4.1% 증가 가능
- 천연가스로 50% 대체 시 10년간 증가분은 최대 0.6Btoe, LNG로 환산시 최대 225.1MTPA 증가

에너지원별 발전 소비량 추이 및 전망 - 16~25년 가스 증가율 +1.8%



주: Btoe = Billion tonnes oil equivalent  
자료: BP, 메리츠증권증권 리서치센터

발전용 에너지원의 지역별 소비량 비중 추이 및 전망



자료: BP, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) 新정부 정책 효과: Energy Mix 변화, Global

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**2030년까지 유럽·중국·일본·한국 발전 비중 변화로 LNG 수요는 145~224MTPA 증가 (연평균 3.0~4.2%의 신규 수요 증가)**

- 2014년 기준(World Bank) 유럽·중국·일본·한국의 발전원별 발전량 비중은 석탄 49.9%, 신재생 25.0%, 가스 11.8%, 원전 11.2% → 2030년에는 석탄 40.1%, 신재생 29.4%, 가스 15.0%, 원전 14.9% 전망
- 그러나, 1) 유럽의 원전폐쇄 움직임, 2) 일본의 원전 재가동 지연, 3) 한국의 新정부 정책, 4) 중국의 석탄발전 축소로 2030년까지의 석탄발전(+658.4TWh)과 원전(+1,002.7TWh) 증가분은 축소될 전망
- 2015~30년 발전원 변화에 따른 유럽·중국·일본·한국發 LNG 수요는 145.3~223.8MTPA 증가 예상

**중국, 한국, 일본, 유럽의 발전원별 발전량 추이 및 전망 - 15년간 발전원 비중 변화로 145.3~223.8MTPA의 LNG 수요 발생 가능**

(TWh)	중국					한국					일본					유럽				
	Gas	Coal	Nuclear	Oil	신재생	Gas	Coal	Nuclear	Oil	신재생	Gas	Coal	Nuclear	Oil	신재생	Gas	Coal	Nuclear	Oil	신재생
2010	63.4	2,987.4	71.0	12.2	770.7	97.0	206.1	141.9	17.8	5.5	290.8	288.3	280.3	71.4	111.2	810.5	886.5	896.5	83.3	935.2
2014	90.6	3,681.2	130.6	9.5	1,233.1	119.2	219.8	149.2	20.5	8.4	427.6	297.5	0	117.5	141.5	571.1	888.7	858.2	72.4	1,165.3
2020E	245.0	4,212.1	329.2	6.1	1,892.3	111.1	234.8	213.6	16.7	52.0	386.7	270.1	167.2	49.4	184.7	655.3	922.7	845.1	71.2	1,363.4
2025E	509.4	4,391.5	451.8	5.8	2,138.8	112.0	228.1	257.7	15.8	66.7	450.1	260.4	179.7	1.6	205.3	745.9	941.9	878.9	67.8	1,455.3
2030E	646.7	4,353.1	754.0	5.5	2,385.3	128.5	226.6	281.4	14.9	83.4	471.3	250.7	175.1	1.0	225.9	905.5	915.1	930.0	64.6	1,512.9
15~30년 순증분	556.1	671.9	623.5	-3.9	1,152.2	9.3	6.8	132.2	-5.6	75.0	43.7	-46.8	175.1	-116.6	84.4	334.4	26.4	71.9	-7.7	347.6

**2015~30년 LNG 수요증가분(1+2+3): 1) Gas 발전량 증가에 따른 LNG 순증분, 2) 석탄화력발전 증가율 0%, 이 중 50%를 LNG 대체, 3) 원자력발전 순증분 중 50%를 LNG로 대체**

LNG-최대(MTPA)	90.0	54.4				1.5	0.5	5.5			7.1		2.8			54.1	2.1	5.8		
--------------	------	------	--	--	--	-----	-----	-----	--	--	-----	--	-----	--	--	------	-----	-----	--	--

주: 1) 1TWh = 21.1만TOE, 1TOE = LNG 766.9kg 기준, 2) 석탄은 2030년까지 증가율 0% 적용, 한국은 2020년부터 원전증가율 0%, 일본 원전은 2010년의 50% 재가동 기준, 유럽 원전증가율 0% 기준  
자료: World Bank, 메리츠증권리서치센터

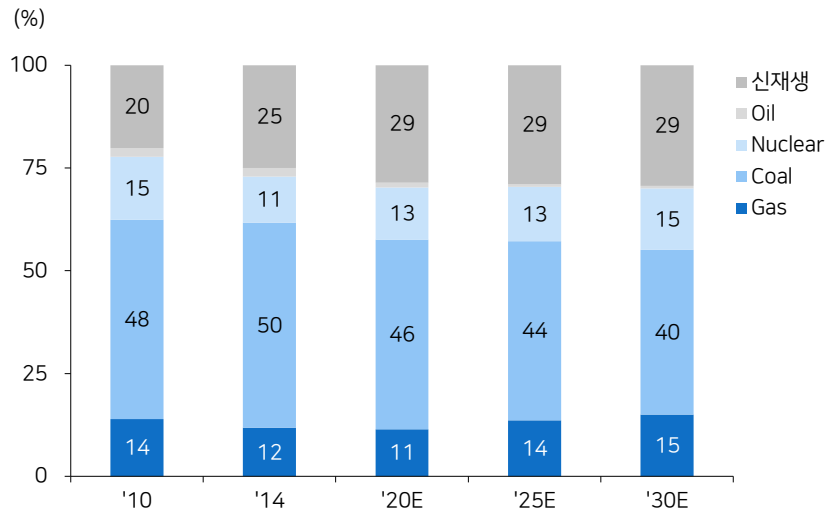
### 3) 新정부 정책 효과: Energy Mix 변화, Global

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

'15~'30년 석탄발전 건설이 없고, 원전은 중국 이외의 신규 건설 배제시 가스 비중은 '14년 11.8%에서 '30년 18.3%로 증가

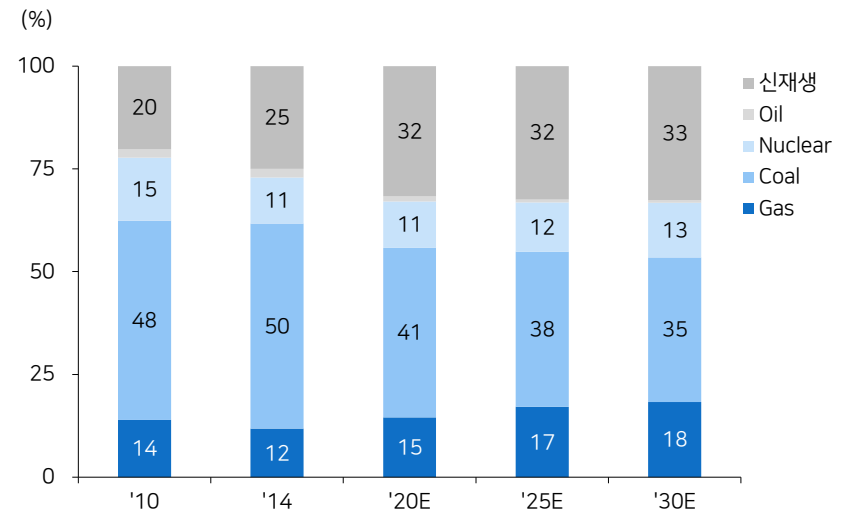
- 가정: 1) 2015~30년 석탄발전 순증분 50%를 LNG 대체, 2) 한국·일본 원전은 20년 이후 순증분의 50%를 LNG, 일본은 2010년 용량의 50% 재가동, 3) 유럽 원전증가 0% → LNG 수요는 최대 223.8MTPA 증가
- 가스 수요 증가분에서 중국의 LNG 조달 비중 80%, 한국·일본의 LNG 비중 100%, 유럽의 LNG 비중을 20%로 적용 → 발전원 비중 변화에 따른 LNG 수요는 145.3MTPA 증가
- World Bank의 전망치 대비 가정 1), 2), 3)의 변화가 나타날 경우, 2030년 발전원별 비중은 석탄 35.2%, 신재생 32.7%(LNG 대체 이외의 발전원을 신재생이 대체), 가스 18.3%, 원자력 13.3%로 예상

중국, 한국, 일본, 유럽의 발전원별 비중 추이 및 전망(World Bank)



자료: World Bank, 메리츠증권리서치센터

중국, 한국, 일본, 유럽 발전원별 비중 추이 및 전망(원전, 석탄 수정치)



자료: 메리츠증권리서치센터

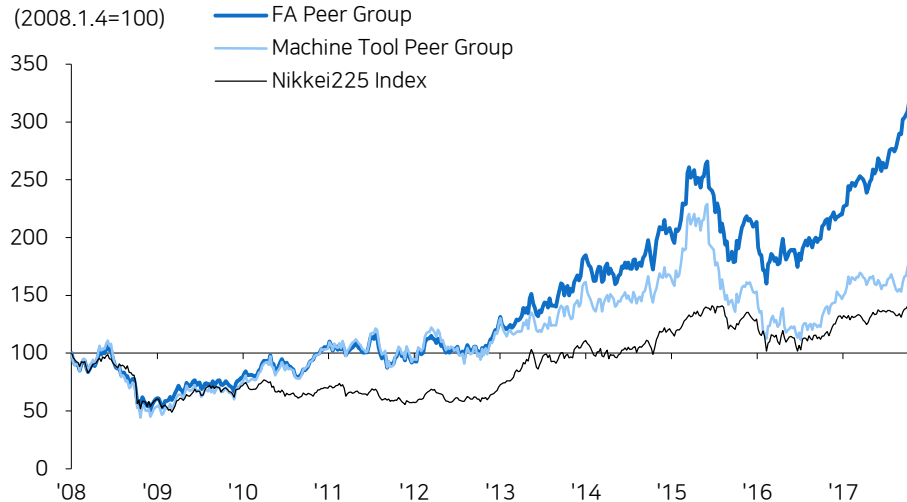
### 3) 新정부 정책 효과: 4차 산업혁명, 자동화

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**Smart Korea, Smart Factory의  
국내 업계 경쟁력은 아직 열위  
→ 자동화 강소기업에 주목,  
삼익THK·에스엠코어·와이지원**

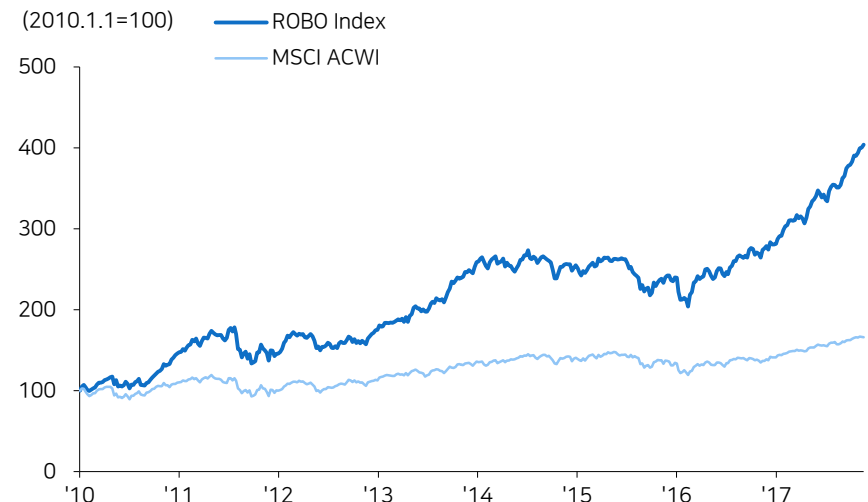
- 문재인 정부는 4차 산업혁명의 플랫폼과 Smart Korea 구현을 위한 협업체계 구축, Smart Factory 지원 확대를 주요 정책과제에 반영
- 일본 기계업종은 Nikkei 대비 Outperform, Robot을 포함한 Factory Automation 기업들이 독보적 상승
- 세계 4대 로봇 본체 제조사인 ABB, FANUC, Yaskawa, KUKA 등 일본·유럽·미국 기업이 기술 선도 → 국내 완성품 기업 중 Top-Tier는 전무, 자동화 관련 強小기업에 주목할 시점 - 삼익THK, 와이지원, 에스엠코어

#### 일본 기계 업종(공장 자동화와 공작기계)의 주가 추이



주1: FA는 Factory Automation(공장 자동화), 주2: FA Peer는 FANUC, Yaskawa, SMC, Daifuku, Keyence, Tsubakimoto Chain, 주3: Machine Tool Peer는 FANUC, Amada, Okuma, DMG, Mori Seiki, Toshiba Machine, Makino Milling Machine  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

#### ROBO Index와 MSCI ACWI 추이



주1: ROBO Index는 ROBO Global의 로봇, 자동화 기업 지수, 주2: 주요 구성종목은 Yaskawa Electric(일본), IPG Photonics(미국), Cognex(미국), FANUC(일본), Harmonic Drive Systems(일본), DAIFUKU(일본) 등  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) 新정부 정책 효과: 책임 국방

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

#### GDP 대비 국방비

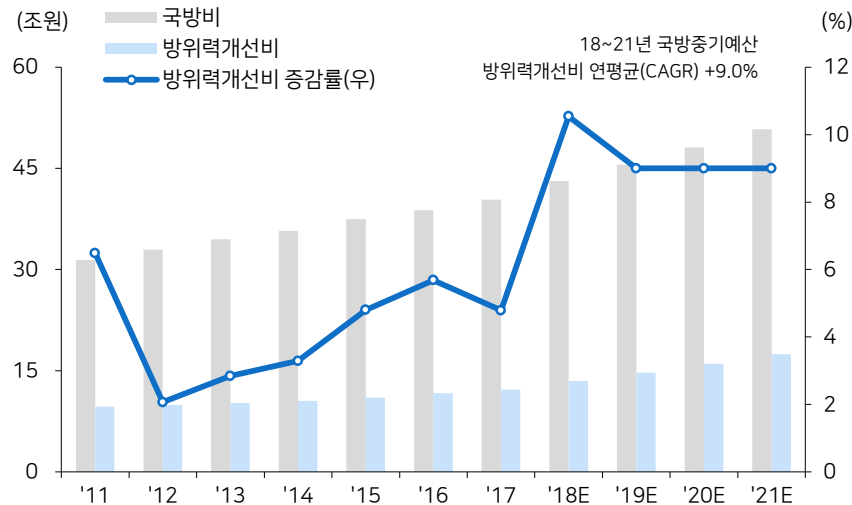
#### 2.7~2.8%까지 확대 목표

#### 1) KAMD, Kill-Chain 조기 전력화

#### 2) MRO사업, 수출 지원

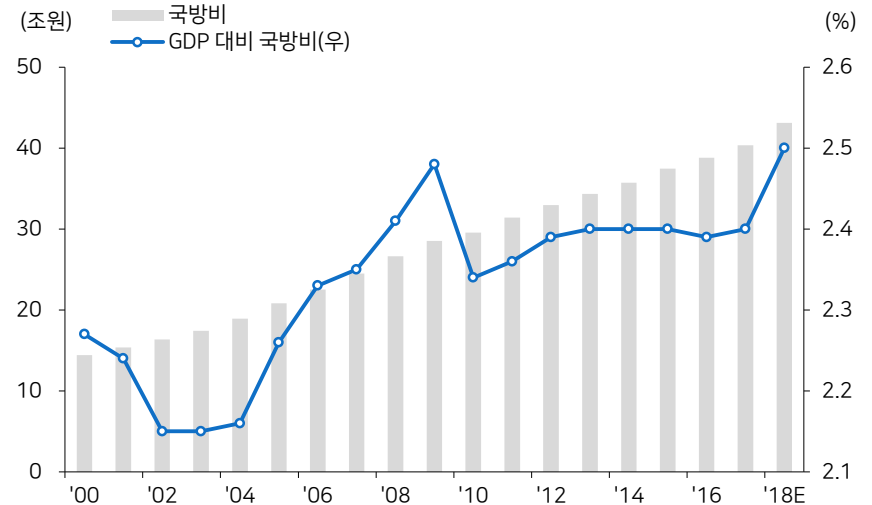
- 2018년 국방예산은 국방비 43.1조원, 방위력개선비 13.5조원(+10.5% YoY)로 확정
- 2017~21년 국방중기예산 상의 방위력개선비는 연평균 +9.0%의 성장이 목표
  - 문재인 정부는 2016년 기준 GDP 대비 2.4%인 국방비를 2.7~2.8%까지 확대 목표
  - 2018년 기준 국방비를 GDP 대비 2.9%까지 확대 시 국방비는 기존 예산안 대비 16.0% 증가
- 한국항공우주의 전임 경영진 배임·분식회계 의혹, 수리온 품질 이슈로 방산업종 주가는 전반적 약세
  - 일시적인 거래 정지 이후 재무제표 수정과 Big Bath, 추가적인 불확실성 우려는 제한적
  - '체계결빙' 문제로 납품이 중단된 수리온도 양산 재개 결정, 2030년까지 200여대 전력화 예정

#### 국방중기계획에 따른 국방비와 방위력개선비 추이 및 전망



주: 18년 예산은 정부 편성예산 기준, 19~21년은 국방중기계획 기준  
자료: 국방부, 메리츠증권리서치센터

#### GDP 대비 국방지출 금액 비중 추이



주: 18년 예산은 정부 편성예산 기준  
자료: 국방부, 메리츠증권리서치센터

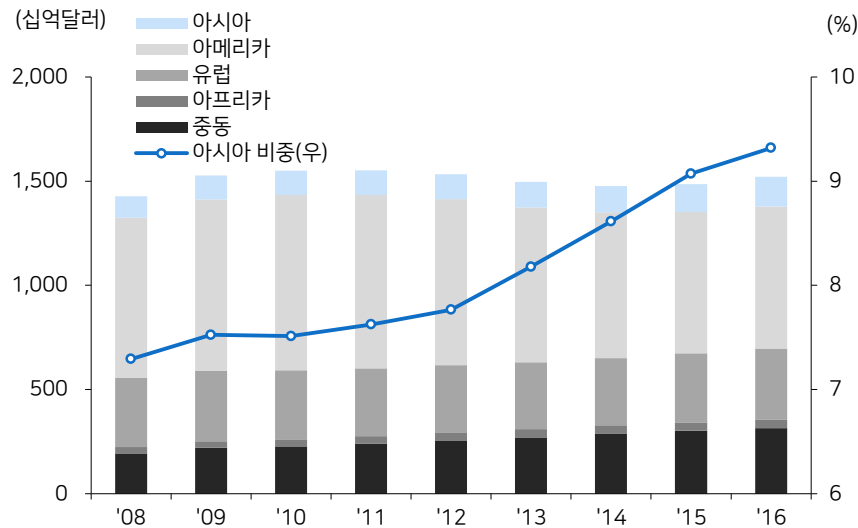
### 3) 新정부 정책 효과: 책임 국방

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

방위산업 예산은 증가,  
해외 수주는 불확실성 상존

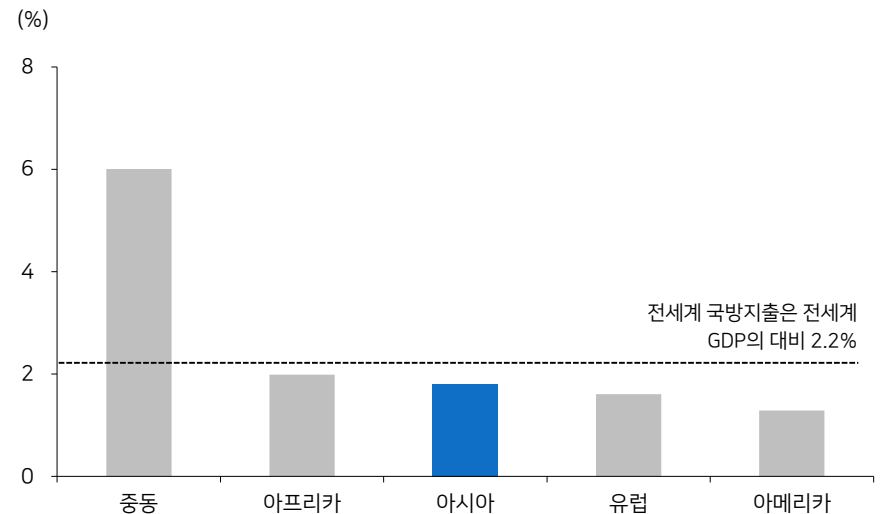
- 아시아 지역의 국방지출 비중은 2008년 7.3%에서 2016년 9.3%까지 확대  
→ 필리핀, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 남중국해에 인접한 동남아 국가들의 경쟁적 군비 증강
- 중국의 국방 예산 증가와 미국의 견제로 지정학적 Risk 고조: 1) 남중국해 분쟁, 2) THAAD
- 新정부 출범 이후 외교 재개는 방산수출 기대감에 긍정적, 미국 고등훈련기 수주 여부가 최대 변수

지역별 국방지출 금액 및 아시아 비중 추이 및 전망



자료: SIPRI, 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 GDP 대비 국방지출 금액 비중 비교 (2016년 기준)



자료: SIPRI, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2018년 산업 전망 조선/기계

### 기업분석

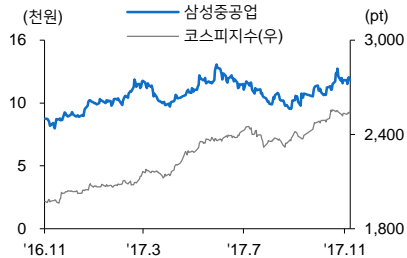
종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	16,000원
현대중공업(009540)	Buy	205,000원
현대미포조선(010620)	Buy	130,000원
한진중공업(097230)	Buy	5,400원
현대로보틱스(267250)	Buy	620,000원
현대로템(064350)	Trading Buy	23,000원
하이록코리아(013030)	Buy	31,000원
성광벤드(014620)	Buy	13,000원
태광(267260)	Trading Buy	11,000원

# 삼성중공업(010140) 2018년 Product Mix의 수혜, Risk는 해소 중

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	16,000원	
현재주가 (11.24)	12,300원	
상승여력	30.1%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	47,970억원	
발행주식수	39,000만주	
유동주식비율	62.48%	
외국인비중	19.58%	
52주 최고/최저가	13,600원 / 8,300원	
평균거래대금	332.7억원	
주요주주(%)		
삼성전자 외 7인	23.16	
Templeton Asset Management	5.13	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	10.3	8.0
6개월	3.4	-5.9
12개월	44.2	11.7
주가그래프		



## 10월 누적 수주는 65억달러로 수주목표 달성률 108.3% 기록, 해양 중심의 수주로 경쟁력 재확인

- 수주 선종은 Coral F-LNG(25억달러), Mad-dog 2 FPU(13억달러), LNGC(FSRU 포함) 4척, 탱커 13척, 22,000 TEU 컨테이너선 6척으로 구성 → 제품건조단가(ASP)가 가장 높은 선종 중심의 Product Mix 확보
- BP Tortue FPSO, 베트남 Block B Platform 등 입찰에 참여중인 해양 생산설비 중 추가 수주에 성공한다면, 해양부문의 경쟁력이 다시 한번 입증될 전망

## 시추설비 Risk는 하나씩 해소되는 구간, 3분기말 미청구공사는 3.04조원으로 2012년 2분기 이후 최저치

- Drillship의 수주잔고 6기에 대한 인도 지연, Stena Semi-Rig 발주 취소는 재무제표에 기 반영된 상황
- 추가 인도지연은 Risk 요인이거나, 시추설비 용선계약 증가와 유가 상승은 Risk-off로 이어질 개연성 높음

## 투자의견 Buy, 적정주가 16,000원 유지 – 2018년 발주의 중심은 경쟁력을 보유한 가스선과 해양설비

- 투자의견 Buy, 2018년 업종 Top Pick으로 제시 – Valuation 할인 요인의 해소  
→ 1) 미청구공사/자본총계 0.48배로 2010년 이후 최저 수준으로 정상화, 2) 해양과 가스선 매출비중이 높아, 유가 민감도가 큰 점은 오히려 기회, 3) 2018년 수주를 2017년과 동일하게 달성해도 잔고는 증가

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	9,714.4	-1,501.9	-1,205.4	-4,532	-923.0	15,924	-2.1	0.6	-5.0	-24.7	305.6
2016	10,414.2	-147.2	-121.2	-433	-89.1	16,058	-21.4	0.6	44.5	-2.3	174.4
2017E	8,089.4	53.8	93.5	240	-143.9	16,267	52.4	0.8	20.2	1.5	142.7
2018E	6,683.6	51.3	61.8	159	-27.9	16,399	79.2	0.8	20.6	1.0	133.6
2019E	7,312.5	134.0	124.7	320	101.6	16,694	39.3	0.8	16.3	1.9	131.2



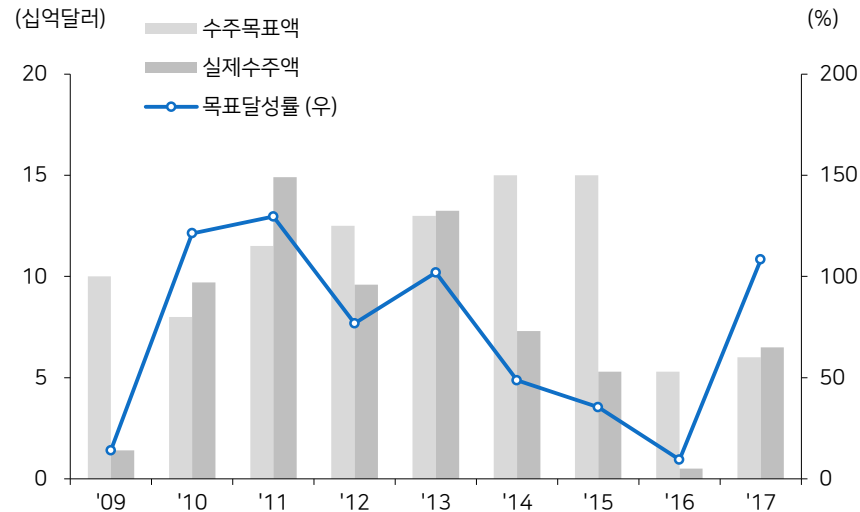
# 2018년 발주의 중심은 가스선과 해양

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

**17년 예상 수주액 70억달러,  
18년 발주는 경쟁력을 보유한  
해양, 가스선 → 17년 수준의  
수주로도 수주잔고 증가 전환**

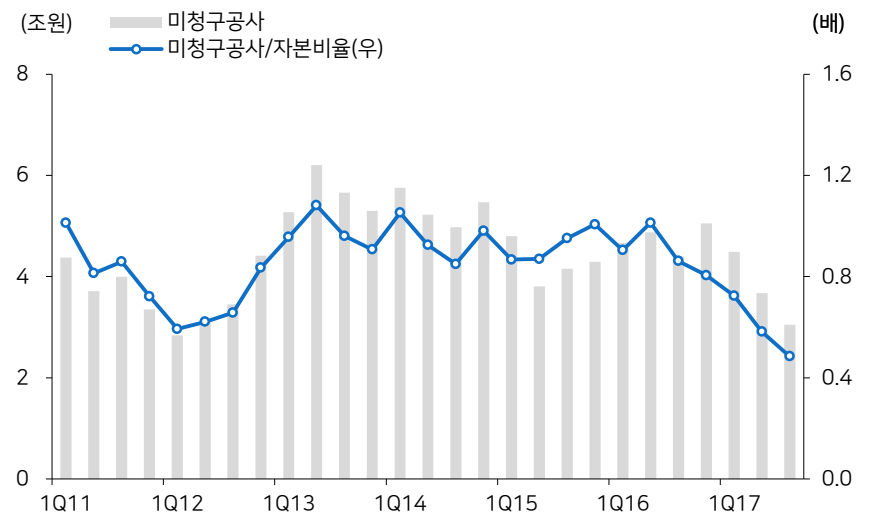
- 10월 누적 신규 수주액은 이미 목표치를 초과, 수주금액의 67%를 해양생산설비와 LNG선이 차지
- 당사는 2018년 전세계 발주시장의 금액 기준 비중을 해양>가스선>탱커>컨테이너선 순으로 전망
- 시추설비 잔고 6기 중 Seadrill Drillship 2기는 Chapter 11 이후 인도 지연을 협의 중이며, Stena Drilling은 6월 2일 건조계약 해지 통보 - 중재소송과 별도로 Third Party와의 매각협상 중
- Stena Semi-Rig 1기(7.18억달러)는 1,954억원의 손실을 기 반영. 대규모 손실 발생 가능성은 제한적
- 3분기 미청구공사는 2012년 2분기 이후 최저수준인 3.04조원으로 감소. 2018년 수주액을 2017년과 동일한 수준인 70억달러로 가정해도 연간 수주액은 매출액의 1.2배, 수주잔고는 5년만에 증가세 전환

## 삼성중공업의 수주목표 달성을 추이



주: 2017년 10월 말 기준  
자료: 회사자료, 메리츠증권리서치센터

## 삼성중공업의 수주잔고(인도 기준) 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

# 삼성중공업(010140)

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,714.4	10,414.2	8,089.4	6,683.6	7,312.5
매출액증가율(%)	-24.6	7.2	-22.3	-17.4	9.4
매출원가	10,676.1	9,939.1	7,552.2	6,242.2	6,744.9
매출총이익	-961.6	475.1	537.2	441.4	567.6
판매비와관리비	540.3	622.3	483.4	390.2	433.6
영업이익	-1,501.9	-147.2	53.8	51.3	134.0
영업이익률(%)	-15.5	-1.4	0.7	0.8	1.8
금융손익	-10.2	-97.2	-39.9	-27.1	-12.6
중속/관계기업관련손익	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타영업외손익	50.9	175.9	69.0	60.3	45.8
세전계속사업이익	-1,461.8	-68.9	82.5	84.1	166.8
법인세비용	-249.7	69.8	-2.5	22.9	43.3
당기순이익	-1,212.1	-138.8	85.0	61.2	123.4
지배주주지분 순이익	-1,205.4	-121.2	93.5	61.8	124.7
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,110.5	9,950.8	8,343.8	8,082.7	8,347.1
현금및현금성자산	983.5	984.1	1,145.7	1,028.5	1,160.2
매출채권	350.7	389.3	385.4	377.7	384.8
재고자산	1,449.1	1,226.1	1,213.8	1,189.6	1,211.9
비유동자산	7,191.1	7,266.7	7,065.5	6,868.4	6,709.7
유형자산	5,582.8	6,442.4	6,276.0	6,109.0	5,951.2
무형자산	101.7	96.1	92.9	89.5	86.1
투자자산	625.5	239.8	228.4	220.8	241.6
자산총계	17,301.6	17,217.5	15,409.3	14,951.1	15,056.8
유동부채	9,570.1	9,045.7	8,401.4	7,991.3	8,021.2
매입채무	1,413.7	1,320.7	1,025.9	847.6	927.4
단기차입금	1,908.4	2,693.8	1,893.8	1,743.8	1,593.8
유동성장기부채	513.6	1,158.7	2,158.7	2,208.7	2,158.7
비유동부채	3,465.7	1,896.4	659.4	560.5	522.3
사채	1,098.2	499.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,513.2	975.5	275.5	225.5	175.5
부채총계	13,035.9	10,942.2	9,060.7	8,551.8	8,543.5
자본금	1,155.0	1,950.6	1,950.6	1,950.6	1,950.6
자본잉여금	423.5	758.4	758.4	758.4	758.4
기타포괄이익누계액	35.6	1,006.0	994.4	983.9	974.4
이익잉여금	3,593.5	3,519.6	3,613.0	3,674.9	3,799.5
비지배주주지분	28.4	11.0	2.5	1.9	0.7
자본총계	4,265.8	6,275.3	6,348.6	6,399.3	6,513.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	620.3	-1,554.8	1,486.6	249.6	518.4
당기순이익(손실)	-1,212.1	-138.8	85.0	61.2	123.4
유형자산감가상각비	280.2	287.6	291.5	281.4	268.3
무형자산상각비	23.5	29.2	23.2	22.4	21.5
운전자본의 증감	1,808.5	-2,140.4	1,099.9	-104.8	114.3
투자활동 현금흐름	-1,080.7	129.5	-96.6	-75.7	-159.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-608.2	-207.1	-125.0	-114.5	-110.4
투자자산의 감소(증가)	-77.8	385.3	10.9	7.2	-21.2
재무활동 현금흐름	1,103.7	1,391.7	-1,228.4	-291.1	-226.9
차입금증감	1,426.6	124.6	-1,228.4	-291.1	-226.9
자본의증가	0.0	1,130.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	642.7	0.6	161.6	-117.2	131.6
기초현금	340.8	983.5	984.1	1,145.7	1,028.5
기말현금	983.5	984.1	1,145.7	1,028.5	1,160.2
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	36,521	37,218	20,742	17,137	18,750
EPS(지배주주)	-4,532	-433	240	159	320
CFPS	-2,625	2,123	1,053	1,014	1,187
EBITDAPS	-4,505	606	945	911	1,087
BPS	15,924	16,058	16,267	16,399	16,694
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.1	-21.4	52.4	79.2	39.3
PCR	-3.6	4.4	11.9	12.4	10.6
PSR	0.3	0.2	0.6	0.7	0.7
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
EBITDA	-1,198.2	169.7	368.5	355.1	423.8
EV/EBITDA	-5.0	44.5	20.2	20.6	16.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-24.7	-2.3	1.5	1.0	1.9
EBITDA이익률	-12.3	1.6	4.6	5.3	5.8
부채비율	305.6	174.4	142.7	133.6	131.2
금융비용부담률	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	-34.8	-2.1	0.9	0.9	2.6
매출채권회전율(x)	17.4	28.2	20.9	17.5	19.2
재고자산회전율(x)	7.4	7.8	6.6	5.6	6.1

# 현대중공업(009540) 기대보다는 아쉽다

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	205,000원
현재주가 (11.24)	146,000원
상승여력	40.4%
KOSPI	2,544.33pt
시가총액	82,732억원
발행주식수	5,667만주
유동주식비율	63.77%
외국인비중	21.16%
52주 최고/최저가	186,500원 / 117,242원
평균거래대금	342.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
현대로보틱스 외 14인	35.83
국민연금공단	8.29
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-0.7 -2.8
6개월	-15.4 -22.9
12개월	8.6 -15.9
<b>주가그래프</b>	



## 2017년 수주액 본사 34.3억달러, 삼호 21.5억달러로 순항 중, 변곡점에 있던 Project 수주 실패는 아쉽다

- 10월 누적 수주액은 본사 34.2억달러(달성률 79.6%), 삼호 21.5억달러(달성률 89.6%) 기록, 연말까지 대형 컨테이너선과 LNGC, 탱커發 추가 수주로 목표 달성은 무난할 전망
- 컨테이너선과 해양설비 발주 회복의 변곡점에 있던 CMA-CGM, Johan Castberg 수주 실패는 아쉬운 결과

## 2018년의 'Beyond Turn-around'를 믿는다면, 시황 회복시 승수효과가 가장 큰 기업에 투자해야 할 시점

- 현대중공업 그룹의 인적분할 이후 2018년 연결매출액은 16.1조원, 영업이익 1,319억원으로 마지막 보릿 고개가 남은 상황. 분할로 현금창출능력이 감소했다면 이를 상쇄할 것은 신규 수주와 재무건전성 유지
- 2017년 3분기말 미청구공사액은 3.3조원으로 2012년 2분기 이래 최저치, 미청구공사/자본총계는 0.26배로 동종업계에서 가장 안정적 재무건전성 확보
- 해양·플랜트부문 잔고소진에 따른 수익악화는 불가피, 공정 안정화로 잔여공사 추가 손실 개연성은 낮음

## 투자의견 Buy, 적정주가 205,000원 유지 - 저력을 발휘 해야할 시점

- 투자의견 Buy, 적정주가 205,000원 유지. 경영정상화를 위한 자구계획은 초과 달성
- 2018년 환경 규제와 관련한 신규 발주 시, 조선+엔진+글로벌서비스의 시너지 효과는 가장 클 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	46,231.7	-1,540.1	-1,349.9	-17,762	-38.2	180,738	-4.4	0.4	-41.9	-9.3	220.9
2016	39,317.3	1,641.9	545.1	7,173	-148.2	209,690	17.9	0.6	9.0	3.7	175.3
2017E	16,921.1	485.0	262.7	4,257	-1.5	202,970	34.5	0.7	12.9	1.9	141.3
2018E	15,800.1	237.1	81.3	1,435	-67.9	204,912	102.4	0.7	18.4	0.7	132.6
2019E	16,488.9	438.3	169.6	2,994	99.6	208,417	49.1	0.7	13.8	1.4	130.5

# 현대중공업(009540)

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	46,231.7	39,317.3	16,921.1	15,800.1	16,488.9
매출액증가율(%)	-12.1	-15.0	-57.0	-6.6	4.4
매출원가	44,682.0	34,752.6	15,178.2	14,457.0	14,896.3
매출총이익	1,549.7	4,564.7	1,742.9	1,343.1	1,592.6
판매비와관리비	3,089.9	2,922.8	1,257.9	1,106.0	1,154.2
영업이익	-1,540.1	1,641.9	485.0	237.1	438.3
영업이익률(%)	-3.3	4.2	2.9	1.5	2.7
금융손익	-1,031.7	-416.1	557.6	86.6	89.4
종속/관계기업관련손익	-55.8	69.2	34.6	20.8	19.7
기타영업외손익	786.2	-209.0	-420.4	-142.0	-143.4
세전계속사업이익	-1,841.4	1,085.9	656.8	202.5	404.1
법인세비용	-478.2	429.2	131.4	47.6	95.0
당기순이익	-1,363.2	656.7	525.4	154.9	309.1
지배주주지분 순이익	-1,349.9	545.1	262.7	81.3	169.6
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	27,176.0	26,036.7	17,220.3	16,414.3	16,695.0
현금및현금성자산	3,105.3	4,326.9	4,067.7	4,133.0	3,878.3
매출채권	4,280.5	4,294.7	1,717.9	1,604.1	1,674.0
재고자산	4,492.2	3,907.3	1,562.9	1,459.4	1,523.0
비유동자산	22,556.8	23,212.5	13,830.4	13,946.4	14,169.6
유형자산	16,320.0	19,011.3	11,780.1	12,000.7	12,186.5
무형자산	2,140.2	1,963.0	358.1	338.5	320.4
투자자산	1,896.3	970.7	581.9	543.4	567.1
자산총계	49,732.8	49,249.2	31,050.7	30,360.6	30,864.6
유동부채	23,060.7	23,237.2	15,521.6	14,636.5	14,696.0
매입채무	2,983.6	2,697.8	1,025.2	957.3	999.0
단기차입금	6,521.2	6,817.8	5,002.8	4,802.8	4,602.8
유동성장기부채	2,267.8	3,546.9	1,686.9	1,586.9	1,486.9
비유동부채	11,173.2	8,122.3	2,661.7	2,673.2	2,779.5
사채	3,997.3	3,145.8	445.8	445.8	445.8
장기차입금	4,055.9	2,382.8	282.8	382.8	482.8
부채총계	34,233.9	31,359.4	18,183.3	17,309.7	17,475.4
자본금	380.0	380.0	283.3	283.3	283.3
자본잉여금	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9
기타포괄이익누계액	325.4	1,937.4	2,150.9	2,179.6	2,208.7
이익잉여금	12,818.8	13,433.4	13,696.1	13,777.5	13,947.1
비지배주주지분	1,762.8	1,953.3	1,366.0	1,439.6	1,579.1
자본총계	15,499.0	17,889.8	12,867.4	13,051.0	13,389.1

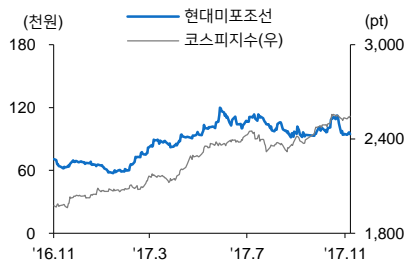
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-574.4	2,766.7	4,735.7	363.3	472.1
당기순이익(손실)	-1,363.2	656.7	525.4	154.9	309.1
유형자산감가상각비	961.6	785.2	333.2	332.5	330.3
무형자산상각비	106.7	106.7	17.8	16.3	15.0
운전자본의 증감	-915.6	-8.1	4,212.0	37.0	-7.9
투자활동 현금흐름	-146.9	-678.5	10,653.6	-5.6	-541.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,280.7	-1,144.4	-636.0	-553.2	-516.0
투자자산의 감소(증가)	1,479.8	994.8	329.0	80.5	18.3
재무활동 현금흐름	593.7	-875.9	-14,750.3	-308.5	-201.8
차입금증감	-427.3	-567.6	-9,833.7	-305.0	-198.4
자본의증가	15.6	0.0	-96.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-124.0	1,221.6	-259.2	65.3	-254.7
기초현금	3,229.3	3,105.3	4,326.9	4,067.7	4,133.0
기말현금	3,105.3	4,326.9	4,067.7	4,133.0	3,878.3
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	608,312	517,333	274,197	278,831	290,987
EPS(지배주주)	-17,762	7,173	4,257	1,435	2,994
CFPS	4,901	40,236	11,036	6,452	9,964
EBITDAPS	-6,209	33,338	13,546	10,340	13,828
BPS	180,738	209,690	202,970	204,912	208,417
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.4	17.9	34.5	102.4	49.1
PCR	15.9	3.2	13.3	22.8	14.8
PSR	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
PBR	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	-471.9	2,533.7	836.0	585.9	783.6
EV/EBITDA	-41.9	9.0	12.9	18.4	13.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.3	3.7	1.9	0.7	1.4
EBITDA이익률	-1.0	6.4	4.9	3.7	4.8
부채비율	220.9	175.3	141.3	132.6	130.5
금융비용부담률	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	-6.8	7.0	4.3	3.3	6.2
매출채권회전율(x)	11.1	9.2	5.6	9.5	10.1
재고자산회전율(x)	9.0	9.4	6.2	10.5	11.1

# 현대미포조선(010620) 자산거래에 대한 실망? 미래를 위한 준비

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (11.24)	94,700원
상승여력	37.3%
KOSPI	2,544.33pt
시가총액	18,940억원
발행주식수	2,000만주
유동주식비율	56.77%
외국인비중	13.26%
52주 최고/최저가	120,000원 / 57,400원
평균거래대금	173.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
현대삼호중공업 외 5인	42.80
국민연금공단	12.06
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-4.1
6개월	-3.3
12개월	48.0
14.6	
<b>주가그래프</b>	



## 2017년 수주액은 23억달러로 목표치의 144% 달성 전망, 중소 조선업체 구조조정의 확고한 승자

- 10월 누적 수주액은 19.9억달러로 연간 목표치를 이미 초과 달성, PC선 분야 No.1 경쟁력을 수주로 입증
- 석화시황 호조와 LPG 회복, MR Tanker(15년 이상 선령 17.2%)와 소형 LPG선(33.7%) 교체 발주의 수혜

## 하이증권 매각과 동시에 현대중공업과 자산거래 - 계열사간 거래의 의구심보다는 불확실성 제거에 초점

- 10월 11일 보유중인 현대중공업 지분 3.18%를 2,544억원에 매각, 11월 9일 하이증권을 4,500억원에 매각
- 보유 지분 매각으로 1조원 이상의 현금 유입을 기대했으나 동시에 현대중공업으로부터 4,430억원 규모의 토지·건물 매입을 결정, 계열사간 거래에 대한 의구심이 발생 → 금융계열사 매각으로 연결 매출액의 25% 감소 불가피, 장기적 측면에서는 생산 효율성을 높일 수 있는 주력부문의 투자가 더 합리적인 판단
- 현대중공업 그룹의 잔여 지배구조 개편과정이 마무리되면, 동사의 재무건전성이 주가에 재반영될 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 130,000원 유지 - 매출액 감소를 가장 먼저 벗어날 First Mover

- 현 주가는 2018년 예상 기준 PBR 0.8배 수준, 국내 업계에서 가장 빨리 매출액 증가세 전환 기대(2Q18)
- 11월 24일 기준 현대중공업 잔여 지분가치(3,971억원)와 현금을 합산 시, 시가총액의 63.4%에 해당

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,652.4	66.6	38.2	1,910	-103.8	83,749	27.3	0.6	13.5	2.2	425.3
2016	4,219.6	207.5	34.6	1,729	54.2	107,123	38.9	0.6	7.8	1.8	308.5
2017E	3,157.9	187.1	485.0	24,250	1,137.1	125,369	4.0	0.8	8.8	20.9	235.2
2018E	3,050.0	139.3	92.7	4,635	-80.9	130,675	20.8	0.7	10.2	3.6	222.5
2019E	3,525.1	180.0	128.4	6,421	38.5	137,771	15.0	0.7	7.9	4.8	226.6

# 현대중공업 지분 매각, 증손자 구조 해소 필요 - 본업은 Going-well

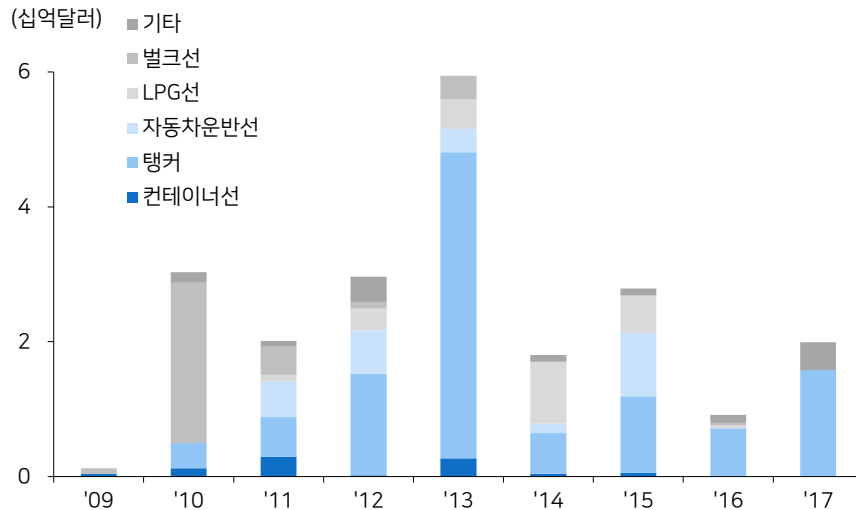
2018년 산업 전망 조선/기계  
Beyond Turn-around..

## 지배구조 확립을 위한 과제

- 1) 현대중공업 지분 4.8% 매각
- 2) 조선 3사 증손자 구조 해소

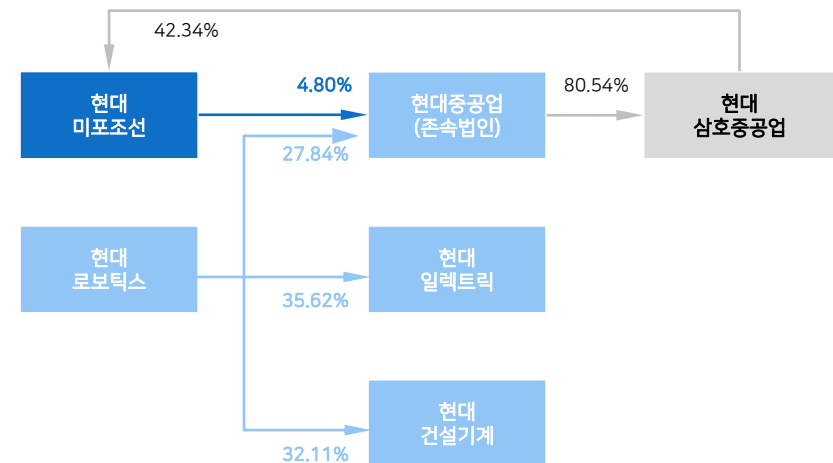
- 3분기 누계 매출액 2.55조원(-18.6% YoY), 영업이익 1,443억원, 당기순이익 3,421억원 기록
- 3분기 본사 조선부문 영업이익률 7.8%, 비나신 13.1%를 기록, 2018년 상반기까지의 매출액 감소기에도 업종 최고수준 수익성 유지 유력 - 4분기 현대중공업 지분(3.18%) 매각 차익 1,698억원 추가 반영 기대
- 현대미포조선과 관련한 지배구조 잔여과제는 1) 현대중공업 지분 4.8% 매각, 2) 로봇틱스→현대중공업→삼호→미포'로 이어진 증손자 고리의 단절임. 지배구조 개편 종료 후 기업가치 재평가 기대
- 국내외 경쟁사들의 구조조정으로 PC선과 LPGC의 1위 경쟁력을 더욱 굳히는 양상, 2017년 수주호조로 조선업계에서 가장 빨리 매출액 재성장을 시현할 전망(2018년 2분기 예상)

## 현대미포조선의 선종별 신규 수주금액 추이



주: 2017년 10월 말 기준  
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대중공업 지분 매각 후 현대미포조선의 지분 구조 현황



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,652.4	4,219.6	3,157.9	3,050.0	3,525.1
매출액증가율(%)	17.3	-9.3	-25.2	-3.4	15.6
매출원가	4,246.1	3,668.5	2,670.8	2,641.7	3,034.1
매출총이익	406.3	551.1	487.1	408.4	491.0
판매비와관리비	339.7	343.6	300.0	269.1	311.0
영업이익	66.6	207.5	187.1	139.3	180.0
영업이익률(%)	1.4	4.9	5.9	4.6	5.1
금융손익	-137.5	16.9	614.3	5.6	6.2
종속/관계기업관련손익	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	119.5	-130.0	-286.7	-23.5	-17.6
세전계속사업이익	49.8	95.5	515.7	122.4	169.6
법인세비용	24.1	55.9	25.8	28.8	39.9
당기순이익	25.7	39.6	489.9	93.6	129.7
지배주주지분 순이익	38.2	34.6	485.0	92.7	128.4
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,854.0	6,546.3	6,616.5	6,670.3	7,128.7
현금및현금성자산	656.7	804.4	796.6	949.8	1,141.0
매출채권	235.6	37.5	56.3	55.3	57.9
재고자산	255.5	161.9	186.2	183.0	191.5
비유동자산	2,584.0	2,680.0	2,192.8	2,149.9	2,272.9
유형자산	835.8	1,126.3	1,098.1	1,065.7	1,038.3
무형자산	288.8	178.9	28.9	27.9	27.0
투자자산	1,240.2	1,296.3	988.9	980.8	1,133.6
자산총계	9,438.0	9,226.3	8,809.3	8,820.2	9,401.6
유동부채	5,618.3	5,471.9	5,762.3	5,691.8	6,134.4
매입채무	286.6	180.5	157.8	152.4	176.2
단기차입금	3,012.5	2,501.8	2,401.8	2,351.8	2,301.8
유동성장기부채	79.5	368.4	418.4	498.4	548.4
비유동부채	2,022.9	1,496.1	418.8	393.1	388.8
사채	478.9	379.5	0.0	0.0	0.0
장기차입금	319.0	84.6	69.6	59.6	49.6
부채총계	7,641.2	6,967.9	6,181.1	6,084.9	6,523.2
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
기타포괄이익누계액	290.6	721.3	601.2	614.7	628.2
이익잉여금	1,242.9	1,279.7	1,764.7	1,857.4	1,985.8
비지배주주지분	121.8	115.9	120.8	121.8	123.1
자본총계	1,796.8	2,258.4	2,628.2	2,735.3	2,878.5

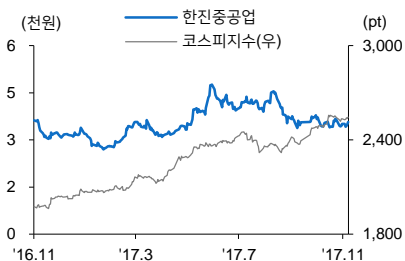
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1,212.6	529.7	-141.2	104.7	311.5
당기순이익(손실)	25.7	39.6	489.9	93.6	129.7
유형자산감가상각비	65.6	50.5	47.3	49.5	43.5
무형자산상각비	1.9	1.9	1.0	1.0	0.9
운전자본의 증감	-1,378.3	237.1	-313.9	-21.4	157.2
투자활동 현금흐름	-65.7	107.6	1,090.0	85.2	-303.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-36.7	-30.3	-19.0	-17.1	-16.1
투자자산의 감소(증가)	29.7	-55.1	-96.6	20.1	-140.4
재무활동 현금흐름	1,218.4	-489.9	-957.8	-38.0	181.9
차입금증감	63.7	-113.8	-957.8	-38.0	181.9
자본의증가	-3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-59.1	147.7	-7.7	153.2	191.2
기초현금	715.8	656.7	804.4	796.6	949.8
기말현금	656.7	804.4	796.6	949.8	1,141.0
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	232,622	210,978	157,897	152,502	176,255
EPS(지배주주)	1,910	1,729	24,250	4,635	6,421
CFPS	4,002	13,646	10,614	8,316	10,284
EBITDAPS	6,701	12,995	11,769	9,488	11,222
BPS	83,749	107,123	125,369	130,675	137,771
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	27.3	38.9	4.0	20.8	15.0
PCR	13.0	4.9	9.1	11.6	9.4
PSR	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5
PBR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
EBITDA	134.0	259.9	235.4	189.8	224.4
EV/EBITDA	13.5	7.8	8.8	10.2	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	1.8	20.9	3.6	4.8
EBITDA이익률	2.9	6.2	7.5	6.2	6.4
부채비율	425.3	308.5	235.2	222.5	226.6
금융비용부담률	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	2.5	6.3	7.6	6.2	7.9
매출채권회전율(x)	28.2	30.9	67.4	54.7	62.3
재고자산회전율(x)	17.1	20.2	18.1	16.5	18.8

# 한진중공업(097230) 2% 부족한 턱어라운드, 조선부문 정상화가 과제

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	5,400원
현재주가 (11.24)	3,815원
상승여력	41.5%
KOSPI	2,544.33pt
시가총액	4,046억원
발행주식수	10,605만주
유동주식비율	64.16%
외국인비중	4.62%
52주 최고/최저가	5,080원 / 2,880원
평균거래대금	20.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
한진중공업홀딩스 외 10인	31.69
국민연금	5.05
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	4.2 2.0
6개월	-2.2 -10.9
12개월	4.8 -18.8
<b>주가그래프</b>	



## 조선주 or 부동산 가치주? 개발가치 재평가를 가로막은 조선부문의 부진

- 필리핀 수빅조선소에 대해 불거진 파업 가능성은 현재까지 기우, 16년의 수주 부진으로 실적 악화 지속
- 건설부문의 수주잔고는 수익성이 확보된 주택(2Q 수주잔고 비중 51.9%) 위주로 개편, 수익유지 가능
- 17년 3분기말 부동산 가치는 1.7조원, 자회사 가치는 0.8조원, 순차입금은 17년 2.4조원, 18년 2.0조원 전망

## 순조로운 자산매각에도 연간 영업흑자는 2018년으로 지연, 수빅조선소 손실 축소가 과제

- 자산 매각은 순조로우나 수빅조선소의 손실(대손충당금 포함) 반영 지속, 3Q 영업이익 폭은 예상치 하회
- 연간 영업흑자는 17년에서 18년으로 지연 불가피 - 2018년 매출액 2.46조원, 영업이익 905억원 전망
- 3분기말 기준 매각예정자산은 5,665억원, 이 중 매각이 확실되는 토지는 3,932억원으로 유동성 개선 전망

## Default Risk 해소는 현재 진행형, 아쉽지만 2018년의 턱어라운드를 기대

- 자구안 기준 18년 매각예정 자산은 5,011억원, 이자비용은 16년 1,500억원에서 18년 900억원 감소 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가 5,400원 유지 - 현 주가는 자산가치 재평가를 배제한 기준으로 PBR 0.5배 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,063.6	-223.4	-392.2	-3,834	9.7	11,524	-1.0	0.3	-27.0	-28.5	388.5
2016	2,813.3	-79.3	-334.4	-3,214	-16.2	8,448	-1.0	0.4	1,449.1	-32.2	487.2
2017E	2,475.7	-40.9	-151.8	-1,431	-55.5	6,850	-2.6	0.5	74.4	-18.7	517.4
2018E	2,463.3	90.5	5.3	50	-103.5	6,888	74.8	0.5	14.2	0.7	468.1
2019E	2,549.5	104.9	21.1	199	300.8	7,099	18.7	0.5	12.4	2.8	439.5



# 보유 자산의 가치 재평가는 진행 중, 조선부문의 손실이 Risk

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

투자의견 **Buy**, 적정주가  
**5,400원** 유지 – 수빅조선소의  
더딘 정상화가 리스크 요인

- 자산 매각은 순조로우나 필리핀 수빅조선소의 손실(대손충당금 포함) 반영 지속, 연간 영업흑자는 2017년에서 2018년으로 지연 불가피. 2018년 매출액 2.46조원, 영업이익 905억원 전망
- 2018년 본사 조선부문 BEP, 수빅조선소 영업적자 3% 기준을 반영하여 영업가치 하향 조정
- 인천북항부지와 다대포부지의 순조로운 매각으로 Default Risk는 확실히 완화 중, 수빅의 정상화가 관건
- 건설부문의 수주잔고는 수익성이 확보된 주택(2Q 수주잔고 비중 51.9%) 위주로 개편, 수익유지 가능
- 보유 자산에 대한 개발가치 재평가와 매각 이슈가 가시화될 경우 상승여력은 충분

## 한진중공업의 SOTP(Sum Of The Parts) Valuation – 적정주가 5,400원

(십억원, 천주, 원)	금액	비고
1. 본사 영업가치 (A)	<b>Total ((a)+(b))x5</b> 268.3	<b>EBIT Multiple 5배 적용</b>
	건설부문 영업이익 (a) 73.7	2018년 예상 기준
	조선부문 영업이익 (b) (20.0)	2018년 예상 기준
2. 자회사 가치 (B)	<b>Total (c)+(d)+(e)+(f)</b> 823.0	
	HHIC-Phil(수빅) (c) 691.2	2017년 3Q 장부가치
	Mindanao 등 해외자회사 (d) 0.0	2017년 3Q 장부가치
	별내에너지 등 국내자회사 (e) 0.0	별내에너지/대륜발전은 매각가능자산 분류
	장기투자목적 보유지분 (f) 131.8	2017년 3Q 장부가 10% 할인(매각 가능)
3. 자산가치 (C)	<b>Total</b> 1,679.6	
	매각불가 자산가치 260.0	2017년 3Q 장부가치
	매각가능 자산가치 (C) 1,419.6	북항부지 10%, 동서울 25% 할증
4. 순차입금 (D)	<b>Total</b> 2,201.4	2018년 예상 기준
5. 발행주식수 (E)	106,053	
<b>적정주가[(A+B+C-D)/E]</b>	<b>5,400</b>	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 한진중공업(097230)

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,063.6	2,813.3	2,475.7	2,463.3	2,549.5
매출액증가율(%)	21.6	-8.2	-12.0	-0.5	3.5
매출원가	3,052.3	2,753.6	2,368.1	2,249.7	2,317.1
매출총이익	11.3	59.7	107.6	213.7	232.4
판매비와관리비	234.7	139.1	148.5	123.2	127.5
영업이익	-223.4	-79.3	-40.9	90.5	104.9
영업이익률(%)	-7.3	-2.8	-1.7	3.7	4.1
금융손익	-162.9	-77.1	-104.5	-85.3	-73.0
중속/관계기업관련손익	-23.9	-14.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.1	-167.2	-11.0	1.8	-4.1
세전계속사업이익	-461.2	-338.3	-156.5	7.0	27.9
법인세비용	-69.0	-3.9	-4.7	1.7	6.8
당기순이익	-392.3	-334.5	-151.8	5.3	21.1
지배주주지분 순이익	-392.2	-334.4	-151.8	5.3	21.1
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,357.3	2,372.2	2,222.5	2,057.1	2,056.9
현금및현금성자산	163.0	138.8	142.3	293.9	339.1
매출채권	183.2	134.9	81.0	79.3	76.2
재고자산	874.0	675.0	438.8	430.0	412.8
비유동자산	3,397.5	2,884.2	2,257.8	2,088.4	2,001.2
유형자산	2,735.5	2,404.1	1,874.0	1,722.1	1,644.3
무형자산	54.0	43.5	31.5	24.3	20.0
투자자산	354.0	283.7	207.8	205.4	207.8
자산총계	5,754.8	5,256.5	4,480.4	4,145.5	4,058.1
유동부채	3,468.7	2,636.9	2,274.8	2,220.3	2,201.4
매입채무	352.9	291.8	256.8	255.5	264.4
단기차입금	660.4	514.6	264.6	214.6	164.6
유동성장기부채	1,611.6	1,167.5	1,117.5	1,117.5	1,117.5
비유동부채	1,108.1	1,724.4	1,479.9	1,195.5	1,104.6
사채	150.0	182.7	182.7	0.0	0.0
장기차입금	628.6	1,269.8	1,019.8	919.8	819.8
부채총계	4,576.7	4,361.3	3,754.7	3,415.8	3,306.0
자본금	511.4	530.3	530.3	530.3	530.3
자본잉여금	712.4	719.7	708.1	708.1	708.1
기타포괄이익누계액	160.3	175.2	169.1	167.8	169.1
이익잉여금	-204.0	-527.8	-679.6	-674.3	-653.2
비지배주주지분	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8
자본총계	1,178.0	895.2	725.7	729.7	752.2

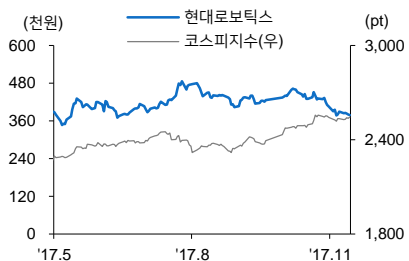
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	259.4	-36.8	-8.1	357.2	168.7
당기순이익(손실)	-392.3	-334.5	-151.8	5.3	21.1
유형자산감가상각비	101.4	81.6	79.1	74.9	69.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	378.1	-45.3	97.9	311.0	84.6
투자활동 현금흐름	-33.0	-85.4	576.8	128.7	27.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-48.0	-63.0	-25.0	-23.0	-21.2
투자자산의 감소(증가)	145.7	56.3	75.3	4.2	-0.5
재무활동 현금흐름	-418.7	91.2	-565.1	-333.2	-149.5
차입금증감	-341.5	49.9	-553.5	-333.2	-149.5
자본의증가	0.0	26.1	-11.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-187.5	-24.2	3.5	151.6	45.2
기초현금	350.5	163.0	138.8	142.3	293.9
기말현금	163.0	138.8	142.3	293.9	339.1
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	29,951	27,038	23,344	23,227	24,040
EPS(지배주주)	-3,834	-3,214	-1,431	50	199
CFPS	375	975	-154	1,166	1,455
EBITDAPS	-1,192	22	360	1,560	1,639
BPS	11,524	8,448	6,850	6,888	7,099
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-1.0	-1.0	-2.6	74.8	18.7
PCR	10.4	3.5	-24.1	3.2	2.6
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDA	-122.0	2.3	38.1	165.4	173.9
EV/EBITDA	-27.0	1,449.1	74.4	14.2	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-28.5	-32.2	-18.7	0.7	2.8
EBITDA이익률	-4.0	0.1	1.5	6.7	6.8
부채비율	388.5	487.2	517.4	468.1	439.5
금융비용부담률	5.2	4.8	4.1	3.5	3.0
이자보상배율(x)	-1.4	-0.6	-0.4	1.1	1.4
매출채권회전율(x)	13.3	17.7	22.9	30.7	32.8
재고자산회전율(x)	4.0	3.6	4.4	5.7	6.1

# 현대로보틱스(267250) 불확실성을 인정해도 절대 저평가상태

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	620,000원
현재주가 (11.24)	379,000원
상승여력	63.6%
KOSPI	2,544.33pt
시가총액	61,726억원
발행주식수	1,629만주
유통주식비율	61.61%
외국인비중	20.00%
52주 최고/최저가	486,000원 / 347,500원
평균거래대금	296.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
정몽준 외 6인	28.17
국민연금	8.53
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-13.5 -15.3
6개월	-8.7 -16.8
12개월	0.0 0.0
<b>주가그래프</b>	



## 현대중공업그룹의 남아있는 지배구조 개편 과제, 불확실성을 인정해도 PBR 0.5배, PER 5.1배는 싸다

- 2017년 연결기준 매출액 18.2조원, 영업이익 1.6조원, ROE 21.7% 예상. 인적분할에 따른 영업·영업외부문 일회성 수익과 중간배당을 배제해도 지배주주순이익 1.1조원은 창출 가능
- 11월 24일 기준 현 주가는 2018년 예상 기준 PBR 0.5배, PER 5.1배 수준에 불과. 그룹 지배구조 개편의 잔여과제로 인해 로보틱스의 Cash-out 우려가 존재(현대중공업 연결 편입 혹은 상호중공업 지분 정리)

## 2017년 분할에 따른 일회성 이익을 배제해도 연간 1.1조원의 지배주주순이익 창출은 가능

- 2017년 4분기부터 현대일렉트릭과 현대건설기계가 연결대상에 온기로 반영, 분기평균 700억원 이상의 영업이익 기여 전망. 2018년 연간 매출액 22.1조원, 영업이익 1.9조원, 지배주주순이익 1.2조원 전망
- 산업용 로봇과 Smart Factory 관리시스템, 제어 소프트웨어를 보유하여 Factory Automation 투자 흐름에 참여 가능한 기업. 글로벌서비스부문은 선박의 환경규제에 따른 성장 잠재력 부각 가능

## 투자의견 Buy, 적정주가 62만원 유지 – 조선계열사의 상황 회복, 글로벌서비스의 잠재력, 연결자회사 개선

- SOTP(영업가치 10.7조원, 자회사가치 1.7조원, 순차입금 3.5조원)로 산정한 적정주가 62만원은 2018년 기준 PBR 1.1배, PER 8.5배 수준 → 잔여 재편과제 중 미포가 보유한 현대중공업 지분 4.8% 인수에 무게

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015											
2016											
2017E	18,244.0	1,635.5	1,749.8	107,440		491,854	3.5	0.8	7.3	21.8	93.9
2018E	22,140.8	1,888.9	1,209.0	74,230	-30.9	561,594	5.1	0.7	6.2	14.1	83.3
2019E	23,831.1	2,211.0	1,448.3	88,927	19.8	646,032	4.3	0.6	5.3	14.7	72.2

# 현대로보틱스(267250)

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액			18,244.0	22,140.8	23,831.1
매출액증가율(%)				21.4	7.6
매출원가			15,878.7	19,366.2	20,666.9
매출총이익			2,365.3	2,774.6	3,164.2
판매비와관리비			729.8	885.6	953.2
영업이익			1,635.5	1,888.9	2,211.0
영업이익률(%)			9.0	8.5	9.3
금융손익			-131.0	-258.4	-246.7
종속/관계기업관련손익			20.0	25.0	31.3
기타영업외손익			477.6	62.3	62.3
세전계속사업이익			2,002.1	1,717.7	2,057.9
법인세비용			100.1	403.7	483.6
당기순이익			1,902.0	1,314.1	1,574.3
지배주주지분 순이익			1,749.8	1,209.0	1,448.3
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산			6,910.0	7,420.7	8,312.1
현금및현금성자산			1,232.5	1,629.6	1,636.8
매출채권			1,272.7	1,298.1	1,496.3
재고자산			2,083.5	2,125.1	2,449.6
비유동자산			12,847.9	13,532.8	13,955.4
유형자산			6,575.7	6,847.6	7,133.9
무형자산			1,660.4	1,609.4	1,560.0
투자자산			4,466.9	4,933.6	5,121.9
자산총계			19,757.9	20,953.5	22,267.4
유동부채			5,750.5	5,794.1	5,663.9
매입채무			1,970.5	2,009.9	2,163.4
단기차입금			1,989.8	1,889.8	1,789.8
유동성장기부채			800.0	1,000.0	900.0
비유동부채			3,817.0	3,728.0	3,671.0
사채			1,339.4	1,109.4	674.6
장기차입금			1,928.1	2,058.1	2,393.1
부채총계			9,567.5	9,522.1	9,334.9
자본금			102.6	102.6	102.6
자본잉여금			4,759.8	4,759.8	4,759.8
기타포괄이익누계액			715.5	715.5	715.5
이익잉여금			1,428.4	2,564.2	3,939.4
비지배주주지분			2,179.8	2,285.0	2,410.9
자본총계			10,190.5	11,431.4	12,932.6

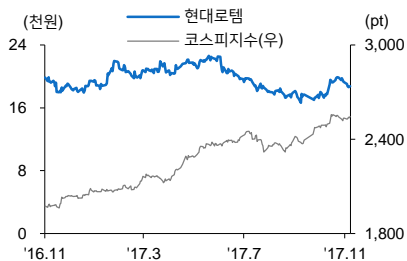
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름			-556.6	1,612.1	1,342.2
당기순이익(손실)			1,902.0	1,314.1	1,574.3
유형자산감가상각비			242.3	243.1	244.2
무형자산상각비			12.3	11.9	11.5
운전자본의 증감			-2,749.4	-128.1	-640.8
투자활동 현금흐름			-6,266.3	-843.5	-600.6
유형자산의 증가(CAPEX)			-600.0	-515.0	-530.5
투자자산의 감소(증가)			-4,446.9	-441.7	-157.1
재무활동 현금흐름			11,563.0	-371.5	-734.4
차입금증감			6,837.3	-100.0	-399.8
자본의증가			4,862.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)			1,232.5	397.1	7.2
기초현금			0.0	1,232.5	1,629.6
기말현금			1,232.5	1,629.6	1,636.8
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS			1,120,182	1,359,446	1,463,231
EPS(지배주주)			107,440	74,230	88,927
CFPS			140,785	131,634	151,451
EBITDAPS			116,053	131,634	151,451
BPS			491,854	561,594	646,032
DPS			0	5,000	5,000
배당수익률(%)			0.0	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER			3.5	5.1	4.3
PCR			2.7	2.9	2.5
PSR			0.3	0.3	0.3
PBR			0.8	0.7	0.6
EBITDA			1,890.1	2,143.9	2,466.6
EV/EBITDA			7.3	6.2	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			21.8	14.1	14.7
EBITDA이익률			10.4	9.7	10.4
부채비율			93.9	83.3	72.2
금융비용부담률			0.7	1.2	1.1
이자보상배율(x)			12.0	7.0	8.5
매출채권회전율(x)			14.3	17.2	17.1
재고자산회전율(x)			8.8	10.5	10.4

# 현대로템(064350) 4Q 개선이 확인되면, 2018년은 고속 회복

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (11.24)	18,750원
상승여력	22.7%
KOSPI	2,544.33pt
시가총액	15,938억원
발행주식수	8,500만주
유동주식비율	55.15%
외국인비중	28.25%
52주 최고/최저가	22,650원 / 16,550원
평균거래대금	20.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
현대자동차 외 3인	43.37
MSPE Metro-Investment AB	24.81
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	6.2 4.0
6개월	-12.4 -20.2
12개월	-3.1 -24.9
<b>주가그래프</b>	



## 2016년 수주 서프라이즈, 4분기 수익성 개선 확인이 투자의견 상향의 열쇠

- 2016년 3조 7,240억원(+193.6% YoY)의 수주 서프라이즈를 달성, PBR 1.2배까지 주가 회복. 방산업계 전반의 불확실성 부각과 2분기 실적부진으로 주가는 PBR 1.0~1.2배의 박스권 흐름
- 2016년 철도부문 수주 급증(2.8조원)의 기저효과로 2017년 신규 수주는 다소 둔화되나 연간 2.5조원을 기록하며 안정적인 수주잔고 유지 전망. 3분기 누계 수주는 1.4조원이나 4분기 철도부문 수주 기대

## 新정부의 철도관련 투자 확대는 긍정적, 플랜트부문의 추가 손실만 없다면 수익성 우려는 해소될 전망

- 정부의 철도관련 정책적 지원, 중국 경쟁업체의 해외공사 진행 지연 등 철도부문의 성장잠재력 충분
- 중기부문은 K2 Power Pack 이슈에 따른 공정 차질로 수익성의 빠른 개선은 제한적, 플랜트부문은 수익성이 불투명한 해외 EPC보다는 자동차·제철 생산설비에 주력할 전망

## 투자의견 Trading Buy, 적정주가 23,000원 유지 - 철도부문 매출인식은 2018년 본격 반영

- 적정주가는 18년 PBR 1.3배 유지 - 철도 Peer 4개사 2018년 예상 ROE 9.4%, PBR 2.0배 대비 35% 할인
- 3분기 철도부문의 높은 수익성(OPM 10.6%)이 지속될지는 미지수이나, 2016년 수주분 매출인식이 2018년부터 본격화됨에 따라 안정적 수익 창출도 기대됨 → 4Q 실적 개선 여부가 할인요인 제거의 키

	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2015	3,309.1	-192.9	-306.2	-3,602	1,915.4	15,985	-4.1	0.9	-25.0	-20.3	250.8
2016	2,984.8	106.2	21.8	257	-107.6	16,376	70.7	1.1	15.3	1.6	204.9
2017E	2,783.5	94.7	36.8	433	62.4	16,727	43.2	1.1	15.5	2.6	166.4
2018E	3,147.7	133.2	65.9	775	79.0	17,432	24.1	1.1	13.2	4.5	162.8
2019E	3,336.0	162.2	96.7	1,138	46.7	18,499	16.4	1.0	11.4	6.3	152.9

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,309.1	2,984.8	2,783.5	3,147.7	3,336.0
매출액증가율(%)	3.7	-9.8	-6.7	13.1	6.0
매출원가	3,321.1	2,697.1	2,521.9	2,825.7	2,973.6
매출총이익	-12.0	287.7	261.7	322.0	362.4
판매비와관리비	180.9	181.5	167.0	188.9	200.2
영업이익	-192.9	106.2	94.7	133.2	162.2
영업이익률(%)	-5.8	3.6	3.4	4.2	4.9
금융손익	-81.5	-77.1	-41.3	-41.0	-38.2
중속/관계기업관련손익	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
기타영업외손익	-23.2	-6.6	-9.7	-5.4	3.6
세전계속사업이익	-297.0	23.1	44.2	87.3	128.1
법인세비용	7.5	-0.1	6.6	20.1	29.5
당기순이익	-304.5	23.1	37.6	67.3	98.7
지배주주지분 순이익	-306.2	21.8	36.8	65.9	96.7
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,405.8	2,909.7	2,506.3	2,683.6	2,825.1
현금및현금성자산	253.3	580.2	250.0	233.3	277.5
매출채권	598.2	405.3	458.0	517.9	548.9
재고자산	214.0	221.7	199.5	225.7	239.1
비유동자산	1,638.2	1,563.5	1,483.1	1,412.9	1,352.3
유형자산	1,353.9	1,241.5	1,178.1	1,122.8	1,074.7
무형자산	158.9	144.4	135.1	126.7	119.2
투자자산	24.4	25.4	24.8	25.1	26.6
자산총계	5,044.0	4,473.2	3,989.4	4,096.5	4,177.4
유동부채	1,987.5	1,641.2	1,118.6	1,144.1	1,168.2
매입채무	465.6	353.1	300.2	319.8	338.9
단기차입금	573.9	229.9	119.9	109.9	99.9
유동성장기부채	212.6	470.0	150.0	130.0	110.0
비유동부채	1,618.8	1,364.8	1,373.1	1,393.4	1,357.5
사채	1,022.1	922.6	952.6	902.6	852.6
장기차입금	335.2	190.3	165.3	215.3	215.3
부채총계	3,606.3	3,006.0	2,491.7	2,537.5	2,525.7
자본금	425.0	425.0	425.0	425.0	425.0
자본잉여금	408.4	408.4	408.4	408.4	408.4
기타포괄이익누계액	-2.6	-0.6	-7.6	-13.6	-19.6
이익잉여금	527.9	559.2	596.0	661.9	758.6
비지배주주지분	78.9	75.2	75.9	77.3	79.3
자본총계	1,437.7	1,467.2	1,497.8	1,559.0	1,651.7

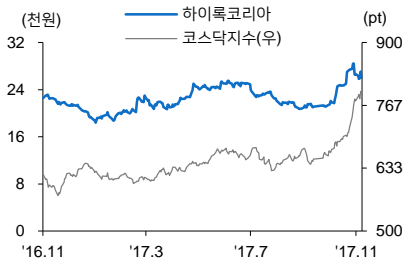
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-564.5	611.1	99.0	36.7	143.8
당기순이익(손실)	-304.5	23.1	37.6	67.3	98.7
유형자산감가상각비	59.8	66.5	70.3	62.9	56.2
무형자산상각비	7.5	10.2	12.3	11.5	10.8
운전자본의 증감	-429.5	425.9	-19.9	-111.4	-25.6
투자활동 현금흐름	-55.3	55.6	-4.2	-23.4	-19.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-55.0	-19.9	-7.0	-7.6	-8.2
투자자산의 감소(증가)	6.1	-0.4	1.1	0.2	-1.0
재무활동 현금흐름	764.2	-343.5	-425.0	-30.0	-80.0
차입금증감	768.7	-330.9	-425.0	-30.0	-80.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	137.6	326.9	-330.2	-16.7	44.2
기초현금	115.7	253.3	580.2	250.0	233.3
기말현금	253.3	580.2	250.0	233.3	277.5
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	38,931	35,115	32,747	37,032	39,247
EPS(지배주주)	-3,602	257	433	775	1,138
CFPS	-838	2,877	1,962	2,413	2,751
EBITDAPS	-1,478	2,152	2,085	2,442	2,697
BPS	15,985	16,376	16,727	17,432	18,499
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.1	70.7	43.2	24.1	16.4
PCR	-17.5	6.3	9.5	7.8	6.8
PSR	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0
EBITDA	-125.6	182.9	177.3	207.5	229.3
EV/EBITDA	-25.0	15.3	15.5	13.2	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-20.3	1.6	2.6	4.5	6.3
EBITDA이익률	-3.8	6.1	6.4	6.6	6.9
부채비율	250.8	204.9	166.4	162.8	152.9
금융비용부담률	1.8	2.1	1.7	1.3	1.2
이자보상배율(x)	-3.2	1.7	2.0	3.2	4.1
매출채권회전율(x)	6.8	5.9	6.4	6.5	6.3
재고자산회전율(x)	15.4	13.7	13.2	14.8	14.4

# 하이록코리아(013030) 이란과 중동의 봄을 기대한다

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	31,000원
현재주가 (11.24)	26,000원
상승여력	19.2%
KOSDAQ	792.74Pt
시가총액	3,539억원
발행주식수	1,361만주
유동주식비율	60.46%
외국인비중	47.27%
52주 최고/최저가	28,450원 / 18,400원
평균거래대금	4.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
문영훈외 6인	39.54
Invesco Canada Ltd. 외 4인	17.86
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	16.3 0.8
6개월	6.1 -13.5
12개월	13.3 -15.3
<b>주가그래프</b>	



### 2017년 예상을 뛰어넘은 호실적, 전방 산업의 부진 속에도 매출액이 증가한 유일한 기자재업체

- 3분기 매출액 507억원(+24.2% YoY), 영업이익 99억원(+22.7% YoY), 영업이익률 19.6%의 호실적 기록
- 2017년 수주액은 1,487억원이 전망되나(-9.5% YoY), 매출액은 오히려 증가. EPC 업체 이외의 물량 가능성
- 2018년 수주 1,764억원(+18.6% YoY), 매출액 1,879억원(+0.5% YoY) 전망 - 수주 가정은 이란發 투자 재개

### 2017년 전방산업 수주만 고려시 실적은 상저하고, Revamping 수요나 중동발주 재개 시 수주 개선 예상

- 계장용 밸브, Piping Module 등 동사 주력 제품은 단조용 피팅보다 공정 후반에 투입. 전방산업의 수주가 2017년 초부터 회복됨에 따라, 하이록코리아의 수주 회복은 2018년 하반기 본격화 전망
- 수주의 Upside Risk는 중동發 산업설비 발주 회복, 특히 이란發 발주재개로 판단
- 이란은 5차 5개년 개발계획에 석유화학 정책 포함, 신규설비 외에도 노후화 설비 Revamping 수요도 기대

### 투자의견 Buy, 적정주가 31,000원 유지 - EPC업체가 아닌 원청의 직발주도 가능한 기업

- South Pars에서 현지에 납품한 경쟁력 보유, 이란發 산업설비의 발주가 확인되면 대표 수혜주 부각 가능
- 투자의견 Buy, 적정주가 31,000원 유지 - 20% 수준의 영업이익률 자체가 회사의 산업 내 입지를 대변

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	209.2	53.6	42.9	3,152	13.0	20,702	7.9	1.2	4.2	16.3	17.5
2016	177.1	37.3	30.2	2,219	-30.1	22,443	9.5	0.9	4.4	10.3	14.4
2017E	187.0	36.4	27.5	2,021	-9.0	24,100	13.4	1.1	6.1	8.7	14.3
2018E	187.9	38.1	30.1	2,209	9.3	25,909	12.3	1.0	5.3	8.8	12.8
2019E	194.9	41.2	32.9	2,415	9.3	27,925	11.2	1.0	4.5	9.0	11.6

# 적정주가는 PBR 1.1배, PER 13배 수준

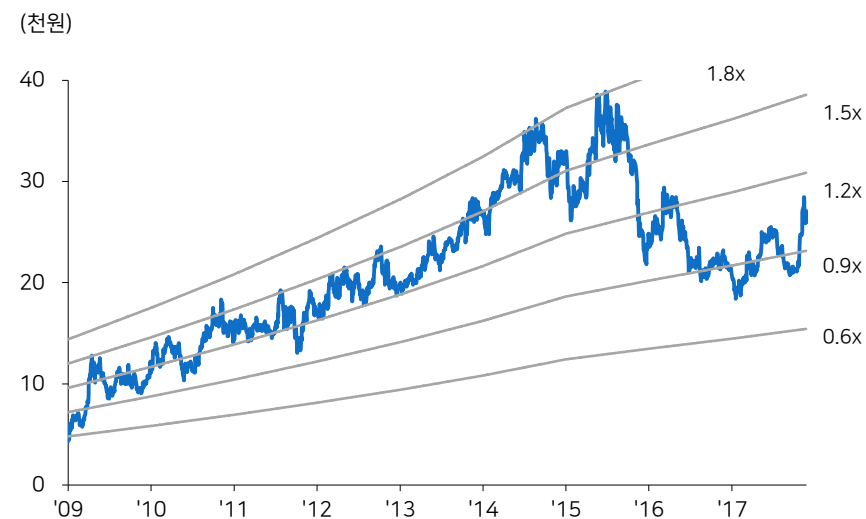
2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

## 하이록코리아의 적정주가 산정 내역

(십억원)	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E	'19E
매출액	187.6	193.0	209.2	177.1	187.0	187.9	194.9
영업이익	42.8	49.0	53.6	37.3	36.4	38.1	41.2
당기순이익	33.4	38.2	43.2	30.2	27.5	30.1	32.9
영업이익률(%)	22.8	25.4	25.6	21.0	19.4	20.3	21.2
BPS(원)	15,682	18,034	20,702	22,443	24,100	25,909	27,925
PBR(배)	1.7	1.8	1.2	0.9	1.3	1.2	1.1
적정주가(원)	31,000						

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 하이록코리아의 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# 하이록코리아(013030)

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	209.2	177.1	187.0	187.9	194.9
매출액증가율(%)	8.4	-15.4	5.6	0.5	3.7
매출원가	133.4	121.5	130.1	129.2	132.2
매출총이익	75.9	55.6	56.9	58.7	62.7
판매비와관리비	22.3	18.4	20.6	20.7	21.4
영업이익	53.6	37.3	36.4	38.1	41.2
영업이익률(%)	25.6	21.0	19.4	20.3	21.2
금융손익	2.6	1.9	0.5	1.0	1.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	0.7	-1.0	0.3	0.4
세전계속사업이익	57.0	39.9	36.0	39.3	43.0
법인세비용	13.8	9.7	8.5	9.2	10.1
당기순이익	43.2	30.2	27.5	30.1	32.9
지배주주지분 순이익	42.9	30.2	27.5	30.1	32.9
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	237.6	248.5	262.9	281.3	302.5
현금및현금성자산	28.9	17.4	44.2	61.4	74.5
매출채권	51.4	54.0	54.8	55.1	57.1
재고자산	66.0	67.2	50.4	50.7	52.5
비유동자산	97.6	104.8	120.4	124.7	129.9
유형자산	78.9	78.0	81.9	86.5	91.7
무형자산	8.1	7.2	12.2	12.2	12.2
투자자산	5.8	6.2	7.0	7.1	7.2
자산총계	335.2	353.3	383.3	406.0	432.4
유동부채	44.6	36.3	35.2	33.3	32.0
매입채무	9.3	7.2	6.9	6.9	7.1
단기차입금	15.0	15.0	15.0	13.0	11.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.3	8.2	12.7	12.7	12.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0
부채총계	49.8	44.5	47.9	46.0	44.9
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.4	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	251.2	275.2	297.3	321.9	349.3
비지배주주지분	3.6	3.3	7.3	7.3	7.3
자본총계	285.4	308.9	335.4	360.0	387.5

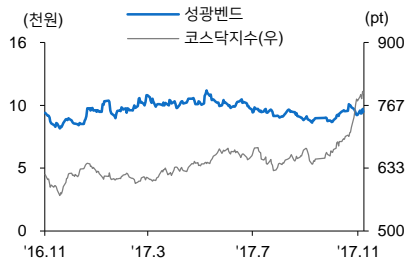
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	43.7	22.9	48.3	32.5	32.7
당기순이익(손실)	43.2	30.2	27.5	30.1	32.9
유형자산감가상각비	4.1	4.3	3.1	3.2	3.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-6.1	-8.9	16.8	-0.5	-3.1
투자활동 현금흐름	-27.4	-29.3	-22.0	-7.9	-12.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-13.1	-7.0	-7.0	-7.7	-8.5
투자자산의 감소(증가)	-1.5	-0.4	-0.4	-0.0	-0.1
재무활동 현금흐름	-10.6	-5.6	-3.5	-7.5	-7.5
차입금증감	-5.0	0.0	2.0	-2.0	-2.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.6	-11.5	26.8	17.2	13.1
기초현금	22.2	28.9	17.4	44.2	61.4
기말현금	28.9	17.4	44.2	61.4	74.5
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	15,370	13,011	13,735	13,805	14,314
EPS(지배주주)	3,152	2,219	2,021	2,209	2,415
CFPS	4,543	3,300	2,823	2,962	3,209
EBITDAPS	4,238	3,053	2,896	3,028	3,269
BPS	20,702	22,443	24,100	25,909	27,925
DPS	400	400	400	400	400
배당수익률(%)	1.6	1.9	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	7.9	9.5	13.4	12.3	11.2
PCR	5.5	6.4	9.6	9.1	8.4
PSR	1.6	1.6	2.0	2.0	1.9
PBR	1.2	0.9	1.1	1.0	1.0
EBITDA	57.7	41.6	39.4	41.2	44.5
EV/EBITDA	4.2	4.4	6.1	5.3	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.3	10.3	8.7	8.8	9.0
EBITDA이익률	27.6	23.5	21.1	21.9	22.8
부채비율	17.5	14.4	14.3	12.8	11.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	132.2	111.4	75.7	79.3	98.2
매출채권회전율(x)	4.0	3.4	3.4	3.4	3.5
재고자산회전율(x)	3.2	2.7	3.2	3.7	3.8

# 성광벤드(014620) 아직 희망을 버릴 이유는 없다

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	13,000원
현재주가 (11.24)	9,880원
상승여력	31.6%
KOSDAQ	792.74Pt
시가총액	2,826억원
발행주식수	2,860만주
유동주식비율	56.55%
외국인비중	14.55%
52주 최고/최저가	11,650원 / 8,490원
평균거래대금	10.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
안재일 외 3인	41.08
Somerset Capital Management	5.15
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	3.0 -10.7
6개월	-13.0 -29.1
12개월	8.8 -18.7
<b>주가그래프</b>	



**2018년 수주 1,895억원(+31.2% YoY), 매출액 1,776억원(+16.4% YoY), 영업이익률 0.2%로 소폭 흑전 전망**

- 2013년(수주 3,319억원) 이후 4년 연속 경쟁사를 하회하는 수주 부진 지속, 2002년 이후 사상 첫 연간적자
- 2018년 수주는 1,895억원으로 기저효과 수준의 회복 전망. 2018년 예상 부채비율은 13.3%로 양호한 수준

**수주 경쟁력에 대한 근원적 고민 – 보수적인 경영전략인가, 경쟁심화에 따른 실패인가**

- 2013년 이후 지속적 수주 감소, OPM은 2013년 22.4% → 18.4% → 9.1% → 1.4% → -5.9%로 악화
- 부채비율은 2013년 22.6%에서 2017년 12.1%로 개선. 수익성이 악화되는 상황에서 재무 구조는 개선된 반면, 경쟁사와의 수주 Gap은 더욱 벌어진 이유 → 불황기를 견디기 위한 보수적 경영 전략으로 판단
- 전방산업 수주와 피팅 제품의 발주 시차를 1년으로 가정 시, 수주 가능 Pool은 2018년 1분기 증가 예상

**투자의견 Buy, 적정주가 13,000원 유지 – 아직 희망을 버릴 이유는 없다**

- 과점 체제에서 외형상의 열위에도 재무구조 개선이 확인된 기업, 15년간 보여준 저력을 믿어볼 시점
- 투자의견 Buy, 적정주가 13,000원 유지 – BEP 수주 규모인 450억원 수주는 빠르면 1분기 가시화 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	249.9	22.8	19.5	680	-55.9	16,277	12.7	0.5	8.7	4.2	17.2
2016	203.1	2.9	4.6	160	-76.6	16,401	55.5	0.5	28.8	1.0	13.5
2017E	152.6	-9.0	-8.2	-287	-280.0	15,967	-35.2	0.6	-70.3	-1.8	12.1
2018E	177.6	0.3	0.3	11	-103.9	15,832	892.8	0.6	40.3	0.1	13.3
2019E	213.5	10.2	8.0	279	2,365.4	15,965	36.2	0.6	14.6	1.8	14.9

# 분기 BEP 수준의 수주 회복을 1Q 기대

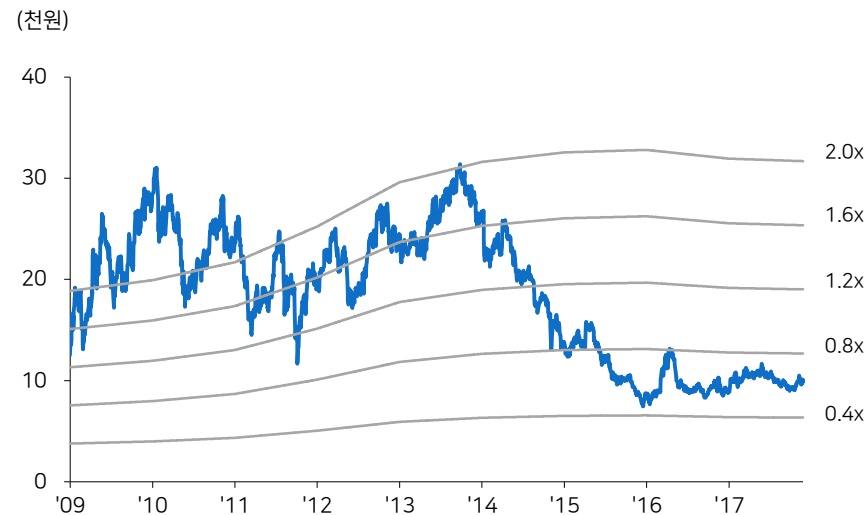
2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

## 성광벤드의 적정주가 산정 내역

(십억원)	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E	'19E
매출액	403.5	292.0	249.9	203.1	152.6	177.6	213.5
영업이익	90.3	53.7	22.8	2.9 -	9.0	0.3	10.2
당기순이익	68.7	44.1	19.5	4.6 -	8.2	0.3	8.0
영업이익률(%)	22.4	18.4	9.1	1.4 -	5.9	0.2	4.8
BPS(원)	14,804	15,806	16,277	16,401	15,967	15,832	15,965
PBR(배)	1.8	0.9	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
적정주가(원)	13,000						

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 성광벤드의 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 성광벤드(014620)

2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	249.9	203.1	152.6	177.6	213.5
매출액증가율(%)	-14.4	-18.7	-24.8	16.4	20.2
매출원가	194.1	171.1	139.8	151.9	172.8
매출총이익	55.8	31.9	12.9	25.7	40.7
판매비와관리비	33.1	29.0	21.8	25.4	30.5
영업이익	22.8	2.9	-9.0	0.3	10.2
영업이익률(%)	9.1	1.4	-5.9	0.2	4.8
금융손익	-0.7	0.4	0.6	0.7	0.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.4	2.8	-2.7	-0.6	-0.5
세전계속사업이익	26.5	6.1	-11.0	0.4	10.4
법인세비용	7.0	1.5	-2.8	0.1	2.5
당기순이익	19.5	4.6	-8.2	0.3	8.0
지배주주지분 순이익	19.5	4.6	-8.2	0.3	8.0
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	270.9	271.9	256.7	260.2	273.2
현금및현금성자산	38.7	59.1	49.5	49.6	41.3
매출채권	75.2	60.5	53.0	53.8	59.3
재고자산	148.4	127.1	111.3	113.1	124.6
비유동자산	274.9	260.3	255.1	252.9	251.6
유형자산	267.8	252.3	248.6	245.8	243.5
무형자산	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
투자자산	4.8	5.7	4.3	5.0	6.0
자산총계	545.8	532.2	511.8	513.1	524.8
유동부채	57.9	42.8	36.0	38.2	41.6
매입채무	18.7	14.6	11.0	12.8	15.4
단기차입금	6.4	18.7	16.7	15.7	14.7
유동성장기부채	20.5	0.4	0.4	0.4	0.4
비유동부채	22.3	20.4	19.0	22.1	26.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	80.2	63.2	55.1	60.3	68.2
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	460.4	463.9	451.5	447.7	451.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	465.5	469.1	456.7	452.8	456.6

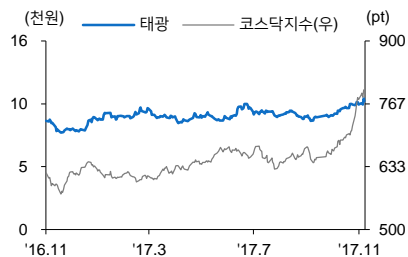
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	32.0	38.8	16.3	9.6	5.0
당기순이익(손실)	19.5	4.6	-8.2	0.3	8.0
유형자산감가상각비	3.5	3.6	5.8	5.0	4.7
무형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	7.4	32.8	15.8	3.5	-8.3
투자활동 현금흐름	-26.5	-5.0	-19.7	-4.2	-8.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.2	-0.2	-2.0	-2.2	-2.4
투자자산의 감소(증가)	-1.9	-0.9	1.4	-0.7	-1.0
재무활동 현금흐름	-24.0	-12.9	-6.3	-5.3	-5.2
차입금증감	-15.9	-8.2	-2.0	-1.0	-1.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-17.2	20.4	-9.6	0.1	-8.3
기초현금	55.9	38.7	59.1	49.5	49.6
기말현금	38.7	59.1	49.5	49.6	41.3
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	8,737	7,100	5,337	6,210	7,467
EPS(지배주주)	680	160	-287	11	279
CFPS	1,128	355	-108	187	522
EBITDAPS	922	231	-108	187	522
BPS	16,277	16,401	15,967	15,832	15,965
DPS	150	150	150	150	150
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	55.5	-35.2	892.8	36.2
PCR	7.7	25.0	-93.6	54.1	19.3
PSR	1.0	1.2	1.9	1.6	1.4
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA	26.4	6.6	-3.1	5.3	14.9
EV/EBITDA	8.7	28.8	-70.3	40.3	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.0	-1.8	0.1	1.8
EBITDA이익률	10.6	3.3	-2.0	3.0	7.0
부채비율	17.2	13.5	12.1	13.3	14.9
금융비용부담률	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	25.7	35.1	-139.0	4.9	183.4
매출채권회전율(x)	3.3	3.0	2.7	3.3	3.8
재고자산회전율(x)	1.6	1.5	1.3	1.6	1.8

# 태광(023160) 느린 회복이지만 앞은 보인다

Analyst 김현 02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월)	11,000원
현재주가 (11.24)	10,650원
상승여력	3.3%
KOSPI	792.74pt
시가총액	2,822억원
발행주식수	2,650만주
유동주식비율	52.01%
외국인비중	16.60%
52주 최고/최저가	10,850원 / 8,010원
평균거래대금	4.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
(주)대신인터내셔널 외 8인	45.61
신영자산운용	5.00
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	8.3 -6.1
6개월	11.4 -9.2
12개월	21.0 -9.5
<b>주가그래프</b>	



## 2018년 수주액 2,028억원(+13.8% YoY), 매출액 2,014억원(+12.1% YoY), 영업이익률 4.3%로 느리게 회복

- 조선과 건설업계(산업설비)의 해외 수주부진(2015년 -43.1%, 2016년 -60.1% YoY)으로 기자재 업계의 2017년 매출 감소와 수익성 악화는 불가피. 경쟁사의 적자전환 대비 이익 방어능력 확인은 중요한 변곡점
- 2018년 상반기는 해외 건설發 물량 회복, 하반기는 조선업계發 발주 재개를 예상

## 경쟁 열위에 대한 우려는 종료 중, 남은 과제는 회복기에 보여줄 수주분의 수익성 확보

- 2015~17년 수주는 경쟁사 대비 27% Outperform, 주가는 평균 15% Underperform. 경쟁사가 4분기 연속 영업적자를 기록한 반면, 동사는 BEP 수준의 흑자 유지 → 경쟁사 대비 수익성 열위에 대한 우려 해소 중
- 수주회복의 가시화는 2018년 1분기(+22.7% YoY), 수익성 개선은 2분기(OPM +2.2%p QoQ)로 전망

## 투자의견 Trading Buy, 적정주가 11,000원 유지 – EPC업체 이외 해외수주의 가시성 확인시 레벨업 가능

- 적정주가 11,000원은 2018년 예상 기준 PBR 0.7배 적용 기준(2015~17년 평균치)
- 1~2% 수준의 영업이익을 기록하고 있으나, 단기 회복기였던 2014~15년의 수익성 변동 부침은 해결과제
- 3Q 품질관련 Claim 비용(보상비 167억원 추정) 반영 후 수익성 정상화, 해외 직수주 증가 확인 시 경쟁업체 대비 프리미엄도 부여 가능. 분기 평균 500억원 수준의 수주 확인이 Level-up의 시작점

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	274.5	17.9	15.9	599	79.4	16,196	15.5	0.6	8.1	3.8	11.8
2016	244.8	3.7	7.9	299	-50.1	16,426	27.7	0.5	14.5	1.8	9.1
2017E	179.7	2.9	-12.4	-469	-256.8	15,909	-23.1	0.7	29.8	-2.9	10.4
2018E	201.4	8.6	4.4	168	-135.7	16,027	64.8	0.7	16.6	1.0	11.5
2019E	229.2	13.0	9.1	343	104.8	16,322	31.6	0.7	12.4	2.1	12.9

# 적정주가는 Target PBR 0.7배 적용

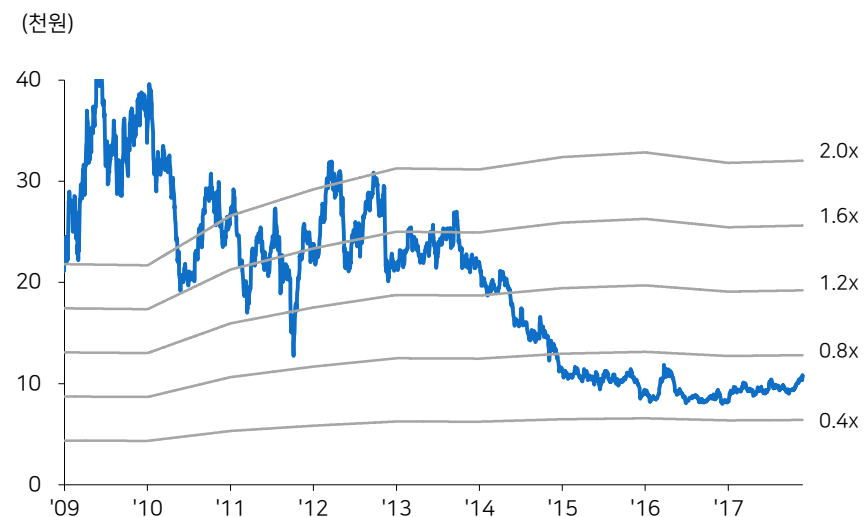
2018년 산업 전망 **조선/기계**  
Beyond Turn-around..

## 태광의 적정주가 산정 내역

(십억원)	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E	'19E
매출액	310.8	271.6	274.5	244.8	179.7	201.4	229.2
영업이익	34.8	12.1	17.9	3.7	2.9	8.6	12.9
당기순이익	28.5	8.8	15.9	7.9 -	12.4	4.4	9.1
영업이익률(%)	11.2	4.5	6.5	1.5	1.6	4.3	5.6
BPS(원)	15,635	15,584	16,195	16,426	15,909	16,027	16,321
PBR(배)	1.4	0.7	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
적정주가(원)	11,000						

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 태광의 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	274.5	244.8	179.7	201.4	229.2
매출액증가율(%)	1.1	-10.8	-26.6	12.1	13.8
매출원가	234.5	219.9	155.2	168.6	188.7
매출총이익	40.0	24.9	24.4	32.8	40.5
판매비와관리비	22.1	21.2	21.6	24.2	27.5
영업이익	17.9	3.7	2.9	8.6	13.0
영업이익률(%)	6.5	1.5	1.6	4.3	5.7
금융손익	4.2	6.6	-2.9	-0.3	0.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.7	0.0	-16.6	-2.4	-1.7
세전계속사업이익	21.3	10.3	-16.6	5.9	12.0
법인세비용	5.5	2.4	-4.1	1.5	2.9
당기순이익	15.9	7.9	-12.4	4.4	9.1
지배주주지분 순이익	15.9	7.9	-12.4	4.4	9.1
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	320.1	309.9	287.3	301.7	313.2
현금및현금성자산	36.0	62.8	59.8	61.3	63.4
매출채권	110.7	95.2	82.6	87.6	91.2
재고자산	149.7	125.3	121.9	129.3	134.7
비유동자산	159.8	164.8	178.0	172.1	175.1
유형자산	143.2	139.3	136.7	134.6	132.9
무형자산	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
투자자산	14.4	22.0	37.8	34.1	38.8
자산총계	479.8	474.7	465.3	473.8	488.3
유동부채	37.5	27.6	35.8	40.2	45.7
매입채무	12.8	12.3	12.9	14.5	16.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.2	11.9	7.9	8.8	10.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	50.7	39.4	43.7	49.0	55.8
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-1.8	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
이익잉여금	394.5	400.9	387.2	390.3	398.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	429.2	435.3	421.6	424.7	432.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	19.4	42.3	16.8	2.7	10.9
당기순이익(손실)	15.9	7.9	-12.4	4.4	9.1
유형자산감가상각비	5.7	5.5	4.1	3.7	3.4
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-5.9	35.0	20.7	-7.3	-2.3
투자활동 현금흐름	-5.5	-13.8	-18.5	0.1	-7.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.8	-1.7	-1.4	-1.5	-1.7
투자자산의 감소(증가)	0.3	-7.6	-15.8	3.7	-4.7
재무활동 현금흐름	-0.0	-2.6	-1.3	-1.3	-1.3
차입금증감	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	14.1	26.8	-3.0	1.5	2.2
기초현금	21.9	36.0	62.8	59.8	61.2
기말현금	36.0	62.8	59.8	61.2	63.4
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	10,358	9,237	6,779	7,601	8,649
EPS(지배주주)	599	299	-469	168	343
CFPS	802	387	-363	374	552
EBITDAPS	890	347	263	466	617
BPS	16,196	16,426	15,909	16,027	16,322
DPS	100	50	50	50	50
배당수익률(%)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	27.7	-23.1	64.8	31.6
PCR	11.6	21.4	-29.9	29.0	19.7
PSR	0.9	0.9	1.6	1.4	1.3
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDA	23.6	9.2	7.0	12.4	16.3
EV/EBITDA	8.1	14.5	29.8	16.6	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	1.8	-2.9	1.0	2.1
EBITDA이익률	8.6	3.8	3.9	6.1	7.1
부채비율	11.8	9.1	10.4	11.5	12.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	406.9	69.0			
매출채권회전율(x)	2.6	2.4	2.0	2.4	2.6
재고자산회전율(x)	1.8	1.8	1.5	1.6	1.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.  
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의  
유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.  
당사는 2017년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.  
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.  
(작성자: 김현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.  
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.  
과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.  
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율



### 삼성중공업(010140) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Hold	10,000	김현	2.3	18.7	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-7.2	-4.3	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-10.4	-4.3	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	10,500	김현	-9.9	1.4	
2017.01.24	산업브리프	Trading Buy	11,500	김현	-3.0	7.4	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	13,000	김현	-13.8	-2.3	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	13,000	김현	-12.2	4.6	
2017.11.08	기업브리프	Buy	16,000	김현	-22.2	-17.2	
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김현	-	-	

### 현대중공업(009540) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	140,000	김현	-6.1	-0.4	
2016.09.01	기업브리프	Buy	170,000	김현	-15.7	-8.5	
2016.10.27	기업브리프	Buy	170,000	김현	-15.7	-8.5	
2016.11.16	산업분석	Buy	225,000	김현	-34.3	-29.8	
2017.01.24	산업브리프	Buy	200,000	김현	-29.9	-26.8	
2017.02.10	기업브리프	Buy	200,000	김현	-21.6	-10.3	
2017.03.27	산업분석	Buy	230,000	김현	-28.1	-25.7	
2017.05.08	기업분석	Buy	230,000	김현	-22.8	-11.3	
2017.06.07	산업분석	Buy	195,000	김현	-10.6	-4.4	
2017.07.26	산업브리프	Buy	210,000	김현	-14.5	-13.1	
2017.08.02	산업브리프	Buy	210,000	김현	-17.7	-13.1	
2017.08.21	산업브리프	Buy	210,000	김현	-27.1	-13.1	
2017.11.01	산업브리프	Buy	205,000	김현	-25.4	-20.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	205,000	김현	-	-	

주: 현대중공업 주가는 당사가 분할 비율로 재산정한 수정주가 기준

### 현대미포조선(010620) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	90,000	김현	-11.6	-7.1	
2016.09.08	기업브리프	Buy	90,000	김현	-15.9	-7.1	
2016.11.16	산업분석	Buy	90,000	김현	-20.0	-7.1	
2017.01.24	산업브리프	Buy	78,000	김현	-11.9	14.7	
2017.03.27	산업분석	Buy	105,000	김현	-12.9	-1.4	
2017.06.07	산업분석	Buy	117,000	김현	-7.7	2.6	
2017.07.26	산업브리프	Buy	130,000	김현	-14.4	-12.7	
2017.08.02	산업브리프	Buy	130,000	김현	-17.2	-12.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	130,000	김현	-22.5	-12.7	
2017.11.01	산업브리프	Buy	130,000	김현	-22.4	-12.7	
2017.11.27	산업분석	Buy	130,000	김현	-	-	

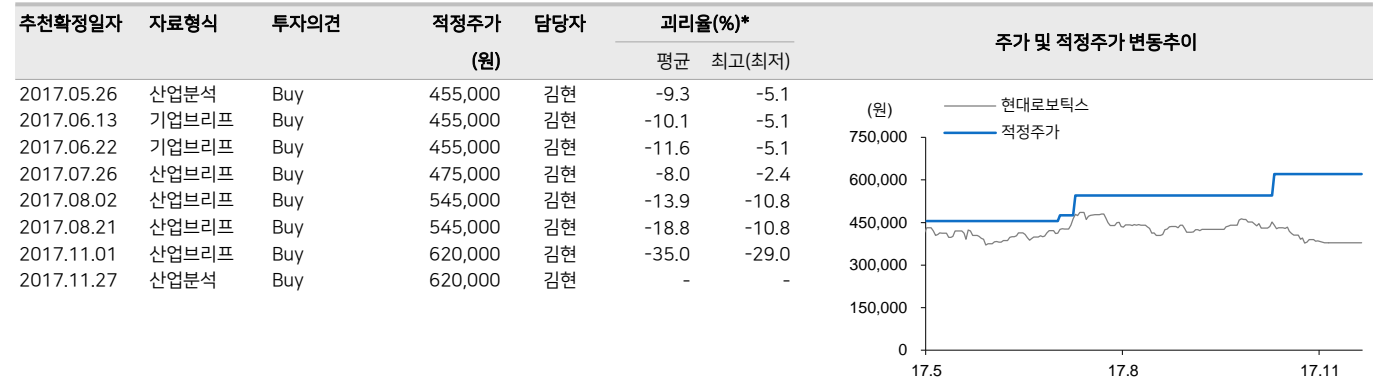
### 한진중공업(097230) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	5,100	김현	-23.2	-9.0	
2017.01.24	산업브리프	Buy	4,100	김현	-18.3	-5.4	
2017.04.24	기업브리프	Buy	4,100	김현	-15.1	4.3	
2017.06.07	산업분석	Buy	4,700	김현	-5.7	8.1	
2017.09.21	기업브리프	Buy	5,400	김현	-30.0	-25.3	
2017.11.27	산업분석	Buy	5,400	김현	-	-	

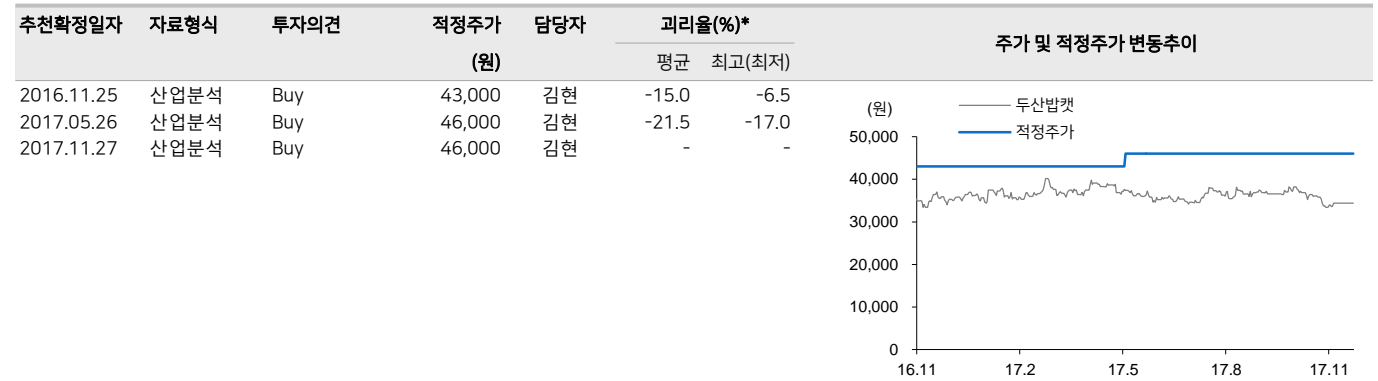
### 현대로보틱스(267250) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 두산밥캣(241560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



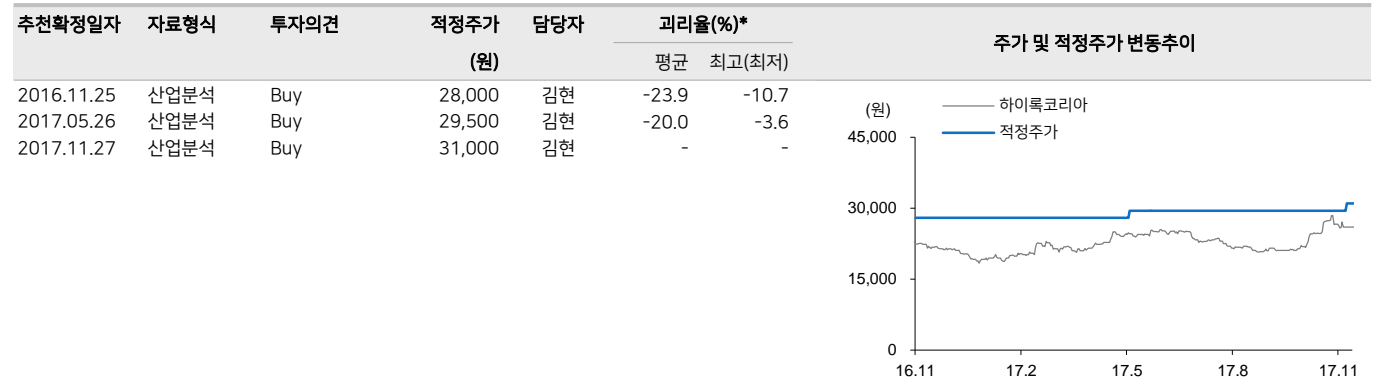
### 현대로템(064350) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



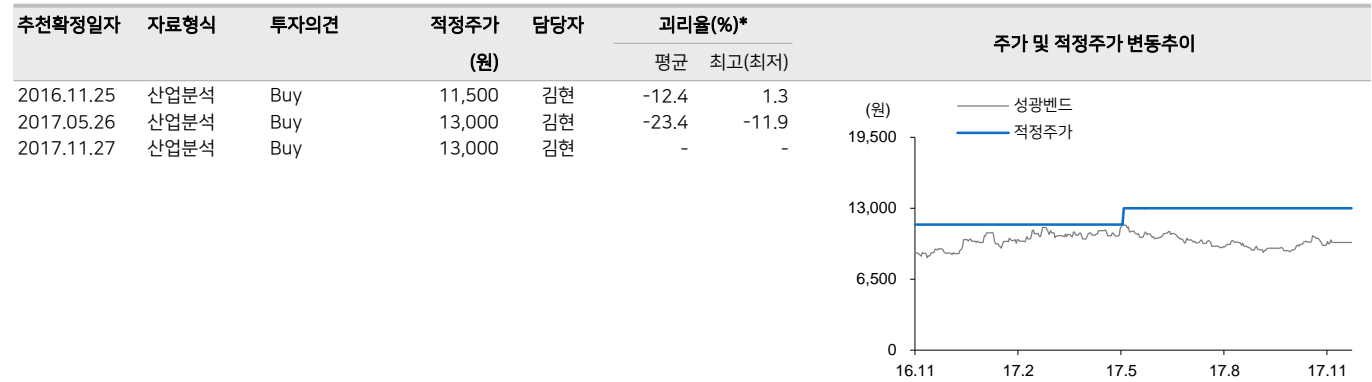
### 하이록코리아(013030) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 성광벤드(014620) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 태광(023160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

