

17

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

조선/기계
미지수, 관성과 기대

17

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	11,000원
현대미포조선(010620)	Buy	125,000원
현대중공업지주(267250)	Buy	580,000원
두산밥캣(241560)	Buy	42,000원
태광(023160)	Buy	16,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
현대중공업(009540)	Buy	175,000원
현대로템(064350)	Trading Buy	40,000원



조선/기계

Analyst 김현

02. 6098-6699

hyun.kim@meritz.co.kr

조선/기계
미지수, 관성과 기대

17

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

조선/기계

Contents

Part I	유가+환경규제+통일이라는 미지수(未知數)	9
Part II	관성 - 공급 과잉, 경쟁 심화, 수익성 우려	21
Part III	기대 1) 환경규제, 발주 매력도 증가	37
Part IV	기대 2) 구조조정, 정책 변화, 관성의 탈피	63
Part V	미지수(未知數), 관성<기대의 현실화 변수	85

기업분석	삼성중공업(010140) 우려는 해소되고, 기대는 반영된다	118
	현대미포조선(010620) 매출 감소는 가장 먼저 종료, 선가 상승의 수혜주	121
	현대중공업(009540) 재무건전성은 회복, 수주와 Downsizing이 과제	124
	현대중공업지주(267250) 오일뱅크가 2.95조원만 반영된 PBR 0.6배	127
	두산밥캣(241560) 이제부터가 진검승부	130
	태광(023160) 부채비율 6.1%, 장부가치는 충분히 지킬 수 있다	133
	현대로템(064350) 경협 기대감은 先반영 중	136

I

유가+환경규제+통일이라는 미지수(未知數)

- 조선주 주가는 PBR 0.6~0.8배 박스권 흐름 → 유가 상승 + 발주 회복 기대감 Vs. 해양생산설비 경쟁 심화 + 선가 정체
- 산유국들의 감산으로 유가가 배럴당 70달러 수준을 회복 → 전통 기자재업종 주가는 조선업종 대비 30% 이상 Premium의 상승세 유지
- 1, 2차 남북정상회담과 북미정상회담 기대감으로 대북 경협주(철도, 전력인프라, 건설 관련)는 모두 52주 신고가를 경신
- 1) 국제 유가: 유가와 달러의 동반강세는 완화 예상 → 달러 강세 둔화(유로화 반등), 배럴당 65~80달러 유지한다면 Macro는 우호적 요인
- 2) 환경 규제: **20년 0.5% Sulphur-Cap 규제, LNG Fuel와 Scrubber 선호 증가 전망(저유황유 증산 불확실) → Fuel로의 LNG 수요창출 기대**
- 3) 통일: 남북경협이 가시화된다면, 전력·철도·인프라 투자와 직접 관련이 있는 기업들의 Re-rating은 가능
- 4) 수요 회복: Dry Bulk- 중국의 철광석 생산 감소와 조강 생산 증가, 수요우위 전망 / 컨테이너- 상위 선사들의 점유율 증가, 대형선대 경쟁

II

관성 – 공급 과잉, 경쟁 심화, 수익성 우려

- 1) 공급 과잉: 수요(발주규모)·공급(조선사 수, 건조능력)·신조선가는 모두 2004년 수준으로 회귀 → **수주잔고의 절대적 저점은 3Q18 예상**
발주량 18년 31.7백만CGT, 19년 36.2백만CGT, 20년 37.1백만CGT로 가정 → 발주/인도량은 18년 0.8배, 19년 1.3배, 20년 1.4배
수주잔고/인도량 배율은 18년 2.1배, 19년 3.4배, 20년 4.4배로 회복. Clarksons 18~19년 발주전망을 각각 14.0%, 12.4% 상향
- 2) 경쟁 심화: 18년 선박+해양설비 발주 762억달러(+18.6% YoY) 전망, 이는 10~15년 평균 발주의 71% 수준으로 추가 Downsizing 불가피
탱커는 한·중·일 경쟁이나 18년 한국은 중국의 2.7배, 일본의 32.4배 수주, 컨테이너선 수주 경쟁력 확보가 목표달성이의 Key
LNG선은 18년 170K CBM 이상 발주의 100%를 한국 수주 → LNG선 발주 회복은 국내업체 수주로 직결
- 3) 수익성 우려: 조선 3사 주가는 2014년 이후 PBR 0.6~1.0배 박스권(어닝쇼크/유상증자 시 저점 0.4/0.5배), 해양發 손실리스크는 종료 수순
중고선가·후판가격 대비 더딘 신조선가 상승, 수익 우려 재부각 → **선가는 반등이 확실시, 5% 이상 상승 시 Risk 완화 전망**

III

기대 1) 환경규제, 발주 매력도 증가

- 0.5% Sulphur-Cap 규제 대응방법 Drewry Survey: 노후선 – 저유황유>Scrubber>LNG추진선, 신조선 – 저유황유>**LNG추진선>Scrubber**
- Brent유 대비 대체연료 가격: 저유황유(MGO) 1.1~1.25배, HFO 0.65~0.75배, **LNG(EU) 0.6~0.8배**, LPG(미국) 0.85~0.9배로 LNG 대체성 우수
- 20년 이상 선령 탱커 13.0%, 벌크선 10.3%, 컨테이너선 9.6%, 폐선 가속화 예상 → **18년 누적 VLCC 발주량 +120.9% YoY**, 교체발주 추정
- 투자 Simulation: 1) 17년 6월 80% 차입으로 VLCC 발주, 2) 18년 6월 80% 차입 VLCC 발주, 3) 18년 6월 60% 차입 VLCC 발주
 → 80% 차입을 통한 발주는 상환능력(DSCR), 담보여력(LTV) 감안 시 모두 불가능, 60% 차입은 운임 상승률 30% 가정 시 적정한 투자
 → 운임이 20% 상승하면 신조발주의 IRR은 +4.5~+12.5% 수준, 운영비용 20% 증가(환경규제) 시 중고선 매입 IRR은 -8.6%+2.7%로 악화
- 현재 운임·선가가 유지되고 비용이 증가하면 중고선 매입보다 신조 발주가 합리적인 투자 → 환경 규제와 선가 상승은 발주를 촉진할 것

IV

기대 2) 구조 조정, 정책 변화, 관성의 탈피

- 12~19년 전세계 건조능력 연평균 7.3% 감소, 조선 4사 금융권 Exposure는 2년간 -40.9% → 재무 리스크 해소, 금융지원 재개로 수주 개선
- Oil Major, Offshore Service 업계는 이미 2017년 실적 저점 통과, CAPEX 재개 → 중국 조선업계는 위협적이나 비관적인 경쟁력 악화는 아님

V

미지수(未知數), 관성<기대의 현실화 변수

- 선박 환경규제는 되돌릴 수 없는 흐름, Top Tier 발주처들의 투자 움직임에 후행하여 Main Stream 결정될 것 → Gas Fuel + Scrubber 전망
- 신조선가는 반등한다! → **PBR 1.0배로 상승의 전제조건이 확인될 하반기:** (신조선가 상승) + (달러 약세/유로화 반등) + (연 수주액>매출)
- 유가가 배럴당 60~75달러의 박스권을 탈피하지 않는다면 → 중동을 포함한 전 세계적인 Gas Plant 발주 회복 유력
- 미증유(未曾有)의 대북경협 계량화는 무의미 → '정부의 정책적 수혜 + Cycle 저점 통과 + 재무건전성' 기업에 집중: 전력·가스, 인프라
- 조선 투자의견 Overweight, Top Picks : 삼성중공업, 현대미포조선 / 기계 투자의견 Overweight, Top Picks: 현대중공업지주, 두산밥캣, 태광

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

17

조선/기계

Part I

유가+환경규제+통일이라는 미지수(未知數)

미지수 1) 국제 유가 - 유가 > 달러의 흐름 예상, 달러 강세 완화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

유가와 달러의 동반 강세, 추세
지속은 어려우며 유가 안정화
Vs. 달러 강세 완화 전망

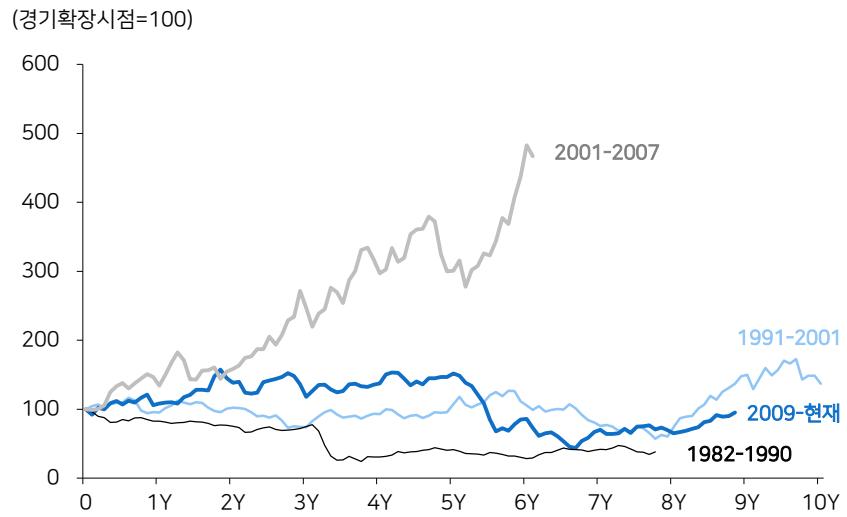
- 달러와 유가는 역의 상관관계이나 최근 유가와 달러가 동반 강세를 지속 → 유가와 달러가 4주 이상 동반 상승했던 사례는 1983년 이후 11번 뿐, 장기간 지속은 어려울 것
- 산유국의 감산 종료 움직임 Vs. 상승에 베팅하는 투기자금 증가, Wag the Dog 가능성 → 유가 불확실성
- 과거 경기 확장 최장기였던 1991~2001년의 120개월 대비, 현재(2009~2018년)는 110개월 확장 지속
- 유가 레벨, 기업이익을 감안하면 달러의 강세는 미국과 타 지역의 경기차별화가 원인

국제 유가(Brent), 미국 달러지수 추이 – 달러와 유가의 동반 상승



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

경기 확장 국면에서의 국제 유가(WTI) 추이 – 유가의 절대 레벨은 양호



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

미지수 1) 국제 유가 - 유가 > 달러의 흐름 예상, 유로화 반등 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

미 금리인상 속도가 확인되면,
유로화 강세 전환 가능성 증대,
유가 > 달러의 흐름 전망

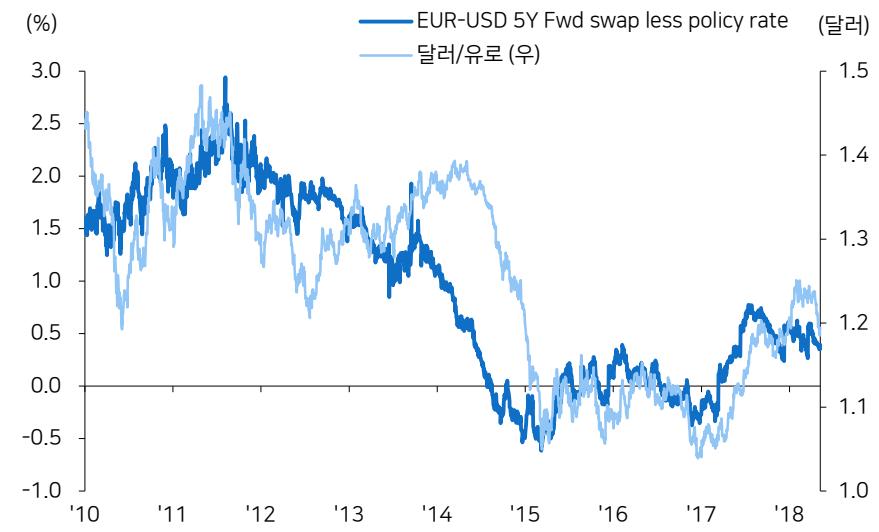
- 2018년 달러강세 원인: 1) 미국 경기 호조와 금리인상 기대감, 2) 유로존 GDP 성장을 둔화 (1Q18 0.4% QoQ Vs. 4Q17 0.7%), 이탈리아 정치 불확실성, 3) 선진국 간 통화정책 차별화에 따른 안전자산 선호
- 달러/유로 환율의 변수: "장기(5년) 선도 스왑금리-정책금리"의 차이 → 미국의 금리 인상은 진행 중이나 유로존의 금리 인상은 빨라야 2019년부터 장기간 진행될 것임을 반영(미국은 향후 2년 내 인상 마무리)
- ECB의 향후 통화정책 방향과 미국의 금리인상 속도가 달러 강세 완화와 유로화 반등의 변수
- 2011년 이후 유로화 환율과 조선업종 지수의 상관관계는 0.81, ECB 정책 정상화 재개 시 우호적 환경

미국 대비 유로존 경제의 부진



자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

유로존과 미국 5년물 Forward Swap-정책금리 스프레드 차이 Vs. 유로화



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

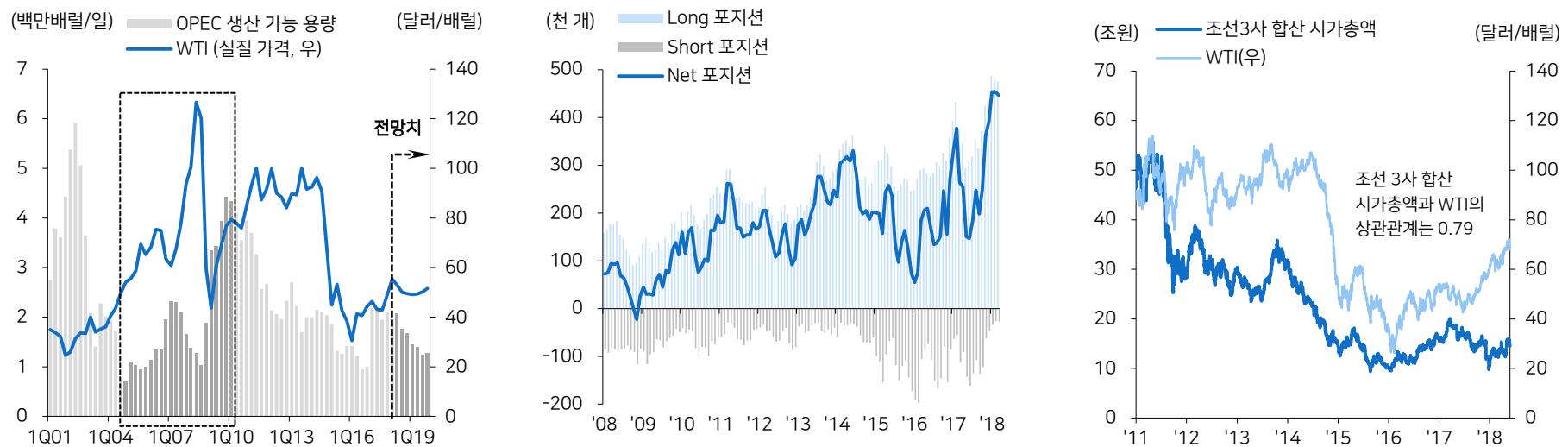
미지수 1) 국제 유가 - 유가 > 달러의 흐름 예상, 외부 변수는 우호적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2017년 하반기 유가와 조선주
De-coupling은 수주경쟁 심화,
재무 불확실성 부각에 기인 –
유상증자 마무리, 수주에 주목

- 최근 유가 상승은 주로 공급 측면에 기인, 산유국들의 감산 종료 여부로 불확실성 증대 → 베네수엘라, 이란 제재 + 낮은 이자율과 통화 팽창으로 촉발된 투기적 수요 → 2017년 이후 초과 수요 구간
- 메리츠 전략팀 전망치는 2018년 말 WTI 기준 배럴당 75달러, 성수기 진입 시 오버슈팅 가능성 존재
- 2011년 이후 조선업종 지수와 WTI의 상관관계는 0.79, 2017년 하반기 유가 상승에도 조선주가 약세를 보인 이유는 상선·해양부문 수주 실패와 재무 불확실성 부각(유상증자) 때문 → 재무 리스크는 해소 중
- OPEC 감산 종료에 대한 불확실성은 존재하나, 배럴당 65~80달러 수준 유지 시 → 수주가 주가의 Key

미국 외 지역의 원유 공급 차질과 선물시장의 투기자금 유입[미국 선물거래소 투기거래자 포지션], WTI 강세 지속 – 조선업 시가총액과 WTI 상관관계는 0.79



주: 조선 3사 합산 시가총액은 현대중공업, 삼성중공업, 현대미포조선 합산 기준
자료: Bloomberg, CFTC Commitment of Traders, 메리츠종금증권 리서치센터

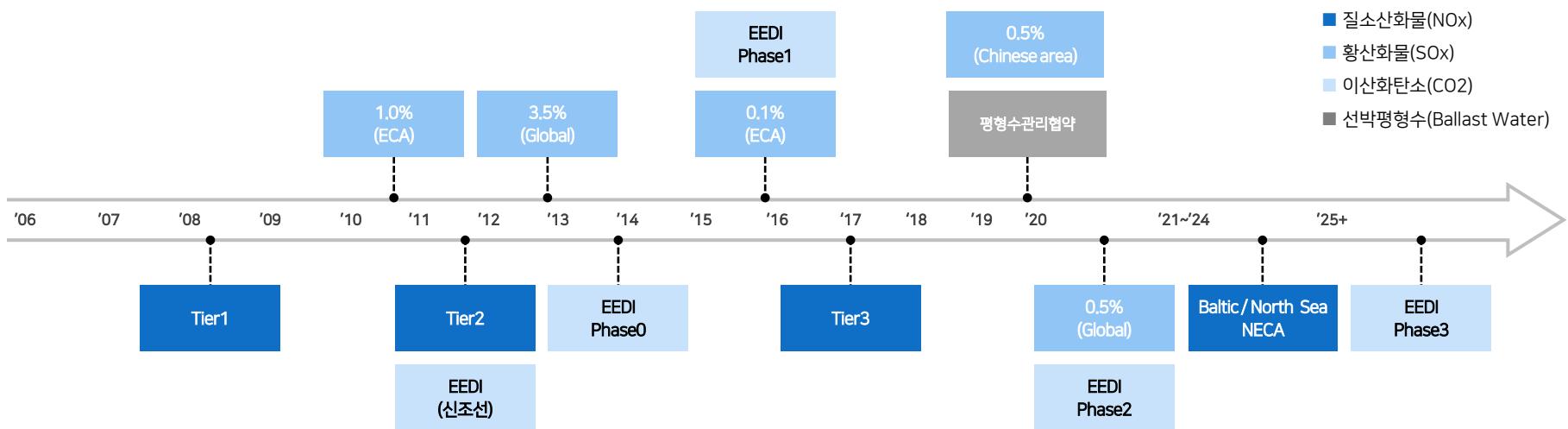
미지수 2) 선박 환경규제 - 2020년 시행 확정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2020년 0.5% Low-Sulphur Cap 규제가 조선업 핵심 변수

- 2020년 1월 1일부터 시행되는 국제해사기구(IMO)의 선박에 대한 황산화물 규제 방안
 - 선박 연료의 일반해역 내 황함유량은 0.5% 이하(기존 3.5%), 배출규제해역(ECA)은 0.1% 이하 준수
 - EGCS(Exhaust Gas Cleaning System) 사용 시 배기ガ스 동등 SOx 함유율은 21.7ppm/4.3ppm(ECA) 이하
- Sulphur Cap 2020 시행이 연기되려면 체약국의 2/3 이상의 동의가 필요(연기에 30개국 이상이 반대 시 개정 불가), 유럽연합이 연기에 반대함에 따라 2020년 시행 가능성 절대적 → IMO, "No Turning Back"
- 2010년 ECA 내 1.0% 규제, 2012년 일반해역 내 3.5% 규제 등 10년 간 진행되어온 환경 규제의 이정표

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



자료: Clarksons, DNV GL, 메리츠종금증권 리서치센터

미지수 2) 선박 환경규제 - 3가지 대응방안 중 발주자들의 선택만 남아

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2020년 황산화물 규제 대응책

1) 저유황경유(MGO)로 대체

2) 탈황설비(Scrubber) 도입

3) LNG/LPG 연료 추진선 도입

- 환경규제에 대응하는 대안은 세 가지, 이 중 저유황유(LSFO)가 선호되는 이유는 CAPEX가 적다는 점
- 저유황유를 기존 연료만큼 사용한다고 가정했을 때, OPEX 부담(MGO가 Bunker C 대비 60% 비쌈)
- 저유황유의 최대 Risk: 2020년 규제 도입시 수요 급증(연간 2.33억톤 추정) Vs. 정유업계 공급 부족
- Scrubber 도입은 CAPEX 부담, 노후선 개조비용 및 Retrofit 가능한 조선소 제한적 → 신조발주의 Option
- LNG Fuel은 SOx, NOx 규제는 물론 CO2 규제에도 대응 가능한 이상적 대안 → LNG 추진선 발주 비용이 가장 비싸며 LNG Bunkering 인프라도 필요 → LNG Fuel Cost 하락 시 선호도 증가 전망

IMO의 황산화물 규제 대응방안 별 장단점 및 조선산업에 미치는 영향

Type	Low-Sulfur Fuel Oil(LSFO, MGO)	Scrubber 설치	LNG-fuel 도입
장점	<ul style="list-style-type: none">▪ 추가적인 설비투자가 필요하지 않음▪ 기존 선대에도 바로 적용 가능	<ul style="list-style-type: none">▪ 저렴한 기존 연료 사용 가능, 황산화물 규제 충족 가능▪ 투자금을 빠른 시일 내에 회수 가능	<ul style="list-style-type: none">▪ SOx 규제를 포함해 NOx, CO2 규제까지 대응 가능▪ 기존 벙커C 대비 연료소모량 적어 운영비 절감 가능
단점	<ul style="list-style-type: none">▪ 기존 연료 대비 50~80% 비싸며, 가격급등 Risk 존재▪ 저유황유의 표준화된 제조방법이 없어 사용상 주의 필요	<ul style="list-style-type: none">▪ 척당 400~1,000만달러에 달하는 투자비용 소요▪ 2050년 시행되는 CO2 규제에 대응할 수 없음	<ul style="list-style-type: none">▪ 선가의 최대 20~30%의 설비투자 비용 발생▪ LNG 인프라 구축, Bunkering선 투자가 선행조건
조선산업 영향	<ul style="list-style-type: none">▪ 신조선이 필요하지 않기 때문에 큰 영향은 없을 전망 (중립적)	<ul style="list-style-type: none">▪ 스크러버 옵션 장착으로 선가 상승 (다소 긍정적)▪ 현대글로벌서비스의 스크러버+Retrofit 수주증가	<ul style="list-style-type: none">▪ LNG추진선 발주시, 대부분 국내 조선사 수주 예상▪ 고가의 LNG추진선 수주로 선가상승 (긍정적)

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

미지수 3) 통일 - 계량화가 어려운 경협 기대감

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

북한 경제개발을 위한 첫 단추는 인프라투자로 전망

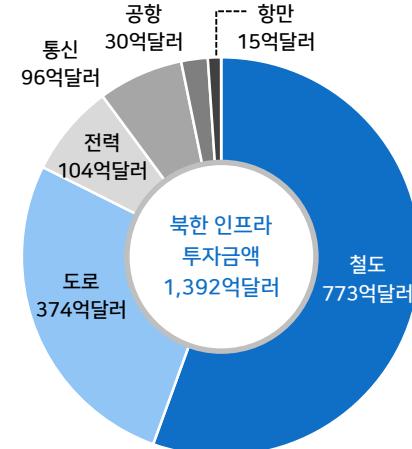
- 국내외 연구기관이 추산한 남북한 통일비용은 추정연도, 가정에 따라 큰 차이를 보이는 상황
- 오랜 분단의 시간을 감안하면 단순히 경험칙에 기대어 계량화할 수 없는 이벤트로 판단
- 통일 이후를 현실적인 관점에서 본다면 남북한의 소득격차를 메우기 위해 북한의 경제개발이 최우선적으로 진행될 가능성이 높으며, 경제개발을 위한 첫 단추로 북한 내 인프라투자가 진행될 전망
- 금융위원회는 통일에 따른 북한 인프라개발의 재원은 총 1,392억달러로 철도 773억달러(55.5%), 도로 374억달러(26.9%), 전력 104억달러(7.4%) 등으로 추산
- 비용에 대한 이견은 존재하나, 남북경협이 가시화되면 철도·도로·전력 등 초기 인프라 투자는 필연적

국내외 연구기관의 남북한 통일비용 추정

연구주체	추정연도	추정비용	계산 근거
한국개발연구원	1991년	2~3천억원	점진적 혹은 급진적 통일
삼성경제연구소	2005년	500조원	10년간 최저소득 보장 및 투자
Rand	2005년	60~600조원	50~60년 내에 북한 GDP를 200% 이상 증대
한국조세연구원	2009년	10년간 GDP의 7~12%	50~60년 내에 북한의 생산성이 남한의 80~90% 수준으로 수렴
Peter Beck	2010년	30년간 2~6조원	북한의 소득을 남한의 80% 수준으로 증대
Charles Wolf	2010년	70~200조원	북한의 GDP를 5~6년 안에 200% 증대, 또는 북한의 소득을 남한 수준으로 증대
Jaewoo Lee	2012년	2050년까지 320조원 (GDP의 3~10%)	기반시설투자와 복지지출을 남한 수준으로 유지

자료: Jaewoo Lee(2012), BofA Merrill Lynch, 메리츠종금증권 리서치센터

통일감안 북한 인프라투자 금액 및 세부내역



자료: 금융위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

미지수 3) 통일 - 계량화가 어려운 경협 기대감, 주가는 반영 중

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

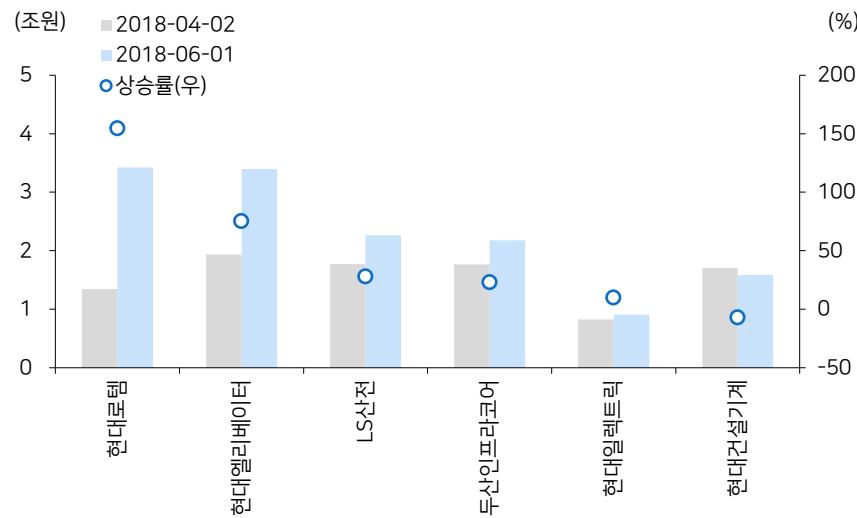
남북경협 대표 기계업체

4월 2일 가중평균 PBR 1.2배

6월 1일 가중평균 PBR 2.1배

- 6월 1일 종가기준 현대엘리베이터(PBR 3.8배), 현대로템(2.3배), LS산전(1.7배), 현대건설기계(1.1배), 현대일렉트릭(0.8배), 두산인프라코어(0.6배)로 가중평균 PBR은 2.1배 수준(시가총액 가중, 연결기준)
- 남북경협 기대감이 형성되기 시작했던 시점의 남북경협 대표 기계업체 가중평균 PBR은 1.2배 수준이었으나, 두 달간 대표 기계업체의 합산 시가총액은 47.2% 상승
- 산업별로 철도(현대로템 +154.7%), 대북사업(현대엘리베이터 +75.4%), 전력기기(LS산전 +28.0%, 현대일렉트릭 +10.0%), 건설기계(두산인프라코어 +23.2%, 현대건설기계 -7.0%) 순으로 상승세 기록

남북경협 대표 기계업체의 시가총액 상승률 비교



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

남북경협 대표 기계업체의 가중평균 PBR 추이



주1: 가중평균은 각 회사의 PBR을 시가총액의 가중치를 반영해 산정

주2: 대표 기계업체는 현대로템, 현대엘리베이터, LS산전, 두산인프라코어, 현대일렉트릭, 현대건설기계로 구성 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

미지수 3) 통일 - 계량화가 어려운 경협 기대감, 철도·인프라 기대는 합리적

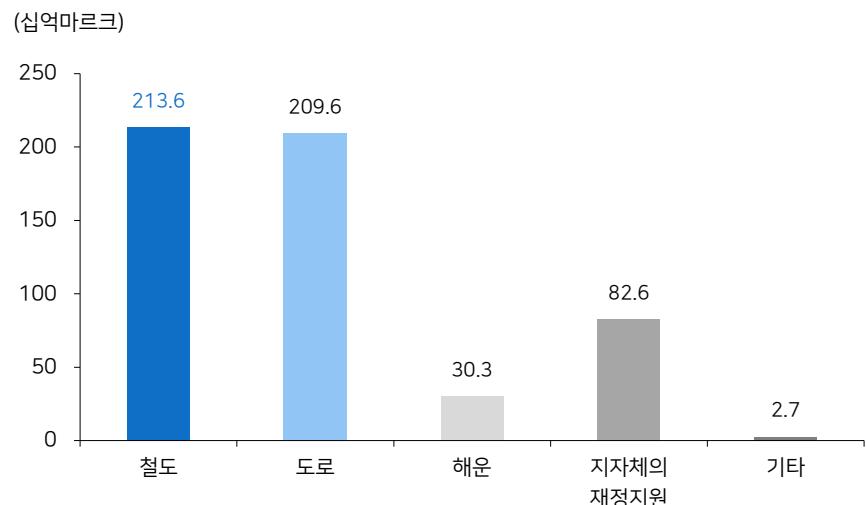
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

통일 이후 독일은 철도와 도로 중심으로 인프라 확충에 노력

→ 남북한 사례에도 동일하게 적용될 가능성 높음

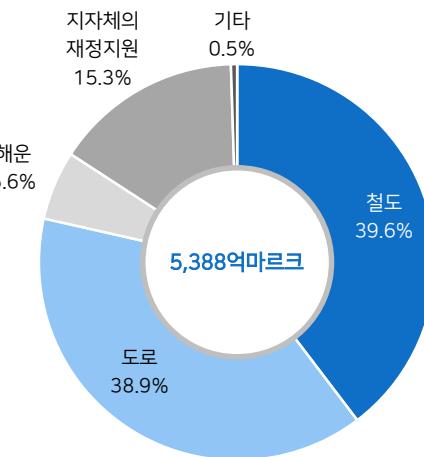
- 독일의 통일 사례에서도 인프라투자가 우선적으로 진행되었고, 통일된 독일은 '통독교통프로젝트'를 통해 동서독간의 대규모 교통망을 건설하여 인프라 확충에 노력
- 독일의 통일 후 교통부문에는 1991년에서 2012년까지 총 5,388억마르크를 투자해 철도와 도로를 중심으로 인프라가 구축 → 철도부문 노선의 신설보다는 단선의 철도를 복선화하는 등 개·보수
- 이는 남북 경협에도 동일하게 적용될 가능성이 높으며, 철도·전력·건설기계 등 인프라투자와 직접 관련 있는 기업은 현재 실적을 기준으로 고평가로 평가할 수는 없음

독일 통일 후 교통부문 투자규모(1991~2012)



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

독일 통일 후 교통부문 투자규모 비중(1991~2012)



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

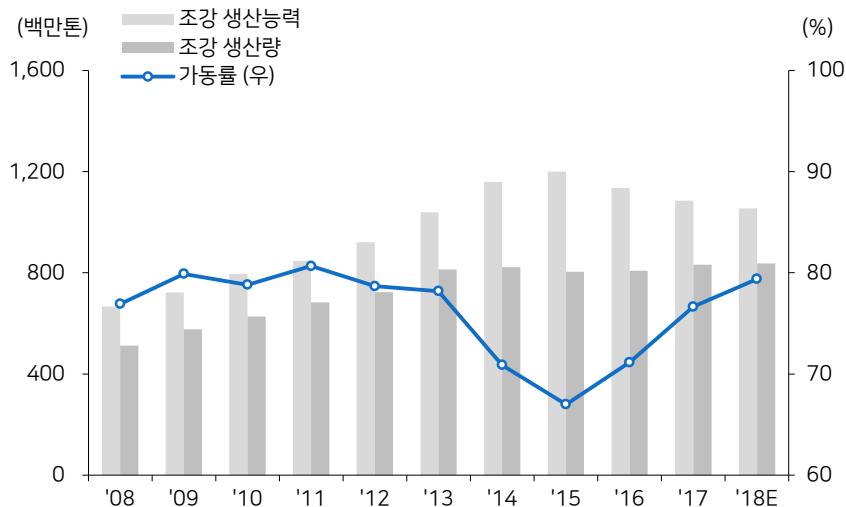
미지수 4) 수요 회복 - Dry Bulk, 중국

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**중국 철광석 생산량 감소, 조강 생산 증가, 선복량 증가세 둔화
→ 수요 우위의 시황 개선 전망**

- 전세계 벌크화물 중 중국 철광석 수입이 20.7%를 차지, 중국은 2018년 과잉산업의 설비 감축 의지 표명
- 중국은 2018년 3천만톤의 철강 생산설비 추가 감축을 목표, 보수적 조강 생산량 증가(+0.7% YoY)를 가정해도 가동률은 79.4%로 상향. 4월 누계 기준 조강 생산량은 전년대비 4.7% 증가
- 2017년 중국 철광석 광산 License의 1/3을 취소, 철광석 생산량이 36.6% 감소하면서 수입 의존도 상승
- 전세계 GDP 성장률 대비 벌크 물동량 탄성치를 0.8배로 보수적으로 가정해도, 물동량 증가는 3.1%. 선복량 증가율은 1.0%로 2010년 이후 최저 → 메리츠 전망 2018년 연평균 BDI 1,386pt(+21.0% YoY)

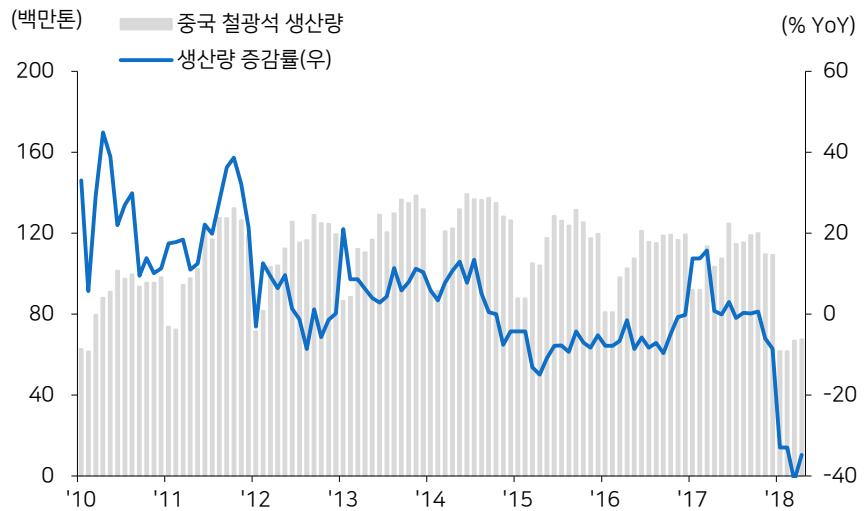
중국의 조강 생산능력과 생산량 추이 및 전망



주: 2018년 중국 조강 생산능력은 3천만톤 감산을 반영

자료: 중국철강협회, 메리츠종금증권 리서치센터

중국의 철광석 생산량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

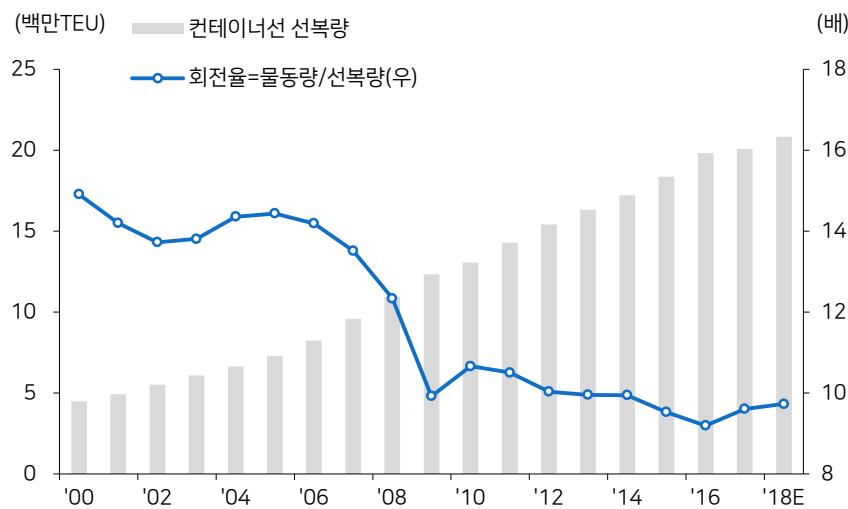
미지수 4) 수요 회복 - 컨테이너, 상위 선사의 점유율 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**컨테이너선 회전율은 9.3배로
개선. 상위 선사들의 대형선
인도 증가로 회복은 2019년**

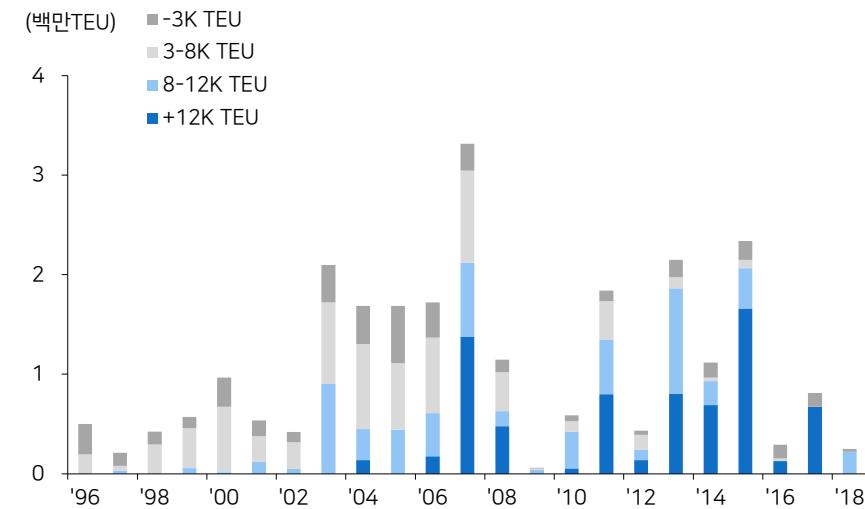
- 파나마 운하 확장 이후 Cascading 가속화, 2017년 인도된 초대형 컨테이너선들이 미주·구주노선 배치, 기존에 투입되던 8~12K TEU급 컨테이너선은 Intra-Asia 노선으로 Cascading 발생 → 운임 약세의 원인
- 2018년 예상 물동량은 2.0억TEU로 회전율은 9.3배, 수요는 견조하나 2015년 발주 선박들의 인도로 공급 증가 → 3대 Alliance의 대형화 경쟁과 업체간의 대형선 경쟁 발주, 친환경 선박 선투자 가능성 혼재
- 컨테이너 해운업의 시황 개선이 가시화되는 시점은 빠르면 2019년으로 전망
→ Fundamental 회복: 선복량 증감률 2018년 4.3%에서 2019년 2.3%로 둔화
→ 교섭력 강화: 상위 선사들의 Consolidation, 10개 선사의 점유율 2016년 70.6%에서 82.4%까지 확대

컨테이너 물동량 추이 및 전망 – 18년 +5.2% 예상



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

컨테이너선 선형별 발주량 추이 – 8,000TEU 이상 Post-Panamax 집중 발주



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

17

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

조선/기계

Part II

관성 - 공급 과잉, 경쟁 심화, 수익성 우려

관성 1) 공급 과잉 - 반복되는 Cycle, 시장의 Level-down

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

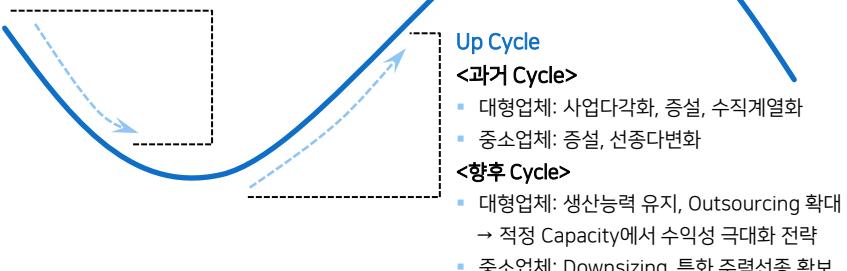
조선업: 발주는 사실상 단일 시장으로 공급이 비탄력적, 예측 가능한 회복 수준은 11~15년 평균 수준으로 회귀

- 조선 산업은 단일 발주 시장에서 경쟁하는 수주산업, 건설업과 달리 대규모 생산설비(Yard)를 보유하여 고정비 부담이 큼. 공급(건조능력)이 비탄력적이므로 수요(발주)에 따라 시황 변동의 진폭이 큼
- 수주에 필수적인 선수금환급보증(Refund Guarantee, R/G)은 금융권이 발급, Down-Cycle에서는 업체별 재무 건전성이 수주에 필수적 → 중소 조선업계가 소멸되는 경우가 많은 이유
- 과거 호황기에는 대형·중소업체 모두 증설, 불황기 이후 '유럽→일본→한국→중국'의 주도권(점유율) 이동 과정에서 국내 업계에만 의미 있는 업체간 Consolidation이 없었음
- 2013년 이후 수주부진, 재무구조 개선 주력, Clarksons은 가동률이 75%로 바닥을 찍은 후 상승 예상

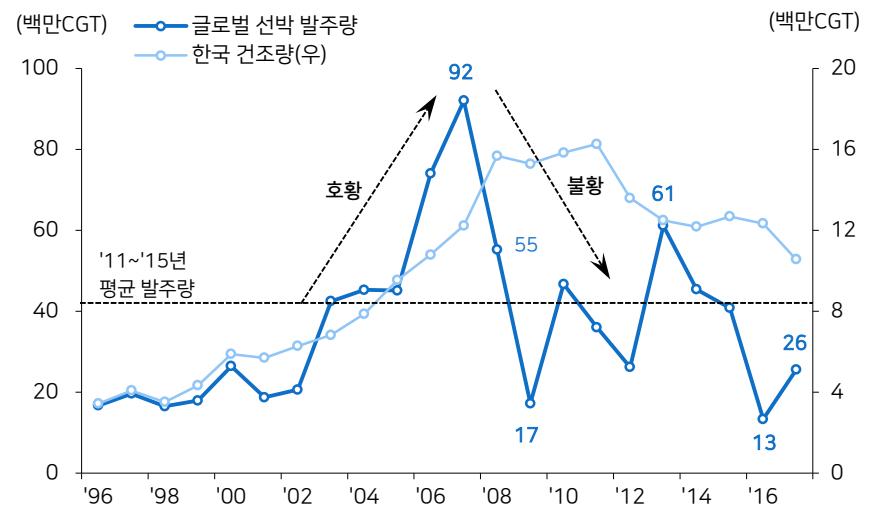
Down Cycle은 소멸+구조조정, Up cycle은 수직계열화+외주 확대

Down Cycle

- 대형업체: 구조조정, 재무건전성 확보
- 중소업체: 법정관리/파산/파인수 등 소멸
- 유럽→일본→한국→중국의 주도권 이동과정에서 한국만 업체간 합병이 없었음



전세계 발주량과 국내 조선업계 건조량 추이 – 발주 저점 16년, 건조는 18년



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

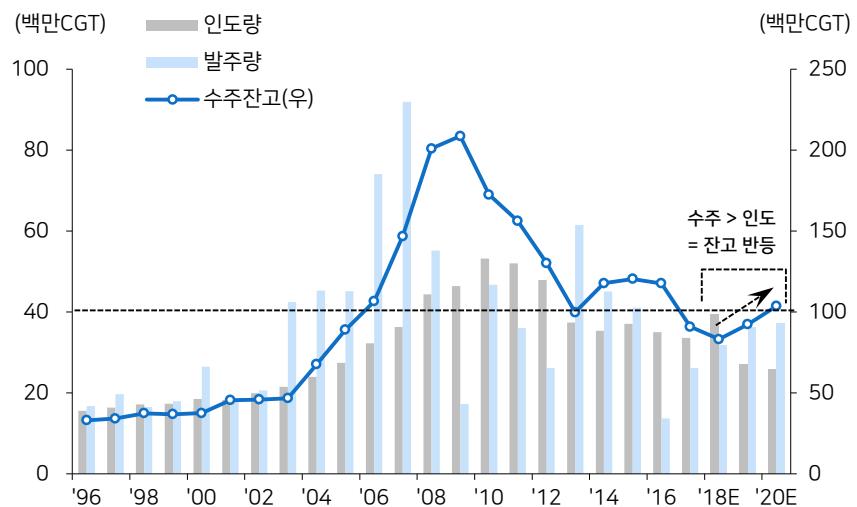
관성 1) 공급 과잉 - 수주잔고와 가동 조선업체 수는 2004년으로 회귀

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**공급과잉의 트라우마 - 17년
인도량은 11년의 59% 수준,
3개국 조선 업체는 116개 가동,
수주잔고도 04년으로 회귀**

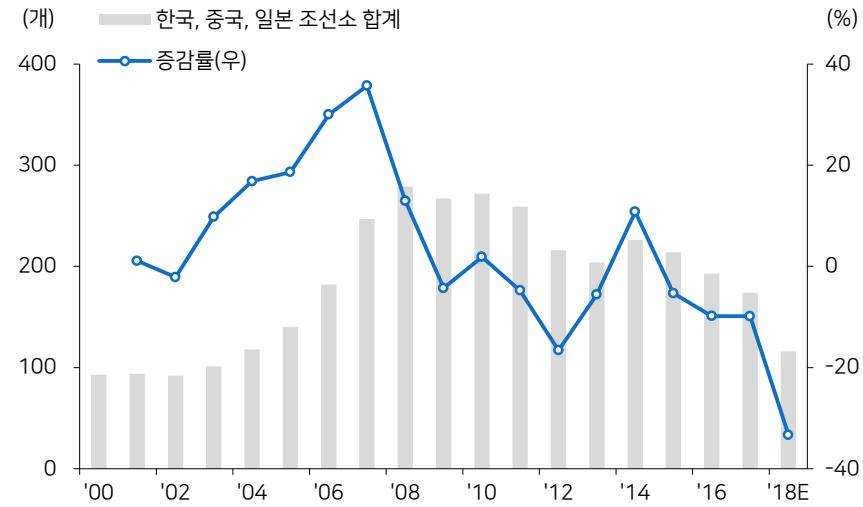
- 전세계 인도량은 2011년 1.66억DWT(52.0백만CGT)에서 2017년 0.98억DWT(33.6백만CGT)로 41.2% 급감
- 수주잔고는 2018년 2.10억DWT(83.2백만CGT)로 2009년의 33.7%, 2014년의 65.9% 수준에 불과
- 2016~17년 수주가 전무한 조선업체의 수주 가능성을 0로 가정 시, 2018년말 기준 정상 가동중인 한국, 중국, 일본 조선업체 수는 116개로 2004년 수준(118개)으로 회귀(-33.0% YoY)
- 2018년말 예상 전세계 잔고는 83.2백만CGT로 2004년 수준에 불과, Peak 대비 34~39% 수준(DWT, CGT)
- 가동 중단된 조선업체의 재가동이나 신생 업체가 없다면, 수주잔고의 절대적 저점은 2018년이 유력

Clarksons의 발주량 전망을 대입해보면 수주잔고는 반등하는 국면



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

연말 기준 수주잔고를 보유한 한·중·일 조선업체 수는 2004년 수준인 116개



자료: Clarksons World Shipyard Monitor, 메리츠종금증권 리서치센터

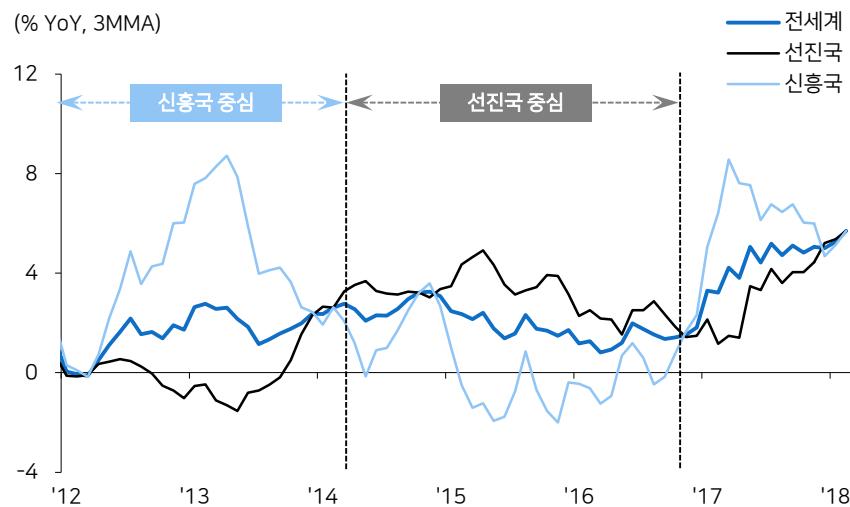
관성 1) 공급 과잉 - 저성장을 감안해도, 체감 잔고는 2018년이 저점

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**18~20년 발주량/인도량 배율
0.8배, 1.3배, 1.4배로 체감 잔고
2018년 하반기 저점 예상**

- IMF는 2018~19년 전세계 GDP 성장률 3.9% 전망, Clarksons은 2018년 해상물동량 증가율 3.5% 전망
- 2011년 유럽發 금융위기 이후에는 신흥국 중심의 물동량 증가, 2014년 유가급락 이후에는 선진국 중심 물동량 증가로 De-coupling → 2017년 이후 선진국과 신흥국 동반 물동량 회복 → 발주 회복의 기대감
- 전세계 신규 발주량을 2018년 31.7백만CGT(+21.3% YoY), 2019년 36.2백만CGT(+14.2% YoY), 2020년 37.1백만CGT(+2.5% YoY)로 가정 시 → 발주량/인도량 배율은 2018년 0.8배, 2019년 1.3배, 2020년 1.4배
- 동일 기준, 수주잔고/인도량 배율은 2018년 2.1배, 2019년 3.4배, 2020년 4.4배로 회복, 2018년 인도량이 2020년까지 유지된다고 가정해도 1.0배 수준으로 회복 → 조선업계 체감 잔고는 2018년 하반기가 바닥

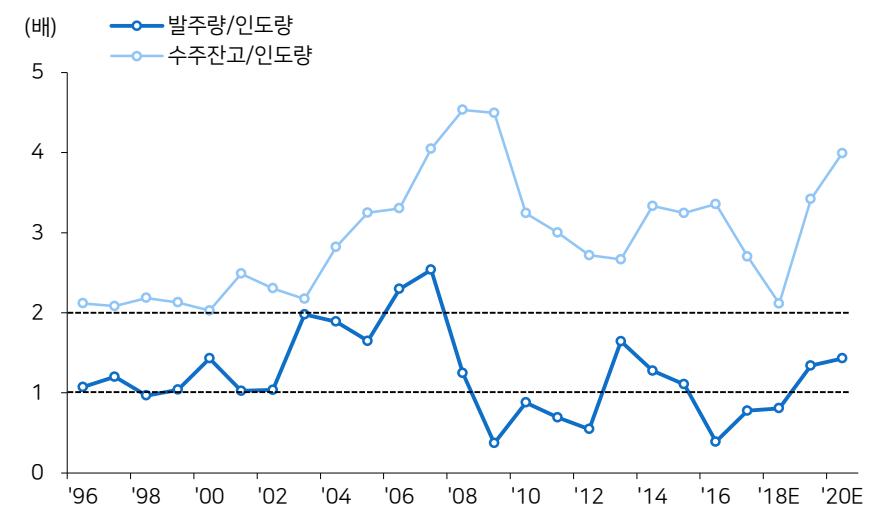
선진국, 신흥국 Trading Volume 증감률 - 4% 이상 동반 증가세



주: 3Month Moving Average 기준

자료: CPB(네덜란드 경제정책분석국), OECD, 메리츠종금증권 리서치센터

전세계 선박 발주량/인도량, 수주잔고/인도량 배율 추이 – 2018년이 저점



주: 18년 인도량 39.3백만CGT, 19년 27.0백만CGT, 20년 25.9백만CGT 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

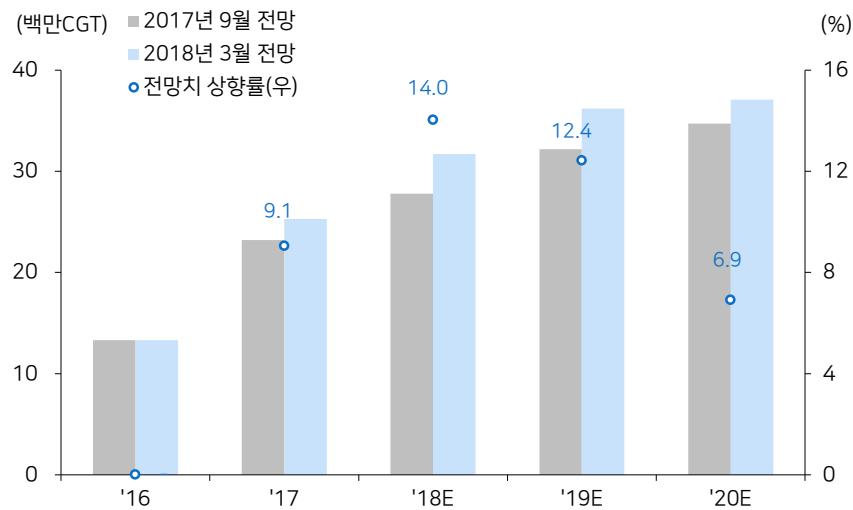
관성 1) 공급 과잉 - 여전히 부족한 20%의 수요 회복, 방향은 우상향

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**Clarksons, 2018~19년 선박
발주량을 14.0%, 12.4% 상향,
수급개선은 2019년 전망**

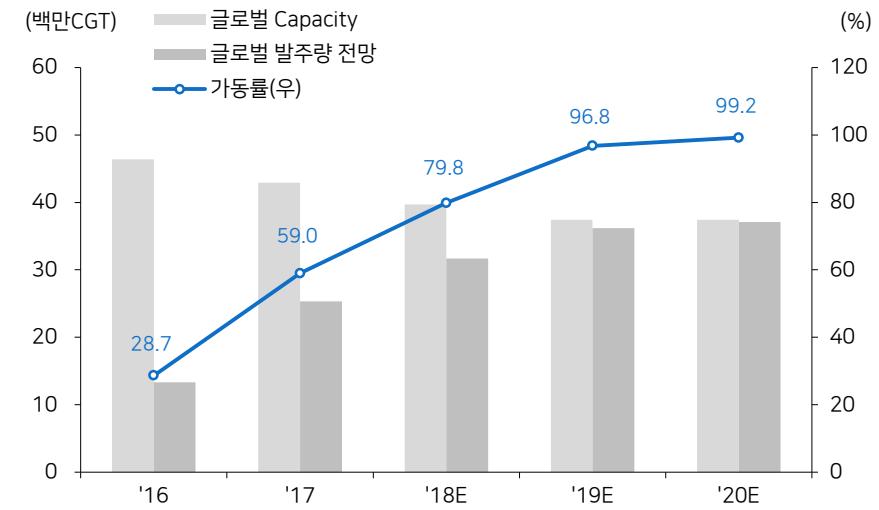
- Clarksons, 3월 전망자료를 통해 2018년 선박 발주량을 전년대비 25.3% 증가한 31.7백만CGT로 예상
- 이는 17년 9월 전망대비 14.0% 상향 → 물동량·폐선량 증가, 환경규제에 따른 교체발주, 선가상승 원인
- 전세계 조선업계 건조능력은 2012년 63.1백만CGT에서 2017년 42.9백만, 2019년 37.4백만CGT로 감소
- 반면, Clarksons 예상기준 2019년 발주량은 36.2백만CGT로 건조능력의 96.8%의 발주 회복 전망

Clarksons의 글로벌 발주량 전망치 변화



주: 2016년은 실제 발주량, 2017년은 9월 전망과 실제 발주량을 비교
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

Clarksons의 글로벌 Capacity와 발주량 전망을 통한 가동률 추정



주: 2020년의 Capacity는 전년과 동일한 규모로 가정, 가동률은 발주량/Capacity 단순 적용 기준
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 2) 경쟁 심화 - 2018년 762억달러(+18.6% YoY) 발주 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2018년 발주는 2010~15년 평균의 71% 수준 전망, 18년 6% 이상 추가 Capa 축소 필요

- 2018년 선박+해양설비 발주액 762억달러 (+18.6% YoY) 전망 – 상선 +13.2%, 해양 +57.8%
- 2010~15년 연평균 발주액 1,076억달러(06~08년 평균 2,109억달러)의 71% 수준 예상
→ 2017년 전세계 조선업계 인도량은 2010~15년 평균의 76% 수준, 수요/공급의 동반 축소 진행

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	2017	2018E
신규 발주금액(십억달러)	71.9	93.9	114.2	188.1	262.7	181.8	41.7	111.2	104.6	90.4	136.1	113.2	90.2	37.6	64.2	76.2
컨테이너선	22.2	21.4	28.0	26.1	47.8	17.5	0.9	7.0	19.8	4.1	18.8	9.9	19.4	2.8	5.5	7.1
벌크선	11.8	13.3	14.4	39.5	96.4	66.8	16.3	46.3	17.2	9.3	36.2	24.0	9.5	3.4	10.1	8.9
탱커	19.6	20.6	21.5	59.2	33.9	33.4	7.3	15.9	7.2	7.8	19.2	16.4	25.5	4.9	14.0	11.6
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	22.0	11.6	2.4	4.0	11.4
기타	10.3	16.9	21.3	19.0	24.1	15.6	4.4	10.3	2.4	5.2	3.9	12.7	13.5	19.5	23.0	25.0
Offshore	4.2	5.9	13.5	23.4	37.5	36.0	9.7	24.3	39.5	46.5	34.4	21.0	6.2	2.3	6.1	9.7
Other Offshores	0.5	1.3	2.9	7.4	15.2	8.8	1.6	5.2	7.4	7.6	10.1	7.2	4.5	2.2	1.6	2.5
상선 발주금액	67.1	86.7	97.8	157.3	210.0	137.0	30.3	81.7	57.7	36.4	91.5	85.0	79.5	33.1	56.5	64.0
해양 발주금액	4.8	7.2	16.4	30.7	52.7	44.8	11.4	29.4	46.9	54.1	44.5	28.2	10.7	4.5	7.7	12.2
신규발주액 증감률(%)	110.5	30.6	21.6	64.7	39.7	(30.8)	(77.1)	166.6	(5.9)	(13.5)	50.5	(16.8)	(20.3)	(58.3)	71.0	18.6
상선(YoY, %)	140.5	29.2	12.8	60.9	33.5	(34.8)	(77.9)	169.4	(29.4)	(37.0)	151.8	(7.2)	(6.5)	(58.3)	70.6	13.2
해양플랜트 (YoY, %)	(23.4)	50.6	127.4	87.4	71.5	(14.9)	(74.6)	159.2	59.2	15.3	(17.7)	(36.6)	(62.0)	(58.5)	73.7	57.8
상선 발주량(백만DWT)	118.1	106.4	94.8	209.4	260.4	181.3	57.1	156.4	86.3	54.0	178.1	118.6	113.5	33.4	83.2	87.8
컨테이너선	26.2	20.8	21.3	21.0	39.3	13.7	0.7	7.2	21.7	5.0	24.6	12.5	25.3	3.5	8.1	12.5
벌크선	36.6	33.1	29.5	76.5	159.6	101.4	37.0	102.4	41.7	24.2	103.3	63.6	26.1	15.0	37.8	34.0
탱커	49.2	39.2	30.0	93.9	42.1	54.0	14.9	37.2	11.9	14.0	37.4	28.1	52.7	11.8	33.6	29.4
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	16.8	9.9	1.9	3.4	8.3
기타	6.1	13.2	14.1	18.0	19.5	12.2	4.5	9.6	11.0	10.8	12.8	14.3	9.4	3.0	3.8	6.9
YoY(%)	119.5	(9.9)	(10.9)	120.8	24.4	(30.4)	(68.5)	173.7	(44.8)	(37.4)	229.9	(33.4)	(4.2)	(70.6)	149.4	5.6
Clarkson 신조선가지수	119	150	163	169	185	178	138	142	139	126	133	138	131	123	125	129

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 26

관성 2) 경쟁 심화 - 두 차례 금융위기 후 중소업체 소멸, 대형업체 재무 악화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

IMF사태 이후 대우중공업(대우조선, 대우종합기계 분리), 한국중공업(두산중공업), 쌍용중공업(STX), 한라중공업(현대삼호)의 구도 변경, 이후 조선업계의 재편



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

관성 2) 경쟁 심화 - 벌크선, 34.0백만DWT 발주 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

벌크선 발주분의 수주는 중국, 일본 조선업계의 봇

- 2018년 말 벌크선 선복량은 전년대비 1.0% 증가한 8.25억DWT 전망, 물동량은 3.9%(탄성치 1배) 증가
- 수급 개선·폐선을 감안한 2018년 벌크선 발주량은 2014~17년 평균의 95% 수준인 34.0백만DWT 전망
- 5월 기준 한국 조선업계의 벌크선 수주잔고는 0.85백만CGT(잔고 내 비중 6.5%), 중국의 벌크선 잔고는 8.16백만CGT(비중 35.6%), 일본 3.17백만CGT(비중 30.1%) → 벌크선은 중국과 일본간의 경쟁
- 5월 누계 한국의 벌크선 수주는 0, 중국 1.57백만CGT(비중 45.0%), 일본 0.21백만CGT(비중 18.2%)

벌크선 선복량 추이 및 전망

(백만DWT, 백만톤)	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	17	'18E
선복량	253.7	264.7	264.0	267.0	274.7	286.7	294.2	301.8	322.3	345.3	368.3	392.8	419.7	462.6	541.5	621.7	687.5	726.9	758.8	776.7	793.9	817.4	825.2
선복량 증감률(%)	-0.1	4.4	-0.3	1.1	2.9	4.4	2.6	2.6	6.8	7.1	6.7	6.7	6.8	10.2	17.0	14.8	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	3.0	1.0
인도량	17.3	18.9	11.7	12.8	13.1	20.6	14.3	11.9	19.6	23.6	25.7	25.2	25.5	44.8	81.4	99.9	100.4	63.0	48.4	49.2	47.2	38.4	25.8
폐선량 adj.	7.2	7.8	12.5	9.8	5.4	8.6	6.8	4.3	-0.9	0.5	2.7	0.7	-1.4	1.9	2.6	19.7	34.6	23.6	16.5	31.3	30.1	14.9	18.0
폐선량	7.1	7.9	12.3	9.3	4.6	8.2	6.1	4.2	0.4	1.0	1.8	0.5	5.6	10.6	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.2	14.6	18.0
Losses	0.4	0.4	0.2	0.3	0.7	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.8	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.3	0.0
M.Additions	0.8	0.7	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	1.6	1.2	0.3	0.2	7.4	9.2	4.8	5.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Removals	0.5	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	0.2	0.6	0.5	0.1	0.4	0.2	0.5	1.2	1.1	0.2	0.0	0.4	0.6	0.0	0.0
수주잔고	29.8	26.2	24.2	33.7	35.7	24.0	32.1	56.7	70.2	76.1	125.4	256.0	326.2	303.7	306.4	233.0	139.9	172.4	173.6	134.5	88.7	80.8	99.0
잔고/선복량(%)	11.7	9.9	9.1	12.6	13.0	8.4	10.9	18.8	21.8	22.0	34.0	65.2	77.7	65.6	56.6	37.5	20.4	23.7	22.9	17.3	11.2	9.9	12.0
폐선량/선복량(%)	2.9	3.1	4.6	3.5	1.7	3.0	2.1	1.4	0.1	0.3	0.5	0.1	1.4	2.5	1.4	4.3	5.4	3.4	2.3	4.0	3.8	1.8	2.2
철광석	395	429	426	402	450	452	480	516	592	662	713	777	841	898	991	1,052	1,110	1,189	1,338	1,363	1,410	1,473	1,520
석탄	423	449	452	459	511	550	560	604	645	675	717	773	797	808	932	1,001	1,121	1,184	1,218	1,144	1,140	1,205	1,228
곡물	194	174	182	247	264	260	271	264	275	272	291	306	319	321	343	345	375	392	432	459	481	516	322
기타벌크	949	1,006	1,034	1,084	1,151	1,146	1,199	1,270	1,389	1,466	1,536	1,637	1,602	1,402	1,578	1,682	1,736	1,823	1,841	1,867	1,864	1,915	1,975
벌크화물물동량	1,961	2,058	2,094	2,192	2,376	2,408	2,511	2,653	2,901	3,075	3,257	3,493	3,559	3,430	3,844	4,081	4,342	4,588	4,828	4,834	4,895	5,109	5,308
물동량 증감률(%)	4.9	1.8	4.7	8.4	1.3	4.3	5.7	9.3	6.0	5.9	7.2	1.9	-3.6	12.1	6.2	6.4	5.7	5.2	0.1	1.3	4.4	3.9	

주: 2018년 수주잔고는 5월 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 2) 경쟁 심화 - 탱커, 29.4백만DWT 발주 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

탱커는 한·중·일 3개 국가의 경쟁이나, 18년 수주는 한국이 중국의 2.7배, 일본의 32.4배

- 2018년 말 탱커 선복량은 전년대비 2.6% 증가한 5.97억DWT 전망, 물동량은 3.1%(탄성치 1배) 증가. 탱커 발주량은 2014~17년 평균의 93% 수준인 29.4백만DWT 전망
- 5월 기준 한국 조선업계의 탱커 수주잔고는 5.59백만CGT(잔고 내 비중 42.5%), 중국의 탱커 수주잔고는 5.47백만CGT(비중 23.9%), 일본 3.23백만CGT(비중 30.6%) → 탱커는 3개국 경쟁
- 5월 누계 한국 조선업계의 탱커 수주는 1.43백만CGT(비중 37.6%), 중국 0.52백만CGT(비중 14.9%), 일본 0.04백만CGT(비중 3.9%) → VLCC를 국내 업계가 수주 독식, 2018년 탱커 수주는 한국이 압도적 우위

탱커 선복량 추이 및 전망

(백만DWT, %)	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	17	'18E
선복량	276.2	279.0	283.3	286.4	293.2	288.1	292.8	302.0	319.0	341.8	361.0	382.6	401.5	432.1	448.8	474.8	492.7	501.0	507.3	523.7	555.1	581.7	596.9
선복량 증감률(%)	0.0	1.0	1.6	1.1	2.4	-1.7	1.7	3.1	5.6	7.2	5.6	6.0	4.9	7.6	3.9	5.8	3.8	1.7	1.3	3.2	6.0	4.8	2.6
인도량	11.8	8.7	13.1	20.3	21.6	14.6	23.4	30.3	28.1	30.3	25.3	31.3	36.6	47.8	40.8	40.3	32.4	21.5	16.5	19.2	33.0	38.0	25.3
폐선량 adj.	7.4	5.9	8.8	17.3	14.8	19.7	18.6	21.2	11.1	7.5	6.2	9.6	17.8	17.2	24.0	14.3	14.5	13.2	10.2	2.7	1.6	11.3	10.1
폐선량	5.8	3.5	6.5	16.5	14.0	15.8	17.2	19.3	7.9	4.0	2.9	3.4	4.0	8.3	12.7	9.6	11.7	11.0	7.7	2.4	2.5	11.1	9.6
Losses	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
M.Additions	0.0	0.9	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.2	0.3	0.0
M.Removals	1.6	3.0	2.3	0.9	1.0	3.7	1.5	1.7	3.1	3.4	3.2	7.1	13.7	8.7	11.3	4.8	2.7	2.2	2.6	1.3	0.3	0.5	0.3
수주잔고	21.8	42.2	45.9	36.8	50.8	60.6	57.6	76.4	87.6	87.3	154.1	163.5	176.5	138.0	125.6	85.6	59.0	67.4	72.6	103.6	78.1	72.9	69.3
잔고/선복량(%)	7.9	15.1	16.2	12.9	17.3	21.1	19.7	25.3	27.5	25.5	42.7	42.7	44.0	31.9	28.0	18.0	12.0	13.4	14.3	19.8	14.1	12.5	11.6
폐선량/선복량(%)	2.2	1.3	2.3	5.8	4.9	5.4	6.0	6.6	2.6	1.3	0.9	0.9	1.0	2.1	2.9	2.1	2.5	2.2	1.5	0.5	0.5	2.0	1.7
원유물동량	1,488	1,583	1,537	1,590	1,676	1,666	1,633	1,760	1,849	1,878	1,892	1,913	1,903	1,820	1,872	1,852	1,906	1,836	1,803	1,872	1,949	2,004	2,065
석유제품물동량	487	481	473	502	562	541	548	576	649	713	772	799	825	833	882	914	916	956	957	1,022	1,067	1,096	1,128
원유물동량 증감률	6.4	-3.0	3.5	5.4	-0.6	-2.0	7.7	5.1	1.6	0.7	1.1	-0.5	-4.4	2.9	-1.1	3.0	-3.7	-1.8	3.8	4.1	2.8	3.1	
석유제품물동량 증감률	-1.2	-1.7	6.0	11.9	-3.7	1.3	5.2	12.7	9.8	8.3	3.5	3.3	0.9	5.8	3.7	0.2	4.3	0.1	6.8	4.4	2.7	2.9	

주: 2018년 수주잔고는 5월 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 2) 경쟁 심화 - 컨테이너선, 12.5백만DWT 발주 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**컨테이너선 수주경쟁력 확보가
수주목표 달성을 Key 전망.
일본은 100% 자국 발주분 수주**

- 2018년 말 컨테이너선 선복량은 전년대비 4.3% 증가한 21.7백만TEU 전망, 물동량은 5.2% 증가 예상. 컨테이너선 발주량은 2014~17년 평균 수준인 12.5백만DWT 전망
- 5월 기준 한국 조선업계의 컨테이너선 수주잔고는 2.55백만CGT(잔고 내 비중 19.3%), 중국 컨테이너선 수주잔고는 4.97백만CGT(비중 21.7%), 일본 2.37백만CGT(비중 22.5%) → 3개국 간 가장 치열한 경쟁
- 5월 누계 한국의 컨테이너선 수주는 0.71백만CGT(비중 18.7%), 중국 0.43백만CGT(비중 12.4%), 일본 0.85백만CGT(비중 74.4%) → 일본은 100% 자국선사 발주분, 2018년 목표 달성 여부의 핵심 선종 예상

컨테이너선 선복량 추이 및 전망

(백만TEU)	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E
선복량	3.3	3.8	4.3	4.5	4.9	5.5	6.1	6.6	7.3	8.2	9.6	10.9	12.3	13.1	14.3	15.4	16.3	17.2	18.4	19.8	20.1	20.8	21.7
선복량 증감률(%)	-0.1	15.1	11.9	5.1	10.0	11.9	10.4	8.9	9.8	13.1	16.3	14.0	13.0	5.8	9.4	7.9	5.9	5.4	6.6	8.0	1.2	3.8	4.3
인도량	0.4	0.5	0.5	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	1.0	1.4	1.4	1.5	1.1	1.4	1.2	1.3	1.3	1.5	1.7	0.9	1.2	1.2
폐선량 adj.	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.4	0.2	0.7	0.4	0.3
폐선량	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	0.7	0.4	0.3
Losses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Additions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Removals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수주잔고	1.1	0.7	0.6	0.9	1.4	1.3	1.1	2.6	3.7	4.4	4.7	6.6	6.2	4.9	3.9	4.4	3.4	4.0	3.5	4.0	3.3	2.9	2.6
잔고/선복량(%)	32.2	19.6	14.7	20.9	29.2	24.4	18.4	39.9	50.5	53.4	49.2	60.8	50.4	37.8	27.1	28.3	21.0	23.3	19.1	20.3	16.6	14.0	12.1
폐선량/선복량(%)	0.7	0.7	2.0	1.2	0.3	0.7	1.1	0.4	0.1	0.0	0.2	0.2	0.8	2.9	0.9	0.5	2.0	2.6	2.0	1.0	3.3	1.9	1.4
컨테이너물동량	46.8	50.8	54.1	59.9	66.8	69.9	75.7	84.1	95.2	105.1	116.9	129.4	134.7	122.4	139.2	150.0	154.7	162.5	171.2	174.9	182.3	192.7	202.7
물동량 증감률(%)	8.5	6.6	10.7	11.4	4.7	8.2	11.1	13.3	10.4	11.2	10.8	4.1	-9.2	13.7	7.8	3.1	5.1	5.3	2.1	4.2	5.7	5.2	

주: 2018년 수주잔고는 5월 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 2) 경쟁 심화 - LNG선, 7.2백만CBM 발주 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

LNG선은 경쟁 대상이 없음.

18년 발주분 전량을 한국 수주,
발주 회복은 곧 국내업계 수주

- 2018년 말 LNG선 선복량은 전년대비 9.8% 증가한 81.2백만CBM 전망, 물동량은 11.6% 증가 예상.
- LNG선 발주량은 2004~06년과 2011~14년 평균의 90% 수준인 7.2백만CBM으로 회복 전망
- 5월 기준 한국 조선업계의 LNG선 수주잔고는 3.59백만CGT(잔고 내 비중 27.2%), 중국의 LNG선 수주잔고는 0.59백만CGT(비중 2.6%), 일본 0.82백만CGT(비중 7.8%) → 한국이 가장 비교 우위인 선종
- 5월 누계 한국의 LNG선 수주는 1.55백만CGT(비중 40.6%), 중국 0.02백만CGT(비중 0.7%), 일본 0 → 중국 18.6K CBM 소형 LNG선 1척 수주, 한국이 170K CBM 이상 18척 전량 수주로 확고한 경쟁력 입증

LNG선 선복량 추이 및 전망

(백만CBM)	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E
선복량	10.3	11.0	11.5	12.2	14.0	14.1	15.5	17.6	20.4	22.9	26.9	31.6	40.4	47.4	51.7	53.2	55.4	60.3	64.6	69.5	73.9	81.2	
선복량 증감률(%)	1.3	7.2	4.5	6.0	14.8	1.0	9.8	13.5	15.9	12.7	17.4	17.2	28.0	17.2	9.1	2.9	0.1	4.0	8.9	7.1	7.7	6.3	9.8
인도량	0.8	0.8	0.5	0.7	1.8	0.1	1.4	2.1	2.8	2.6	4.0	4.8	9.1	7.2	4.4	1.8	0.3	2.5	5.3	4.7	5.2	4.8	7.6
폐선량 adj.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
폐선량	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Losses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Additions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Removals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
수주잔고	2.5	3.0	2.6	2.6	3.5	6.4	7.7	7.8	15.9	20.2	22.9	22.3	13.8	7.2	3.3	9.7	15.0	19.0	24.6	25.1	21.3	18.8	17.5
잔고/선복량(%)	24.2	27.1	22.9	21.6	24.8	45.1	49.4	44.2	78.2	88.0	85.1	70.7	34.2	15.3	6.3	18.2	28.1	34.2	40.9	38.9	30.7	25.4	21.6
폐선량/선복량(%)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4	0.0	0.2	0.4	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
LNG물동량(백만톤)	73.8	83.2	84.7	92.6	102.6	106.7	112.9	125.2	131.8	142.0	159.6	171.4	172.8	182.6	221.6	246.6	239.7	241.1	245.5	249.6	268.1	293.8	328.0
물동량 증감률(%)	12.7	1.8	9.3	10.8	3.9	5.9	10.8	5.3	7.7	12.4	7.4	0.8	5.7	21.3	11.3	-2.8	0.6	1.8	1.6	7.4	9.6	11.6	

주: 2018년 수주잔고는 5월 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 2) 경쟁 심화 - LPG선, 1.1백만CBM 발주 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

LPG선은 한국과 중국의 경쟁 구도. 2015~17년 수급밸런스 악화에서 탈피, 발주회복 전망

- 2018년 말 LPG선 선복량은 전년대비 0.9% 증가한 33.3백만CBM, 물동량은 3.1% 증가로 2015~17년의 수급 불균형 해소 예상. LPG선 발주량은 1.1백만CBM으로 회복 전망
- 5월 기준 한국 조선업계의 LPG선 수주잔고는 0.38백만CGT(잔고 내 비중 2.9%), 중국의 LPG선 잔고는 0.32백만CGT(비중 1.4%), 일본 0.39백만CGT(비중 3.7%) → 3개국 경쟁 구도
- 5월 누계 한국의 LPG선 수주는 0.12백만CGT(비중 3.0%), 중국 0.14백만CGT(비중 3.9%), 일본 0.02(비중 1.8%) → 일본은 5K CBM 소형선 자국 발주, LPG선은 중국과 한국의 양강 체제로 재편

LPG선 선복량 추이 및 전망

(백만CBM)	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E
선복량	11.9	12.3	12.4	12.7	13.2	13.9	13.6	14.2	14.2	14.5	15.1	15.9	17.9	18.7	19.3	19.6	19.9	21.3	22.4	25.9	30.3	33.0	33.3
선복량 증감률(%)	-0.7	2.9	1.1	2.7	4.1	4.7	-1.6	3.9	0.4	1.7	4.6	4.9	13.0	4.2	3.4	1.5	1.7	6.8	5.0	15.8	17.2	8.9	0.9
인도량	0.5	0.4	0.2	0.4	0.6	0.7	0.5	1.1	0.5	0.4	0.9	1.4	2.9	1.7	1.3	0.7	0.4	1.5	1.1	3.6	4.8	3.0	0.9
폐선량 adj.	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.6	0.5	0.2	0.3	0.7	0.8	1.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.6
폐선량	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.6	0.5	0.1	0.2	0.7	0.7	0.9	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.6
Losses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Additions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Removals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수주잔고	0.6	0.8	1.3	1.1	1.3	1.5	1.5	1.3	2.5	4.9	6.9	6.1	4.0	2.4	2.0	1.7	2.8	5.9	10.3	10.4	5.4	3.4	3.3
잔고/선복량(%)	4.8	6.5	10.8	9.0	9.6	11.0	10.6	9.4	17.7	34.2	45.6	38.3	22.5	13.0	10.1	8.7	14.1	27.6	46.0	40.2	17.7	10.4	9.8
폐선량/선복량(%)	0.4	0.6	0.4	0.7	0.8	0.4	5.0	4.0	3.2	0.8	1.3	4.4	4.0	4.7	3.5	1.9	0.4	0.5	0.7	0.4	1.1	1.0	1.7
LPG 물동량(백만톤)	40.9	42.3	40.0	42.7	44.4	42.1	44.1	47.1	50.6	51.7	51.8	55.4	54.8	53.5	54.7	59.1	60.7	63.4	71.3	78.7	87.5	89.3	92.0
물동량 증감률(%)	3.5	-5.3	6.7	3.9	-5.1	4.6	6.8	7.6	2.2	0.1	7.0	-1.2	-2.2	2.2	8.0	2.8	4.4	12.5	10.3	11.2	2.0	3.1	

주: 2018년 수주잔고는 5월 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

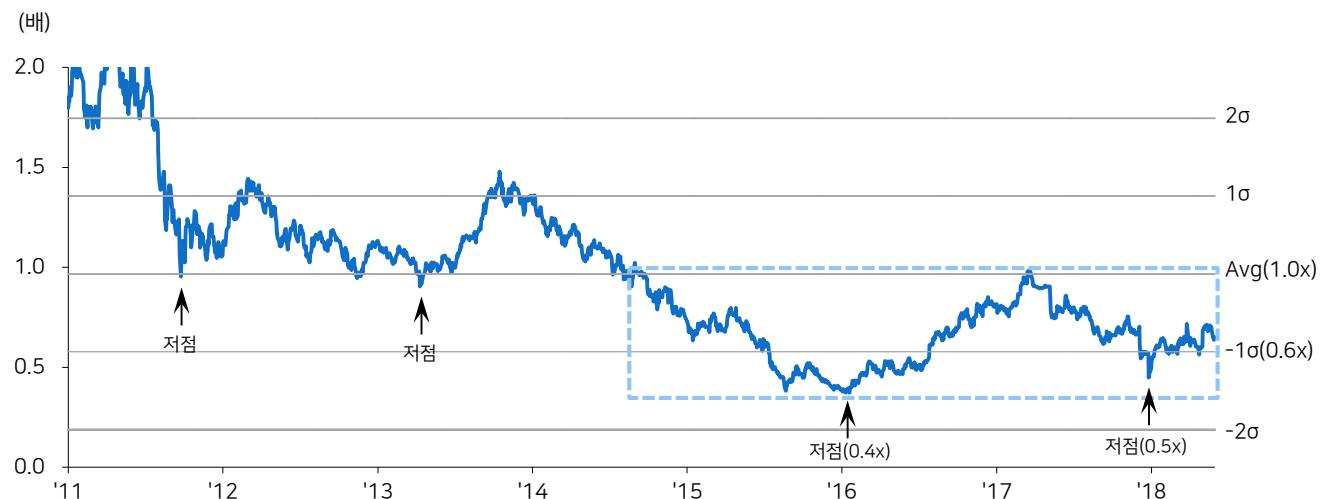
관성 3) 수익성 우려 - PBR 0.6~1.0배의 주가 흐름

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

쇼크 구간을 제외하면 지난 4년간 조선업종은 PBR 0.6~1.0 배의 박스권 주가 흐름 지속

- 2014년 국제 유가 급락, 조선 3사(현대, 삼성, 대우)의 해양發 Earning Shock, 2015년 말 대우조선해양의 회계 분식 사태, 2017년 말 현대중공업과 삼성중공업의 유상증자 발표가 지난 4년간 주가의 쇼크 구간
- 조선 3사(현대, 삼성, 미포)의 주가는 2014년 이후 시가총액을 기준평균으로 PBR 0.6~1.0배 박스권 유지
- 2013년 국내 조선업계의 매출액 Peak-out 이후 4년간 Downsizing은 30~35% 진행 판단 → 조선 3사별 Capacity는 각각 10조원 체제 추정 → 2018년 업체별 별도기준 수주액은 7~8조원, Capa 대비 80% 수준
- PBR 1.0배 이상의 구간: (신조선가 상승) + (유로화 강세) + (수주액 > 매출액)

국내 조선 3사(현대중공업, 삼성중공업, 현대미포조선) 기준평균 PBR 추이



주: 가중평균은 각 회사의 PBR을 시가총액의 가중치를 반영해 산정, 대우조선해양은 거래정지기간에 따른 왜곡을 제거하기 위해 대상에서 제외
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

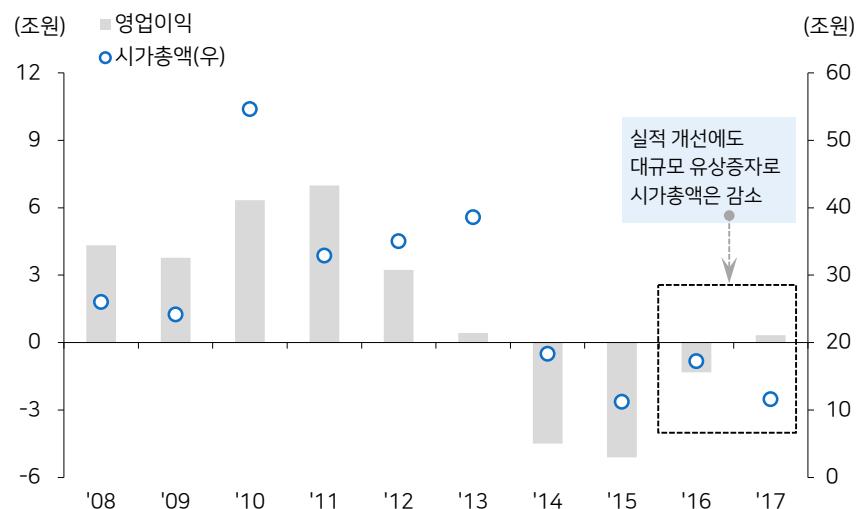
관성 3) 수익성 우려 - PBR 0.6~1.0배의 주가 흐름

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

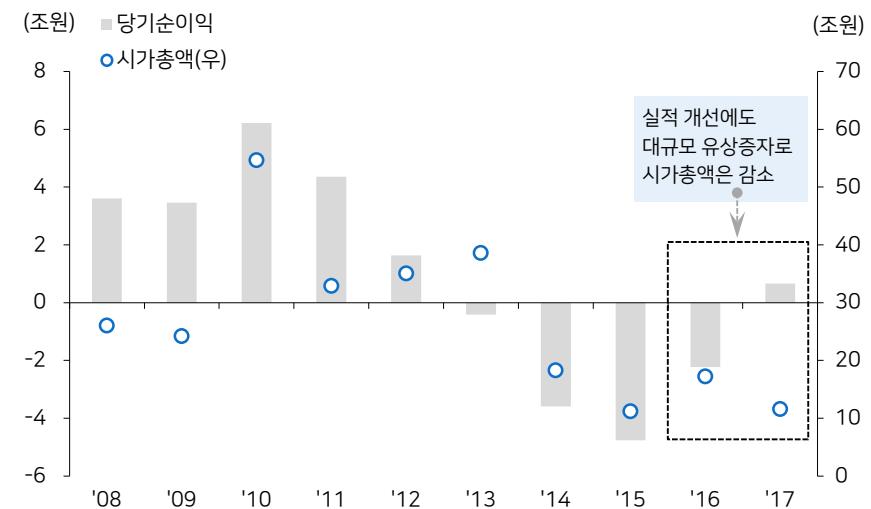
영업이익 고점 11년, 14~16년 3년간 영업손실 10.9조원. 해양 손실 종료, 수주회복을 통한 재무 리스크 완화가 필요

- 조선 4사(현대, 삼성, 대우, 미포) 합산 영업이익의 고점은 2011년 7.0조원, 2013년 0.4조원으로 급감한 이후 해양부문의 대규모 손실이 반영된 2014년 -4.5조원, 2015년 -5.1조원 기록
- 당기순이익 고점은 2010년 6.2조원이며, 2013~16년 4년간 누적 순손실은 11.0조원 → 재무리스크 부각
- 대우조선해양 재무제표 정정 이후 2017년 4사 합산 영업이익은 0.33조원, 당기순이익 0.66조원으로 5년 만에 턴어라운드, 그럼에도 시가총액은 2007년 58.6조원 → 2010년 54.6조원 → 2017년 11.6조원 급감
- 2015~17년 회계 이슈, 유상증자, 구조조정에 따른 수익성 불확실 우려 → 해양부문 손실 종료와 수주 회복에 따른 재무 리스크 완화가 주가상승의 전제 조건

국내 조선 4사 합산 영업이익 추이 (2008년 ~2017년까지)



국내 조선 4사 합산 당기순이익 추이 (2008년 ~2017년까지)



주1: 조선 4사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선으로 구성

주2: 2008~16년 현대중공업은 분할 전 실적 기준 / 주3: 대우조선해양은 재무제표 변경 반영 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

주1: 조선 4사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선으로 구성

주2: 2008~16년 현대중공업은 분할 전 실적 기준 / 주3: 대우조선해양은 재무제표 변경 반영 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

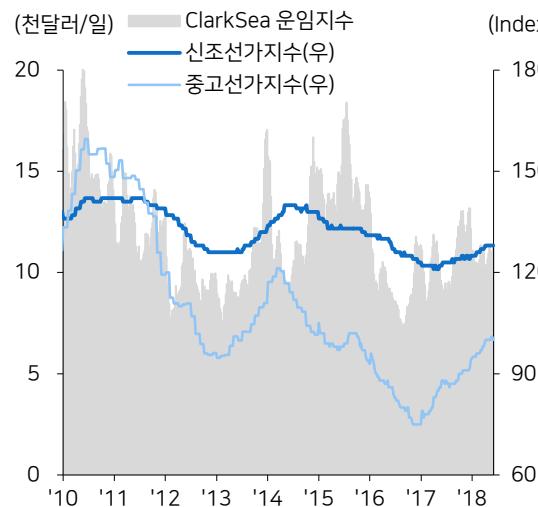
관성 3) 수익성 우려 - 중고선가·후판가격 상승 대비 더딘 신조선가 상승

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2017년 이후 중고선가지수 33.3% 상승, 신조선가지수는 4.1% 상승에 불과, 후판가격은 2004년 대비 65% 상승

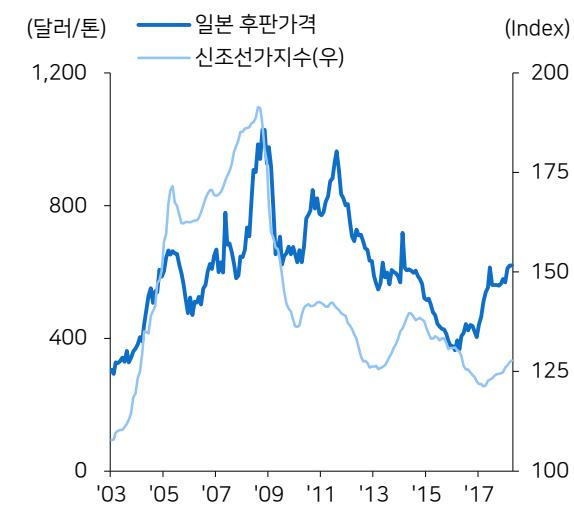
- 2017년 이후 현재까지 중고선가지수는 33.3% 상승했지만 신조선가지수는 4.1% 상승에 불과
- 2018년 6월 8일 기준 Clarksons Newbuilding Price Index는 128p로 2004년 1분기 수준과 동일
- 반면, 2003년 12월말 한국, 일본, 중국 후판가격을 100으로 가정하면 2018년 5월 국내 후판 가격은 165p, 일본 168p로, 중국 104p로 상승 → 제조원가 중 후판 비중을 20% 고려하면 원가 13% 상승
- 2004년 대비 2017년 한국 제조업 평균임금은 175% 수준, 중국은 442% 수준 상승 → 제조원가 중 노무비 비중을 25%로 가정 시, 원가상승 압력은 한국 18.8%, 중국 85.6% → 구조조정 후 생존한 조선업체의 선가 인상 시도는 필수적, 노무비를 2004년 수준으로 가정해도 5% 이상의 선가 상승 필요

ClarkSea 운임 및 신조선가, 중고선가 지수



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

일본 후판가격 및 신조선가 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 후판가격 및 신조선가 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

17

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

조선/기계

Part III

기대 1) 환경규제, 발주 매력도 증가

기대 1) 선박의 환경규제 - 기존 선박과 신조 선박에 대한 선호도 상이

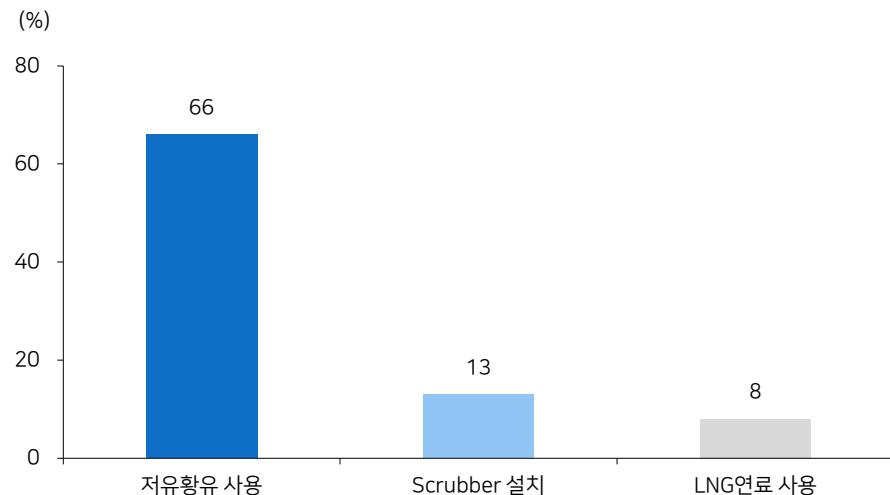
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

기존선박에 대한 대응방안:
저유황유 > Scrubber > LNG

신조선에 대한 대응방안:
저유황유 > LNG > Scrubber

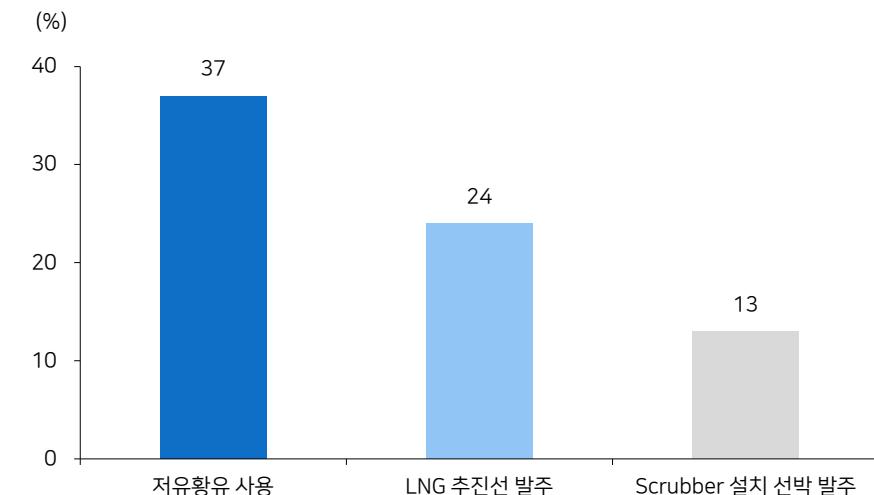
- 해운분석기관 Drewry가 주요 선주들을 대상으로 2020년 환경규제의 대응방식에 대한 설문조사 결과, 기존 선박과 신조선에 대해 상이한 결과를 도출
 - 기존 선박(노후선): 저유황유(LSFO, MGO) 사용(66%) > Scrubber(13%) > LNG연료(8%) 순으로 선호
 - 신조선 발주: 저유황유 사용(37%) > LNG추진선 발주(24%) > Scrubber설치 선박 발주(13%) 선호
- 언론에 보도된 대응안: 1) 저유황유로 연료 대체: Maersk(미정), MSC, 2) Scrubber 장착: MSC, Zodiac, 일본 선사, Maran Tankers, 3) LNG 추진선: CMA-CGM, Sovcomflot, ESL 등
- 3가지 모두 한계를 보유: 1) 저유황유 적용 시 HFO 대비 60% 이상 연료비 상승, 정유업계 증산 불투명, 2) Scrubber는 노후선에 장착 시 비용 증가, 3) LNG 연료는 이상적이나 Bunkering 인프라 투자 필요

IMO의 황산화물 규제에 대한 선주들의 대응방안 Survey – 기존 선박



자료: Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

IMO의 황산화물 규제에 대한 선주들의 대응방안 Survey – 신조선 발주



자료: Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

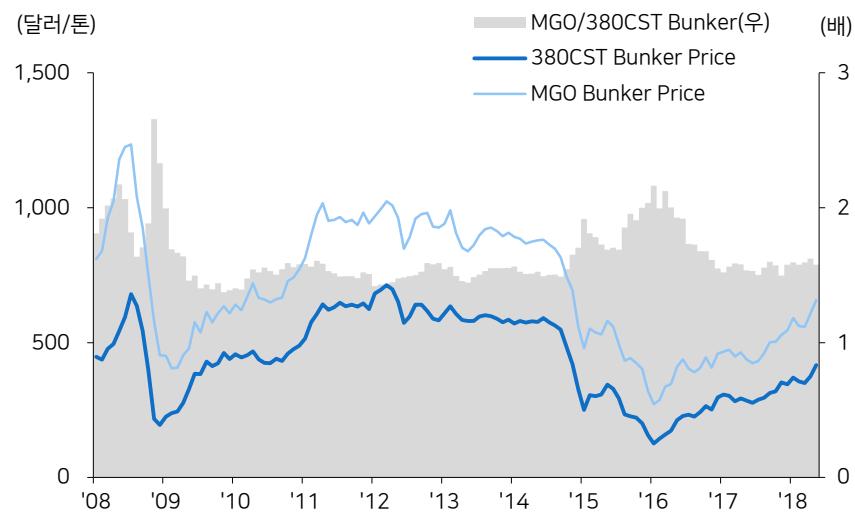
기대 1) 선박의 환경규제 - Bunker C 보다 60% 비싼 저유황유

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

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

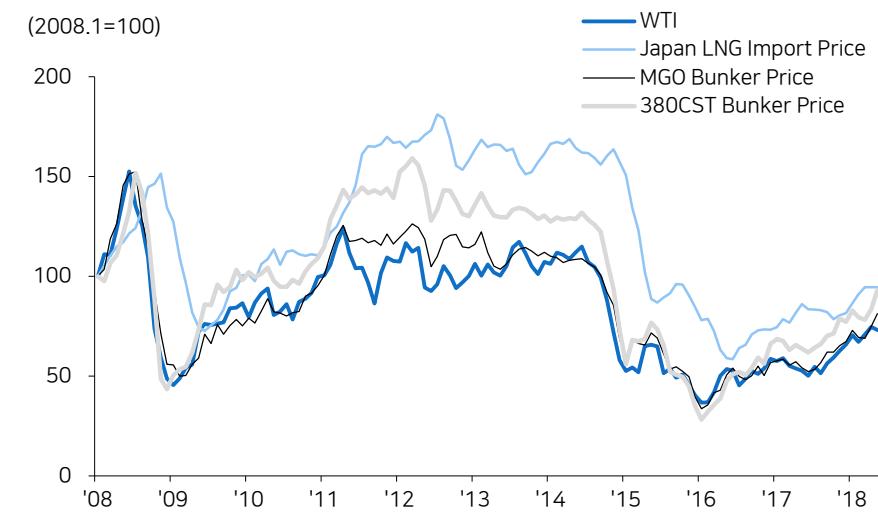
- 기존 선박용 연료인 380CST Bunker에 비해 저유황유인 MGO(Marine Gas Oil)는 60% 높은 가격대 유지
- 환경규제에 대응하는 여러 대안 중 저유황유가 선호되는 이유는 CAPEX 투자가 적다는 점
- 저유황유를 기존 연료만큼 사용한다고 가정했을 때, 운영비용(OPEX)이 선사들에 부담으로 작용할 전망
- 저유황유의 가장 큰 Risk는 2020년 환경규제 도입시 급등하는 수요가 가격에 전가될 가능성 존재
→ 현재 HFO 수요는 3.7백만배럴/일, 환경규제 도입 후 0.9백만배럴/일로 감소 예상
→ 2.8백만배럴/일 수요가 저유황유로 이동 시, 저유황유 수요는 8.3배 이상 증가. 정유업계 투자가 전제

기존 선박용 연료(380CST)와 MGO Bunker 가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

WTI, 일본 LNG 수입가격 및 380CST, MGO Bunker 가격 추이



자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

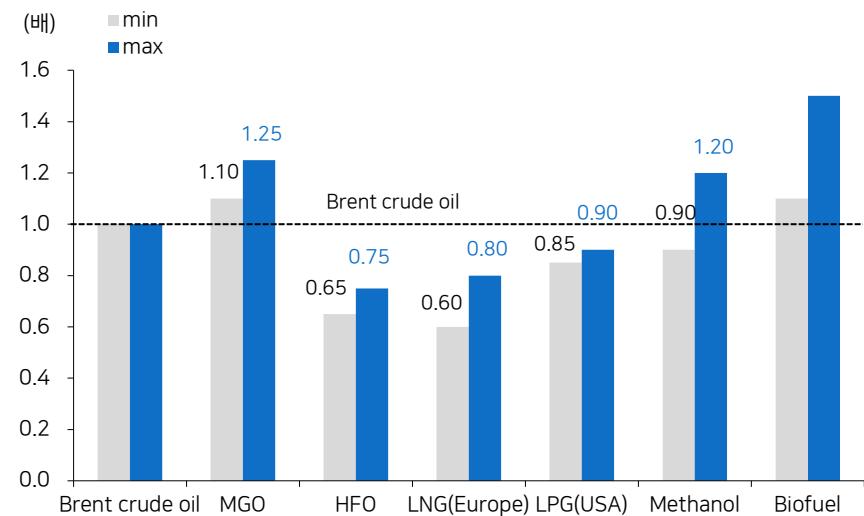
기대 1) 선박의 환경규제 - 기존 연료 이외에는 LNG Fuel의 대체성 우수

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

5월 Brent Oil 가격 기준 대체
연료 가격은 고유황유 0.75배,
LNG 0.8배, LPG 0.9배, MGO
1.25배로 LNG가 대체성 우수

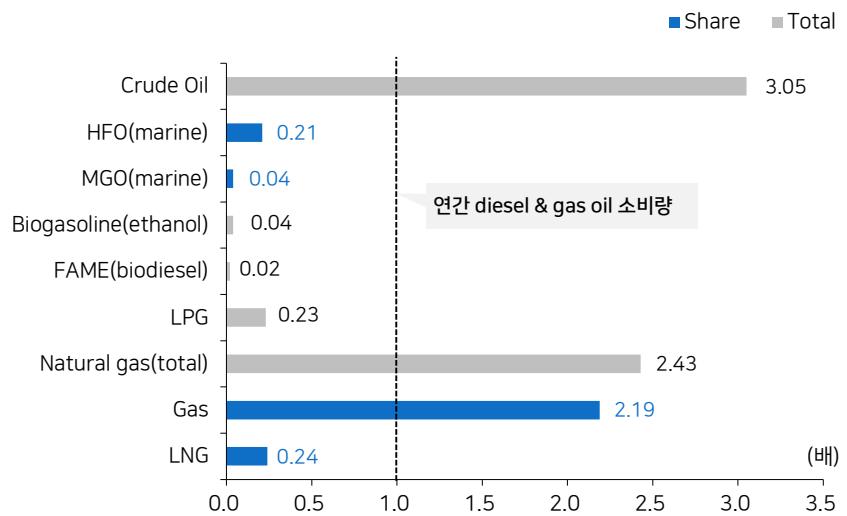
- 국제해사기구(IMO) 예상에 따르면(MEPC 70-5.3), 2020년 선박에 소요되는 연료 수요는 연간 3.14억톤
- DNV·GL에 따르면, 연료 수요의 78%인 2.45억톤이 고유황유(HFO, 황산화물 평균 함량 2.5%), 22%인 0.69억톤이 저유황유(Marine Gas Oil) → 2020년 황 함유를 0.1~0.5% 유지하려면 HFO, MGO 혼합 필요
- IMO는 2020년 Scrubber(탈황설비)를 장착한 선박을 4천여척으로 전망, 이 경우 고유황유의 연료 수요 비중은 6%로 급감 → 2018년 3월 Scrubber를 장착했거나 장착 기준으로 발주한 선박은 420척에 불과
- 현재 Brent Oil 가격을 기준으로 대체연료의 가격은 MGO 1.1~1.25배, HFO 0.65~0.75배, LNG(EU 기준) 0.6~0.8배, LPG(미국 기준) 0.85~0.9배, 메탄올 0.9~1.2배로 LNG의 가격이 대체성 측면에서 우수

Brent crude oil 대비 대체연료의 가격 비교



자료: DNV GL, IEA, 메리츠종금증권 리서치센터

연간 Diesel & Gas oil 소비량 대비 대체연료의 소비량



자료: DNV GL, 메리츠종금증권 리서치센터

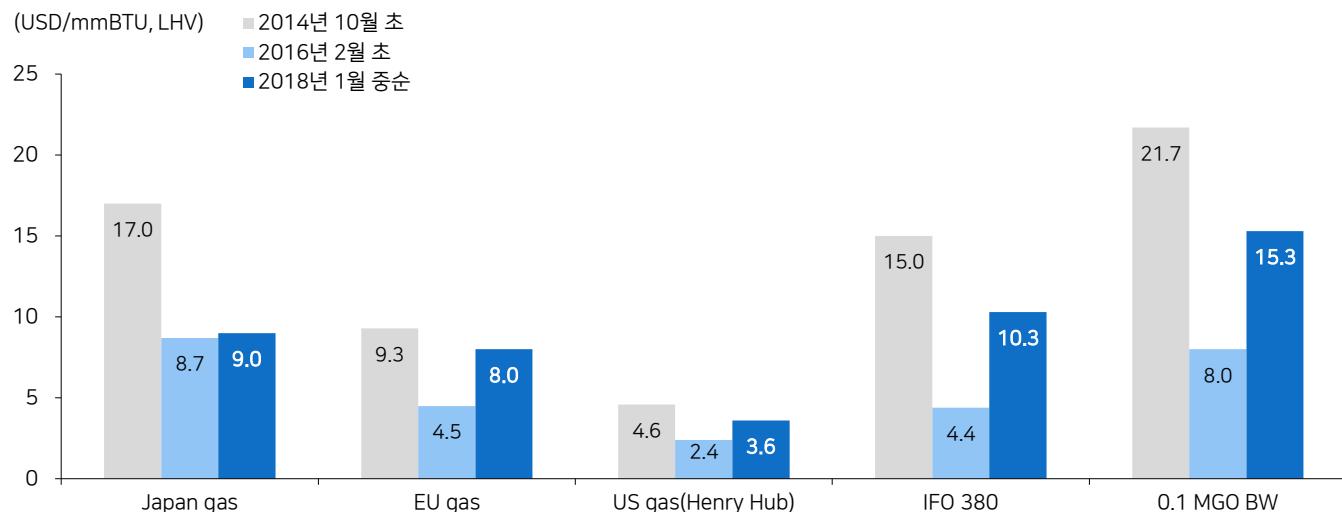
기대 1) 선박의 환경규제 - 저유황유보다 가격 메리트가 커진 Gas

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

Scrubber 설치 비용은 14,000 TEU급 기준 552~827만달러 추정. 연료비 측면에서 LNG의 가격 메리트가 높아진 상황

- DNV GL(노르웨이-독일 선급)은 선박에 Scrubber를 장착 시 KW당 650달러(엔진출력 5,000KW), 100~150달러(엔진출력 40,000KW 이상급)의 CAPEX가 소요됨을 발표 → 14,000TEU급 컨테이너선을 기준(마력 75,000, 1HP=0.7355KW)으로 Scrubber 비용에만 552~827만달러가 소요됨을 의미
- 2014년 10월에서 2018년 1월, 연료별 가격은 일본 LNG는 17.0달러→9.0달러, 유로존 Gas는 9.3달러→8.0달러, 미국 Gas 4.6달러→3.6달러, 고유황유 15.0달러→10.3달러, 저유황유 21.7달러→15.3달러로 하락
- 이론적으로 선박의 LNG 연료 저장탱크는 고유황유 대비 1.97배 커짐. 이로 인한 화물 적재량 감소는 불가피하나 일본 LNG 가격이 저유황유의 58.8% 수준에 불과, 이를 상쇄하면서 가격 메리트가 높아짐

Brent crude oil 대비 대체연료의 가격 비교



자료: DNV GL, IEA, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 1) 선박의 환경규제 - LNG Fuel이 이상적, 공급의 한계는 개선 중

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

SOx 외에 NOx, CO2 규제까지 고려하면 LNG Fuel이 이상적, Bunkering Infra/Vessel 필요

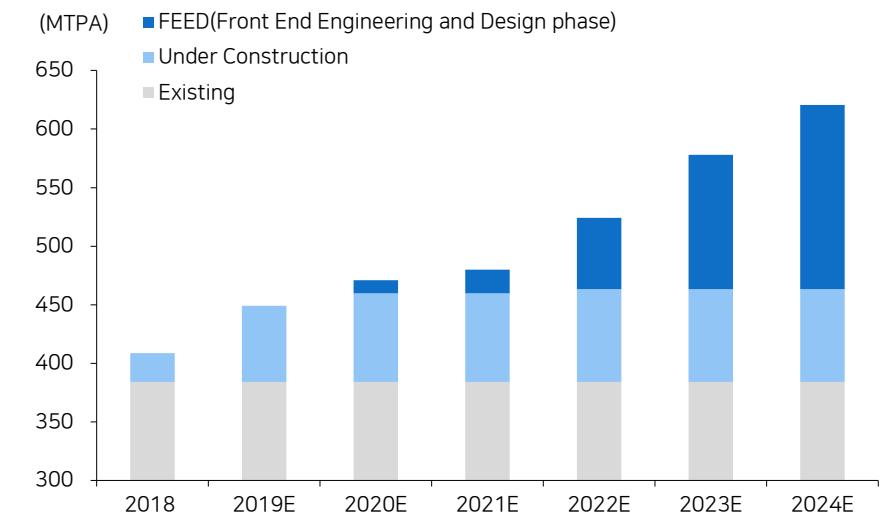
- DNV-GL에 따르면, 누적 기준 LNG Fuel을 적용한 선박은 2012년 35척, 2016년 186척에서 2018년 254척으로 증가 → 운항지역은 유럽과 미국이 90%를 차지
- LNG Fuel은 질소산화물과 CO2 규제에도 대응할 수 있어 가장 이상적인 대응책, 그러나 LNG 추진선에 필수적인 LNG Bunkering 인프라는 미국과 서유럽, 노르웨이 등 제한된 지역에서 운영·건설 중
- 2018년 전세계 LNG 액화터미널 생산용량은 384MTPA, 현재 건설중인 터미널은 2024년까지 79MTPA, FEED 설계단계에 있는 터미널은 2024년까지 157MTPA → 100% 완공시 생산용량은 5년간 62% 증가

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



자료: DNV GL, 메리츠종금증권 리서치센터

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



주: MTPA = Million Tonnes Per Annum

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 1) 선박의 환경규제 - 점진적인 폐선량 증가는 필연적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

선주들 '죄수의 딜레마' 상황,
노후선의 점진적 교체와 신조
발주는 필연적

- 2020년 규제가 이전 규제와 다른점은 '적용 범위', 신조선과 중고선(20년부터 정기 검사 충족) 모두 적용
- 환경규제 도입이 2년도 남지 않은 상황에도 발주와 폐선량은 정체 → "Prisoner's Dilemma"
- 발주자들의岐路: 1) 이기적 선택 → 규제에 맞춘 후 선대 유지 / 2) 협력적 선택 → 폐선으로 공급 조절
- 투자여력이 높은 Top Tier 발주처들의 선택에 따라 3가지 대안 중 무게 중심이 빠르게 이동할 전망
- 73차 MEPC(2018년 10월 예정)에서 0.5% Sulphur Cap 실행의 구체적인 Guideline 제시 예상

환경규제 도입에 따른 죄수의 딜레마

	선주A 선대 유지	선주A 폐선 결정
선주B 선대 유지	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 없음 ■ 시장 운임 정체 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 50% ■ 운임 상승 제한적 ■ 선주B 투자 후 운임 상승 향유
선주B 폐선 결정	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 50% ■ 운임 상승 제한적 ■ 선주A 투자 후 운임 상승 향유 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 100% ■ 시장 운임 상승

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
총 투자비용	6.40	7.40	4.00	12.20	13.20	9.80	8.20	9.20	5.80
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
Adj. T/C Dayrate	22,639	28,532	33,889	30,694	37,738	46,778	32,358	40,201	51,014
현재 운임 적용시 일평균 손익	5,318	-574	-5,932	-2,737	-9,781	-18,820	-4,400	-12,244	-23,057

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

주1: BWTS는 180만달러, Scrubber는 400만달러로 가정, 주2: 유류비 OPEX 비중 30%, MGO는 기존 HFO 대비 75% 할증 적용

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

자료: Clarksons, Euronav, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 1) 선박의 환경규제 - 선령 20년 이상 노후선의 폐선 가속화 예상

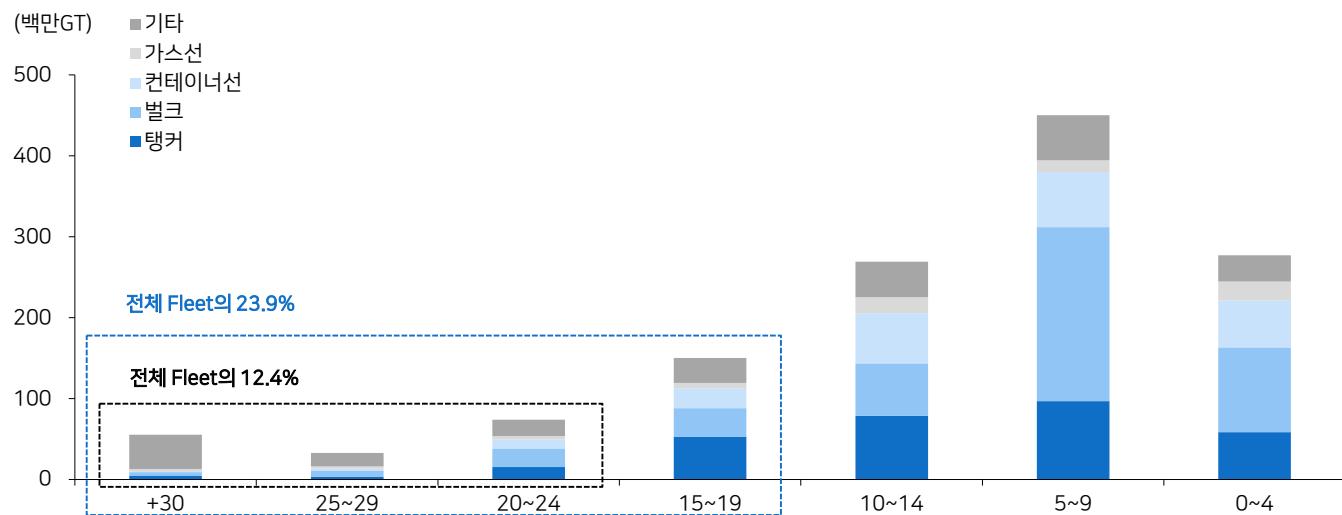
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2020년 기준 20년 이상 선령:
탱커 13.0%, 벌크선 10.3%,
컨테이너선 9.6%

15년 이상 선령 비중: 탱커
34.4%, 컨테이너선 24.6%,
벌크선 20.6% 예상

- 2020년 시행되는 환경규제는 한계 선령(20~25년) 대비 폐선을 가속화시키는 요인으로 작용할 전망
- 2018년 선령이 15년 이상 경과한 선박의 비중은 Fleet 대비 벌크선 15.5%, 탱커 24.5%, 컨테이너선 17.2% 수준이며 20년 이상 선령의 선박은 벌크선 7.8%, 탱커 7.3%, 컨테이너선 6.5%
- 2020년 환경규제 시점에서 신조선을 제외하고 선령이 15년 이상 경과한 선박의 비중은 벌크선 20.6%, 탱커 34.4%, 컨테이너선 24.6%, 20년 이상 선령 비중은 벌크선 10.3%, 탱커 13.0%, 컨테이너선 9.6%
- 올해 폐선된 VLCC(초대형 원유운반선) 24척 중, 15~20년 선령의 선박 11척으로 45.8%를 차지
→ 선령 15~20년 선박이 중고선 시장이 아닌 폐선 시장으로 향함, 운임 약세와 폐선가격 상승이 원인

선종별 건조연도에 따른 폐선 가능성 선복량 분류



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

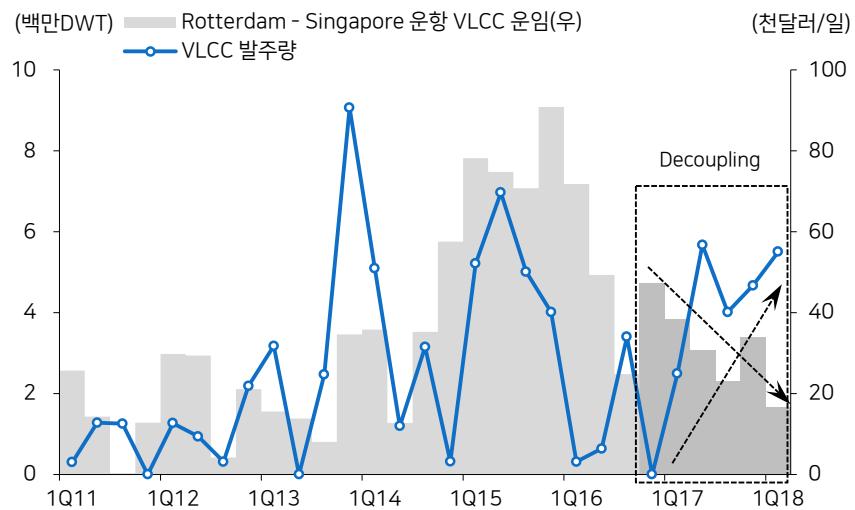
기대 2) 발주 매력도 증가 - 선가상승

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

VLCC는 운임약세에도 폐선 가격 상승에 따른 폐선량 증가, 신조발주 120.9% 증가 → 폐선 대체 발주 or 선가상승이 원인

- 2018년 1분기 VLCC(초대형원유운반선) 폐선량은 5.0백만DWT로 최근 10년 래 사상 최고치를 기록. 18년 선령 중고선가와 폐선가격이 동일 수준을 형성, 폐선에 대한 매력도가 급격히 증가
- VLCC 운임은 2014년 2분기 이후 최저수준(로테르담-싱가포르 운임 일일 16,704달러)으로 약세 지속
- 운임 하락과 유가 상승으로 10년 선령 중고선가는 약세 전환했지만, 2018년 1분기 VLCC 발주는 전년 동기 대비 120.9% 급증한 5.5백만DWT → 폐선을 대체하는 신규 발주 or 신조선가 상승에 따른 발주

VLCC 발주량 및 Rotterdam-Singapore 운임 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

VLCC 폐선량 및 중고선가 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

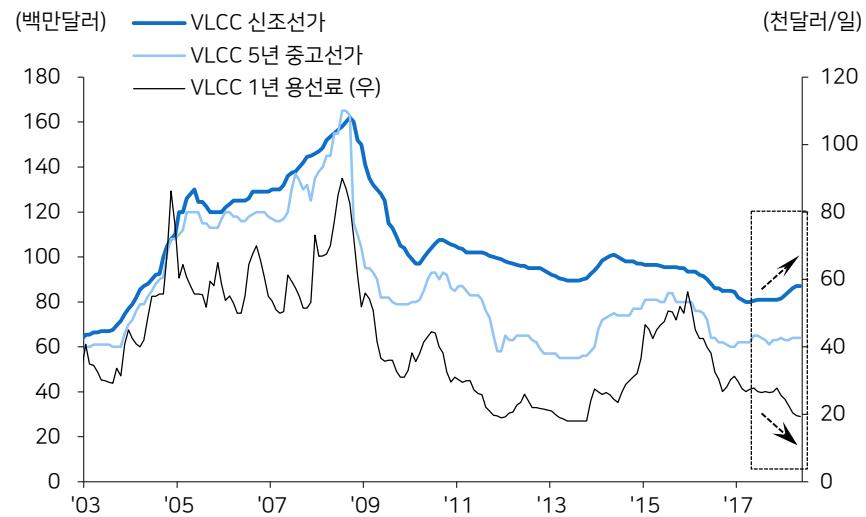
기대 2) 발주 매력도 증가 - 선가 상승

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

탱커 용선료는 대부분 선형이 하락, 반면 5년선령 중고선가와 신조선가는 강세 지속

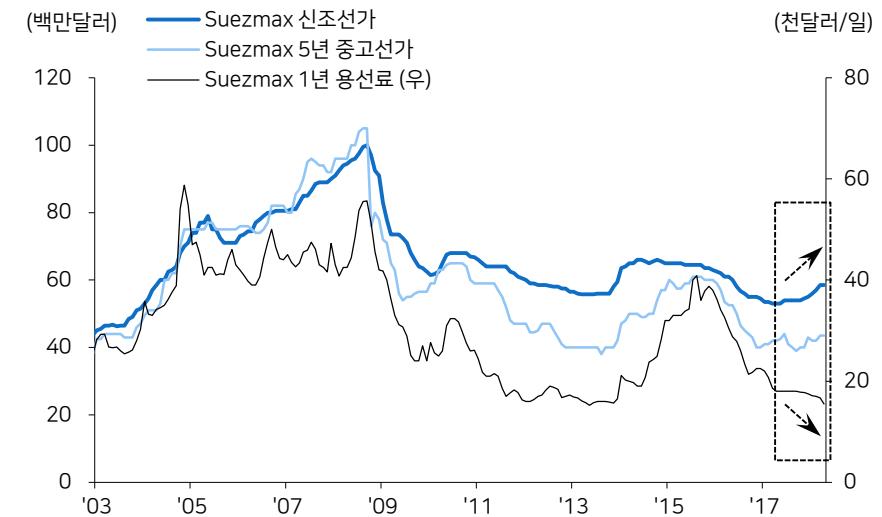
- 31만톤급 VLCC의 2018년 5월 신조선가는 전년 동기 대비 8.8% 상승한 8,700만달러, 5년 선령 중고선은 3.2% 상승한 6,400만달러를 기록. 반면, 1년 용선료는 전년 대비 28.4% 하락한 일일 19,375달러 수준
- 16만톤급 Suezmax 탱커의 신조선가는 전년 대비 10.4% 상승한 5,850만달러, 5년 선령 중고선은 3.6% 상승한 4,350만달러를 기록. 1년 용선료는 전년 대비 13.9% 하락한 15,500달러 수준
- 4.7만톤급 MR 탱커(현대미포조선의 주력 선종)의 운임은 보합, 신조선가는 +8.5%, 5년 선령 중고선가는 11.5% 상승 → MR Tanker의 수요 개선을 의미, 하반기부터 발주 회복 전망
- 운임 약세에도 신조선가가 반등세로 전환, 현재 선가가 2004년 3월 수준임을 감안하면 선가 상승이 발주를 견인하는 양상

31만톤 VLCC 탱커 신조선가, 중고선가, 용선료 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

Suezmax 탱커 신조선가, 중고선가, 용선료 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

선박투자의 타당성 검토를 위한 Simulation Study

1) 31만톤 VLCC 신조발주

- 선박 발주의 목적: 1) 수요개선에 따른 실수요 발주, 2) 투자자산 관점의 가격 메리트, 3) 노후선 교체
- 투자의 전제조건: 1) 투자수익률 확보(IRR), 2) 자금차입(Ship Financing) 시 상환 가능성, 3) 담보여력(LTV)
- 발주 시점의 운임과 중고(잔존가치)·신조가격(투자규모)을 기준, 투자의 적정성 확인을 위한 Simulation
- **Case Study 1) 31만톤급 초대형원유운반선(VLCC) 신조 발주의 타당성 검토**
 - Payment Term: 계약금 20% / 강재절단 시 20% / 인도잔금 60%, 조달금리는 6M LIBOR+300bp 기준
 - 강재절단과 인도시 소요 자금 대출(각각 인도 후 2분기, 2년 거치)은 5년간 원금균등상환 조건 가정

31만DWT급 VLCC 신조발주의 투자 분석 가정 – 2017년 6월, 2017년 12월, 2018년 6월 발주 기준

투자 시기	2017.06	2017.12	2018.06
투자자 이자율: 6Month LIBOR+300bp (%)	4.50%	5.00%	5.50%
Heavy-Tail Payments (백만달러) – 신조선가의 20 / 20 / 60 대금 지급 기준			
1) 선수금 20%	16.05	16.30	17.40
2) Steel Cutting 20%	16.05	16.30	17.40
3) Delivery 60%	48.15	48.90	52.20
Rate & Operating Expense (달러/일)			
Spot Rate	31,000	26,776	17,454
1Yr T/C Rate	30,498	25,600	19,375
3Yr T/C Rate	29,356	29,150	24,000
5Yr T/C Rate	28,690	30,000	25,500
중고선 OPEX	22,500	24,075	24,075
신조선 OPEX	18,000	19,260	19,260
Newbuild and Secondhand Price (백만달러)			
310K VLCC 신조선가	80.25	81.50	87.00
310K VLCC 중고선가(5년 선령)	64.00	64.00	64.00
310K VLCC 중고선가(10년 선령)	42.00	41.00	40.00
310K VLCC 중고선가(15년 선령)	23.00	24.00	25.00

주: 2017년 6월은 2분기 평균 선가, 용선료 기준, 2017년 12월은 12월말, 2018년 6월은 5월말 적용 기준 / Spot Rate는 로테르담-싱가포르 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (17년 6월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

- 1) 17/06/30 발주 가정
- 18/07/31 강재 절단
- 19/03/31 인도 일정

2) 건조자금의 80% Funding

- 계약(17/06/30) 선수금은 자체자금 활용, 강재절단 시(18/07/31) 소요자금 1,605만달러, 인도(19/03/31) 후 2Q 경과부터 5년간 원금균등상환, 인도잔금 4,815만달러 2년 후부터 5년간 원금균등상환 가정 → 용선수입은 각각 1Year T/C(Time Charter) Rate, 3Year, 5Year, 현재대비 20~30% 운임 상승 적용((1)~(7))
- 대출기간 내 부채상환계수(DSCR): (1)~(6)은(Bear Case-(3), Bull Case-(7)) 1을 하회(상환능력 부재)
- 건조자금의 80%를 차입에 의존할 경우, 상환능력 부족으로 원만한 자금 조달은 현실적으로 불가능

VLCC의 미래 용선료 및 용선계약 변화에 따른 부채상환계수(DSCR) 추정: 1) 발주금액의 80% Financing 기준 – 원리금 상환 불투명

순서	날짜	용선수입 (달러)	OPEX (달러)	누적 Income (달러)	원리금상환액 (달러)	누적상환액 (달러)	DSCR (현금유입/원리금상환액)						
							(1) 2년간 1Y +5년간 5Y T/C	(2) 7년간 3Y T/C 지속	(3) 7년간 5Y T/C 지속	(4) 7년간 Spot Rate 지속	(5) 3Y T/C 20% 상승 시	(6) 3Y T/C 30% 상승 시	(7) 5Y T/C 30% 상승 시
1	2019-03-31	2,607,586	1,620,000	987,586	480,840	480,840	2.05	1.85	1.73	2.14	2.05	2.05	3.26
2	2019-06-30	2,636,559	1,638,000	1,986,144	720,271	1,201,112	1.65	1.49	1.39	1.73	1.65	1.65	2.63
3	2019-09-30	2,665,532	1,656,000	2,995,676	728,186	1,929,298	1.55	1.40	1.31	1.62	1.55	1.55	2.47
4	2019-12-31	2,665,532	1,656,000	4,005,208	1,530,686	3,459,984	1.16	1.04	0.98	1.21	1.16	1.16	1.84
5	2020-03-31	2,607,586	1,620,000	4,992,794	1,505,952	4,965,936	1.01	0.91	0.85	1.05	1.01	1.01	1.60
6	2020-06-30	2,636,559	1,638,000	5,991,353	1,504,764	6,470,700	0.93	0.83	0.78	0.97	0.93	0.93	1.47
7	2020-09-30	2,665,532	1,656,000	7,000,884	1,503,379	7,974,080	0.88	0.79	0.74	0.92	0.88	0.88	1.39
8	2020-12-31	2,665,532	1,656,000	8,010,416	1,494,277	9,468,357	0.85	0.76	0.71	0.88	0.85	0.85	1.34
9	2021-03-31	2,453,028	1,620,000	8,843,444	1,470,334	10,938,691	0.81	0.74	0.69	0.86	0.86	0.88	1.31
10	2021-06-30	2,480,284	1,638,000	9,685,728	1,468,751	12,407,442	0.78	0.73	0.68	0.84	0.87	0.91	1.28
11	2021-09-30	2,507,540	1,656,000	10,537,268	3,874,470	16,281,912	0.65	0.61	0.57	0.71	0.75	0.80	1.07
12	2021-12-31	2,507,540	1,656,000	11,388,807	3,838,061	20,119,972	0.57	0.54	0.50	0.62	0.68	0.73	0.95
13	2022-03-31	2,453,028	1,620,000	12,221,835	3,788,789	23,908,762	0.51	0.49	0.46	0.57	0.63	0.68	0.86
14	2022-06-30	2,480,284	1,638,000	13,064,119	3,759,207	27,667,968	0.47	0.46	0.43	0.53	0.59	0.65	0.80
15	2022-09-30	2,507,540	1,656,000	13,915,658	3,728,833	31,396,801	0.44	0.43	0.40	0.50	0.57	0.63	0.76
16	2022-12-31	2,507,540	1,656,000	14,767,198	3,692,423	35,089,225	0.42	0.41	0.39	0.48	0.55	0.61	0.73
17	2023-03-31	2,453,028	1,620,000	15,600,226	3,646,318	38,735,543	0.40	0.40	0.37	0.46	0.53	0.59	0.70
18	2023-06-30	2,480,284	1,638,000	16,442,510	3,615,153	42,350,695	0.39	0.38	0.36	0.44	0.52	0.58	0.68
19	2023-09-30	2,507,540	1,656,000	17,294,049	3,583,195	45,933,891	0.38	0.37	0.35	0.43	0.51	0.57	0.66
20	2023-12-31	2,507,540	1,656,000	18,145,589	3,546,786	49,480,677	0.37	0.36	0.34	0.42	0.50	0.57	0.64
21	2024-03-31	2,453,028	1,620,000	18,978,617	3,503,847	52,984,524	0.36	0.36	0.33	0.41	0.50	0.56	0.63
22	2024-06-30	2,480,284	1,638,000	19,820,901	3,471,098	56,455,622	0.35	0.35	0.33	0.41	0.49	0.55	0.62
23	2024-09-30	2,507,540	1,656,000	20,672,440	3,437,558	59,893,180	0.35	0.35	0.32	0.40	0.49	0.55	0.61
24	2024-12-31	2,507,540	1,656,000	21,523,980	2,598,649	62,491,829	0.34	0.35	0.32	0.40	0.49	0.55	0.61
25	2025-03-31	2,453,028	1,620,000	22,357,008	2,567,780	65,059,609	0.34	0.35	0.32	0.40	0.49	0.56	0.61
26	2025-06-30	2,480,284	1,638,000	23,199,291	2,542,551	67,602,160	0.34	0.35	0.32	0.40	0.49	0.56	0.61
27	2025-09-30	2,507,540	1,656,000	24,050,831	2,516,728	70,118,888	0.34	0.35	0.33	0.40	0.50	0.57	0.61
28	2025-12-31	2,507,540	1,656,000	24,902,371	2,489,421	72,608,309	0.34	0.35	0.33	0.40	0.50	0.57	0.61
29	2026-03-31	2,453,028	1,620,000	25,735,399	2,460,927	75,069,236	대출기간(2019~2026년) 동안의 평균 DSCR						
30	2026-06-30	2,480,284	1,638,000	26,577,682	2,434,510	77,503,746	0.66	0.62	0.58	0.71	0.75	0.80	1.09

주 1): DSCR은 만기 이전 분할상환원금 지급능력, DSCR>1을 상회할 수록 원리금 상환능력 약화

2): 1)은 인도후 2년은 1년 T/C Rate, 이후 5년 T/C Rate 적용, 2)는 인도후 7년간 3년 T/C 적용, 3)은 인도 후 5년 T/C 적용, 4)는 Spot Rate 적용, 5)는 3년 T/C가 20% 상승 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터 추정

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (18년 6월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_미지수, 관성과 기대

- 1) 18/06/30 발주 가정**
 - 19/07/31 강재 절단
 - 20/03/31 인도 일정

2) 건조자금의 80% Funding

- 계약(18/06/30) 선수금은 자체자금, 강재절단 시(19/07/31) 소요자금 1,740만달러, 인도(20/03/31) 후 2Q 경과부터 5년간 원금균등상환, 인도잔금 5,220만달러 2년 후부터 5년간 원금균등상환 가정 → 용선수입은 각각 1Year T/C(Time Charter) Rate, 3Year, 5Year, 현재대비 20~30% 운임 상승 적용((1)~(7))
- 대출기간 내 부채상환계수(DSCR): (1)~(7)은(Bear Case-(3), Bull Case-(7)) 1을 하회(상환능력 부재)
- 건조자금의 80%를 차입에 의존할 경우, 상환능력 부족으로 원만한 자금 조달은 현실적으로 불가능

VLCC의 미래 용선료 및 용선계약 변화에 따른 부채상환계수(DSCR) 추정: 1) 발주금액의 80% Financing 기준 – 원리금 상환 불투명

순서	날짜	용선수입 (달러)	OPEX (달러)	누적 Income (달러)	원리금상환액 (달러)	누적상환액 (달러)	DSCR(현금유입/원리금상환액)						
							(1) 2년간 1Y +5년간 5Y T/C	(2) 7년간 3Y T/C 지속	(3) 7년간 5Y T/C 지속	(4) 7년간 Spot Rate 지속	(5) 3Y T/C 20% 상승 시	(6) 3Y T/C 30% 상승 시	(7) 5Y T/C 30% 상승 시
1	2020-03-31	1,656,563	1,733,400	-76,838	637,126	637,126	-0.12	0.50	0.70	-0.38	-0.12	-0.12	1.73
2	2020-06-30	1,674,969	1,752,660	-154,529	954,378	1,591,504	-0.10	0.40	0.56	-0.30	-0.10	-0.10	1.39
3	2020-09-30	1,693,375	1,771,920	-233,074	964,866	2,556,370	-0.09	0.38	0.53	-0.29	-0.09	-0.09	1.31
4	2020-12-31	1,693,375	1,771,920	-311,619	1,834,866	4,391,236	-0.07	0.29	0.41	-0.22	-0.07	-0.07	1.02
5	2021-03-31	1,656,563	1,733,400	-388,456	1,802,092	6,193,327	-0.06	0.26	0.36	-0.20	-0.06	-0.06	0.90
6	2021-06-30	1,674,969	1,752,660	-466,148	1,800,519	7,993,846	-0.06	0.24	0.34	-0.18	-0.06	-0.06	0.84
7	2021-09-30	1,693,375	1,771,920	-544,693	1,798,683	9,792,529	-0.06	0.23	0.32	-0.17	-0.06	-0.06	0.80
8	2021-12-31	1,693,375	1,771,920	-623,238	1,786,622	11,579,152	-0.05	0.22	0.31	-0.17	-0.05	-0.05	0.77
9	2022-03-31	2,180,250	1,733,400	-176,388	1,754,897	13,334,049	-0.01	0.22	0.31	-0.16	0.01	0.02	0.75
10	2022-06-30	2,204,475	1,752,660	275,428	1,752,800	15,086,849	0.02	0.21	0.30	-0.16	0.06	0.08	0.74
11	2022-09-30	2,228,700	1,771,920	732,208	4,360,440	19,447,289	0.04	0.18	0.26	-0.14	0.08	0.11	0.63
12	2022-12-31	2,228,700	1,771,920	1,188,988	4,312,197	23,759,485	0.05	0.16	0.23	-0.12	0.10	0.13	0.56
13	2023-03-31	2,180,250	1,733,400	1,635,838	4,246,911	28,006,396	0.06	0.15	0.21	-0.11	0.11	0.15	0.52
14	2023-06-30	2,204,475	1,752,660	2,087,653	4,207,713	32,214,110	0.06	0.14	0.20	-0.11	0.12	0.16	0.48
15	2023-09-30	2,228,700	1,771,920	2,544,433	4,167,467	36,381,577	0.07	0.13	0.19	-0.10	0.12	0.16	0.46
16	2023-12-31	2,228,700	1,771,920	3,001,213	4,119,224	40,500,800	0.07	0.13	0.18	-0.10	0.13	0.17	0.44
17	2024-03-31	2,180,250	1,733,400	3,448,063	4,058,133	44,558,933	0.08	0.12	0.17	-0.09	0.14	0.18	0.43
18	2024-06-30	2,204,475	1,752,660	3,899,878	4,016,838	48,575,771	0.08	0.12	0.17	-0.09	0.14	0.18	0.41
19	2024-09-30	2,228,700	1,771,920	4,356,658	3,974,494	52,550,264	0.08	0.12	0.16	-0.09	0.14	0.19	0.40
20	2024-12-31	2,228,700	1,771,920	4,813,438	3,926,250	56,476,515	0.09	0.11	0.16	-0.09	0.15	0.19	0.40
21	2025-03-31	2,180,250	1,733,400	5,260,288	3,869,355	60,345,870	0.09	0.11	0.16	-0.09	0.15	0.19	0.39
22	2025-06-30	2,204,475	1,752,660	5,712,103	3,825,962	64,171,832	0.09	0.11	0.16	-0.08	0.15	0.20	0.38
23	2025-09-30	2,228,700	1,771,920	6,168,883	3,781,521	67,953,352	0.09	0.11	0.15	-0.08	0.15	0.20	0.38
24	2025-12-31	2,228,700	1,771,920	6,625,663	2,863,277	70,816,629	0.09	0.11	0.15	-0.08	0.16	0.21	0.38
25	2026-03-31	2,180,250	1,733,400	7,072,513	2,822,375	73,639,005	0.10	0.11	0.15	-0.08	0.16	0.21	0.38
26	2026-06-30	2,204,475	1,752,660	7,524,328	2,788,946	76,427,951	0.10	0.11	0.15	-0.08	0.17	0.21	0.38
27	2026-09-30	2,228,700	1,771,920	7,981,108	2,754,730	79,182,681	0.10	0.11	0.15	-0.08	0.17	0.22	0.38
28	2026-12-31	2,228,700	1,771,920	8,437,888	2,718,547	81,901,228	0.10	0.11	0.15	-0.08	0.17	0.22	0.38
29	2027-03-31	2,180,250	1,733,400	8,884,738	2,680,792	84,582,020	0.03	0.18	0.25	-0.14	0.08	0.11	0.63
30	2027-06-30	2,204,475	1,752,660	9,336,553	2,645,789	87,227,809							

주 1): DSCR은 만기 이전 분할상환원금 지급능력, DSCR>1을 상회할 수록 원리금 상환능력 약화

2): 1)은 인도후 2년은 1년 T/C Rate, 이후 5년 T/C Rate 적용, 2)는 인도후 7년간 3년 T/C 적용, 3)은 인도 후 5년 T/C 적용, 4)는 Spot Rate 적용, 5)는 3년 T/C가 20% 상승 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터 추정

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (18년 6월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

1) 18/06/30 발주 가정

- 19/07/31 강재 절단
- 20/03/31 인도 일정

▪ 건조자금의 60%인 인도잔금 5,220만달러만 차입, 인도 후 2년 후 5년간 원금균등상환 가정

▪ 대출기간 내 부채상환계수(DSCR): (1)~(6)은(Bear Case-(3), Bull Case-(7)) 1을 하회(상환능력 부재) → **현재 용선료(운임) 대비 30% 상승을 가정해야 상환능력 확보(7) DSCR=1.09**

2) 건조자금의 60% Funding

→ 운임 30% 상승해야 상환 가능

▪ 현재의 운임수준에서는 60~80% 차입을 통한 발주는 상환능력 확보가 불투명 → **DSCR 이외의 다른 변수(선가나 운임 상승의 가정, 연비효율성, 환경규제 등)가 전제되어야 발주가 가능한 상황**

VLCC 미래 용선료 및 용선계약 변화에 따른 부채상환계수(DSCR) 추정: 2) 발주금액의 60% Financing 기준 - [7]의 운임상승 시에만 타당성 확보

순서	날짜	용선수입 (달러)	OPEX (달러)	누적 Income (달러)	원리금상환액 (달러)	누적상환액 (달러)	DSCR (현금유입/원리금상환액)						
							(1) 2년간 1Y +5년간 5Y T/C	(2) 7년간 3Y T/C 지속	(3) 7년간 5Y T/C 지속	(4) 7년간 Spot Rate 지속	(5) 3Y T/C 20% 상승 시	(6) 3Y T/C 30% 상승 시	(7) 5Y T/C 30% 상승 시
1	2020-03-31	1,656,563	1,733,400	-76,838									
2	2020-06-30	1,674,969	1,752,660	-154,529	715,784	715,784	-0.22	0.90	1.26	-0.68	-0.22	-0.22	3.09
3	2020-09-30	1,693,375	1,771,920	-233,074	723,649	1,439,433	-0.16	0.67	0.94	-0.51	-0.16	-0.16	2.32
4	2020-12-31	1,693,375	1,771,920	-311,619	723,649	2,163,082	-0.14	0.60	0.84	-0.45	-0.14	-0.14	2.06
5	2021-03-31	1,656,563	1,733,400	-388,456	707,918	2,871,000	-0.14	0.56	0.79	-0.42	-0.14	-0.14	1.94
6	2021-06-30	1,674,969	1,752,660	-466,148	715,784	3,586,784	-0.13	0.54	0.76	-0.41	-0.13	-0.13	1.86
7	2021-09-30	1,693,375	1,771,920	-544,693	723,649	4,310,433	-0.13	0.52	0.73	-0.40	-0.13	-0.13	1.81
8	2021-12-31	1,693,375	1,771,920	-623,238	723,649	5,034,082	-0.12	0.51	0.72	-0.39	-0.12	-0.12	1.77
9	2022-03-31	2,180,250	1,733,400	-176,388	707,918	5,742,000	-0.03	0.51	0.71	-0.38	0.02	0.05	1.75
10	2022-06-30	2,204,475	1,752,660	275,428	715,784	6,457,784	0.04	0.50	0.70	-0.38	0.13	0.19	1.73
11	2022-09-30	2,228,700	1,771,920	732,208	3,333,649	9,791,433	0.07	0.36	0.51	-0.27	0.16	0.23	1.25
12	2022-12-31	2,228,700	1,771,920	1,188,988	3,297,467	13,088,900	0.09	0.30	0.42	-0.22	0.18	0.24	1.02
13	2023-03-31	2,180,250	1,733,400	1,635,838	3,247,126	16,336,026	0.10	0.26	0.36	-0.19	0.19	0.25	0.89
14	2023-06-30	2,204,475	1,752,660	2,087,653	3,218,416	19,554,442	0.11	0.23	0.32	-0.17	0.19	0.26	0.80
15	2023-09-30	2,228,700	1,771,920	2,544,433	3,188,919	22,743,361	0.11	0.21	0.30	-0.16	0.20	0.26	0.74
16	2023-12-31	2,228,700	1,771,920	3,001,213	3,152,737	25,896,098	0.12	0.20	0.28	-0.15	0.20	0.27	0.69
17	2024-03-31	2,180,250	1,733,400	3,448,063	3,105,542	29,001,641	0.12	0.19	0.27	-0.14	0.21	0.27	0.65
18	2024-06-30	2,204,475	1,752,660	3,899,878	3,075,259	32,076,900	0.12	0.18	0.25	-0.14	0.21	0.28	0.63
29	2024-09-30	2,228,700	1,771,920	4,356,658	3,044,190	35,121,090	0.12	0.17	0.24	-0.13	0.21	0.28	0.60
20	2024-12-31	2,228,700	1,771,920	4,813,438	3,008,007	38,129,097	0.13	0.17	0.24	-0.13	0.22	0.28	0.59
21	2025-03-31	2,180,250	1,733,400	5,260,288	2,963,959	41,093,056	0.13	0.16	0.23	-0.12	0.22	0.28	0.57
22	2025-06-30	2,204,475	1,752,660	5,712,103	2,932,103	44,025,158	0.13	0.16	0.23	-0.12	0.22	0.29	0.56
23	2025-09-30	2,228,700	1,771,920	6,168,883	2,899,460	46,924,618	0.13	0.16	0.22	-0.12	0.22	0.29	0.55
24	2025-12-31	2,228,700	1,771,920	6,625,663	2,863,277	49,787,895	0.13	0.16	0.22	-0.12	0.23	0.29	0.54
25	2026-03-31	2,180,250	1,733,400	7,072,513	2,822,375	52,610,271	0.13	0.15	0.22	-0.12	0.23	0.29	0.53
26	2026-06-30	2,204,475	1,752,660	7,524,328	2,788,946	55,399,216	0.14	0.15	0.21	-0.11	0.23	0.30	0.52
27	2026-09-30	2,228,700	1,771,920	7,981,108	2,754,730	58,153,946	0.14	0.15	0.21	-0.11	0.23	0.30	0.52
28	2026-12-31	2,228,700	1,771,920	8,437,888	2,718,547	60,872,494	0.14	0.15	0.21	-0.11	0.23	0.30	0.51
29	2027-03-31	2,180,250	1,733,400	8,884,738	2,680,792	63,553,285							
30	2027-06-30	2,204,475	1,752,660	9,336,553	2,645,789	66,199,075	0.05	0.31	0.44	-0.24	0.12	0.16	1.09

주 1): DSCR은 만기 이전 분할상환원금 지급능력, DSCR>1을 상회할 수록 원리금 상환능력 양호

2): 6)은 인도후 원리금상환기간인 7년간 현재의 3년 T/C Rate를 적용하여 운임이 30% 상승하는 경우, 7)은 7년간 현재의 5년 T/C Rate를 적용하여 운임이 30% 상승하는 경우

자료: 메리츠종금증권 리서치센터 추정

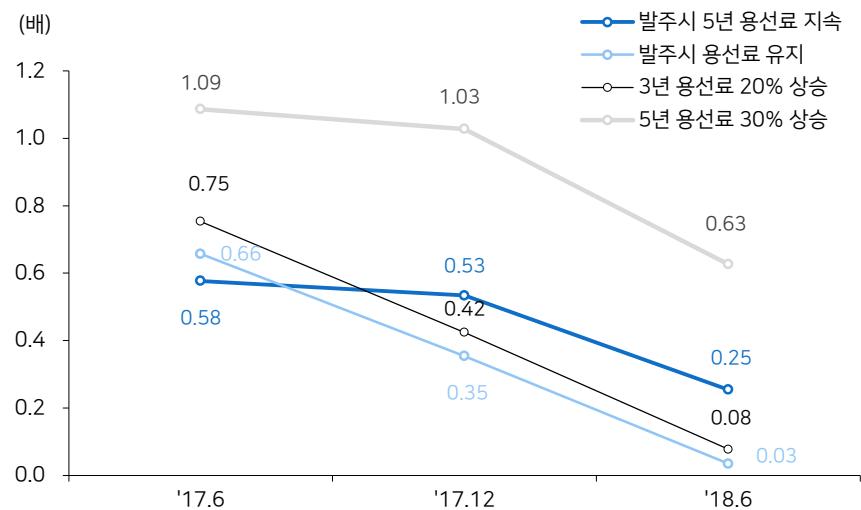
기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2017~18년의 운임 기준으로는 VLCC 신조 발주는 비합리적인 투자, 운임 상승을 30% 가정 시 상환능력 확보

- 앞에서 살펴본 Simulation Study는 1) 2017년 6월 발주(20% 자체자금, 80% 차입), 2) 2018년 6월 발주(20% 자체자금, 80% 차입), 3) 2018년 6월 발주(40% 자체자금, 60% 차입) 가정
- 1)~3)의 경우, 모두 발주 당시의 용선료(운임), 중고선가를 감안 시 부채상환능력(DSCR)은 미확보
 → 17년 6월 발주: 발주시점 운임 유지 시 DSCR 0.66, 3Yr 용선료 20% 상승 시 0.75, 5Yr 30% 상승 1.09
 → 17년 12월 발주: 운임 유지 시 DSCR 0.35, 3Yr 용선료 20% 상승 시 0.42, 5Yr 30% 상승 1.03
 → 18년 6월 발주: 운임이 현 수준 유지 시 DSCR 0.03, 3Yr 용선료 20% 상승 시 0.08, 5Yr 30% 상승 0.63
- 발주 시점 대비 5년 운임이 30% 이상 상승해야 상환능력 확보, 결국 발주는 운임 외적인 요인에 기인**

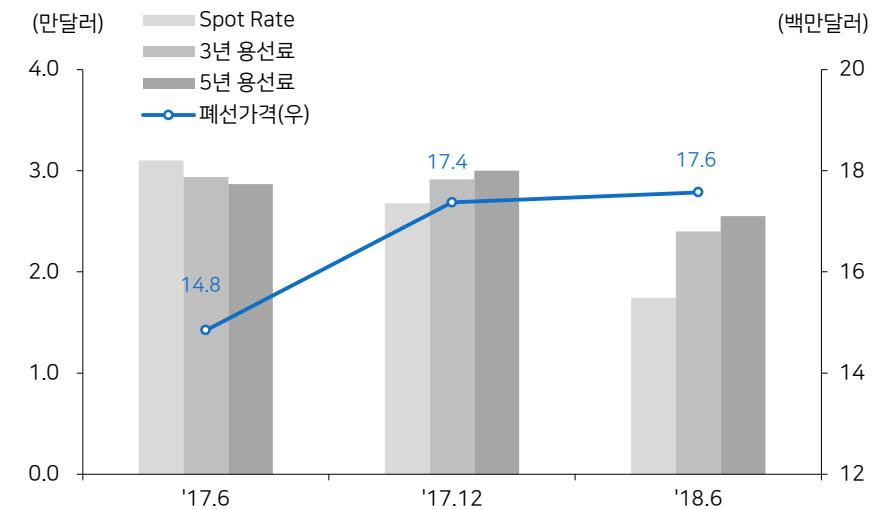
31만DWT VLCC의 2017.06 / 2017.12 / 2018.06의 시나리오별 DSCR 추정



주: DSCR(Debt Service Coverage Ratio)=순현금유입/원리금상환액

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

31만DWT VLCC의 2017.06 / 2017.12 / 2018.06의 용선료, 폐선가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

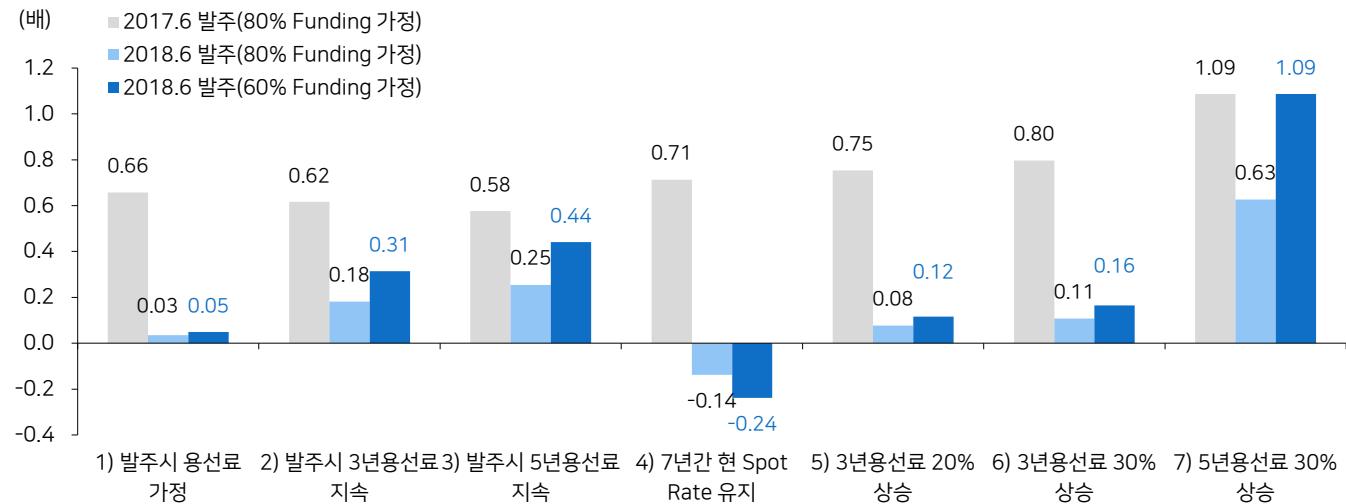
기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

차입에 대한 상환 능력이
없다면, 담보가치 상승(LTV
하락)이나 추가 자금투입 필요

- Simulation Study는 발주 시점의 Spot 운임, 3년/5년 Time Charter Rate이 유지되거나, 발주 이후 상승할 경우 자금 상환능력을 평가하기 위함(원금 2년 거치 5년 균등상환). DSCR이 1미만으로 상환능력이 없다면 담보제공(LTV) 확충이나 Funding 규모 축소+자체자금 추가 투입이 전제되어야 발주가 가능
- 1) 2017년 6월 VLCC 발주에 80% 차입, 2) 2018년 6월 발주 80% 차입, 3) 2018년 6월 발주 60% 차입의 경우 모두 발주 당시의 운임수준에서는 DSCR이 1미만으로 상환능력 부족
→ 발주 시점 대비 5년 Time Charter Rate가 30% 상승해야 적정성 확보, 2018년 6월 80% 차입은 불가능
- 결국, 운임 상승의 전제가 없다면 담보여력을 높이거나 자체자금을 투입할 수 있는 Top Tier만의 발주

31만DWT VLCC의 2017.06 / 2017.12 / 2018.06의 시나리오별 DSCR 추정 – 운임 상승 없이는 상환능력 부재



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

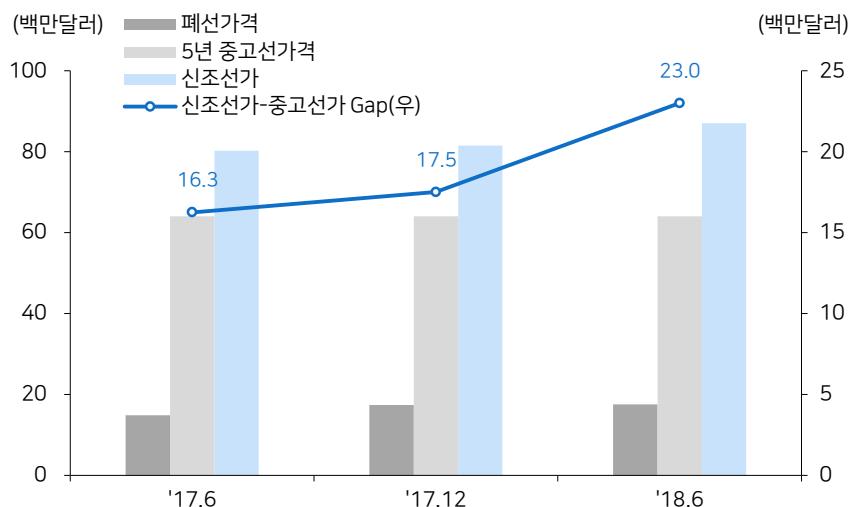
기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2018년 VLCC 발주의 급증은 폐선가격과 신조선가 상승이 트리거로 작용했다고 추정

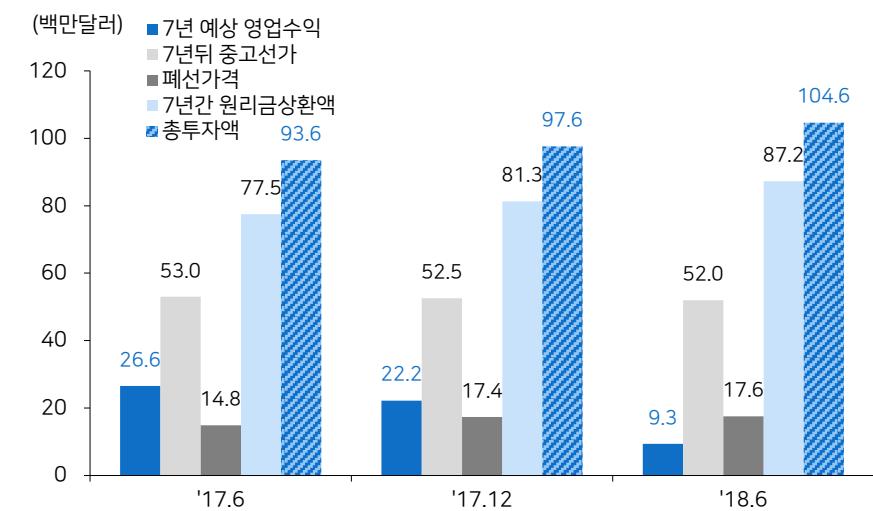
- 선박금융 상환기간은 2년 거치, 5년 원금균등상환 가정이므로 Cash-in은 (7년 용선료-OPEX), Cash-out은 7년간 원리금상환액(이자율=6M LIBOR+300bp)과 20~40% 자체자금의 합산
- 그럼에도 2018년 VLCC 발주가 전년대비 120.9% 급증한 이유?
 - 2017년 6월 대비 2018년 6월의 총 투자규모는 11.8% 증가(93.6백만달러→104.6백만달러)
 - 신조선-중고선가 Gap은 41.1% 상승(16.3백만달러→23.0백만달러), 폐선가격 18.9% 상승
 - 선가의 상승이 발주의 Trigger, 운임상승 기대감은 +α

31만DWT VLCC의 2017.06 / 2017.12 / 2018.06의 중고·신조·폐선가격



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

31만DWT VLCC의 발주가정 시기별 예상 수익, 총 투자액, 잔존가치



주: 예상 영업수익=용선수입-OPEX, 총투자액=20% 자체자금 투자액+80% 대출 원리금상환액
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (18년 6월)

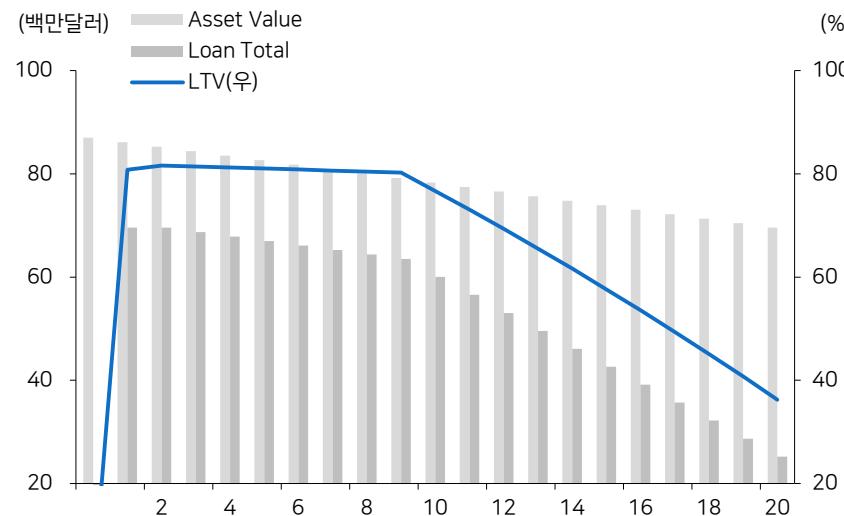
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

1) 건조자금의 80% Funding 시

→ 중고선가 하락 시, LTV Risk
→ 추가 담보 필수, 상환능력
(DSCR) 감안 시 발주는 부적합

- 차입을 활용한 발주 시 1) 차입금 상환능력(DSCR>1), 2) 상환능력 상실 시 담보제공을 통한 자금회수 여부(LTV)가 중요 → 보수적으로 LTV 60% 이하의 경우 회수 가능 (7년 중고선가=신조선가의 60~66%)
- 원리금상환능력(DSCR) 기준으로 현재 시황에서 80% Funding을 통한 발주는 부적합
- 1) 25년간 정액법 감가상각 시, 인도 후 3.8년(15Q) 경과한 시점에서 LTV 60% 이하로 하락(57.7%)
- 2) 시황 악화로 잔존가치가 각각 5년, 10년 선령으로 하락 시(인도 후 3년, 4년 기준), 3년 뒤 LTV 82.9%, 4년 뒤 LTV는 97.9%로 상승 → 인도 후 7년간 상환 가정 시 중고선가 하락이 자금회수의 최대 Risk
- 현금흐름을 통한 상환능력이 상환액을 하회, 추가 담보 확보는 필연 → LTV, DSCR 상 발주는 부적합

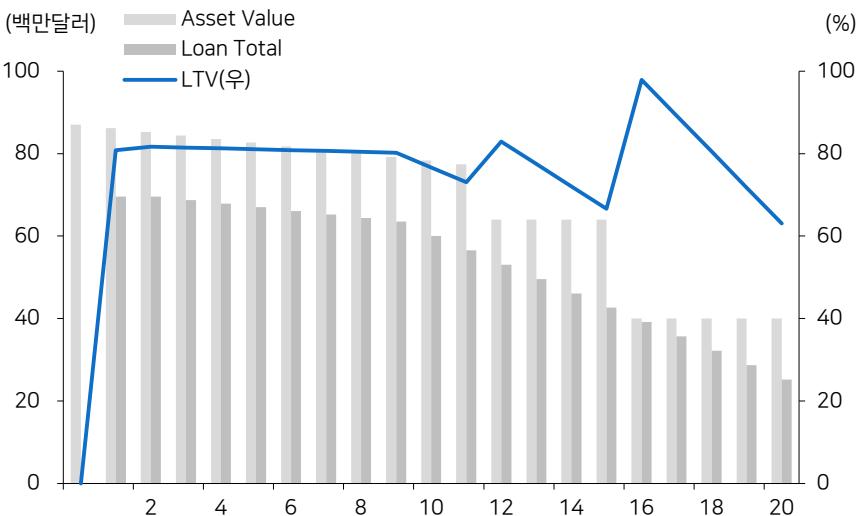
VLCC의 장부가치, 차입금 잔액, LTV 전망(Base Case)



주: 신조선가의 80%를 Financing 했을 경우(Steel Cutting 20%, Delivery 60%)

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

VLCC의 장부가치, 차입금 잔액, LTV 전망(시황악화 Case)



주: 건조 후 3년 뒤인 12Q에 중고선가 5년 선령 적용, 4년 뒤인 16Q에 중고선가 10년 선령 적용

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (18년 6월)

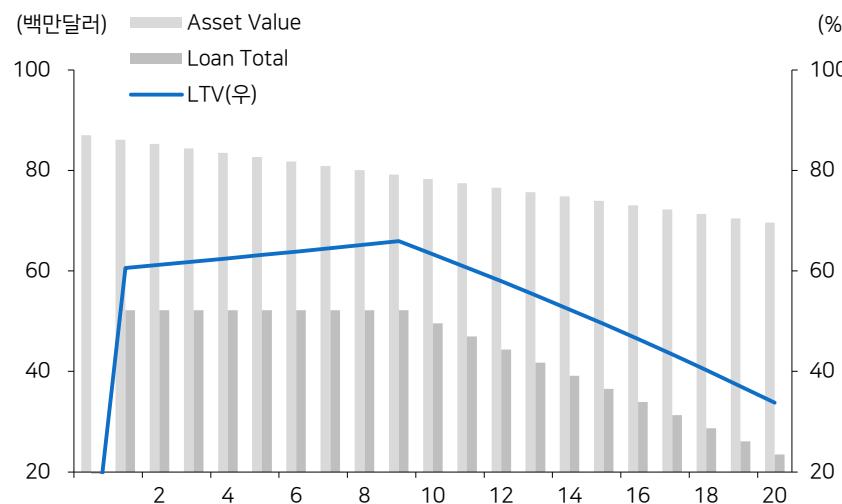
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2) 건조자금의 60% Funding 시

→ 5년 용선료 30% 상승 시
 $DSCR > 1$, $LTV < 60\%$ 는 인도
3년 이후로 담보능력은 확보

- DSCR 기준으로 현재 시황에서 60% Funding을 통한 발주는 운임이 30% 상승해야 상환능력 확보 가능
- 1) 인도 후 3년(12Q) 경과한 시점에서 LTV 60% 이하로 하락(57.8%), 담보를 통한 회수 가능
- 2) 시황 악화로 잔존가치가 5년, 10년 선령으로 하락 시(인도 후 3년, 4년 기준), LTV < 60% 시점은 5년(20Q) 이후 → 4년 후 잔존가치를 10년 선령(4,000만달러)으로 할인해도 Loan(3,393만달러)을 상회
- 정액법 감가상각(25년)을 적용한 3년 후 담보 가치는 7,656만달러, 동기간 Loan 잔액은 4,437만달러로 현재 선가와 운임레벨에서도 발주 적격성 확보 가능(40% 자체 자금 조달 시)
- 운임의 30% 상승이 없다면, 현 시황 기준 담보능력 측면을 고려 시 60% Funding을 통한 발주만 가능

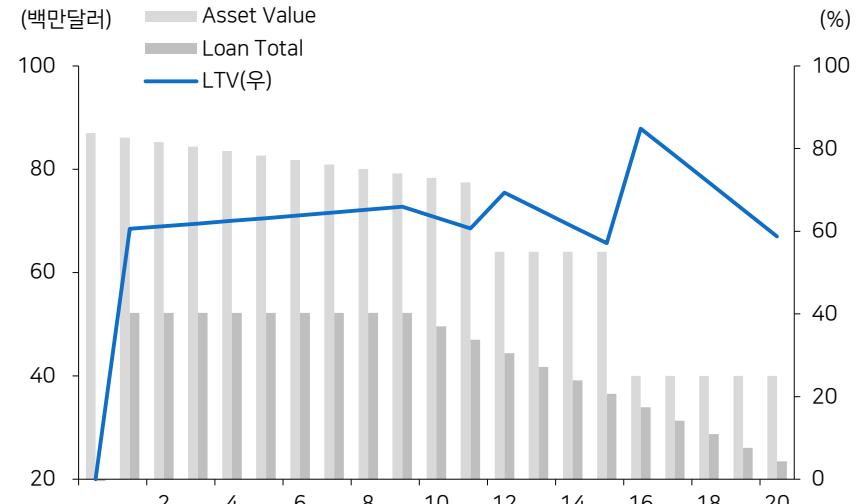
VLCC의 장부가치, 차입금 잔액, LTV 전망(Base Case)



주: 신조선가의 60%를 Financing 했을 경우(Delivery 60%)

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

VLCC의 장부가치, 차입금 잔액, LTV 전망(시황악화 Case)



주: 건조 후 3년 뒤인 12Q에 중고선가 5년 선령 적용, 4년 뒤인 16Q에 중고선가 10년 선령 적용

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (17년 12월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

투자자의 수익률 측면 검토

→ 3,260만달러를 보유한 투자자

1) 현금 보유 시 금융수익

2) VLCC 발주(건조자금의 40%)

- 2017년 말 기준 31만톤급 VLCC의 신조선가는 8,150만달러 → 3,260만달러를 보유한 투자자가 1) 현금을 보유하거나 2) 신조선 발주를 선택할 경우(건조자금의 40% 보유)의 투자 수익률 추정
- 2017년 12월에 VLCC 신조선(8,150만달러) 매입을 위해 4,890만달러 차입, 인도는 20년 3월말, 상환은 2020년 2Q부터 5년 원금균등상환 가정(건조자금의 60% 차입) → 2021년 이후 용선료는 중고선 1.1배
- Base Case) 매입 후 3년 3Year T/C Rate, 2년은 현재 1Year T/C 20% 상승 적용, 6~11년 차에는 10% 할인
- Bear Case) 5년 후 20% 운임 할인, Mid Case) 5년 후 20% 할증, Bull Case) 5년 후 30% 운임 할증 기준

31만DWT급 VLCC 신조선 발주 시 수익 추정

(만달러)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
1) 현금보유 금융수익		65	67	68	69	71	72	73	75	76	78	79	81	-2,132
NPV(@ 10%)	-3,260	59	55	51	47	44	41	38	35	32	30	28	26	-2,708
Cash Account		3,325	3,392	3,460	3,529	3,599	3,671	3,745	3,820	3,896	3,974	4,053	4,134	4,388
2) Case 1-운용수익		-1,630	-560	-472	-434	-396	-358	404	640	628	616	603	591	4,283
3) Case 2-운용수익		-1,630	-560	-472	-434	-396	-605	157	393	381	369	357	344	2,247
4) Case 3-운용수익		-1,630	-560	-472	-434	-396	-111	650	886	874	862	850	837	6,318
5) Case 4-운용수익		-1,630	-472	-472	-434	-396	12	774	1,010	998	986	973	961	7,423
6) 신조선 순자산가치		3,260	3,994	4,972	5,298	5,950	6,602	6,520	6,194	5,868	5,542	5,216	4,890	
NPV(@ 10%)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
- Case 1 - Base	-1,630	-1,482	-463	-354	-296	-246	-202	207	298	266	237	211	188	-2,776
- Case 2 - Bear	-1,630	-1,482	-463	-354	-296	-246	-341	81	183	162	142	125	110	-3,534
- Case 3 - Mid	-1,630	-1,482	-463	-354	-296	-246	-63	334	413	371	332	298	267	-2,019
- Case 4 - Bull	-1,630	-1,482	-390	-354	-296	-246	7	397	471	423	380	341	306	-1,574

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ① VLCC 발주 (17년 12월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2) VLCC 신조선 발주

할인율 10% 적용 시 Case 1)~4)

IRR=0.9~7.8%, Base 3.8%

- 2017년 12월 VLCC 발주, 2020년 3월 인도 후 12년간 운용 시 Bear/Bull Case의 단순 Cash-flow 합산액은 617~5,793만달러로 추정. 할인율 10%를 적용한 NPV는 모두 음수로 10% 미만의 투자수익률 예상
- Case 1) Base IRR=3.8%, Case 2) Bear IRR=0.9%, Case 3) Mid IRR=6.4%, Case 4) Bull IRR=7.8%
- Base Case는 6M LIBOR 금리(2.0%) 대비 소폭 상회, Mid/Bull Case처럼 운임이 20% 이상 상승해야 투자수익 측면에서 신조선 발주 가능**

31만DWT급 VLCC 신조선 발주 시 수익 추정

(만달러)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
Cash-In(용선수익)														
- Case 1) - Base	0	0	876	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	14,752
- Case 2) - Bear	0	0	876	1,233	1,233	1,233	987	987	987	987	987	987	987	12,717
- Case 3) - Mid	0	0	876	1,233	1,233	1,233	1,480	1,480	1,480	1,480	1,480	1,480	1,480	16,787
- Case 4) - Bull	0	0	964	1,233	1,233	1,233	1,603	1,603	1,603	1,603	1,603	1,603	1,603	17,892
Cash-out(OPEX)														
- Case 1) - Base	0	0	527	538	549	560	571	582	594	606	618	630	643	7,219
- Case 2) - Bear	0	0	527	538	549	560	571	582	594	606	618	630	643	7,219
- Case 3) - Mid	0	0	527	538	549	560	571	582	594	606	618	630	643	7,219
- Case 4) - Bull	0	0	527	538	549	560	571	582	594	606	618	630	643	7,219
Financing Cost	0	0	908	1,167	1,118	1,070	1,021	248	0	0	0	0	0	5,532
Asset Value-Debt	3,260	3,260	3,994	4,972	5,298	5,950	6,602	6,520	6,194	5,868	5,542	5,216	4,890	
Cash Flow														
- Case 1) - Base	-1,630	-1,630	-560	-472	-434	-396	-358	404	640	628	616	603	591	2,653
- Case 2) - Bear	-1,630	-1,630	-560	-472	-434	-396	-605	157	393	381	369	357	344	617
- Case 3) - Mid	-1,630	-1,630	-560	-472	-434	-396	-111	650	886	874	862	850	837	4,688
- Case 4) - Bull	-1,630	-1,630	-472	-472	-434	-396	12	774	1,010	998	986	973	961	5,793
NPV(@ 10%)														
- Case 1) - Base	-1,630	-1,482	-463	-354	-296	-246	-202	207	298	266	237	211	188	-2,776
- Case 2) - Bear	-1,630	-1,482	-463	-354	-296	-246	-341	81	183	162	142	125	110	-3,534
- Case 3) - Mid	-1,630	-1,482	-463	-354	-296	-246	-63	334	413	371	332	298	267	-2,019
- Case 4) - Bull	-1,630	-1,482	-390	-354	-296	-246	7	397	471	423	380	341	306	-1,574

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 57

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ② 중고선 매입 (17년 12월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

투자자의 수익률 측면 검토

→ 3,260만달러를 보유한 투자자

1) 현금 보유 시 금융수익

2) 10년 선령 VLCC 중고선 매입 (소요자금의 79.5% 보유)

- 2017년 말 기준 31만톤급 VLCC의 10년 선령 중고선가는 4,100만달러 → 3,260만달러를 보유한 투자자가 1) 현금을 보유하거나 2) 중고선 매입을 선택할 경우(소요자금의 79.5% 보유)의 수익률 추정
- 2017년 12월에 10년 선령 VLCC 중고선(4,100만달러) 매입을 위해 840만달러 차입, 상환은 2019년부터 5년간 원금균등상환, 매입 후 12년이 경과한 2029년 이후 22년 선령 Scrap Value로 폐선 가정 적용
- Base Case) 매입 후 3년 3Year T/C Rate, 2년은 현재 1Year T/C 20% 상승 적용, 6~11년 차에는 10% 할인
- Bear Case) 5년 후 20% 운임 할인, Mid Case) 5년 후 20% 할증, Bull Case) 5년 후 30% 운임 할증 기준

31만DWT급 VLCC 중고선 매입 시 수익 추정

(만달러)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
1) 현금보유 금융수익		65	67	68	69	71	72	73	75	76	78	79	81	-2,132
NPV(@ 10%)	-3,260	59	55	51	47	44	41	38	35	32	30	28	26	-2,708
Cash Account		3,325	3,392	3,460	3,529	3,599	3,671	3,745	3,820	3,896	3,974	4,053	4,134	4,388
2) Case 1-운용수익		340	140	134	185	179	233	217	202	185	169	152	1,737	3,874
3) Case 2-운용수익		340	140	134	185	179	31	16	0	-16	-33	-50	1,737	2,663
4) Case 3-운용수익		340	140	134	185	179	435	419	403	387	371	354	1,737	5,085
5) Case 4-운용수익		340	140	134	185	179	536	520	504	488	472	455	1,737	5,691
6) 중고선 순자산가치		3,108	2,956	2,804	2,652	2,500	2,250	2,000	1,750	1,737	1,737	1,737	0	
(만달러)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
- Case 1 - Base	-3,027	309	116	101	127	111	132	112	94	79	65	53	554	-1,070
- Case 2 - Bear	-3,027	309	116	101	127	111	18	8	0	-7	-13	-17	554	-1,566
- Case 3 - Mid	-3,027	309	116	101	127	111	245	215	188	164	143	124	554	-573
- Case 4 - Bull	-3,027	309	116	101	127	111	302	267	235	207	182	159	554	-325

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 58

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ② 중고선 매입 (17년 12월)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2) 10년 선령 VLCC 중고선 매입
할인율 10% 적용 시 Case 1)~4)
IRR=-1.5~8.2%, Base 3.0%

- 2017년 12월 10년 선령 VLCC 매입 후 12년간 운용 시 Bear/Bull Case의 단순 Cash-flow 합산 -364~2,663만달러로 추정. 할인율 10%를 적용한 NPV는 모두 음수로 10% 미만의 투자수익률을 예상
- Case 1) Base IRR=3.0%, Case 2) Bear IRR=-1.5%, Case 3) Mid IRR=6.6%, Case 4) Bull IRR=8.2%
- Base~Bull Case의 예상 수익률은 신조선 발주와 유사한 수준이나, 운임 하락 시 투자수익률 -1.5%**
- 따라서, 2017년 말 시황(신조선가 8,150만달러, 중고선가 4,100만달러)에서의 중고선 매입은 Negative**

31만DWT급 VLCC 중고선 매입 시 수익 추정

(만달러)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
Cash-In(용선수익)														
- Case 1) - Base	584	1,064	1,064	1,064	1,121	1,121	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	0	12,073
- Case 2) - Bear	584	1,064	1,064	1,064	1,121	1,121	807	807	807	807	807	807	0	10,862
- Case 3) - Mid	584	1,064	1,064	1,064	1,121	1,121	1,211	1,211	1,211	1,211	1,211	1,211	0	13,284
- Case 4) - Bull	584	1,064	1,064	1,064	1,121	1,121	1,312	1,312	1,312	1,312	1,312	1,312	0	13,890
Cash-out(OPEX)														
- Case 1) - Base	351	703	717	731	746	761	776	792	808	824	840	857	0	8,906
- Case 2) - Bear	351	703	717	731	746	761	776	792	808	824	840	857	0	8,906
- Case 3) - Mid	351	703	717	731	746	761	776	792	808	824	840	857	0	8,906
- Case 4) - Bull	351	703	717	731	746	761	776	792	808	824	840	857	0	8,906
Financing Cost	21	207	198	190	182	173	0	0	0	0	0	0	0	971
Asset Value-Debt	3,260	3,108	2,956	2,804	2,652	2,500	2,250	2,000	1,750	1,737	1,737	1,737	0	
Cash Flow														
- Case 1) - Base	-3,027	340	140	134	185	179	233	217	202	185	169	152	1,737	847
- Case 2) - Bear	-3,027	340	140	134	185	179	31	16	0	-16	-33	-50	1,737	-364
- Case 3) - Mid	-3,027	340	140	134	185	179	435	419	403	387	371	354	1,737	2,058
- Case 4) - Bull	-3,027	340	140	134	185	179	536	520	504	488	472	455	1,737	2,663
NPV(@ 10%)														
- Case 1) - Base	-3,027	309	116	101	127	111	132	112	94	79	65	53	554	-1,070
- Case 2) - Bear	-3,027	309	116	101	127	111	18	8	0	-7	-13	-17	554	-1,566
- Case 3) - Mid	-3,027	309	116	101	127	111	245	215	188	164	143	124	554	-573
- Case 4) - Bull	-3,027	309	116	101	127	111	302	267	235	207	182	159	554	-325

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 59

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ② 중고선 매입 < 신조 발주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2017년 말 시황 기준 VLCC
발주가 중고선 매입보다 유리
→ 중고선가 상승

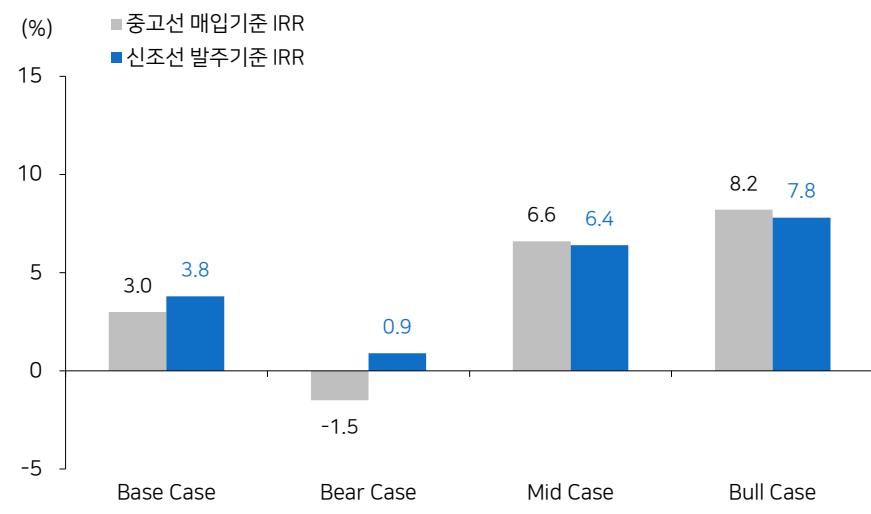
- 2017년 말 기준 중고선가, 신조선가, 1~5년 T/C Rate, Scrap Value를 고려하면, VLCC에 대한 투자는 중고선 매입보다 신조선 발주가 기대수익률(IRR) 측면에서 다소 우위. 시황 악화 시 신조발주가 유리
- Base Case: 중고선 매입 IRR은 3.0%, 신조선 발주는 3.8% / Bear Case: 중고선 매입 -1.5%, 신조발주 0.9%
- 2020년 0.5% Sulphur-Cap 규제에 따른 운영비용 상승 시, 중고선 가치의 추가 하락 개연성 존재
- 2017년 중고선가는 33.3% 상승했지만, 신조선가는 4.1% 상승에 불과 → 가격괴리에 따른 발주 매력

VLCC 투자 결정 Mechanism의 주요 가정

가정 1)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중고선은 19년부터 5년간 원금균등상환, 신조선은 20년 2Q부터 5년 원금균등상환
가정 2)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 용선료는 향후 5년간 중고선과 신조선 동일, 6~11년차에는 10% Discount ■ 용선료는 중고선 초기 3년은 3Y T/C Rate, 2년은 현재 1Y 용선료 20% 상승 적용
가정 3)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 17년 말 발주한 신조선은 10년 선령 중고선대비 25%의 연비효율(OPEX 감소) ■ 10년 선령 중고선의 5년 뒤 잔존가치는 현재 15년 선령 기준, 22년 선령 Scrap 기준
가정 4)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 신조선-17년 12월발주, 20년 3월인도, 용선료-20년은 6M Rate, 20년 이후 중고선의 1.1배 ■ 24년부터 용선수익 1)2021~22년 수준유지, 2)20% 할인, 3)20% 할증, 4)30% 할증 적용

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

VLCC 투자 결정의 IRR 비교 – 중고선 매입 vs 신조선 발주



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

기대 2) 발주 매력도 증가 - 투자 Simulation ② 중고선 매입 < 신조 발주

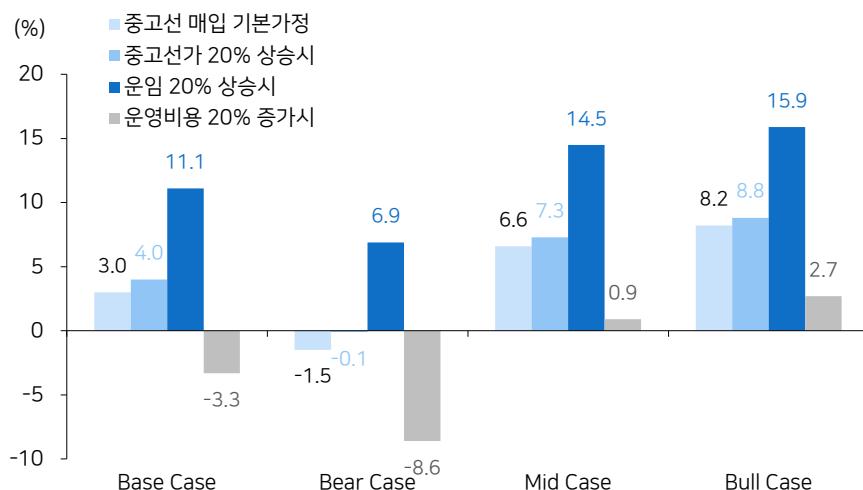
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

운임 20% 상승 시, 중고선 매입 수익률 상승 우위

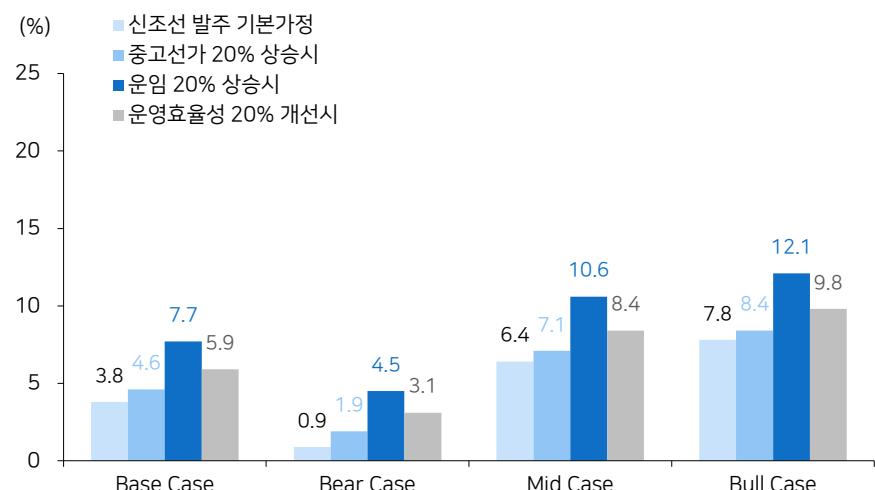
운영비용 20% 증감 시 신조선 발주가 상대적 우위

- 중고선 매입: 운임 20% 상승 시 IRR 6.9~15.9%로 상승, 운영비용 20% 증가 시 IRR -8.6~2.7%로 악화
 → 매입 후 중고선가 20% 상승 시 IRR은 초기대비 0.6~1.4% 상승(IRR -0.1~8.8%)
 → 매입 후 환경규제나 연비효율성 문제로 운영비용 20% 증가 시 IRR은 초기대비 -5.5~7.1% 하락
- 신조선 발주: 건조 후 운임 20% 상승 시 IRR 3.6~4.3% 상승(IRR 4.5~12.1%)
 → 매입 후 중고선가 20% 상승 시 IRR은 초기대비 0.6~1.0% 상승(IRR 1.9~8.4%)
 → 매입 후 운영효율성 20% 개선 시 IRR은 초기대비 2.0~2.2% 상승

VLCC의 중고선 매입 IRR 비교 – 운임 상승 시 수익률 상승 폭 우위



VLCC의 신조선 발주 IRR 비교 – 운영비용 변화 시 상대적 우위



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

17

조선/기계

Part IV

기대 2) 구조조정, 정책 변화, 관성의 탈피

기대 3) 구조 조정 - 반복된 패러다임의 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

80여년 간 반복된 Paradigm Shift, 현재는 '시장 침체-원가 경쟁-구조조정'의 과정 판단

- 단일 발주시장인 조선업은 '기술 경쟁력 확보 → 제품 다양화 → 비가격 경쟁력 우위 → 시장 침체 → 원가 경쟁력 우위 → 구조 조정'의 Paradigm Shift의 과정을 80여년간 반복해 옴
- 일본: 78~80년 1차 구조조정(인력감축 51%), 87~88년 2차 구조조정(인력감축 41%), 2012년 이후 업체간 합병(JMU, Imabari) 및 전략적 제휴(MI-LNG)
- 중국: White List 선정으로 경쟁 열위 업체 구조조정, 중소형업체를 대형업체가 흡수, 국영 양대 기업인 CSSC와 CSIC 합병 추진 중
- 한국: 대우중공업, 한라중공업(현대삼호중공업), 쌍용중공업, 한국중공업 중 한라가 유일한 변화

조선산업의 경쟁 패러다임 변화요인

	40's	50's	60's ~ 80's	90's ~ 00's	2010년 이후
영국	리벳건조공법 채용 원가우위	제품다양화 비가격경쟁력 우위	보조금 지급 국유화 폐쇄	민영화 설비 축소/해외 매각	
서유럽		원가우위	제품 전문화 구조조정	보조금 지급/특수선 특화 파산/폐쇄 증가	
일본		정부의 보호 및 육성 용접에 의한 블록공법 채용	원가우위	제품 다양화/차별화 비가격 경쟁력 우위	
한국			정부의 육성	가격 경쟁력 우위 2000년 이후 제품 차별화	비가격 경쟁력 우위 제품 차별화 본격화
중국				정부의 육성	가격 경쟁력 우위 정부 지원 활성

자료: 산업연구원, 메리츠종금증권 리서치센터

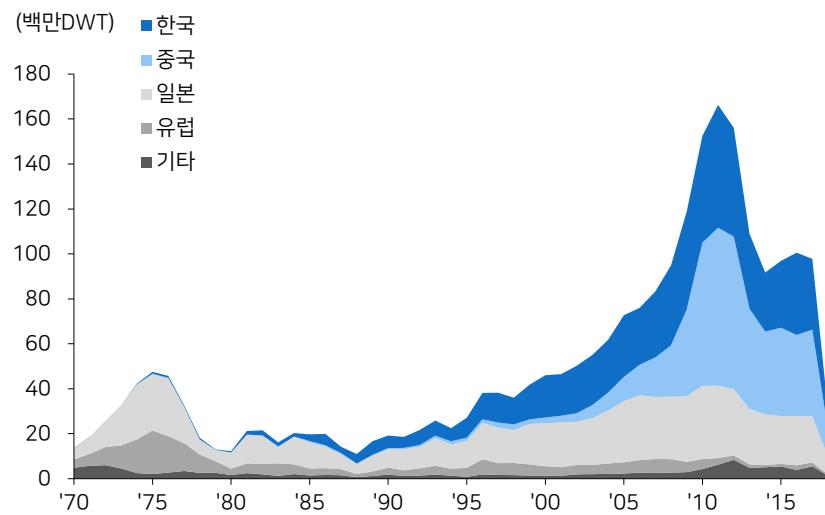
기대 3) 구조 조정 - 반복된 패러다임의 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**2018년 건조 M/S 중국 39%,
한국 29%, 일본 26% - 수주
M/S 한국 43%, 중국 43%으로
양강 체계 고착화**

- 전세계 건조량은 2011년 1.66억DWT로 최고치 기록(2004년 0.62억DWT), 2018년 0.65억DWT 전망
- 2004~11년 평균 인도량 비중은 한국 34.7%, 일본 27.7%, 중국 29.7% → 2012~17년 평균 점유율은 한국 31.6%, 중국 40.4%, 일본 21.5% 기록, 2018년 4월 누계 한국 28.5%, 중국 39.1%, 일본 26.4%
- 2004~11년 평균 수주 점유율은 중국 37.3%, 한국 33.0%, 일본 21.2% → 2012~17년 평균 점유율은 중국 43.3%, 한국 28.8%, 일본 22.0% 기록, 2018년 4월 누계 수주는 한국 43.0%, 중국 43.1%, 일본 11.4%

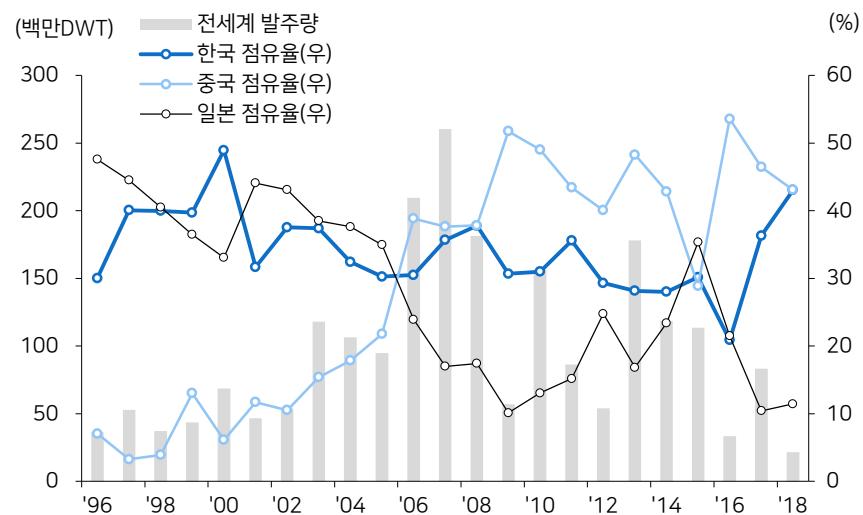
국가별(한국, 중국, 일본, 유럽) 연간 선박 건조량 추이



주: 2018년은 4월 누적 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

전세계 발주량 및 한국, 중국, 일본 조선업계의 수주 점유율 추이



주: 2018년은 4월 누적 기준

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

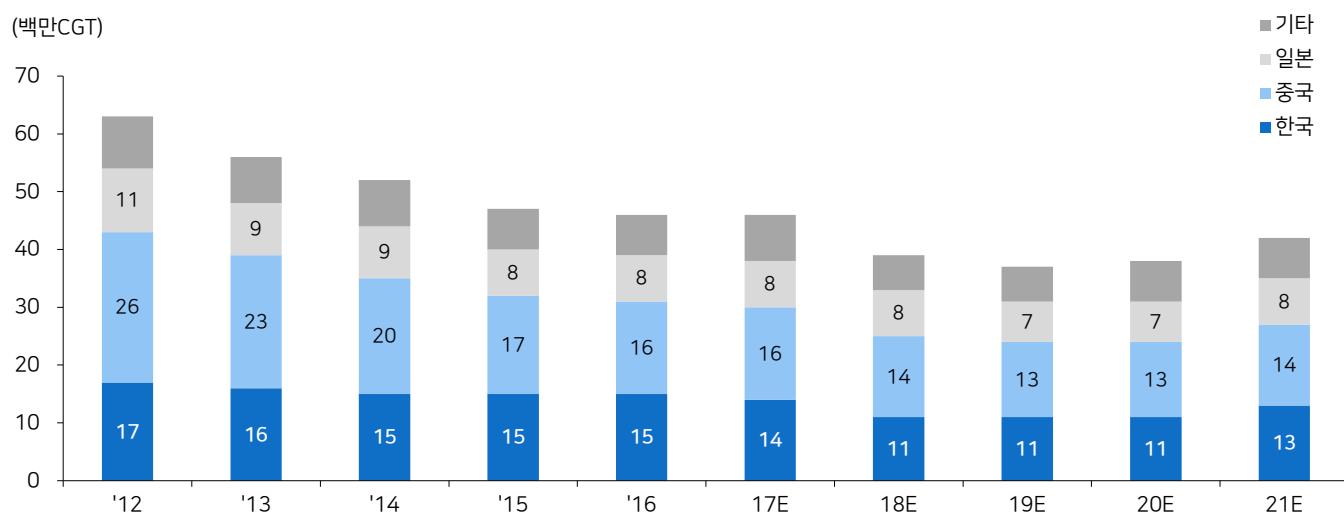
기대 3) 구조 조정 - 전세계 조선업계 건조능력은 2012~19년 40% 축소

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

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
- 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
- 주력 선종 차별화: 한국(탱커, Gas, 컨테이너) vs 중국·일본(벌크선, 탱커) → Gas/컨테이너선 경쟁 우려
→ 2018년 5월 기준, 국내 조선업계의 잔고 중 탱커는 42.5% 가스선(LNG+LPG)의 비중은 30.1%
→ 중국과 일본의 잔고 중 벌크선 비중은 각 35.6%와 30.1%

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



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

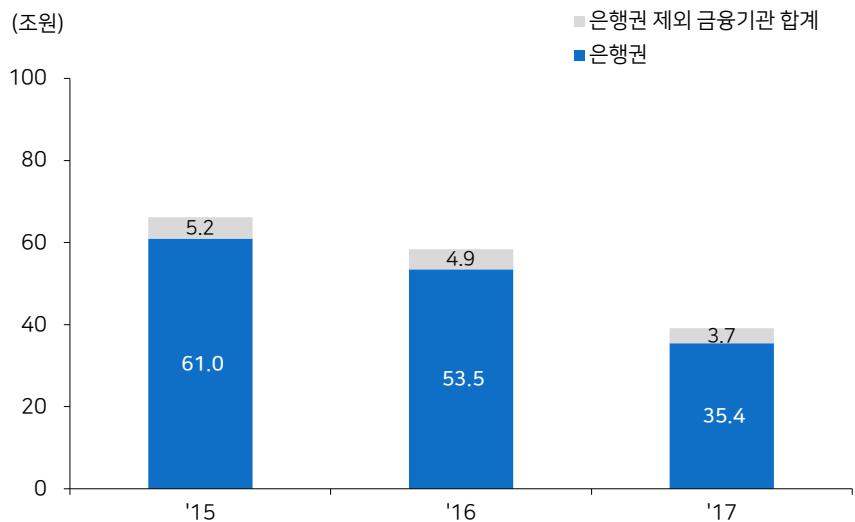
기대 3) 구조조정 - 금융기관의 Exposure 축소, 정책 변화로 마무리 기대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**조선 4사에 대한 국내 금융권
Exposure는 2년간 40.9% 급감,
조선업계의 구조조정, 자산매각
을 통한 재무구조 개선의 과정**

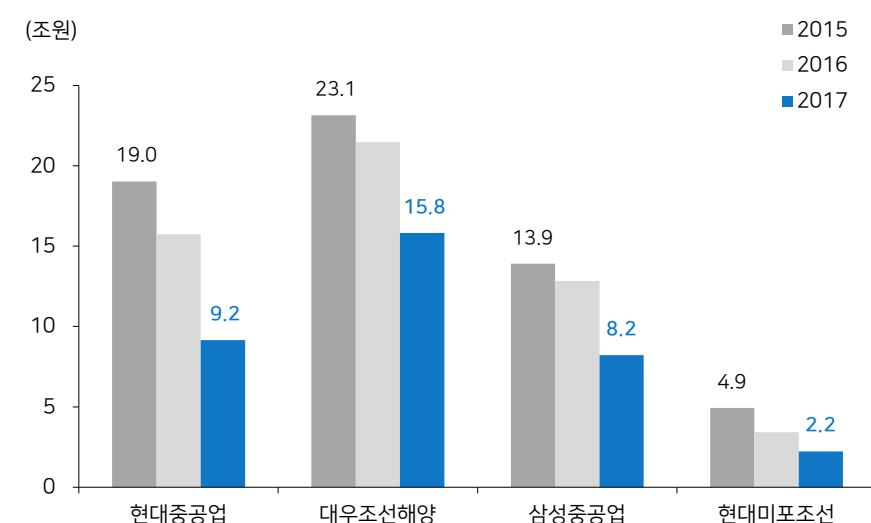
- 조선 4사(현대, 삼성, 대우, 미포)에 대한 금융기관의 총 Exposure(대출, R/G 등)는 2015년 66.2조원에서 2017년 말 39.1조원으로 40.9% 급감. 이 중 은행권의 비중은 2015년 92.1%에서 2017년 90.6% 수준
- 현대중공업 은행권 Exposure는 2015년 19.0조원에서 2018년 1월 9.4조원으로 50.8% 급감(R/G 6.0조원)
- 삼성중공업 은행권 Exposure는 2015년 13.9조원에서 2018년 1월 8.1조원으로 41.6% 급감(R/G 5.5조원)
- 대우조선 은행권 Exposure는 2015년 23.1조원에서 2018년 1월 15.3조원으로 33.7% 감소(R/G 9.9조원)
- 2014년부터 대규모 영업 손실이 발생하면서 조선업계는 구조조정과 자산매각 진행, 금융권은 Exposure 축소를 통한 여신 건전성 확보 → 4월 5일 정부의 조선업 지원책 발표, Exposure 축소 중단을 기대

국내 은행권, 금융기관의 조선 4사 Exposure 합계 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 연도말 합산 기준
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 은행권의 조선 4사별 Exposure 합계 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 각 연도말 기준
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

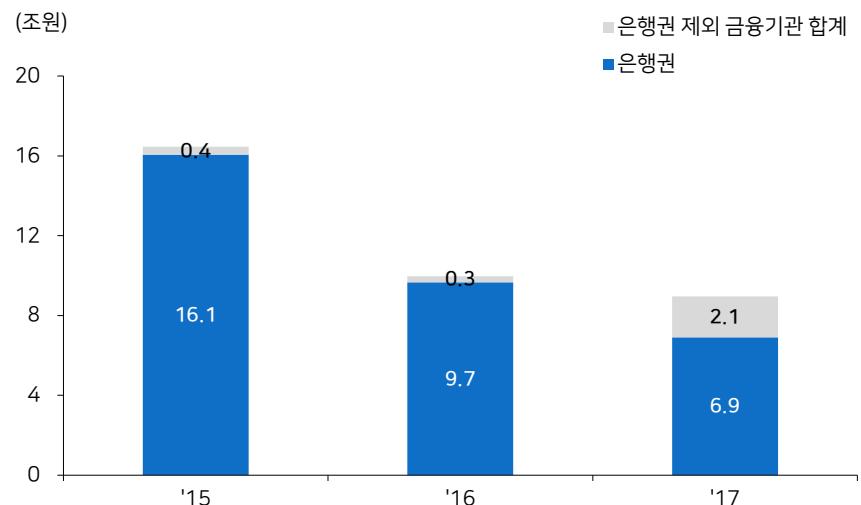
기대 3) 구조 조정 - 중소조선업계 Exposure 축소는 마무리 단계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

중소조선업계에 대한 금융권
Exposure는 2년간 45.5% 급감,
STX, 성동, SPP 구조조정 과정
제외 시 여신축소는 마무리 중

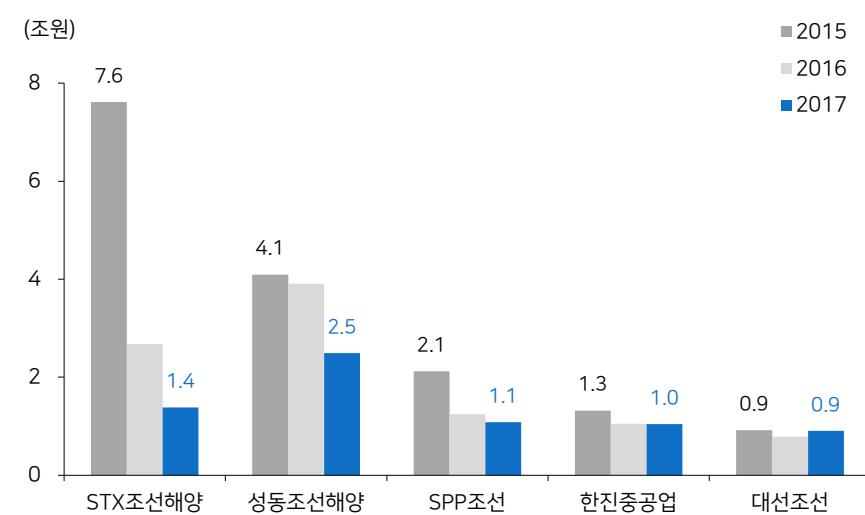
- 중소 조선업계(한진, 대선, 성동, STX, SPP)에 대한 금융기관의 총 Exposure(대출, R/G 등)는 2015년 16.5조원에서 2017년 말 9.0조원으로 45.5% 급감. 은행권 비중은 2015년 97.6%에서 2017년 77.0% 수준
- 가동 중단·법정관리·구조조정 과정에 있는 성동조선해양, STX조선해양, SPP조선 3사의 비중은 2015년 총 Exposure의 86.1%, 2017년 71.8%로 절대적
- 3사를 제외한 한진중공업과 대선조선의 Exposure는 2015~17년 동일 수준을 유지, 중소조선업계에 대한 금융기관의 Exposure 축소는 마무리 단계로 판단

국내 은행권, 금융기관의 중소형 조선사 Exposure 합계 추이



주: 중소형 조선사는 한진중공업, 대선조선, 성동조선해양, SPP조선, STX조선해양 합산
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 은행권의 중소형 조선사 Exposure 합계 추이



주: 한진중공업, 대선조선, 성동조선해양, SPP조선, STX조선해양의 각 연도말 기준
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

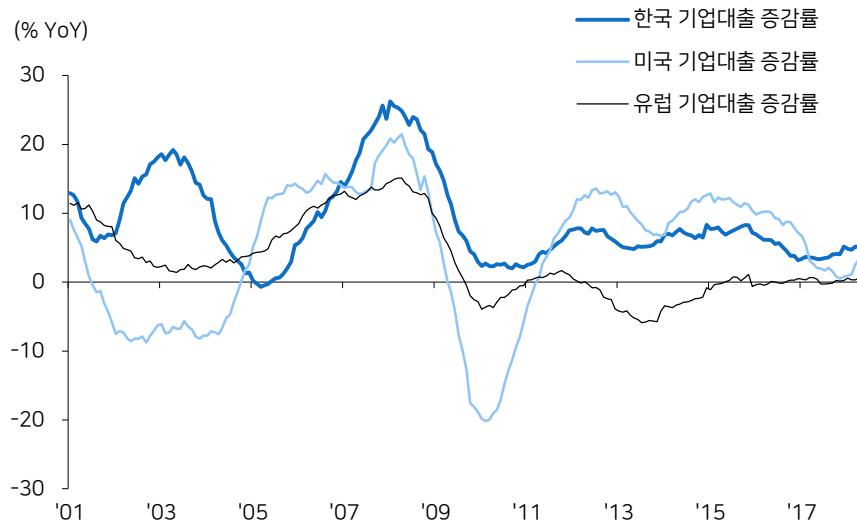
기대 3) 구조조정 - 구조조정 이후, 금융기관의 Exposure 확대 필요

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

국내 기업대출은 증가세 지속,
수주잔고 증가를 위해서는 R/G
한도 확대가 필수 요소

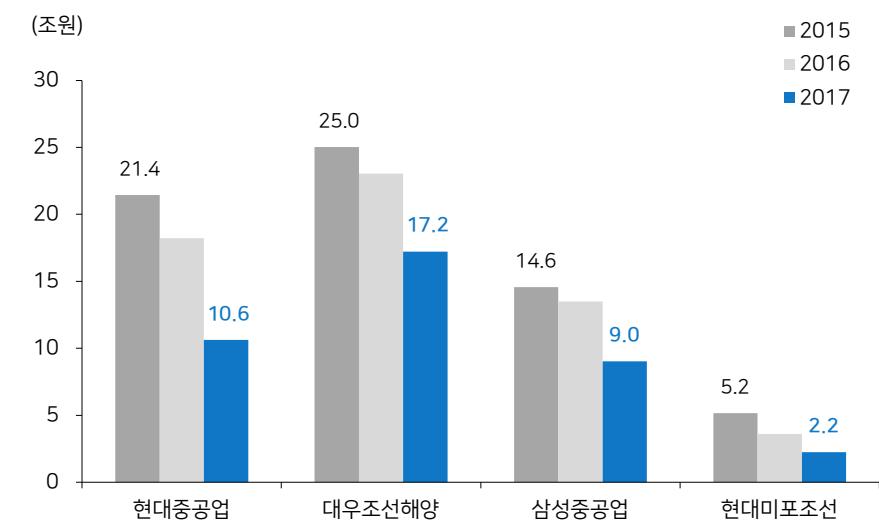
- 2018년 4월 한국의 기업대출은 806.5조원으로 전년 동기 대비 5.1% 증가(한국은행), 미국과 유럽의 기업대출도 각각 3.3%, 0.6% 증가
- 반면, 조선업종에 대한 Exposure는 1년 간 금융기관 전체 -33.0%, 은행권은 -33.7%로 축소된 상황
- 선수금환급보증(R/G)은 건조과정에서 보증규모가 증가하고, 인도 시 소멸되는 구조
- 조선업체의 Default에 따른 R/G Recall 리스크, 업계의 재무건전성(자산매각, 유상증자) 노력으로 해소
- 단순히 연간 수주액의 60%를 R/G Exposure로 가정하면(인도잔금 40% 가정), 10조원 매출액을 유지하기 위해서 6조원 규모의 R/G 한도 필요 → 수주잔고 증가를 위해서는 Exposure 확대가 필수적

한국, 미국, 유럽 기업대출 증감률 추이



자료: 한국은행, FED, ECB, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 금융기관의 조선 4사별 총 Exposure 합계 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 각 연도말 기준

자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 3) 구조조정 - 고통스런 인력감축, 매출 증가가 필수적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_미지수, 관성과 기대

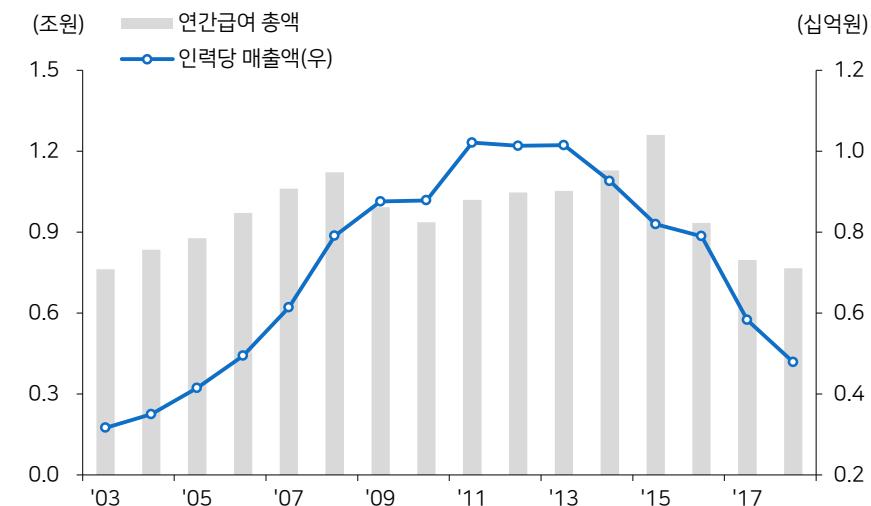
**실적악화 이전인 2006~13년
매출대비 급여액 비중은 평균
8.8% 수준, 2017년은 10.7%로
생산성 유지를 위해 매출액
8.7조원으로 증가 필요로 추정**

- 2018년 현대중공업의 조선, 해양사업부의 합산 예상 매출액은 5조 8,527억원(-21.1% YoY)
- 2018년 본사 조선, 해양사업부문 직영인력을 12,231명으로 가정, 2018년 급여액은 전년 동일수준 가정
- 조선, 해양사업부문의 매출 대비 급여총액 비중은 2013년 7.1%에서 2017년 10.7%, 2018년 13.1% 전망
- 직영인력 당 매출액은 2011년 10.2억원에서 2017년 5.8억원, 2018년 4.7억원으로 감소 예상
- 외주 비중과 생산성 요인 등을 배제한 단순 산술기준으로 오차는 존재하나, 생산성 하락 추세는 확인
- 2006~13년 평균 매출액 대비 급여비중 8.8%으로 회귀하려면, 매출액은 8.72조원으로 증가가 필요

현대중공업의 조선, 해양 사업부의 매출액 및 연간급여 총액 비중 추이



현대중공업의 조선, 해양 사업부의 연간급여 총액 및 인력당 매출액 추이



주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2003~08년 조선, 해양 사업부 연간급여는 사업부 매출비중 만큼 가정 / 주3: 2009~14년은 조선, 해양 사업부 연간급여 합산 / 주4: 2015~18년은 조선, 해양 사업부 직원 비중만큼 연간급여 추정 / 주5: 2018년 매출액은 조선, 해양 사업부 가이던스 합산
자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2003~08년 조선, 해양 사업부 연간급여는 사업부 매출비중 만큼 가정 / 주3: 2009~14년은 조선, 해양 사업부 연간급여 합산 / 주4: 2015~18년은 조선, 해양 사업부 직원 비중만큼 연간급여 추정 / 주5: 2018년 매출액은 조선, 해양 사업부 가이던스 합산
자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

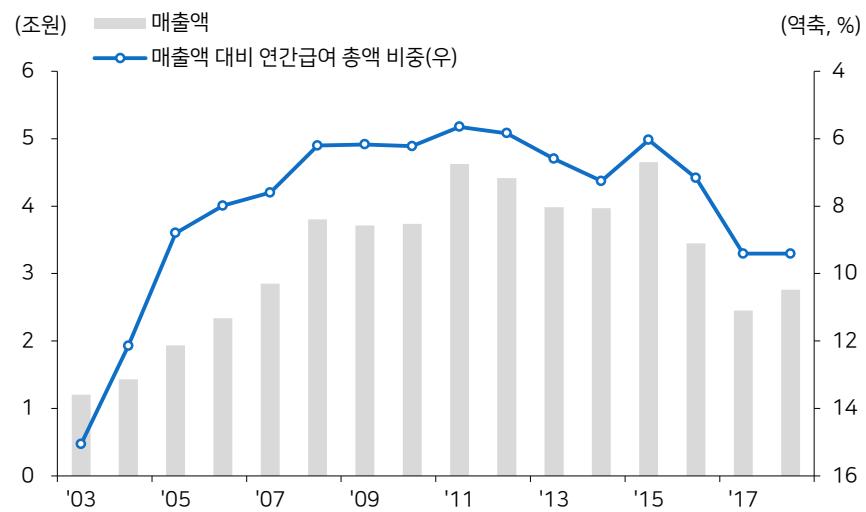
기대 3) 구조조정 - 고통스런 인력감축, 매출 증가가 필수적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**현대미포조선의 매출액 대비
급여 비중은 9.4% 수준, 인당
생산성은 2017년 저점 통과**

- 2018년 현대미포조선의 매출 가이던스는 2조 7,600억원(+12.5% YoY)
- 현대미포조선은 올해 매출액이 증가하는 유일한 조선사, 희망퇴직 진행 시 추가 감원의 가능성은 존재하나 규모는 크지 않을 전망. 2018년 직영인력은 2017년과 동일한 3,212명으로 가정
- 매출액 대비 급여총액 비중은 2011년 5.6%에서 2016년 7.2%, 2017~18년 9.4% 전망
- 직영인력 당 매출액은 2015년 12.9억원에서 2017년 7.6억원, 2018년 8.6억원으로 증가세 전환 예상
- 다른 요인을 배제한 산술기준으로 오차는 존재하나, 생산성은 2017년을 저점으로 회복 기대

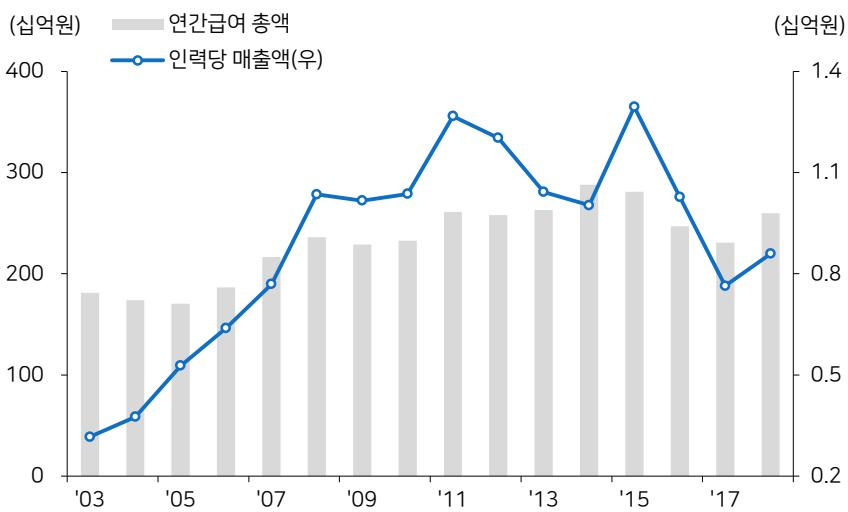
현대미포조선의 매출액 및 연간급여 총액 비중 추이



주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2018년 매출액은 가이던스 기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

현대미포조선의 연간급여 총액 및 인력당 매출액 추이



주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2018년 매출액은 가이던스 기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

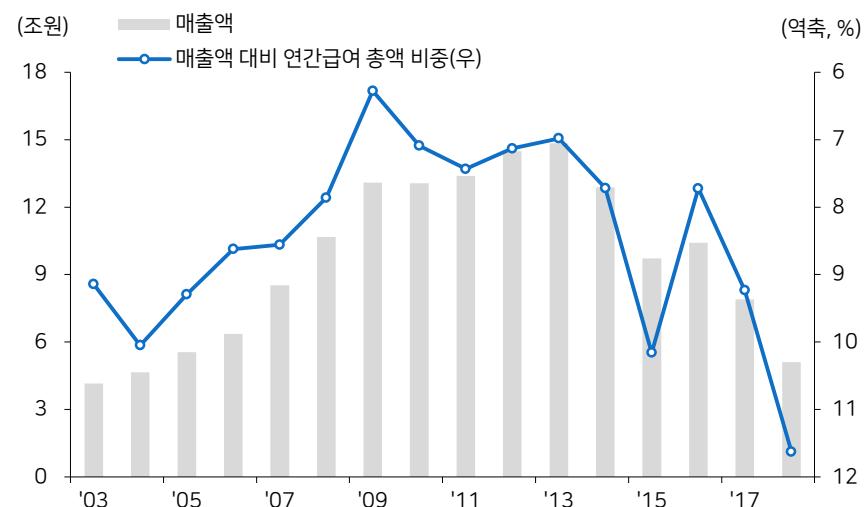
기대 3) 구조조정 - 고통스런 인력감축, 매출 증가가 필수적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

매출 10조원대를 기록한 2008~14년 매출대비 급여액 비중은 평균 7.2%, 생산성 유지를 위해 매출 8.2조원 증가 필요로 추정

- 삼성중공업의 2018년 매출액 가이던스는 5조 1,000억원(-35.5% YoY)으로 2005년 수준으로 회귀
- 삼성중공업이 주채권은행에 제출한 자구안은 2015년 말 직영인력 13,974명 대비 최대 60% 수준인 8,384명까지 인력감축을 목표, 2017년 말 기준 10,680명으로 추가 구조조정 가능성 존재
- 2018년 직영인력을 8,680명으로 추정, 인당 급여액은 전년과 동일하다고 가정
- 매출액 대비 급여총액 비중은 2015년 10.2%에서 2017년 9.2%, 2018년 11.6% 전망
- 직영인력 당 매출액은 2013년 11.0억원에서 2017년 7.4억원, 2018년 5.9억원으로 감소 예상
- 2008~14년 평균 매출액 대비 급여비중인 7.2%로 회귀하려면, 매출액은 8.22조원으로 증가가 필요

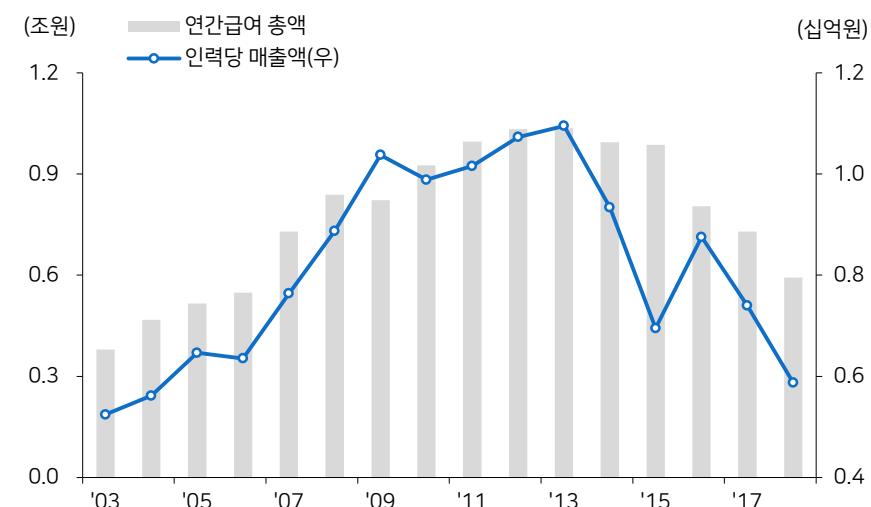
삼성중공업의 매출액 및 연간급여 총액 비중 추이



주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2018년 매출액은 가이던스 기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성중공업의 연간급여 총액 및 인력당 매출액 추이



주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2018년 매출액은 가이던스 기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

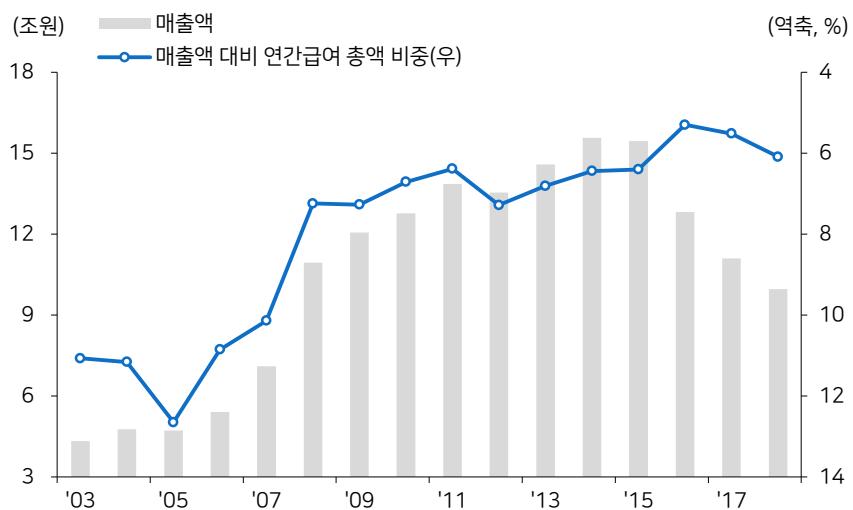
기대 3) 구조조정 - 고통스런 인력감축, 매출 증가가 필수적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

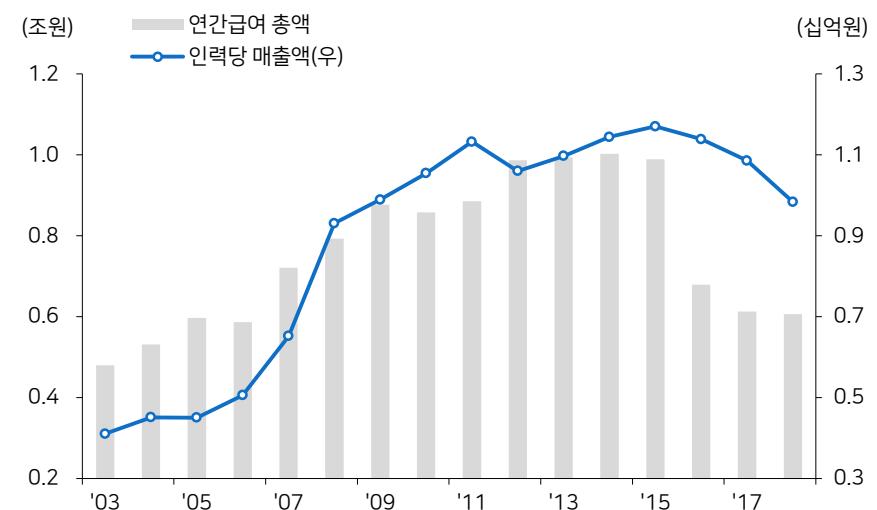
대우조선해양은 Big 3 중 매출 감소 폭이 가장 작고, 분식 이슈 이후 급여액이 빠르게 감소. 매출 유지를 위한 수주가 과제

- 대우조선해양의 2018년 매출액 가이던스는 9조 9,606억원(-10.3% YoY)
- 대우조선해양의 자구계획안은 2015년 말 기준 직영인력 13,199명에서 2018년 말 기준 9,000명으로 축소 포함. 4월 말 기준 23.5억달러를 수주하며 수주목표 73억달러 대비 32.2% 달성
- 2018년 직영인력을 9,226명으로 가정, 인당 급여액은 전년과 동일하다고 가정
- 매출액 대비 급여총액 비중은 2012년 7.3%에서 2017~18년 5.5% 전망
- 직영인력 당 매출액은 2015년 11.7억원에서 2017년 10.9억원, 2018년 10.8억원으로 안정적 유지 예상
- 2015년 분식 회계 이슈 이후 급여액이 빠르게 감소, 매출액 유지를 위한 수주가 해결 과제

대우조선해양의 매출액 및 연간급여 총액 비중 추이



대우조선해양의 연간급여 총액 및 인력당 매출액 추이



주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2018년 매출액은 가이던스 기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

주1: 연간급여는 직영인력 기준 / 주2: 2018년 매출액은 가이던스 기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

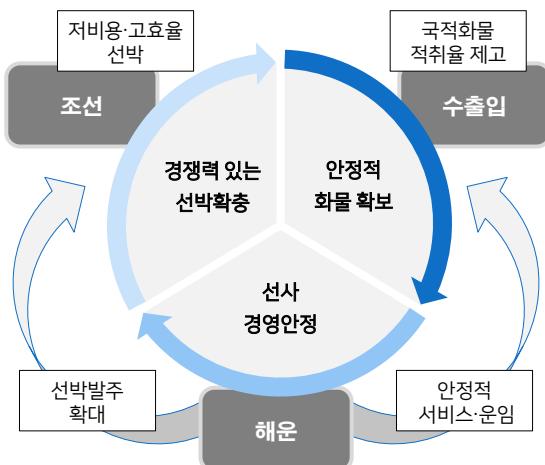
기대 4) 정책 변화 - '해운재건 5개년 계획', '조선산업 발전전략'

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

정부의 '해운재건 5개년 계획'과
'조선산업 발전전략' 모두
조선업에 긍정적인 영향 기대

- 정부는 4월 5일 '해운재건 5개년 계획'과 '조선산업 발전전략'을 발표, 정책 지원에 대한 의지 표명
- 해운재건 5개년 계획은 '국적화물 적취율 제고' → 해운사 경영안정 → 경쟁력 있는 선박확충'의 선순환 도모. 해운재건은 대형컨테이너선 20척 포함 2020년까지 200척 발주, 공공발주는 5.5조원 규모 계획
- 조선업 발전전략에서는 대형사와 중소 조선사의 경쟁 및 사업구조 개편을 통해 경쟁력을 제고하고, 해운재건 계획과 연계해 선박 발주 확대를 목표. 조선-해운-금융간 상생을 강조했다는 점이 중요
- 두 정책 모두 조선업에 긍정적인 영향이 기대, 정부 정책지원과 업계 구조조정이 시너지로 작용할 전망

해운재건 추진방향



자료: 해양수산부, 메리츠종금증권 리서치센터

조선업 발전전략 6대 추진 전략

경쟁 및 사업구조 개편

- 대형 3사: 시장 자율적 개편을 통한 구도 변화
- 중견사: 구조조정 추진 및 기업간 제휴·협력
- 선박 수리·개조 및 서비스 경쟁력 강화

중소형 조선사 경쟁력 제고

- (R&D) 중소형 선박 설계, 중소조선사 적합 생산기술 개발
- (설계) 고속 및 고부가 선박 설계지원센터 구축
- (생산) 스마트 K-Yard 프로젝트 추진

선제적 시장창출 및 해외시장 개척

- LNG연료추진선 등을 중심으로 수요 창출 추진
- 해운 재건계획 연계 수주 및 공공발주(국방, 해경 등) 확대
- 新북방, 新남방을 통한 중장기 시장 개척

미래를 위한 투자(친환경 및 자율운항 선박)

- 자율운항 선박 개발 및 운항성공('22년)
- 노후 예인선의 LNG추진선 전환 사업(항만 미세먼지 저감)
- 친환경 기자재 실증 프로젝트 추진(예타)

상생 성장을 통한 산업 생태계 강화

- 조선-해운-금융 상생 시스템 구축
- 신기술 기자재 공동개발 확대
- 조선 밀집지역 선순환 발전모델 구축
- 방산분야 상생의 제도개선(보증, 자체상금)

일자리 유지 및 양질의 일자리화

- 시황회복에 대비한 고용 안정화(특별고용지원 연장 등)
- 설계, 첨단 제조 등으로 양질, 청년, 지역 일자리 창출
- 수주회복에 맞춰 대형 3사 중심 청년 채용 확대

자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

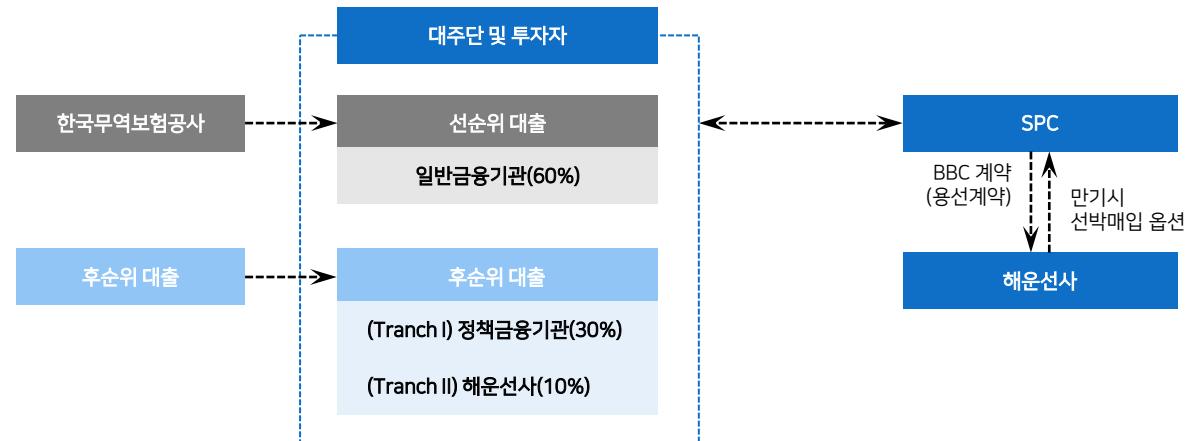
기대 4) 정책 변화 - 해운 재건 5개년 계획, 현대상선 발주가 첫 스타트

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

국내 컨테이너 선사들의
실적 부진은 2017년에도 지속
: 장기 경쟁력 강화 방안이 필요

- 선대 확충과 낮은 개별 선가를 위한 조건: 1) 낮은 선가(감가상각비)와 2) 낮은 조달비용(이자비용) 필요
→ 2018년 2월 기준 72.1pt로 저점 대비 6.4% 반등했으나 여전히 낮아 발주하기에 좋은 상황으로 판단
다만, 현재 업황과 재무구조를 감안하면 회사의 신용도를 활용한 일반적인 선박금융 활용은 어려움
→ 정책금융지원 불가피 (사례) 현대상선의 VLCC 5척 발주 – 신조지원 프로그램
- 지난 12월 '한국해양진흥공사법'이 국회를 통과, 2018년 7월에 출범 예정
→ 금융지원을 넘어선 자국화물 선취율('15년 31.5% → '17년 13%) 확대 등 정책 지원도 동반될 필요성
→ 2018년 4월 해운 재건 5개년 계획을 통해 금융지원과 정책 지원 방향성 제시

정부의 해운산업 지원 정책의 일환으로 조성된 '신조지원 프로그램'



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

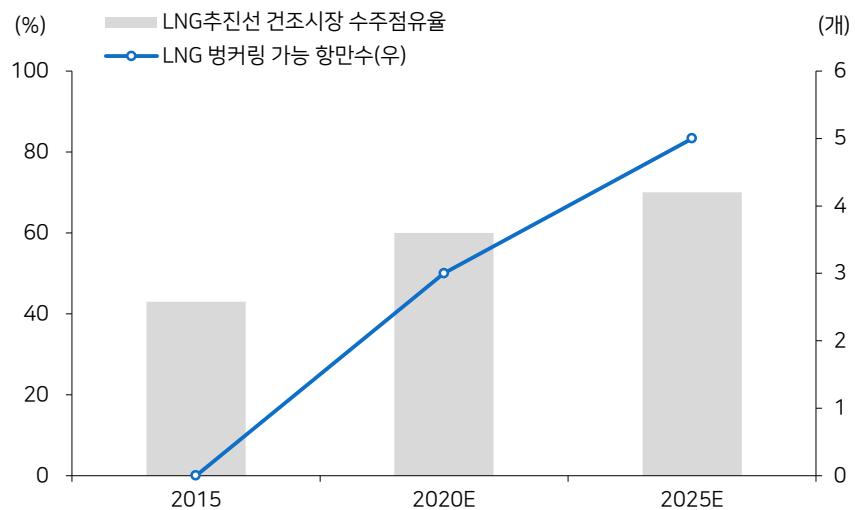
기대 4) 정책 변화 - LNG에 대한 투자 지원

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

해양수산부, 2025년까지 LNG 추진선 건조시장에서 점유율 70% 확보와 LNG벙커링이 가능한 항만 5개로 확장할 계획

- 해양수산부는 현재 LNG 벙커링 시장이 초기 단계이나, 2025년에는 300억달러 시장으로 성장을 전망
- 한국은 세계 1위의 LNG 벙커링선 건조 기술을 보유했고, 세계 3위 LNG 수입국으로 LNG 인수기지를 활용할 수 있다는 여건을 보유 → 개화하는 LNG 벙커링 시장에 적극적으로 대응할 계획
- 2025년까지 LNG 추진선 건조시장에서 70%의 점유율을 확보하고, 벙커링 가능 항만을 5개로 확장 계획
- 부산시는 1월 해양수산부의 'LNG 벙커링 기자재 시험평가 설비 및 시험기술개발' 사업을 부산에 유치, 2030년에는 부산항에서 연간 4조원 대의 LNG 벙커링 시장을 전망

정부의 LNG추진선 연관산업 육성방안의 정책 목표



자료: 해양수산부, 메리츠종금증권 리서치센터

부산 LNG 벙커링 기자재 시험평가 설비센터 조감도



자료: 부산시, 메리츠종금증권 리서치센터

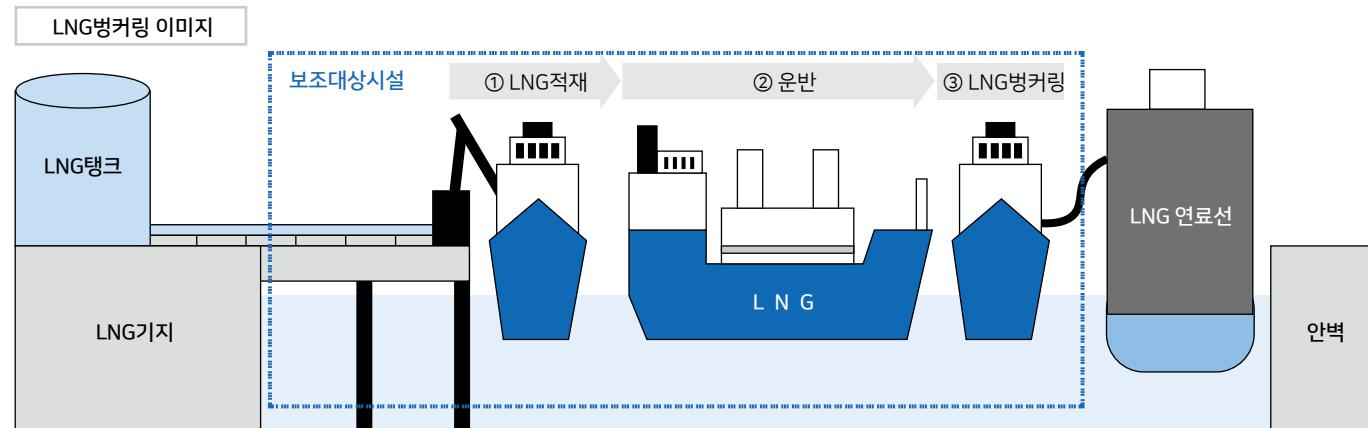
기대 4) 정책 변화 - LNG에 대한 투자 지원

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

LNG 추진선은 LNG벙커링을 통해 연료를 공급, 육상 벙커링 시설 건설보다는 LNG 벙커링 선박 건조가 현실적인 대안

- LNG 벙커링은 LNG 추진선에 LNG 연료를 공급, 육상기반의 장비나 부유식 장비로 가스연료 주입
- 벙커링 방식에는 Ship to Ship, Truck to Ship, Terminal to Ship, Portable Tanks 등이 있음
- 대표적인 Ship to Ship 방식은 'LNG 탱크 → LNG 벙커링선 → LNG 추진선' 순으로 연료를 주입
- LNG 추진선은 2020년 IMO 환경규제에 대응하기 위해 건조, 건조기간 2년을 감안하면 육상 벙커링 시설의 건설보다는 LNG 벙커링선 건조가 현실적 → 벙커링 방식은 Ship to Ship 방식 가능성 높음

LNG 벙커링 개요도[Ship to Ship]



자료: 한국LNG벙커링산업협회, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 4) 정책 변화 - LNG에 대한 투자 지원

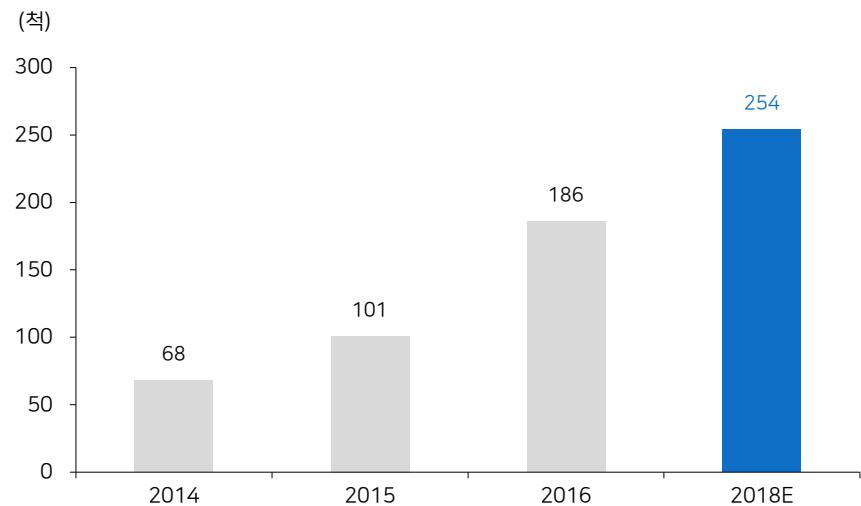
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

산업통상자원부, 5월 17일
'LNG 추진선박 연관 산업
활성화 방안' 발표

1) LNG 추진선 발주, 2) LNG
벙커링 시장 활성화 목표

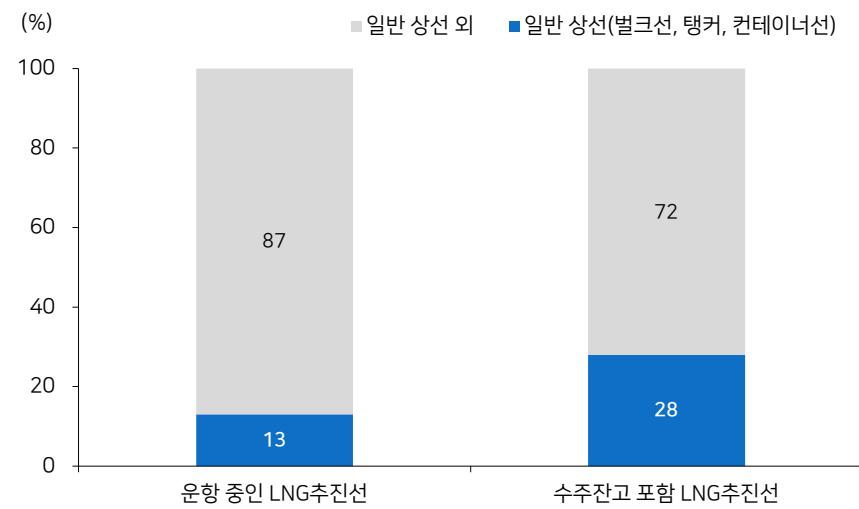
- 산업통상자원부는 2018년 5월 17일 'LNG 추진선박 연관 산업 활성화 방안' 발표, 주된 정책 목표는 1) LNG 추진선 발주 확대와 2) LNG 벙커링 시장 활성화 유도
- DNV GL에 따르면 전세계 LNG 추진선은 2018년 5월 기준 254척으로, 일반 상선 부문도 발주 증가 중
- 국내 선사는 기존 선박 대비 20% 비싼 LNG 추진선 선가와 국내에 부족한 LNG 연료공급 체계로 발주에 소극적 → 공공과 민간에 폐선 보조금을 확대하고, 선도적 인프라 투자를 통해 LNG 인프라 구축 계획
- 한국가스공사는 통영기지 LNG선적설비, LNG수송선 건조 등 투자를 추진하고 있음
- 산업통상자원부는 도시가스사업법에 '선박용 천연가스사업(가칭)'을 신설해 벙커링 시장 활성화 노력

글로벌 LNG추진선 현황



주: 2018년은 5월 기준
자료: DNV GL, 메리츠종금증권 리서치센터

운항 중인 LNG 추진선 중 일반 상선(벌크선, 탱커, 컨테이너선) 비중



자료: DNV GL, 메리츠종금증권 리서치센터

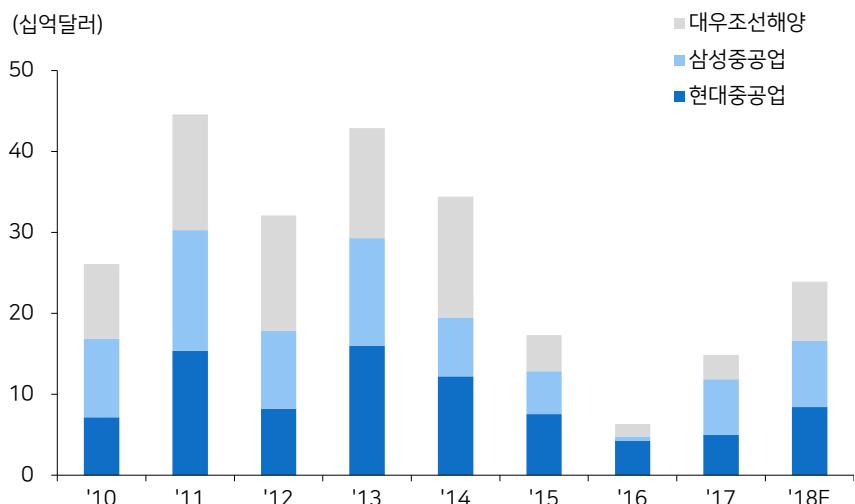
기대 5) 관성의 탈피 - 수주 회복과 재무 건전성 확보

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**Big3 수주액 16년 \$63억,
18년 목표 \$239억 개선. 선가
반등, 미청구공사는 30% 감소,
자본확충 후 위기전 수준 회복**

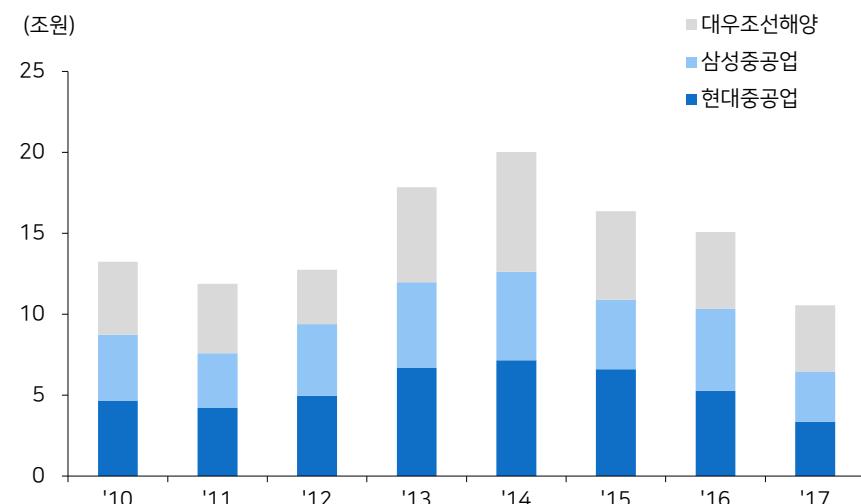
- 2018년 조선 3사(현대, 삼성, 대우) 조선+해양사업부 합산 수주목표는 239.1억달러(+61.0% YoY)
- 6월 8일 기준 Clarksons중고선가지수 100p, 신조선가지수 128p(2004년 1분기 말 수준과 동일)
- 반면, Heavy Tail과 인도지연 등에 따른 미청구공사액은 2017년 말 기준 전년대비 4조 5,332억원 감소한 10조 5,415억원(-30.1% YoY), 수주는 반등세 전환되었고 미청구공사액 리스크는 감소 중
- 1분기 기준 현대중공업의 미청구공사/자본비율(연결기준) 0.19배, 삼성중공업은 0.38배(증자 반영), 대우는 0.95배 수준. 3사 합산 미청구공사는 2008년 이후 최저수준으로 안정화, 재무리스크 해소 중

국내 조선 3사의 조선+해양사업부 수주액 추이



주: 2018년 수주는 각 회사의 본사 목표치 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

국내 조선 3사의 미청구공사액 추이



주: 미청구공사는 각 회사의 연결재무제표 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

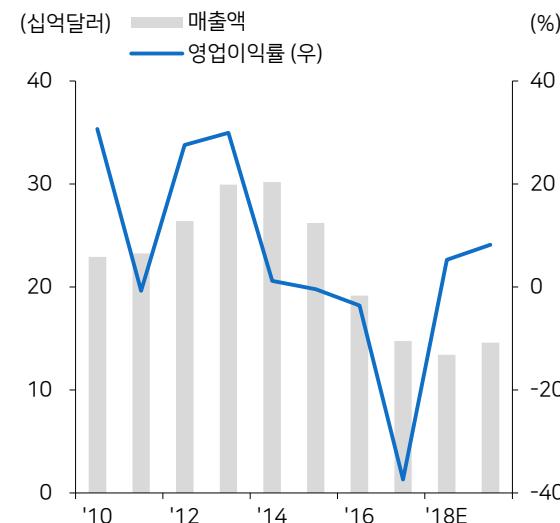
기대 5) 관성의 탈피 - Offshore 업계는 2017년 저점 통과

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

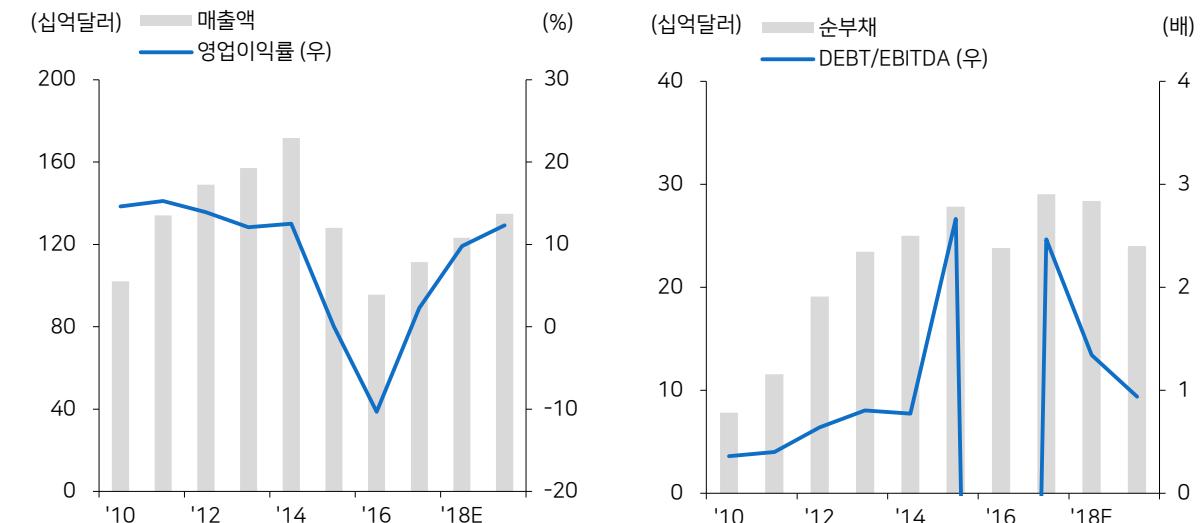
4년간 체력을 비축해 둔 Oil Major와 Service 업계, 2017년 저점으로 턴어라운드 진행 중

- 전세계 Top 7 해양시추업체(Driller)들의 합산기준 영업이익률은 2015년 -0.4%, 2016년 -3.6%, 2017년 -37.4%를 기록하면서 급격히 악화 → 2018년 예상 영업이익률 5.3%, 2019년 8.2%로 턴어라운드 유력
- 전세계 Top 10 해양개발 서비스업체들의 영업이익률은 2015년 0.1%, 2016년 -10.3%를 기록한 이후 2017년 2.3%, 2018년 9.8%, 2019년 12.3%로 턴어라운드 진행 중
- Offshore Service 업체들의 Debt/EBITDA 배율도 2017년 2.5배에서 2018년 1.3배, 2019년 0.9배로 안정화 → Oil Major의 CAPEX 재개로 수주 증가세 전환, 해양시추설비의 공급과잉 우려는 하반기 해소 예상

Global Driller 7개 업체 합산실적 추이 및 전망



Global Offshore Service 10개 업체 합산실적 추이 및 전망



주: Ocean Rig, Diamond, Noble, Ensco, Transocean, Seadrill
합산 수치 / 자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

주: Halliburton, Schlumberger, Baker Hughes, TechnipFMC, Saipem, National Oilwell Varco, SBM Offshore, Sembcorp Marine, Subsea 7, McDermott 합산 수치 / 자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

기대 5) 관성의 탈피 - 중국 조선업계, 위협적이나 비관적이진 않음

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

CSSC + CSIC 그룹 합산 Capacity는 3,012만DWT

Vs. 국내 조선 5사 합산 Capacity는 4,002만DWT

- 지난 4월, Bloomberg와 TradeWinds는 중국 국무원이 국영 조선그룹 CSSC와 CSIC 그룹의 합병을 예비 승인했고, 두 그룹의 결합으로 글로벌 발주가 합병된 그룹으로 몰릴 수 있다고 보도
- Clarksons 'China Shipbuilding Weekly'에 따르면 CSSC와 CSIC에는 각 10개 조선사가 속함
- Capacity(연간 최대인도량) 기준 CSSC와 CSIC 합산 3,012만DWT로, 국내 조선 5사 합산 대비 75% 수준

국내 조선사와 중국 CSSC, CSIC 그룹 소속 조선사 비교

(천DWT)	조선사	Capacity	인도량(2017년)	수주잔고
CSSC (10개 조선사)	Shanghai Waigaoqiao	5,633	5,633	13,304
	Hudong Zhonghua	2,083	1,244	2,478
	GSI Nansha	1,891	1,891	3,675
	Huangpu Wenchong	1,031	614	709
	Chengxi Shipyard	1,772	1,137	1,861
	SCS Shipbuilding	2,970	605	1,188
	Jiangnan SY Group	835	520	582
	Shanghai Shipyard	1,142	374	493
	GSI Liwan	835	451	-
	Chengxi Yangzhou	-	-	30
CSIC (10개 조선사)	Dalian Shipbuilding	6,058	2,535	7,934
	Beihai Shipyard	1,826	1,784	6,100
	Tianjin Xingang HI	719	535	1,391
	Wuchang SB Group	66	34	315
	Bohai Shipbld.	2,230	1,088	2,047
	Shanhaiguan SB	815	374	493
	Qingdao Wuchuan HI	208	13	373
	DSIC Dev General	-	-	258
	DSIC Offshore	-	-	100
	Chongqing Chuandong	2	2	2
중국 CSSC, CSIC 그룹 합산		30,116	18,834	43,333
HHI	현대중공업	12,341	5,646	18,358
	현대삼호중공업	5,920	4,976	5,701
	현대미포조선	3,332	1,704	2,499
SHI	삼성중공업	8,712	4,653	7,407
DSME	대우조선해양	9,719	5,948	13,388
국내 조선 5사 합산		40,024	22,927	47,353

주1: 수주잔고는 2018년 4월 기준, 주2: Capacity는 각 조선소의 최대 인도량을 기준
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 81

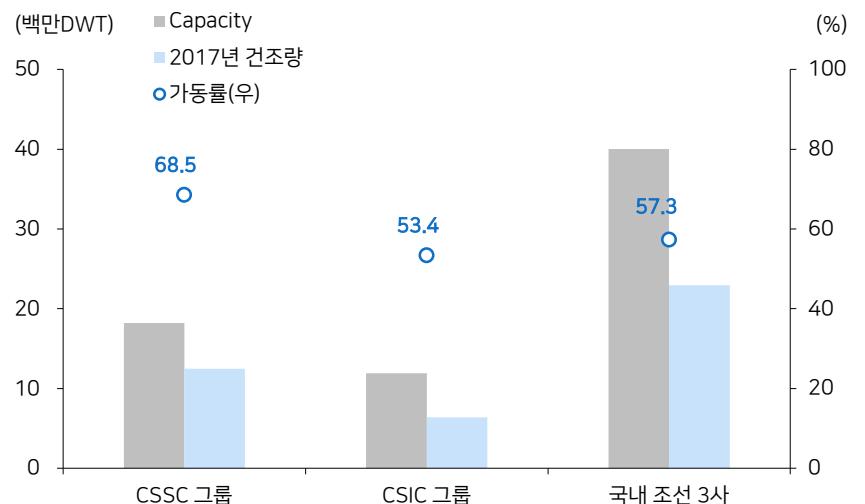
기대 5) 관성의 탈피 - 중국 조선업계, 위협적이나 비관적이진 않음

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**CSSC와 CSIC 그룹의 합병 시
시너지는 1+1=2로 계량화되기
어려움. Capa 측면에서 조선
3사의 경쟁력 약화 리스크 낮음**

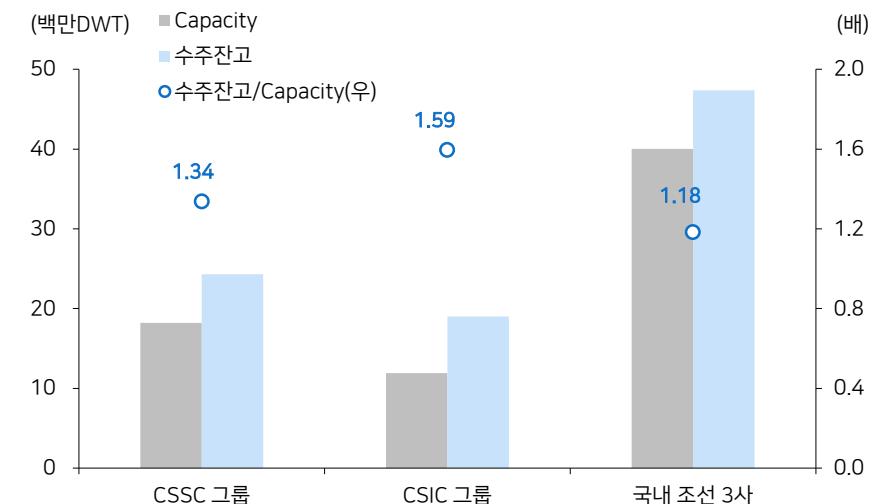
- 중국의 CSSC와 CSIC 그룹이 합병에 성공하면 국내 조선업의 위기로 이어질 수 있다는 근거 → 합병된 그룹이 규모의 경제로 글로벌 발주를 빨아들일 수 있다는 시각
- Capacity를 비교했을 때 국내 조선 3사가 CSSC, CSIC 그룹보다 더 크지만, 수주잔고를 Capacity로 나눈 비율을 비교하면 CSSC는 1.34, CSIC는 1.59인 반면 국내 조선 3사는 1.18로 더 낮은 상황
- 5.6백만DWT Capa의 상해외고교조선과 6.1백만DWT Capa의 대련조선이 합병한다고 11.7백만DWT의 능력을 확보, 12.3백만DWT인 현대중공업을 넘어선다는 가정은 산술상의 오류
- 오히려 양 그룹간 합병시 건조능력이 작은 산하 조선소의 재편과정이 전개될 개연성 높음

국내 조선 3사와 CSSC, CSIC 그룹의 Capacity, 건조량 비교



주: Capacity는 각 조선소의 최대 인도량을 기준, 가동률은 건조량을 Capacity로 나눈 비율
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 조선 3사와 CSSC, CSIC 그룹의 Capacity, 수주잔고 비교



주1: Capacity는 각 조선소의 최대 인도량을 기준 / 주2: 수주잔고는 2018년 4월 기준
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

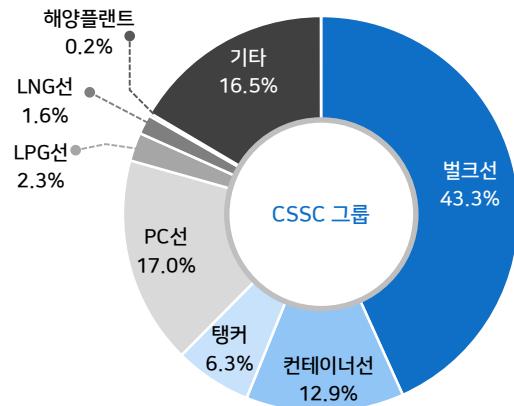
기대 5) 관성의 탈피 - 중국 조선업계, 위협적이나 비관적이진 않음

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

발주에는 Track Record가 중시,
합병만으로 기존 사업구조에서
벗어날 가능성은 제한적

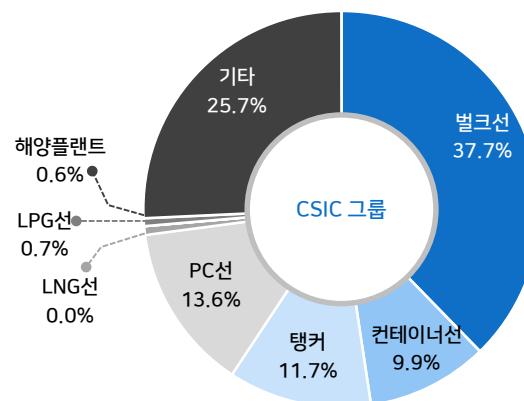
- CSSC와 CSIC의 합병은 더 대형화된 조선 그룹(산하 조선소가 증가)으로 확장될 뿐, 발주처가 개별 조선사에 선박을 발주하는 과정은 합병 전후가 차이가 없을 가능성이 높음
 - 발주처 입장에서는 무엇보다 발주할 선박에 대해 조선사가 Track Record를 보유했는지가 중요
 - 합병이 'Track Record의 이전'을 가져오진 않는다는 점은 중국 Hudong-Zhoughua 사례에서 확인 가능
 - CSSC 그룹에 속한 Hudong-Zhonghua는 중국이 수주한 LNG선 대부분을 건조했으나, Hudong의 건조 실적이 그룹 내 타 조선사로 확장되지 않음
- Track Record를 감안하면 합병만으로 기존 벌크선 중심의 사업구조를 탈피할 가능성은 제한적

중국 CSSC 그룹의 선종별 수주 현황



주: 수주실적은 2018년 4월 누적 기준
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 CSIC 그룹의 선종별 수주 현황



주: 수주실적은 2018년 4월 누적 기준
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

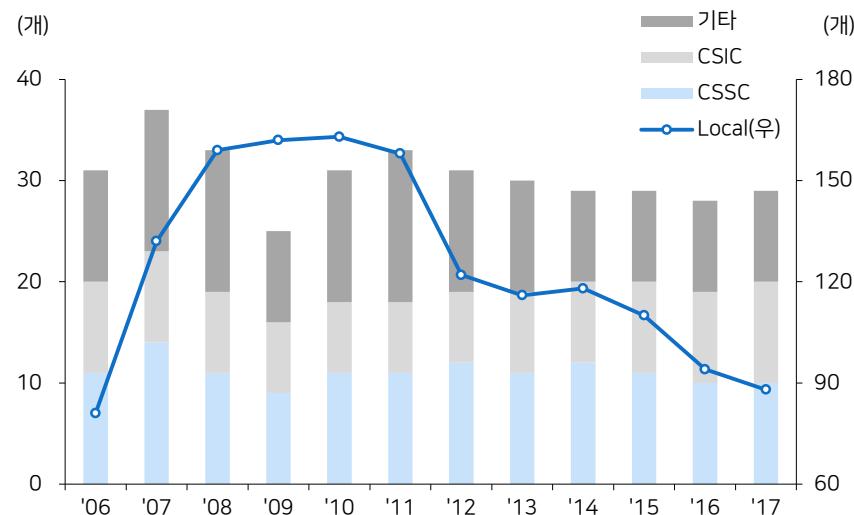
기대 5) 관성의 탈피 - 중국 조선업계, 위협적이나 비관적이진 않음

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

중국 조선소는 2008년 192개에서 2017년 117개로 감소, 합병으로 중대형 조선사 중심의 구조조정 가능성 증대

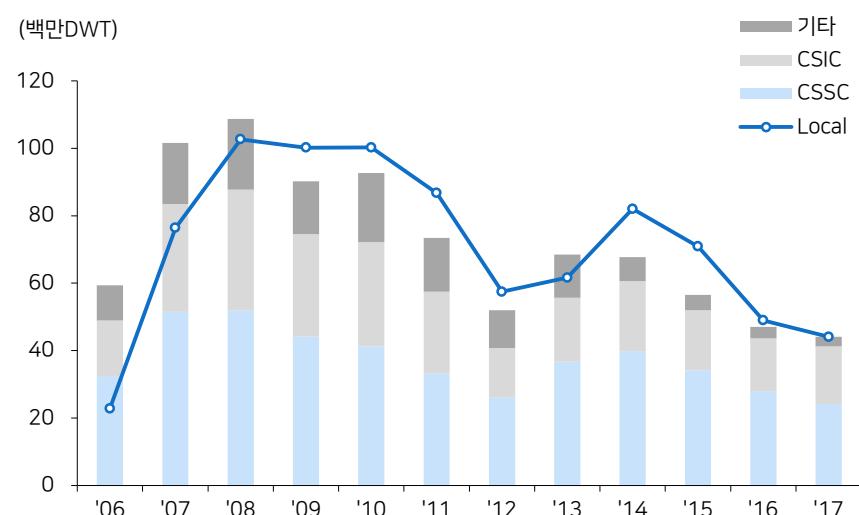
- CSSC와 CSIC 그룹의 합병은 1) 규모의 경제가 선사의 발주를 집중시킬 가능성이 낮고, 2) 벌크선 중심의 기존 사업구조를 탈피하기 어려울 전망 → 중대형 조선사 구조조정의 신호탄이 될 가능성
- 중국 정부는 White List에 속한 중대형 조선사를 제외하고 중소형 조선사 위주로 구조조정을 진행, 2008년 중국 조선소 수는 192개에 달했으나, 2017년 기준으로 117개로 감소
- 중국 조선소 내에서 CSSC와 CSIC 조선소 수의 비중은 2008년 9.9%에서 2017년 17.1%로 증가, 올해 2월에도 CSSC는 16억달러, CSIC는 33억달러를 계열 조선사에 출자전환 형식으로 지원
- 합병의 주된 목적이 효율성 제고라는 점에서 향후 두 그룹 내 조선사의 사업개편과 구조조정 예상

중국 CSSC, CSIC 그룹 및 Local 조선소 수 추이



주: 기타에는 JV, Foreign Owned 조선소로 구성
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 CSSC, CSIC 그룹 및 Local 조선소 수주잔고 추이



주: 기타에는 JV, Foreign Owned 조선소로 구성
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

17

조선/기계

Part V

미지수(未知數), 관성<기대의 현실화 변수

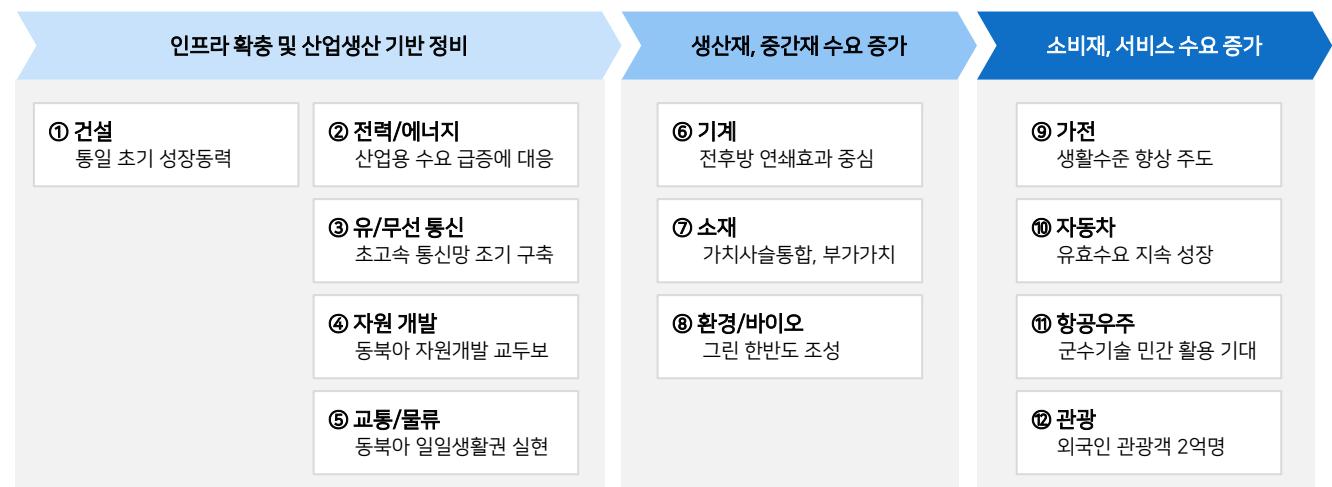
관성 <기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

상상이 현실화 된다면...
민간 투자가 발생하는 부분,
정부 정책 수혜, 주변국과 경제
협력에서 연결되는 부분 주목

- 문재인 정부의 '신북방정책'은 2017년 러시아 동방경제포럼에서 밝힌 '9개 다리 정책' → 가스, 전력, 조선, 북극항로, 철도, 항만, 일자리, 농업, 수산업 등 9개 분야에서 한국-러시아 협력을 강화하는 목적
- 북미정상회담의 성공적 개최 이후 남북경협이 신북방정책에 영향을 줄 가능성이 높음
- **초기 단계:** 생산기반 시설 확충, 도시 및 산업단지 정비를 통한 본격적 성장 기틀 다지는 시기로 인프라 관련 산업 발전, 에너지, 통신 등
- **중간 단계:** 민간 자본과 기술력, 북한 자원과 노동력 상호 융합 → 생산재, 중간재 산업 본격 성장
- **최종 단계:** 고용 증가 및 소득 수준 향상으로 잠재수요가 유효수요로 전환, 소비재 및 서비스 산업 발전

통일 이후 산업 발전 경로 – 정부의 9개 다리 신북방정책(가스, 전력, 조선, 북극, 철도, 항만, 일자리, 농업, 수산)에 주목



자료: 현대경제연구원(2014), 메리츠증권 리서치센터

관성<기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

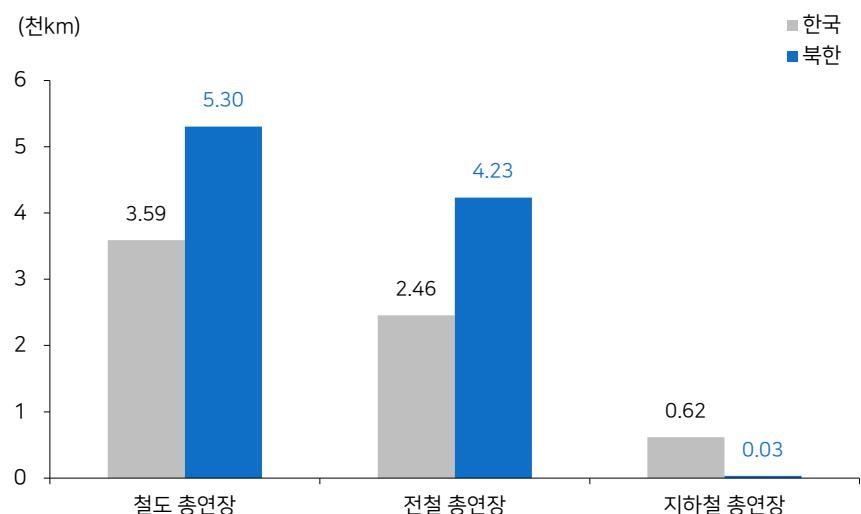
남북한의 교통수단 노선 비교

철도 총연장: 북한 > 한국

도로 총연장: 한국 > 북한

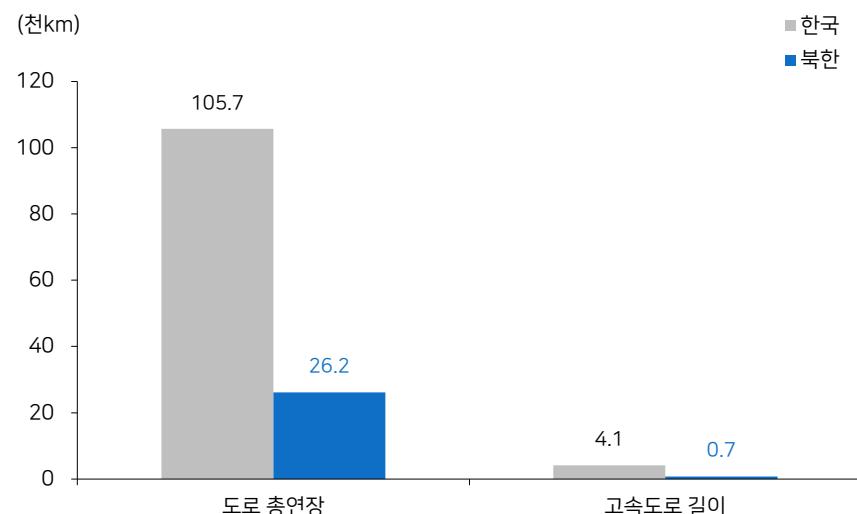
- 한국건설산업연구원에 따르면 남북한 철도의 총연장은 북한이 5,302km, 한국이 3,590km로 북한이 1.5배 더 길고, 전철화는 북한이 4,232km, 한국이 2,457km로 북한이 1.7배 더 긴 노선을 보유
- 반면 남북한의 도로는 한국의 도로 총연장이 105,673km, 북한 26,164km
- 고속도로는 한국이 4,139km, 북한이 729km로 한국의 도로 총연장이 북한 대비 약 4~5배 긴 모습

한국과 북한의 철도, 전철, 지하철 총연장 비교(2014년)



자료: 한국건설산업연구원, 2016.12, “한반도 통일이 건설산업에 미치는 영향”, 메리츠종금증권 리서치센터

한국과 북한의 도로, 고속도로 총연장 비교(2014년)



자료: 한국건설산업연구원, 2016.12, “한반도 통일이 건설산업에 미치는 영향”, 메리츠종금증권 리서치센터

관성<기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

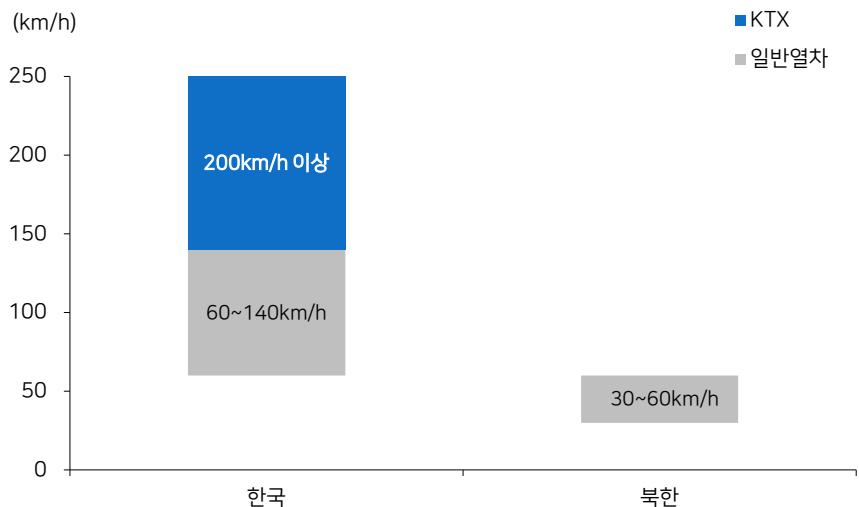
남북한 일반열차 평균 운행속도

한국: 60~140km/h

북한: 30~60km/h

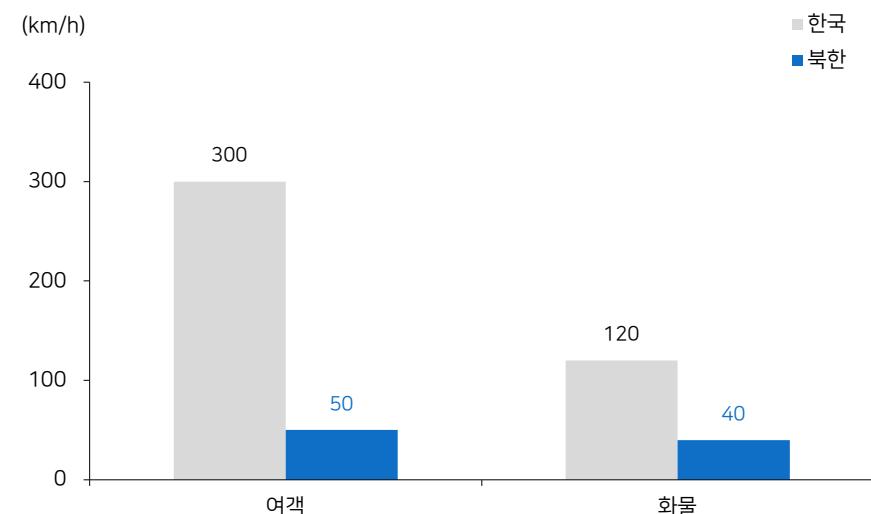
- 대외경제정책연구원에 따르면 북한의 여객 수송에서 철도는 75%, 화물 수송에서도 철도가 91%의 수송 분담 비율로, 북한의 주요 운송수단은 철도란 점을 확인할 수 있음
- 북한의 철도 총연장이 한국보다 길 수 있던 요인은 주된 운송수단이 철도라는 점으로 판단
- 국내 일반열차의 평균 운행속도는 시속 60~140km이며, KTX의 경우 시속 200km 이상으로 운행
- 한국의 여객 최대 운행속도는 300km/h인 반면, 북한은 50km/h, 화물은 한국 120km/h, 북한 40km/h
- 독일의 사례처럼 통일 이후 철도에서 신규 노선 개설보다는 노후화된 시설 개·보수와 복선화를 중심으로 진행될 가능성이 높은 상황이며, 또한 상대적으로 부족한 도로 총연장도 증가할 가능성 높음

남북한 열차 평균 운행속도 비교



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

남북한 열차 운송 목적별 최대 운행속도 비교



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

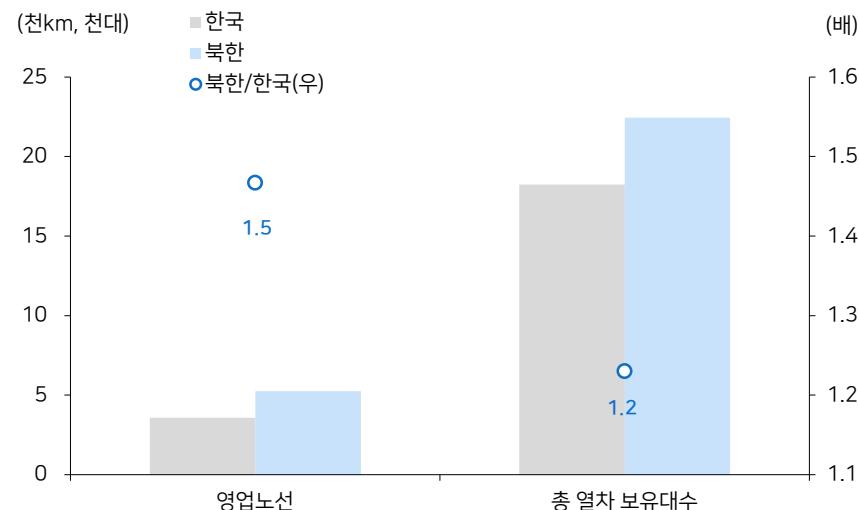
관성<기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

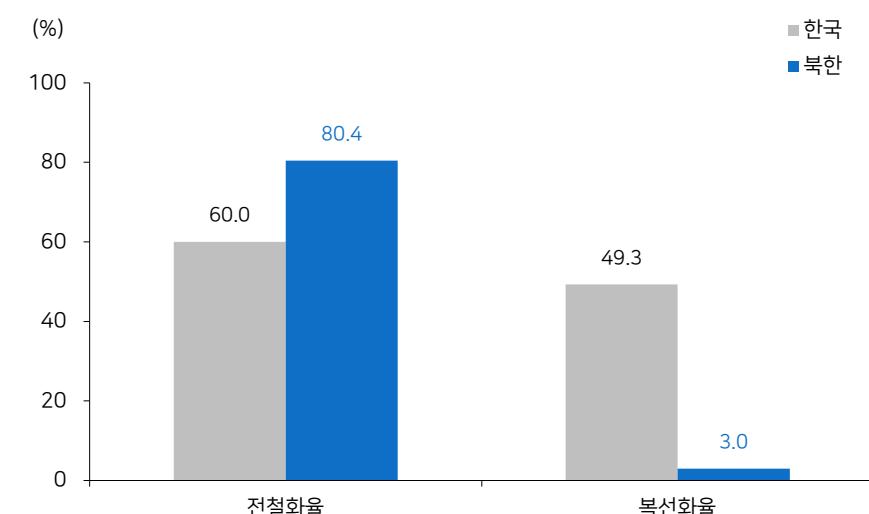
남북 경협 재개 시, 전력 인프라 구축이 철도의 운행정상화와 수요 증가의 선결 과제 전망

- 남북한의 열차 영업노선은 북한이 한국보다 1.5배 길지만, 총 열차 보유대수는 1.2배 많은 수준, 영업노선 차이 대비 열차 보유대수 차이가 작은 이유는 한국의 복선화율이 더 높기 때문임
- 북한은 전 노선의 97%가 단선으로 구간별 수송능력이 부족한 상황, 향후 남북철도 재개시 수송량 증가에 따른 복선화의 필요성이 증대될 전망 → 복선화율 증가에 따른 열차 수요증가 예상
- 또 북한의 전철화율은 80.4%로 한국보다 높은 수준이지만, 심각한 전력부족으로 운행이 정상적으로 이루어지지 못한 상황 → 경협 이후 전력인프라 구축이 철도 운행정상화와 수요증가의 선결과제

남북한 열차 영업노선 및 총 보유대수 비교



남북한 전철화율 및 복선화율 비교



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

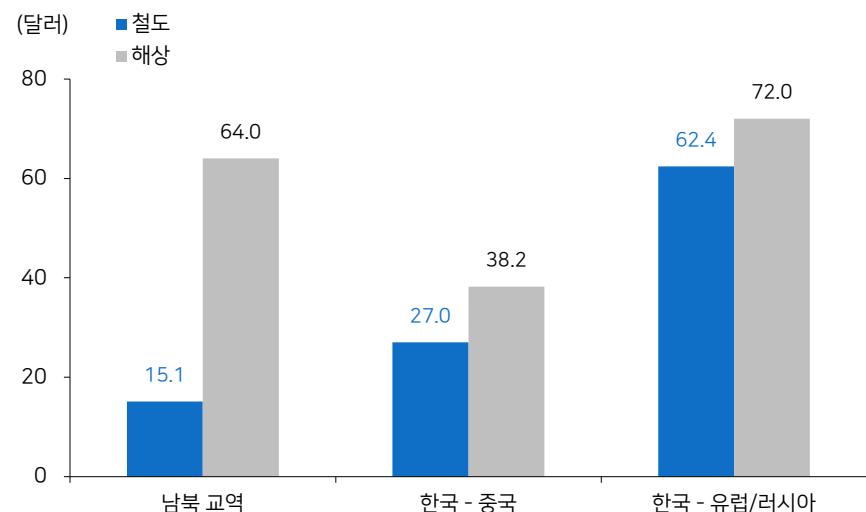
관성<기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

남북철도 운행재개가 된다면
운임과 수송시간 모두 절감
가능해 경제적 효과 기대

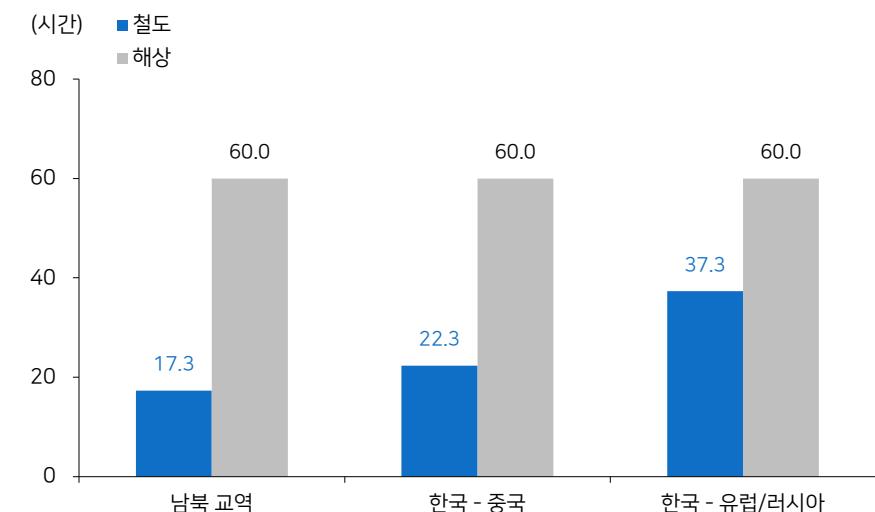
- 남북철도 운행재개에 따른 경제적 효과는 한국과 북한의 교역을 넘어서, 중국과 유럽 및 러시아까지 운임 및 수송시간 절감이 가능할 전망
- 운임 관점에서 남북철도가 운행이 재개된다면 남북교역은 해상 대비 76%, 한국-중국 구간은 29%, 한국-유럽/러시아 구간은 13%의 운임이 절감 가능한 상황
- 수송시간에서는 남북철도 운행재개로 남북교역은 해상 대비 71%, 한국-중국 노선은 63%, 한국-유럽/러시아 노선은 38% 단축할 수 있음

남북철도 사업의 경제적 효과 – 운임 비교



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

남북철도 사업의 경제적 효과 – 수송시간 비교



자료: 코레일연구원, 2012.11, “남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

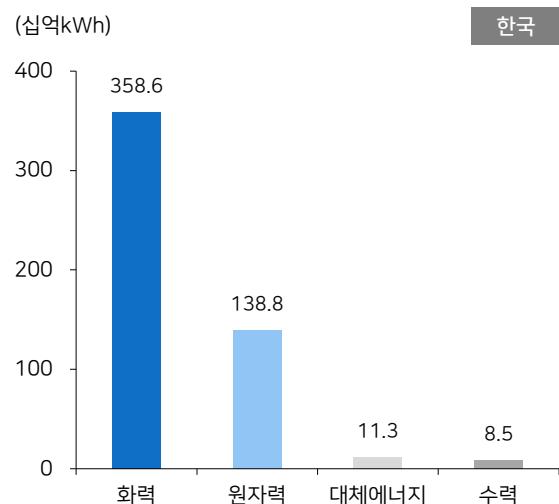
관성<기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

북한은 전력 부족국가이면서,
열악한 전력기기 품질로
송배전 단계에서 30%의
전력손실 발생

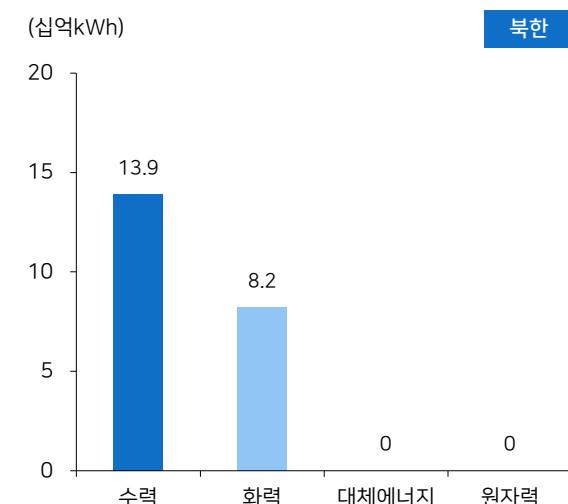
- 한국은 수요자 중심의 전력시장이나, 북한은 제한 송전을 하는 전력 부족국가
- 2013년 발전량 기준으로 한국은 5,172억kWh인 반면 북한은 221억kWh로 23배 이상 차이 발생
- 북한의 주된 발전설비는 수력으로 전체 발전량의 63%를 차지하고, 나머지는 화력발전 37%로 구성
- 발전량 뿐만 아니라 북한의 전기품질은 열악해 전압과 주파수 변동이 크며, 전력손실이 큰 상황
→ 송배전 단계에서 약 30%의 전력손실로 북한의 1인당 전력생산은 1인당 전력소비와 큰 차이 발생

한국의 전력 발전설비 별 발전량(2013년)



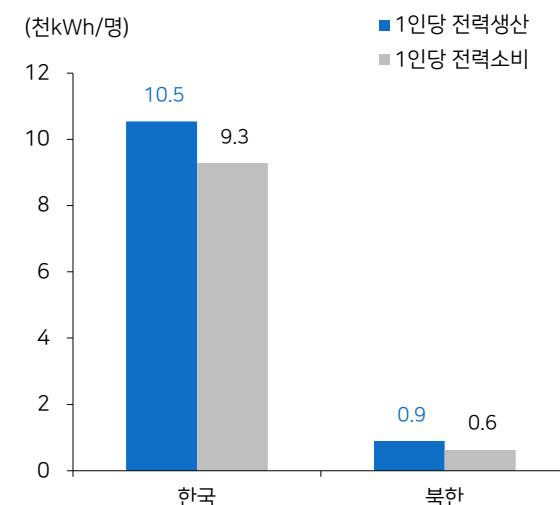
자료: 에너지경제연구원, 2015.12, “통일대비 에너지 부문 장단기 전략 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

북한의 전력 발전설비 별 발전량(2013년)



자료: 에너지경제연구원, 2015.12, “통일대비 에너지 부문 장단기 전략 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

남북한의 1인당 전력생산 및 소비 비교(2013년)



자료: 에너지경제연구원, 2015.12, “통일대비 에너지 부문 장단기 전략 연구”, 메리츠종금증권 리서치센터

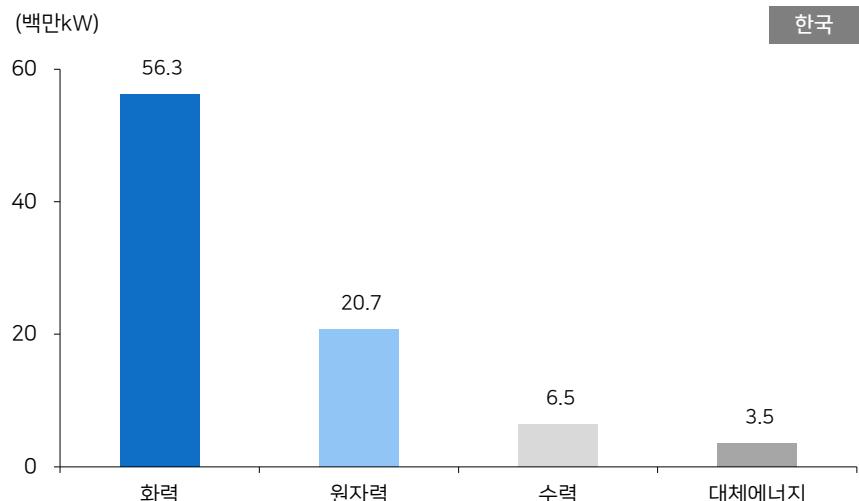
관성<기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

북한은 낮은 발전 설비용량과
노후된 송전망, 변전설비 보유
→ 전력기기 업체의 수혜 기대

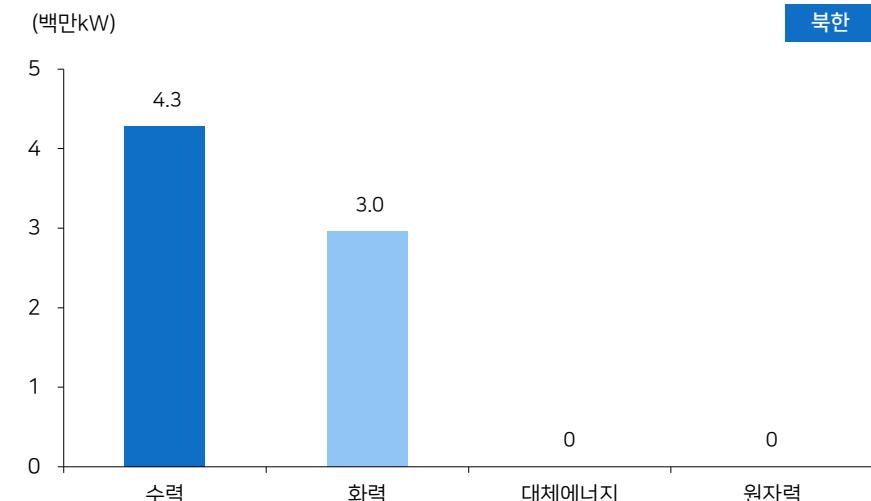
- 발전 설비용량 기준으로 한국은 8,697만kW로 북한의 724만kW 대비 12배 이상 풍부한 상황, 남북경협이 전개된다면 북한 지역을 중심으로 발전설비 투자가 증가할 가능성이 높음
- 또한 북한의 송전망은 노후설비가 많아 송전 손실률이 높고, 양적으로 부족한 상황
- 북한 내 전력인프라 구축을 위해 발전설비, 송전선, 변전설비에 대한 투자가 진행될 가능성 증대
→ LS산전, 효성 등의 수혜가 기대됨

한국의 발전원 별 설비용량(2013년)



자료: 에너지경제연구원, 2015.12, “통일대비 에너지 부문 장단기 전략 연구”, 메리츠종금증권
리서치센터

북한의 발전원 별 설비용량(2013년)



자료: 에너지경제연구원, 2015.12, “통일대비 에너지 부문 장단기 전략 연구”, 메리츠종금증권
리서치센터

관성 <기대의 현실화 변수 1) 남북 경협의 구체화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**한국 주택보급률 100% vs.
북한 주택보급률 55~80%**
→ 건설기계 수요증가 전망

- 주요 연구기관에 따르면 북한 주택 수는 약 269~482만호이며, 주택 보급률은 55~80%로 추정
- 국내 주택보급률이 100%를 상회한다는 점을 감안하면 북한 내 주택은 부족한 상황으로 판단
- 통일 이후 철도·도로 건설 등 인프라투자 수요 증가와, 주택보급 확대를 위한 건설기계 수요증가 기대
- 두산인프라코어, 현대건설기계, 디와이파워, 진성티이씨 등 건설기계 Value chain의 수혜 예상

주요 연구기관의 북한 주택 수 및 보급률 추정

(명, 만호, %)	LH 주택도시연구원	북한경제포럼	국토연구원	한국건설산업연구원
가구원 수	4.80명(1999년)	4.18명(2002년)	4.30명(2006년)	4.08명(2008년)
가구 수	485만호(1995년)	480만호	537만호(2006년)	588만호(2008년)
주택 수	269~304만호	288~384만호	412~447만호	447~482만호(2013년)
보급률	55~63%	70%로 추정	77~83%	74~80%

자료: 한국건설산업연구원, 2016.12, “한반도 통일이 건설산업에 미치는 영향”, 메리츠종금증권 리서치센터

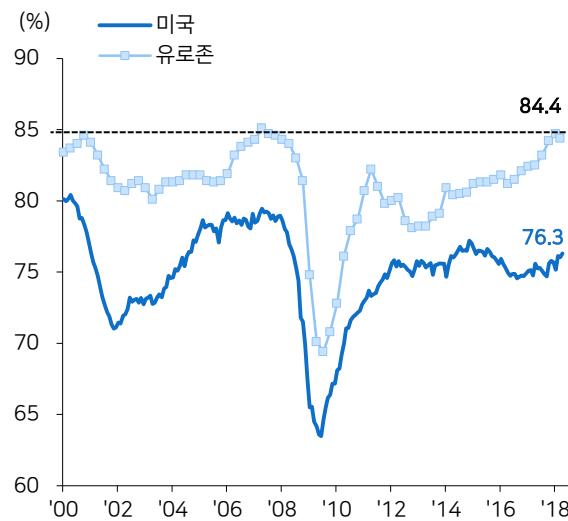
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성>

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

선진국 설비가동률 고점 수준 회복, 기업대출 증가에 2Q 후행하는 설비투자 → 효율성 증대를 위한 CAPEX 확대 기대

- 미국과 유로존의 제조업 가동률은 금융위기 이전 수준으로 회복, 유로존 2Q18 가동률은 84.4%로 금융위기 이전 peak 수준이며 미국 4월 가동률은 76.3%로 금융위기 이전 peak 수준(79%)에 근접
- 미국과 유로존의 완화적 기업대출태도는 기업들의 CAPEX 확대를 가능하도록 하는 환경 조성
 - 미국의 기업대출태도는 5개 분기째 기준선 하회(완화 정도도 확대되는 중)
 - 유로존 기업대출태도도 기준선을 4개 분기째 밀돌고 있음(완화 기조 지속)
- 미국 설비투자는 대출태도에 2Q 후행, 신용 이용가능성 개선이 기업들의 설비투자로 연결될 수 있음

제조업 설비가동률



자료: Federal Reserve, Eurostat, 메리츠종금증권 리서치센터

상업은행 기업대출태도



자료: Federal Reserve, European Central Bank, 메리츠종금증권 리서치센터

미국 시중은행 대기업 대출태도와 설비투자



자료: Federal Reserve, US BEA, 메리츠종금증권 리서치센터

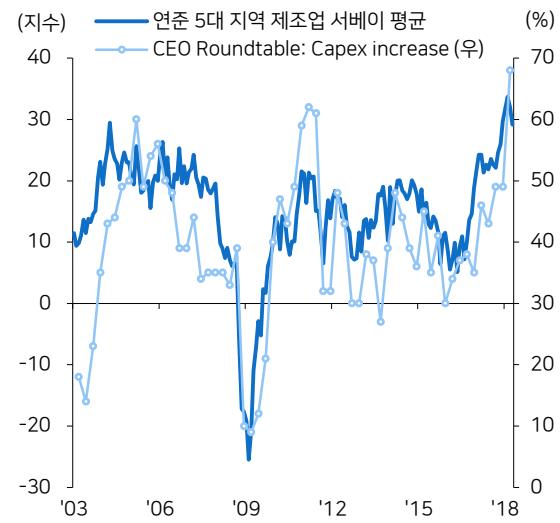
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성>

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

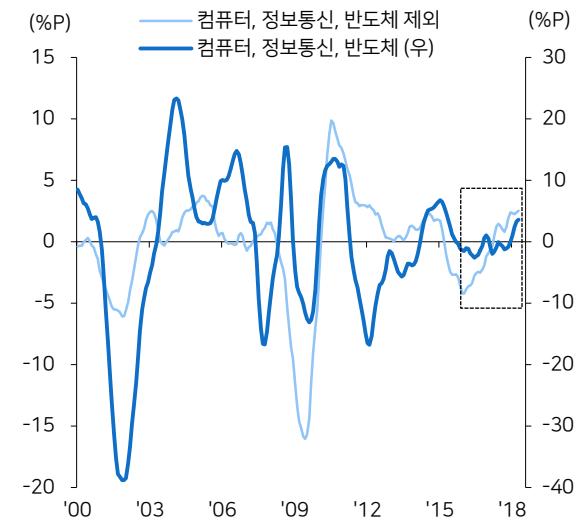
설비가동률 상승과 동반하는
핵심자본재 주문 증가, IT를
제외한 제조업 설비투자 압력
지속

- 미국 제조업체들이 향후 6개월간 추가 CAPEX를 확대할 가능성이 높아지고 있음
- FRB 5대 지역(뉴욕/필라델피아/리치몬드/캔자스/텍사스) 제조업 조사의 향후 6개월 CAPEX 전망치 평균은 2월 33.7, 4월 29.18로 여전히 높은 수준
- 미국 제조업 설비투자 조정 압력도 (+) 추세 유지: 내구재/비내구재, IT/비IT 부문의 설비수요 존재 시사
- 설비 가동률 상승에 편승한 핵심 자본재 주문의 증가도 CAPEX 확대 가능성에 기대하는 요인
- 공작기계·자동화 설비 및 기계류 전반의 수주 호조가 하반기에도 지속될 개연성이 큼

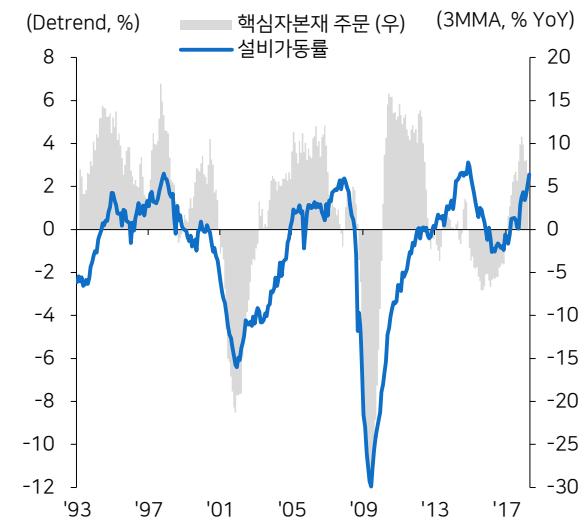
향후 6개월 Capex 전망



제조업 설비투자 조정압력



설비가동률(추세 제외)과 핵심자본재 주문



자료: ASCE, “2017 Infrastructure Report Card”, 메리츠종금
증권 리서치센터

자료: Federal Reserve, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: US Census Bureau, FRB, 메리츠종금증권 리서치센터

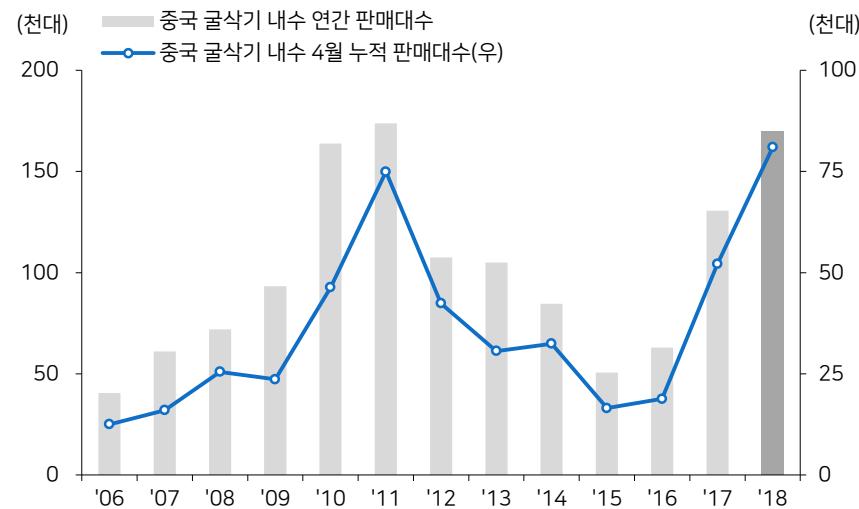
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 건설기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

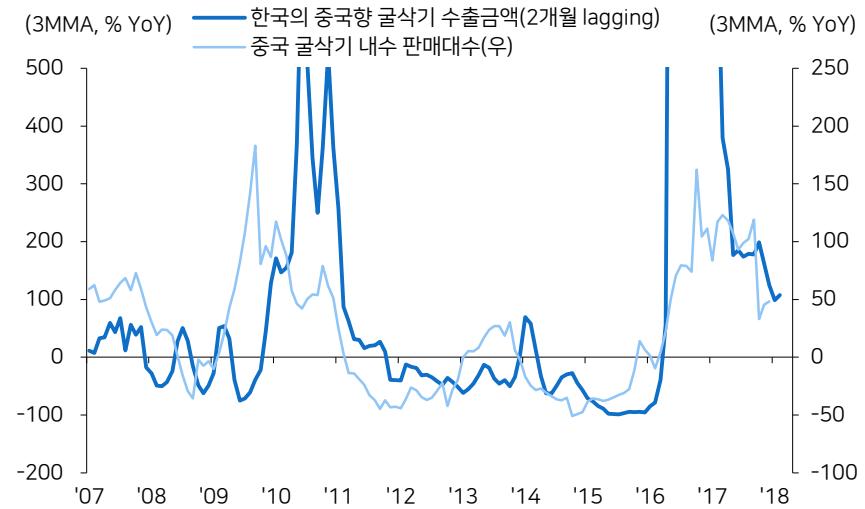
**2018년 4월 중국 굴삭기
내수 누적 판매대수는
80,973대(+55.3% YoY) 기록
→ 2011년 이후 최대 판매량**

- 중국 굴삭기 판매는 2017년 130,619대(+107.4% YoY)를 기록하며 2011년 이후 6년만의 회복, 연간 13.1만대 수준의 시장회복 달성 → 2011년 전세계 판매의 42.4%를 차지했던 중국
- 2018년 4월 중국 굴삭기 내수 누적 판매대수는 80,973대(+55.3% YoY) 기록
- 18년 3월 중국향 굴삭기 수출은 4,594만달러(+111.5% YoY), 2월은 4,863만달러(+94.3% YoY) 기록 → 한국에서 중국으로 향하는 굴삭기 수출 데이터는 2개월의 시차를 두고 중국 굴삭기 판매량에 반영
- 올해 3~4월 중국향 굴삭기 수출 데이터의 고성장을 감안하면, 5~6월 중국 굴삭기 판매량 성장 기대 → 3~5월 성수기를 고려해도, 굴삭기 시장은 2010~11년 수준의 Cycle로 판단

중국 굴삭기 내수 연간 및 4월 누적 판매대수 추이



한국의 중국향 굴삭기 수출금액과 중국 굴삭기 판매대수 추이



자료: 중국공정기계협회, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 한국무역협회, 중국공정기계협회, 메리츠종금증권 리서치센터

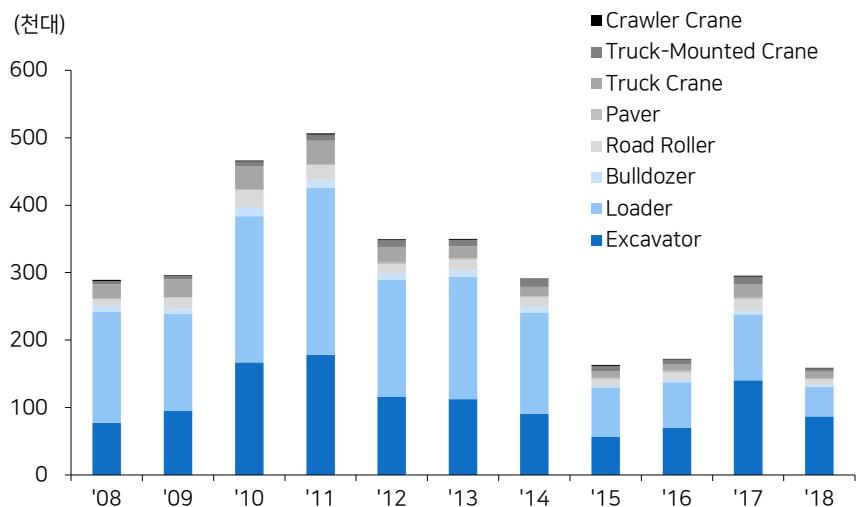
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 건설기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

중국 내 '토지구매면적 증가 → 주택착공면적 증가 → 건설기계 판매증가'로 이어지는 모습, 건설기계 판매호조는 지속 전망

- 중국 건설기계 품목별 판매추이는 전 품목에서 전년 동기 대비 20% 이상의 성장, 품목별로는 굴삭기 +57.9% YoY, 로더 38.0% YoY, 불도저 +37.9% YoY, 트럭 크레인 +84.2% YoY 등 성장세 지속
- 중국 정부는 1~2급지 공급확대로 부동산 투자 개선 유도를 지속 중, 민간투자 활성화 노력도 병행
- 2017년 개발업체들의 토지구매면적은 +15.0% YoY 성장했음에도, 착공면적 증가율 +10.9% YoY로 둔화
- 2018년 4월 누적 기준으로 토지구매면적은 -1.8% YoY로 감소했으나 주택착공면적은 +8.3% YoY 성장
- 이는 '토지구매면적 증가→ 주택착공면적 증가→ 건설기계 판매증가'로 이어지는 모습을 확인
- 부동산 및 인프라투자 확대에 따라 중국 내 건설기계 판매 호조는 하반기에도 지속 전망

중국 건설기계 품목별 판매대수 추이



주: 2018년은 4월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 부동산 고정자산투자 증감률 추이



자료: CEIC, 중국공정기계협회, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 건설기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

건설기계 시장 성장은 지속,
기저효과로 성장 둔화 가능성
존재 → 연착륙 가능성이 높음

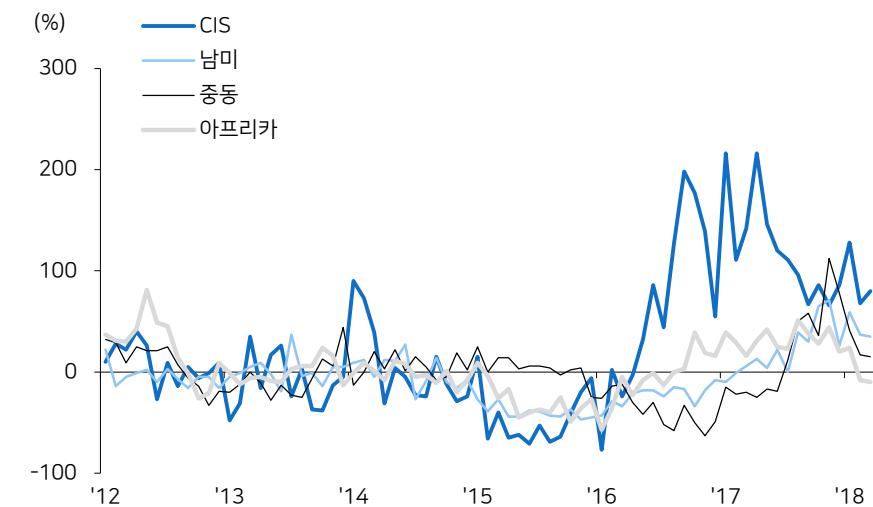
- 일본 Komatsu의 지역별 건설기계 판매는 전 지역에서 전년대비 성장세 지속. 18년 3월 기준 중국 +65%, CIS +80%, 남미 +35%, 동남아시아 +28%
→ 신흥시장(CIS, 남미, 동남아시아)은 2016년 하반기부터 회복, 중동은 2017년 하반기 Bottom-out
- 일본 건설기계 업체는 2018년 엔화강세로 중국 내 M/S 하락 지속, 빈 자리를 중국 대형업체가 차지
- Komatsu는 FY2017(2018년 3월) 실적발표에서 FY2018(2018년 4월~2019년 3월)에 대해 전년동기 대비 20~30% 성장을 전망, 특히 중국 시장에 대해서는 부동산·인프라 투자수요가 지속되는 중으로 분석
- 기저효과로 전년 대비 성장률의 둔화는 예상되나, 연착륙의 가능성은 높은 상황

Komatsu 지역별 건설기계 판매 증감률 추이[Retail 판매 기준]



주1: 굴삭기, 불도저 등을 포함한 7개 주요 건설기계의 판매대수 기준, 주2: 소형 건설기계는 제외
주3: 2018년은 3월 기준 / 자료: Komatsu, 메리츠종금증권 리서치센터

Komatsu 지역별 건설기계 판매 증감률 추이(Wholesale 판매 기준)



주1: 굴삭기, 불도저 등을 포함한 7개 주요 건설기계의 판매대수 기준, 주2: 소형 건설기계는 제외
주3: 2018년은 3월 기준 / 자료: Komatsu, 메리츠종금증권 리서치센터

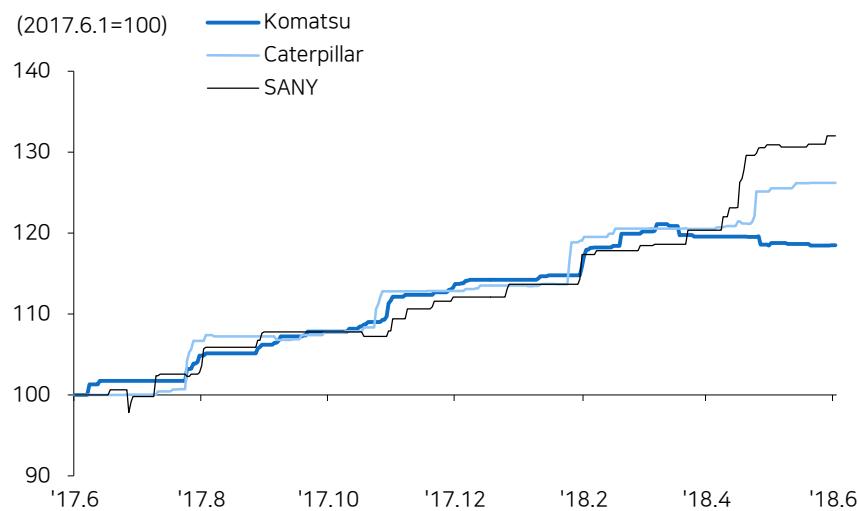
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 건설기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

Top Tier 건설기계 업체 실적
추정치 상향세 지속, 엔고로
Komatsu 추정치만 하향 유지

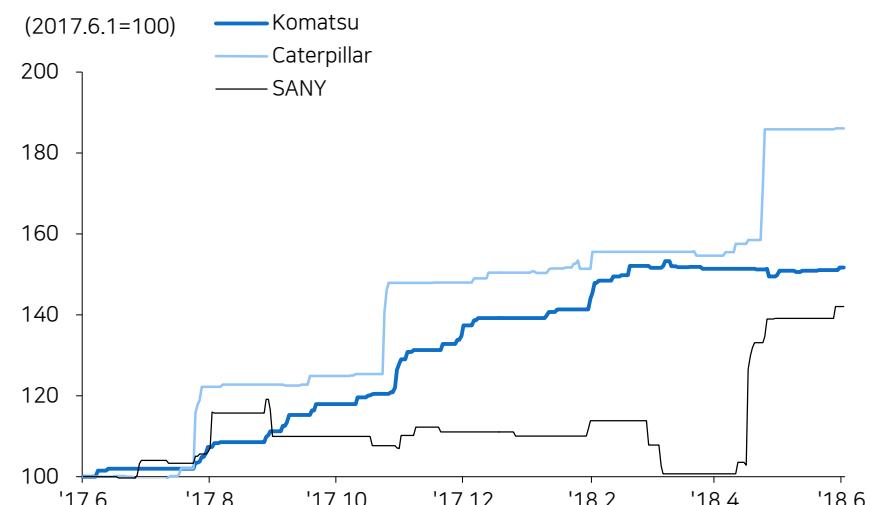
- 주요 건설기계 업체들의 매출액과 영업이익 컨센서스는 2016년 하반기 이후 상향 조정 지속 중
- 중국 SANY Heavy Industries의 2018년 매출액과 영업이익 컨센서스는 저점 대비 각 35.0%, 42.6% 상향
- 미국 Caterpillar(영업이익 87.6% 상향)와 일본 Komatsu(영업이익 51.7% 상향)도 컨센서스 상향
- Caterpillar를 포함한 건설기계 업체 대부분 1Q Earning Surprise 기록, 컨센서스 상향이 지속 중이나 일본 Komatsu는 엔화강세로 컨센서스는 하향 유지 중
- 신흥국·선진국 시장의 동반 회복이 기업들의 실적으로 반영되는 양상. Peak-out을 논하기엔 시기상조

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2018(2018.4~2019.3) 기준
자료:Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2018(2018.4~2019.3) 기준
자료:Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

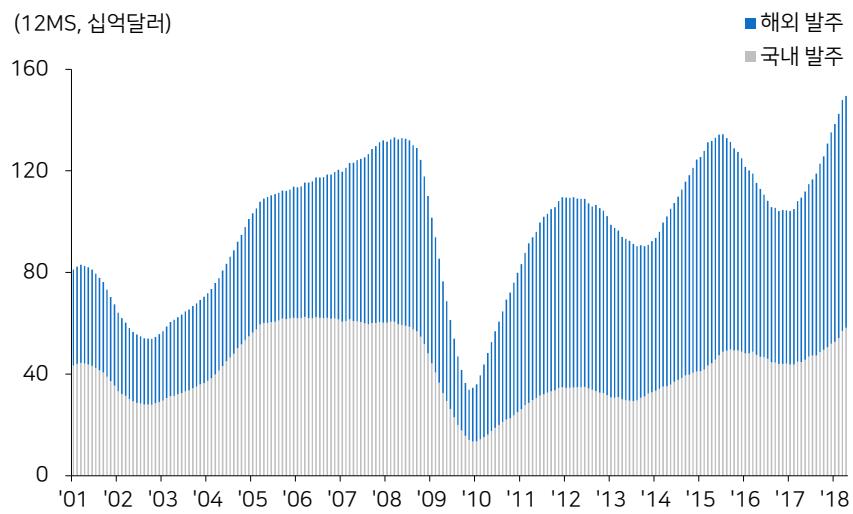
관성〈기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 공작기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

일본 공작기계 해외 주문액은 금융위기 이후 최고 수준 회복

- 2018년 1분기 일본 공정·공작기계업계의 신규 주문액은 전년 대비 37.7% 증가(4Q17 48.3%)
- 일본 내수 증가율은 4Q17 31.8%에서 1Q18 44.8%로 상승, 해외 증가율은 60.2%에서 33.6%로 둔화
- 해외주문 지역별 기여도는 북미 8.9%p, 중국 7.9%p, 유로존 6.4%p으로 고르게 성장하는 모습
- 전년 대비 해외주문은 1월 +49.7%, 2월 +37.2%, 3월 +18.9%, 4월 +13.6%로 성장률이 둔화하는 모습.
중국향 주문이 1월 68.4% YoY, 2월 19.6% YoY에서 3, 4월 연속 -0.2%로 감소한 것이 주 요인
- 미·중 간 무역전쟁 우려에 따른 일시적인 발주 지연으로 판단, 기저효과를 감안해도 호조세 지속 전망

일본 공작기계 발주 현황: 내수 주문과 해외 발주의 동반 증가세 지속



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠종금증권 리서치센터

지역별 해외발주 기여도 추이 – 전지역 신규 주문의 증가세



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠종금증권 리서치센터

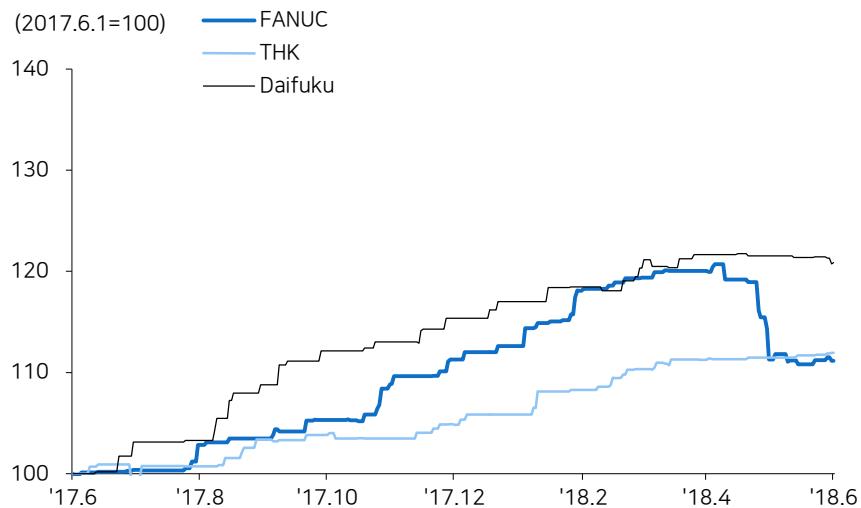
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 공작기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

일본 주요 공작기계·Factory Auto 업체의 실적 컨센서스 상향 중, FANUC은 중국向 부진으로 하향

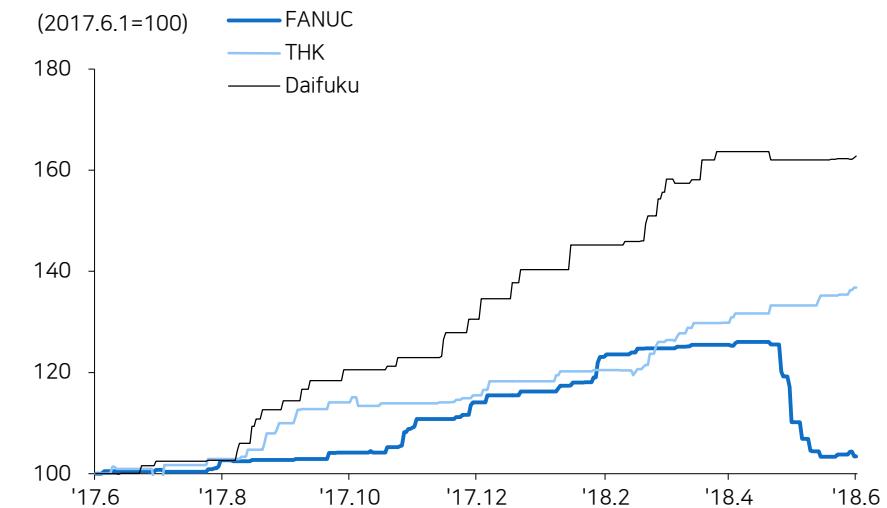
- 일본 공작기계 주요 업체들에 대한 매출액, 영업이익 컨센서스는 상향 추세를 유지하였으나 4월 미·중 무역분쟁 이슈 이후 정체 중
- Factory Automation, Robot Systems 1위 기업인 FANUC은 4월 27일을 기점으로 컨센서스 하향
- 1) 엔화 강세에 따른 마진 감소, 2) 미·중 무역분쟁에 따른 중국向 매출 지연, 1분기 실적 컨센서스 하회
- 미·중 무역전쟁은 예측이 불가능한 한계가 존재하나, 양 국의 협상우위를 점하기 위한 전략으로 결국 타협점을 찾는다고 가정하면 컨센서스 하향이 CAPEX Cycle의 종료라는 우려는 기우(杞憂)

일본 공작기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: FANUC, Daifuku의 경우 FY2018(2018.4~2019.3) 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

일본 공작기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



주1: 2018년 컨센서스 기준, 주2: FANUC, Daifuku의 경우 FY2018(2018.4~2019.3) 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

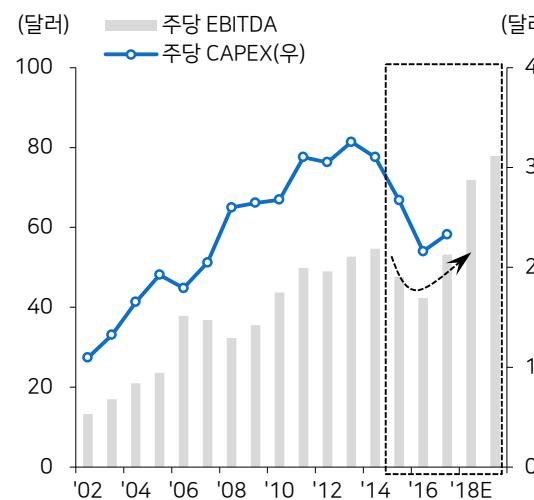
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 공작기계>

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

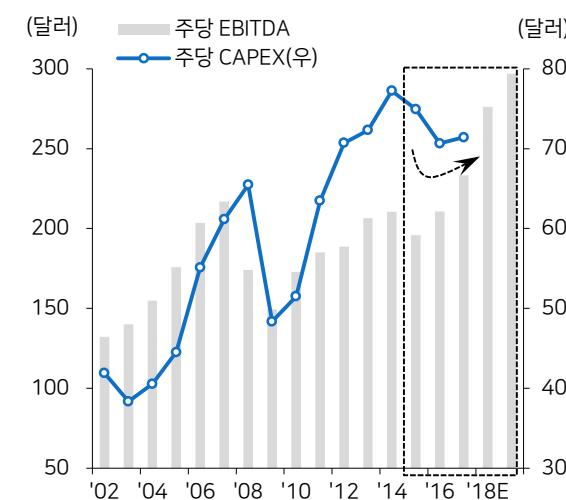
'EBITDA 증가 → CAPEX 증가
→ 공작기계 발주증가' Cycle

- 공작기계·자동화설비 발주는 기업의 CAPEX에 좌우, CAPEX는 기업의 현금창출(EBITDA)에 영향을 받음
- 'EBITDA 증가 → CAPEX 증가 → 공작기계 발주증가' Cycle 순환의 기조는 하반기에도 지속되기에 충분
- CAPEX는 EBITDA에 후행하기 때문에 호황에는 늦게 반응하나, 불황에는 CAPEX 감소로 빠르게 반응
- 미국은 투자를 위한 정책지원 확대, CAPEX 투자 전액의 일시 감가상각 처리가 가능하도록 세제 변경
- 2018년 중국 상해종합지수 주당 EBITDA는 전년 대비 35.1% 증가, 미국 S&P 500는 +18.4%, Euro STOXX 55는 +5.1% 증가 예상(Bloomberg) → CAPEX 확대 기대

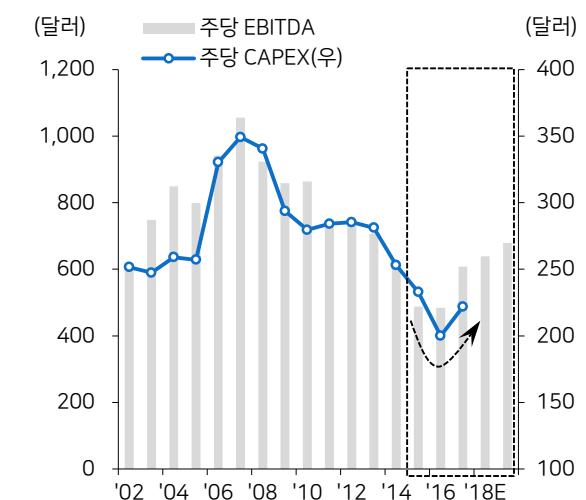
중국: 상해종합지수 주당 EBITDA 및 Capex 추이



미국: S&P500 주당 EBITDA 및 Capex 추이



유럽: EURO STOXX50 주당 EBITDA 및 Capex 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

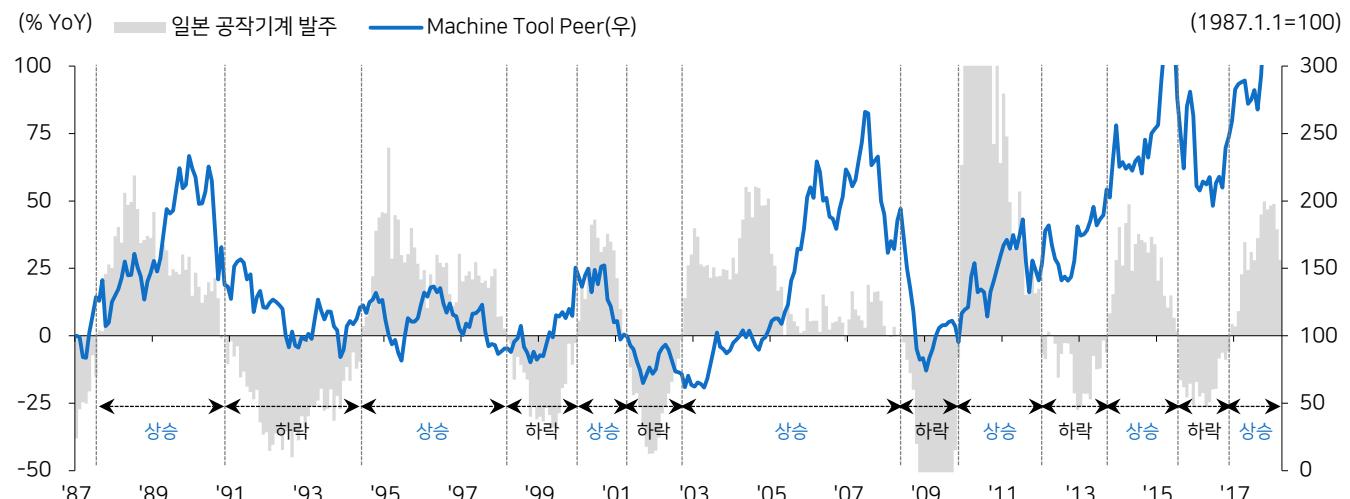
관성 <기대의 현실화 변수 2) 전세계 CAPEX 확대 가능성 - 공작기계

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

공작기계 업체의 주가는 발주와
동행, 발주의 YoY 증감률은
주가의 변곡점을 형성

- 일본 공작기계협회(JMTBA)의 발주 데이터에 따르면, 1986년 이후 현재까지 공작기계 업체의 주가는 발주 양상과 동행하는 흐름 유지
- 30년 간 경험해온 또 하나의 특징은 주문의 'YoY 증감률' 변화가 주가의 변곡점을 이끌었다는 점
- 대부분 국면에서 YoY 증감률이 (+)로 전환될 때 주가의 상승기가 나타났고, (-)로 전환 시 하락
- 2016년 12월부터 지속된 장기 호황국면의 Peak-out 우려도 존재하나, 미·중 무역분쟁이 직접적인 주문 위축으로 작용한 4월 수주도 (+)를 유지 → "It ain't over till it's over"

일본 공작기계 발주 증감률 및 Machine Tool Peer 주가 추이: 'YoY 증감률' 변화가 주가의 변곡점을 형성



주: Machine Tool Peer 그룹에는 Fanuc, Okuma, DMG Mori, Marino, Amada, Tsugami, JTEKT 포함
자료: 일본공작기계협회(JMTBA), Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turn around - 기자재

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

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

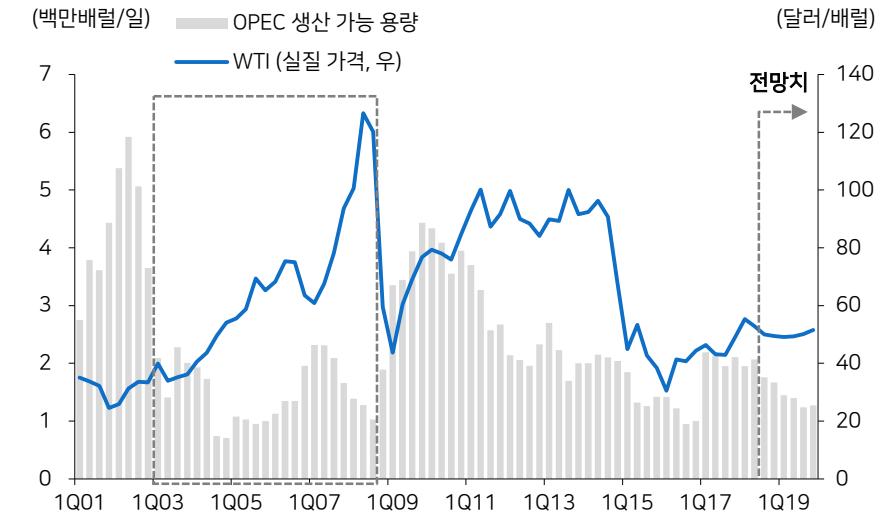
- 2011년부터 2018년 5월까지 유가와 피팅 3사 합산 시가총액의 상관계수는 0.87
- 유가 상승의 원인은 OPEC 감산연장 기대+지정학 리스크. 산유국의 감산 종료 움직임 Vs. 상승에 베팅하는 투기자금 증가, Wag the Dog 가능성 → 유가 불확실성
- 2017년 국내 건설업계의 해외수주 감소세는 멈추었지만, 정유·석화플랜트 발주 회복이 나타나지 않음
- 두바이유 기준 유가를 배럴당 65달러로 가정 시 회귀분석에 따른 MENA지역 발주는 1,436억달러 추정
→ 국내 업계 M/S 8%(13~17년 평균)~15%(10~12년 평균), MENA 지역 수주액은 115~215억달러
→ 2018년 투자 재개가 예상되는 사우디·UAE의 점유율을 고려하면 수주액 초과의 개연성 충분

기자재(피팅) 3사의 합산 시가총액과 WTI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

OPEC 생산능력과 유가: 2003~08년 250만배럴/일 미만에서 유가 급등



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

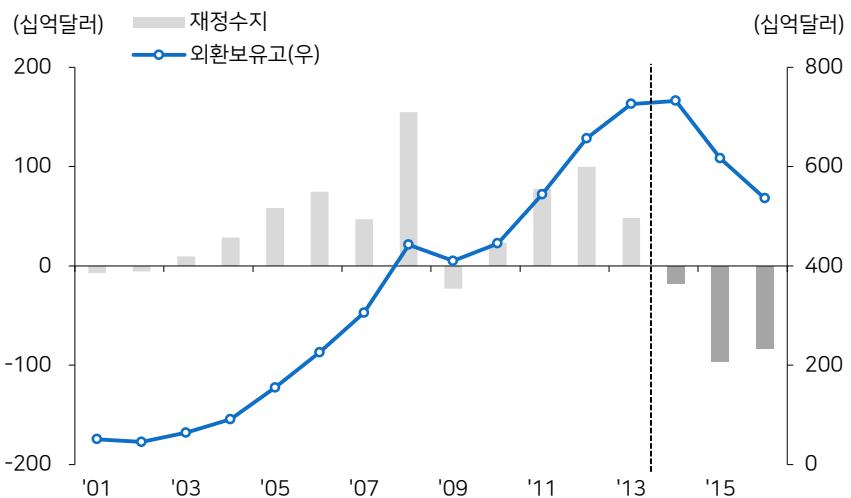
관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turnaround - 기자재

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

건설업계 해외수주는 17년까지 부진. 사우디는 유가 상승으로 재정수지 개선, 에너지 정책 변화로 가스플랜트 발주 확대

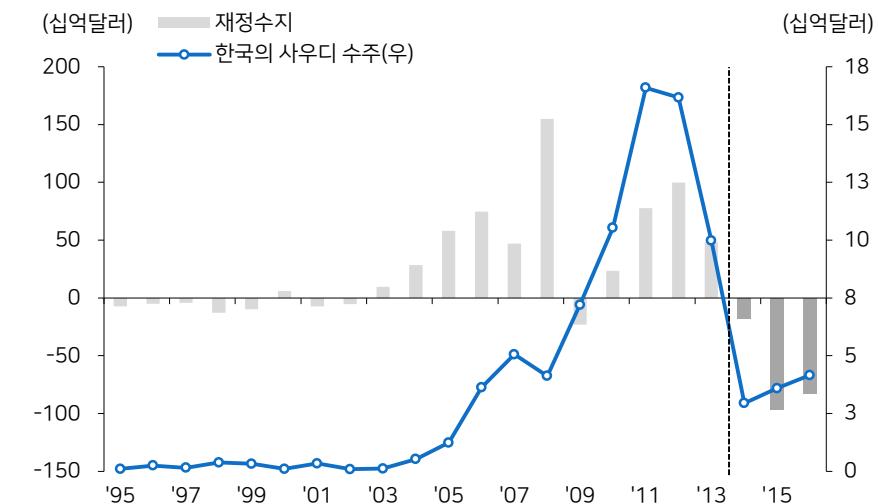
- 중동의 정유·석유화학플랜트 발주 감소는 단순히 재정문제가 아니라 신규 증설의 필요성 감소 때문
- 2014년 이후 유가 급락으로 재정적자가 크게 발생하였고 외환보유고는 2017년 9월 기준으로 2014년 말 대비 34% 가량 감소. 사우디아라비아는 중기적으로 2020년까지 균형예산을 달성하는 것을 목표
- 사우디 에너지부 장관은 10년간 천연가스 공급량을 2배 규모로 확대할 계획을 2017년 하반기에 발표
- UAE는 2017년 말 석유+가스 부문 1,090억달러 투자 계획 발표, 5년 간 450억달러 정유·석유화학 플랜트 투자 발표 → 1) Upstream 수익 극대화, 2) Downstream 확장, 3) 지속 가능한 Gas 공급 장기 목표

사우디의 재정수지 및 외환보유고 추이



자료: SAMA, 메리츠종금증권 리서치센터

사우디의 재정수지 및 한국의 사우디 수주금액 추이



자료: SAMA, 해외건설협회, 메리츠종금증권 리서치센터

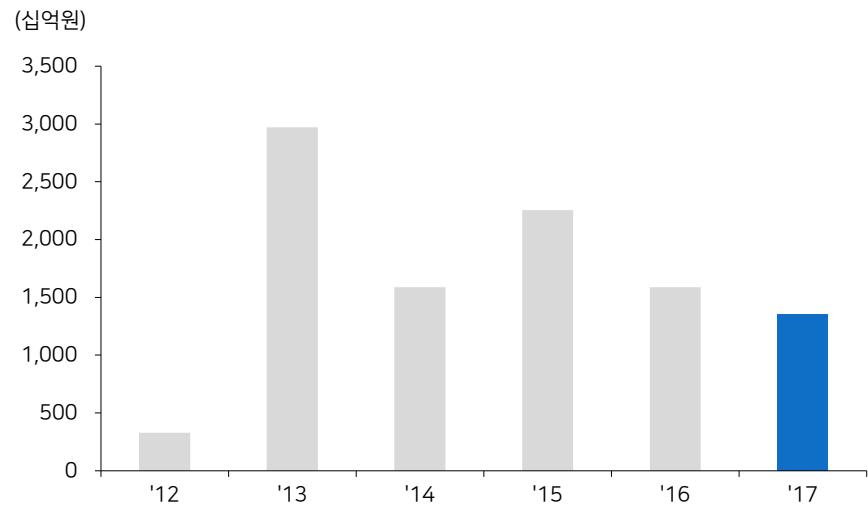
관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turnaround - 기자재

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

기자재 업종 주요 전방산업인
건설업계 해외산업설비 수주는
2016년을 저점으로 증가 중.
건설 업계의 해외손실 마무리

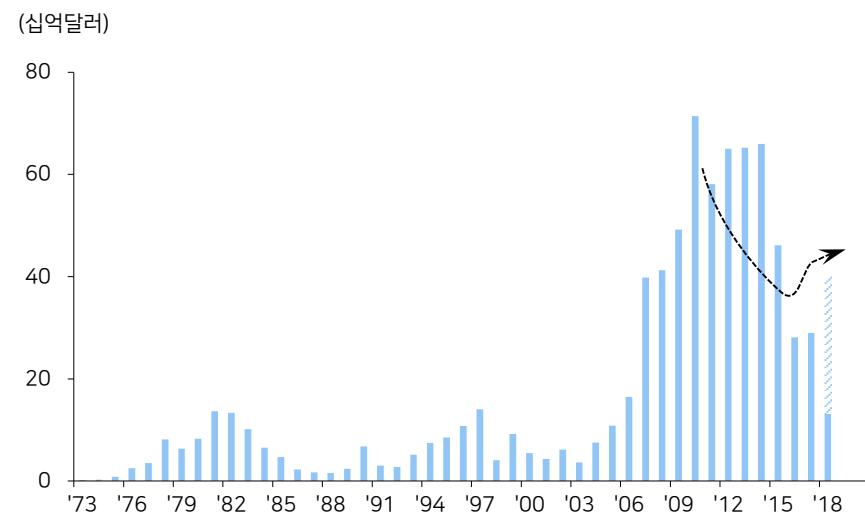
- 국내 대형 건설업체들의 해외 수주분 총 손실은 2013년 3조원 수준에서 2017년 1.4조원으로 감소 → 2018년에는 악성프로젝트 준공 이후 턴어라운드의 개연성 존재, 해외 수주의 수익성 우려는 완화 전망
- 건설업계의 해외 산업설비 수주액은 2014년 524억달러에서 2016년 132억달러로 급감, 2017년 199억 달러(+50.3% YoY)로 회복세 전환 → 2018년 수주액은 전년대비 6.4% 증가한 212억달러 전망
- 2018년 주목할 해외 산업설비 시장: 1) 사우디, UAE의 가스플랜트, 2) 쿠웨이트 등 비전통 발주국가의 석화 플랜트, 3) 동남아시아 정유 플랜트

대형건설업체 연간 해외 손실처리 금액 추이 (12년~17년)



주: 대림산업, 현대건설, 현대엔지니어링, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설 합산 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

국내 건설업체의 해외 수주 추이



자료: 해외건설협회, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turn around - 기자재

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

16년 전방산업 수주 194억달러 (-60.1% YoY), 17년 345억달러 (+78.1% YoY), 피팅 수주는 회복세 가시화 전망

- 2016년 기자재(피팅) 업체들의 전방산업(해외 산업설비/조선) 수주는 194억달러(-60.1% YoY)로 부진, 2017년 345억달러(+78.1% YoY)로 회복 → 2018년 전방산업 수주는 427억달러(+23.9% YoY) 전망
- 2017년 전방산업의 수주 회복은 2018년 상반기부터 기자재업계의 수주 회복으로 이어지는 모습
- 피팅 3사(성광벤드, 태광, 하이록코리아)의 합산 수주액은 2017년 4,800억원, 2018년 5,515억원 추정

전방산업(건설/조선) 수주액과 피팅업계 수주액 추이 및 전망

(백만달러, 십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
1. 전방 수주액 (백만달러)	5,676	3,881	1,846	7,954	10,370	8,834	7,360	7,905	8,620	7,468	13,558	13,077	48,486	19,357	34,469	42,722
a) 산업설비	5,163	2,275	1,242	4,565	7,536	4,001	3,079	5,297	4,598	3,139	5,760	7,689	26,490	13,245	19,913	21,185
- Gas	0	227	0	1,418	345	74	0	32	120	119	1,900	1,425	3,007	1,644	451	3,564
- 발전설비	901	526	67	2,470	1,007	2,769	1,793	451	0	1,662	2,510	1,882	7,574	3,965	6,020	6,053
- 화학	683	666	975	221	3,731	14	507	154	2,467	136	557	169	274	2,545	4,405	3,330
- 정유	557	246	17	39	2,019	502	473	4,601	552	452	426	4,141	9,765	859	7,596	5,571
- 기타	3,023	611	183	418	433	642	306	60	1,458	770	367	72	5,870	4,233	1,441	2,667
b) 조선3사	513	1,606	604	3,389	2,834	4,833	4,281	2,608	4,022	4,329	7,798	5,388	21,996	6,112	14,556	21,537
- 선박	364	1,338	604	3,181	1,513	2,215	4,184	2,580	4,022	3,544	5,858	4,128	14,324	5,487	10,492	17,552
- 해양	149	268	0	208	1,321	2,618	97	28	0	785	1,940	1,260	7,672	625	4,064	3,985
2. 피팅 수주액 (십억원)	147	162	120	120	123	116	117	124	121	137	148	145	688	549	480	552
a) 단조용	105	122	79	79	83	79	88	94	99	109	118	113	497	384	345	438
- 성광	45	57	36	31	43	39	41	50	54	55	56	54	248	169	172	218
- 태광	60	65	42	48	41	41	48	44	44	55	62	59	249	215	173	220
b) 계측용	42	40	41	41	40	36	29	29	22	27	31	33	191	165	134	113
- 하이록	42	40	41	41	40	36	29	29	22	27	31	33	191	165	134	113
3. 수주 가능액 (십억원)	155	131	147	151	132	129	124	158	179	200	205	196	862	583	543	779
a) 건설발 수주	111	85	78	119	124	117	92	109	125	129	139	147	599	393	442	540
b) 조선발 수주	44	46	69	32	8	12	32	48	53	71	66	49	263	190	100	240

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: 계장용 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, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

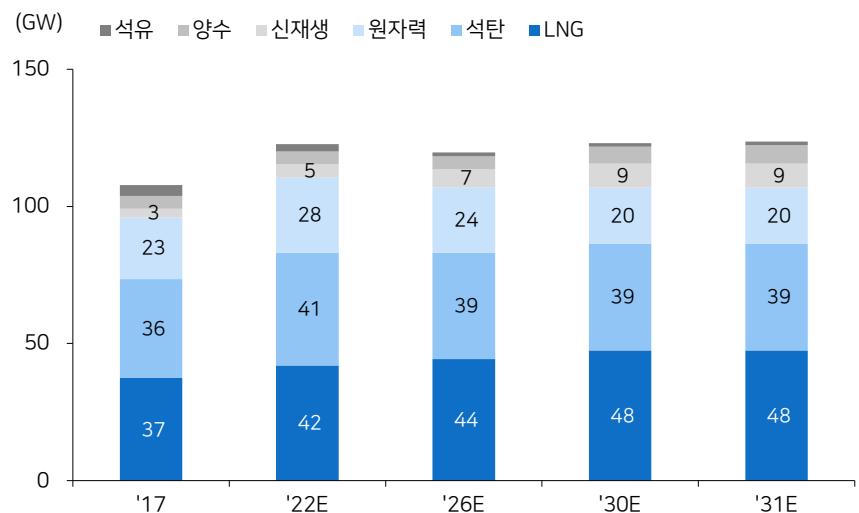
관성 <기대의 현실화 변수 3) Turn around - 전력, Energy Mix 변화>

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

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

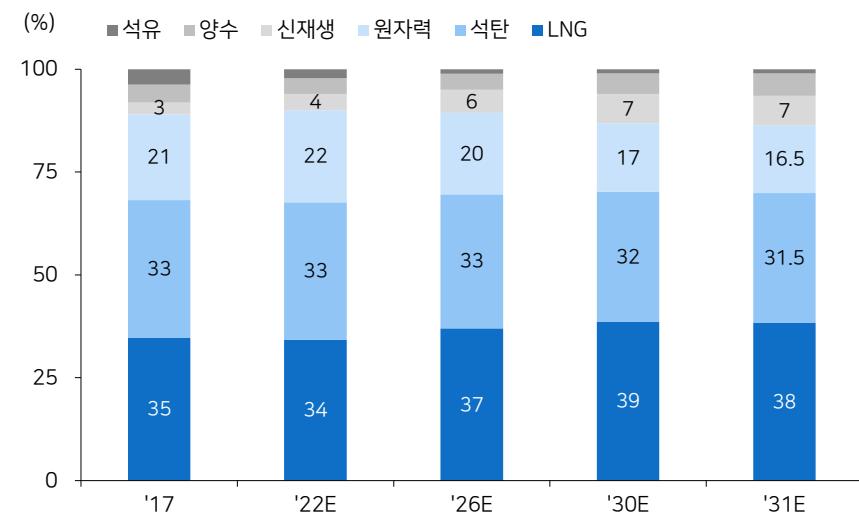
- 친환경 Energy Mix로의 변화 추진: 원자력과 석탄 발전 비중 축소, 신재생과 LNG 비중 확대
- 1) 脫원전: 신고리 5,6호기 재개, 신규 원전계획 백지화, 노후 원전 수명연장 금지(월성 1호 조기 폐쇄) 등
- 2) 脫석탄: 30년 이상 발전소 Shut-down(정례화), 노후발전소 조기 폐쇄
- 8차 전력기본수급계획에 따르면 2031년 원자력과 석탄 발전소의 발전설비 비중은 48.0%로 2014년 기준 50.4%를 하회 → 반면 LNG, 신재생에너지 발전 비중을 지속적으로 증대 목표
- 한국은 KOGAS의 장기공급계약 종료시점에 맞추어 미국, 호주 등 非중동 LNG의 순차적 도입 확대 예상

8차 전력기본수급계획에 따른 전원구성(피크기여도 기준) 전망



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

8차 전력기본수급계획에 따른 전원구성(피크기여도 기준) 비중 전망



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

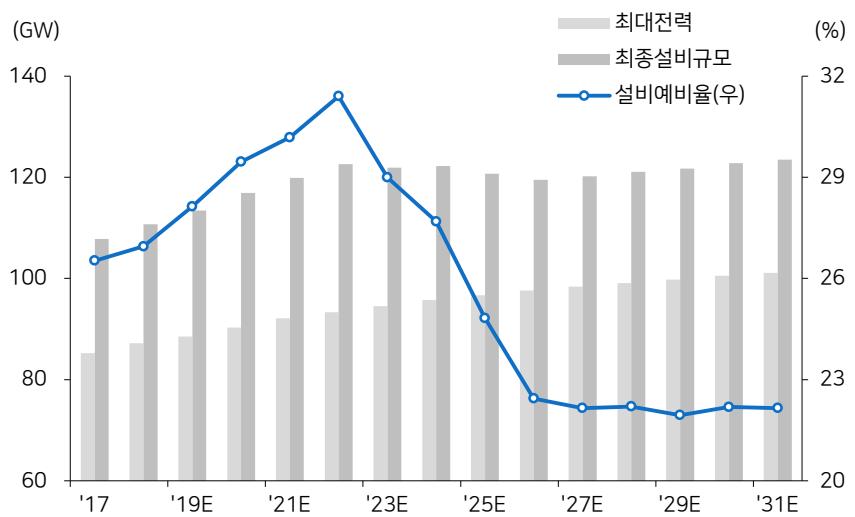
관성<기대의 현실화 변수 3) Turn around - 전력, Energy Mix 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2031년까지 설비예비율 22%를 달성할 계획, 신규설비는 LNG 중심으로 건설 계획

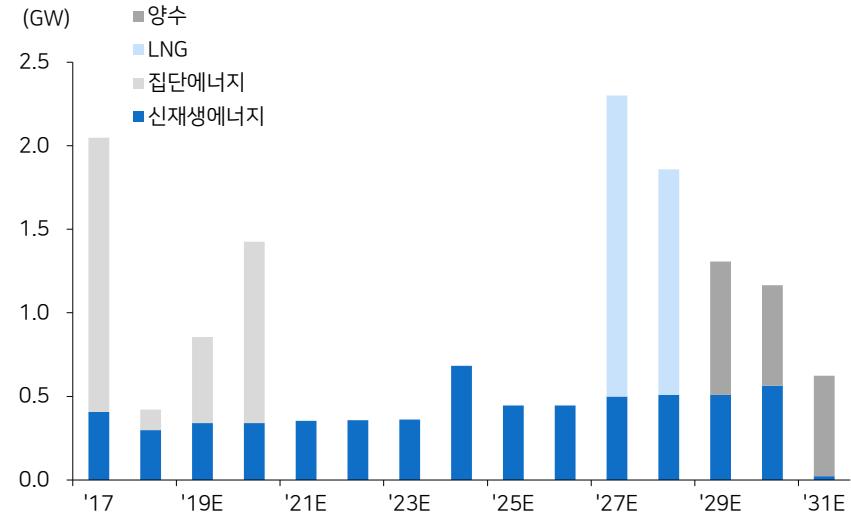
- 8차 전력수급기본계획의 전력수급 전망에 따르면, 2031년 기준 최대전력 수요는 101.1GW인 반면 최종설비 규모는 123.5GW로 설비예비율은 22.2%에 달할 전망
- 2022년 설비예비율이 31.4%로 최고점에 도달할 것으로 판단되며, 2026년까지 설비예비율이 22% 이상을 유지할 전망
- 2027년부터는 LNG 중심의 신규설비 건설을 통해 설비예비율 22%를 달성할 계획

8차 전력기본수급계획의 연도별 전력수급 전망



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

8차 전력기본수급계획의 연도별 신규설비 건설 계획



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

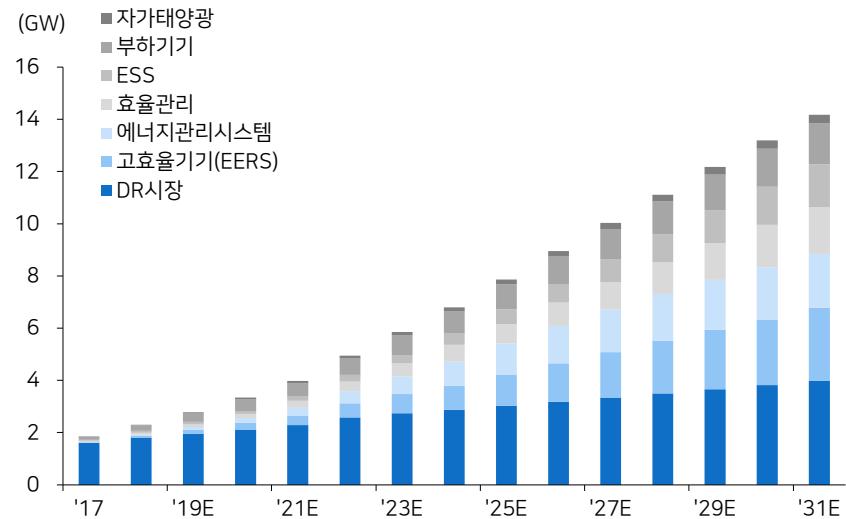
관성<기대의 현실화 변수 3) Turn around - 전력, Energy Mix 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

8차 전력기본수급계획, 발전
Mix를 신재생·천연가스로
전환하는 것은 전반적인 흐름

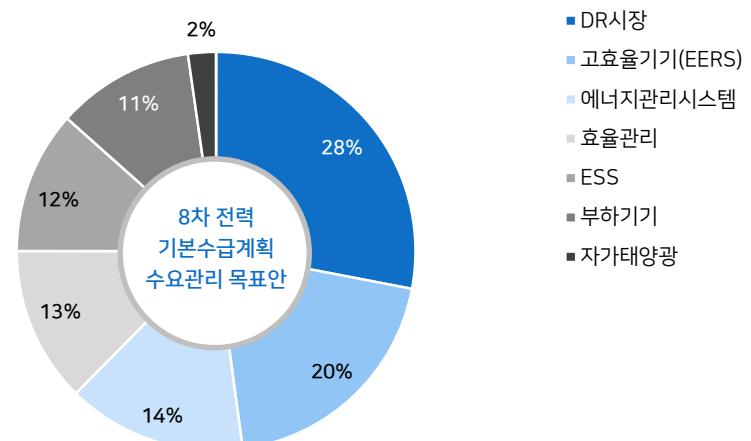
- 수요관리는 상시 전력 소비량 감축안과 피크수요 감축안을 통해 2031년 기준 14.1GW 절감가능 전망
- 상시 감축은 고효율기기, 건물에너지관리시스템, 효율관리, 자가 태양광 등으로 6.9GW 감축가능 분석
- 피크수요 감축은 ESS(에너지저장장치)보급확대, 부하기기 활용, DR(수요자원)시장으로 7.2GW감축 예상
→ ESS 보급증가 전망, 국내 업체로 LS산전, 현대일렉트릭 수혜 가능성

8차 전력기본수급계획의 최대전력 절감계획



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

8차 전력기본수급계획 최대전력 절감 목표안 14.1GW의 항목별 비중



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

관성 <기대의 현실화 변수 3) Turn around - 방위산업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

2017~18년 5월 수익률

KOSPI: +20.4%

한화에어로스페이스: -25.3%

한국항공우주: -35.7%

LIG넥스원: -38.7%

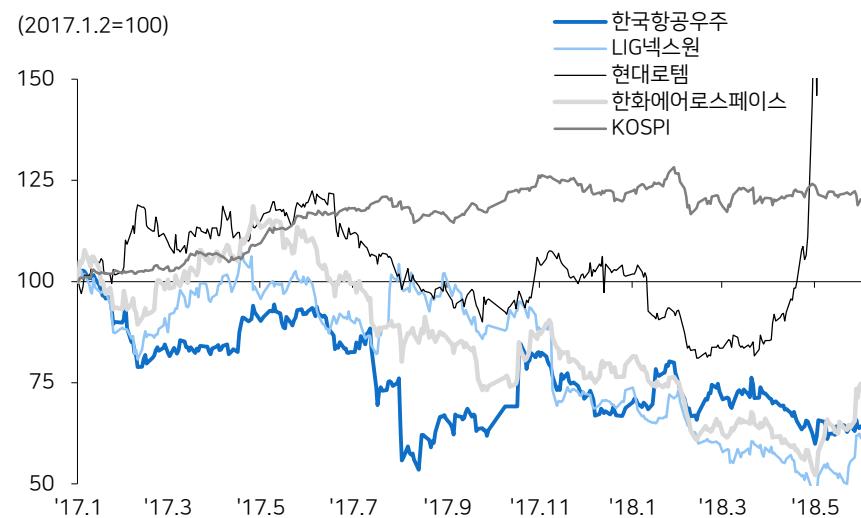
- 국내 방산 4개사(한국항공우주, LIG넥스원, 현대로템, 한화에어로스페이스)는 2016년부터 KOSPI 수익률을 크게 하회하는 모습, 특히 2017년 하반기부터 센티멘트가 급격히 악화
- 2017~18년 5월까지 KOSPI는 +20.4%인 반면, 현대로템 -14.6%(18년 4월까지), 한화에어로스페이스 -25.3%, 한국항공우주 -35.7%, LIG넥스원 -38.7% 순으로 부진한 주가 흐름

국내 방산업체 주가와 KOSPI 추이(2016년~18년 5월)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

국내 방산업체 주가와 KOSPI 추이(2017년~18년 5월)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turnaround - 방위산업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

GDP 대비 국방비

2.7~2.8%까지 확대 목표

1) KAMD, Kill-Chain 조기 전력화

2) MRO사업, 수출 지원

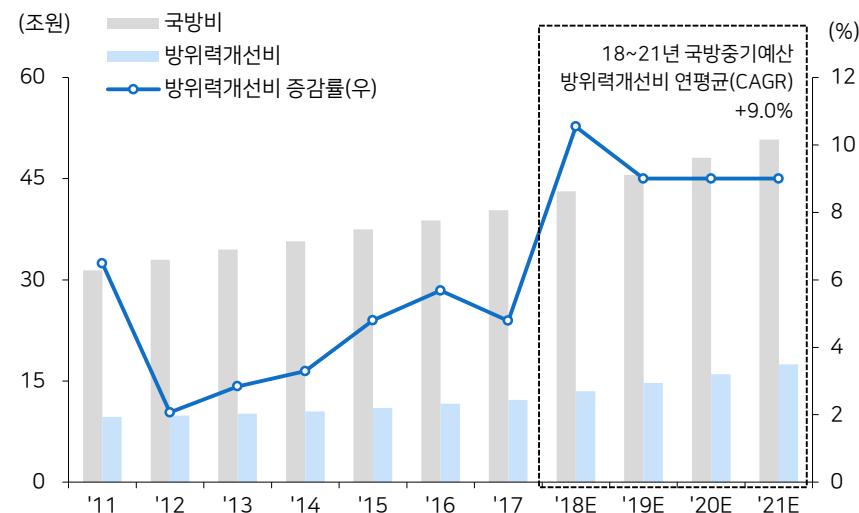
- 2018년 국방예산은 국방비 43.1조원, 방위력개선비 13.5조원(+10.5% YoY)로 확정

- 2017~21년 국방중기예산 상 방위력개선비는 연평균 +9.0%의 성장이 목표

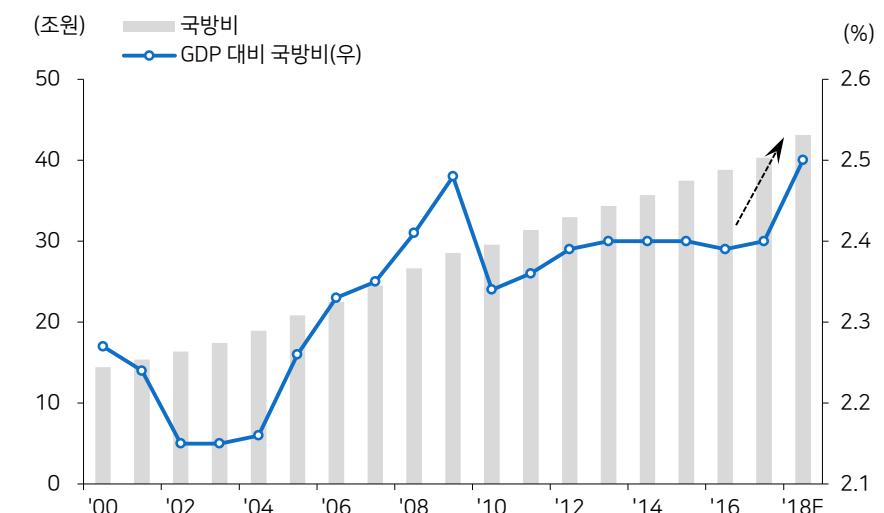
- 문재인 정부는 2016년 기준 GDP 대비 2.4%인 국방비를 2.7~2.8%까지 확대 목표

- 방위산업 업계는 IFRS 15 회계기준 변경(매출 인식을 진행률에서 입고 기준 변경), Big Bath에 따른 실적 불확실성 우려, 제품 결함과 관련한 잡음으로 2017년 하반기 이후 침체 국면이 지속

국방중기계획에 따른 국방비와 방위력개선비 추이 및 전망



GDP 대비 국방지출 금액 비중 추이



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

자료: 국방부, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 18년 예산은 정부 편성예산 기준

자료: 국방부, 메리츠종금증권 리서치센터

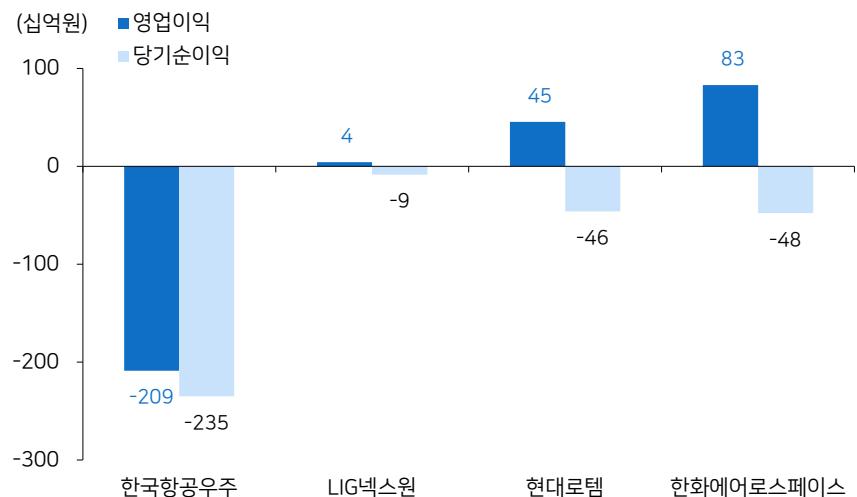
관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turnaround - 방위산업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

국내 방산업체 2017년 연간 합산 순손실 3,378억원 기록, 주된 원인은 4분기에 발생한 일회성 비용

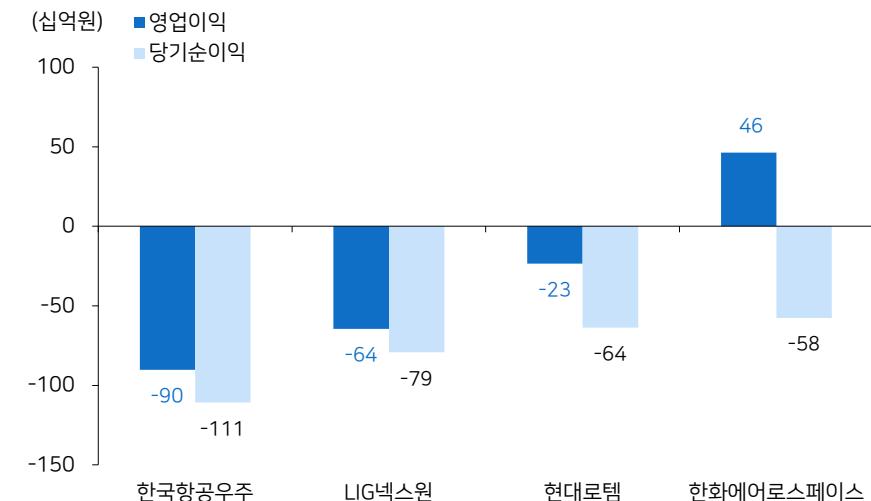
- 국내 방산 4개사(한국항공우주, LIG넥스원, 현대로템, 한화에어로스페이스)의 2017년 합산 매출액은 10조 7,747억원(-4.7% YoY), 영업손실 763억원, 당기순손실 3,378억원 기록
- 영업손실의 주된 원인은 4분기에 발생한 일회성 비용, 2017년 4분기 합산 순손실 3,113억원 기록
- 한국항공우주: 수리온 자체상금 320억원, 이라크 기지재건 사업 자체상금 460억원 등 반영
- LIG넥스원: 개발사업 손실총당금 800억원, 장거리 레이더 사업 취소로 179억원 등 비용 발생
- 현대로템: 플랜트부문에서 카타르 하수처리설비 추가 원가 발생으로 총당금 600억원 반영
- 한화에어로스페이스: 세무조사에 따른 과징금으로 법인세 600억원, 총당금 및 환손실 370억원 반영

국내 방산업체 2017년 연간 영업이익, 순이익 현황



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

국내 방산업체 2017년 4분기 영업이익, 순이익 현황



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

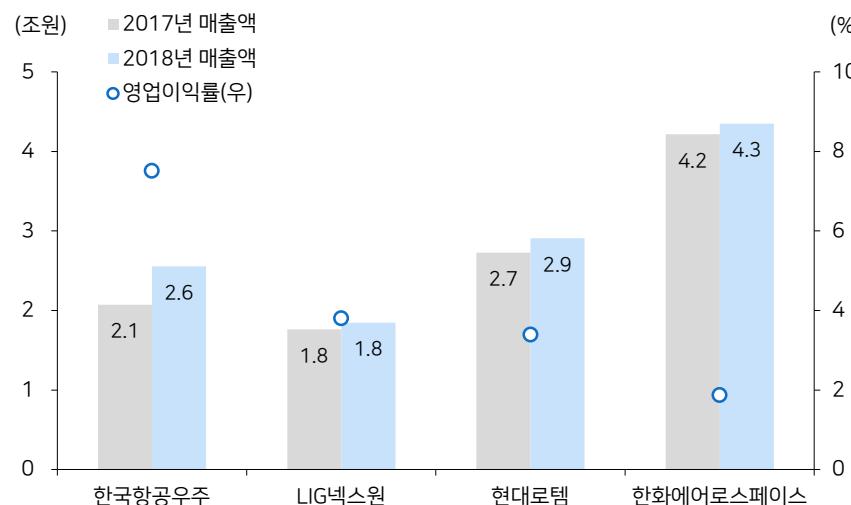
관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turnaround - 방위산업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**2018년 컨센서스 기준 합산
매출액 11조 6,590억원(+8.2%
YoY), 영업이익 4,421억원(흑전),
순이익 2,490억원(흑전)**

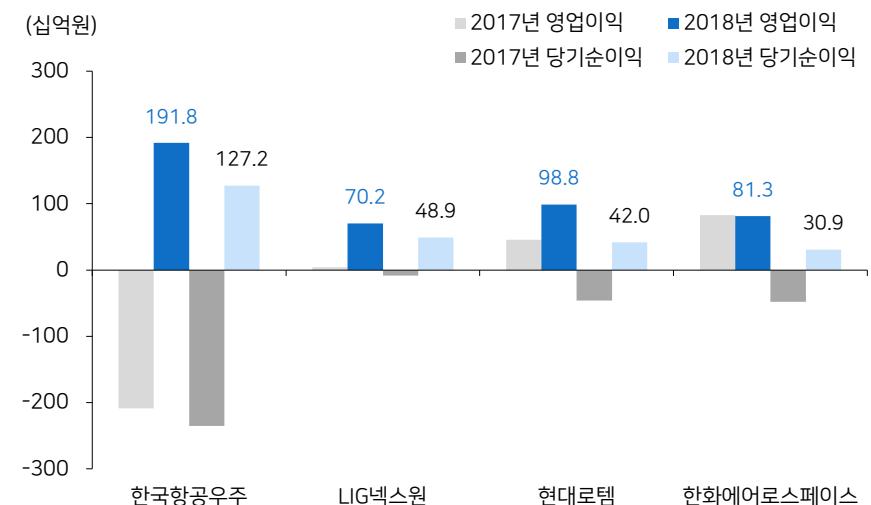
- 2017년 방산비리 이슈와 Big bath로 센티멘트는 최악, 2018년부터 방산업계 센티멘트 개선 기대
- 2018년 컨센서스 기준 국내 방산 4개사의 합산 매출액은 11조 6,590억원(+8.2% YoY), 영업이익 4,421억원(흑자전환), 순이익 2,490억원(흑자전환)으로 예상
- 新정부 출범 이후 정상 외교의 재개는 방산수출 기대감에 긍정적
- 한국항공우주의 미국 고등훈련기(APT) 수주 여부가 방위산업 센터멘트 개선의 핵심 이벤트로 예상 (5월 29일 디펜스 뉴스, 미 공군장관이 교체사업을 여름까지 결정할 계획임을 언급)

국내 방산업체 2017~18년 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



주: 2018년 매출액과 영업이익률은 컨센서스 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

국내 방산업체 2017~18년 영업이익 및 당기순이익 추이 및 전망



주: 2018년 실적은 컨센서스 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

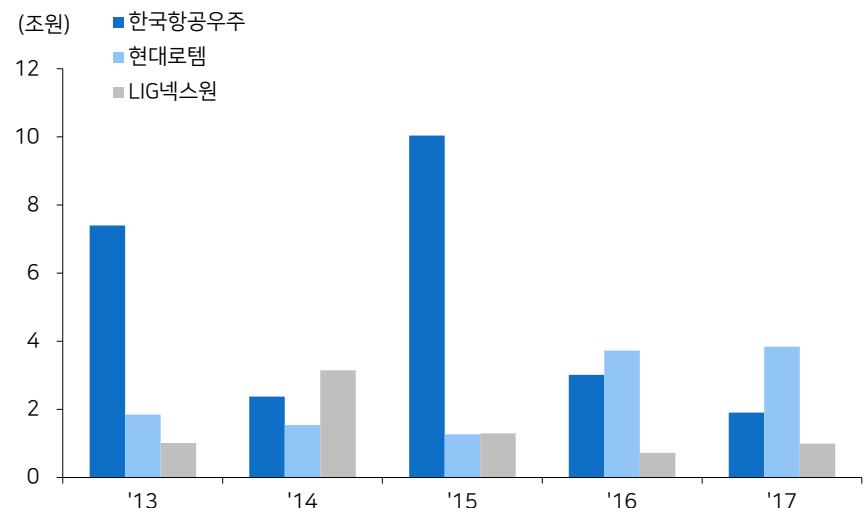
관성 < 기대의 현실화 변수 3) Turn around - 방위산업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

방산 3사(KAI, LIG넥스원,
현대로템)의 수주 가이던스는
8조 3,713억원(+24.4% YoY)

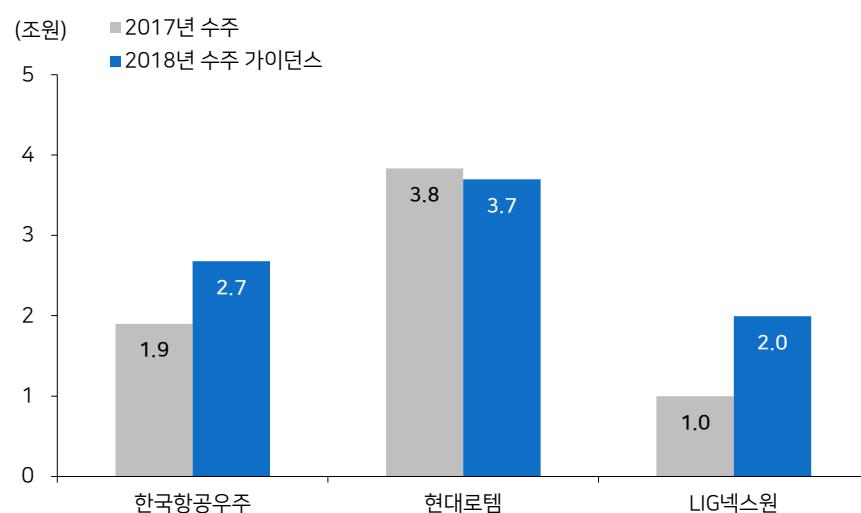
- 방산 3사(한국항공우주, LIG넥스원, 현대로템)의 2017년 합산 수주는 6조 7,319억원 추정(-9.8% YoY)
- 3사 합산 2018년 수주 가이던스는 8조 3,713억원(+24.4% YoY)으로 전년대비 큰 폭의 개선을 기대
- 한국항공우주는 18년 수주 가이던스로 2조 6,775억원(+40.9% YoY) 제시
→ 완제기 수출에서 1조 497억원, 기체부품에서 1조 2,506억원, 군수사업에서 3,772억원 수주를 목표
- 현대로템은 18년 수주 가이던스로 3조 7천억원(-3.5% YoY)을 제시
→ 철도에서 2.6조원과 플랜트에서 0.6~0.7조원, 방산에서 0.3~0.4조원 수주를 목표

국내 방산업체 3개사 신규수주 추이



주1: 한화에어로스페이스는 보안관계상 신규수주를 공시하지 않아 제외
주2: LIG넥스원은 수주잔고의 증감과 매출액을 기반으로 신규수주를 추정
자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 방산업체 2017년 수주 및 2018년 수주 가이던스 현황



주1: 한화에어로스페이스는 보안관계상 신규수주를 공시하지 않아 제외
주2: LIG넥스원은 수주잔고의 증감과 매출액을 기반으로 신규수주를 추정
주3: 각 사의 공식적, 비공식적 수주 가이던스 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

17

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

조선/기계

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	11,000원
현대미포조선(010620)	Buy	125,000원
현대중공업(009540)	Buy	175,000원
현대중공업지주(267250)	Buy	580,000원
두산밥캣(241560)	Buy	42,000원
태광(023160)	Buy	16,000원
현대로템(064350)	Trading Buy	40,000원

삼성중공업(010140) 우려는 해소되고, 기대는 반영된다

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

Buy

적정주가(12개월)	11,000원	
현재주가(6.8)	7,510원	
상승여력	46.5%	
KOSPI	2,451.58pt	
시가총액	47,313억원	
발행주식수	63,000만주	
유동주식비율	65.78%	
외국인비중	17.28%	
52주 최고/최저가	12,002원 / 6,177원	
평균거래대금	356.6억원	
주요주주(%)		
삼성전자 외 9인	21.88	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.2	-4.3
6개월	11.4	12.0
12개월	-30.0	-32.5
주가그래프		



수주 저점은 2016년, 재무구조 저점은 2017년, 실적 저점은 2018년. 2019년 턴어라운드 유력

- 연간 수주는 2016년 5억달러에서 2017년 69억달러로 회복, 인도기준 잔고는 현재 199억달러
- 순차입금 비율은 2017년 52.6%, 2018년 10.6%으로 예상. 재무우려는 해소, 빠르면 4분기 턴어라운드 기대

증자로 부각되었던 3가지 우려는 해소 중, 해양·가스선·셔틀탱커의 3두 마차로 수주 경쟁력 입증 기대

- 2017년 12월 1.5조원의 대규모 유상증자 발표, 증자규모로 인한 삼성중공업에 대한 3가지 Noise 부각
 - 1) 대우조선 인수설 → 4월 정부는 대우조선해양에 대해 중장기적으로 주인 찾기에 나설 것을 발표, 2) 계열사와 합병 가능성 → 그룹 지배구조 Noise로 현실성 낮아짐, 3) 대규모 실적 악화 우려 → Drillship은 재매각 중이며, 적자 공사였던 Ichthys는 First Gas 상태이고 Egina는 마무리 수순. 잠재 손실 우려는 기우

투자의견 Buy, 적정주가 11,000원 유지 – Risk-OFF, Going-UP의 하반기 기대

- 투자의견 Buy, 적정주가 11,000원을 유지하며 하반기 조선업종 Top Pick으로 제시
- 미청구공사액은 2012년 이후 최저치인 2.7조원으로 급감, 연말 미청구공사/자본비율은 0.3배 이하로 감소
- 해양·LNGC·셔틀탱커 비중이 높아 수주회복의 중심에 위치할 것, Seadrill Drillship의 매각 성공 시 Risk-off

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	10,414.2	-147.2	-121.2	-382	-89.1	14,160	-21.4	0.6	44.5	-2.3	174.4
2017	7,901.2	-524.2	-338.8	-766	76.2	13,087	-8.4	0.5	-28.2	-5.6	138.3
2018E	5,133.8	-206.6	-171.3	-301	-60.7	11,176	-25.2	0.7	59.8	-2.7	96.0
2019E	7,247.1	183.3	153.1	243	-180.8	11,438	31.1	0.7	10.1	2.1	108.7
2020E	7,772.2	229.9	196.0	311	28.0	11,764	24.3	0.6	8.9	2.7	106.3

Risk는 Off, 수주는 On

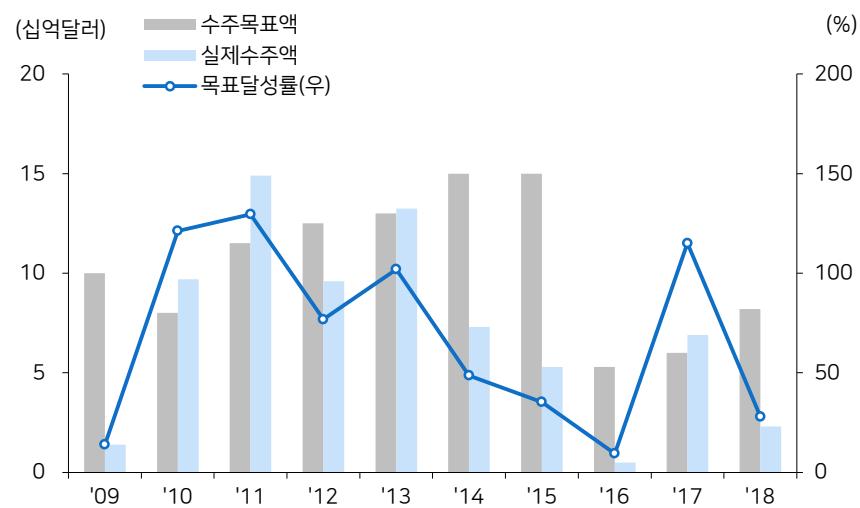
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**18년 수주목표액은 82억달러,
순차입금비율 10.6% 예상**

**경쟁력있는 해양, 가스선 발주
→ 17년 수준 수주로 잔고 증가**

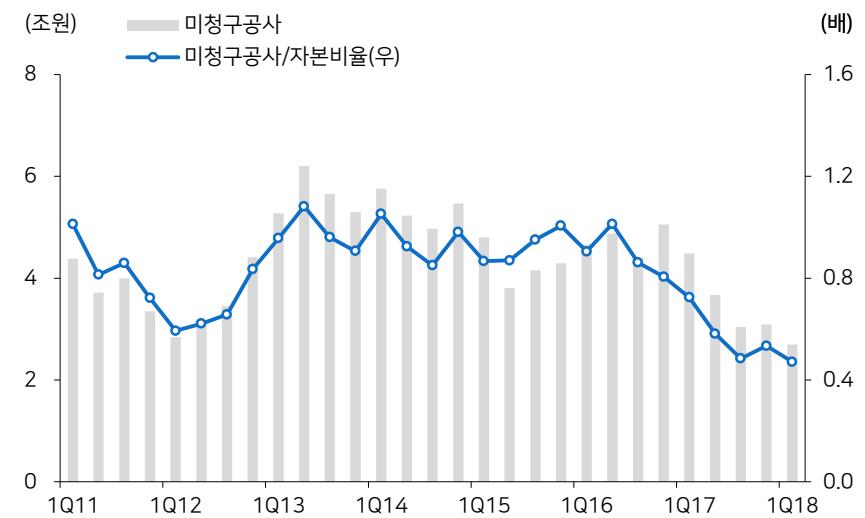
- 2017년 신규 수주액은 69억달러로 목표치 60억달러를 초과, 2018년 수주목표액은 82억달러
- 2018년 발주시장의 금액 기준 성장률(YoY)을 해양>가스선>컨테이너선>탱커 순으로 전망
- 1분기 미청구공사는 2012년 2분기 이후 최저수준인 2.7조원으로 감소. 2018년 수주액을 2017년과 동일한 수준인 70억달러로 가정해도 연간 수주액은 매출액의 1.4배, 수주잔고는 5년만에 증가세 전환
- 해양시추업계의 시황 회복은 상반기 확인되고 있어, Seadrill Drillship 2기 매각의 성공 가능성 증대
- Ichthys CPF의 Commissioning은 5월 성공적 마무리, Egina FPSO는 1분기 인센티브 확보로 3Q 인도 가능성 높아짐 → 3분기를 변곡점으로 해양생산설비의 대규모 잠재 손실 Risk는 OFF 예상

삼성중공업의 수주목표 달성을 추이



주: 2018년 5월 말 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

삼성중공업의 미청구공사, 자기자본 대비 미청구공사 비율 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

삼성중공업(010140)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	10,414.2	7,901.2	5,133.8	7,247.1	7,772.2
매출액증가율(%)	7.2	-24.1	-35.0	41.2	7.2
매출원가	9,939.1	8,051.7	4,878.4	6,629.0	7,076.0
매출총이익	475.1	-150.4	255.4	618.1	696.2
판매비와관리비	622.3	373.7	462.0	434.8	466.3
영업이익	-147.2	-524.2	-206.6	183.3	229.9
영업이익률(%)	-1.4	-6.6	-4.0	2.5	3.0
금융손익	-97.2	43.0	8.7	13.2	8.9
종속/관계기업관련손익	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	175.9	17.5	-31.8	8.8	25.9
세전계속사업이익	-68.9	-463.9	-229.8	205.3	264.7
법인세비용	69.8	-123.2	-57.5	51.3	67.5
당기순이익	-138.8	-340.8	-172.3	154.0	197.1
지배주주지분 순이익	-121.2	-338.8	-171.3	153.1	196.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산					
현금및현금성자산	9,950.8	6,779.9	6,905.7	8,266.1	8,670.0
매출채권	984.1	353.5	1,048.8	1,203.8	1,096.0
재고자산	389.3	344.5	301.0	363.0	389.3
비유동자산	1,226.1	1,216.8	1,277.6	1,540.6	1,652.2
유형자산	7,266.7	7,038.2	6,914.0	6,794.4	6,642.6
무형자산	6,442.4	6,162.9	6,000.7	5,836.2	5,697.2
투자자산	96.1	91.6	79.7	70.5	63.3
자산총계	17,217.5	13,818.1	13,819.6	15,060.5	15,312.6
유동부채					
매입채무	9,045.7	7,145.3	5,872.4	6,985.9	7,049.6
단기차입금	1,320.7	642.7	597.6	843.6	904.8
유동성장기부채	2,693.8	1,979.0	1,479.0	1,179.0	879.0
비유동부채	1,158.7	1,488.1	838.1	788.1	788.1
사채	1,896.4	875.4	898.2	859.8	841.6
장기차입금	499.4	91.8	21.8	0.0	0.0
부채총계	10,942.2	8,020.7	6,770.6	7,845.7	7,891.2
자본금					
자본잉여금	1,950.6	1,950.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
기타포괄이익누계액	758.4	758.4	967.2	967.2	967.2
이익잉여금	1,006.0	852.4	867.6	879.3	888.8
비지배주주지분	3,519.6	3,198.4	3,027.1	3,180.2	3,376.2
자본총계	6,275.3	5,797.5	7,049.0	7,214.8	7,421.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,554.8	540.1	1,156.1	936.0	522.0
당기순이익(손실)	-138.8	-340.8	-172.3	154.0	197.1
유형자산감가상각비	287.6	279.5	267.2	264.0	248.5
무형자산상각비	29.2	34.9	31.9	28.2	25.3
운전자본의 증감	-2,140.4	929.5	928.1	452.0	-31.1
투자활동 현금흐름	129.5	-74.5	-128.5	-431.1	-293.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-207.1	-107.9	-105.0	-99.5	-109.5
투자자산의 감소(증가)	385.3	47.5	-5.6	-81.4	-20.2
재무활동 현금흐름	1,391.7	-956.7	-332.4	-350.0	-336.4
차입금증감	124.6	-1,805.3	-1,741.2	-350.0	-336.4
자본의증가	1,130.5	0.0	1,408.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.6	-630.6	695.3	155.0	-107.8
기초현금	983.5	984.1	353.5	1,048.8	1,203.8
기말현금	984.1	353.5	1,048.8	1,203.8	1,096.0

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	32,820	17,865	9,010	11,503	12,337
EPS(지배주주)	-382	-766	-301	243	311
CFPS	1,873	-248	315	838	964
EBITDAPS	535	-474	162	755	800
BPS	14,160	13,087	11,176	11,438	11,764
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-21.4	-8.4	-25.2	31.1	24.3
PCR	4.4	-26.1	24.0	9.0	7.9
PSR	0.2	0.4	0.8	0.7	0.6
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6
EBITDA	169.7	-209.8	92.5	475.5	503.7
EV/EBITDA	44.5	-28.2	59.8	10.1	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.3	-5.6	-2.7	2.1	2.7
EBITDA이익률	1.6	-2.7	1.8	6.6	6.5
부채비율	174.4	138.3	96.0	108.7	106.3
금융비용부담률	0.7	0.7	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(x)	-2.1	-10.1	-5.9	7.2	10.3
매출채권회전율(x)	28.2	21.5	15.9	21.8	20.7
재고자산회전율(x)	7.8	6.5	4.1	5.1	4.9

현대미포조선(010620) 매출 감소는 가장 먼저 종료, 선가 상승의 수혜주

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

Buy

적정주가(12개월)	125,000원	
현재주가(6.8)	90,700원	
상승여력	37.8%	
KOSPI	2,451.58pt	
시가총액	18,140억원	
발행주식수	2,000만주	
유동주식비율	56.80%	
외국인비중	9.91%	
52주 최고/최저가	120,000원 / 77,700원	
평균거래대금	162.7억원	
주요주주(%)		
현대삼호중공업 외 4인	42.80	
국민연금공단	13.38	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-10.2	-10.3
6개월	5.1	5.6
12개월	-9.8	-13.0

주가그래프



수주는 순항 중이고, 실적은 가장 먼저 개선될 First Mover 조선업체

- 1분기 매출액 5,454억원(+10.8% QoQ), 영업이익 230억원(흑자전환 QoQ), 당기순이익 904억원으로 업계에서 유일하게 매출액 증가를 기록. PC선+중형 LPGC 분야 No.1 수주 경쟁력이 실적으로 반영
- 2018년 수주 목표는 30억달러로 현재까지 34.0% 이상 달성, LPGC와 PC 시황 회복으로 달성을 가능할 전망

하이투자증권 매각은 하반기 마무리, PBR 1.0배의 전제조건인 선가 상승을 먼저 보여줄 것

- 6월 7일 공시를 통해, 하이투자증권의 주식매매계약을 9월 30일까지 마무리할 것임을 발표
- 1분기 별도기준 부채 1.4조원(자본 2.3조원), 연결기준 부채 7.1조원(자본 2.4조원)으로 하이투자증권의 부채는 5.7조원 수준. 하이투자증권 매각 시 재무건전성이 재부각될 전망
- 선가 상승으로 주가 회복이 나타났던 2011년 상반기, 2013년 하반기 주도주는 Pure Player인 현대미포

투자의견 Buy, 적정주가 125,000원 유지 – 선박의 Pure Player + 업계 최고수준의 재무안전성 확보

- 투자의견 Buy, 적정주가 125,000원을 유지하며 하반기 조선업종 Top Pick으로 제시
- 1) 이미 2017년말 순현금상태로 No.1의 재무안전성 확보, 2) 18년 매출액은 전년대비 12.0% 증가, 3) 한·중·일 중소업계 구조조정의 수혜 → 현대중공업 잔여 지분(3,303억원) 매각, 순차입금비율 -14.0%

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,446.5	191.1	34.6	1,729	54.2	107,123	38.9	0.6	8.3	1.8	308.5
2017	2,453.4	108.0	436.9	21,847	1,024.1	110,839	3.6	0.7	9.9	20.0	255.7
2018E	2,749.1	120.4	185.1	9,253	-57.6	120,276	10.0	0.8	9.9	8.0	274.1
2019E	3,035.9	200.6	194.5	9,727	5.1	130,235	9.5	0.7	6.1	7.8	277.9
2020E	3,212.0	274.6	251.8	12,591	29.4	143,080	7.4	0.6	3.9	9.2	267.0

군계일학(群鷄一鶴), 1분기 매출액 전기대비 10.8% 증가

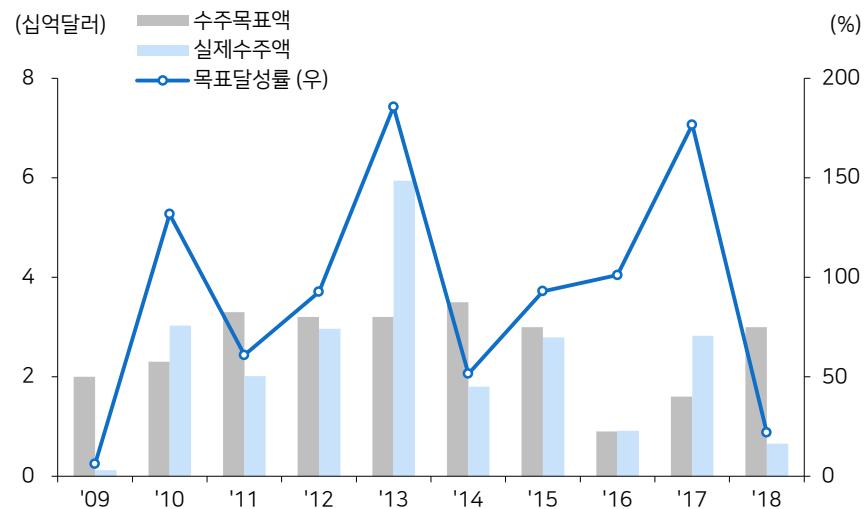
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

현대미포조선의 잔여 과제

- 1) 하이투자증권 매각 마무리
- 2) 중공업 지분 3.93% 매각

- 1분기 매출액 5,454억원(-27.4% YoY), 영업이익 230억원, 당기순이익 904억원 기록
- 1분기 본사 영업이익률 3.3%, 비나신 5.4%를 기록, 2018년 매출 감소기에도 업종 최고수준 수익성 유지
- 현대미포조선과 관련한 지배구조 잔여과제는 1) 현대중공업 지분 3.93% 매각, 2) 현대중공업지주 → 현대중공업 → 현대삼호중공업 → 현대미포조선'으로 이어진 증손자 고리 단절
- 지배구조 개편 종료 후 기업가치 재평가 확실, 선가 상승기 No.1은 선박만 집중건조하는 현대미포조선

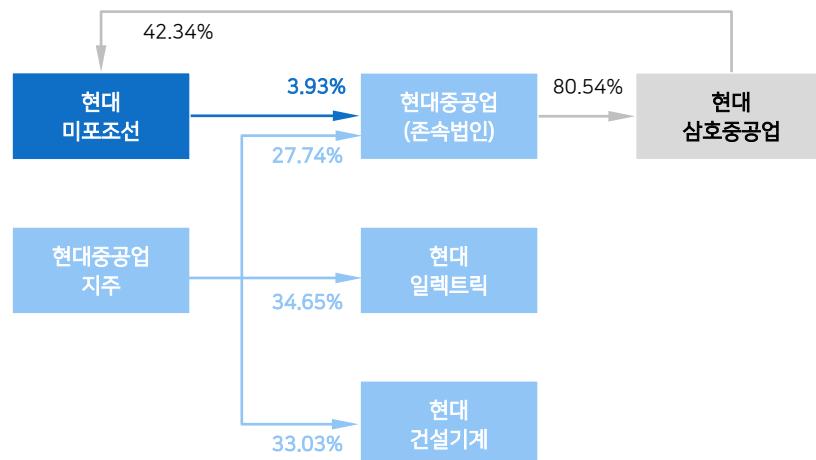
현대미포조선의 선종별 신규 수주금액 추이



주: 2018년 4월 말 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대중공업 지분 매각 후 현대미포조선의 지분 구조 현황



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대미포조선(010620)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,446.5	2,453.4	2,749.1	3,035.9	3,212.0
매출액증가율(%)	-25.9	-28.8	12.0	10.4	5.8
매출원가	3,098.1	2,244.9	2,482.3	2,693.8	2,786.7
매출총이익	348.4	208.5	266.7	342.1	425.4
판매비와관리비	157.3	100.6	146.3	141.5	150.8
영업이익	191.1	108.0	120.4	200.6	274.6
영업이익률(%)	5.5	4.4	4.4	6.6	8.5
금융순익	16.9	713.9	169.7	97.1	94.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	-17.0	-88.6	-43.6	-38.6	-34.0
세전계속사업이익	191.0	733.3	246.5	259.1	335.4
법인세비용	40.5	171.8	57.9	60.9	78.8
당기순이익	39.6	445.2	188.6	198.2	256.6
지배주주지분 순이익	34.6	436.9	185.1	194.5	251.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,546.3	6,776.2	7,736.4	8,609.8	9,284.1
현금및현금성자산	804.4	562.2	773.7	920.6	1,148.8
매출채권	37.5	194.6	218.1	240.8	254.8
재고자산	161.9	95.9	107.5	118.7	125.6
비유동자산	2,680.0	1,543.2	1,732.3	1,722.3	1,711.4
유형자산	1,126.3	1,089.8	1,210.6	1,195.1	1,183.2
무형자산	178.9	3.1	3.1	3.1	3.0
투자자산	1,296.3	291.5	378.0	398.1	409.8
자산총계	9,226.3	8,319.4	9,468.7	10,332.1	10,995.6
유동부채	5,471.9	5,904.6	6,865.1	7,524.1	7,925.1
매입채무	180.5	202.1	226.4	250.0	264.6
단기차입금	2,501.8	223.2	223.2	223.2	223.2
유동성장기부채	368.4	239.2	229.2	219.2	209.2
비유동부채	1,496.1	75.7	72.3	73.8	74.6
사채	379.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	84.6	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	6,967.9	5,980.3	6,937.3	7,597.9	7,999.7
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
기타포괄이익누계액	721.3	356.3	360.0	364.6	369.7
이익잉여금	1,279.7	1,718.9	1,903.9	2,098.5	2,350.3
비지배주주지분	115.9	122.4	125.9	129.5	134.3
자본총계	2,258.4	2,339.1	2,531.4	2,734.2	2,995.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	529.7	-679.3	411.9	159.1	235.6
당기순이익(손실)	39.6	445.2	188.6	198.2	256.6
유형자산감가상각비	50.5	49.8	44.1	41.3	38.8
무형자산상각비	1.9	1.5	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	237.1	-854.9	227.0	-52.4	-32.3
투자활동 현금흐름	107.6	741.4	-188.6	-5.4	0.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-30.3	-65.4	-165.0	-25.8	-27.0
투자자산의 감소(증가)	-56.1	1,004.8	-82.6	-16.0	-7.6
재무활동 현금흐름	-489.9	-205.0	-13.1	-8.0	-8.8
차입금증감	-113.8	-4,950.9	-13.1	-8.0	-8.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	147.7	-242.1	211.5	146.9	228.2
기초현금	656.7	804.4	562.2	773.7	920.6
기말현금	804.4	562.2	773.7	920.6	1,148.8

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	172,323	122,672	137,453	151,793	160,602
EPS(지배주주)	1,729	21,847	9,253	9,727	12,591
CFPS	13,646	9,107	11,650	12,938	16,456
EBITDAPS	12,173	7,959	8,228	12,097	15,673
BPS	107,123	110,839	120,276	130,235	143,080
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.9	3.6	10.0	9.5	7.4
PCR	4.9	8.6	7.9	7.2	5.6
PSR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	243.5	159.2	164.6	241.9	313.5
EV/EBITDA	8.3	9.9	9.9	6.1	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	20.0	8.0	7.8	9.2
EBITDA이익률	7.1	6.5	6.0	8.0	9.8
부채비율	308.5	255.7	274.1	277.9	267.0
금융비용부담률	1.0	1.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	5.8	3.8	26.4	45.0	62.7
매출채권회전율(x)	25.2	21.1	13.3	13.2	13.0
재고자산회전율(x)	16.5	19.0	27.0	26.8	26.3

현대중공업(009540) 재무건전성은 회복, 수주와 Downsizing이 과제

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

Buy

적정주가(12개월)	175,000원	
현재주가(6.8)	121,500원	
상승여력	44.0%	
KOSPI	2,451.58pt	
시가총액	84,036억원	
발행주식수	6,917만주	
유동주식비율	61.42%	
외국인비중	16.39%	
52주 최고/최저가	178,052원 / 92,511원	
평균거래대금	419.8억원	
주요주주(%)		
현대중공업지주 외 14인	34.75	
국민연금공단	9.14	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.3	-4.4
6개월	0.6	1.1
12개월	-27.9	-30.5
주가그래프		



계열사의 수주는 순항 중, 본사의 컨테이너선과 LNG선 수주 시 수주목표 달성을 기대감 형성될 것

- 현재까지 조선 3사의 수주는 66억달러로 추정. 본사 27.9억달러(목표 달성을 33.2%), 삼호 27.8억달러(달성을 81.8%), 미포 10.7억달러(35.6%) 추정, 컨테이너선과 LNGC 수주로 목표 달성(합산 148억달러) 가능
- 현대상선 14,000TEU 컨테이너선이 LNG Fuel을 선택한다면, 친환경선박 선형-엔진-제작능력 재입증 가능

경영위기 이전 수준으로 회복된 재무구조, 남은 과제는 수주 확대와 해양플랜트부문 Downsizing

- 1분기 연결기준 순현금 0.4조원(현금성자산과 단기금융자산 합산 5.0조원), 자본총계 13.5조원, 자본총계 대비 미청구공사액은 0.19배로 안정화. 재무리스크는 완전히 해소되는 국면
- 해양플랜트부문은 Shuqaiq 공사와 NASR 공사가 하반기 마무리되면, 대형공사 잔고는 전무한 상황
- 2014~16년의 대규모 공사손실 리스크는 해소되었지만, 해양플랜트부문의 고통스런 Downsizing은 불가피

투자의견 Buy, 적정주가 175,000원 유지 – 노사문제 안정화와 Downsizing이 마무리되면 빠르게 회복된다

- 투자의견 Buy, 적정주가 175,000원 유지. 현대미포조선의 금융계열사 매각이 마무리되면 부채비율도 하락
- Sulphur-Cap 규제의 대응방안으로 LNG Fuel, Scrubber 선택이 확대되면, 조선+엔진의 시너지 효과를 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	22,300.4	391.5	545.1	6,769	-148.2	197,886	18.2	0.6	17.7	3.7	175.3
2017	15,468.8	14.7	2,458.2	37,633	407.5	185,216	2.5	0.5	14.3	18.2	145.8
2018E	13,381.7	-287.3	-110.0	-1,635	-102.6	176,441	-76.5	0.7	96.7	-0.9	124.9
2019E	14,469.8	171.4	107.3	1,551	-277.9	177,471	80.6	0.7	16.9	0.9	125.7
2020E	16,110.3	418.8	278.6	4,028	159.7	181,059	31.0	0.7	12.1	2.2	127.5

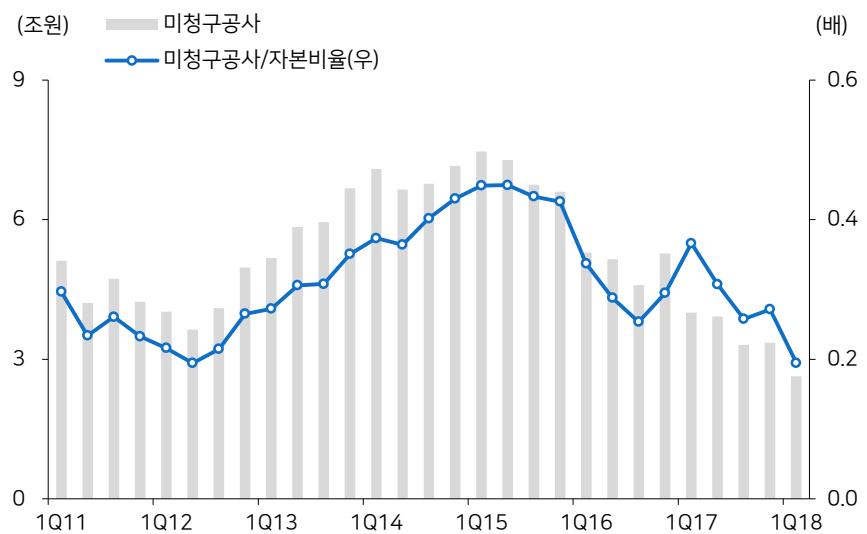
재무건전성은 회복, 수주와 Downsizing 과제가 남았다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

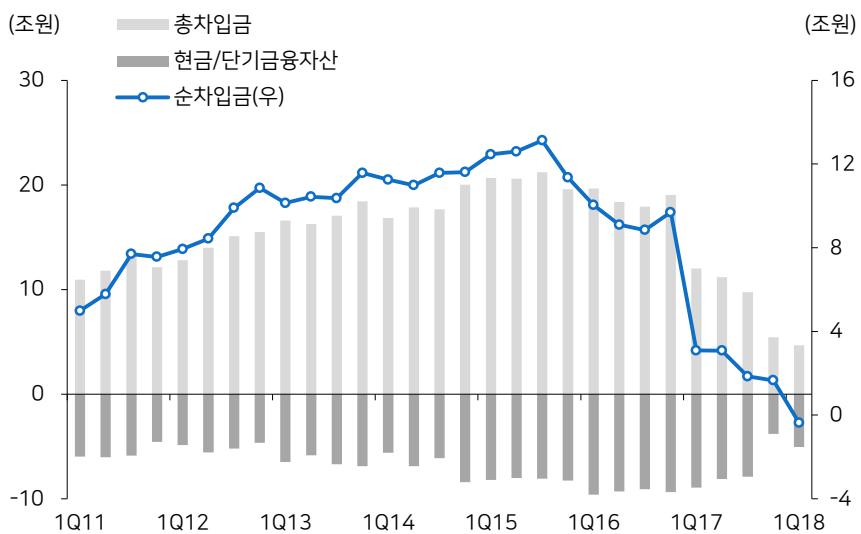
미청구공사 Risk는 해소,
사실상 무차입상태로
재무건전성 회복

- 14년 조선 Semi-Rig, 플랜트 2개 공사, 해양 4기 1.6조원 총당금 반영, 3.25조원 적자, 15년 조선 Semi-Rig 2기 계약해지 손실 3,962억원, 해양부문 공손총 1.3조원 설정 → 1.54조원 연간 적자
- 2018년 1월 1일 회계기준서 제 1115호 적용으로 미청구공사는 계약자산(유동자산), 초과청구공사는 계약부채와 단기충당부채(유동부채) 계정으로 전입. 변경 이전기준 1Q 미청구공사는 2.63조원
- 현대중공업의 자기자본 대비 미청구공사액 비율은 연결 기준 0.19배 수준으로 안정적, Risk는 해소됨
- 1Q18 연결 기준 순현금 0.4조원(총차입금 4.7조원), 자본총계 13.5조원, 부채비율 131.1%(현금 및 현금성자산 4.4조원, 단기금융자산 0.6조원). 남은 과제는 본사 수주 회복과 해양플랜트부문 Downsizing

현대중공업의 미청구공사, 자기자본 대비 미청구공사 비율 추이



현대중공업의 순차입금 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대중공업(009540)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,300.4	15,468.8	13,381.7	14,469.8	16,110.3
매출액증가율(%)	-51.8	-30.6	-13.5	8.1	11.3
매출원가	20,329.4	14,434.9	12,933.0	13,459.1	14,730.8
매출총이익	1,971.0	1,033.9	448.7	1,010.7	1,379.4
판매비와관리비	1,579.5	1,019.3	736.0	839.3	960.7
영업이익	391.5	14.7	-287.3	171.4	418.8
영업이익률(%)	1.8	0.1	-2.1	1.2	2.6
금융손익	-216.4	957.2	287.1	311.8	328.6
증속/관계기업관련손익	21.0	22.2	21.5	20.9	20.2
기타영업외손익	-100.1	-1,020.9	-351.5	-328.9	-312.4
세전계속사업이익	96.0	-26.9	-330.2	175.3	455.2
법인세비용	80.5	66.5	-99.1	41.2	107.0
당기순이익	656.7	2,703.3	-73.3	134.1	348.3
지배주주지분 순이익	545.1	2,458.2	-110.0	107.3	278.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	26,036.7	17,663.7	17,795.9	18,362.7	19,509.5
현금및현금성자산	4,326.9	3,239.7	4,755.7	4,262.2	3,810.3
매출채권	4,294.7	1,436.3	1,242.5	1,343.6	1,495.9
재고자산	3,907.3	845.4	731.3	790.8	880.4
비유동자산	23,212.5	12,745.1	12,542.2	12,308.2	12,125.3
유형자산	19,011.3	11,046.3	10,635.3	10,411.1	10,212.8
무형자산	1,963.0	105.4	97.8	90.7	84.2
투자자산	970.7	342.5	540.3	584.2	650.4
자산총계	49,249.2	30,408.9	30,338.2	30,670.8	31,634.8
유동부채	23,237.2	15,614.9	14,500.7	14,780.6	15,359.8
매입채무	2,697.8	1,365.4	1,181.2	1,277.2	1,422.0
단기차입금	6,997.8	2,818.1	2,118.1	1,968.1	1,868.1
유동성장기부채	3,546.9	965.6	865.6	775.6	694.6
비유동부채	8,122.3	2,421.9	2,346.6	2,301.3	2,368.3
사채	3,145.8	64.9	64.9	0.0	0.0
장기차입금	2,382.8	832.2	732.2	682.2	632.2
부채총계	31,359.4	18,036.8	16,847.3	17,081.9	17,728.1
자본금	380.0	283.3	345.8	345.8	345.8
자본잉여금	1,124.9	1,049.9	2,222.4	2,222.4	2,222.4
기타포괄이익누계액	1,937.4	1,478.1	1,435.3	1,399.2	1,368.8
이익잉여금	13,433.4	16,236.9	16,126.9	16,234.2	16,512.8
비지배주주지분	1,953.3	1,250.6	1,287.3	1,314.1	1,383.7
자본총계	17,889.8	12,372.0	13,490.9	13,588.9	13,906.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,766.7	616.2	1,775.6	120.6	46.1
당기순이익(손실)	656.7	2,703.3	-73.3	134.1	348.3
유형자산감가상각비	785.2	537.4	371.0	350.1	330.7
무형자산상각비	106.7	49.1	7.7	7.1	6.5
운전자본의증감	-8.1	-552.8	1,431.2	-404.8	-634.0
투자활동 현금흐름	-678.5	581.2	-349.9	-261.1	-272.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1,144.4	-373.5	-120.0	-126.0	-132.3
투자자산의감소(증가)	946.6	650.3	-201.5	-43.3	-62.2
재무활동 현금흐름	-875.9	-2,130.6	74.2	-373.4	-244.5
차입금증감	-567.6	-13,581.9	-1,154.0	-369.1	-240.5
자본의증가	0.0	-171.7	1,235.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,221.6	-1,087.1	1,516.0	-493.6	-451.9
기초현금	3,105.3	4,326.9	3,239.7	4,755.7	4,262.2
기말현금	4,326.9	3,239.7	4,755.7	4,262.2	3,810.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	276,908	236,809	198,931	209,205	232,924
EPS(지배주주)	6,769	37,633	-1,635	1,551	4,028
CFPS	37,971	22,600	3,616	7,513	10,757
EBITDAPS	15,936	9,202	1,358	7,642	10,929
BPS	197,886	185,216	176,441	177,471	181,059
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.2	2.5	-76.5	80.6	31.0
PCR	3.2	4.2	34.6	16.6	11.6
PSR	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDA	1,283.4	601.1	91.4	528.6	755.9
EV/EBITDA	17.7	14.3	96.7	16.9	12.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	18.2	-0.9	0.9	2.2
EBITDA이익률	5.8	3.9	0.7	3.7	4.7
부채비율	175.3	145.8	124.9	125.7	127.5
금융비용부담률	0.3	0.6	0.7	0.4	0.4
이자보상배율(x)	5.9	0.2	-2.9	2.8	7.3
매출채권회전율(x)	5.2	5.4	10.0	11.2	11.3
재고자산회전율(x)	5.3	6.5	17.0	19.0	19.3

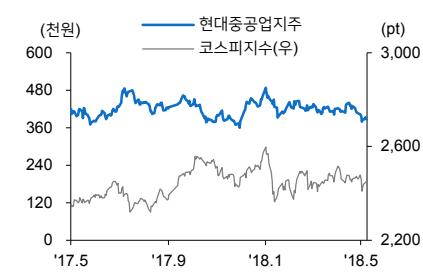
현대중공업지주(267250) 오일뱅크가 2.95조원만 반영된 PBR 0.6배

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

Buy

적정주가(12개월)	580,000원	
현재주가(6.8)	377,000원	
상승여력	64.5%	
KOSPI	2,451.58pt	
시가총액	61,401억원	
발행주식수	1,629만주	
유동주식비율	56.46%	
외국인비중	21.66%	
52주 최고/최저가	488,000원 / 360,500원	
평균거래대금	235.4억원	
주요주주(%)		
정몽준 외 5인	33.31	
국민연금	9.99	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.0	-8.1
6개월	-1.4	-0.9
12개월	-10.2	-13.5

주가그래프



그룹의 남아있는 지배구조 개편 과제, 불확실성을 인정해도 PER 5.8배는 싸다

- 2018년 연결 매출액 27.7조원, 영업이익 1.6조원, ROE 10.9% 예상. 로보틱스 별도 매출 0.6조원/영업이익 0.3억원, 정유 매출액 21.8조원/영업이익 1.3조원, 글로벌서비스 매출액 0.4조원/영업이익 0.1조원 예상
- 6월 8일 주가는 2018년 예상 기준 PBR 0.6배, PER 5.8배 수준에 불과. 지배구조 개편의 잔여과제로 인한 현대중공업지주의 Cash-out 불확실성을 감안해도 지나치게 저평가 구간, Cash-out 우려는 기우

현대오일뱅크가 8조원에 상장된다면, 구주매출 20% 가정 시 오일뱅크 지분가치만 2.6조원 상승

- 장부가치 2.95조원(지분 91.13%)으로 반영된 현대오일뱅크는 S-Oil과 비교 시 적정 시가총액 8조원 이상
- 구주매출 20% 시 1.6조원 현금유입, 잔여지분 71.13% NAV에 30% 할인해도 4.0조원의 가치로 총 5.6조원
- 현대오일뱅크 IPO를 시작으로 현대글로벌서비스, 로봇 사업도 육성 후 상장을 계획, 지주회사로 '사업기회 발굴 → 투자 및 육성 → 투자 회수(배당, 상장)' 사업을 목표

투자의견 Buy, 적정주가 58만원 제시 – 조선계열사의 시황 회복, 연결자회사 개선, 현대오일뱅크 IPO

- SOTP로 산정한 적정주가 58만원은 2018년 자본총계 기준 PBR 0.8배, 지배지분 기준 1.1배, PER 8.5배 수준
- 조선계열사 수주 회복, 건설기계·일렉트릭 실적개선, 글로벌서비스의 성장성 확인으로 저평가 해소 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	14,289.4	934.8	932.3	86,529		459,750	4.4	0.8	11.2	12.5	107.4
2018E	27,747.2	1,644.0	862.0	52,926	-29.9	515,200	7.4	0.8	6.9	10.9	95.8
2019E	33,306.1	2,088.7	1,136.5	69,781	31.8	583,002	5.6	0.7	5.8	12.7	88.8
2020E	35,745.1	2,331.6	1,295.7	79,554	14.0	658,328	4.9	0.6	5.1	12.8	77.6

현대오일뱅크 IPO + 금융계열사 매각 + 조선 수주 회복 = PER 5.8배는 저평가

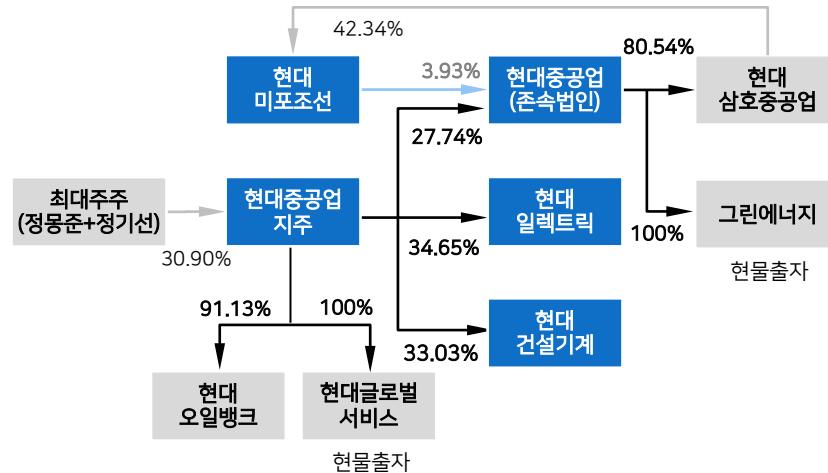
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

현대오일뱅크와 S-Oil 2017년 영업실적 비교

(십억원, %)	현대오일뱅크	S-Oil
영업이익	1,260.5	1,373.3
정유	848.5	627.3
석유화학	382.4	325.8
운활기유	123.7	420.2
기타	21.3	-
EBITDA	1,596.8	1,666.8
배당성향	73.9	55.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대중공업 그룹 최종 지배구조도



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대중공업지주(267250)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,289.4	27,747.2	33,306.1	35,745.1	
매출액증가율(%)		94.2	20.0	7.3	
매출원가	12,784.0	24,882.4	29,752.0	31,840.7	
매출총이익	1,505.4	2,864.9	3,554.1	3,904.4	
판매비와관리비	570.5	1,220.9	1,465.5	1,572.8	
영업이익	934.8	1,644.0	2,088.7	2,331.6	
영업이익률(%)	6.5	5.9	6.3	6.5	
금융손익	393.8	-137.0	-133.2	-121.2	
종속/관계기업관련손익	20.6	23.7	27.3	31.4	
기타영업외손익	-107.2	-86.2	-78.1	-70.4	
세전계속사업이익	1,242.0	1,444.6	1,904.7	2,171.4	
법인세비용	199.1	339.5	447.6	510.3	
당기순이익	1,042.9	1,105.1	1,457.1	1,661.1	
지배주주지분 순이익	932.3	862.0	1,136.5	1,295.7	

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,030.2	8,309.1	9,437.9	10,441.0	
현금및현금성자산	1,184.9	1,465.8	1,223.7	1,625.2	
매출채권	2,899.6	2,609.6	3,132.4	3,361.8	
재고자산	3,342.0	3,509.1	4,212.1	4,520.5	
비유동자산	13,179.9	13,960.7	14,719.6	15,117.8	
유형자산	7,537.0	7,911.2	8,208.4	8,438.9	
무형자산	2,159.7	2,154.3	2,112.6	2,073.0	
투자자산	3,295.3	3,624.8	4,133.2	4,345.0	
자산총계	21,210.1	22,269.7	24,157.5	25,558.7	
유동부채	6,554.7	6,936.2	7,559.9	7,565.5	
매입채무	2,110.5	1,793.9	2,153.3	2,311.0	
단기차입금	1,568.0	1,618.0	1,456.2	1,310.6	
유동성장기부채	1,396.2	1,896.2	1,996.2	1,846.6	
비유동부채	4,429.5	3,961.4	3,800.6	3,604.1	
사채	1,913.8	1,573.8	1,473.8	1,373.8	
장기차입금	1,647.9	1,497.9	1,397.9	1,297.9	
부채총계	10,984.2	10,897.6	11,360.6	11,169.5	
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	
자본잉여금	6,775.3	6,775.3	6,775.3	6,775.3	
기타포괄이익누계액	186.0	227.1	268.0	308.8	
이익잉여금	945.5	1,807.5	2,870.9	4,056.9	
비지배주주지분	2,738.2	2,981.3	3,301.8	3,667.3	
자본총계	10,225.9	11,372.2	12,797.0	14,389.2	

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름					
당기순이익(손실)	875.8	1,358.9	1,134.6	1,696.6	
유형자산감가상각비	1,042.9	1,105.1	1,457.1	1,661.1	
무형자산상각비	270.3	375.9	377.8	376.9	
운전자본의 증감	54.0	43.9	41.7	39.6	
투자활동 현금흐름					
유형자산의 증가(CAPEX)	-147.7	-108.2	-680.8	-317.0	
투자자산의 감소(증가)	-643.8	-1,143.2	-1,126.4	-731.8	
재무활동 현금흐름					
차입금증감	375.6	65.2	-250.3	-563.3	
자본의증가	6,596.7	65.2	-250.3	-490.2	
현금의증가(감소)					
기초현금	6,856.7	0.0	0.0	0.0	
기말현금	604.7	280.9	-242.1	401.5	
	580.2	1,184.9	1,465.8	1,223.7	
	1,184.9	1,465.8	1,223.7	1,625.2	

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	1,326,302	1,703,683	2,044,999	2,194,753	
EPS(지배주주)	86,529	52,926	69,781	79,554	
CFPS	124,439	121,424	149,204	164,413	
EBITDAPS	116,864	126,713	154,001	168,736	
BPS	459,750	515,200	583,002	658,328	
DPS	0	0	5,000	7,500	
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.3	1.9	
Valuation(Multiple)					
PER	4.4	7.4	5.6	4.9	
PCR	3.1	3.2	2.6	2.4	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	
EBITDA	1,259.1	2,063.7	2,508.2	2,748.1	
EV/EBITDA	11.2	6.9	5.8	5.1	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	10.9	12.7	12.8	
EBITDA이익률	8.8	7.4	7.5	7.7	
부채비율	107.4	95.8	88.8	77.6	
금융비용부담률	0.9	0.7	0.6	0.5	
이자보상배율(x)	7.3	8.3	10.7	12.6	
매출채권회전율(x)	4.9	10.1	11.6	11.0	
재고자산회전율(x)	4.3	8.1	8.6	8.2	

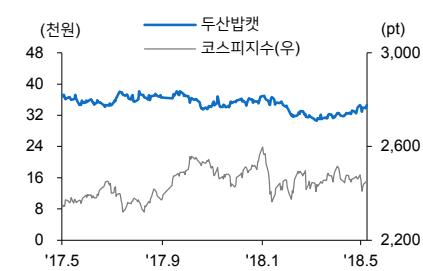
두산밥캣(241560) 이제부터가 진검승부

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

Buy

적정주가(12개월)	42,000원	
현재주가(6.8)	34,000원	
상승여력	23.5%	
KOSPI	2,451.58pt	
시가총액	34,085억원	
발행주식수	10,025만주	
유동주식비율	34.07%	
외국인비중	26.68%	
52주 최고/최저가	38,200원 / 30,650원	
평균거래대금	59.1억원	
주요주주(%)		
두산인프라코어 외 3인	65.90	
BlackRock Institutional 외 8인	10.62	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	6.9	6.8
6개월	-0.4	0.1
12개월	-6.2	-9.6

주가그래프



미국 법인세율 인하, 유럽 텐어라운드로 저평가 해소 국면 진입

- 미국 최고 법인세율이 35%에서 20%로 인하함에 따라 두산밥캣의 실질 법인세율은 2015년 45.1%에서 2018년 1분기 28.0%로 하락. 법인세 인하에 따른 EPS 개선효과는 17.8% 수준으로 추정
- 미국의 주택건설업 선행 지표인 NABH 주택건설업시장지수 5월 70pt를 기록, 2014년 7월 이후 50pt(50pt 이상은 주택건설업 호황)를 상회하며 지속 상승. 유럽 법인도 1분기 흑자로 전환

그룹 재무리스크 완화, 주가를 눌러왔던 오버행 우려가 재확산될 개연성은 낮아짐

- 두산밥캣의 최대 주주는 지분 55.34%를 보유한 두산인프라코어, 2대 주주는 10.55%를 보유한 두산엔진
- 두산인프라코어는 4년 만에 공모사채 발행 성공. 두산엔진의 분할 이후 보유 지분은 두산중공업으로 이전, 그룹 신용등급 상향과 재무 리스크 완화 시 오버행 우려는 완화될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 42,000원으로 유지 – Peer 대비 밸류에이션 매력이 부각될 시점

- 투자의견 Buy, 적정주가 42,000원 유지. 적정주가는 2018년 예상 기준 PER 15배, PBR 1.2배 수준
- Peer Group(평균 PBR 2.8배)의 2018년 예상 ROE 18.3%와 두산밥캣 ROE 7.9% 비교 시 PBR 1.2배는 적정
- 1) 북미 주택경기 호조 지속, 2) 유럽법인 텐어라운드, 3) 실질법인세율 인하로 주가 재평가 기대

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,287.3	398.0	168.9	2,094	23.0	33,435	17.1	1.1	9.5	5.5	88.7
2017	3,389.2	394.5	273.8	2,731	22.1	34,190	13.1	1.0	9.0	8.1	80.4
2018E	3,694.3	429.3	277.7	2,770	1.4	36,060	12.0	0.9	8.3	7.9	78.4
2019E	3,910.6	434.7	283.5	2,828	2.1	37,888	11.7	0.9	8.0	7.6	75.2
2020E	4,093.9	456.1	304.4	3,036	7.4	39,924	10.9	0.8	7.4	7.8	71.6

Peer 평균과 ROE/PBR 비교 시, PBR 1.2배가 적정 수준

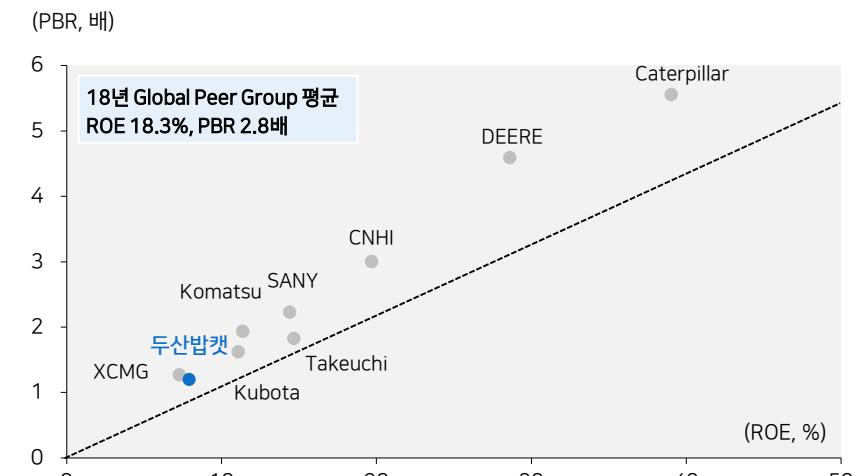
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

두산밥캣의 적정주가 산정 내역

	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E
COE (%)	8.0	7.8	7.8	7.2	7.2	7.2
Rf	2.0	1.8	1.8	1.5	1.5	1.5
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE (%)	2.2	5.1	5.5	8.1	7.9	7.6
Net Margin	1.9	3.7	5.5	8.1	7.5	7.2
Asset Turnover	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
Leverage	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
BPS (원)	30,319	31,085	33,435	34,190	36,060	37,888
(ROE-g)/(COE-g)	0.2	0.4	0.5	1.2	1.4	1.1
Fair Value	5,264	13,479	17,378	41,247	48,890	40,059
적정 PBR (배)				1.2		
적정주가 (원)				42,000		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

건설장비 Global Peer Group의 2018년 예상 ROE-PBR



주: Peer Group은 Caterpillar, Deere, CNHI, Komatsu, Kubota, Takeuchi, Sany, XCMG 평균

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

두산밥캣(241560)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,287.3	3,389.2	3,694.3	3,910.6	4,093.9
매출액증가율(%)	-18.6	3.1	9.0	5.9	4.7
매출원가	2,479.4	2,581.0	2,840.2	3,026.2	3,167.0
매출총이익	807.9	808.2	854.1	884.4	926.9
판매비와관리비	409.9	413.7	424.8	449.7	470.8
영업이익	398.0	394.5	429.3	434.7	456.1
영업이익률(%)	12.1	11.6	11.6	11.1	11.1
금융손익	-104.2	-67.9	-27.9	-25.8	-18.1
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.4	-11.5	-4.7	-3.9	-3.2
세전계속사업이익	286.5	314.8	396.7	405.0	434.8
법인세비용	101.1	58.6	119.0	121.5	130.5
당기순이익	180.3	273.8	277.7	283.5	304.4
지배주주지분 순이익	168.9	273.8	277.7	283.5	304.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,528.9	1,651.2	1,768.1	2,004.2	2,243.5
현금및현금성자산	363.7	416.8	422.6	580.0	752.4
매출채권	400.0	243.0	264.8	280.3	293.5
재고자산	700.8	524.0	571.1	604.6	632.9
비유동자산	4,797.1	4,532.6	4,682.6	4,650.5	4,624.9
유형자산	447.2	408.4	377.0	355.9	341.7
무형자산	4,230.2	3,983.4	3,989.9	3,976.6	3,963.3
투자자산	0.1	35.0	38.1	40.3	42.2
자산총계	6,326.1	6,183.8	6,450.7	6,654.7	6,868.4
유동부채	738.4	853.7	920.7	969.0	1,009.8
매입채무	309.8	349.9	381.4	403.7	422.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	15.7	20.1	20.1	20.1	20.1
비유동부채	2,235.9	1,902.6	1,915.1	1,887.5	1,856.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,596.4	1,318.4	1,298.4	1,248.4	1,198.4
부채총계	2,974.2	2,756.3	2,835.7	2,856.5	2,866.1
자본금	52.1	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	3,366.9	2,984.9	2,984.9	2,984.9	2,984.9
기타포괄이익누계액	-506.3	-181.9	-181.9	-181.9	-181.9
이익잉여금	654.7	769.5	957.0	1,140.2	1,344.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,351.8	3,427.5	3,615.0	3,798.2	4,002.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	326.9	376.6	296.0	291.6	313.5
당기순이익(손실)	180.3	273.8	277.7	283.5	304.4
유형자산감가상각비	64.3	59.7	63.5	52.4	44.9
무형자산상각비	48.2	45.5	13.5	13.4	13.2
운전자본의증감	-135.0	-35.4	-16.5	-18.1	-7.2
투자활동 현금흐름	-90.1	-114.7	-185.0	5.9	9.1
유형자산의증가(CAPEX)	-52.4	-46.9	-32.0	-31.4	-30.7
투자자산의감소(증가)	0.0	-35.2	-3.2	-2.2	-1.9
재무활동 현금흐름	-302.8	-179.0	-105.2	-140.1	-150.1
차입금증감	-242.0	-266.1	-25.0	-49.8	-49.9
자본의증가	724.4	-387.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-69.9	94.4	5.8	157.4	172.5
기초현금	433.5	322.4	416.8	422.6	580.0
기말현금	363.7	416.8	422.6	580.0	752.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	40,753	33,808	36,851	39,009	40,838
EPS(지배주주)	2,094	2,731	2,770	2,828	3,036
CFPS	7,008	5,257	4,736	4,713	4,882
EBITDAPS	6,328	4,985	5,050	4,992	5,130
BPS	33,435	34,190	36,060	37,888	39,924
DPS	700	800	900	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.7	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.1	13.1	12.0	11.7	10.9
PCR	5.1	6.8	7.0	7.0	6.8
PSR	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDA	510.5	499.7	506.3	500.4	514.3
EV/EBITDA	9.5	9.0	8.3	8.0	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	8.1	7.9	7.6	7.8
EBITDA이익률	15.5	14.7	13.7	12.8	12.6
부채비율	88.7	80.4	78.4	75.2	71.6
금융비용부담률	2.7	2.1	1.3	1.2	1.1
이자보상배율(x)	4.4	5.6	9.2	9.6	10.5
매출채권회전율(x)	8.4	10.5	14.6	14.3	14.3
재고자산회전율(x)	4.4	5.5	6.7	6.7	6.6

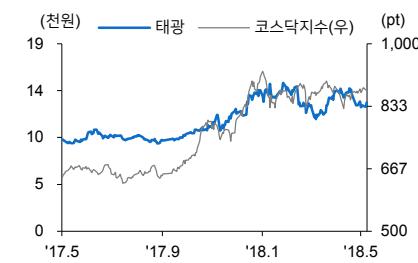
태광(023160) 부채비율 6.1%, 장부가치는 충분히 지킬 수 있다

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

Buy

적정주가(12개월)	16,000원	
현재주가(6.8)	13,700원	
상승여력	16.8%	
KOSDAQ	878.48pt	
시가총액	3,631억원	
발행주식수	2,650만주	
유동주식비율	52.93%	
외국인비중	12.46%	
52주 최고/최저가	15,200원 / 9,000원	
평균거래대금	15.9억원	
주요주주(%)		
(주)대신인터넷내셔널 외 10인	44.69	
신영자산운용 외 1인	9.31	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.0	-5.8
6개월	33.0	12.7
12개월	51.7	15.7

주가그래프



2018년 매출액 1,939억원(+5.3% YoY), 영업이익률 4.1%로 느린 회복

- 1분기 매출액 379억원(-22.5% YoY), 영업이익률 3.3%(+0.9%p YoY) 기록, 매출액 감소에도 이익률은 개선
- 1분기 수주액은 매출액의 117.3%를 기록하며 하반기 실적회복 가시성은 높아진 상황. 10% 수주 증가 시 영업이익 개선효과는 평균 3%로 추정, 해외 EPC업체·Stockist·Agent[向] 수주증가는 긍정적인 신호

순현금 상태로 기자재 업종 중 가장 안정적인 재무구조 보유

- 1분기 기준 부채비율 6.1%, 연 매출액의 50%를 넘는 876억원의 현금성자산과 단기금융상품 보유
- 기자재 업종 중 가장 우량한 재무건전성 확보, 건설업계의 2017년 플랜트 수주 회복과 조선업계의 2018년 수주 회복으로 영업 레버리지 효과를 기대할 시점. 2018년 예상 수주액 2,200억원(+27.2% YoY) 전망

투자의견 Buy, 적정주가 16,000원 유지 – 기자재 업종 중 Top Pick

- 적정주가 16,000원은 2018년 예상 BPS 기준으로 PBR 1.0배 적용한 수준
- 유가가 배럴당 65~75달러로 안정화되면서 3년간 CAPEX가 급감했던 중동·신흥국[發] 플랜트 발주 기대

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	244.8	3.7	7.9	299	-50.1	16,426	27.7	0.5	14.5	1.8	9.1
2017	184.2	4.5	-16.2	-612	-304.9	15,818	-19.7	0.8	24.6	-3.8	8.3
2018E	193.9	8.0	7.6	287	-146.8	16,056	45.0	0.8	18.7	1.8	6.8
2019E	217.7	15.3	15.3	579	101.9	16,586	22.3	0.8	12.1	3.5	7.2
2020E	246.1	23.6	23.0	869	50.1	17,407	14.8	0.7	8.3	5.1	7.7

부채비율 6.1%, 장부가치는 충분히 지킬 수 있다

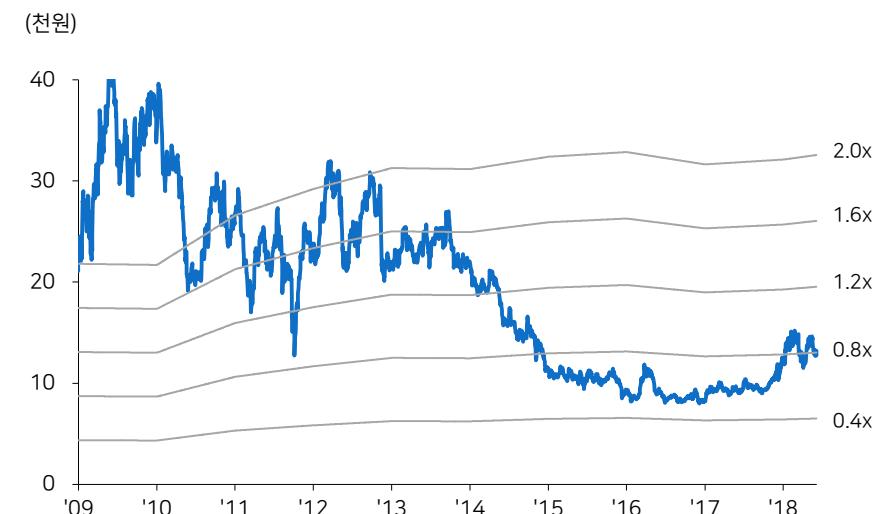
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

태광의 적정주가 산정 내역

(십억원)	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E
매출액	310.8	271.6	274.5	244.8	184.2	193.9	217.7
영업이익	34.8	12.1	17.9	3.7	4.5	8.0	15.3
당기순이익	28.5	8.8	15.9	7.9	-16.2	7.6	15.3
영업이익률(%)	11.2	4.5	6.5	1.5	2.4	4.1	7.0
BPS(원)	15,635	15,584	16,195	16,426	15,818	16,056	16,586
PBR(배)	1.4	0.7	0.6	0.5	0.8	1.0	1.0
적정주가(원)	16,000						

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

태광의 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

태광(023160)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	244.8	184.2	193.9	217.7	246.1
매출액증가율(%)	-10.8	-24.8	5.3	12.3	13.0
매출원가	219.9	159.6	164.8	178.7	195.8
매출총이익	24.9	24.5	29.1	39.0	50.4
판매비와관리비	21.2	20.1	21.1	23.7	26.8
영업이익	3.7	4.5	8.0	15.3	23.6
영업이익률(%)	1.5	2.4	4.1	7.0	9.6
금융손익	6.6	-8.5	2.9	5.3	7.0
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-17.6	-0.9	-0.4	0.0
세전계속사업이익	10.3	-21.6	10.1	20.2	30.5
법인세비용	2.4	-5.4	2.5	4.9	7.5
당기순이익	7.9	-16.2	7.6	15.3	23.0
지배주주지분 순이익	7.9	-16.2	7.6	15.3	23.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	309.9	275.3	290.7	306.5	329.9
현금및현금성자산	62.8	48.8	66.3	67.1	73.5
매출채권	95.2	74.8	71.1	76.3	82.3
재고자산	125.3	117.5	120.6	128.1	136.4
비유동자산	164.8	178.7	163.9	164.8	166.7
유형자산	139.3	137.5	134.4	131.9	129.8
무형자산	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
투자자산	22.0	39.2	27.5	30.8	34.9
자산총계	474.7	454.0	454.6	471.3	496.6
유동부채	27.6	28.7	23.3	26.2	29.6
매입채무	12.3	9.2	9.6	10.8	12.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	11.9	6.2	5.8	5.6	5.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	39.4	34.8	29.1	31.8	35.3
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
이익잉여금	400.9	384.7	391.1	405.1	426.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	435.3	419.2	425.5	439.5	461.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	42.3	17.1	9.8	10.3	15.7
당기순이익(손실)	7.9	-16.2	7.6	15.3	23.0
유형자산감가상각비	5.5	5.2	5.1	4.8	4.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	35.0	27.4	-5.2	-10.1	-11.0
투자활동 현금흐름	-13.8	-29.1	9.0	-8.2	-8.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.7	-4.8	-2.0	-2.2	-2.4
투자자산의 감소(증가)	-7.6	-17.3	11.8	-3.4	-4.0
재무활동 현금흐름	-2.6	-0.5	-1.3	-1.3	-1.3
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	26.8	-14.0	17.5	0.8	6.4
기초현금	36.0	62.8	48.8	66.3	67.1
기말현금	62.8	48.8	66.3	67.1	73.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	9,237	6,949	7,316	8,216	9,288
EPS(지배주주)	299	-612	287	579	869
CFPS	387	-213	576	844	1,151
EBITDAPS	347	366	495	757	1,058
BPS	16,426	15,818	16,056	16,586	17,407
DPS	50	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	27.7	-19.7	45.0	22.3	14.8
PCR	21.4	-56.5	22.4	15.3	11.2
PSR	0.9	1.7	1.8	1.6	1.4
PBR	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDA	9.2	9.7	13.1	20.1	28.0
EV/EBITDA	14.5	24.6	18.7	12.1	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	-3.8	1.8	3.5	5.1
EBITDA이익률	3.8	5.3	6.8	9.2	11.4
부채비율	9.1	8.3	6.8	7.2	7.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	69.0	80.3			
매출채권회전율(x)	2.4	2.2	2.7	3.0	3.1
재고자산회전율(x)	1.8	1.5	1.6	1.8	1.9

Trading Buy

적정주가(12개월)	40,000원
현재주가(6.8)	36,600원
상승여력	9.3%
KOSPI	2,451.58pt
시가총액	31,110억원
발행주식수	8,500만주
유동주식비율	55.18%
외국인비중	8.27%
52주 최고/최저가	40,550원 / 15,000원
평균거래대금	1733.3억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 3인	43.37
MSPE Metro-Investment AB	11.77
주가상승률(%)	절대주가 상대주가
1개월	15.6 15.6
6개월	93.1 94.1
12개월	62.7 56.8
주가그래프	



남북 경협에 항상 언급되는 철도 투자, 국내 시장을 독점하는 현대로템의 수혜는 분명하나 先반영 중

- 4월 27일 1차 남북정상회담, 5월 26일 2차 정상회담 개최로 남북간 경제협력 기대감은 높은 상황
- 한국-북한-중국-러시아 등 철도사업의 확장이 거론되고 있어 기대감은 유효하나, 계량화는 불가능
- 금융위가 추정했던 통일 시 철도투자는 773억달러, 이 중 차량 비중을 10% 가정 시 8조원 시장 → 5% 영업이익률을 가정하면 총 기대이익은 4천억원 수준, 5년간 인식한다고 가정해도 연간 800억원 이익 기여

16~17년 수주 호조는 18~19년 매출에 반영, 영업이익 턴어라운드는 가능할 전망

- 18년 1분기 매출액 5,245억원(-19.5% YoY), 영업이익 51억원(-85.2% YoY), 순손실 119억원 기록
- 매출 비중 철도 45.9%, 플랜트 25.3%, 방산 20.6%(1Q18). 철도 매출 증가와 장갑차 양산, EPC부문 안정화로 턴어라운드 가능. 18년 예상 ROE 1.9%, 19년 6.1%, 20년 7.9%로 턴어라운드에 따른 리레이팅은 제한적

투자의견 Trading Buy, 적정주가 40,000원 유지 – PBR 2.5배를 넘길 수 있는 모멘텀은 아직 없다

- 미증유(未曾有)의 남북 경협을 계량화하기는 어렵지만, 경협의 주도주로서 프리미엄은 타당함. 경협을 통해 미래 이익창출능력이 Peer 평균까지 수렴할 수 있다는 기대감을 반영할 수 있음
- 전세계 Top Tier 철도부문 Peer 5개사의 예상 ROE는 13.3%, PBR 2.5배. 이를 뛰어넘을 모멘텀은 아직 부재

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,984.8	106.2	21.8	257	-107.6	16,376	70.7	1.1	15.3	1.6	204.9
2017	2,725.7	45.4	-47.4	-557	-299.9	15,811	-33.6	1.2	20.4	-3.5	187.9
2018E	2,832.9	91.1	25.3	298	-157.6	16,121	116.4	2.1	23.7	1.9	179.9
2019E	3,336.0	164.9	86.2	1,015	230.3	17,147	34.2	2.0	16.2	6.1	175.6
2020E	3,639.5	196.4	120.3	1,415	39.5	18,574	24.5	1.9	13.8	7.9	163.2

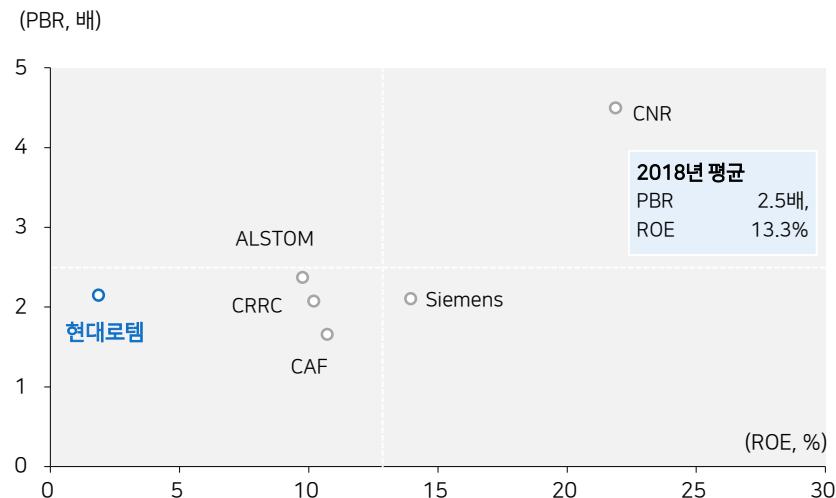
경협으로 이익창출능력이 Top Tier로 도약한다면, PBR 2.5배까지는 가능

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 17
조선/기계_ 미지수, 관성과 기대

**투자의견 Trading Buy,
적정주가는 Top-Tier 평균 PBR
2.5배를 적용한 40,000원 유지**

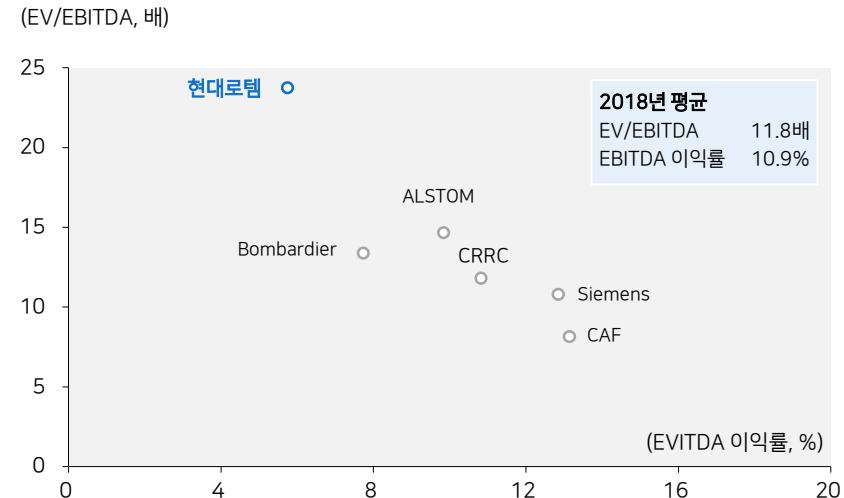
- 글로벌 철도 Peer(5개사 기준)의 2018년 예상 ROE는 13.3%, 밸류에이션은 PBR 2.5배 수준을 형성
- Top-Tier Peer 그룹의 2018년 평균 EBITDA 이익률은 10.9%, EV/EBITDA는 11.8배
- 반면 현대로템의 2018년 예상 ROE는 1.9%, EBITDA 이익률 5.7%, EV/EBITDA 23.7배로 수익성은 부진
- 남북 경협 기대감은 이미 先반영 중, 경협의 수혜를 통해 미래의 이익창출능력이 Peer 평균으로 수렴한다고 모두 가정하면, Target PBR은 Peer 평균인 2.5배로 적용 가능. 적정주가 4만원 유지

글로벌 철도 업체, 현대로템의 2018년 예상 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 철도 업체, 현대로템의 2018년 EBITDA 이익률, EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

현대로템(064350)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,984.8	2,725.7	2,832.9	3,336.0	3,639.5
매출액증가율(%)	-9.8	-8.7	3.9	17.8	9.1
매출원가	2,697.1	2,543.4	2,599.6	3,003.6	3,260.4
매출총이익	287.7	182.2	233.3	332.4	379.0
판매비와관리비	181.5	136.8	142.2	167.4	182.7
영업이익	106.2	45.4	91.1	164.9	196.4
영업이익률(%)	3.6	1.7	3.2	4.9	5.4
금융손익	-77.1	-43.7	-35.8	-31.6	-26.4
증속/관계기업관련손익	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.6	-50.2	-27.3	-19.0	-10.6
세전계속사업이익	23.1	-47.9	28.1	114.3	159.4
법인세비용	-0.1	-1.6	1.4	26.3	36.7
당기순이익	23.1	-46.3	26.7	88.0	122.7
지배주주지분 순이익	21.8	-47.4	25.3	86.2	120.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,909.7	2,619.9	2,636.8	2,865.7	3,043.4
현금및현금성자산	580.2	435.8	466.2	463.8	500.1
매출채권	405.3	467.7	463.0	512.3	540.3
재고자산	221.7	195.0	199.6	220.8	240.9
비유동자산	1,563.5	1,464.0	1,410.1	1,364.4	1,322.6
유형자산	1,241.5	1,160.4	1,123.7	1,090.2	1,061.3
무형자산	144.4	139.8	127.8	116.8	106.8
투자자산	25.4	24.9	25.9	30.5	33.3
자산총계	4,473.2	4,083.9	4,047.0	4,230.1	4,366.0
유동부채	1,641.2	1,341.8	1,401.1	1,587.5	1,703.9
매입채무	353.1	352.7	342.2	402.9	439.6
단기차입금	229.9	98.7	88.7	78.7	68.7
유동성장기부채	470.0	218.9	318.9	338.9	358.9
비유동부채	1,364.8	1,323.8	1,199.9	1,107.7	1,003.4
사채	922.6	883.2	723.2	438.2	108.2
장기차입금	190.3	206.2	236.2	386.2	586.2
부채총계	3,006.0	2,665.6	2,601.0	2,695.1	2,707.3
자본금	425.0	425.0	425.0	425.0	425.0
자본잉여금	408.4	408.4	408.4	408.4	408.4
기타포괄이익누계액	-0.6	-2.4	-1.4	-0.4	0.6
이익잉여금	559.2	512.9	538.3	624.5	744.8
비지배주주지분	75.2	74.3	75.7	77.4	79.9
자본총계	1,467.2	1,418.3	1,445.9	1,534.9	1,658.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	611.1	219.2	132.0	183.7	208.5
당기순이익(손실)	23.1	-46.3	26.7	88.0	122.7
유형자산감가상각비	66.5	62.4	59.7	55.6	52.1
무형자산상각비	10.2	18.7	12.0	10.9	10.0
운전자본의 증감	425.9	66.1	-9.9	-6.2	-3.6
투자활동 현금흐름	55.6	31.2	-61.6	-61.1	-52.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.9	-28.0	-23.0	-22.1	-23.1
투자자산의 감소(증가)	-0.4	1.0	-1.0	-4.6	-2.8
재무활동 현금흐름	-343.5	-391.8	-40.0	-125.0	-120.0
차입금증감	-330.9	-405.8	-40.0	-125.0	-120.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	326.9	-144.4	30.4	-2.4	36.3
기초현금	253.3	580.2	435.8	466.2	463.8
기말현금	580.2	435.8	466.2	463.8	500.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	35,115	32,067	33,328	39,247	42,817
EPS(지배주주)	257	-557	298	1,015	1,415
CFPS	2,877	2,251	2,082	2,907	3,243
EBITDAPS	2,152	1,489	1,915	2,724	3,040
BPS	16,376	15,811	16,121	17,147	18,574
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	70.7	-33.6	116.4	34.2	24.5
PCR	6.3	8.3	16.6	11.9	10.7
PSR	0.5	0.6	1.0	0.9	0.8
PBR	1.1	1.2	2.1	2.0	1.9
EBITDA	182.9	126.6	162.8	231.5	258.4
EV/EBITDA	15.3	20.4	23.7	16.2	13.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.6	-3.5	1.9	6.1	7.9
EBITDA이익률	6.1	4.6	5.7	6.9	7.1
부채비율	204.9	187.9	179.9	175.6	163.2
금융비용부담률	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0
이자보상배율(x)	1.7	0.9	2.2	4.2	5.5
매출채권회전율(x)	5.9	6.2	6.1	6.8	6.9
재고자산회전율(x)	13.7	13.1	14.4	15.9	15.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2018년 6월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 11일 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 완벽성을 보장하지 않습니다.

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)	

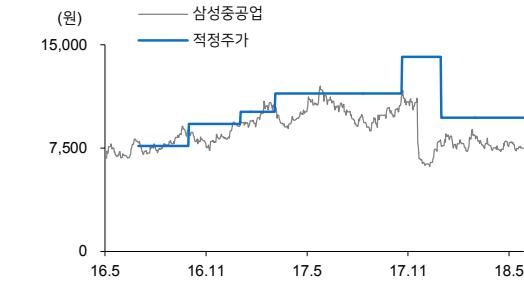
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0%
2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

삼성중공업(010140) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

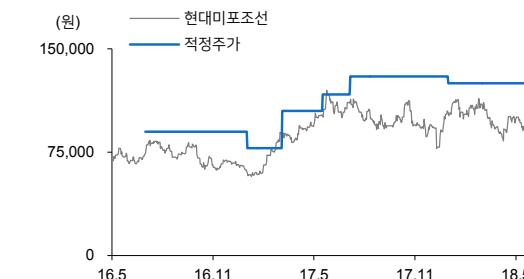
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Hold	10,000	김현	2.3	18.7	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-7.2	-4.3	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-10.4	-4.3	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	10,500	김현	-9.9	1.4	
2017.01.24	기업브리프	Trading Buy	11,500	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	-38.8	-17.2	
2018.01.17	기업브리프	Buy	11,000	김현	-19.5	-8.8	
2018.06.11	산업분석	Buy	11,000	김현	-	-	



현대미포조선(010620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

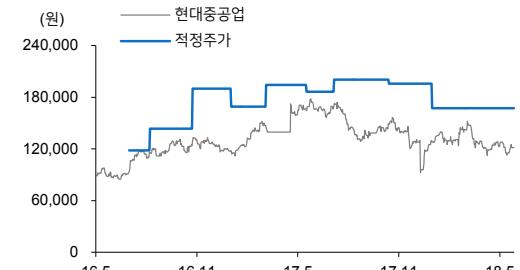
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	90,000	김현	-11.6	-7.1	
2016.09.08	기업브리프	Buy	90,000	김현	-15.9	-7.1	
2016.11.16	산업분석	Buy	90,000	김현	-20.0	-7.1	
2017.01.24	기업브리프	Buy	78,000	김현	-11.9	14.7	
2017.03.27	산업분석	Buy	105,000	김현	-12.9	-1.4	
2017.06.07	산업분석	Buy	117,000	김현	-7.7	2.6	
2017.07.26	기업브리프	Buy	130,000	김현	-14.4	-12.7	
2017.08.02	산업분석	Buy	130,000	김현	-17.2	-12.7	
2017.08.21	기업브리프	Buy	130,000	김현	-22.5	-12.7	
2017.11.01	산업분석	Buy	130,000	김현	-22.4	-12.7	
2017.11.27	산업분석	Buy	130,000	김현	-24.2	-12.7	
2018.01.17	기업브리프	Buy	125,000	김현	-19.6	-8.8	
2018.06.11	산업분석	Buy	125,000	김현	-	-	



현대중공업(009540) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

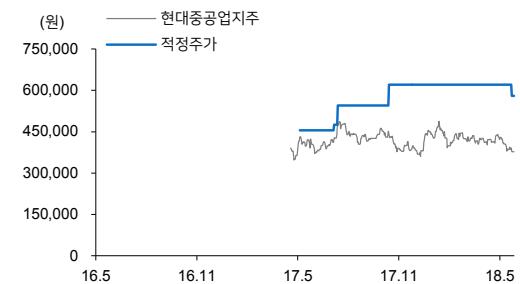
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	140,000	김현	-6.1	-0.4	
2016.09.01	기업브리프	Buy	170,000	김현	-15.7	-8.5	
2016.10.27	기업브리프	Buy	170,000	김현	-15.7	-8.5	
2016.11.16	산업분석	Buy	225,000	김현	-34.3	-29.8	
2017.01.24	산업브리프	Buy	200,000	김현	-29.9	-26.7	
2017.02.10	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	-32.1	-20.0	
2018.01.17	산업브리프	Buy	175,000	김현	-22.4	-9.0	
2018.06.11	산업분석	Buy	175,000	김현	-	-	



현대중공업지주(267250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	455,000	김현	-9.3	-5.1	
2017.06.13	기업브리프	Buy	455,000	김현	-10.1	-5.1	
2017.06.22	기업브리프	Buy	455,000	김현	-11.6	-5.1	
2017.07.26	산업브리프	Buy	475,000	김현	-8.0	-2.4	
2017.08.02	산업브리프	Buy	545,000	김현	-13.9	-10.8	
2017.08.21	산업브리프	Buy	545,000	김현	-18.8	-10.8	
2017.11.01	산업브리프	Buy	620,000	김현	-35.0	-29.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	620,000	김현	-34.8	-26.6	
2018.01.17	산업브리프	Buy	620,000	김현	-32.7	-21.3	
2018.06.11	산업분석	Buy	580,000	김현	-	-	



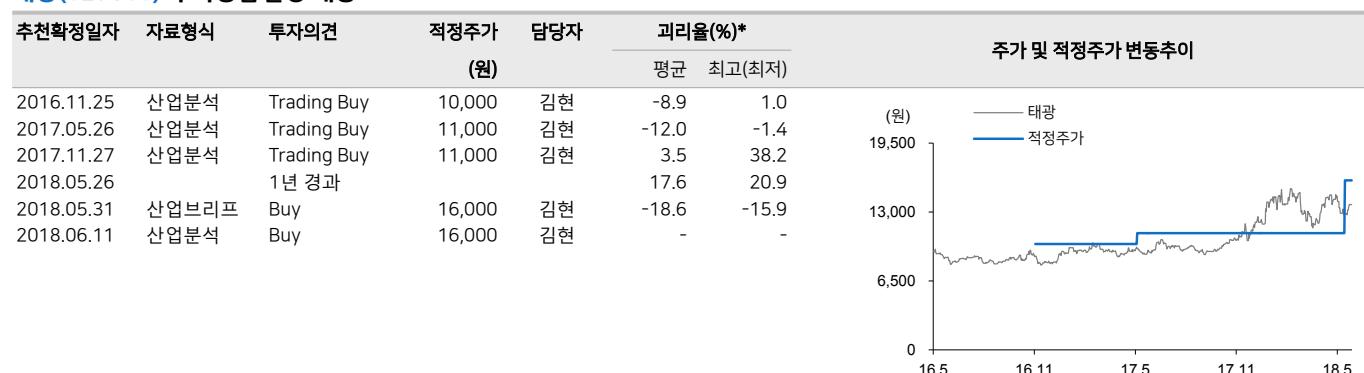
두산밥캣(241560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



태광(023160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



현대로템(064350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

