

20180417

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

조선

조선 주가 백서

: 패러다임이 변하면 주가 변수도 변한다

조선. 유승우, 3773-9180





Analyst

유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

조선 주가 백서

패러다임이 변하면 주가 변수도 변한다

연초 펀더멘털과는 별개로 퍼포먼스가 좋았던 조선업종의 주가를 짚어내기 위해, 신규 수주, 선행지표, 환율, 이익이라는 4 가지 변수의 historical analysis를 진행하였음. 결국 연초 조선업종 주가 상승은 정당했다는 결론임. 그러나 동시에 인지해야 할 것은 이제 과거와 다른 변수를 적용해야 하는 새로운 패러다임이 시작되었다는 현실임. 새 시대는 '중국의 구조조정'이란 키워드로 정리되며 무엇보다 선가가 핵심요인이 될 것임

보고서 기획 의도

SK 증권 리서치센터는 2017년 7월 이후로 발간한 보고서들을 통해 선종별 공급 과잉이 심화되어 발주 여력이 제한된다는 펀더멘털 분석을 제시한 바 있음. 실제 펀더멘털은 좋지 못했지만 그럼에도 불구하고 연초 주가는 상승했음. 따라서 historical analysis를 통해 조선업종 주가를 움직이는 핵심요인에 대한 분석을 진행하였음. 분석에 따르면 신규수주, 선행 지표, 환율이 조선업 주가 상승의 조건이었음

두 개의 탑에 대한 연구

변수		2007	2011	2018
상승 요인	①신규 수주	증가	증가	증가
	②선행 지표	BRICs 시대 물동량	유가	중국 LNG 수입 증가
	③환율	원화 강세	원화 강세	원화 강세
하락 요인		영업이익 하락	영업이익 하락	?

2018년 1분기 역시 위의 ①, ②, ③을 충족해 주가가 올랐던 것임

중국 구조조정이라는 새로운 패러다임의 핵심 선행지표는 '선가'

'중국 조선사 구조조정'이라는 새로운 패러다임에서도 여전히

- ① 신규 수주가 주가의 중요한 요인으로 작용할 것이라는 사실은 변함 없음
- ② 그러나 선행 지표로서는 과거처럼 물동량/유가가 아닌 '선가'가 부각될 것
- ③ 추가적으로 환율 요인에서는 원화 강세가 오히려 불리하게 작용할 것

현대미포조선을 최선후주, 현대중공업을 차선후주로 제시함

이러한 중국과의 가격 경쟁에서 벗어나 있고 수주 모멘텀이 살아있는 현대미포조선을 최선후주로 제시하며, 군산 공장을 가동 중단한 현대중공업은 중국과의 저가수주 전에 따른 피해를 줄일 수 있는 선택을 했다는 점과 컨테이너선 수주에 따른 밸류에 이션 부여가 가능하다는 점에서 차선후주로 제시함

Contents

1. Key Charts	3
2. 최근 주가 동향: 우수한 조선업종 주가	16
3. 두 개의 탑에 대한 연구.	18
4. 중국 조선사 구조조정의 시대	40
5. 기업분석	
1) 현대중공업	49
2) 삼성중공업	53
3) 현대미포조선	57

Compliance Notice

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

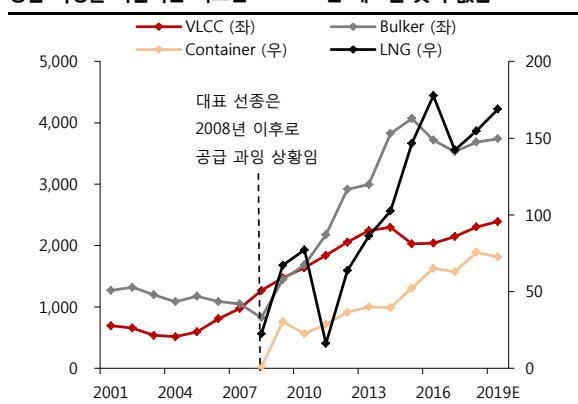
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

1. Key Charts

SK 증권 리서치센터는 2017년 7월부터 조선업은 선종별 공급 과잉에 따라 용선료 하락압력이 거세 추가적인 발주 여력이 제한된다는 편더멘털 분석을 제시했습니다. 그런데 연초 조선 섹터의 주가는 많이 올랐습니다. 그래서 역사적으로 조선사들의 주가가 움직이는 요인에 대해 연구해 보았습니다.

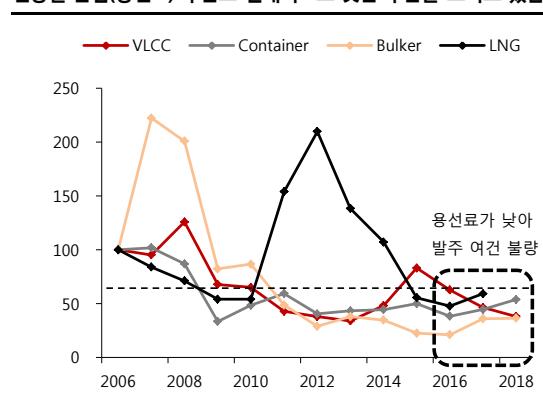
공급 과잉을 가늠하는 지표인 Balance 는 해소된 것이 없음



자료: BP, Clarksons Research, ITC, Searates, WSC, SK 증권

주: 선종별 Balance 값으로, 단위는 서로 다름

선종별 운임(용선료) 수준도 절대적으로 낮은 수준을 보이고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 2006년을 100으로 가정하여 지수화(Indexed)한 수치임

역사적으로 조선사들의 주가는 두 개의 팅을 형성하고 있습니다. 2007년과 2011년이 그것인데요, 현대중공업은 12M Fwd PBR 기준으로 2007년 5.34 배, 삼성중공업은 4.46 배까지 올랐고, 2011년에는 각각 2.32 배, 2.19 배까지 올랐었습니다. 현재는 각각 0.72 배, 0.4 배 수준을 부여 받고 있는데 당시에는 왜 이렇게까지 밸류에이션이 오를 수 있었을까요? 2007년과 2011년의 주가 움직임을 신규수주, 선행지표, 환율, 이익을 변수로 분석해봤습니다.

2007년과 2011년 큰 폭의 밸류에이션 할증을 받은 현대중공업



자료: DataGuide, SK 증권

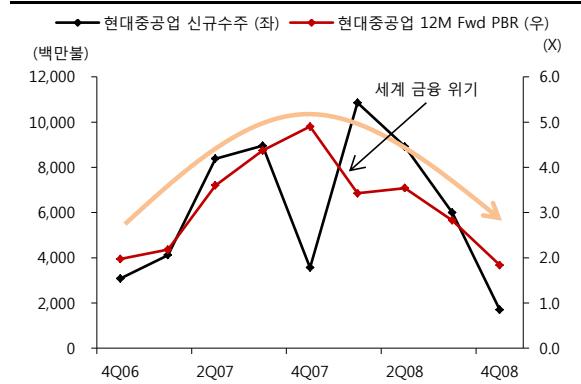
2007년과 2011년 큰 폭의 밸류에이션 할증을 받은 삼성중공업



자료: DataGuide, SK 증권

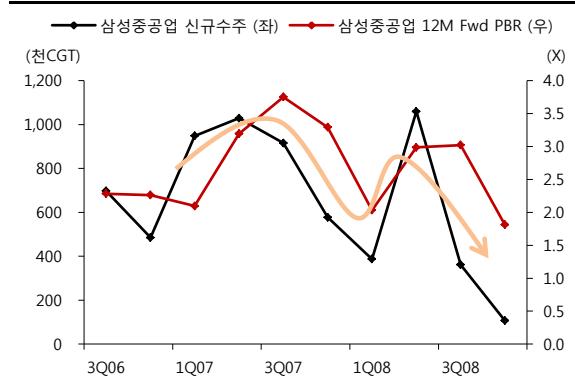
2007년도의 탑부터 볼까요? 첫 번째 변수는 신규수주입니다. 통상적으로 조선 주가는 수주와 동행한다는데 실제로도 그렇습니다. 세계 금융 위기 때를 제외하면 방향성이 같습니다.

현대중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 현대중공업 DataGuide, SK증권

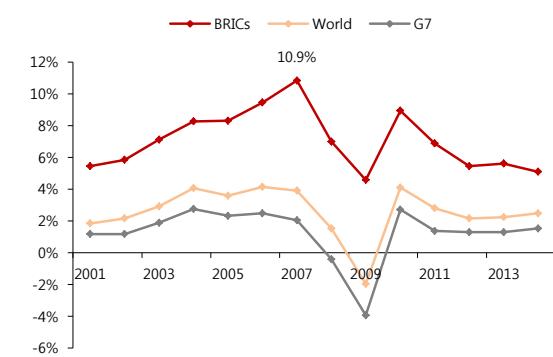
삼성중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼성중공업 Clarksons Research, DataGuide, SK증권

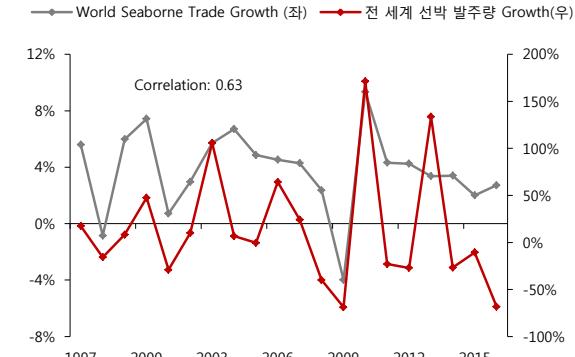
두 번째 변수는 신규수주의 선행지표인데요, 당시의 선행지표는 BRICs의 성장이었습니다. BRICs의 GDP 성장률이 10.9%까지 올랐었는데요, 당시 글로벌 성장률이 3.9%였던 점을 감안하면 대단한 성장이라고 할 수 있습니다. 그리고 이는 조선사들에게 호재였습니다. 왜냐하면 GDP의 성장과 물동량의 성장은 동행하고 물동량의 성장은 선박 발주의 성장과 동행하기 때문이죠. 개도국인 BRICs의 성장인 만큼 원자재와 소비재 물동량이 급증했습니다. 특히 컨테이너 수출은 연평균 10.2%씩 성장하며 두드러진 모습을 보였습니다. 이에 따라 한국 조선사는 컨테이너선 수주를 독식하며 폭발적인 신규수주량을 기록할 수 있었습니다.

BRICs의 GDP 성장률은 2007년 10.9%에 달하게 됨



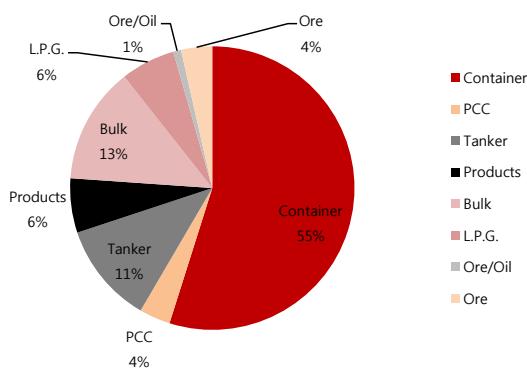
자료: Science Direct, SK증권

물동량의 성장은 선박 발주량의 성장과 함께함



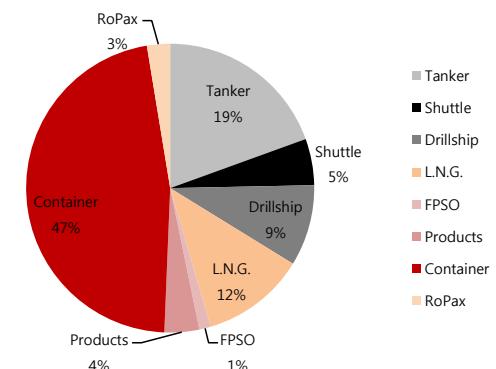
자료: Clarksons Research, SK증권

2007년 현대중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료: Clarksons Research, SK 증권

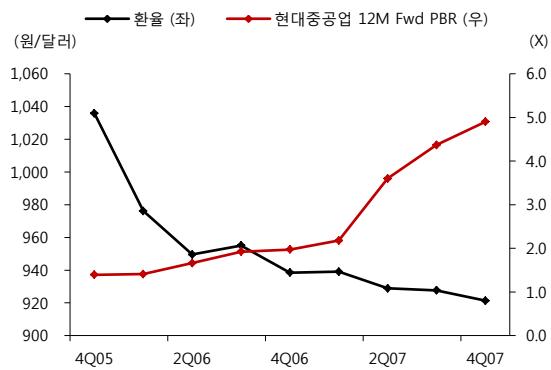
2007년 삼성중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료: Clarksons Research, SK 증권

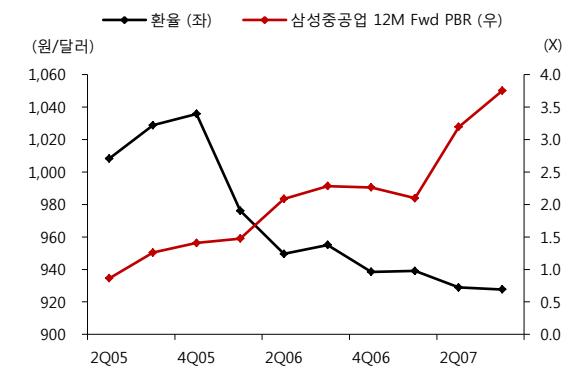
세 번째 변수는 환율입니다. 조선업은 수출업이라는 점에서 조금 의외의 결과인데요, 원화 강세가 조선사에 밸류에이션 프리미엄으로 작용했습니다. 당시 한국 조선사는 글로벌 1위 수준이었기 때문에 원화 선거를 기준으로 원화 강세 구간에서 선거를 인상하며 수주를 이어갔던 것입니다. 실제로 Clarksons Research의 신조선가지수와 당시 원/달러 환율은 역행하는 모습을 보이며 조선사 밸류에이션과도 역행하는 모습을 뚜렷하게 보였습니다.

원화 강세는 현대중공업의 밸류에이션과



자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

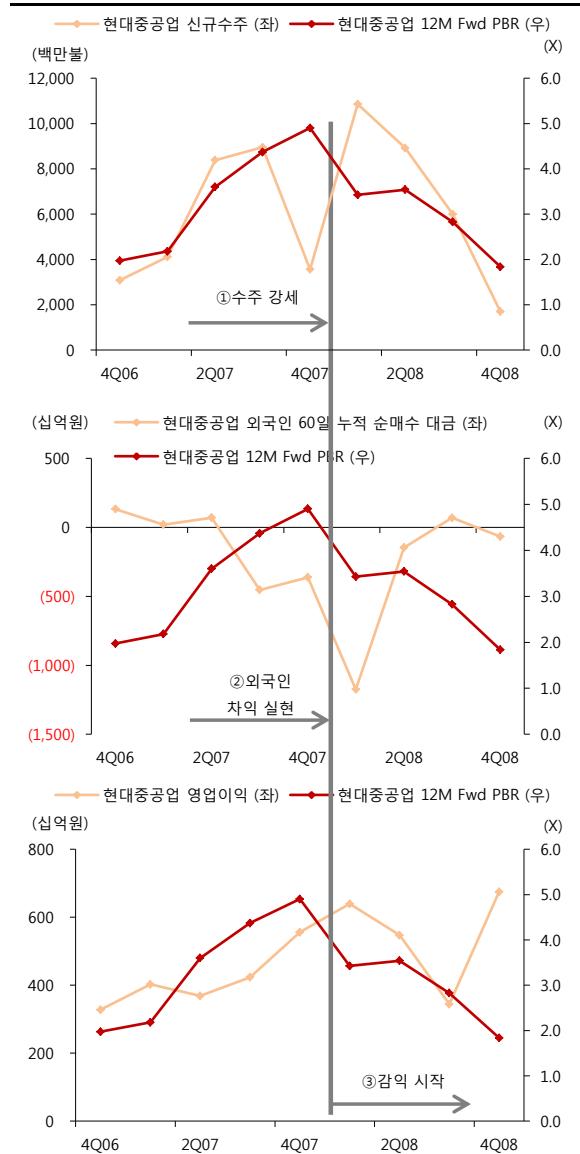
삼성중공업의 밸류에이션에 호재로 작용했음



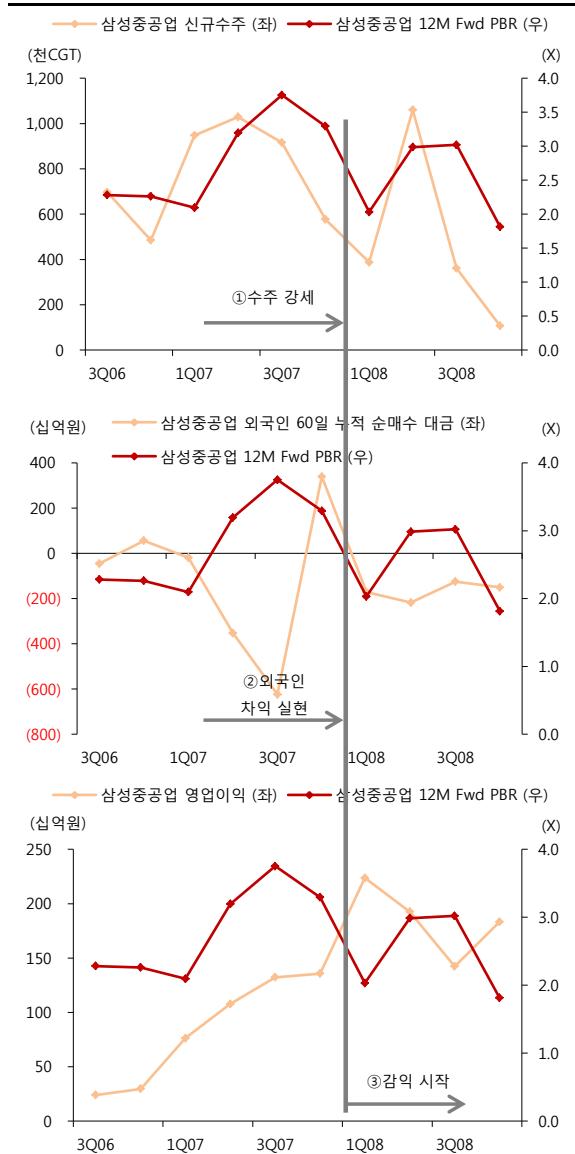
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

2007년에는 주가가 많이 오른 만큼 또 많이 내리기도 했는데요, 주가가 언제부터 하락하는지를 암시하는 시그널인 영업이익이 네 번째 변수입니다. 수급적으로 보면, 수주가 지속될 때 외국인은 점진적으로 차익 실현에 나서는 모습이고, 영업이익이 꺾이면 본격적으로 밸류에이션에 하락하기 시작했습니다. 즉, 주가는 신규수주와 함께 **오르고** 감익과 함께 내리는 패턴을 보였습니다. 2011년도에도 그랬을까요?

수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 현대



수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 삼성

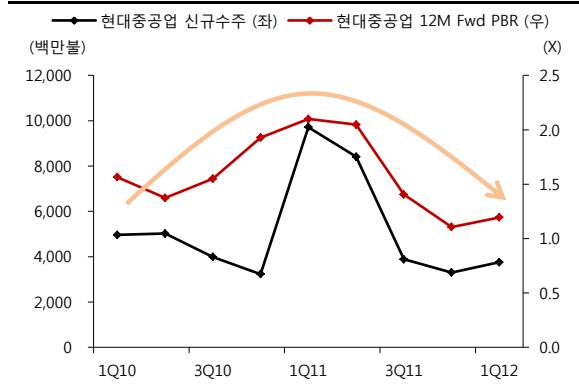


자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

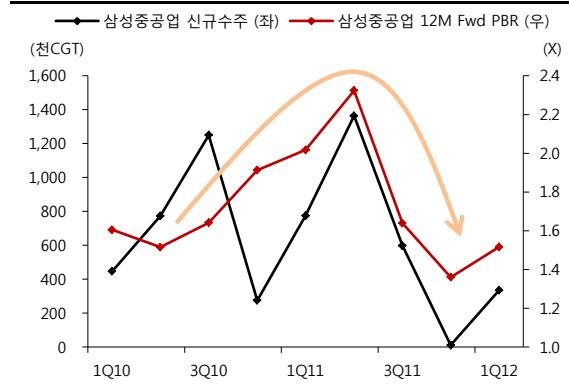
2011년에도 일단 주가 상승은 신규수주와 동행했습니다. 2007년도 그렇고 2011년도 그렇고 확실히 조선사들의 주가 상향 압력은 수주 여부에 달려있는 것으로 보입니다.

현대중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 현대중공업, DataGuide, SK증권

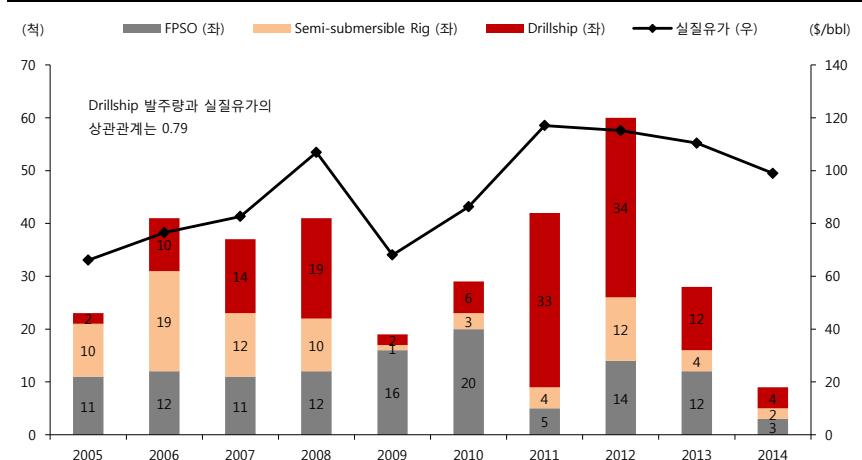
삼성중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼성중공업, Clarksons Research, DataGuide, SK증권

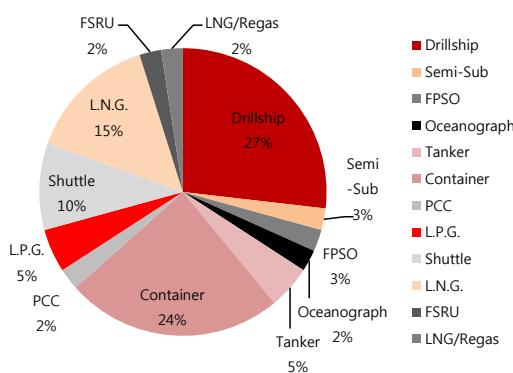
차이가 있다면 2011년의 신규수주 선행지표는 2007년의 물동량이 아닌 유가였습니다. 2011년 유가는 평균 \$117.1/bbl 수준을 기록해 유례없는 초고유가 구간이었죠. 고유가는 조선사에게 해양플랜트 선종 중의 하나인 드릴쉽 수주에 도움이 되었습니다. 유가가 치솟으니 글로벌 E&P 업체들의 capex 지출이 늘어났고 해상 시추 설비의 발주까지 이어졌던 것이다. 실제로 유가와 드릴쉽 발주량의 상관관계는 0.79로 산출되고 있어 조선사에게 고유가는 분명한 호재였던 것으로 보입니다.

글로벌 드릴쉽 발주량과 유가의 상관관계는 매우 높음



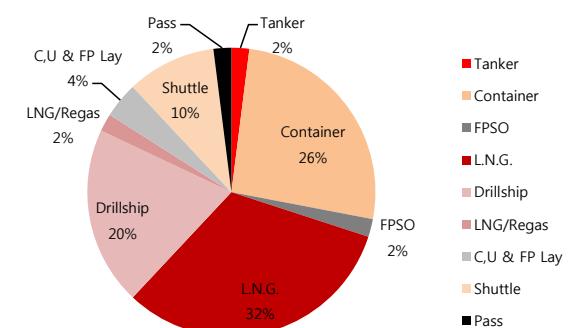
자료: Bloomberg, Petronet, IMF, IRSG, 한국기계연구원, SK증권

2011년 현대중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료: Clarksons Research, SK 증권

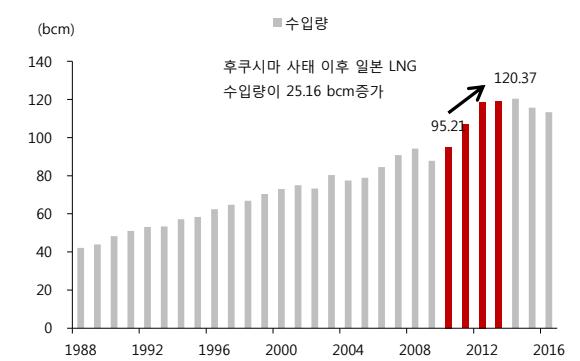
2011년 삼성중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료: Clarksons Research, SK 증권

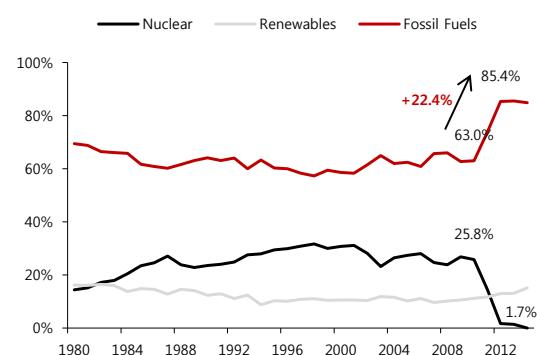
그런데 2011년 한국 조선사의 수주구성을 보면 드릴쉽 뿐만 아니라 LNG 캐리어도 다수 포함되어 있는데요, 이때 마침 후쿠시마 사태가 터지면서 LNG 캐리어 발주량이 증가했습니다. 일본은 당시 원자력 발전기를 거의 가동 중단하고 화력 발전량을 늘렸습니다. 특히 가스 발전량을 늘리면서 전례 없던 수준으로 LNG의 수입을 늘렸습니다. 경제 규모 3위인 국가가 단기간에 에너지 수요를 급격히 늘렸다는 것만 보더라도 당시 LNG 캐리어 발주 모멘텀은 상당히 거셌음을 알 수 있습니다.

후쿠시마 사태가 터지고 일본의 LNG 수입량 급증



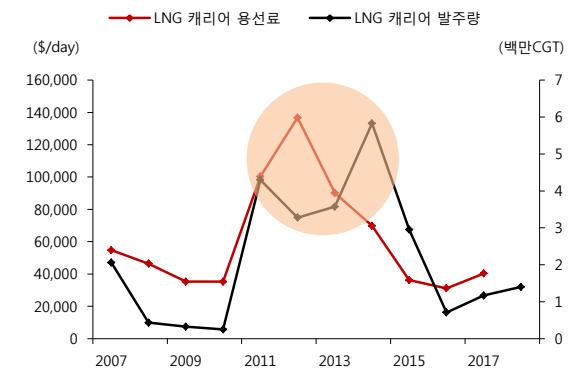
자료: KITA, SK 증권

일본의 원자력 발전량을 화력 발전이 대체하게 됨



자료: EIA, SK 증권

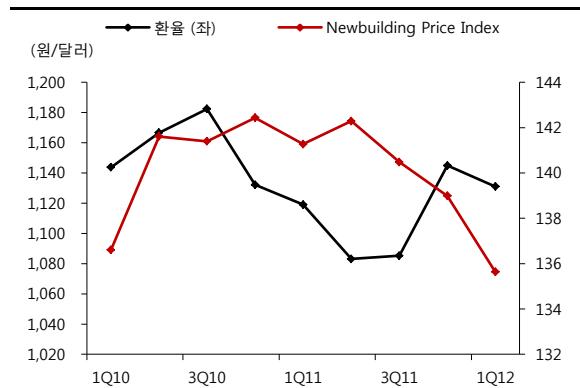
따라서 2011년부터 LNG 캐리어 발주량 급증



자료: Clarksons Research, SK 증권

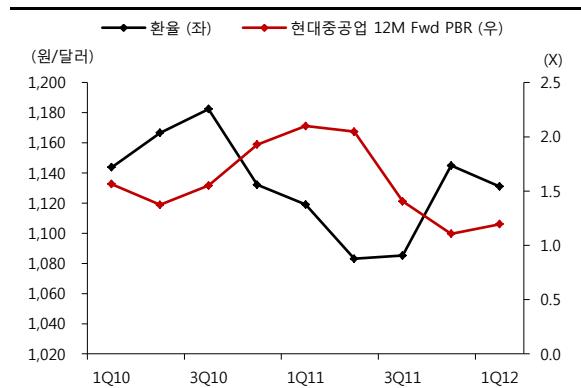
세 번째로 환율은 2011년에도 원화 강세가 밸류에이션에 도움이 되었습니다. 이때에도 Clarksons Research의 신조선가 자수는 원/달러 환율과 거꾸로 움직입니다. 그리고 당시 한국 조선사가 수주했던 드릴쉽과 LNG 캐리어의 경우 컨테이너선, VLCC, 벌커 대비 월등히 높은 선가를 보이는 선종이기 때문에 굳이 원화 강세가 아니더라도 밸류에이션 프리미엄이 충분히 정당했습니다.

원화 강세는 전체적인 선가 인상 요인으로 작용함



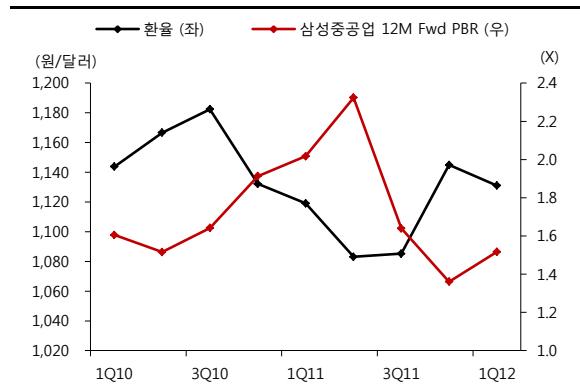
자료: 한국은행, Clarksons Research, SK증권

원화 강세는 현대중공업의 밸류에이션과



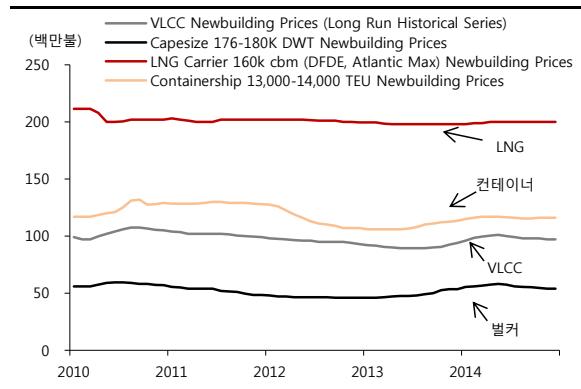
자료: 한국은행, DataGuide, SK증권

삼성중공업의 밸류에이션에 호재로 작용했음



자료: 한국은행, DataGuide, SK증권

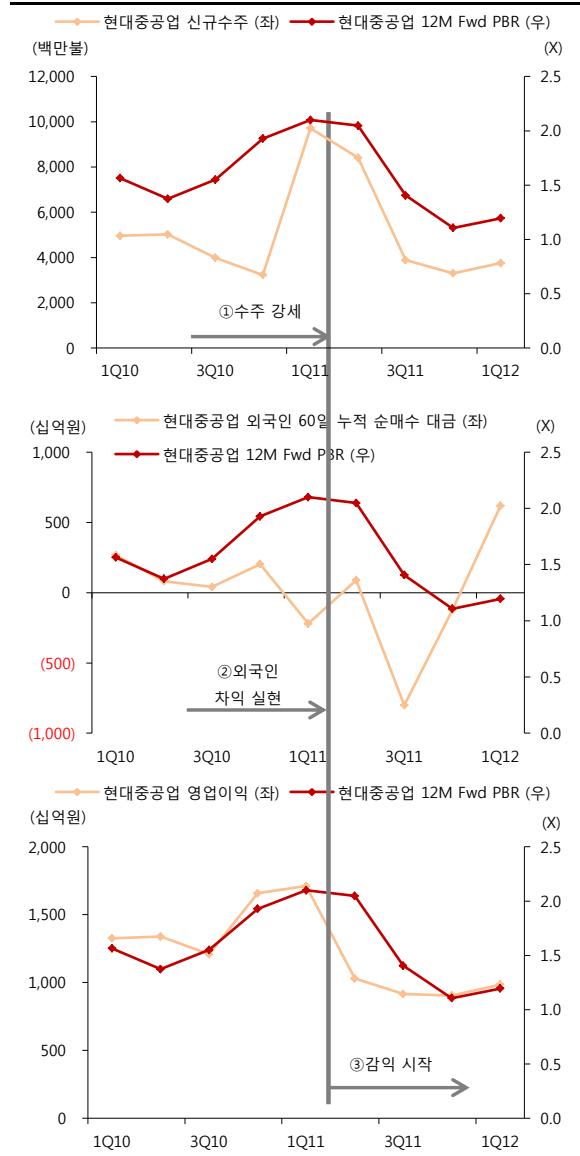
전략 선종이었던 LNG 캐리어의 선가는 타 선종 대비 월등히 높음



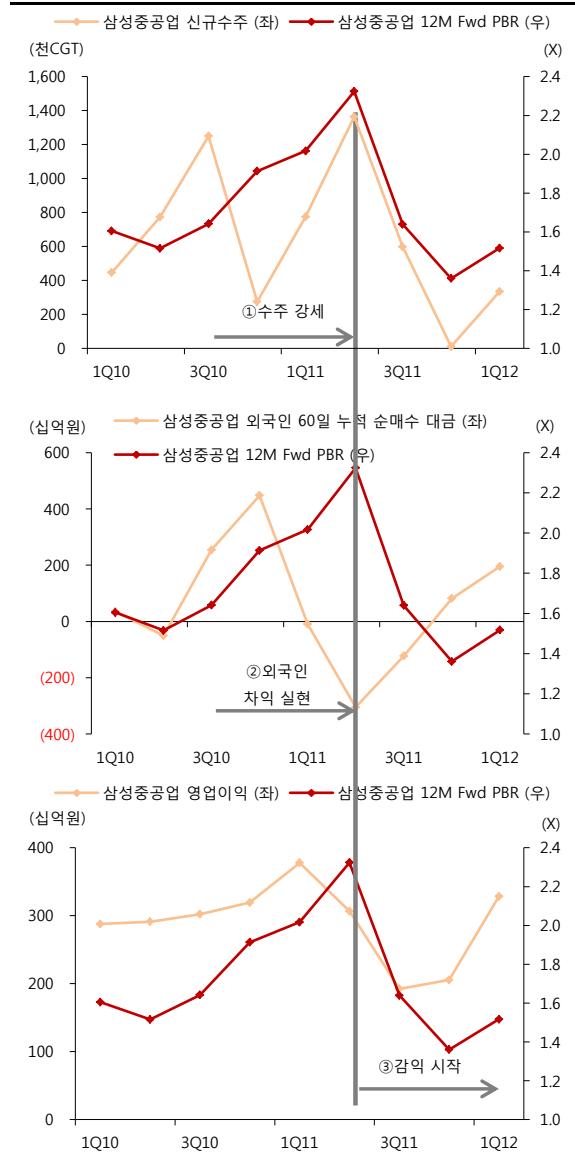
자료: Clarksons Research, SK증권

네 번째 변수는 영업이익입니다. 2007년에 주가 하락의 시그널이 영업이익이었던 것처럼 2011년에도 다르지 않았습니다. 수주처럼 영업이익이 실시간으로 확인할 수 있는 지표가 아니기 때문에 시차가 조금씩 존재하나, 상승 구간에서는 신규수주가 반응하고, 감익이 시작되면 벨류에이션 반납이 본격적으로 이뤄지는 것은 변함 없습니다.

수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 현대



수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 삼성

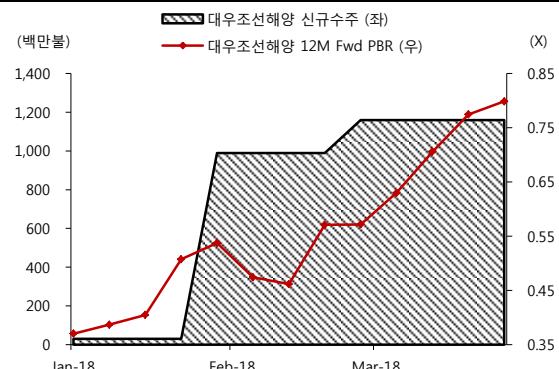


자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

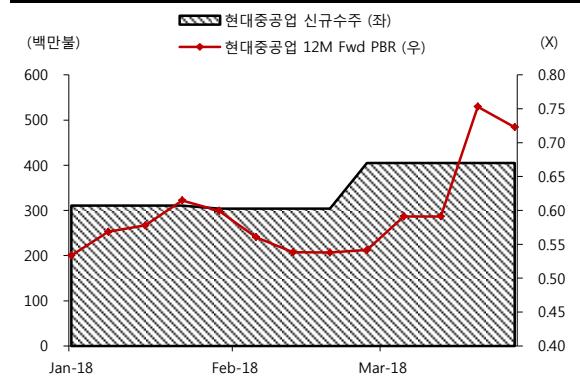
그래서 2018년 초 조선 주가 랠리는 그럴만했다고 판단합니다. 2007년, 2011년과 동일한 패턴을 보인 것이죠. 신규수주가 뒷받침되니 주가는 상승했습니다. 수주 선증은 LNG 캐리어였고, 이는 중국에서 동절기 수요 및 탈석탄 정책의 본격적인 드라이브에 기인합니다. 거의 pure LNG라고도 할 수 있는 대우조선해양의 퍼포먼스가 가장 우수했고, 상대적으로 수주가 부진했던 삼성중공업은 밸류에이션이 하락하는 모습을 보여줬습니다.

LNG 캐리어 익스포저가 높은 대우조선해양이 가장 많이 오름



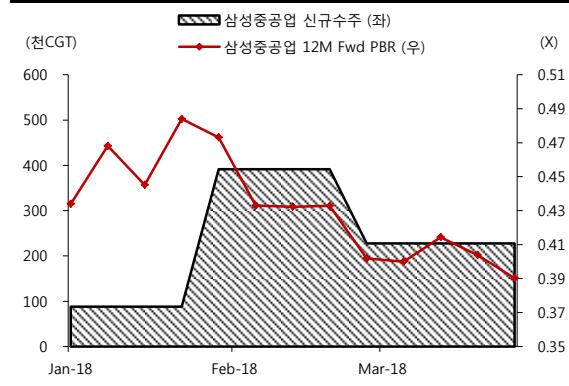
자료: 대우조선해양, DataGuide, SK 증권

현대중공업도 수주를 늘려가며 밸류에이션이 상승함



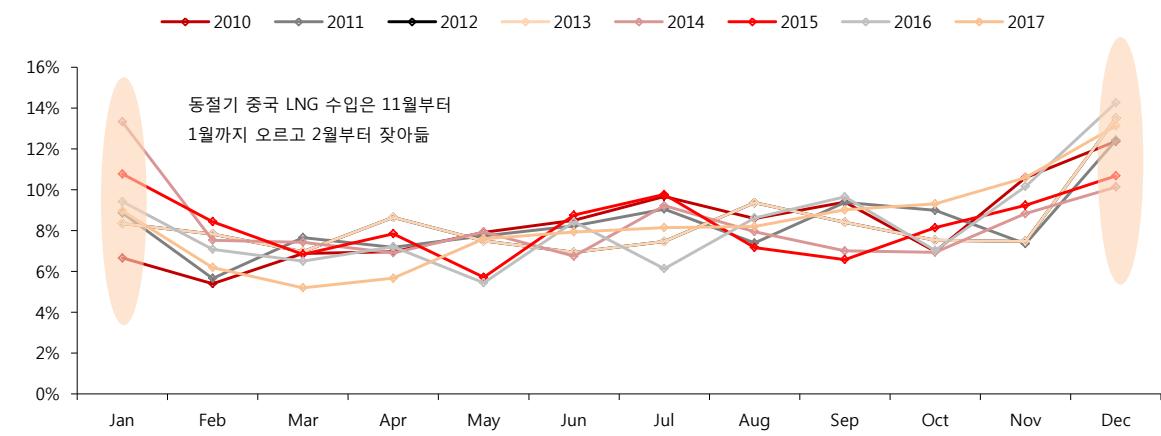
자료: 현대중공업, DataGuide, SK 증권

삼성중공업은 수주 부진으로 애초에 밸류에이션이 못 오름

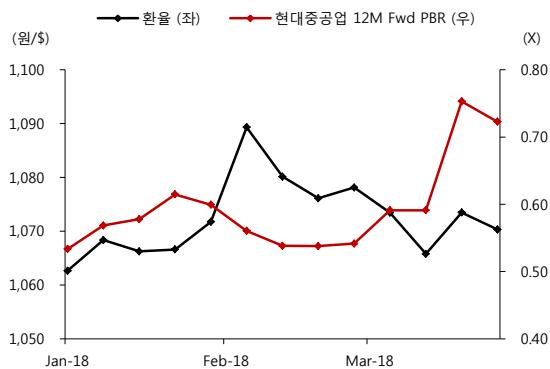


자료: Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

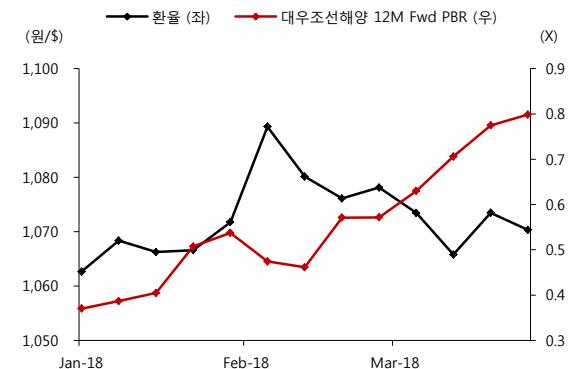
중국의 월별 LNG 수입 비중은 늘 동절기가 높았음



자료: KITA, SK 증권

현대중공업은 1분기 원화 강세로 밸류에이션이 상승함

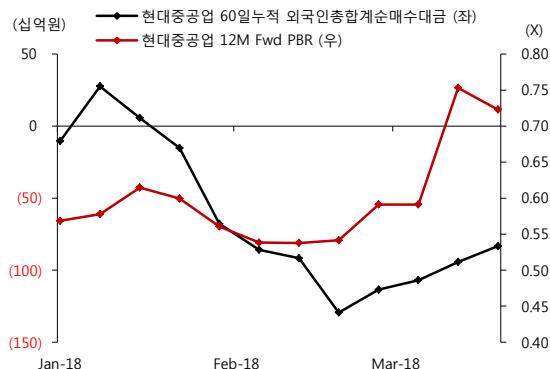
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

대우조선해양도 1분기 원화 강세로 밸류에이션이 상승함

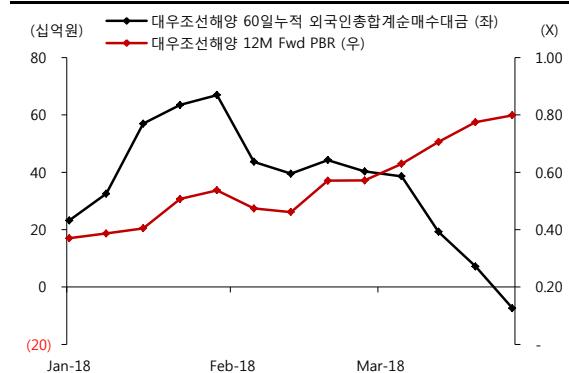
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

그리고 원화 강세는 이번에도 조선사 주가에 호재로 작용했습니다. 다만, 차별적으로 프리미엄이 부여됐다는 것은 특이합니다. 삼성중공업은 원화 강세 수혜를 받지 못했습니다. 즉, 수주가 받쳐주지 못한다면, 환율로 인한 프리미엄 자체가 부여되지 않는다는 것이죠.

그러면 주가는 계속 오를까요? 앞서 외국인 세력은 밸류에이션 상승기 때에 서서히 차익실현에 나서고 감익이 시작되면 본격적인 하락이 시작될 것이라고 했는데, 외국인들이 현대중공업과 대우조선해양에 대해 비중을 덜어내고 있는 모습이네요.

외국인들은 현대중공업 순매도중

자료: Quantiwise, DataGuide, SK 증권

외국인들은 대우조선해양에 대해서도 점차 차익실현중임

자료: Quantiwise, DataGuide, SK 증권

중국 1, 2위 조선사인 CSIC 와 CSSC 가 합병한다는 보도

"中 1~2위 조선사 합병 추진"…한국 빅 3 매출합계의 2 배 규모

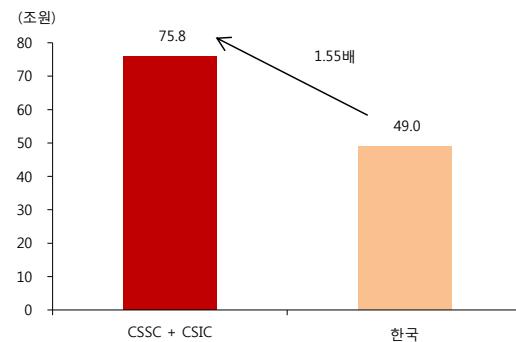
중국이 한국 조선사들과 경쟁에서 우위를 점하기 위해 1, 2 위 조선사의 합병을 추진하고 있다고 블룸버그통신이 30 일 소식통을 인용해 보도했다. 보도에 따르면 중국 국무원은 중국선박중공(CSIC)과 중국선박공업(CSSC) 간 합병을 예비 승인했다. 두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 총 5 천 80 억 위안(86 조 2 천 940 억 원)이 된다. 이런 매출액은 시가총액 면에서 세계 1~3 위 조선사인 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업 등 한국업체 3 곳의 매출합계의 2 배를 넘는 규모다 (하략)

- 연합뉴스, 2018. 3. 30

자료: 연합뉴스 SK 증권

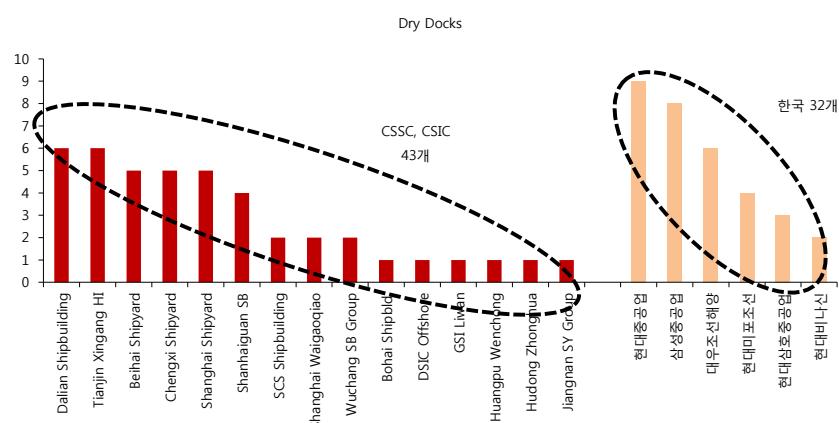
그렇다면 앞서 제시한 4 가지 주가 변수는 계속 유효할까요? '중국 구조 조정의 시대'라는 패러다임 변화를 맞아 주가 변수도 변합니다. 중국 1, 2 위 조선사인 CSIC 와 CSSC 합병은 말 그대로 공룡 조선사의 탄생입니다. 양사 합산 매출액은 한국 조선사 매출 합산보다 1.55 배나 큽니다. 또한 합병 법인은 한국 조선사보다 월등히 많은 도크를 채우기 위해 조금 더 경쟁적으로 저가수주전에 임할 가능성이 높아 보입니다. 심지어 이들은 수익성이나 유동성 측면에서도 한국보다 우수합니다.

CSIC 와 CSSC 의 2016년 합산 매출액은 한국 조선소 매출액보다 큼



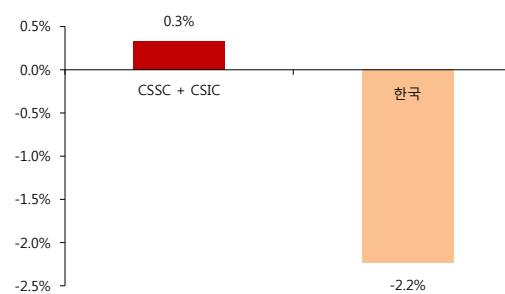
자료: Bloomberg, DataGuide, SK 증권

CSIC 와 CSSC 단 두 개 회사의 dry dock 수는 43개이며 한국은 주요 조선사 총합 32개임



자료: Clarksons Research, SK 증권

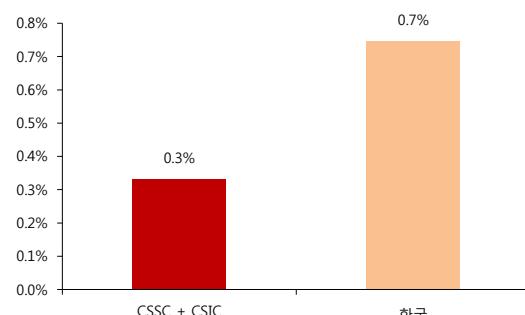
수주가 고갈되었던 2016년 당시 OPM 은 합병 법인이 더 높았음



자료: Bloomberg, DataGuide, SK 증권

주: 한국 조선사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선임

척당 수주액을 보면 한국 조선소는 고부가 선종 위주로 공략해 옴

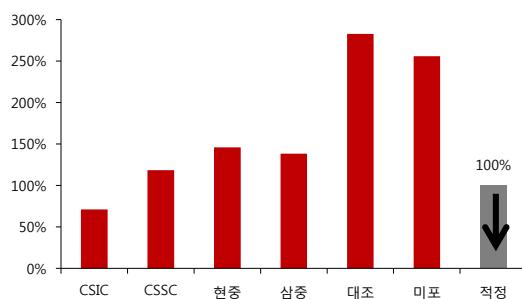


자료: Bloomberg, DataGuide, SK 증권

주: 한국 조선사는 현대중공업, 삼성중공업임

부채비율 비교

부채비율

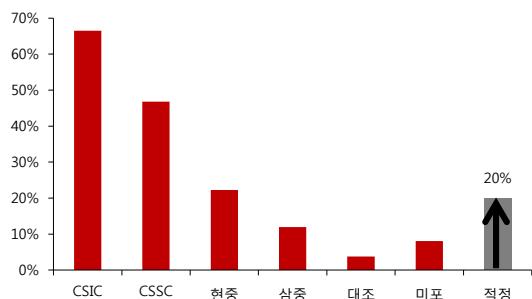


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

현금비율 비교

현금비율



자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

유동비율 비교

유동비율

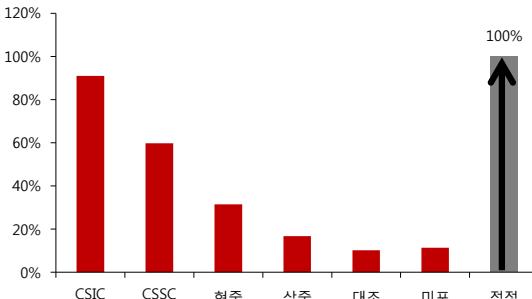


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

당좌비율 비교

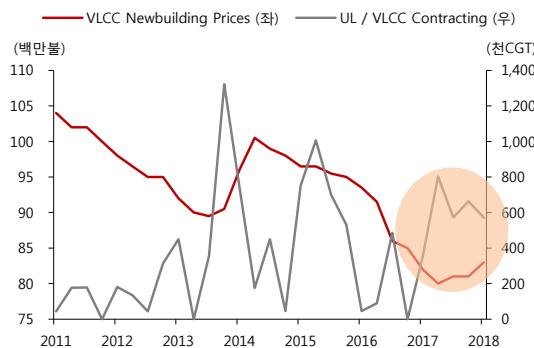
당좌비율



자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

VLCC 신조선가와 발주량은 역행하고 있음



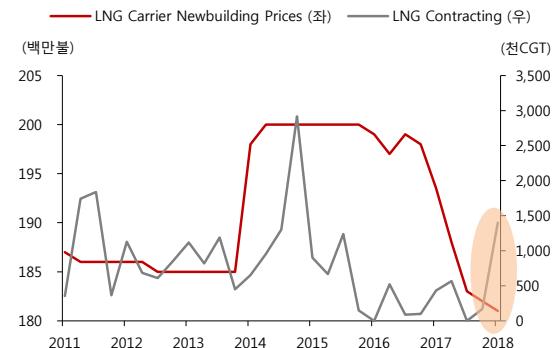
자료: Clarksons Research, SK 증권

새로운 패러다임 하에서도 신규수주가 주가의 중요한 요인이라는 점은 변함 없습니다. 그러나 선행지표로는 ‘선가’가 부각될 것입니다. 저가 수주 경쟁이 더욱 치열해진다면 낮은 선가를 제시하는 조선사에게 수주가 돌아가는 시장의 경쟁구도상, 선가가 하락하며 발주가 이뤄질 수 밖에 없습니다. 반대로 말하면, 선가가 오르며 발주되는 선종은 저가 수주전에서 어느 정도 빛겨나 있는 것이라 볼 수 있습니다.

VLCC와 LNG처럼 선가가 하락하는 선종보다는, 벌커나 컨테이너 선처럼 선가가 오르며 발주되는 선박을 수주하는 조선사에 프리미엄을 부여할 때입니다. 아시겠지만, 벌커는 중국이 독차지하고 있기 때문에 컨테이너선을 수주하는 조선사에 주목해야 합니다.

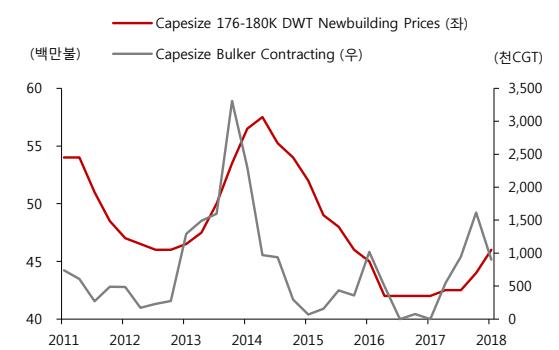
그리고 어느정도 예상하셨겠지만, 원화 강세는 저가수주전이 심화되는 국면에서는 그다지 의미가 없는 지표로 작용할 것입니다.

LNG 캐리어 신조선가와 발주량은 역행하고 있음



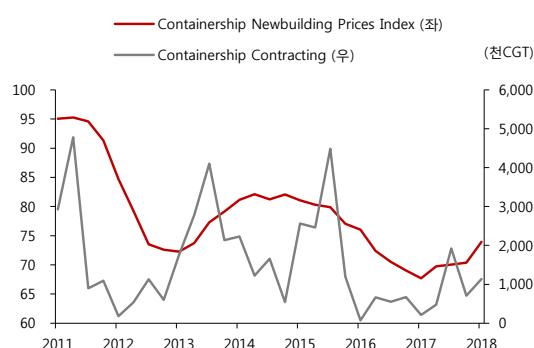
자료: Clarksons Research, SK 증권

Capesize 벌커 신조선가와 발주량은 동행하고 있음



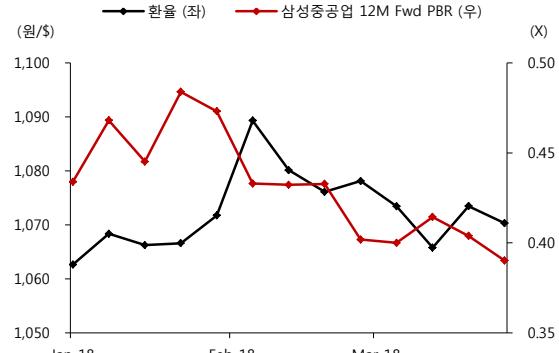
자료: Clarksons Research, SK 증권

컨테이너선 신조선가와 발주량은 동행하고 있음



자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

원화 강세는 중국 구조조정 패러다임 하에서는 의미 없는 지표임



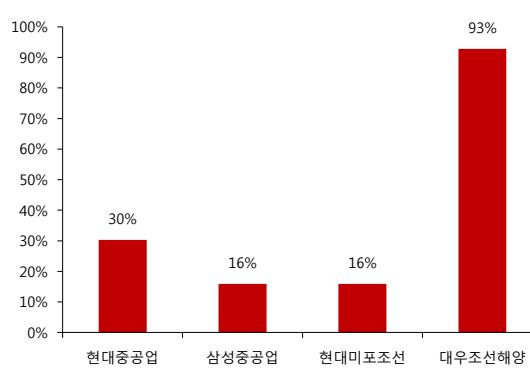
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

2. 최근 주가 동향: 우수한 조선업종 주가

SK 증권 리서치센터는 2017년 7월 3일 발간한 “남쪽 나라 LNG의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”와 2017년 9월 4일 발간한 “Shift: 글로벌 밸류 체인의 변화가 조선업에 미칠 영향” 두 가지 보고서를 통해서 조선업이 중장기적으로 불황에 빠져있음을 밝히며 섹터에 대한 투자의견을 중립으로 제시했다. 또한 2018년 1월 8일 발간한 “SK Cyclical Bulletin Release 5: 방향성을 달리할 수주산업, 건설과 조선”에서도 으레 연초에 주목 받는 수주섹터인 건설과 조선 중에서 2018년 초 건설 섹터는 주가 상승의 여력이 있지만 조선은 수주의 양과 질이 부족해 주가의 언더파フォ먼스가 예상된다고 밝힌 바 있다.

그런데 연초 주가는 당시 예측과는 달리 우수한 퍼포먼스를 보였다. 2018년 들어서 저점 대비 현대중공업 30%, 삼성중공업 16%, 현대미포조선 16%, 대우조선해양은 무려 93%의 수익률을 보였다. 이유는 단순하다. 수주가 좋았다. 특히 LNG 캐리어를 필두로 한 대우조선해양의 수주 랠리가 주가 부양에 큰 힘이 되었다.

연초 조선 섹터 종목들의 주가 수익률은 우수했음



자료: DataGuide, SK 증권

주: 1월 1일부터 4월 16일까지의 수익률임

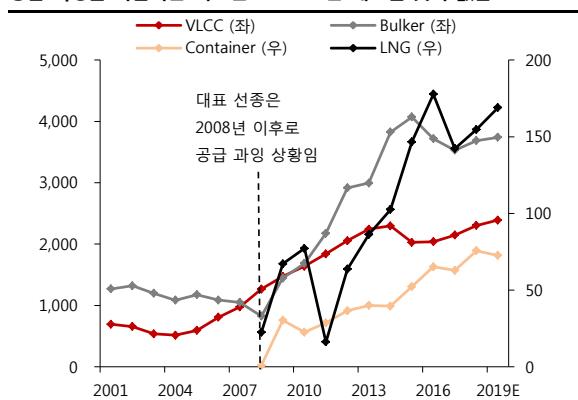
특히 LNG 캐리어 위주의 수주 모멘텀이 거셌음

날짜	수주 조선사	규모 (CBM)	선주
2018-Jan-04	Hyundai HI (Ulsan)	174,000	Cardiff Marine
2018-Jan-04	Hyundai Samho HI	174,000	Sovcomflot JSC
2018-Jan-12	Samsung HI	180,000	GasLog
2018-Jan-26	Hyundai Samho HI	174,000	Nippon Yusen Kaisha
2018-Feb-05	Daewoo (DSME)	173,400	BW Gas
2018-Feb-05	Daewoo (DSME)	173,400	BW Gas
2018-Feb-26	Daewoo (DSME)	174,000	Unknown
2018-Feb-26	Daewoo (DSME)	174,000	Unknown
2018-Mar-05	Hyundai HI (Ulsan)	174,000	Unknown
2018-Mar-05	Hyundai HI (Ulsan)	174,000	Unknown
2018-Mar-09	Samsung HI	180,000	Unknown
2018-Mar-12	Samsung HI	180,000	GasLog
2018-Mar-14	Daewoo (DSME)	173,400	Unknown
2018-Mar-14	Daewoo (DSME)	173,400	Unknown
2018-Mar-28	Daewoo (DSME)	173,400	Pantheon Tankers
2018-Mar-28	Daewoo (DSME)	173,400	Pantheon Tankers

자료: Clarksons Research, SK 증권

그러나 앞선 세 개의 보고서에서 제시한 펀더멘털 분석은 2018년 4월 현재에도 유효하다. 공급 과잉을 가늠하는 지표인 Balance(물동 가능량 – 실제 물동량)는 2020년까지 지속적으로 우상향 하고 있어서 여전히 LNG 캐리어를 비롯한 4대 선종들은 모두 over-capacity에 시달리고 있다. 인도 예정 물량이 다수 남아있고 그 물량이라면 최근의 물동량 성장분을 모두 커버하고도 남는 수준이다. 그 영향으로 발주처의 선박 발주 환경을 가늠할 수 있는 대표 지표인 운임(용선료)도 모두 절대적으로 낮은 수준이다. 선박이 많기 때문에 선박을 이용하는데 자불해야 하는 운임이 쌀 수밖에 없는 여건이다.

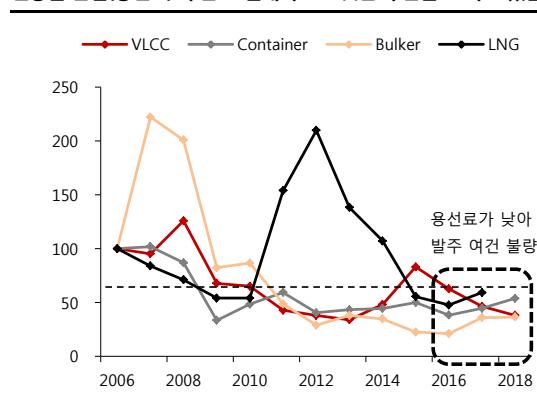
공급 과잉을 가늠하는 지표인 Balance는 해소된 것이 없음



자료: BP, Clarksons Research, ITC, Searates, WSC, SK 증권

주: 선종별 Balance 값으로, 단위는 서로 다른

선종별 운임(용선료) 수준도 절대적으로 낮은 수준을 보이고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 2006년을 100으로 가정하여 지수화(Indexed)한 수치임

하지만 SK 증권 리서치센터는 조선 섹터의 주가는 펀더멘털과 방향성을 달리할 수 있음을 인정한다. 그리고 이 같은 인식을 바탕으로 펀더멘털과 괴리를 보이는 조선업 주가에 대한 분석을 시도했다. 역사적으로 조선사의 주가는 언제 올랐고, 언제 내렸으며 그 이유는 무엇이었고 현재는 어느 단계인지를 망라한 연구를 진행했다. 시작은 조선사들의 주가 움직임을 가장 분명하게 보여주었던 2007년과 2011년 두 개의 탑에 대한 분석이다.

3. 두 개의 탑에 대한 연구

(1) 첫 번째 탑: 2007년

조선 주가를 설명하기 위해 역사적 주가 흐름에서 가장 분석하기 좋은 구간을 선별할 필요가 있었다. 사실 구간 선정은 어렵지 않았다. 가장 많이 올랐던 때를 선택하면 되기 때문이다. 유가의 움직임을 분석할 때 유가가 peak를 찍었던 시기를 기준으로 전후 가격 상승 및 반납의 이유를 찾아가는 것이 도움이 된다는 점과 같은 맥락이다.

과거 조선 주가는 크게 두 번의 탑을 형성했다. 현대중공업은 2007년 5.34 배, 2011년 2.32 배까지 12M Fwd PBR 이 상승한 바 있다. 삼성중공업도 2007년 4.46 배, 2011년 2.19 배까지 12M Fwd PBR 이 상승했었다. 2018년 4월 초 현대중공업은 0.72 배, 삼성중공업은 0.4 배 수준을 부여 받고 있음을 감안하면 당시 조선사들의 벨류에이션 프리미엄이 굉장히 높았음을 알 수 있다.

역사적으로 주가가 크게 두 번 상승했다는 말을 반대로 말하면 역사적으로 주가가 크게 두 번 하락했다는 말이기도 하다. 그 이유가 무엇인지는 차후 설명도록 하겠지만 2007년과 2011년에 조선사들이 받았던 벨류에이션 프리미엄이 커었던 만큼 하락시 디스카운트 폭도 커졌다. 다시 말하면, 2007년과 2011년은 조선사들의 역사에서 주가의 등락을 가장 명확하게 보여주었던 시기이다. 따라서 조선사 주가 동인을 설명하는데 가장 적절한 구간이라고 판단되어 두 구간에 대한 분석을 했다. 각 구간에 대해서는 일정한 프레임으로 분석했다.

2007년과 2011년 큰 폭의 벨류에이션 할증을 받은 현대중공업



자료: DataGuide, SK 증권

2007년과 2011년 큰 폭의 벨류에이션 할증을 받은 삼성중공업



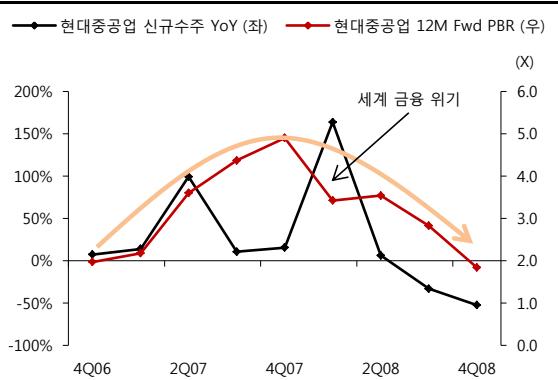
자료: DataGuide, SK 증권

① 신규수주

첫 번째 프레임은 신규수주이다. 통상 조선 주가는 수주와 동행한다는 통념을 그대로 받아들였다. 각 사의 신규수주량의 YoY 증분 추이와 12M Fwd PBR 추이를 같이 그려보고 신규수주량 원지수와 12M Fwd PBR 추이도 그려보았다. 현대중공업과 삼성중공업 양사 모두 신규수주량의 YoY 증분 추이이든 신규수주량 원지수 추이이든 어느 정도 12M Fwd PBR과 같이 움직여 통념이 상당부분 맞다는 결론이 도출되었다.

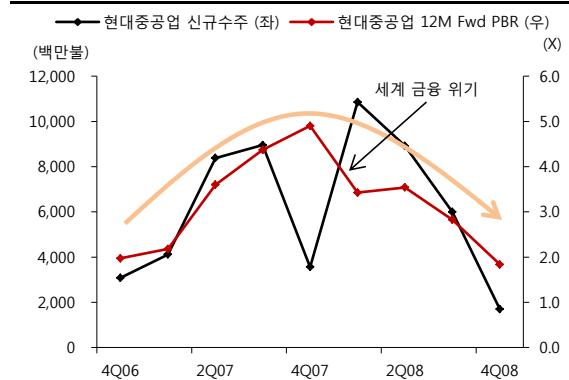
물론 현대중공업의 경우 2008년 1분기에 신규수주가 대단히 좋았으나 벨류에이션은 반대로 하락하는 구간이 있다. 하지만 이는 다소 일회적인 이슈에 의한 것이라고 판단 한다. 으레 2008년 하면 거의 동의어처럼 떠오르는 말이 서브프라임 모기지 사태다. 2008년은 이 사건의 여파로 세계 금융 시장의 변동성이 커진 시기였기 때문에 당시 글로벌 조선 대장주였던 현대중공업의 변동성도 커지며 수주 증가에도 불구하고 주가가 하락했던 것이다.

현대중공업 신규수주 YoY 추이와 12M Fwd PBR 추이



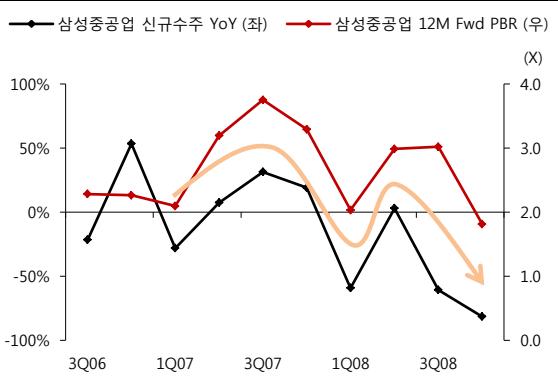
자료: 현대중공업, DataGuide, SK증권

현대중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



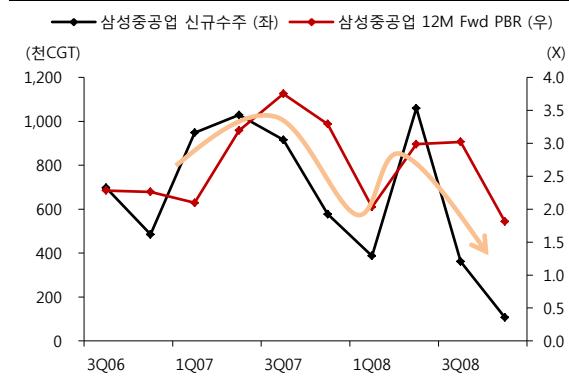
자료: 현대중공업, DataGuide, SK증권

삼성중공업 신규수주 YoY 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼성중공업, Clarksons Research, DataGuide, SK증권

삼성중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



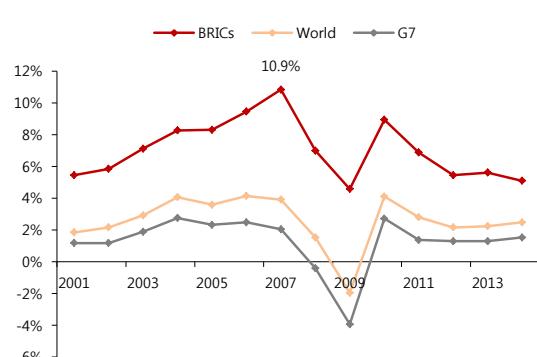
자료: 삼성중공업, Clarksons Research, DataGuide, SK증권

② 신규수주의 선행지표: 2007년은 BRICs

당시의 신규수주량은 BRICs의 성장으로 설명할 수 있다. 2000년대 들어 글로벌 GDP 성장률은 잘 나왔다고 하면 대략 4% 수준이고 못 나왔다고 하면 2% 수준 정도이다. 글로벌 평균 3% 정도의 성장률을 보이는 것으로 여겨진다. 그런데 2007년에는 BRICs 4개 국가의 총 GDP 성장률이 무려 10.9%에 달했다. 당시 글로벌 성장률인 3.9%보다 7%p나 높은 수준으로 2007년에 세계 경제 규모 성장에 가장 크게 이바지했던 곳은 BRICs였다.

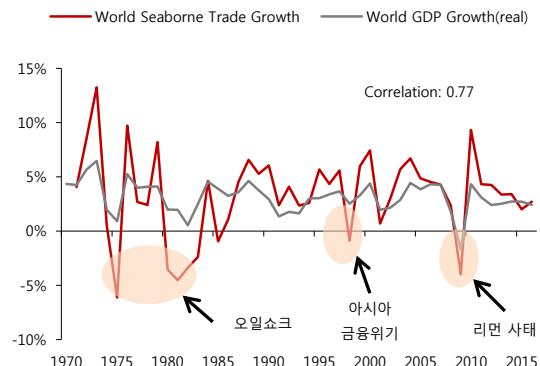
GDP의 성장은 늘 세계 물동량의 성장과 함께한다는 점에서 조선 업종에 호재다. 역사적으로 GDP 성장률과 물동량 성장률의 상관관계는 0.77까지 산출되고, 물동량 성장률과 세계 선박 발주량 성장률의 상관관계는 0.63까지 산출된다. 즉, GDP가 성장하면 선박 발주가 늘어날 가능성이 높다. 따라서 개도국이었던 BRICs의 성장은 원자재 위주의 물동량 성장을 야기해 원자재를 운반하는 별거 운임 지수인 BDI의 상승과 별거 발주량의 증가로 이어졌다.

BRICs의 GDP 성장률은 2007년 10.9%에 달하게 됨



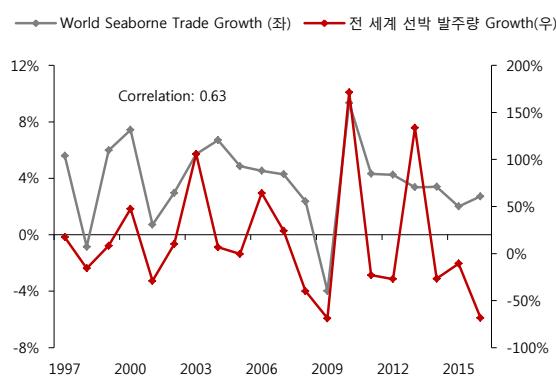
자료: Science Direct, SK증권

전 세계 해상 물동량은 GDP의 성장과 함께함



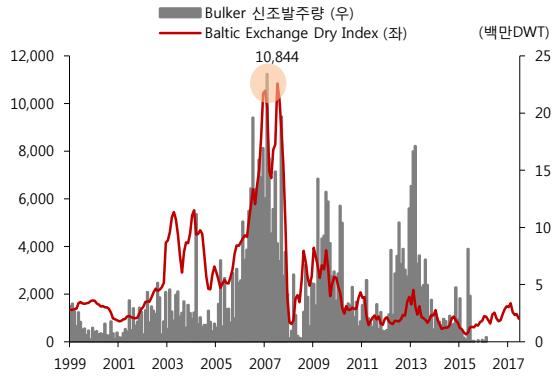
자료: World Bank, Clarksons Research, SK증권

물동량의 성장은 선박 발주량의 성장과 함께함



자료: Clarksons Research, SK증권

BRICs 성장으로 2007년은 별거 신조발주량과 BDI가 폭등함

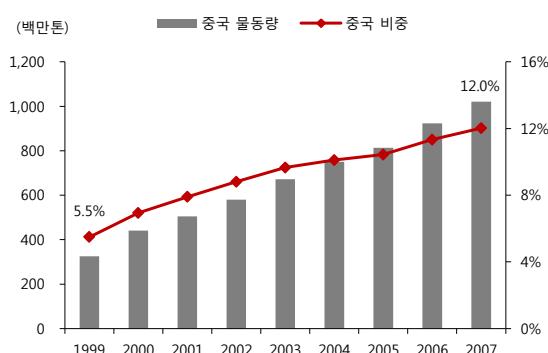


자료: Clarksons Research, SK증권

BRICs 4 개국 중에서도 2000 년대 물동량 성장을 견인한 국가는 단연 중국이었다. 중국은 당시 선진국의 주문을 받아 중간재를 만들고 선진국이 그것을 조립해 완성품을 파는 밸류체인 중간 단계로서의 역할을 키워 나갔다. 중국으로 선진국의 공장들이 진출하는 offshoring 이 대세로 자리 잡으며 중국 위주의 세계 해상 물동량 성장이 가능했던 것이다. 급기야 2007 년에는 중국의 물동량이 세계 물동량에서 차지하는 비중이 무려 12%까지 상승했다. 중국의 역할 확대는 중국의 순 외국인직접투자(Foreign Direct Investment, 이하 FDI) 추이에서도 확인할 수 있다. 1990 년대 중후반부터 리먼 사태 이전까지 중국으로의 inward FDI 가 outward FDI 보다 우세했던 것만 보더라도 중국으로의 offshoring 은 분명한 트렌드였다.

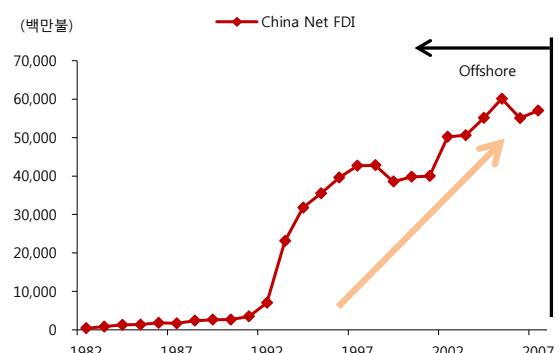
따라서 한국 조선사의 밸류에이션은 중국 경기선행지수를 따라서 상승했다. 경기선행지수는 OECD 가 지역별로 6~9 개월 뒤 경기흐름을 예측하는 지수인데 중국의 성장은 곧 물동량의 성장을 의미했으므로 곧 조선사의 수혜로 여기고 밸류에이션이 함께 올랐던 것으로 해석할 수 있다.

글로벌 해상 물동량 성장의 중심은 중국이었음



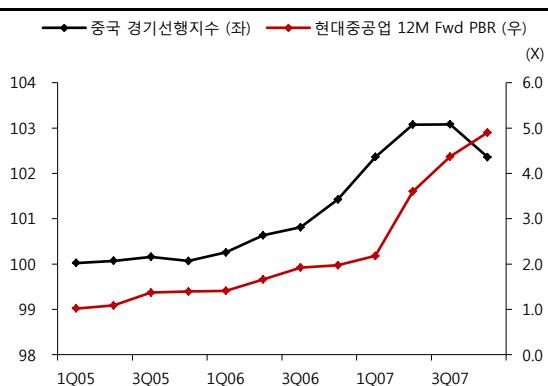
자료: World Bank, Clarksons Research, SK 증권

중국으로의 Offshoring 확대는 글로벌 물동량 확대의 포석이 됨



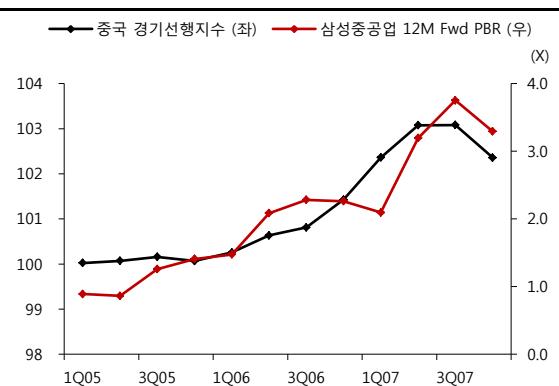
자료: UNCTAD, SK 증권

현대중공업의 밸류에이션은 중국 경기선행지수를 따라 상승함



자료: OECD, DataGuide, SK 증권

삼성중공업의 밸류에이션도 중국 경기선행지수를 따라 상승함

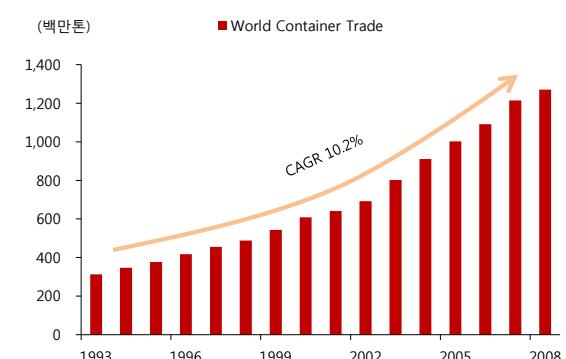


자료: OECD, DataGuide, SK 증권

특이했던 것은 당시에 BDI 가 급등했기 때문에 한국 조선소도 벌커 위주로 잔고를 채웠을 것 같지만 사실 그렇지 않았다는 점이다. 한국은 9,000 TEU급 또는 13,000TEU급 컨테이너선으로 잔고를 채웠다. 절대 물량 자체는 곡물 등의 원자재로 대변되는 Dry Bulk 물동량이 많았지만 가장 큰 폭의 성장률을 구가한 재화는 소비재였다. 앞서 BRICs 국가들의 GDP YoY 성장률이 2007년 10.9%에 달했다고 밝혔는데 컨테이너 물동량은 2000년대에 연 평균 10.2%씩 성장하며 물동량 성장에 크게 기여했다.

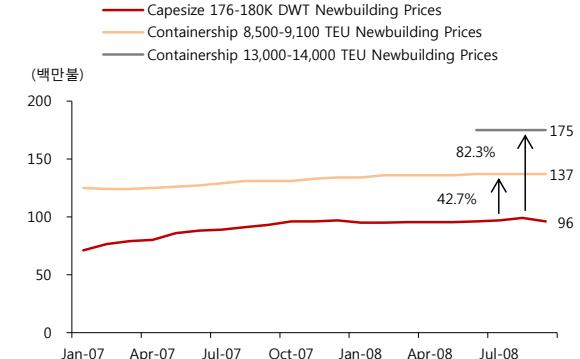
게다가 벌커는 애초에 저마진 선종이기에 수주할 이유가 없었다. Capesize 벌커 대비 9,000TEU급 컨테이너선은 당시에 42.7% 가량 비쌌고, 13,000TEU급은 82.3%나 비싼 선종이었다. 따라서 기술력이 있다면 벌커보다는 컨테이너선 위주로 도크를 채우는 것이 이득이었고 조선 산업 글로벌 1위의 한국은 컨테이너선 수주를 독차지할 수 있었다. 2007년 현대중공업은 척수 기준으로 수주 선종 중 55%를, 삼성중공업은 47%를 컨테이너선으로만 채웠다. 비싼 배들을 대량 수주했으니 당시 한국 조선사가 누린 벌류 에이션 프리미엄은 어찌 보면 당연해 보인다.

전 세계 물동량 성장의 주역은 컨테이너 물동량이었음



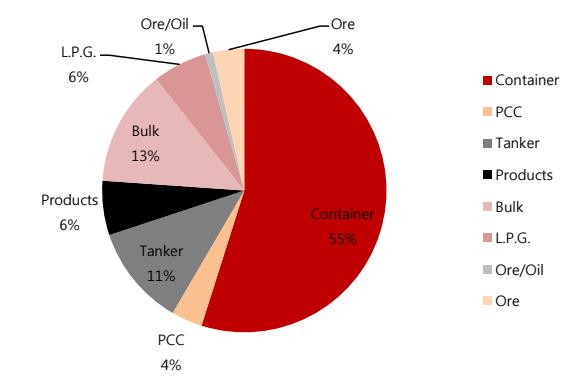
자료: Clarksons Research, SK 증권

한국 조선사는 비싼 선종인 컨테이너선 수주에 주력했음



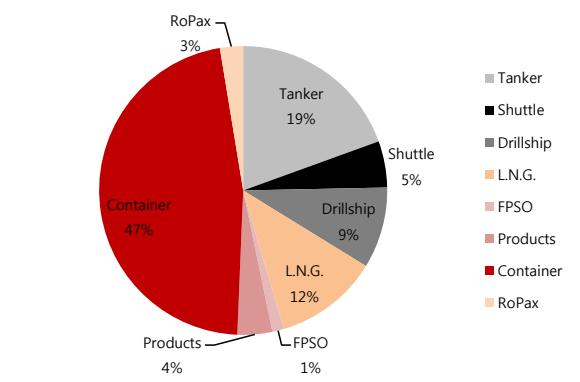
자료: Clarksons Research, SK 증권

2007년 현대중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료: Clarksons Research, SK 증권

2007년 삼성중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



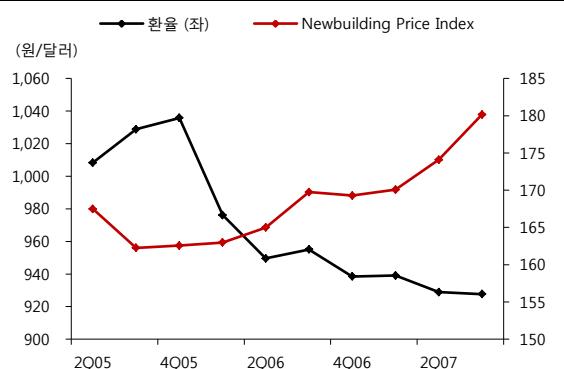
자료: Clarksons Research, SK 증권

③ 환율: 원화 강세

그리고 의외로 당시의 달러 대비 원화 강세 국면은 매출의 대부분이 수출에서 발생하는 한국 조선사의 밸류에이션 프리미엄에 도움이 되었다. 통상 수출기업들에게 원화 강세는 불리하게 작용한다. 받아야 할 대금이 달러라면 원화로 환산했을 때 더 적은 금액을 받게 되기 때문이다.

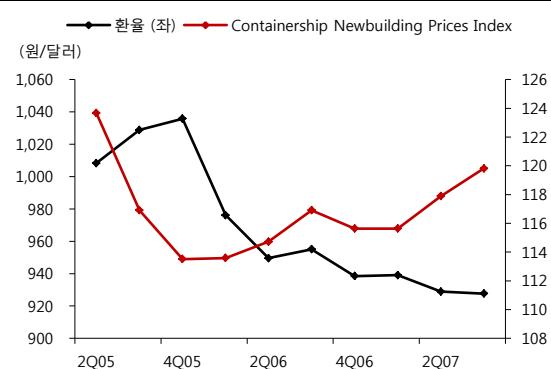
그런데 한국 조선사는 글로벌 1 위 기업이라는 점에서 원화 선가를 기준으로 삼고 발주처에 대금을 청구했다. 즉, 원화 강세분을 그대로 선가로 전가시켰고 이는 수출기업답지 않게 오히려 수익성 강화 요인으로 부각되었다. Clarksons Research 의 Newbuilding Price Index 자체가 원화와 역행해 상승했고 한국이 주로 수주했던 컨테이너선 가격 인덱스도 원화와 역행했던 것을 보면 글로벌 1 위 기업의 가격 협상력을 읽어낼 수 있다.

원화 강세는 전체적인 선가 인상 요인으로 작용함



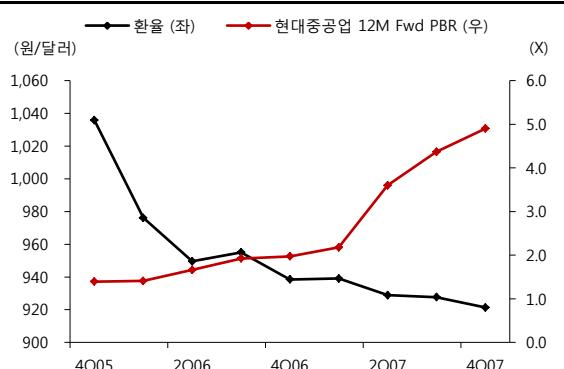
자료: 한국은행, Clarksons Research, SK 증권

한국이 주로 수주했던 컨테이너선의 가격도 원화와 역행했음



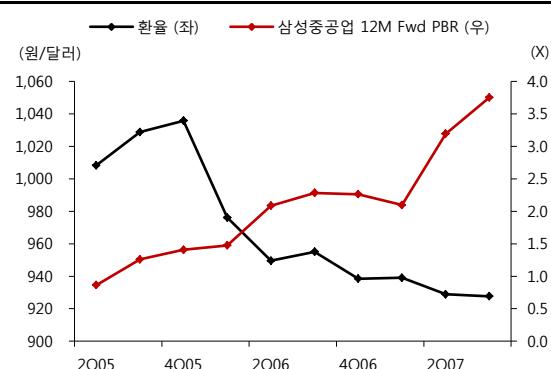
자료: 한국은행, Clarksons Research, SK 증권

원화 강세는 현대중공업의 밸류에이션과



자료: 한국은행, DataGuide, SK 증권

삼성중공업의 밸류에이션에 호재로 작용했음



자료: 한국은행, DataGuide, SK 증권

④ 주가 하락은 감익에서 시작됨

주식을 운용하는 입장에서 ‘언제 사야 하는가’뿐만 아니라 ‘언제 팔아야 하는가’도 중요한 판단이다. 지금까지 조선 섹터 역사상 첫 번째 탑까지 어떻게 도달했는가를 분석한다면 이제는 탑이 언제 무너지는가를 분석할 차례다. 앞서 조선 섹터 주가가 오르는 이유를 신규수주라는 통념에서 출발했듯이 이번에도 통념을 받아들여 보았다. 바로 ‘이익’이다.

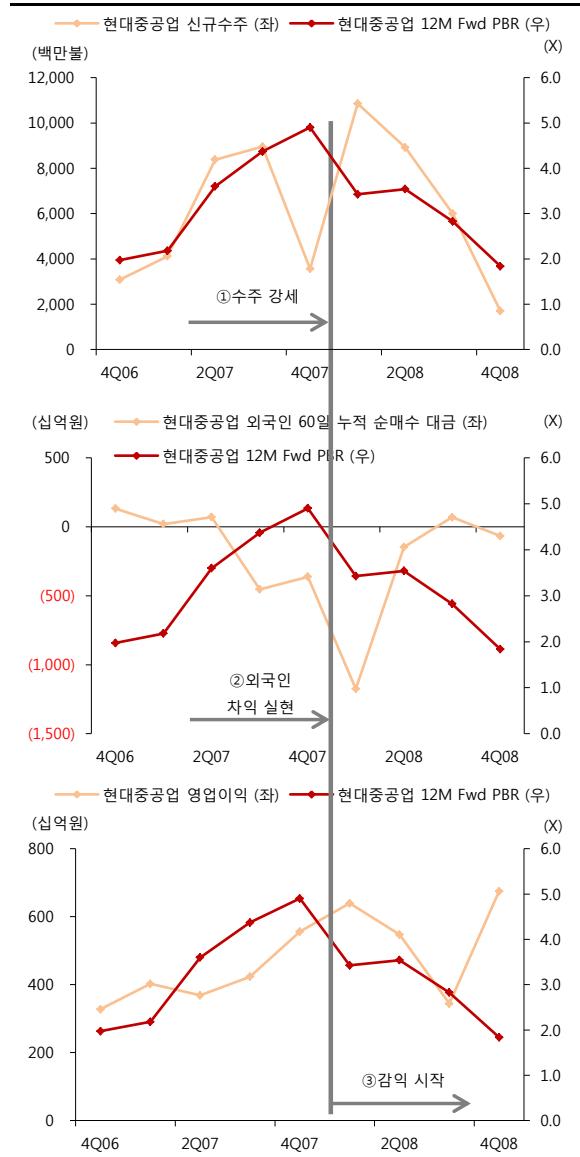
수많은 기업들의 수많은 이해관계자들이 분기마다 진행되는 기업들의 실적발표에 이목을 집중하는 이유는 단순하다. 모든 기업은 돈을 벌기 위해 설립되었기에 실적의 좋고 나쁨에 따라 애널리스트든 투자자든 자신의 의견을 조율하기 때문이다. 분석 결과 조선이라고 다르지 않았다. 다만 조선은 주가의 상승은 이익보다는 수주가 견인하고 주가의 본격적인 하락 시그널을 이익이 보여준다는 점에서 차별적이다.

조선사들의 주가 움직임을 동시에 보기 위해 신규수주, 외국인 수급, 영업이익을 한꺼번에 그려보았다. 이 때, 일간 단위로 수급과 밸류에이션을 추적할 수 없기에 분기 기준으로 60 일 누적 순매수 대금과 분기 평균 12M Fwd PBR 을 그렸다. 재미있게도 조선사들의 주가는 다음과 같은 패턴을 보였다.

- I. 신규수주량이 늘어나며 밸류에이션은 오른다
- II. 이때 이미 외국인은 점진적으로 차익실현에 나선다
- III. 감익이 포착되면 본격적으로 밸류에이션 하락이 시작된다

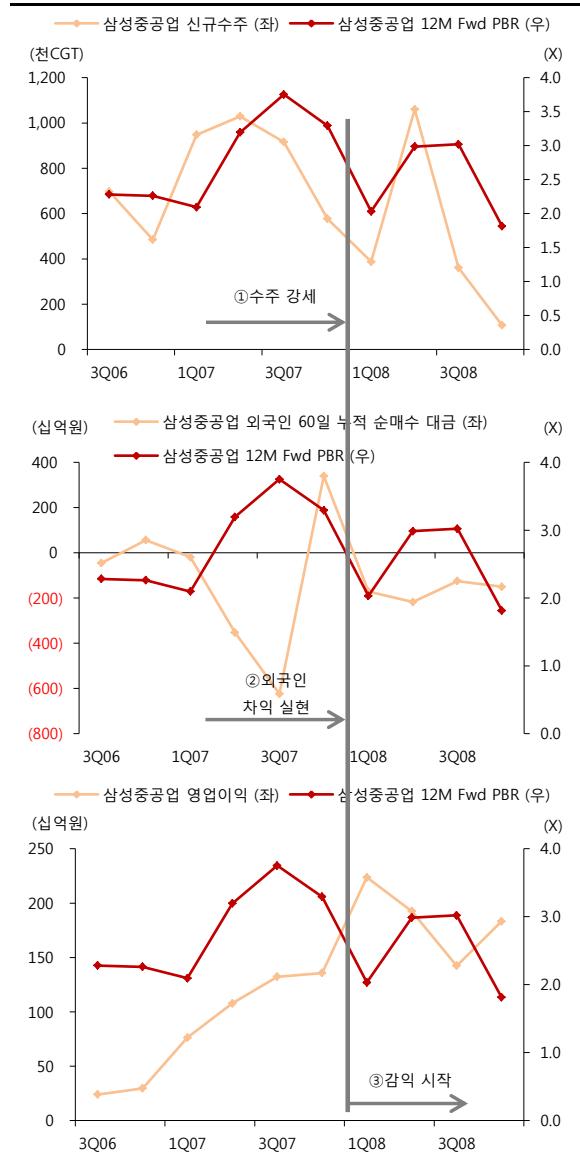
즉, 조선 섹터에서 수익을 거두려면 기업들이 수주세를 이어가며 밸류에이션 프리미엄을 부여 받을 때 점진적으로 물량을 덜어대며 감익 구간을 기다려야 한다. 다만 영업이익은 신규수주와 달리 실시간으로 파악되는 것이 아니고 개별 기업 이슈에 따라 여러 추정치가 난무하기 때문에 감익 시점과 밸류에이션 변동 시점이 정확히 일치하지는 않는다. 따라서 감익 우려가 불거지는 구간에서는 밸류에이션 하락 가능성에 대해 기민하게 반응해야 한다.

수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 현대



자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 삼성



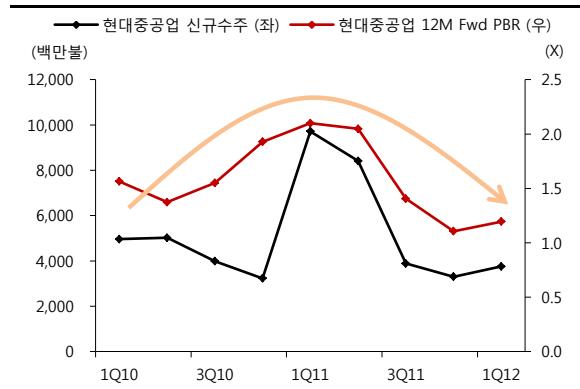
자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

(2) 두 번째 탑: 2011년

① 신규수주

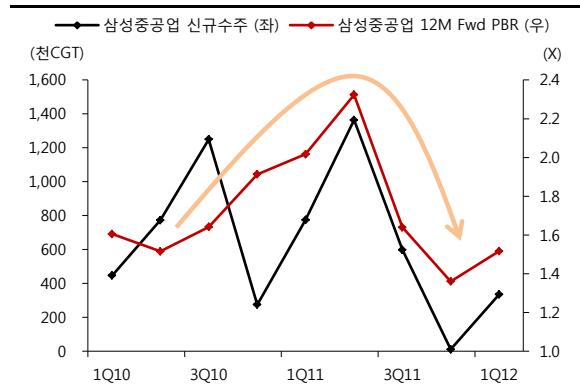
이제 관건은 2011년에도 2007년과 유사한 흐름을 보였는가이다. 일단 벨류에이션 탑을 쌓아가는 과정은 2011년에도 각 사가 신규 수주를 확보하는 과정이었다. 확실히 조선사들의 주가 상향 압력은 수주 여부에 달려있는 것으로 보인다.

현대중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 현대중공업 DataGuide, SK 증권

삼성중공업 신규수주 추이와 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼성중공업, Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

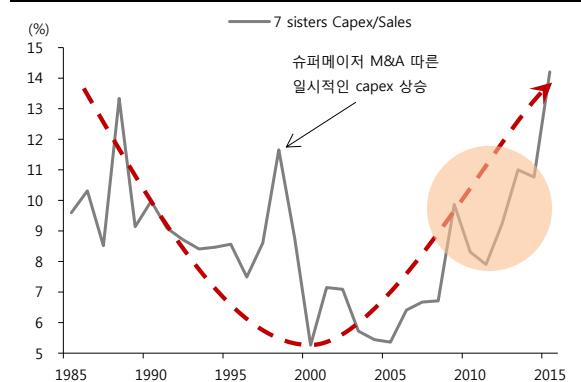
② 신규수주의 선행지표: 2011년은 유가와 후쿠시마 사태

그러나 2011년 조선사 신규수주의 선행지표는 2007년과는 달랐다. 2011년은 먼저 초고유가시대였다는 점에서 조선사들이 수혜를 입었다. 2007년 BRICs 랠리가 발생했을 때 물동량이 늘어나며 선박 발주가 늘어났던 것처럼 2011년에는 유가가 상승하며 에너지 관련 선박 발주가 늘어났다. 대표적인 선종이 드릴쉽이다.

SK 증권 리서치센터는 2014년 이후로 작성한 여러 편의 에너지 관련 보고서를 통해 장기 저유가 국면을 전망했고 ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, BP, Total 등 오일메이저들의 capex cycle을 그 이유로 제시한 바 있다. 본 보고서는 유가를 논하는 보고서가 아니기에 그 중 일부 구간에 대한 설명만을 요약하자면 오일메이저들은 1980년대 후반부터 유가가 급락하자 capex 집행을 점차 줄여 나갔고 이는 이후 15년간 석유 공급이 줄어드는 요인으로 작용했다. 공급의 축소는 수요가 꾸준한 이상 가격의 하락을 불러오는 법. 결국 2000년대에 유가는 바닥을 딛고 점진적으로 올라설 수 있었다.

그리고 또다시 2011년 평균 \$117.1/bbl 까지 올랐다. 이에 글로벌 에너지 기업들은 역사상 유례없는 초호황기를 맞아 대규모 capex를 집행했다. E&P 기업의 capex는 결국 시추사업이기 때문에 해양시추설비를 제작하는 조선사에게 수혜가 돌아갈 수 있었다.

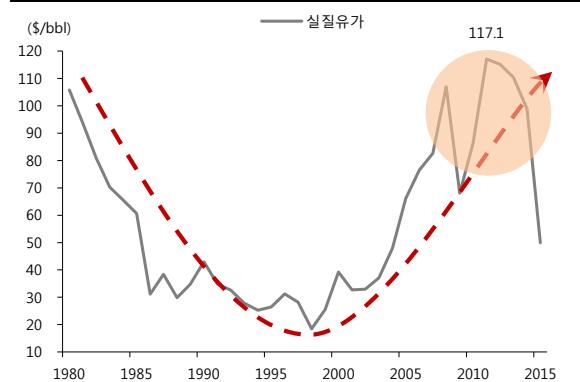
7sisters(5대 오일메이저)의 capex ratio 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 5대 오일메이저는 ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, BP, Total 임

유가와 capex ratio는 한방향이 아니라 쌍방향 작용임

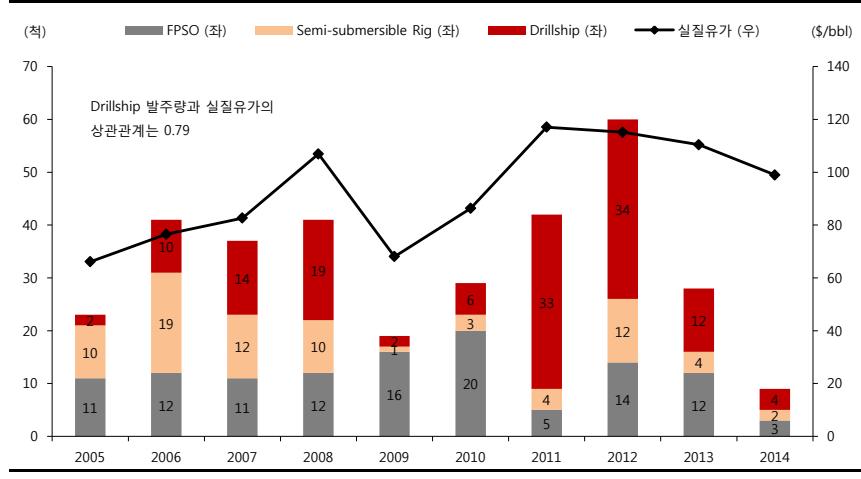


자료: Bloomberg, Petronet, IMF, IRSG, SK 증권

주: 실질유가는 명목유가를 GDP deflator (2015=100)으로 헤지한 것

드릴쉽을 비롯한 해양플랜트 설비는 해상에서 원유를 시추하는 선박인 만큼 육상 시추 대비 비용이 많이 듈다. 바다 속에서 원유를 캐기 때문에 더 많은 기자재와 철강재 같은 원재료가 투입될 수밖에 없기 때문이다. 고유가 국면에서 사업성이 있다는 것이다. 따라서 2000년대 후반에 해양플랜트 발주가 늘어날 수밖에 없었고, 특히 드릴쉽 발주량은 실질유가 추이와의 상관관계가 0.79까지 산출될 정도로 유가와 연관성이 많은 선종이기 때문에 대규모 수주가 가능했다.

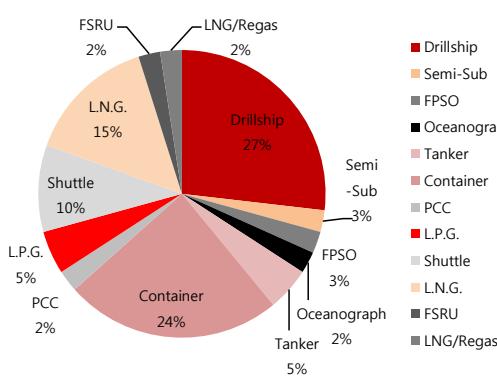
글로벌 드릴쉽 발주량과 유가의 상관관계는 매우 높음



자료 Bloomberg, Petronet, IMF, IRSG, 한국기계연구원, SK증권

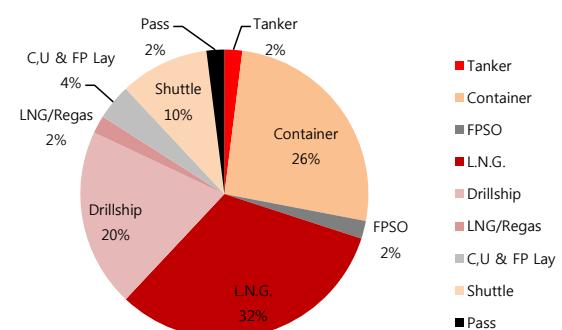
주지하다시피 2011년 한국 조선사들의 주요 수주 선종은 해양플랜트 선종인 드릴쉽이었다. 현대중공업은 석유 시추와 관련된 드릴쉽, 반잠수식 시추선, FPSO 물량이 33%를 차지했고, 삼성중공업도 22%에 달했다. 그런데 양사는 LNG 캐리어, FSRU 등 LNG 관련 수주도 현대중공업은 19%, 삼성중공업은 34%를 차지했다. 그도 그럴 것이다. 당시는 초고유가 시대였으며 후쿠시마 사태로 LNG 캐리어 발주도 급증했기 때문이다.

2011년 현대중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료 Clarksons Research, SK증권

2011년 삼성중공업의 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



자료 Clarksons Research, SK증권

일본의 후쿠시마 사태는 다음과 같은 영향을 미쳤다.

2011년 3월 11일 일본 동북부를 강타한 규모 9.0의 대지진으로 방사성물질을 포함한 기체가 대량으로 외부로 누출되며 인근 바다가 방사능에 오염되는 사건이 발생했다.

그러자 당시 일본 정부는 원전을 포기하겠다는 입장을 밝혔고 이때부터 일본의 원자력 발전량은 급감해 2012년 1.7%, 2014년에는 거의 0%에 수렴했다. 반면, 화력 발전은 2010년 63%에서 2012년 85.4%까지 22.4% 증가하며 원자력 발전의 감소분만큼을 대체하게 되었다. 일본에서 발전량을 단기간에 22.4% 끌어올린 것은 역사적인 사건이다. 원래 에너지 수요는 GDP 성장률과 상관관계가 0.87에 이른다. 즉 수요 자체가 경기 상황과 밀접한 관계를 가진다. 그런데 일본은 GDP 기준 세계 3위권 나라로, 절대 경제규모가 크기 때문에 성장률을 크게 끌어 올리기 힘든 나라이데도 원전 사고로 대체 수요로만 발전량이 20% 넘게 상승했으니 기현상이라 부를 만도 한 것이다.

후쿠시마 사태 이후 원자력 발전을 줄이고 가스 발전으로 대체해 간 일본

“남은 건 LNG 뿐…” 일본 LNG 수입량 급증

**후쿠시마 원전 사고 이후 전체 전력생산량 30% 차지하는 원전 포기 선언
화석연료, 신재생에너지 모두 원전 대체 힘든 상황…LNG 수입 증가 전망**

신주식 기자 (wnean@ebn.co.kr) | 2011-09-15 17:55

후쿠시마 원전 사태 이후 대체할 연료를 찾고 있는 일본이 LNG 수입량을 늘리고 있다.

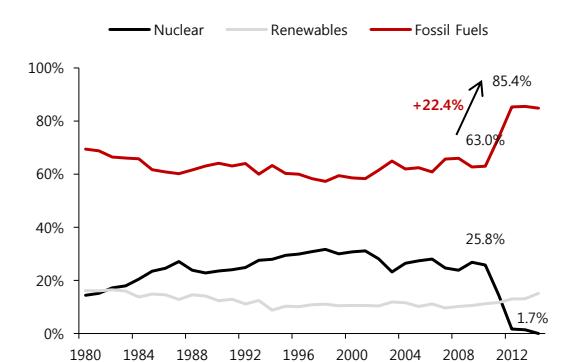
일본 정부가 전체 전력 생산량의 약 30%를 차지하고 있는 원전을 포기하겠다는 입장을 밝힌 이후 교통의정서를 주도한 일본은 온실가스 발생의 주범으로 지목되고 있는 석탄 등 화석연료를 늘리기도 쉽지 않은데다 발전효율이 낮은 신재생에너지 역시 기대하기 힘든 상황이다.

따라서 일본의 LNG 수입량은 앞으로도 지속적으로 증가할 것으로 전망되고 있으며 이에 따른 LNG선 수요 역시 증가할 것으로 보인다.

15일 관련업계에 따르면 일본의 지난달 LNG 수입량은 지난 1년간의 월평균 수입량(1천430만㎘)보다 11% 증가한 1천600만㎘를 기록했다.

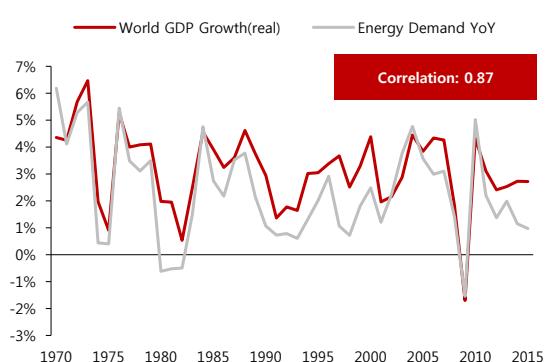
자료 EBN 뉴스

일본의 원자력 발전량을 화력 발전이 대체하게 됨



자료 EIA, SK 증권

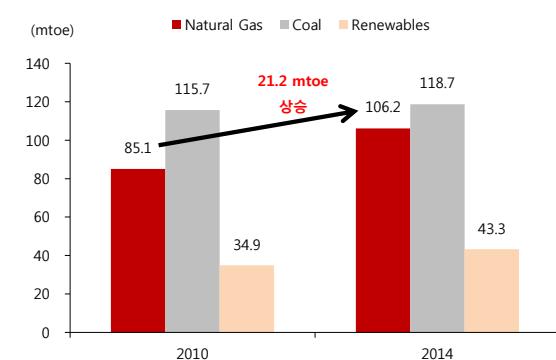
에너지 수요는 경기변수임



자료 BP, World Bank, SK 증권

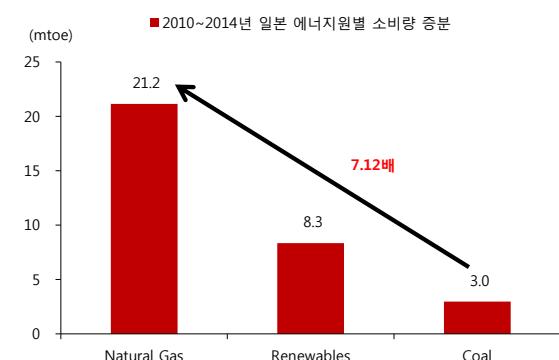
그렇다면 대체 화력 발전원 중 어느 부분이 그렇게 급격하게 증가했을까? 바로 가스다. 2010년 대비 2014년에 가스 소비량만 무려 21.2mtoe 상승했다. 이는 석탄 대비 7배 이상 증가한 것으로 당시 가스가 화력발전 증가량의 대부분을 차지한 결과물이다. 따라서 후쿠시마 사태 하나만으로도 왜 2011 ~ 2014년에 세계 LNG 캐리어 발주량이 늘어났는지가 충분히 설명된다.

후쿠시마 사태 이후 일본의 가스 소비량은 21.2mtoe 상승함



자료: BP, SK 증권

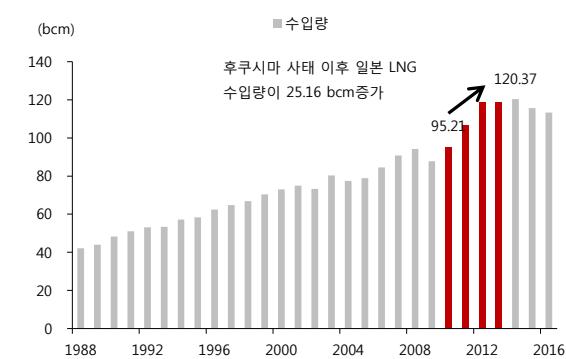
화력 발전량 증가분의 대부분이 가스 발전이었음



자료: BP, SK 증권

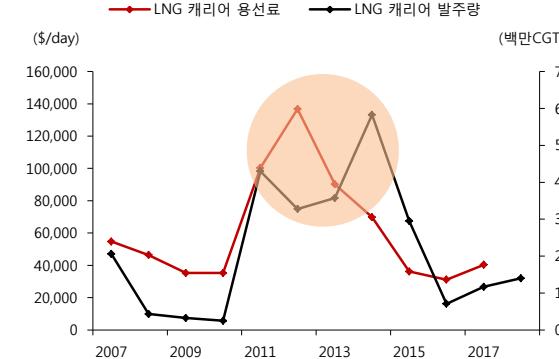
우리나라와 마찬가지로 자체적인 가스 생산이 없는 일본으로서는, 결국 늘어나는 가스 수요에 따라 수입을 늘리 수밖에 없었다. 특히 지리적인 제약으로 PNG 수입을 늘릴 수는 없으므로 LNG 외에는 선택지가 없었다. 실제로 2010년 95.21bcm 수준이던 일본의 LNG 수입량은 2014년 기준 120.37bcm 까지 증가했다. 해당 기간의 25.16bcm의 증분은 그간 일본의 LNG 수입 역사에 전례 없던 수준으로 기록되고 있다. 따라서 글로벌 LNG 캐리어 용선 주문 증가로 용선료가 급등했고 추가적인 신조 발주 훈풍이 불어오며 발주량의 대부분을 가져갔던 한국 조선사에 벨류에이션 프리미엄이 부여되었던 것이다.

후쿠시마 사태가 터지고 일본의 LNG 수입량 급증



자료: KITA, SK 증권

따라서 2011년부터 LNG 캐리어 발주량 급증

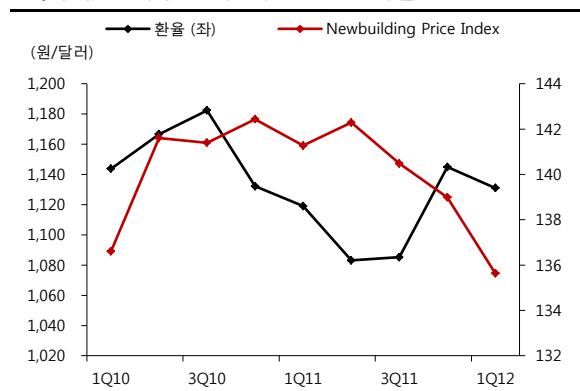


자료: Clarksons Research, SK 증권

③ 환율: 원화 강세

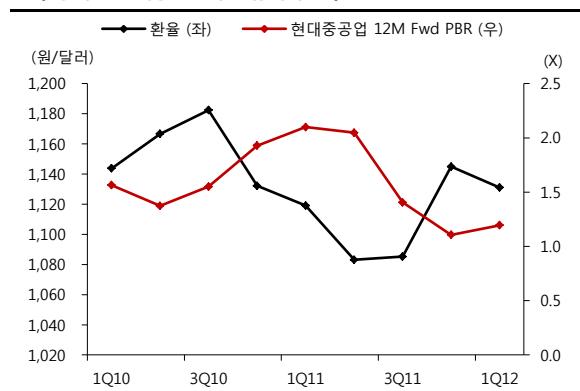
달러 대비 원화 강세 국면 역시 2011년에도 조선사 주가에 도움이 되었다. Clarksons Research의 Newbuilding Price Index는 이때도 원화와 역행해 상승하는 모습이었고 현대중공업과 삼성중공업은 당시 원화 강세가 선가 인상 요인으로 여겨져 프리미엄을 받았다. 게다가 당시 한국 조선사가 주로 수주했던 LNG 캐리어의 경우 컨테이너선, VLCC, 벌커 대비 월등히 높은 선가를 유지했었다. 굳이 원화 강세가 아니더라도 전략 선종이 애초에 고부가가치 선박이었기 때문에 밸류에이션 프리미엄이 충분히 정당했다.

원화 강세는 전체적인 선가 인상 요인으로 작용함



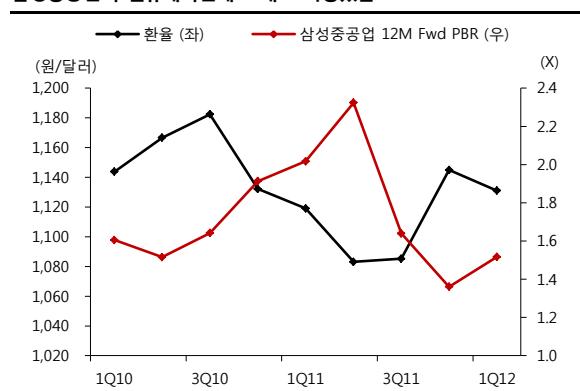
자료: 한국은행, Clarksons Research, SK 증권

원화 강세는 현대중공업의 밸류에이션과



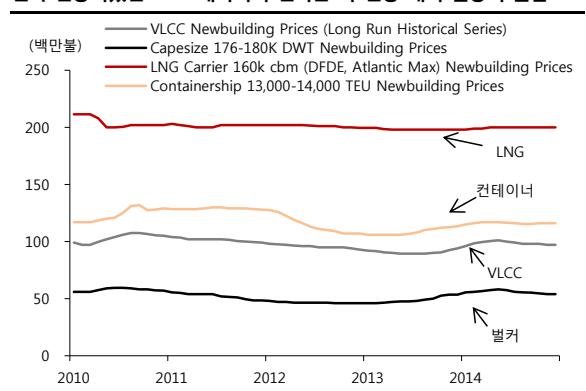
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

삼성중공업의 밸류에이션에 호재로 작용했음



자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

전략 선종이었던 LNG 캐리어의 선가는 타 선종 대비 월등히 높음



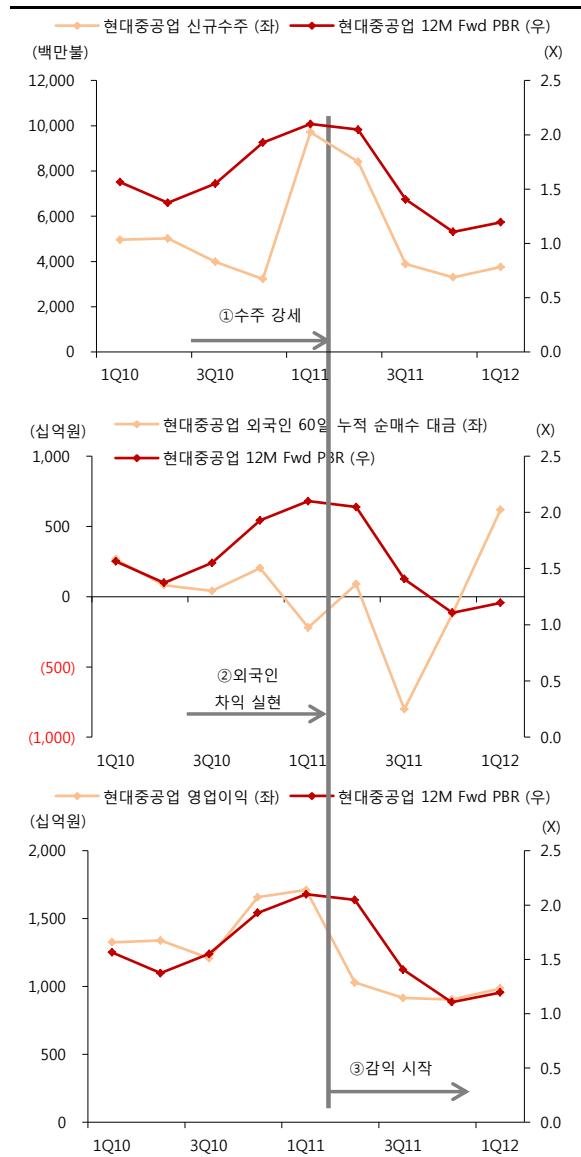
자료: Clarksons Research, SK 증권

④ 주가 하락은 감익에서 시작됨

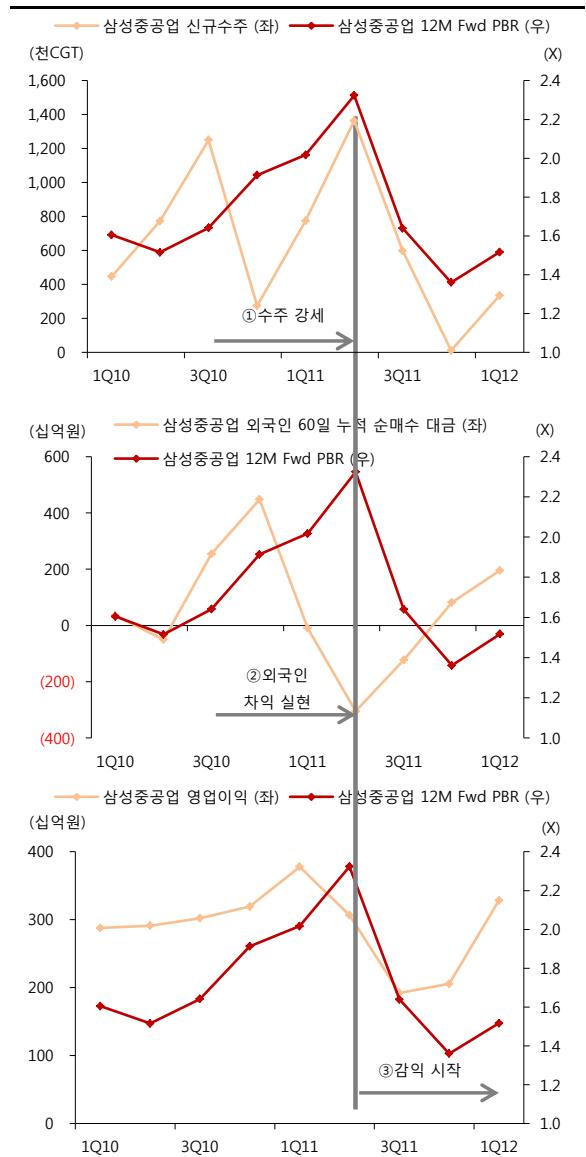
주가 하락의 시그널도 2007년과 다르지 않았다. 시작은 감익이었다.

- I. 신규수주량이 늘어나며 벨류에이션은 오른다
- II. 이때 이미 외국인은 점진적으로 차익실현에 나선다
- III. 감익이 포착되면 본격적으로 벨류에이션 하락이 시작된다

수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 현대



수주가 주가를 올리고 감익이 예상되면 하락하기 시작하는 삼성



자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

자료: Quintiwise, DataGuide, SK 증권

(3) 2018년 1분기의 랠리

① 신규수주

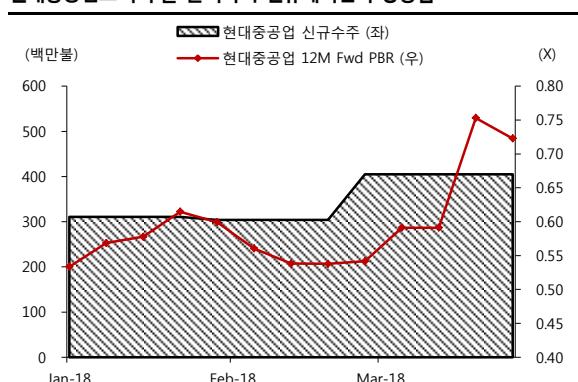
최근 조선사들의 주가 상승 역시 신규수주 증가에 기인한다. 주로 LNG 캐리어를 수주하면서 전통적으로 LNG 캐리어에 대한 익스포저가 높은 대우조선해양이 가장 큰 폭으로 밸류에이션이 상승했다. 다만 삼성중공업은 타사 대비 다소 수주가 부진해 상대적으로 언더파フォ먼스했다.

2018년 1분기 한국 조선사들은 LNG 캐리어 수주를 이어감

날짜	수주 조선사	규모 (CBM)	선주
2018-Jan-04	Hyundai HI (Ulsan)	174,000	Cardiff Marine
2018-Jan-04	Hyundai Samho HI	174,000	Sovcomflot JSC
2018-Jan-12	Samsung HI	180,000	GasLog
2018-Jan-26	Hyundai Samho HI	174,000	Nippon Yusen Kaisha
2018-Feb-05	Daewoo (DSME)	173,400	BW Gas
2018-Feb-05	Daewoo (DSME)	173,400	BW Gas
2018-Feb-26	Daewoo (DSME)	174,000	Unknown
2018-Feb-26	Daewoo (DSME)	174,000	Unknown
2018-Mar-05	Hyundai HI (Ulsan)	174,000	Unknown
2018-Mar-05	Hyundai HI (Ulsan)	174,000	Unknown
2018-Mar-09	Samsung HI	180,000	Unknown
2018-Mar-12	Samsung HI	180,000	GasLog
2018-Mar-14	Daewoo (DSME)	173,400	Unknown
2018-Mar-14	Daewoo (DSME)	173,400	Unknown
2018-Mar-28	Daewoo (DSME)	173,400	Pantheon Tankers
2018-Mar-28	Daewoo (DSME)	173,400	Pantheon Tankers

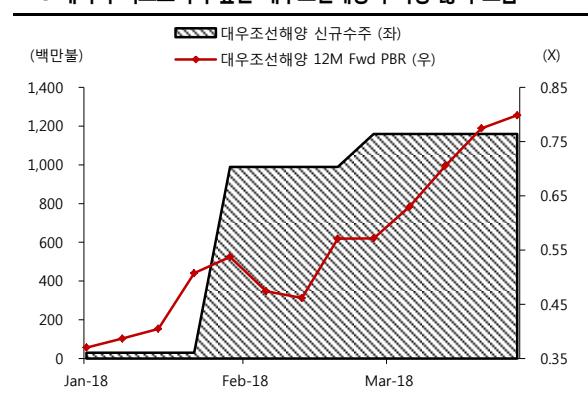
자료: Clarksons Research, SK 증권

현대중공업도 수주를 늘려가며 밸류에이션이 상승함



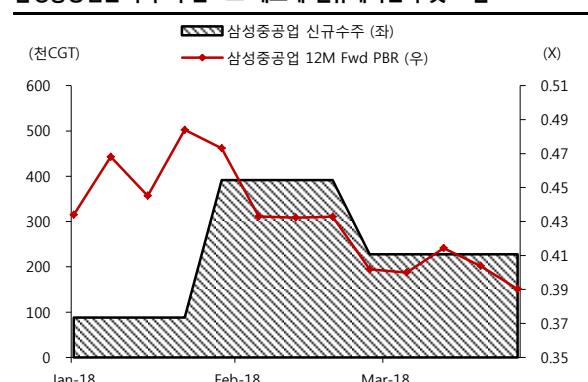
자료: 현대중공업 DataGuide, SK 증권

LNG 캐리어 익스포저가 높은 대우조선해양이 가장 많이 오름



자료: 대우조선해양 DataGuide, SK 증권

삼성중공업은 수주 부진으로 애초에 밸류에이션이 못 오름



자료: Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

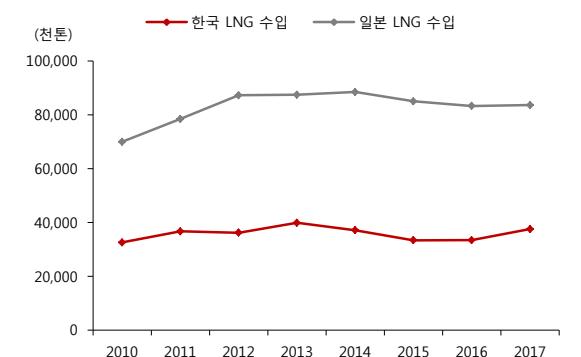
② 신규수주의 선행지표: 2018년 1분기는 중국의 LNG 수입

앞서 언급한대로 2018년 1분기 대한민국 조선사는 고부가 선종인 LNG 캐리어 위주로 신규수주를 따내며 주가가 상승했다. 이번 수주 랠리의 모멘텀으로 작용했던 것은 중국이다.

동북아시아 3국은 세계 에너지의 블랙홀로 손꼽히는 곳이다. 원유나 가스의 자체 생산량이 없거나 적기 때문에 많은 양을 수입에 의존해야 하는 지역이다. 그 중 중국은 경제 규모로 보나 인구 수로 보나 에너지 수요가 한국, 일본보다 많기 때문에 중국의 에너지 정책이 세계 에너지 시장에 미치는 영향은 크다. 지난 해가 그랬다. 중국이 사상 최대 규모로 LNG를 수입한 것이다. 한국과 일본은 수입량이 횡보한 반면 중국만이 급격하게 수입을 늘렸다.

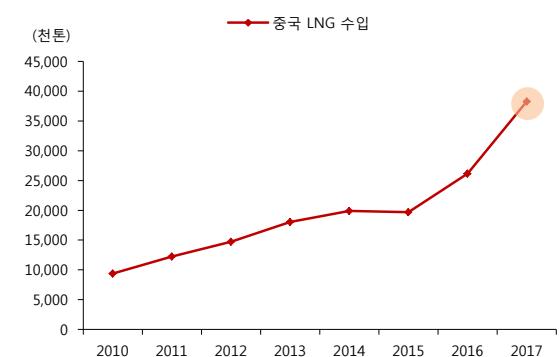
SK 증권 리서치센터가 2017년 7월 3일 발간한 “남쪽 나라 LNG의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 한국과 일본은 정치, 경제적 이유로 미국산 LNG 수입을 늘리며 카타르, 호주, 나이지리아 등 기존 수입 라인에 대한 비중을 줄일 것이라고 예상한 바 있다. 반면 중국은 투르크메니스탄과 러시아로부터의 PNG(파이프라인 천연가스) 수입량과 자체 세일 가스 생산을 늘려 탈석탄 정책에 드라이브를 걸 것이라고도 예상했다.

한국과 일본은 최근 LNG 수입량이 횡보하고 있음



자료: KITA, SK 증권

그러나 중국은 2017년에 LNG 수입량이 급격하게 늘어남



자료: KITA, SK 증권

그런데 2017년에 중국은 예상 밖의 가스 솟티지 국면을 맞이했다. 탈석탄 정책을 본격적으로 시행하면서 석탄 소비량을 제한한 영향으로 일시적으로 에너지 수요가 가스로 쏠림에 따라 가스 수급에 차질을 빚었던 것이다. 따라서 긴급히 가스 수입을 늘릴 필요가 있었다. 그리고 가스를 수입함에 있어 단기적인 수요를 맞추기 위해 LNG를 수입할 수 밖에 없었던 것이다. PNG는 애초에 파이프가 설치된 뒤에 가스 수입이 가능하기 때문에 단기적 대응이 어렵다. 하지만 LNG는 선박을 이용해 스팟으로 수입할 수 있다.

중국이 탈석탄 정책에 본격적으로 드라이브를 걸자 일시적으로 가스 솟티지가 발생함

“두달새 천연가스 가격 60% 폭등” 중국 탈석탄 정책 후폭풍



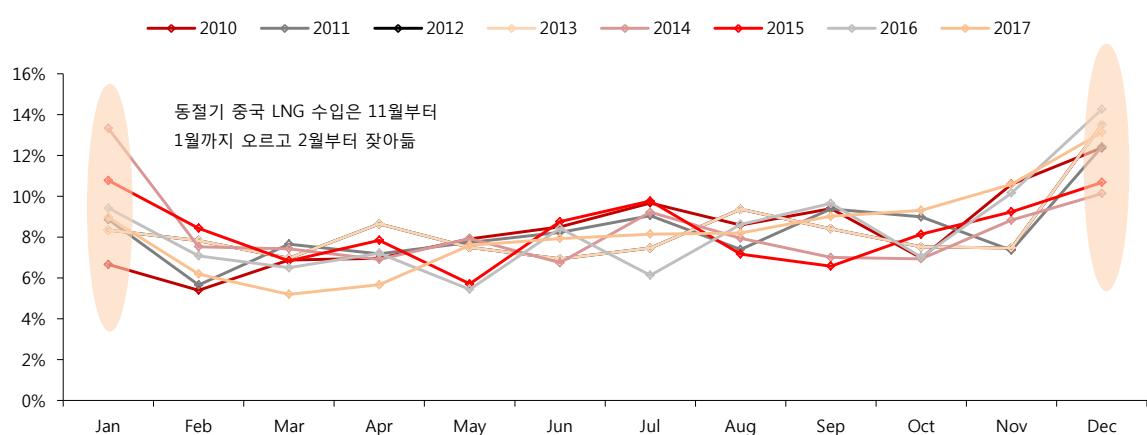
중국 천연가스 가격이 고삐 풀린 듯 치솟고 있다. '스모그와의 전쟁'을 펼치는 중국 당국이 석탄 소비를 줄이자 이제는 천연가스 공급이 턱없이 부족해지는 가스황(荒 부족난)이 빚어지고 있는 것. 특히 11월 중순 본격적인 난방시즌이 시작되면서 더욱 심각해졌다. 이에 당국은 천연가스 가격 안정화를 지시하는 등 대책 마련에 나섰다…(중략)…LNG 가격이 치솟은 것은 중국이 스모그 주범인 석탄 생산 및 소비를 제한한데 있다. 중국에서는 석탄 사용을 줄이는 대신 천연가스 사용을 늘리며 겨울철 난방도 석탄난로 대신 가스전기 보일러를 사용하도록 하고 있다. 올해에만 베이징·톈진·하베이성 등 수도권 지역에서 모두 190만 가구가 석탄난방을 가스 보일러로 교체했다.

- 아주경제, 2017년 12월 5일

자료: 아주경제, SK증권

제다가 원래 중국은 겨울에 LNG 수입을 늘린다. 중국의 LNG 수입 월별 비중을 보면 늘 동절기에 수입 비중이 높은 패턴을 보인다. 즉, 안 그래도 동절기 수요가 높은데 탈석탄 정책까지 본격 발효되며 수급에 차질을 빚을 수밖에 없었던 것이다.

중국의 월별 LNG 수입 비중은 늘 동절기가 높았음

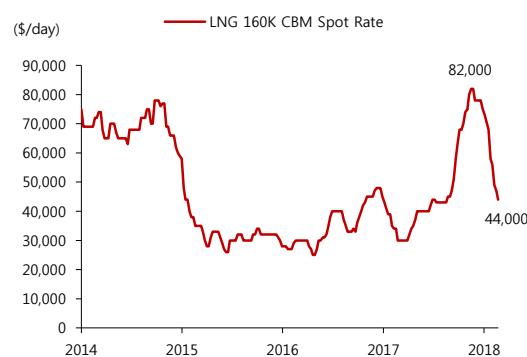


자료: KITA, SK증권

중국이 스팟으로 LNG 수입량을 급격히 늘리자 160,000 CBM LNG 캐리어 스팟 용선료는 \$82,000/day 까지 치솟았다. 앞서 살펴 봤듯이 2011년에 후쿠시마 사태로 LNG 캐리어 용선 수요가 늘어 결국 신조 발주로 이어진 바 있었다. 그것과 유사하게 지난 겨울 LNG 캐리어 용선료는 발주 호황기였던 2014년도 수준을 웃도는 \$82,000/day 까지 올랐던 것이다. 이 정도라면 올해 1분기 LNG 캐리어 신조 발주를 충분히 자극할만한 여건이었다는 판단이다.

물론 동절기가 끝나고 2월과 3월을 지나며 중국이 LNG 수입을 줄이고 있고 용선료는 급락해 4월 중순 현재 \$44,000/day 까지 하락했다. 하지만 지난 겨울의 용선료 수준에서는 2월과 3월까지 발주가 가능한 레벨이었다고 판단된다.

LNG 캐리어 용선료가 동절기 중국의 스팟 수입 증가로 급등함



자료: Clarksons Research, SK 증권

중국은 동절기가 끝나며 LNG 수입을 줄이고 있음

Winter's end will also be a drag on liquefied natural gas, which more than doubled since October amid shortages, pipeline outages and supply bottleneck...China boosted imports in order to make up for the gap, helping boost global spot LNG prices to the highest level since 2014 ...
 (중략)...One of northern China's main terminals was loading as many as 400 trucks a day with imported LNG at the end of last year. That had dropped to only 200 trucks a day by late February. Domestic and global spot LNG prices are now dropping.

- Gulf News Markets, 2018. 03. 17

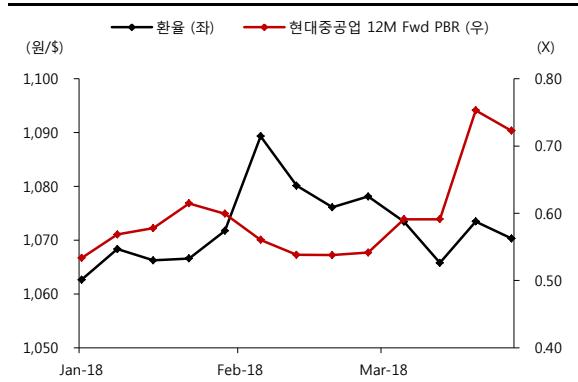
자료: Gulf News Markets, SK 증권

③ 환율: 원화 강세

수주가 반쳐주며 원화가 강세로 간 것은 이번 1분기에도 조선사 밸류에이션에 도움이 되었다. 정확하게는, 수주가 반쳐줬던 현대중공업과 대우조선해양에게 좋았다. 수주가 부진했던 삼성중공업의 경우 오히려 원화 강세와 동행하며 밸류에이션이 하락했다. 즉, 주가 상승은 수주가 무조건 반쳐줘야 하고, 원화 강세는 실제 수주가 이뤄지는 선도 기업들에게 프리미엄으로 작용함을 알 수 있다.

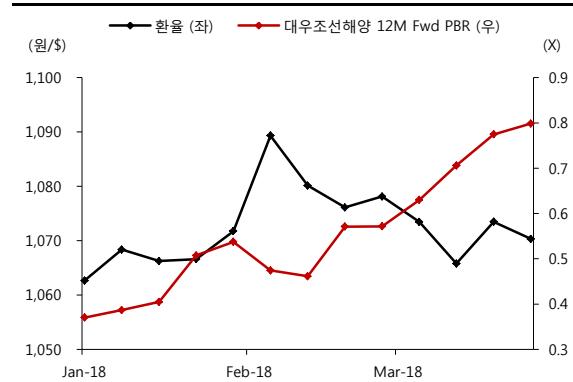
심지어 실제 선가와는 무관하게, 수주가 반쳐준다면 주가는 오르는 것으로 보인다. 올해 LNG 캐리어 선가는 절대 높지 않았다. 오히려 2014년 이후로 줄곧 하락했고 1분기에는 저점 수준인 \$1.8 억에 불과했다. 컨테이너선이나 VLCC 등 타 선종 대비 base price 가 높은 탓에 ‘저가 수주’라고 표현하기 애매한 부분이 있지만 \$2 억 수준이던 2014년에 비하면 10%나 낮다. 즉, 지금 수주한 선박들이 수익으로 인식되는 2020년의 이익은 분명히 훼손될 여지가 있는데도 불구하고 일단 수주를 하면 주가는 오른다.

현대중공업은 1분기 원화 강세로 밸류에이션이 상승함



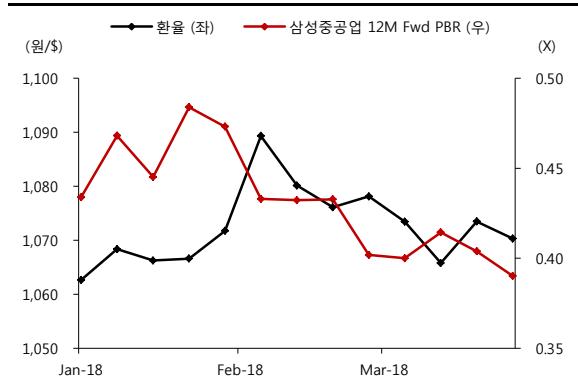
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

대우조선해양도 1분기 원화 강세로 밸류에이션이 상승함



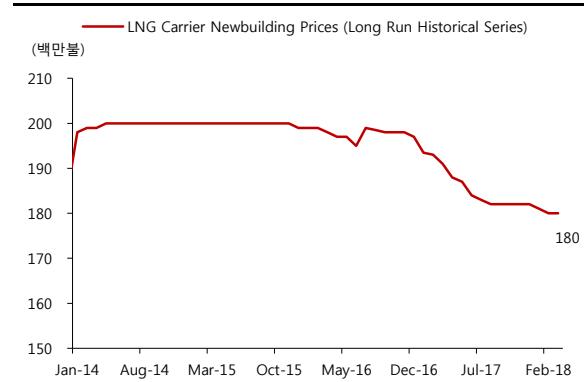
자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

삼성중공업은 수주가 부진해 원화 강세와 무관하게 밸류에이션 하락



자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

1Q18에 LNG 캐리어 선가는 낮은 수준이었음



자료: Clarksons Research, SK 증권

결국 정리하면 2007년과 2011년 그리고 2018년 1분기의 주가는

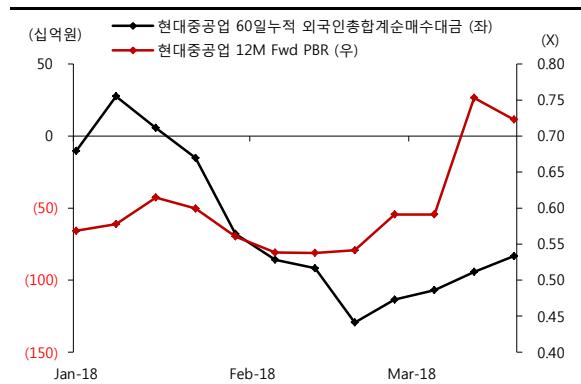
- ① 동인(BRICs의 성장, 유가, LNG 캐리어 모멘텀 등)에 의해
- ② 신규수주가 뒷받침 되고
- ③ 원화가 강세 국면으로 접어들었기 때문에

상승했다고 정리할 수 있다. 즉, 올해 초는 주가가 충분히 오를 수 있는 여건이었다. 그러면 2018년 1분기 동안 상승한 조선 섹터 주가는 2007년, 2011년과 마찬가지로 감익이 나타나는 국면부터 본격적으로 하락할 것인가에 대한 답이 나올 차례다. 단기적으로 보자면 대답은 ‘그렇다’이다.

④ 주가 하락은 감익에서 시작됨

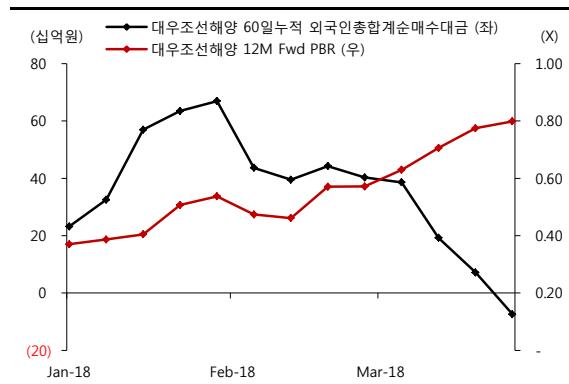
앞서 2007년과 2011년 주가 흐름에 대한 분석 때에도 그랬지만, 외국인이 차익 실현 매물을 내놓는 구간에서는 감익이 포착되면 본격적으로 밸류에이션을 반납하기 시작했다. 지금 이미 외국인은 한국 조선주들을 내놓고 있다. 특히 연초 퍼포먼스가 좋았던 대우조선해양의 외국인 수급에서 가장 극명하게 매수세가 잦아드는 모습이다.

외국인들은 현대중공업 순매도중



자료: Quantwise, DataGuide, SK 증권

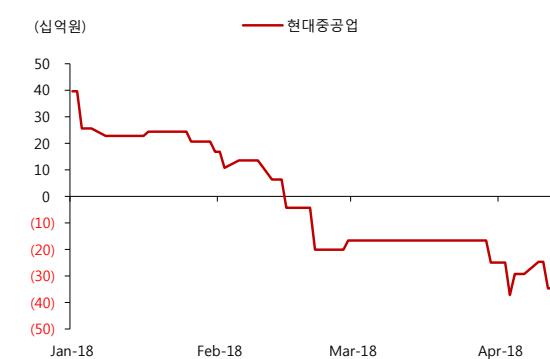
외국인들은 대우조선해양에 대해서도 점차 차익실현중임



자료: Quantwise, DataGuide, SK 증권

이번 조선 세터 주가 상승 랠리는 연초부터 시작되었기 때문에 1분기 실적이 컨센서스와 부합하는지 여부에 따라서 밸류에이션의 방향이 본격적으로 달라질 수 있다고 판단 한다. 예컨대 현대중공업의 1Q18 영업이익 컨센서스는 이미 지속적으로 하락중이고 대우조선해양의 경우 컨센서스가 상승중이다. 여기서 만약 대우조선해양의 실적이 컨센서스를 하회한다면 그동안 가장 강세를 보였던 만큼 낙폭이 가장 거셀 수 있다고 판단한다.

현대중공업의 1Q18 영업이익 컨센서스는 하락중임



자료: DataGuide, SK 증권

대우조선해양의 1Q18 영업이익 컨센서스는 상승중임



자료: DataGuide, SK 증권

4. 중국 조선사 구조조정의 시대

(1) CSIC 와 CSSC 의 통폐합: 패러다임의 전환

하지만 이제 앞서 두 개의 탑과 2018년 1분기 조선업 주가 움직임을 분석하는데 적용했던 변수들을 그대로 적용해서 한국 조선사의 벤류에이션을 논할 수 없는 국면에 접어들었다. 조선업을 이끌어 가는 글로벌 패러다임이 바뀌었기 때문이다. 2007년의 패러다임이 BRICs의 부상과 컨테이너선 발주였고, 2011년의 패러다임이 국제유가 급등과 후쿠시마 사태로 인한 에너지 유관 선종에 대한 발주였다면, 이제는 중국의 변화에 주목해야 한다. 중국이 대형 조선사를 필두로 통폐합이라는 구조조정을 진행중이다.

지난 2018년 3월 30일 중국 국영 조선사인 CSIC 와 CSSC 의 합병에 대해 중국 국무원이 예비 승인을 했다는 보도가 블룸버그를 통해 이뤄졌다. CSIC 와 CSSC 는 각각 중국 1, 2위 규모의 조선사들로 당시 보도의 표현에 따르면 양사의 합병은 mega-merger 로 취급되고 있다. 한 언론은 공룡의 탄생이라고도 비유했다. 그도 그럴 것이 두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 2016년 기준으로 75.8조 원에 달하게 된다. 이는 글로벌 조선 강국 한국의 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 2016년 매출액을 모두 합한 것의 1.55배에 해당하는 규모이다. 중국 전체 조선사들을 통합하는 것이 아니라 CSIC 와 CSSC 단 두개가 통폐합 될 경우의 이야기이다.

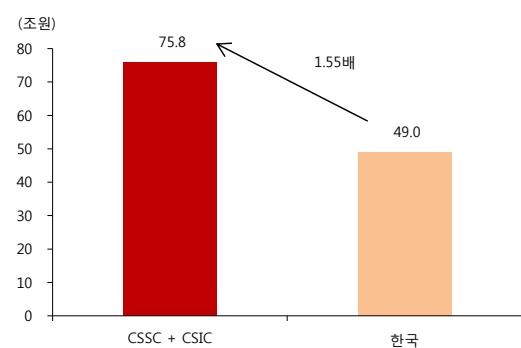
중국 1, 2위 조선사인 CSIC 와 CSSC 가 합병한다는 보도

"中 1~2위 조선사 합병 추진"…한국 빅 3 매출합계의 2 배 규모

중국이 한국 조선사들과 경쟁에서 우위를 점하기 위해 1, 2위 조선사의 합병을 추진하고 있다고 블룸버그통신이 30일 소식통을 인용해 보도했다. 보도에 따르면 중국 국무원은 중국선박중공(CSIC)과 중국선박공업(CSSC) 간 합병을 예비 승인했다. 두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 총 5천 80억 위안(86조 2천 940억 원)이 된다. 이런 매출액은 시기총액 면에서 세계 1~3위 조선사인 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업 등 한국업체 3곳의 매출합계의 2배를 넘는 규모다 (하림)

- 연합뉴스, 2018. 3. 30

CSIC 와 CSSC 의 2016년 합산 매출액은 한국 조선소 매출액보다 큼



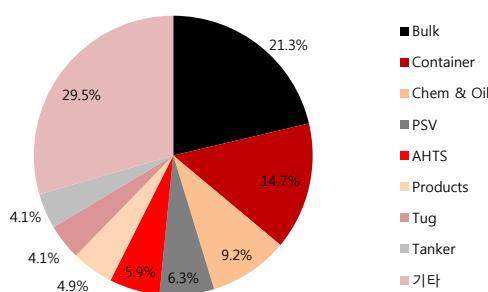
자료: 연합뉴스, SK증권

자료: Bloomberg, DataGuide, SK증권

중국 조선업의 구조조정으로 업체간 인수 합병이 진행된다는 이야기는 이미 다년간 불거졌던 이슈다. 그러나 그것과 무관하게 한국 조선사의 전략 선종은 LNG 캐리어, 초대형 컨테이너선, 해양플랜트 등 고부가가치 선박이기 때문에 저부가가치 선종인 벌커 위주로 잔고를 채워온 중국 조선사들의 구조조정은 한국 조선업에 별다른 위기로 다가오지 않는다는 것이 그간의 중론이었다.

맞는 이야기이다. 현재 수주잔고 구성을 보면 중국은 총 64 종의 선박으로 잔고가 구성되어 있는데 그 중 21.3%는 벌커다. Ore 선이 결국 벌커이기 때문에 중국의 벌커 비중은 정확하게는 26.2%까지 올라간다. 반면 한국 조선사의 잔고 구성은 총 25 종의 선박 중 26.5%가 유조선이고, 17.2%가 LNG 캐리어, 15.1%가 컨테이너선이며 벌커의 비중은 5.3%밖에 안된다. 한국은 중국과 달리 가장 짠 선종인 벌커의 비중이 현저히 낮다. 척당 수주액 기준으로 보면 한국은 2000년대 후반부터 이미 고부가 선종 위주로 시장을 공략했음을 알 수 있기에 중국 조선사의 통폐합 이야기는 큰 위기가 아닌 것으로 받아들일 수 있었다.

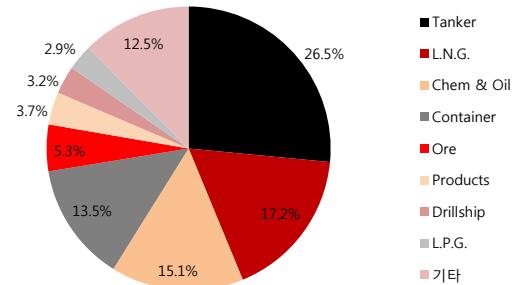
중국 조선사의 척수 기준 수주잔고 구성



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 중국 조선사들 잔고는 총 64 종의 선박이 포함되어 있음

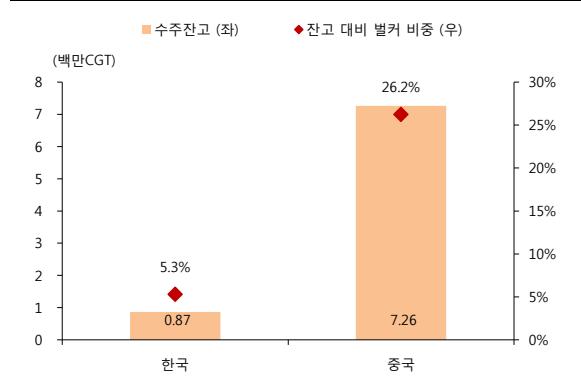
한국 조선사의 척수 기준 수주잔고 구성



자료: Clarksons Research, SK 증권

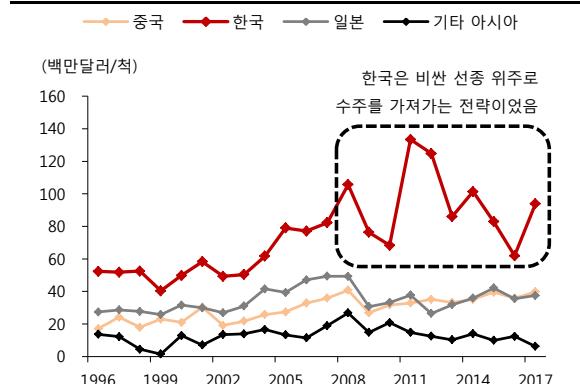
주: 한국 조선사들 잔고는 총 25 종의 선박이 포함되어 있음

한국과 중국 조선소의 잔고 대비 벌커 비중은 확연히 차이남



자료: Clarksons Research, SK 증권

척당 수주액을 보면 한국 조선소는 고부가 선종 위주로 공략해 옴



자료: Clarksons Research, SK 증권

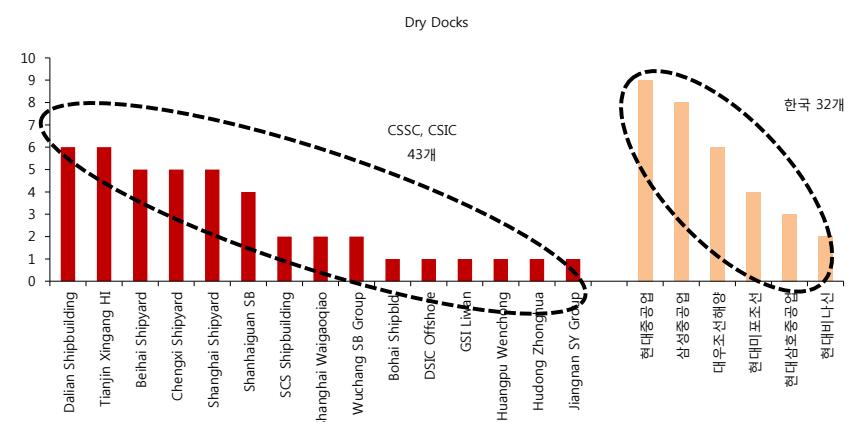
그러나 이번 CSIC 와 CSSC 의 합병 보도는 중국 조선사 구조조정 이야기의 milestone 이라고 판단한다. 다른 조선사가 아니라 1, 2 위 기업인 CSIC 와 CSSC 의 합병이야기 이기 때문이다.

CSIC 와 CSSC 는 만들 수 있는 선종이 매우 다양하다. 양사는 1999년 7월 중국 방산 업체 내 경쟁과 효율성 개선을 위한 계획에 따라 설립됐으며, 중국 해군용 항공모함과 컨테이너선과 유조선, LNG 캐리어 등 다양한 선박을 제조해 왔다. CSSC 의 계열사인 후동중화조선은 중국 내 첫 LNG 캐리어용 조선소이며 작년 9월 CMA CGM 이 발주한 초대형 컨테이너선 물량을 수주해 간 장본인이기도 하다. CSIC 는 중국 내 첫 VLCC 조선사다. CSSC 는 또한 유람선을 설계, 건조할 계획도 갖고 있다. 수주 레코드 를 볼 때 대한민국 조선소들과 별반 다르지 않은 능력을 가진 것으로 추정된다.

그렇다면 한국과 합병 법인 중에서 capa 가 큰 곳이 경쟁적으로 수주전에 임할 가능성 이 높다. 조선사들은 으레 도크를 채울때까지 발주처에게 선거를 높게 가져가기 어렵다. 어느 조선사나 도크가 비어있다면 자신들의 도크를 먼저 채우기 위해 가격 경쟁이 불가피하기 때문이다. 도크를 가득 채운 뒤에야 추가적인 발주량에 대해서 선거를 높게 부르는 발주처들 위주로 건조 계약을 맺을 수 있게 된다.

즉, 업황이 안좋을 때에는 도크 개수가 많을수록 빈 도크를 채우기 위해 더욱 공격적으로 마케팅을 진행할 개연성이 높다. 그래서 심플하게 접근해보기 위해 CSIC 와 CSSC 합병법인의 dry dock 의 수와 한국 주요 조선소의 총 dry dock 의 수를 해아려 봤다. CSIC 와 CSSC 는 43개이며 한국은 32개였다. 중국은 단 2개 회사만으로 43개이다. 중국에 기타 군소 조선소들이 난립해있는 것을 감안하면 업황이 안 좋을 때 더욱 공격적으로 저가수주전에 임할 가능성이 큰 것은 단연 한국보다 중국 조선소들인 것이다.

CSIC 와 CSSC 단 두 개 회사의 dry dock 수는 43개이며 한국은 주요 조선사 총합 32개임

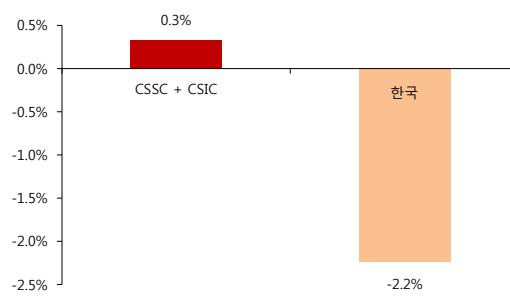


자료 Clarksons Research, SK 증권

심지어 중국은 수익성도 오히려 한국 조선사들보다 좋은 것으로 나타나고 있다. 2016년은 2015년에 이어 조선사들에게는 자옥과 같은 기간이었다. 글로벌 신조발주가 말라버렸기에 고정비를 커버하기에도 어려운 수준의 가동이 이뤄지고 있던 시기였다. 게다가 중국은 앞서 breakdown 한대로 한국과는 달리 저부가 선종인 별커를 주로 만든다. 즉, 이익의 절대 레벨이 낮아 고정비를 커버하기 매우 어려웠을 것으로 추정된다.

그런데도 불구하고 2016년 영업이익률 기준으로 보면 CSIC 와 CSSC 합산 영업이익률은 0.3%, 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 합산 영업이익률은 -2.2%였다. 물론 2016년에는 대우조선해양이 1.5조원 규모의 적자로 정정공시를 한 영향이 있기 때문에 대우조선해양을 제외한다면 이야기가 다를 수 있다. 그리고 현대미포조선의 경우 현대중공업의 연결재무제표 작성대상이기 때문에 이중 계상될 여지가 있어 현대미포조선도 제외해 보자. 하지만 이렇게 봐도 한국 조선사의 합산 영업이익률은 0.7%로 오를 뿐이다. 별 차이가 없다. 당시 CSIC 와 CSSC 의 합산 매출액 75.8조 원, 한국 조선사 합산 매출액이 49조원이었음을 감안하면 오히려 돈을 못 번 것은 중국 기업이 아니라 한국 기업이었다.

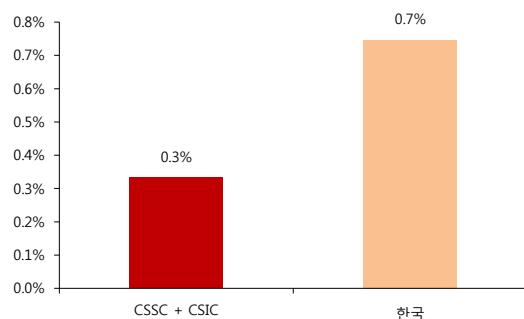
수주가 고갈되었던 2016년 당시 OPM은 합병 법인이 더 높았음



자료: Bloomberg, DataGuide, SK 증권

주: 한국 조선사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선임

최당 수주액을 보면 한국 조선소는 고부가 선종 위주로 공략해 옴



자료: Bloomberg, DataGuide, SK 증권

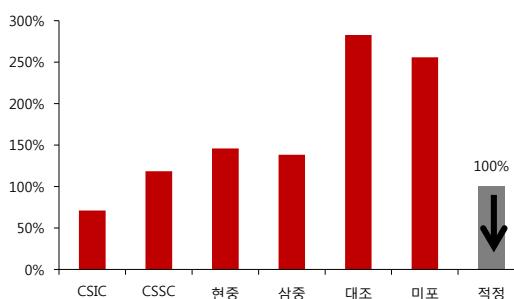
주: 한국 조선사는 현대중공업, 삼성중공업임

유동성 지표들을 비교해 보더라도 통상적으로 ‘적정’ 수준이라고 알려져 있는 것 대비 한국 조선사들이 중국 조선사보다 나은 부분이 사실상 없다. ‘적정’이라는 기준을 없애고 단순 상대비교를 하더라도 순차입비율을 제외하고는 한국 조선사가 중국 조선사 대비 여유 있는 부분은 없어 보인다.

그렇다면 향후 저가수주전을 이어감에 있어 버텨낼 기초 체력을 가진 쪽은, 한국이 아니라 아이러니하게도 그동안 저마진 선종 위주로 수주를 해온 중국이라고 볼 수 있다.

부채비율 비교

부채비율

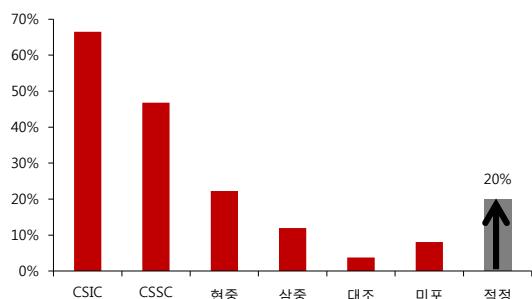


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

현금비율 비교

현금비율

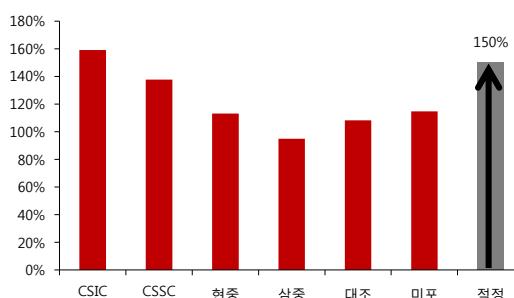


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

유동비율 비교

유동비율

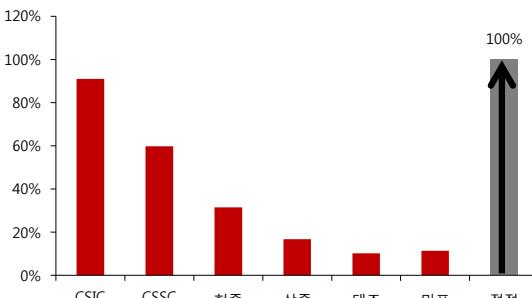


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

당좌비율 비교

당좌비율

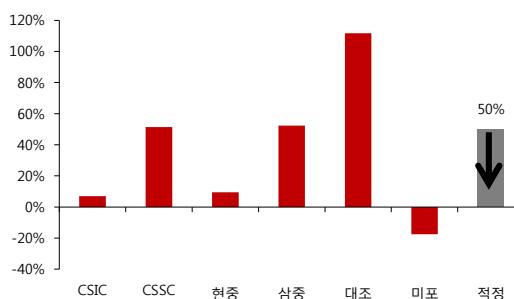


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

순차입비율 비교

순차입비율

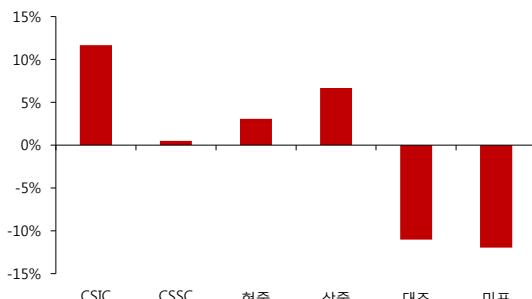


자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

OCF/유동부채 비교

OCF/유동부채



자료: Bloomberg, Dart, SK 증권

주: CSIC 와 CSSC 는 3Q17 기준, 한국 기업은 4Q17 기준임

(2) 새 시대의 변수는 구 시대와 다르다

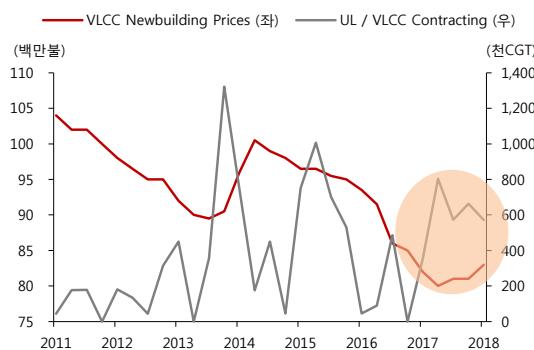
① 신규수주의 선행지표: 선가

패리다임이 바뀌었다고 해서 신규수주가 조선사 주가 움직임에 더 이상 중요한 변수가 아니라는 것은 아니다. 여전히 수주가 중요한 것은 변함이 없다. 다만, 주가 상승의 선행지표가 변했다. 2007년은 BRICs의 성장에 따른 물동량 증가가 선행지표였고, 2011년은 후쿠시마 사태 때의 고유가 국면이 선행지표였다면 이제는 선가가 선행지표로 작용할 시기이다.

과거 4대 선종의 선가와 발주량 추이를 같이 그려보면 매우 유사하게 흘러왔다. 즉, 과거에는 선가가 신규 발주의 동행지표였다. 그런데 중국 조선사의 구조조정으로 저가 수주 경쟁이 더욱 치열해진다면 낮은 선가를 제시하는 조선사에게 수주가 돌아가는 시장의 경쟁구도상, 선가가 하락하며 발주가 이뤄질 수밖에 없다. 반대로 말하면, 이제부터 선가가 오르며 발주되는 선종은 저가 수주 경쟁에서 어느 정도 벗어나 있는 양질의 수주를 의미한다고 볼 수 있으며 해당 선종에 주력하는 조선사에 차별적인 밸류에이션 부여가 가능하다. 따라서 선종별로 선가와 발주량의 최근 방향성을 볼 필요가 있다.

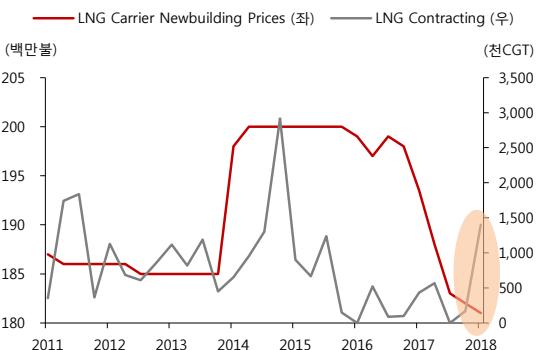
아직 저가수주가 치열하다고 판단되는 선종은 VLCC와 LNG 캐리어다. VLCC의 경우 2017년에 발주는 늘었는데 선가는 바닥권에서 벗어나지 못하는 모습을 보였다. 2018년 들어 소폭 상승하는 모습이지만 여전히 발주량과 이격이 벌어진 모습이다. LNG 캐리어도 마찬가지이다. 선가는 지속적으로 하락하고 있지만 2018년 들어 발주가 꽤나 많이 나왔다. 즉, 두 선종은 글로벌 선박 시장에서 저가수주 경쟁이 치열하게 이뤄지고 있는 선종이기 때문에 해당 선종을 수주하는 조선사의 수익성을 악화시키는 요인이 될 것으로 보인다.

VLCC 신조선가와 발주량은 역행하고 있음



자료: Clarksons Research, SK증권

LNG 캐리어 신조선가와 발주량은 역행하고 있음



자료: Clarksons Research, SK증권

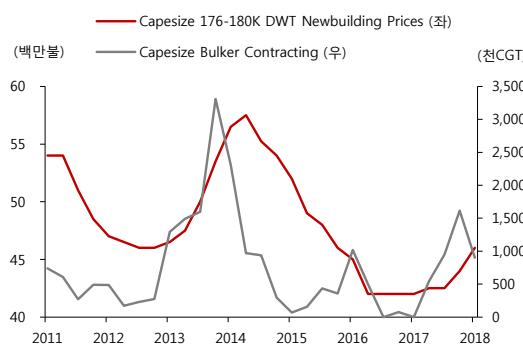
반면 Capesize 벌커와 컨테이너선은 다르다. 두 선종 모두 최근 선가가 올라가며 발주가 이뤄지고 있다. 즉, 앞서 말한 어느 정도 저가 수주 경쟁에서 벗겨나 있는 선종이다. 따라서 벌커와 컨테이너선에 주력하는 조선사에는 벤류에이션을 차별적으로 부여할 수 있다.

문제는 위의 두 개의 탑에 대한 분석에서 밝힌 것처럼 벌커는 이미 중국 조선사들이 수주를 독차지하고 있는 선종이라는 점이다. 그리고 중국 조선사들은 상대적으로 저마진 선종인 벌커 위주로 수주를 하고 한국 조선사들은 고부가 선종에 주력함에도 불구하고 수익성이 한국 조선사보다 양호했다는 점에서 알 수 있듯이, 한국 조선사는 벌커를 수주할 수 없는 상황이다. 따라서 벌커 선가 인상으로 인한 벤류에이션 프리미엄은 중국 조선사에만 부여할 수 있다.

반면, 컨테이너선의 경우는 한국 조선사의 프리미엄으로 작용할 수 있어 보인다. 컨테이너선도 벌커처럼 선가가 오르며 발주가 이뤄지고 있어 해당 선종을 수주하는 조선사 주가 상승에 도움이 될 것으로 판단한다. 물론 2017년에 CMA CGM이 발주한 초대형 컨테이너선 수주전에서 한국 조선사가 수주에 실패하며 컨테이너선 시장도 저가 경쟁 시장에 접어들었다고 볼 수 있지만, 그 이후로 컨테이너선은 선가 인상 국면에 접어들었기 때문에 향후 수주전에서는 한국 조선사의 경쟁력이 다시금 부각될 것이라 전망 한다.

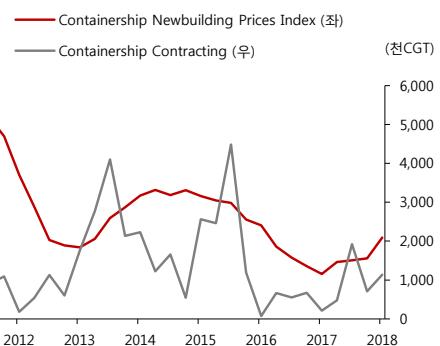
제다가 지난 4월 5일 해양수산부에서 발표한 '해운 재건 5개년 계획'에도 명시된 대로 초대형 컨테이너선 발주가 한국 조선사의 물량으로 확정된 이상 한국 조선사들 중에서 컨테이너선에 주력하는 조선사는 프리미엄을 받을 것이다.

Capesize 벌커 신조선가와 발주량은 동행하고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권

컨테이너선 신조선가와 발주량은 동행하고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권

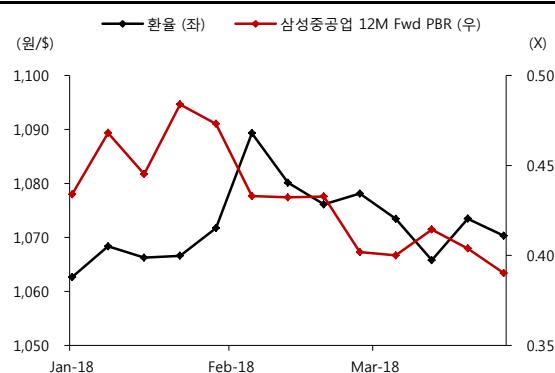
② 환율: 원화 강세는 더 이상 프리미엄이 아니다

환율 변수는 과거와는 달리 더 이상 조선업 주가를 전망하는 지표로서의 의미가 없어졌다. 선박 제조에 투입되는 후판을 비롯해 각종 기자재를 국내에서 원화로 조달하는 한국 조선사가 원화 강세 국면에서 선가를 인상했다가는 저가수주전에서 바로 피해를 볼 수 있기 때문이다. 사실 이런 현상을 이미 올해 1분기에 확인한 바 있다.

앞서 올해 1분기의 조선 섹터 주가 분석을 할 때 삼성중공업의 경우 수주가 받쳐주지 못해 원화 강세 효과를 누리지 못했다고 지적한 바 있다. 향후 중국이 통폐합을 위시한 구조조정을 본격적으로 단행할 경우 현대중공업과 여타 한국 조선사들 주가에 나타날 그림이 바로 올해 1분기의 삼성중공업 그림이 될 것이라고 본다. 중국이 재무적으로 탄탄한 기초 체력을 기반으로 저가수주전을 더욱 공격적으로 이어간다면 한국 조선사는 원화 강세가 프리미엄이 아니라 오히려 디스카운트로 작용해 수주 자체를 못하는 경우가 나올 수 있기 때문이다.

그리고 SK 증권 리서치센터는 2018년 1월 8일 발간한 “SK Cyclical Bulletin Release 5: 방향성을 달리할 수주산업, 건설과 조선”에서 조선업은 Only-Price의 시장 경쟁 구도로 접어들었다고 분석한 바 있다. 고부가선종이라 여겼던 초대형 컨테이너선과 해양 플랜트 구조물 수주전에서도 중국과 싱가폴 등이 한국 조선사는 수용할 수 없을 수준의 bidding으로 수주를 따낸 사례가 주는 함의를 읽어내야 한다.

1Q18 삼성중공업의 밸류에이션 하락이 한국 전반으로 번질 수 있음



자료: 한국은행 DataGuide, SK 증권

최근 고부가 시장에서 가격 경쟁력이 떨어진 한국 조선사

	상선	해양플랜트	해양플랜트
날짜	2017년 8월	2017년 12월	2017년 12월
발주처	CMA CGM	Statoil	Royal Dutch Shell
선종	컨테이너선	FPSO	FPU
현대중공업 입찰가	15 억\$	6 억\$	입찰
삼성중공업 입찰가	-	5.95 억\$	입찰
대우조선해양 입찰가	-	5.75 억\$	입찰
중국 입찰가	14 억\$	-	-
싱가포르 입찰가	-	4.9 억\$	수주

자료: 언론자료 취합
주: 음영 국가가 낙찰

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	283 십억원
발행주식수	6,917 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,922 십억원
주요주주	
현대로보티스(외14)	34.75%
국민연금공단	9.13%
외국인지분율	18.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/04/16)	125,000 원
KOSPI	2455.07 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	178,052 원
52주 최저가	92,511 원
60일 평균 거래대금	47 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-8.0%
6개월	-11.1%	-10.4%
12개월	-7.5%	-19.0%

현대중공업 (009540/KS | 매수(상향) | T.P 158,000 원(상향))

군산 공장 가동 중단은 구조조정 시대의 혜안

중국 조선사인 CSIC 와 CSSC 의 합병은 본격적인 저가수주전의 신호탄이 될 전망임. 양 사의 dry dock 는 파악된 것만 43 개이고 한국 조선사들은 총 32 개임. 즉, 중국 조선사들은 도크가 많아 더욱 경쟁적으로 저가수주전을 펼칠 것임. 그런데 동사는 군산 조선소 폐쇄로 저가수주전으로 입을 잠재적 피해를 줄이는 전략을 펼친다는 점에서 긍정적이기 에 투자의견을 매수로 상향, 목표주가 158,000 원으로 업종 내 차선호주 의견 제시함

중국 조선사 통폐합 분위기 속 구조조정은 불가피함

최근 중국 1, 2 위 조선사인 CSIC 와 CSSC 의 합병 소식은 기본적으로 한국 조선사들에 악재로 작용할 가능성이 높음. CSIC 와 CSSC 의 합병을 가정하고 양사 산하 조선사들을 모두 포함한 dry dock 의 수는 파악되는 것만 43 개에 달함. 반면 한국 조선사들은 32 개에 불과함. 즉, 가격경쟁력이 중요해진 근래의 조선 시장은 저가수주전을 베틸 전략의 유무에 따라 밸류에이션 차별화가 이뤄져야 함. 그런 의미에서 동사의 군산 조선소 가동 중단은 적절한 전략이라고 판단함

한국 정부에서 2018년도에 한해 저가 수주를 허용해 준 상황에서 울산과 군산 도크를 저마진 수주로 모두 채우게 된다면 2년 뒤 big bath 는 불가피할 것임. 그러나 울산 도크만을 빼놓고 채운다면 저가수주로 인한 감익 피해를 줄일 수 있다는 점에서 군산 조선소 가동 중단은 긍정적임. 그리고 유상증자를 성공적으로 마무리했다는 점도 저가수주전에 대비해 재무 건전성을 확보했다고 볼 수 있기에 긍정적임

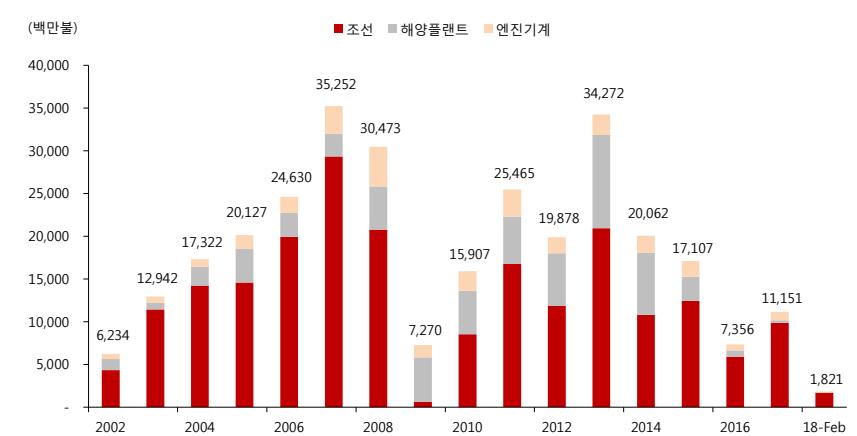
투자의견 매수로 상향, 목표주가 158,000 원으로 상향

중국의 구조조정 시대에 걸맞는 전략을 보유했다는 점에서 동사에 대한 투자의견을 매수로 상향하고 업종 내 차선호주 의견을 제시함. 아울러 정부의 '해운 재건 5 개년 계획'에 따라 초대형 컨테이너선 발주가 국내 조선사들에게 이뤄질 것으로 보이는 가운데 동사는 컨테이너선 수주량에 따른 밸류에이션 증가가 가장 뚜렷한 기업이므로 Target PBR 을 0.89 배로 상향해 목표주가 158,000 원을 제시함

영업실적 및 투자지표

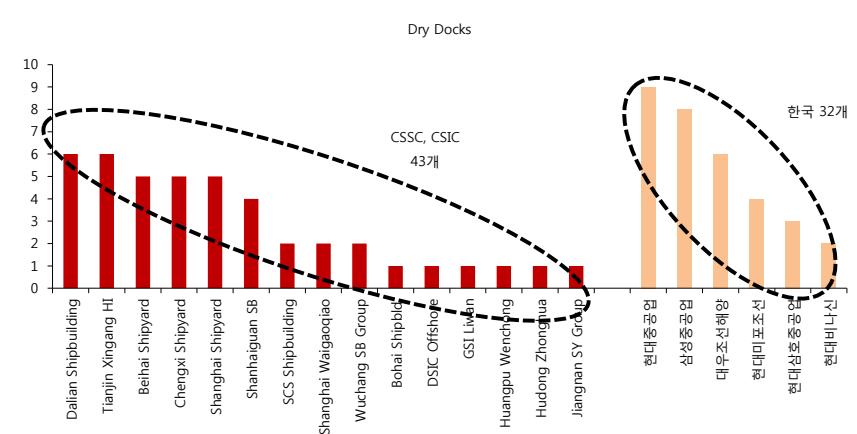
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	46,232	22,300	15,469	13,352	15,622	12,891
yoY	%	-12.1	-51.8	-30.6	-13.7	17.0	-17.5
영업이익	십억원	-1,540	392	15	-144	177	24
yoY	적지	흑전	-96.3	적전	흑전	-86.4	
EBITDA	십억원	-472	1,283	601	150	482	320
세전이익	십억원	-1,841	96	-27	-197	195	42
순이익(자배주주)	십억원	-1,350	545	2,458	-159	158	41
영업이익률%	%	-3.3	1.8	0.1	-1.1	1.1	0.2
EBITDA%	%	-1.0	5.8	3.9	1.1	3.1	2.5
순이익률	%	-3.0	2.9	17.5	-1.1	1.0	0.2
EPS	원	-17,762	-1,263	-5,490	-2,390	2,373	623
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	54.4	207.2
PBR	배	0.4	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	-42.5	17.7	14.5	78.1	24.2	35.3
ROE	%	-9.3	3.7	18.2	-1.4	1.3	0.3
순차입금	십억원	11,056	9,448	1,660	1,585	1,728	1,614
부채비율	%	220.9	175.3	145.8	140.2	148.4	143.7

현대중공업의 연도별 신규수주 추이



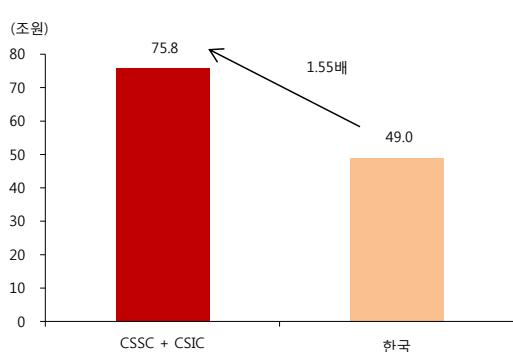
자료: 현대중공업, SK증권

CSIC와 CSSC 단 두 개 회사의 dry dock 수는 43개이며 한국은 주요 조선사 총합 32개임



자료: Clarksons Research, SK증권

CSIC와 CSSC의 2016년 합산 매출액은 한국 조선소 매출액보다 큼

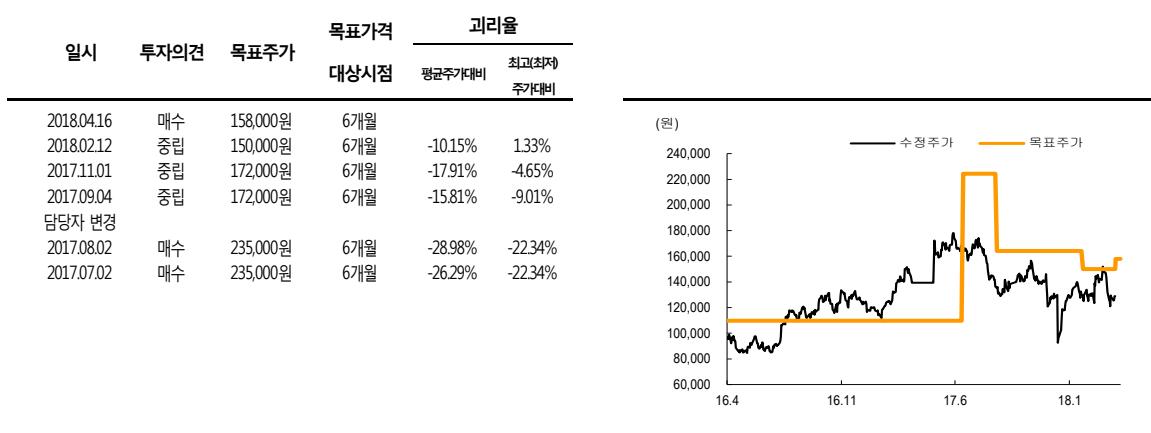


자료: Bloomberg, DataGuide, SK증권

현대중공업은 컨테이너선 수주에 따른 밸류에이션 증가가 뚜렷함



자료: 현대중공업, DataGuide, SK증권



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	90.48%	중립	9.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	26,037	17,664	17,084	18,605	18,193
현금및현금성자산	4,327	3,240	3,223	3,476	4,590
매출채권및기타채권	9,933	5,286	5,098	5,965	4,922
재고자산	3,907	845	730	854	704
비유동자산	23,213	12,745	14,200	15,357	15,202
장기금융자산	740	239	239	239	239
유형자산	19,011	11,046	11,258	11,461	11,272
무형자산	1,963	105	116	125	134
자산총계	49,249	30,409	31,284	33,962	33,396
유동부채	23,237	15,615	14,123	15,618	14,520
단기금융부채	12,500	4,104	2,104	1,604	2,104
매입채무 및 기타채무	8,733	5,233	5,933	7,722	6,372
단기충당부채	5	0	0	0	0
비유동부채	8,122	2,422	4,139	4,673	5,173
장기금융부채	6,535	1,349	3,257	4,154	4,654
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	932	844	867	721	721
부채총계	31,359	18,037	18,261	20,291	19,693
자본주주지분	15,936	11,121	11,962	12,820	13,062
자본금	380	283	283	283	283
자본잉여금	1,125	1,050	1,050	1,050	1,050
기타자본구성요소	-1,368	-8,355	-8,355	-8,355	-8,355
자기주식	-1,062	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	13,433	16,237	16,078	16,236	16,277
비자본주주지분	1,953	1,251	1,061	851	641
자본총계	17,890	12,372	13,023	13,671	13,702
부채와자본총계	49,249	30,409	31,284	33,962	33,396

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,250	1,111	592	374	239
당기순이익(순실)	657	2,703	-149	148	31
비현금성항목등	2,401	-1,227	299	334	289
유형자산감가상각비	785	537	288	298	288
무형자산상각비	107	49	7	7	8
기타	1,149	-1,843	-130	-200	-200
운전자본감소(증가)	-693	-174	771	316	-71
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,202	1,197	188	-867	1,043
재고자산감소(증가)	516	234	116	-124	149
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-2,218	-124	699	1,790	-1,350
기타	-193	-1,481	-232	-483	87
법인세납부	-114	-191	-329	-424	-10
투자활동현금흐름	-248	967	-478	-478	-82
금융자산감소(증가)	354	677	0	0	0
유형자산감소(증가)	-938	-270	-500	-500	-100
무형자산감소(증가)	-41	-17	-17	-17	-17
기타	376	577	39	39	34
재무활동현금흐름	-790	-3,011	-132	357	957
단기금융부채증가(감소)	-349	-1,858	-2,000	-500	500
장기금융부채증가(감소)	0	0	1,908	896	500
자본의증가(감소)	0	244	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-440	-1,398	-40	-40	-43
현금의 증가(감소)	1,222	-1,087	-17	253	1,114
기초현금	3,105	4,327	3,240	3,223	3,476
기말현금	4,327	3,240	3,223	3,476	4,590
FCF	643	4,517	439	347	127

자료 : 현대중공업 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,300	15,469	13,352	15,622	12,891
매출원가	20,329	14,435	12,745	14,565	12,141
매출총이익	1,971	1,034	608	1,057	750
매출총이익률 (%)	8.8	6.7	4.6	6.8	5.8
판매비와관리비	1,579	1,019	752	880	726
영업이익	392	15	-144	177	24
영업이익률 (%)	18	0.1	-1.1	1.1	0.2
비영업순익	-296	-42	-52	18	17
순금융비용	13	33	8	7	8
외환관련손익	-37	-166	-197	-197	-197
관계기업투자등 관련손익	26	57	22	22	22
세전계속사업이익	96	-27	-197	195	42
세전계속사업이익률 (%)	0.4	-0.2	-1.5	1.3	0.3
계속사업법인세	80	66	-48	47	10
계속사업이익	16	-93	-149	148	31
중단사업이익	641	2,797	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	657	2,703	-149	148	31
순이익률 (%)	2.9	17.5	-11	10	0.2
지배주주	545	2,458	-159	158	41
지배주주구속 순이익률(%)	244	15.89	-1.19	1.01	0.32
비지배주주	112	245	10	-10	-10
총포괄이익	2,491	2,617	651	648	31
지배주주	2,248	2,377	841	858	241
비지배주주	243	240	-190	-210	-210
EBITDA	1,283	601	150	482	320

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-518	-30.6	-13.7	17.0	-17.5
영업이익		96.3	적전	흑전	-86.4
세전계속사업이익		흑전	적전	적지	흑전
EBITDA		53.2	-75.1	221.3	-33.5
EPS(계속사업)		334.6	적전	흑전	-73.8
수익성 (%)					
ROE	3.7	18.2	-1.4	13	0.3
ROA	13	6.8	-0.5	0.5	0.1
EBITDA/마진	58	3.9	1.1	3.1	2.5
안정성 (%)					
유동비율	112.1	113.1	121.0	119.1	125.3
부채비율	175.3	145.8	140.2	148.4	143.7
순차입금/자기자본	52.8	13.4	12.2	12.6	11.8
EBITDA/이자비용(배)	19.3	6.6	3.7	12.2	7.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,263	-5,490	-2,390	2,373	623
BPS	209,690	196,265	172,953	185,359	188,848
CFPS	18,908	49,391	2,031	6,950	5,074
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	64.1	244.2
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	43.3	164.9
PBR(최고)	0.6	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5
PCR	6.5	1.9	63.5	18.6	25.4
EV/EBITDA(최고)	184	27.8	88.7	27.5	40.3
EV/EBITDA(최저)	139	14.2	59.2	18.3	26.5

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	1,951 십억원
발행주식수	39,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,995 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외8)	23.16%
삼성중공업 자사주	6.65%
외국인지분율	9.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/04/16)	7,500 원
KOSPI	2455.07 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	12,002 원
52주 최저가	6,177 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.2%	-11.8%
6개월	-26.3%	-25.7%
12개월	-15.1%	-25.7%

삼성중공업 (010140/KS | 중립(유지) | T.P 9,000 원(하향))

LNG 캐리어에 대한 익스포저를 낮춰야 함

중국의 동절기 가스 수요가 일단락되며 LNG 캐리어 용선료가 \$44,000/day 까지 하락함. 따라서 추가적인 발주 여력이 제한된다는 판단. 아울러 LNG 캐리어는 선가가 하락하는 가운데 발주가 이뤄졌다는 점에서 저가수주 경쟁이 매우 치열한 선종이라고 볼 수 있어 수익성에 대한 우려도 상존함. 신규 수주량과 주가는 동행한다는 점에서 LNG 캐리어 발주 모멘텀이 제한되어 투자의견을 중립으로 유지하고 목표주가를 9,000 원으로 하향함

낮아진 LNG 캐리어 발주 모멘텀

지난 겨울 중국이 일시적으로 LNG 수입을 급격히 늘리며 LNG 캐리어 용선료는 \$82,000/day 까지 치솟은 바 있음. 그러나 중국은 원래 동절기 수요가 높아 4 월달 현재는 LNG 수입량이 꺾인 상황임. 결국 2018년 4 월 13 일 기준 \$44,000/day 까지 LNG 캐리어 용선료는 하락함. 그리고 SK 증권 리서치센터는 2017년 7 월 3 일 발간한 “남쪽 나라 LNG 의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 중국은 기본적으로 LNG 보다는 PNG를 주로 수입할 개연성이 높음 을 밝힌 바 있어 추가적인 LNG 캐리어 발주에 대한 기대감을 낮춰야 함

LNG 캐리어는 저가수주전이 치열하게 진행중

중국 1, 2 위 조선사인 CSIC 와 CSSC 의 합병과 관련하여 향후 중국 조선사와의 저가 수주전은 더욱 거세질 전망. 동사가 치중하고 있는 LNG 캐리어처럼 선가가 오르지 않는데 지속적으로 발주가 나오는 선종은 저가수주전이 치열하게 이뤄지고 있다는 방증임. 따라서 신규 수주 자체가 여의치 않거나, 수주하더라도 수익성에 문제가 있을 수 있음

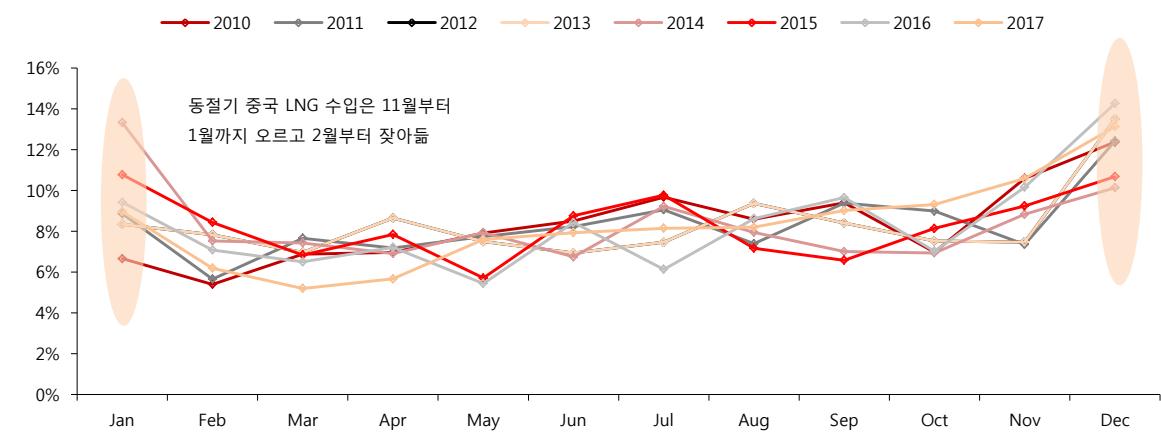
투자의견 중립 유지, 목표주가 9,000 원으로 하향

유상증자를 성공적으로 마무리하는 분위기는 고무적이나 주가는 신규수주량에 따라 상승하는 만큼, 동사가 주력하는 LNG 캐리어의 발주 모멘텀이 지속되어야 하지만 그렇지 못하다는 점이 아쉬움. 또한 2018년 1분기의 LNG 캐리어 수주 실적 역시 기대에 못 미쳤다는 판단. 이에 투자의견 중립을 유지하며 목표주가를 9,000 원으로 하향함

영업실적 및 투자지표

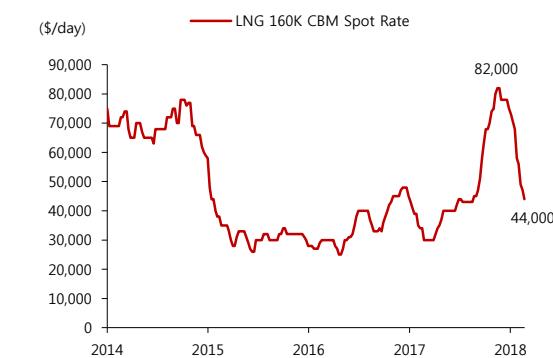
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	9,714	10,414	7,901	51,428	68,210	62,719
yoY	%	-24.6	7.2	-24.1	550.9	32.6	-81
영업이익	십억원	-1,502	-147	-524	-2,325	-778	-625
yoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	십억원	-1,198	170	-210	-1,985	-427	-262
세전이익	십억원	-1,462	-69	-464	-2,653	-1,085	-824
순이익(자배주주)	십억원	-1,205	-121	-339	-2,009	-821	-622
영업이익률%	%	-15.5	-1.4	-6.6	-4.5	-1.1	-1.0
EBITDA%	%	-12.3	1.6	-2.7	-3.9	-0.6	-0.4
순이익률	%	-12.5	-1.3	-4.3	-3.9	-1.2	-1.0
EPS	원	4,751	-448	-868	-5,151	-2,104	-1,595
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	-5.2	45.2	-28.5	-3.2	-15.8	-27.1
ROE	%	-24.7	-2.3	-5.6	-34.7	-14.0	-10.1
순차입금	십억원	3,495	3,939	3,064	1,408	1,862	2,199
부채비율	%	305.6	174.4	138.4	142.3	125.5	135.8

중국의 월별 LNG 수입 비중은 늘 동절기가 높았음



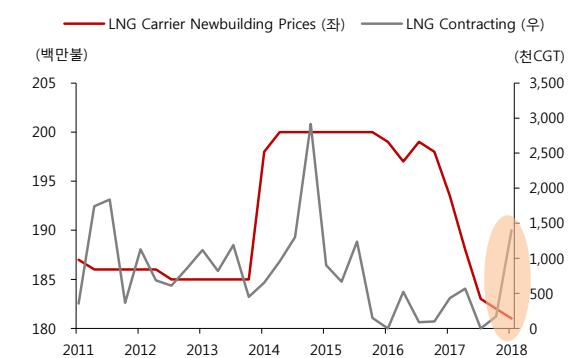
자료: KITA, SK 증권

동절기 종료로 LNG 캐리어 용선료는 \$44,000/day 까지 급락함

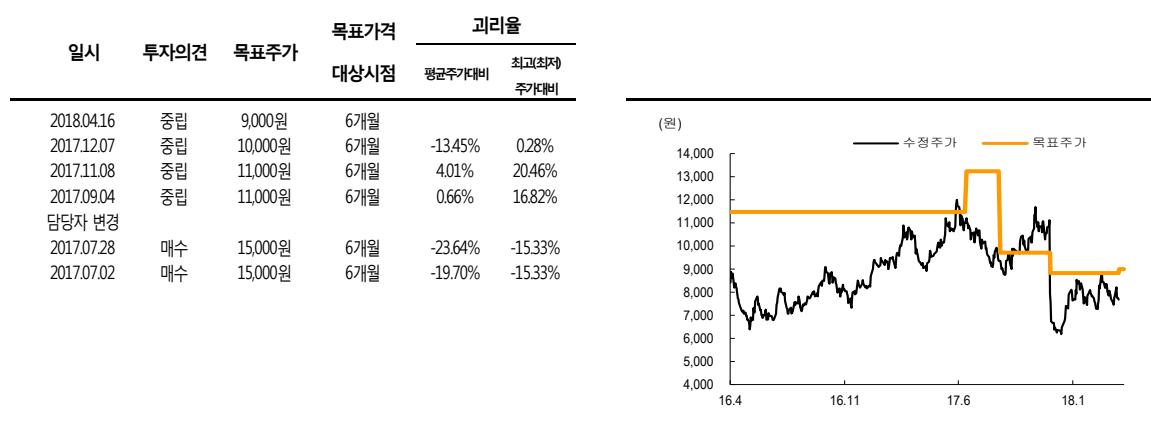


자료: Clarksons Research, SK 증권

LNG 캐리어 신조선가와 발주량은 역행하고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	90.48%	중립	9.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,951	6,780	5,062	3,452	3,810
현금및현금성자산	984	354	2,240	117	643
매출채권및기타채권	5,571	3,562	802	1,064	979
재고자산	1,226	1,217	257	341	314
비유동자산	7,267	7,038	8,960	9,994	11,135
장기금융자산	229	185	185	185	185
유형자산	6,442	6,163	6,463	6,745	7,007
무형자산	96	92	63	43	30
자산총계	17,217	13,818	14,021	13,446	14,945
유동부채	9,046	7,145	4,700	5,207	4,910
단기금융부채	4,844	3,921	1,921	1,521	1,521
매입채무 및 기타채무	3,002	2,194	1,493	1,980	1,821
단기충당부채	325	419	771	1,023	941
비유동부채	1,896	875	3,535	2,276	3,696
장기금융부채	1,627	745	2,975	1,706	2,569
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	24	0	0	0
부채총계	10,942	8,021	8,235	7,483	8,606
지배주주지분	6,264	5,790	5,781	5,962	6,341
자본금	1,951	1,951	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	758	758	758	758	758
기타자본구성요소	-970	-970	-970	-970	-970
자기주식	-970	-970	-970	-970	-970
이익잉여금	3,520	3,198	1,189	368	-254
비자본주주지분	11	8	5	2	-1
자본총계	6,275	5,797	5,786	5,963	6,339
부채와자본총계	17,217	13,818	14,021	13,446	14,945

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,439	665	2,292	162	289
당기순이익(순실)	-69	-464	-2,011	-823	-624
비현금성항목등	733	231	27	396	362
유형자산감가상각비	288	280	312	331	349
무형자산상각비	29	35	29	20	14
기타	281	-321	0	0	0
운전자본감소(증가)	-2,136	932	3,791	483	508
매출채권및기타채권의 감소증가)	-970	1,517	2,760	-262	86
재고자산감소(증가)	222	452	960	-84	27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,185	-790	-701	487	-159
기타	-204	-245	772	341	554
법인세납부	33	-35	486	106	43
투자활동현금흐름	185	-45	-593	-570	-596
금융자산감소(증가)	219	13	0	0	0
유형자산감소(증가)	-110	-92	-612	-612	-612
무형자산감소(증가)	3	0	0	0	0
기타	74	34	19	42	16
재무활동현금흐름	1,220	-1,111	187	-1,715	833
단기금융부채증가(감소)	257	-1,723	-2,000	-400	0
장기금융부채증가(감소)	1	767	2,231	-1,269	863
자본의증가(감소)	1,130	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-168	-155	-43	-46	-30
현금의 증가(감소)	1	-631	1,886	-2,123	526
기초현금	983	984	354	2,240	117
기말현금	984	354	2,240	117	643
FCF	-2,190	1,067	2,216	91	-215

자료 : 삼성증공업 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	10,414	7,901	51,428	68,210	62,719
매출원가	9,939	8,052	51,043	65,394	60,039
매출총이익	475	-150	385	2,817	2,680
매출총이익률 (%)	4.6	-1.9	0.8	4.1	4.3
판매비와관리비	622	374	2,710	3,594	3,305
영업이익	-147	-524	-2,325	-778	-625
영업이익률 (%)	-1.4	-6.6	-4.5	-1.1	-1.0
비영업순익	78	60	-328	-308	-199
순금융비용	31	27	24	4	14
외환관련손익	55	-304	-304	-304	-185
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-69	-464	-2,653	-1,085	-824
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	-5.9	-5.2	-1.6	-1.3
계속사업법인세	70	-123	-642	-263	-199
계속사업이익	-139	-341	-2,011	-823	-624
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	-341	-2,011	-823	-624
순이익률 (%)	-1.3	-4.3	-3.9	-1.2	-1.0
지배주주	-121	-339	-2,009	-821	-622
지배주주구속 순이익률 (%)	-116	-4.29	-3.91	-1.2	-0.99
비지배주주	-18	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	866	-478	-11	177	376
지배주주	883	-475	-8	180	379
비지배주주	-17	-3	-3	-3	-3
EBITDA	170	-210	-1,985	-427	-262

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	7.2	-24.1	550.9	32.6	-8.1
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	흑전	적전	적지	적지	적지
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-2.3	-5.6	-34.7	-14.0	-10.1
ROA	-0.8	-2.2	-14.5	-6.0	-4.4
EBITDA/마진	16	-27	-3.9	-0.6	-0.4
안정성 (%)					
유동비율	110.0	94.9	107.7	66.3	77.6
부채비율	174.4	138.4	142.3	125.5	135.8
순자본/자기자본	62.8	52.9	24.3	31.2	34.7
EBITDA/이자비용(배)	2.5	-4.1	-45.7	-9.4	-8.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-448	-868	-5,151	-2,104	-1,595
BPS	16,058	14,841	14,820	15,282	16,253
CFPS	722	-63	-4,278	-1,204	-665
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	12.8	-1171	-1.8	-6.4	-11.6
EV/EBITDA(최고)	47.6	-402	-3.5	-17.5	-29.9
EV/EBITDA(최저)	35.3	-27.9	-2.2	-11.5	-20.0

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	2,000 만주
자사주	41 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,870 십억원
주요주주	
현대삼호중공업(주) 와4)	42.79%
국민연금공단	13.38%
외국인지분률	10.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/04/16)	91,200 원
KOSPI	2455.07 pt
52주 Beta	1.31
52주 최고가	120,000 원
52주 최저가	77,700 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.3%	-15.9%
6개월	-3.4%	-2.7%
12개월	14.0%	-0.2%

현대미포조선 (010620/KS | 매수(유지) | T.P 145,000 원(하향))

중국 구조조정 이슈에서 벗어나 있는 소형선 강자

중국 조선사의 구조조정 이슈는 동사에게는 적용되지 않을 것으로 보임. 주력 선종인 MR 탱커 발주량의 대부분을 수주하고 있으며 선가 역시 오르고 있기 때문임. 게다가 도크 관리의 효율성을 높이기 위해 전략적으로 소형 컨테이너선을 수주했다는 점에서 동사의 영업력을 다시 한 번 확인할 수 있기에 업종 내 최선호주 의견을 유지함. 다만 1Q18 MR 탱커 용선료가 소폭 하락해 MR 탱커 수주량이 저조했던 점은 아쉬움

주력 선종인 MR 탱커는 우수한 업황을 보이고 있음

중국 조선사의 구조조정 이슈는 대형 조선사들에 국한될 것으로 전망됨. 작년부터 이어진 MR 탱커 발주량의 대부분을 동사가 수주하며 경쟁력을 여실히 보여주고 있기 때문임. MR 탱커는 선가도 3 월 기준 \$3,525 만 수준으로 전월에 이어 지속적으로 상승 중 이기에 업황은 앞으로도 우호적인 환경이라는 판단에 변화 없음. 국내 조선사중 유일하게 원화 강세로 인한 선가 인상 가능성은 벨류에이션 프리미엄으로 부여할 수 있다고 판단함. 다만 지난 1 월 \$13,938/day 까지 치솟았던 MR 탱커 용선료가 3 월 \$13,700/day 로 하락하며 2018 년 1 분기 MR 탱커 수주량이 저조했던 점은 아쉬움

소형 컨테이너선 수주로 도크 효율성 제고

동사는 올해 1 월 소형 컨테이너선 6 척을 수주하며 도크 효율성을 제고했다. MR 탱커를 제조하는 도크의 여유 공간에 해당 컨테이너선을 배치함으로써 인도 스케줄 관리의 효율성을 높일 수 있었음. 아울러 도크 효율성을 높이고자 하는 의도대로 소형 컨테이너선을 수주했다는 사실 자체로 글로벌 선박 시장에서 동사의 영업력이 뛰어나다는 점을 보여주는 것이기도 함

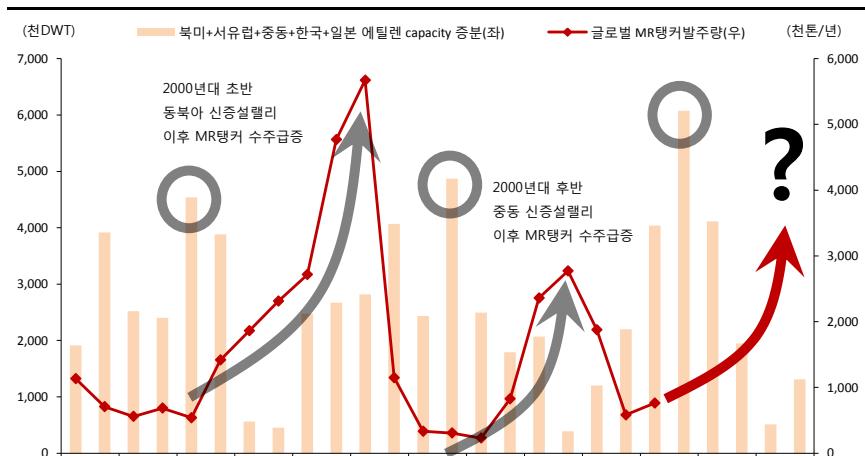
투자의견 매수 유지, 목표주가 145,000 으로 하향

주력 선종인 MR 탱커의 발주 모멘텀이 확실하며 전략적 수주로 주도적인 도크 관리가 가능하다는 점에서 업종 내 최선호주 의견을 유지함. 그러나 1 분기 MR 탱커 수주량 기대에 미치지 못했다는 점에서 목표주가를 145,000 원으로 하향함

영업실적 및 투자지표

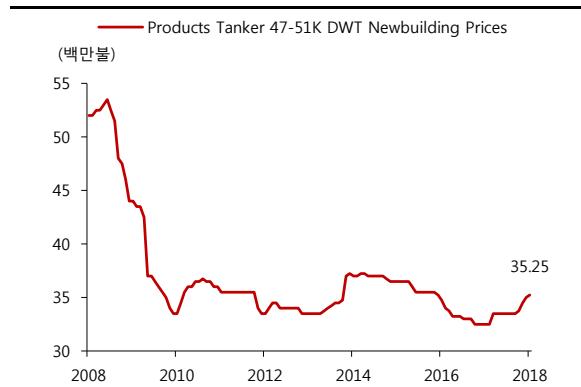
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,652	3,446	2,453	2,739	2,902	2,918
yoY	%	17.3	-25.9	-28.8	11.6	6.0	0.6
영업이익	십억원	67	191	108	81	126	124
yoY	%	흑전	187.0	-43.5	-25.0	55.7	-1.9
EBITDA	십억원	134	243	159	130	176	170
세전이익	십억원	50	191	733	96	90	89
순이익(자배주주)	십억원	38	35	437	64	60	59
영업이익률%	%	1.4	5.5	4.4	3.0	4.4	4.2
EBITDA%	%	2.9	7.1	6.5	4.7	6.1	5.8
순이익률	%	0.6	1.2	18.1	2.7	2.4	2.3
EPS	원	1,910	7,274	27,664	3,216	2,997	2,946
PER	배	27.3	9.2	2.8	29.1	31.2	31.7
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	11.4	7.4	9.9	14.0	9.8	9.3
ROE	%	2.2	1.8	20.1	2.9	2.7	2.6
순차입금	십억원	339	315	-124	-199	-311	-457
부채비율	%	425.3	308.5	255.7	270.3	269.5	271.6

글로벌 석유화학 설비증설은 역사적으로 MR 탱커 발주 증대의 Signal



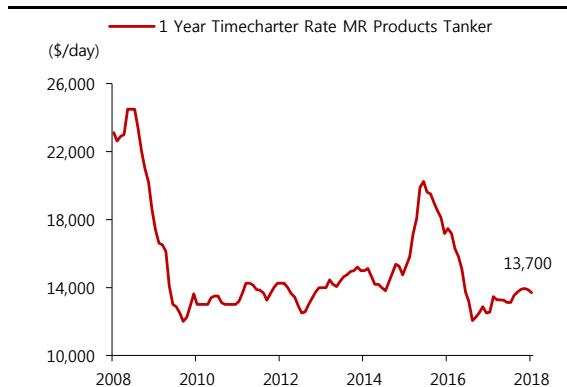
자료 Industry data, Clarksons Research, SK 증권

MR 탱커의 선가는 지속적으로 상승해 \$3,525 만 기록중임

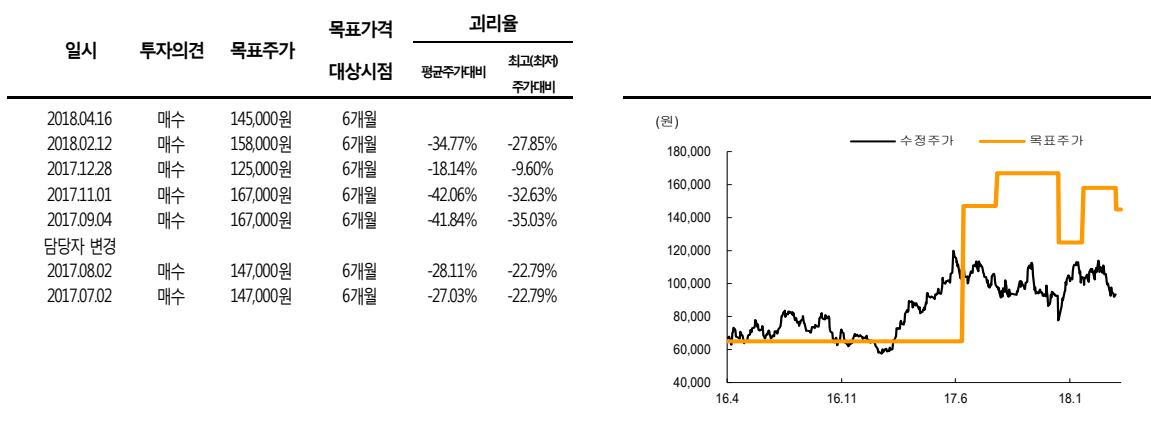


자료 Clarksons Research, SK 증권

MR 탱커 용선료는 2018년 1분기 소폭 하락함



자료 Clarksons Research, SK 증권



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,546	6,776	7,128	7,211	7,365
현금및현금성자산	804	562	787	799	945
매출채권및기타채권	864	843	941	997	1,003
재고자산	162	96	107	113	114
비유동자산	2,680	1,543	1,619	1,581	1,543
장기금융자산	1,305	292	292	292	292
유형자산	1,126	1,090	1,104	1,118	1,072
무형자산	179	3	3	4	4
자산총계	9,226	8,319	8,746	8,793	8,908
유동부채	5,472	5,905	6,284	6,252	6,259
단기금융부채	4,045	479	629	529	529
매입채무 및 기타채무	961	821	1,037	1,099	1,105
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,496	76	101	161	251
장기금융부채	1,391	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	44	49	64	63	71
부채총계	6,968	5,980	6,385	6,413	6,511
지배주주지분	2,142	2,217	2,232	2,244	2,254
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83	83
기타자본구성요소	-41	-41	-41	-41	-41
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,280	1,719	1,783	1,843	1,902
비지배주주지분	116	122	129	136	143
자본총계	2,258	2,339	2,362	2,380	2,397
부채와자본총계	9,226	8,319	8,746	8,793	8,908

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-185	-318	142	179	150
당기순이익(순실)	40	445	73	68	67
비현금성활동등	233	-263	57	108	102
유형자산감가상각비	50	50	48	50	46
무형자산상각비	2	1	0	0	0
기타	126	-320	-50	0	0
운전자본감소(증가)	-448	-476	111	1	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	-35	-98	-56	-6
재고자산감소(증가)	94	63	-11	-6	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-729	106	217	62	6
기타	138	-610	4	2	2
법인세납부	-9	-24	-99	2	-21
투자활동현금흐름	421	1,045	-62	-62	1
금융자산감소(증가)	308	1,035	0	0	0
유형자산감소(증가)	-28	-63	-63	-63	0
무형자산감소(증가)	4	-1	-1	-1	-1
기타	137	74	1	2	2
재무활동현금흐름	-88	-870	145	-106	-5
단기금융부채증가(감소)	16	-804	150	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-105	-66	-5	-6	-5
현금의 증가(감소)	148	-242	225	12	146
기초현금	657	804	562	787	799
기말현금	804	562	787	799	945
FCF	-198	-82	153	78	141

자료 : 현대미포조선 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,446	2,453	2,739	2,902	2,918
매출원가	3,098	2,245	2,548	2,660	2,678
매출총이익	348	209	191	242	241
매출총이익률 (%)	10.1	8.5	7.0	8.4	8.2
판매비와관리비	157	101	110	116	117
영업이익	191	108	81	126	124
영업이익률 (%)	5.5	4.4	3.0	4.4	4.2
비영업수익	0	625	15	-36	-35
순금융비용	25	22	3	4	3
외환관련손익	0	-25	-32	-32	-32
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	191	733	96	90	89
세전계속사업이익률 (%)	5.5	29.9	3.5	3.1	3.0
계속사업법인세	40	172	23	22	21
계속사업이익	151	562	73	68	67
중단사업이익	-111	-116	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	40	445	73	68	67
순이익률 (%)	1.2	18.1	2.7	2.4	2.3
지배주주	35	437	64	60	59
지배주주기록 순이익률(%)	1	17.81	235	207	202
비지배주주	5	8	8	8	8
총포괄이익	473	81	23	18	17
지배주주	467	74	16	11	10
비지배주주	5	7	7	7	7
EBITDA	243	159	130	176	170

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-259	-28.8	11.6	6.0	0.6
영업이익	187.0	-43.5	-25.0	55.7	-1.9
세전계속사업이익	283.4	284.0	-87.0	-6.0	-1.5
EBITDA	81.7	-34.6	-18.6	35.8	-3.6
EPS(계속사업)	280.9	280.3	-88.4	-6.8	-1.7
수익성 (%)					
ROE	1.8	20.1	2.9	2.7	2.6
ROA	0.4	5.1	0.9	0.8	0.8
EBITDA마진	7.1	6.5	4.7	6.1	5.8
안정성 (%)					
유동비율	119.6	114.8	113.4	115.3	117.7
부채비율	308.5	255.7	270.3	269.5	271.6
순차입금/자기자본	14.0	-5.3	-8.4	-13.1	-19.1
EBITDA/이자비용(배)	7.4	5.6	28.0	29.1	33.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,274	27,664	3,216	2,997	2,946
BPS	107,123	110,839	111,619	112,180	112,690
CFPS	4,348	24,408	5,647	5,489	5,234
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.5	4.3	35.5	38.0	38.7
PER(최저)	6.9	2.1	26.7	28.7	29.2
PBR(최고)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
PBR(최저)	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
PCR	15.5	3.2	16.6	17.0	17.9
EV/EBITDA(최고)	8.7	15.1	17.2	12.1	11.7
EV/EBITDA(최저)	6.0	7.3	12.9	8.9	8.4

memo
