

20180726

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

조선

BDI는 여기까지

조선. 유승우, 3773-9180



SK INDUSTRY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

조선

BDI는 여기까지

최근 중국이 철강 증산으로 철광석의 수입을 늘리며 BDI가 상승했음. 그러나 이는 중국의 철강 감산 정책이 일시 종료된 점과 미국의 중국산 철강 제품 관세 부과를 앞두고 중국이 자국 철강 물량을 내보내려는 과정에서의 스팟 수요 증가라는 단기적인 이유 때문임. 아울러 벌크선의 공급 예정 물량이 많아 BDI가 추세 상승하기 어려운 국면임. 이에 따라 한국 조선사들이 벌크선에 대한 수주를 늘릴 수 있는 기회는 제한됨

BDI가 오르는 이유: 중국의 철강 증산

BDI의 움직임은 중국의 철광석 수입량과 관계가 깊음. 철광석은 철강 제품의 원재료로서 중국의 철강 생산량 전망이 중요함. 중국은 2015년까지의 철강업 악화를 야기한 장본인인데 최근 철강사들에 대한 개편을 진행중임. 소형사는 생산을 줄이고 중대형은 가동률을 유지한 채 증산중임. 특히, 대형 철강사 위주로 통폐합을 하며 재무 구조 개선까지 이뤄내고 있어 향후 추가적인 합병과 함께 중국 철강은 증산을 이어갈 개연성이 높아 BDI의 상승 가능성이 점쳐지고 있음

BDI 상승이 단기적인 첫 번째 이유: 환경 규제와 무역전쟁

그러나 BDI의 상승은 단기적인 이슈에 그칠 전망이다. 왜냐하면 중국 정부가 작년부턴 강하게 드라이브를 걸고 있는 철강 감산 규제 때문임. 현재의 BDI 상승은 작년 11월부터 올해 3월 15일까지 이어진 감산정책이 종료됨에 따라 급격하게 철광석 수입을 늘린 영향이 지대했음. 조만간 감산 규제가 재개된다는 점을 감안시 BDI의 상승은 제한될 것임. 그리고 미국과 중국의 무역전쟁도 철광석 수입량 증가의 배경임. 7월 6일부터 미국이 중국산 철강에 대한 관세를 본격 발효함에 따라 그 이전에 중국 철강사들이 자국 물량을 밀어내고자 하는 심리적 압박이 있었을 것으로 추정됨

BDI 상승이 단기적인 두 번째 이유: 벌크선 공급 과잉

그리고 BDI는 벌크선 '운임'지수이기 때문에 벌크선의 공급량이 중요함. 배가 많으면 운임이 하락하고, 배가 부족하면 운임이 오를 것이기 때문임. 현재 중국에서 가스 인프라 확장에 따른 철강 수요가 늘어난다는 점이 벌크선에 대한 수요가 있는 것으로 바라볼 수 있으나 기본적으로 배가 지나치게 많음. 2020년까지 인도 예정 물량을 감안시 선박 공급 과잉 국면이라는 점에서 BDI의 추세 상승 여력은 제한됨

결국 한국 조선사의 수혜는 제한적임

우선 BDI가 못 오른다면 벌크선 발주 자체가 많이 늘어나기 힘들. BDI와 벌크선 선가의 상승으로 투기적 발주가 나온다 하더라도 현재 벌크선의 선가는 한국 조선사 BEP 수준에 못 미치기에 수주 가능성 낮음. 게다가 벌크선의 대부분을 수주하는 중국 조선사들의 재무 상태는 한국 조선사보다 낫다는 점에서 벌크선의 선가를 끌어 올려 한국 조선사와 경쟁할 이유가 없기에 선가도 크게 오르지 못할 전망

Contents

Investment Summary	3
1. BDI 가 오르는 이유: 중국의 철강 증산	11
2. BDI 상승이 단기적인 첫 번째 이유: 환경 규제	19
3. BDI 상승이 단기적인 두 번째 이유: 벌크선 공급 과잉	24
4. 결국 한국 조선사의 수혜는 제한적임	27
5. 기업분석	
1) 현대중공업	34
2) 현대미포조선	38
3) 삼성중공업	42

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 7 월 24 일 기준)

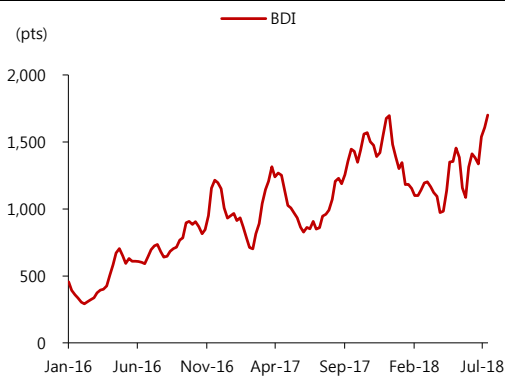
매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Investment Summary

(1) BDI가 오르는 이유: 중국의 철강 증산

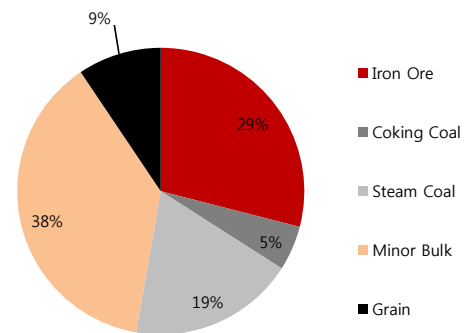
최근 BDI가 급등하며 2014년 12월 이후로 최고치를 보이고 있습니다. 왜 오르는 걸까요? 벌크선 운임 지수인 BDI는 벌크선이 운반하는 건화물 물동량의 영향을 받을 수밖에 없는데, 그 중 철광석의 비중이 가장 큽니다. 그 중에서도 중국의 철광석 물동량 비중이 가장 큽니다. 따라서 실제 그림으로도 확인이 되지만 BDI는 중국의 철광석 수입량과 방향성이 유사합니다. 올해 4월부터 중국의 철광석 수입량이 늘어나며 BDI가 반등한 것으로 판단됩니다.

최근 급반등중인 BDI



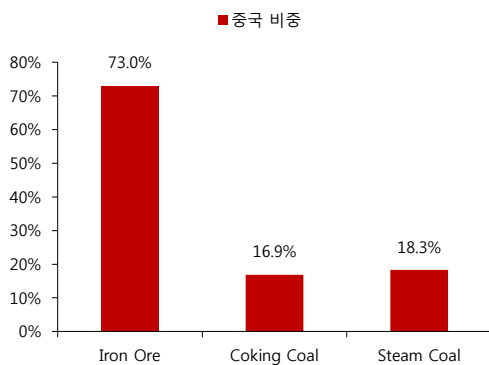
자료 : Clarksons Research, SK 증권

2017년 기준 건화물 물동량 구성



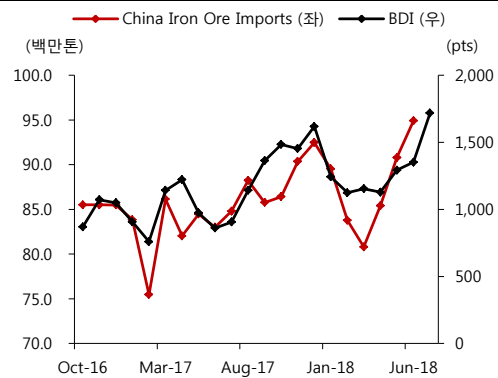
자료 : Clarksons Research, SK 증권

철광석과 석탄은 중국의 수입 비중이 높음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

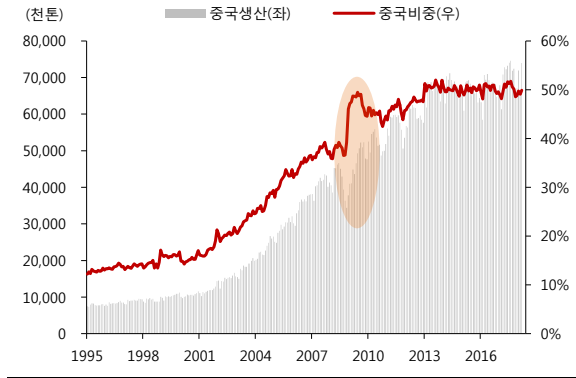
결국 중국의 철광석 수입 추이 및 전망이 가장 중요함



자료 : Thomson Reuters, Clarksons Research, SK 증권

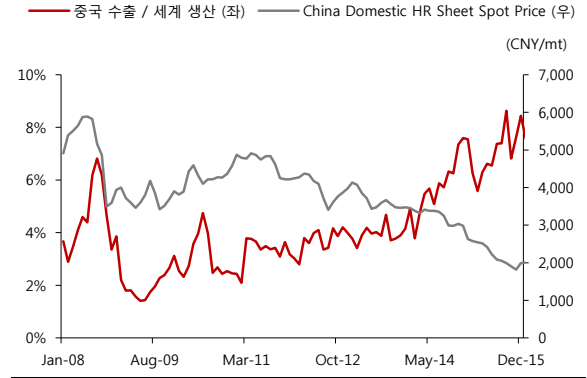
주 : 2018년 7월 BDI는 7월 23일 기준

리먼사태를 전후로 세계 철강생산의 절반을 차지하게 된 중국



자료 : Bloomberg, SK 증권

중국은 저가철강물량에 대해서 수출 증대로 대응



자료 : Bloomberg, SK 증권

철광석은 철강업의 원재료인 만큼 중국이 철강 생산을 지속 확대해야만 BDI 상승이 지속될 겁니다. 그런데 중국은 마침 공룡 기업의 탄생으로 철강 증산을 이어갈 태세를 갖추고 있습니다. 리먼 사태 전후로 세계 철강 생산기지로서의 역할을 하게 된 중국은 넘치는 물량을 수출 하면서 철강 시장을 악화시켰습니다. 따라서 중소형 철강사는 감산하는 중단기 목표와 대형사들은 효율성을 높여 증산하는 것을 목표로 하는 개편을 진행 중입니다. 이에 따라 2017년에는 사상 최고 수준의 생산량을 기록할 수 있었죠.

12 차 5 개년 계획 당시 공업정보화부가 제시한 중국판 철강 Red Hulk 탄생의 포석

중국 철강산업 중장기 목표

[중단기 목표: 2015~2017년]

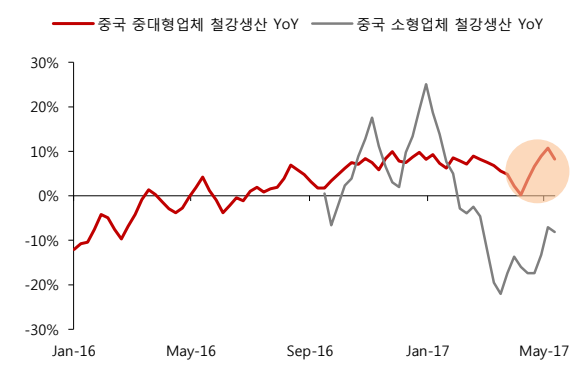
- M&A 가속화로 철강사를 기존 500개에서 30개로 축소
- 생산능력 8000만톤 감소시켜 고급 과잉 문제 완화
- '철강+IT' 융합발전을 주요 특징으로 하는 '스마트 제철소' 2~3개 육성

[장기 목표: 2025년]

- 조강생산 상위 10개社 산업집중도를 60%까지 향상
- 글로벌 경쟁력 갖춘 철강사 3~5개 육성
- 중대형 철강사 매출 대비 R&D 투입비중을 1.7%로 확대
- 신제품 판매량 매출 비중 20%로 확대
- 철강산업 전자상거래 시장 규모를 매출 규모의 20%로 확대
- 제강의 철스크랩 사용 비중을 30%로 확대

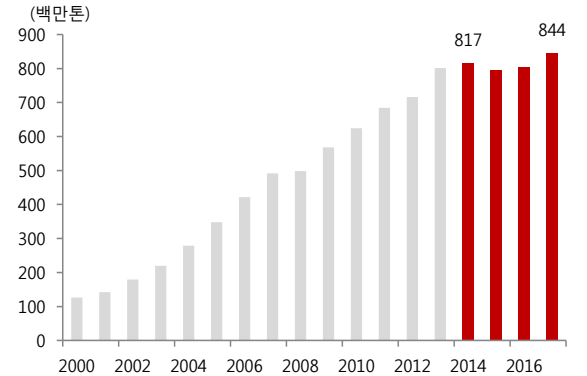
자료: POSRI, SK 증권

중국 소형업체 생산급감 2017년 현실화, 그러나 중대형 여전히 증대



자료 : 중국철강협회, SK 증권

이 때문에 중국 철강생산량은 2017년 재차 사상최대 경신했었음



자료 : Bloomberg, SK 증권

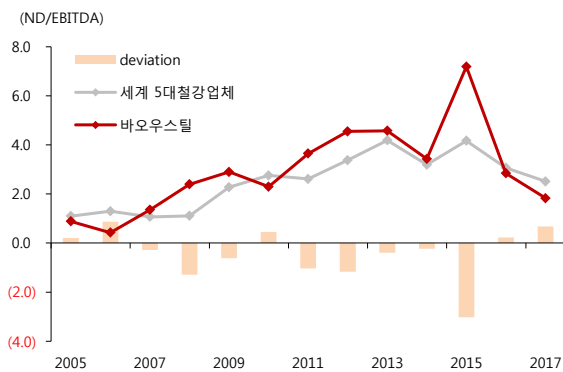
첫 번째로 탄생한 중국의 공공 철강사인 바오우스틸(바오스틸+우한강철)은 합병으로 세계 2위의 철강 업체로 올라섰으며 재무 구조도 대폭 개선되어 아르셀로미탈과 포스코 수준의 건전성을 갖추게 되었습니다. 2016년 합병을 마무리하고 2017년에 중국이 사상 최대 철강 생산량을 기록한 효과까지 감안하면 중국은 추가적으로 대형 철강사 간 합병을 이어갈 개연성이 큼니다. 이렇게 본다면 중국이 증산을 이어가기에 BDI 상승의 단초가 되는 것 아닌지 싶네요.

바오스틸 + 우한강철 = 세계 2위 철강사 바오우스틸 탄생

기업명	생산량	기업명	생산량
2014년		2016년	
아르셀로미탈	98.09	아르셀로미탈	95.5
신일본제철	49.3	바오우스틸	63.8
허베이스틸	47.09	허베이스틸	46.2
바오스틸	43.35	신일본제철	46.2
포스코	41.43	포스코	41.6
사강그룹	35.33	사강그룹	33.3
안산강철	34.35	안산강철	33.2
우한강철	33.05	JFE스틸	30.3
JFE스틸	31.41	서우강	26.8
서우강	30.78	타타스틸	24.5

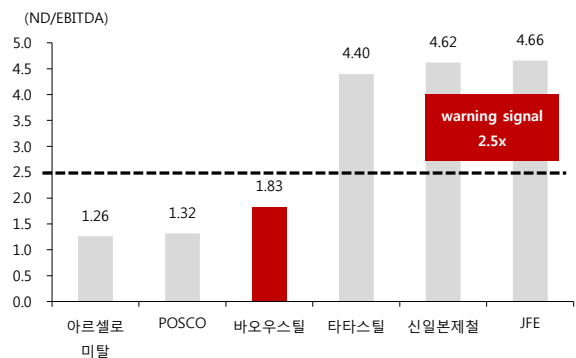
자료: WSA, SK 증권

합병 이후 바오우스틸의 ND/EBITDA는 5대 업체보다 우월함



자료: Bloomberg, SK 증권

개별기업으로 보더라도 아르셀로미탈, POSCO 와 유사 수준임



자료: Bloomberg, SK 증권

중국의 궁극적인 북부-중부-남부의 거대합병계획

<중국 국무원의 '철강업 M&A에 관한 의견'>

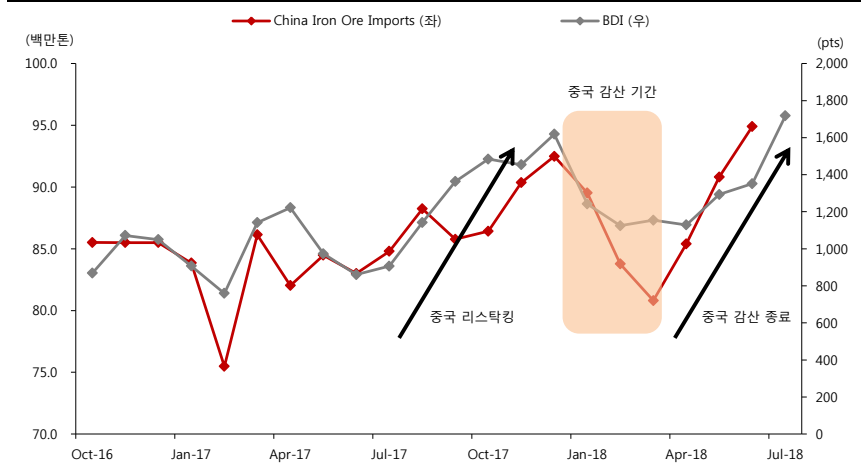


자료: POSRI SK 증권

그러나 최근의 BDI 상승은 단기적인 모습일 것으로 판단합니다. 최근의 상승은 중국의 환경 규제 일시 종료 영향이 컸을 뿐입니다. 중국은 2017년 11월부터 2018년 3월 15일까지 환경 보호를 목적으로 철강사들의 감산을 촉구했습니다. 가동률을 50%로 제한한 것인데, 이 영향으로 4월까지 철광석의 수입이 줄어들었던 것이고, 규제가 일시 해제되자 급격하게 철광석의 수입을 늘렸던 것입니다. 그런데 조만간 또 다른 환경 규제가 발효될 예정이라 BDI의 상승은 매우 단기적인 이슈일 것으로 전망합니다.

(2) BDI 상승이 단기적인 첫 번째 이유: 환경 규제

중국 철강 감산 기간 이전 리스탁킹 수요로 철광석 수입을 늘리고 감산 종료 후 다시 수입을 늘렸던 것



자료 : Thomson Reuters, Clarksons Research, SK 증권 주 : 2018년 7월 BDI는 7월 23일 기준

중국은 철강업에 대해 환경 규제를 명목으로 지속적으로 감산을 촉구하고 있음

중국 철강업 감산 정책

겨울철 대기오염 억제 비상대책 (2017.11.15~2018.03.15)

중국 환경보호국이 오염이 심각한 북경, 천진, 허북, 허난, 산시, 산둥 등 6개 성과 28개 도시들의 철강, 석탄발전소들 대기 오염도를 15% 감축하고 철강 가동률을 50%로 제한하는 명령

환경보호국은 300만개에 이르는 기업들을 촉구하기에 앞서 먼저 오염도가 높은 8~10개 도시를 선정, 순찰감독조 파견 석탄을 주로 쓰는 중소 규모 제조 기업이 중심이 됨

철강사들의 생산능력을 기준으로 적용하는지 실제 생산량인지는 알려지지 않음

이번 대책은 국가발전개혁위원회, 재정부 등 10개 부처와 6개 성의 지방정부가 모두 참석해 마련한 이례적인 비상대책 억제 기준에 미달할 경우 당서기까지 문책 결정

철강사들은 6개월동안 이뤄질 대책이 실시되기 전까지 반제품인 빌릿 등의 재고 확보 위해 최대 생산에 나설 전망

당산시 비난방기 감산 (2018.03.16~2018.11.14)

당산시(허북성)는 3월 16일부터 11월 14일까지 244일간 업체별로 생산량의 10~15% 감축을 실시할 계획

당산시 대기질 개선을 위한 감산 (2018.07.20~2018.08.31)

당산시(허북성)는 환경부 대기질 조사 중 3대 주요오염물질인 SO2, NO2, CO의 배출량 1위를 기록함

이에 7월 20일부터 8월 31일까지 43일간 오염물질 개선을 위한 조치가 취해질 예정

허북기에 SO2, NO2, CO의 배출량을 상반기 대비 31%, 21%, 24% 감축목표를 달성하기 위한 것임

2018년 허남성 난방기 철강산업 감산 (2018.11.15~2019.03.15)

허남성은 2018년 난방기(11.15- 3.15) 철강업체 대상 30% 이상 감산조치 계획을 밝힘

2018년 10월 전까지 오염물 저배출 요건에 만족하는 철강기업은 2019년 1월 1일부터 3월 15일 본 감산조치 면제

Blue Sky Protection (2018~2019)

500명의 환경보호계통 인력과 126명의 관련부처 간부를 200개조로 분류해 철강업체를 포함한 중국내 주요 오염물질 배출 업체를 대상으로 환경요건 부적합 생산의 재발방지 및 기존설비 개조작업 등을 엄격하게 감찰

상해 공기청결행동계획 (2018~2022)

상해시는 2020년까지 대기질 오염을 원천적으로 제거하고, 연중 공기질 '우수' 등급 일수를 80% 이상으로 유지하고, 2022년까지 PM2.5의 연평균농도 35mg/m³를 달성하겠다고 발표

이를 위해 구역내 조강 생산량을 1,502만톤으로 제한하고, 오염물질 관련 표준을 강화하며, 2018년까지는 연료 퇴적장 밀폐화, 2019년까지 원료 및 연료 노천운송 금지 등 근본적인 오염원을 제거해 나갈 전망

특히, 중국 최대 철강그룹인 보무강철그룹에 대해서는, 2020년까지의 석탄 사용량을 1,150만톤으로 제한하겠다고 특정한

SCO Qingdao Summit 을 앞두고 에너지 감산을 명령한 중국 정부

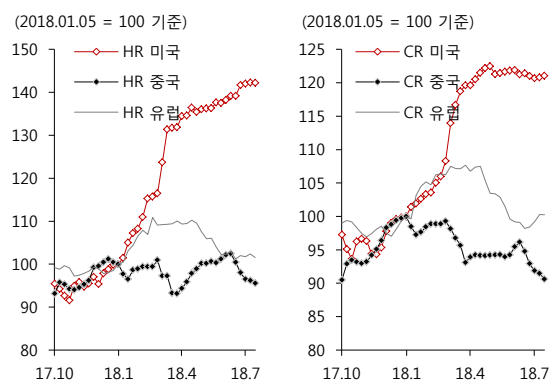
Meanwhile liquefied natural gas imports rose 42.8 percent to 4.15 million tonnes in May, driven by strong consumption from chemical plants and reduced domestic production. China's refinery runs eased from a record high in April as state-run refiners began regular maintenance and some independents cut output ahead of a regional summit. China's largest natural gas producer, PetroChina, started rationing supplies to industrial consumers in northern and western regions last month to prevent gas shortages, not long after the country's major winter supply crunch.

자료 : Reuters(2018-06-23), SK 증권

중국 정부의 규제는 그 효과가 큰 것으로 보입니다. 지난 5월에도 유사한 사례가 있었는데요, 환경과 에너지 안보에 대한 주제로 매년 개최되는 SCO Qingdao Summit 을 앞두고 중국 정부는 에너지 업체들의 감산을 명령한 바 있습니다. 이것 때문에 계절적 비수기인 5월에 중국이 LNG 수입을 이례적으로 늘렸죠. 중국 내 대부분의 소재/산업재 기업들이 국영다보니 규제 실효성이 커 보입니다.

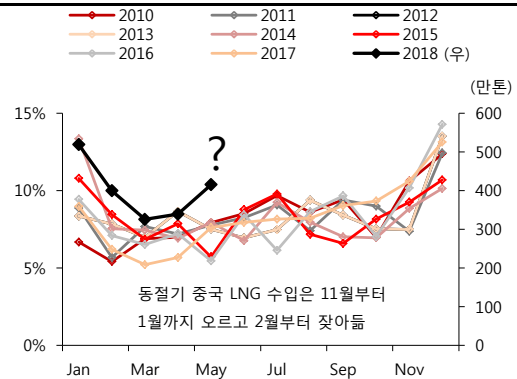
그리고 무역전쟁 이슈도 BDI 상승에 기인했습니다. 3월부터 이어진 미국과 중국간의 무역 분쟁은 결국 7월 6일 중국산 철강 제품에 대한 미국의 관세부과까지 이어졌습니다. 관세 부과 이전에 이미 중국 내수 철강 제품 가격은 하락세를 보이고 중국철강의 추정이익도 횡보국면에 접어들었습니다. 이에 중국 철강사들은 관세가 본격 발효되기 이전에 최대한 자국 물량을 밀어내고자 하는 심리도 철광석 수입을 자극했겠죠

미국의 급등과 대비되는 중국 내수 철강 제품 가격 하락



자료 : Bloomberg, SK 증권

중국 월별 LNG 수입 비중 추이: '18년 5월 이례적으로 수입 증가



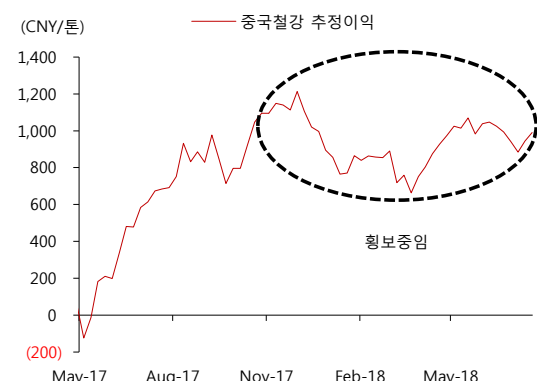
자료 : KITA, Reuters, SK 증권

6월 1일 미국의 철강관세 발표 EU, 캐나다, 멕시코의 강경한 대응

국가	내용
미국	18년 6월 1일 자로 유럽연합과 캐나다, 멕시코산 철강 제품엔 25%, 알루미늄엔 10% 관세 부과 조치 발표
유럽연합	철강, 오토바이, 농산물 등 75억 달러 규모의 미국산 제품에 보복관세 예고 WTO에 미국 철강알루미늄 관세에 대한 양자 협의 요청
캐나다	7월부터 미국산 철강에 25% 알루미늄에 10%의 관세 166억 캐나다달러(약 13조 7785억 원) 규모의 미국산 수입품에 보복 관세를 부과
멕시코	철강, 농식품 등의 품목에 미국 규제에 상응하는 규모로 보복관세 경고

자료 : 언론 종합, SK 증권

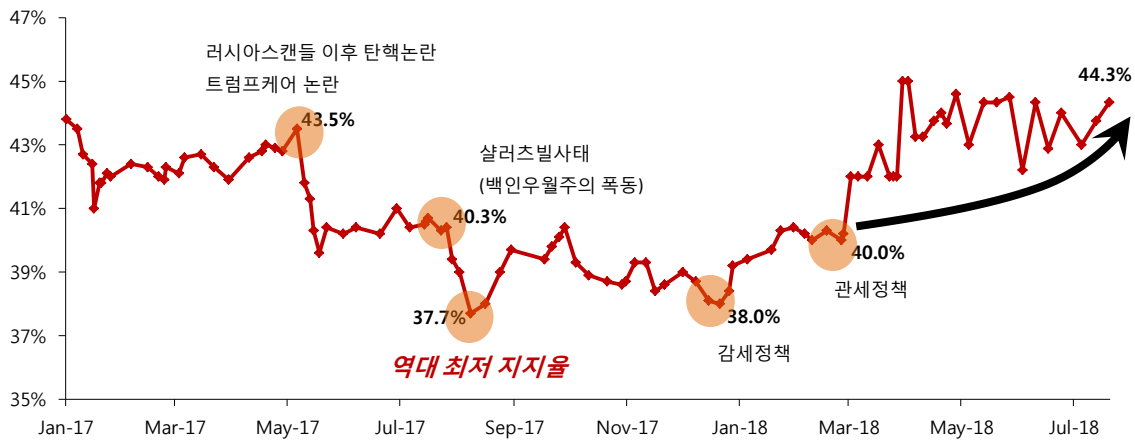
기조적으로 상승 중이던 중국철강의 추정이익도 횡보하게 됨



자료 : Bloomberg, SK 증권

심지어 무역전쟁은 앞으로 더 격화될 것으로 보입니다. 트럼프 대통령이 대선 때부터 요긴하게 써왔던 미국 우선주의 정책들의 효과를 트럼프 본인이 너무나도 잘 알고 있기 때문이죠. 실제로 트럼프의 지지율은 연초 이후 관세정책이 나오면서 사상 최대치에 도전하고 있습니다. 그리고 미국에서 시작된 관세 장벽은 유럽연합(EU)을 비롯해 아시아권까지 번지고 있어 도미노 보호무역이 불거지고 있습니다. 이렇게 되면 중국은 철강 물량을 내보낼 곳이 줄어들어 고민에 빠지게 되겠죠? 무작정 증산하기에는 부담스러운 국면이 이어질 것입니다.

부임 이후 최대치에 도전하고 있는 트럼프의 국정지지율



자료 : Real Clear Politics, SK 증권

EU 도 전 세계 철강제품에 세이프가드 잠정 조치를 실행하며 도미노 보호무역이 불거지고 있음

美 이어 EU 도 철강 수입 제한, 철강 수출길 변화 생키나

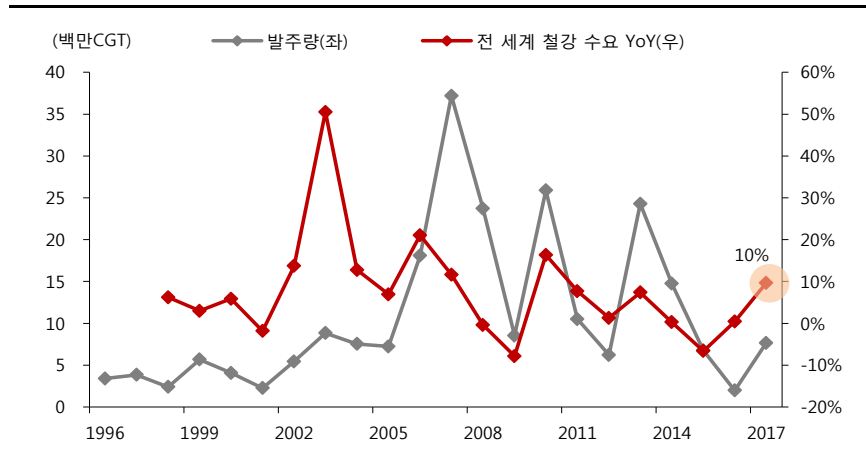
유럽연합(EU)이 19 일(현지 시간) 전 세계 철강제품에 세이프가드(긴급수입제한) 잠정 조치를 실행하면서 국내 철강 업체들이 잔뜩 긴장하고 있다. 세이프가드는 특정 제품의 수입이 급증해 자국 업계에 피해가 발생할 때 수입을 규제하는 조치다... EU 가 세이프가드 잠정 조치를 발동한 이유는 미국이 철강 관세 부과함에 따라 철강 수출국들 물량이 미국에서 EU 로 이동하는 것을 차단하기 위한 것이다. EU 의 발표에 따르면 EU 는 최근 3 년간 EU 로 수입된 평균 물량의 100%까지는 기존처럼 무관세로 수입하고 이를 넘는 물량에 25% 관세를 부과한다. 국가별로 물량을 정하는 것이 아니라 전체 물량을 정하고 물량이 소진되면 그때 관세를 부과한다는 것이다.

자료 : 더팩트(2018-07-20), SK 증권

(3) BDI 상승이 단기적인 두 번째 이유: 벌크선 공급 과잉

그리고 어찌되었든 BDI도 운임이 아니 벌크선 공급량의 영향을 많이 때문에 벌크선의 수급이 중요합니다. 배가 많으면 운임이 빠지고 배가 부족하면 운임이 오를테니까요. 우선 벌크선의 수요는 좋아 보입니다. 중국 철광석의 수입이 늘어난다는 것은 결국 철강 수요가 증가한다는 것인데 지금 중국 철강 수요는 좋은 편입니다. 중국 내에 가스 인프라를 설치하는 과정에서 2020년까지 CAGR로 8% 이상의 수요 성장을 가져올 수 있기 때문입니다.

벌크선의 발주량은 세계 철강 수요를 따라감



자료: Bloomberg, Clarkson Research, SK 증권

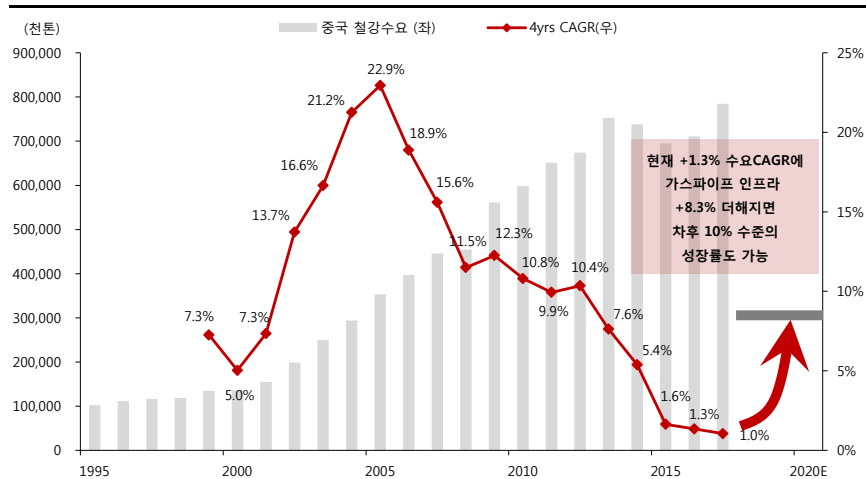
중국이 2020년까지 목표한 가스생산을 달성할 시 중국 철강수요의 연간 성장률 Sensitivity

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

자료: SK 증권

주: 우측은 PNG 생산량, 좌측은 세일가스 생산량 가정임. LNG 생산량은 2020년까지의 증분 220bcm에서 PNG와 세일가스 가정치를 뺀 값으로 산정했음

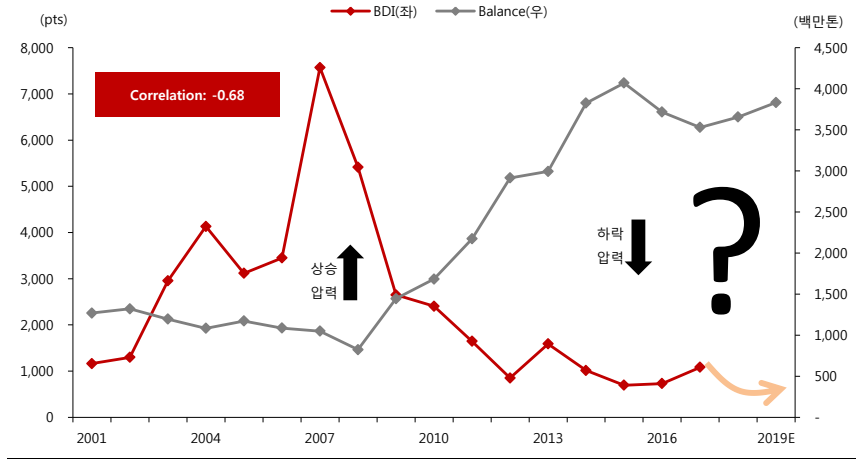
중국 가스인프라로 차후 4년간 철강수요 CAGR +8.3%까지 더하면, 총 수요성장 10%도 가능



자료: Bloomberg, SK 증권

그런데 유감스럽게도 배가 너무 많습니다. 2020 년까지 인도 예정 물량을 감안하면 앞으로 공급 과잉은 심화될 것으로 보입니다. 따라서 BDI 는 기본적으로 상승 여력이 제한됩니다.

벌커의 용선료 지수인 BDI 는 앞으로 우하향 할 가능성이 높음

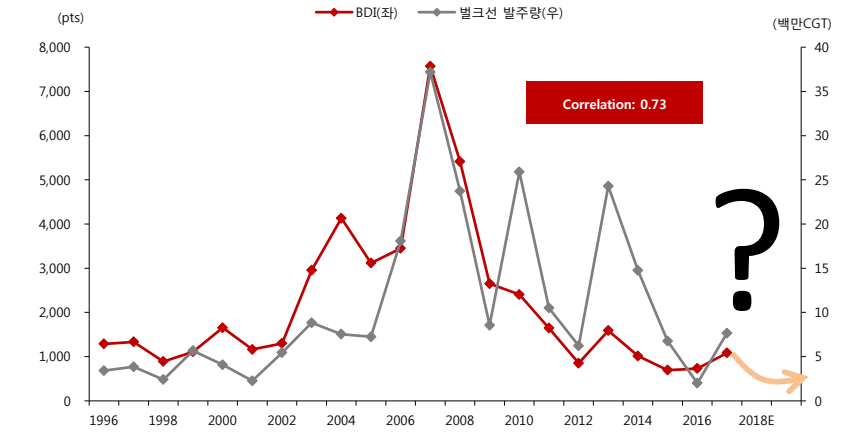


자료: ITC, Searates, Clarksons Research, SK 증권

(4) 결국 한국 조선사의 수혜는 제한적임

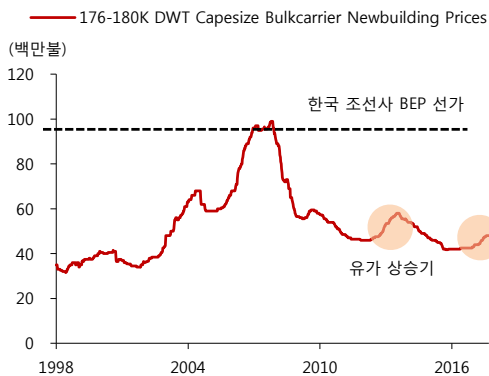
운임이 오르지 않으면 해운사는 발주를 늘리지 않음

결국 BDI 의 감소는 벌크선 발주 여력을 제한하는 요소가 됩니다. 조선사들의 벌크선 일감이 부족해지는 것이죠. 물론 원래 벌크선은 부가가치가 낮아 한국 조선사가 수주하는 선종이 아니지만, 최근 벌크선 신조선가의 상승으로 혹시 모를 수주 가능성을 점칠 수도 있을 것 같습니다. 그런데 한국 조선사가 만드는 선박의 적당 BEP 는 현재 VLCC 선가인 \$8,900 만/척입니다. 벌크선 선가가 지금보다 85%가 올라야 수주 가치가 있는 것이죠. 사실상 불가능한 상승폭입니다.



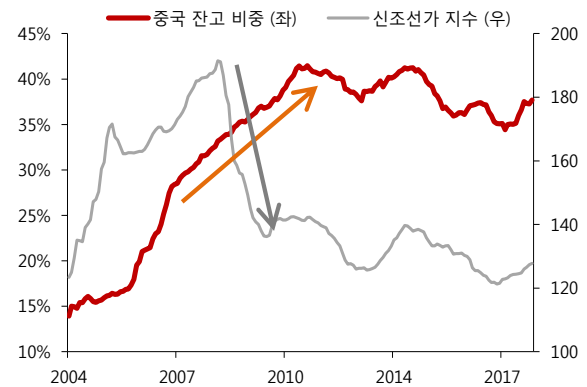
자료: Clarksons Research, SK 증권

벌크선의 신조선가가 상승 중이지만 '08 년도 수준은 절대 아님



자료: Clarksons Research, SK 증권

중국 잔고 비중이 커지며 신조선가의 추세 상을 기대하긴 어려움



자료: Clarksons Research, SK 증권

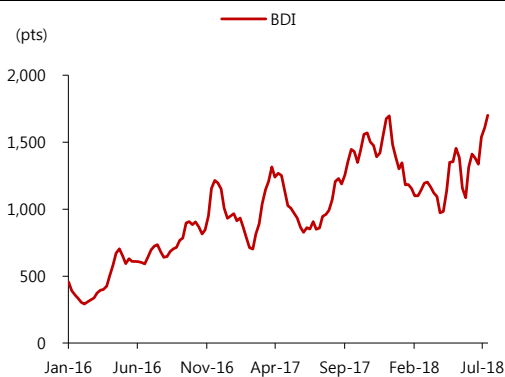
1. BDI가 오르는 이유: 중국의 철강 증산

(1) BDI의 Key Indicator 는 중국의 철광석 수입량

BDI 는 발틱해운거래소가 산출하는 ‘건화물’ 운임지수이다. 통상적으로 조선에서 4 대 선종중하나인 벌크선의 운임지수로 사용된다. 여기서 BDI 는 건화물 운임지수이기 때문에 1, 2 차 산업의 기초 소재인 곡물이나 철광석, 석탄 등의 물동량과 관계가 깊다. 단순하게 말하면 곡물, 철광석, 석탄과 같은 건화물들의 물동이 증가하면 함께 올라가는 것으로 이해하면 쉽다. 따라서 BDI 의 반등은 단순히 조선, 해운업뿐만 아니라 글로벌 경기 환경의 턴어라운드를 대변하는 지표로까지 받아들여진다. 그런데 최근 이 BDI 가 급등하며 2014년 12월 이후로 사상 최대치에 도달했다. 그 이유를 파헤치기 위해 BDI 상승에 기여할 수 있는 요소를 찾아보았다.

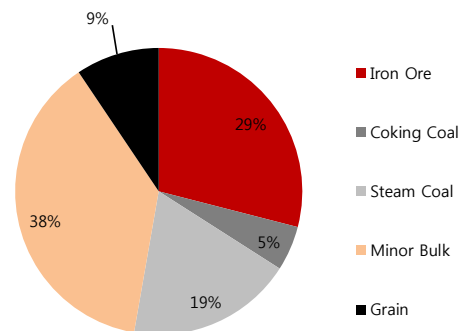
벌크선이 운반하는 재화들 중에서 물동량의 비중이 클수록 BDI 와의 상관관계가 높을 것이라는 직관적 추정 하에 2017년 기준으로 건화물 물동량 구성을 살펴 보았다. 철광석이 29%로 가장 비중이 크며, 다음으로 석탄이 24%(Coking coal 과 Steam coal 의 합산) 크다. 그리고 알루미늄이나 보크사이트를 포함한 아주 다양한 고체 형태의 소재들을 Minor Bulk 로 통칭해 38% 가량을 차지한다. 대두를 포함한 곡물은 9% 정도다.

최근 급반등중인 BDI



자료 : Clarksons Research, SK 증권

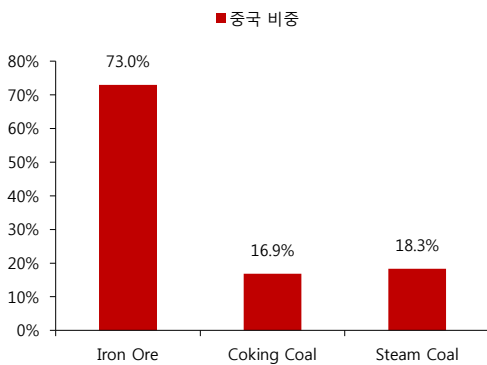
2017년 기준 건화물 물동량 구성



자료 : Clarksons Research, SK 증권

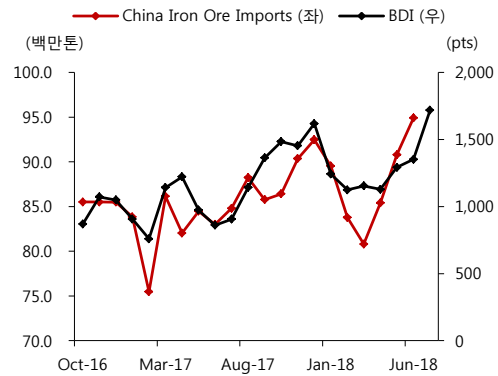
즉, 철광석과 석탄의 물동량의 변화가 BDI의 가장 큰 동인이 될 텐데 전 세계 철광석의 물동량 중에서 중국이 차지하는 비중은 무려 73%이며, 석탄은 약 17.6%(Coking coal 16.9%와 Steam coal 18.3%의 평균)를 차지한다. 결국 중국이 철광석을 얼마나 수입하는지에 따라 BDI가 움직이게 되는 것이다. 실제로 중국의 월별 철광석 수입 추이와 BDI는 움직임을 같이 한다.

철광석과 석탄은 중국의 수입 비중이 높음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

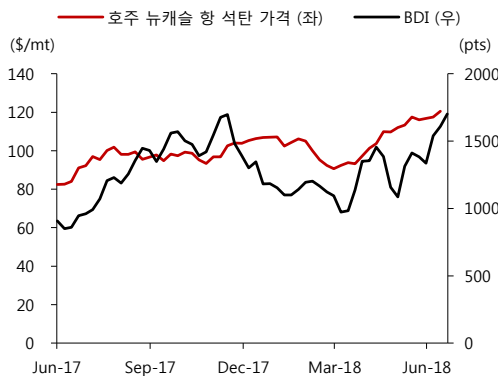
결국 중국의 철광석 수입 추이 및 전망이 가장 중요함



자료 : Thomson Reuters, Clarksons Research, SK 증권
주 : 2018년 7월 BDI는 7월 23일 기준

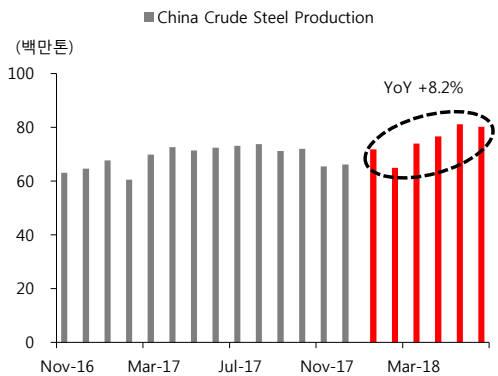
물론 건화물 물동량에서 석탄이 차지하는 비중도 철광석 못지 않지만 철광석처럼 특정 국가가 수입을 대부분 가져가는 구조가 아니라 다변화되어 있어서 Key Indicator로서는 부족하다고 본다. 사실 중국이 수입하는 철광석과 석탄의 비중이 차이 나는 이유는 간단하다. 최근 중국이 철강 생산량을 지속적으로 끌어 올리고 있는데 여기서 원재료인 철광석과 석탄의 투입 비중이 다르기 때문이다. 조강(Crude steel) 생산량을 1로 보면, 철광석은 1.6, 석탄은 0.75가 투입되기에 조강 생산을 늘리면 철광석 수요가 더 커진다. 마침 중국은 6월까지 합산 YoY + 8.2%로 조강 생산을 늘리는 중이다.

물론 석탄의 수급도 중요하지만 비중 상 철광석이 주효함



자료 : Bloomberg, Clarksons Research, SK 증권

중국은 철광석과 석탄을 원재료로 하는 철강의 생산량을 늘리는 중임



자료 : World Steel Association, Clarksons Research, SK 증권

(2) 중국 철강사의 공룡화로 증산이 지속될 것

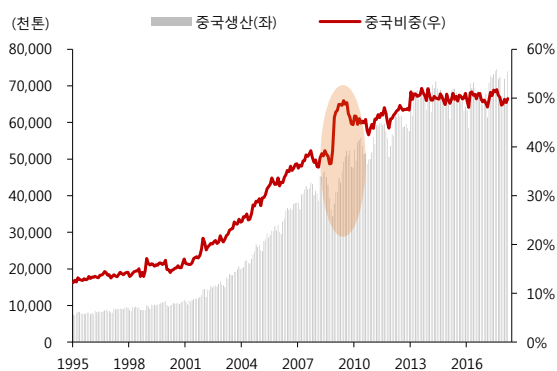
그러면 관건은 중국이 철강 생산을 앞으로도 늘릴지 여부이다. 소결론부터 내리자면 중국은 철강 증산을 지속할 것으로 판단한다. SK 증권 리서치센터는 지난 5월 28일 발간한 “Red Hulk - 중국 부채: 하이난에서 시작된 나비효과”를 통해서 중국의 소재/산업재 섹터 국영 기업들의 부채 문제를 해결하고 경영 효율성을 도모하기 위해 공룡 기업을 탄생시키고 있다고 밝힌 바 있다. 그 중 소재/산업재 내에서 가장 처음으로 부실 기업간의 M&A 를 통해 더욱 크고 강력한 기업을 탄생시킨 섹터가 바로 철강이었다.

2000년대 초중반에 철강은 역사에 남을 호황을 맞이했었다. BRICs의 성장 속에 그들의 적극적인 인프라 투자가 진행되며 철강 수요가 크게 증대했기 때문이었다. 하지만 호황이 장기간 지속된 나머지 철강업계가 낙관적 기대에 빠져 생산능력을 공급과잉에 이를 만큼 확대했다. 그리고 그러한 설비 신증설의 중심에는 역시 중국이 있었다. 이미 2000년대 이후 철강 생산량을 비약적으로 끌어올리던 그들은, 결국 2008년 이후 또한 한 번의 급격한 생산증대로 전 세계에서 중국의 비중을 50%까지 확대하게 되었다.

중국이 철강시황에 악영향을 미쳤다는 것은 수출과 가격 데이터를 통해서 확인된다. 중국은 세계철강 수요의 가장 많은 비중을 차지하는 국가였지만, 이들과자도 자국 생산 물량을 감당할 수 없었다. 때문에 자국 열연가격은 속절없이 하락을 지속했다. 리먼사태 전만 하더라도 톤당 6천 위안에 육박하던 중국 열연가격은, 2011년부터 본격적인 하락을 시작해 2015년에는 톤당 2천 위안까지 급락한다.

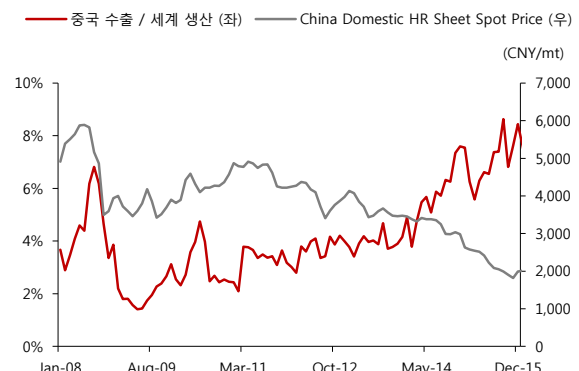
당연히 이렇게 까지 자국 내 공급과잉이 심각해지자 잉여공급물량은 해외로 뿔어나기 시작했다. 이렇게 되면서 세계 철강 생산량에서 중국의 수출량이 차지하는 비중은 2009년만 하더라도 2% 미만이었지만, 2015년에는 9% 수준까지 급증했다.

리먼사태를 전후로 세계 철강생산의 절반을 차지하게 된 중국



자료 : Bloomberg, SK 증권

중국은 저가철강물량에 대해서 수출 증대로 대응



자료 : Bloomberg, SK 증권

철강업 최악의 국면이었던 2015년 결국 중국 당국은 12차 5개년 계획 당시 공업정보 화부에 의해서 중국 철강 구조조정에 대한 구체적인 계획을 내놓았다. 중단기 목표로서는 2015~17년 구간을 잡았는데, M&A 가속화를 통해 철강사를 기존 500개에서 300개로 축소하고, 그를 통해서 가동률을 80% 이상을 높여 자산 수익성을 합리적인 수준으로 회복시킨다는 것이 큰 골자였다. 결국 현재의 심각한 공급과잉은 M&A와 설비 폐쇄(scrap)를 통해서 강제적으로라도 해소시키겠다는 전략이었다.

그렇지만 더욱 중요한 것은 2025년을 타겟으로 한 장기목표였다. 자국 내 상위 10개사의 점유율을 60%까지 높이고, 그와 동시에 글로벌 경쟁력을 갖춘 철강사 3~5개를 육성하는 형태로서 철강산업을 개편하겠다는 것이 골자였다. 결국 중단기 목표에서 보여준 '구조조정'이라는 측면에 머무는 것이 아니라, 산업 내 '글로벌 메이저 기업 탄생'을 정부차원에서 독려하겠다는 의미로 해석이 가능한 부분이었다.

즉 그들은 무분별한 확장으로 인해 부각된 공급과잉을 해소하기 위한 국가차원의 전략으로서 '중국판 Red Hulk'의 탄생을 궁극적인 지향점으로 삼았던 셈이다.

12 차 5 개년 계획 당시 공업정보화부가 제시한 중국판 철강 Red Hulk 탄생의 포석

중국 철강산업 중장기 목표

[중단기 목표: 2015~2017년]

- 가동률 80% 이상으로 높여 이윤율, 자산 수익성을 합리적인 수준으로 회복
- M&A 가속화로 철강사를 기존 500개에서 300개로 축소
- 생산능력 8000만톤 감소시켜 고급 과잉 문제 완화
- '철강+IT' 융합발전을 주요 특징으로 하는 '스마트 제철소' 2~3개 육성

[장기 목표: 2025년]

- 조강생산 상위 10개社 산업집중도를 60%까지 향상
- 글로벌 경쟁력 갖춘 철강사 3~5개 육성
- 중대형 철강사 매출 대비 R&D 투입비중을 1.7%로 확대
- 신제품 판매량 매출 비중 20%로 확대
- 철강산업 전자상거래 시장 규모를 매출 규모의 20%로 확대
- 제강의 철스크랩 사용 비중을 30%로 확대

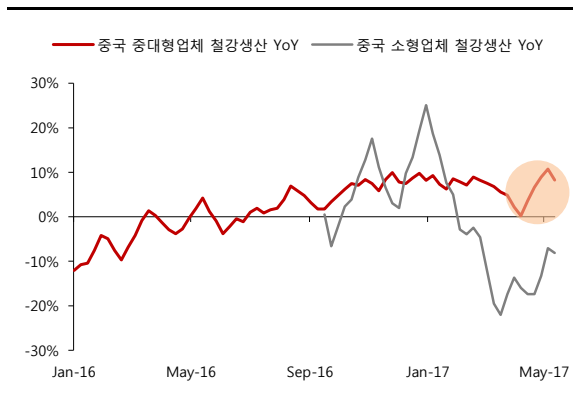
자료: POSRI, SK 증권

이와 같은 발표가 나온 직후 선제적으로 철강산업의 구조조정, 즉 소형 업체의 폐쇄 작업은 빠르게 진행된다. 실제적인 소형업체의 철강생산량은 2017년부터 급락한다. 주간 기준으로 파악해봤을 때 최대 전년대비 -22%의 생산량 급감까지 나타난다.

그런데 얼핏 “소형업체 철강생산량 전년대비 최대 -22% 생산급감”까지만 들으면, 소형업체의 설비폐쇄가 중국의 ‘공급과잉 해소’로 연결되었을 것이라는 선부른 결론이 도출될 수도 있다. 그러나 중대형 업체의 경우에는 꾸준하게 생산확대 과정을 이어갔다. 이 때문에 중국 철강 생산량은 2017년 8.4억톤으로 사상 최대치를 기록한다. 왜일까?

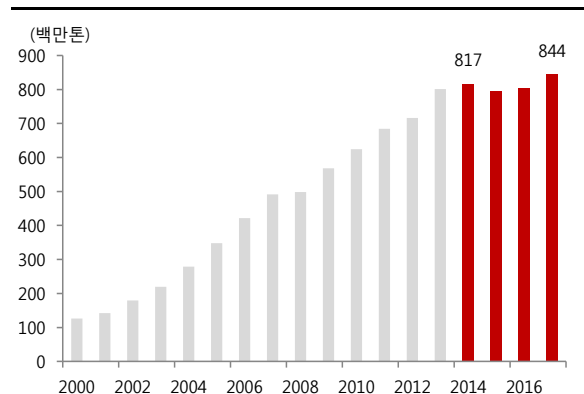
구조조정, 스크랩, 생산조절 같은 부분들은 어디까지나 그들의 ‘단기적’인 목표에 불과했다. 결국 ‘중장기적’으로는 ‘더 크고, 더 강하면서도, 더 효율적인’ 세계적인 기업 탄생을 목표로 했다. 주축이 될 메이저 철강업체 같은 경우는 가동률을 유지하고 생산효율화를 시켜 1위 업체가 될 준비를 하고 있었다는 것이다.

중국 소형업체 생산급감 2017년 현실화, 그러나 중대형 여전히 증대



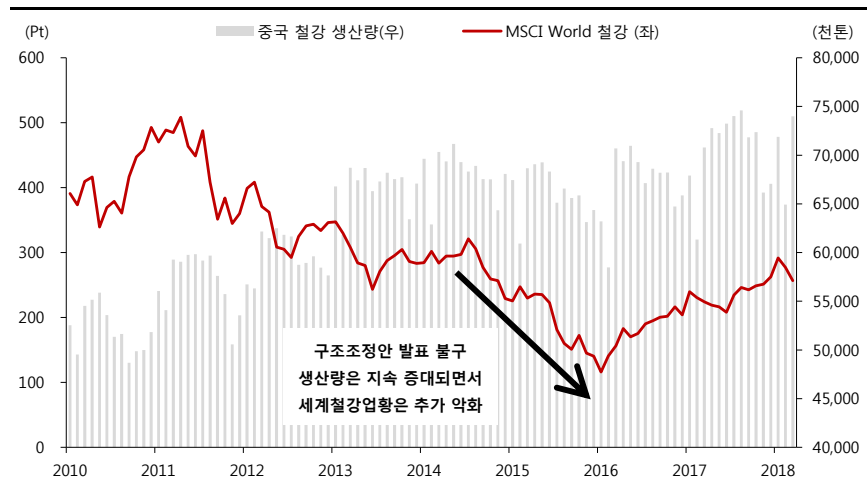
자료 : 중국철강협회, SK 증권

이 때문에 중국 철강생산량은 2017년 재차 사상최대 경신했음



자료 : Bloomberg, SK 증권

2015년 구조조정 진행 불구 철강생산량 증대하며 세계철강업황 추가 악화



자료 : Bloomberg, SK 증권

이러한 해석에 현실성을 더해주는 것은 2016년 바오스틸과 우한강철의 매머드급 합병이다. 2016년 9월 중국 국무원은 2014년 기준 세계 철강생산량 4위 업체인 바오스틸(4,335만톤)과 우한강철(3,305만톤)의 합병을 공식적으로 승인한다. 이로 인해서 그들의 2016년 합계 생산량은 6,380만톤에 달해 9,550만톤으로 절대적인 1위를 유지하고 있는 아르셀로미탈에 이어 2위에 오른다.

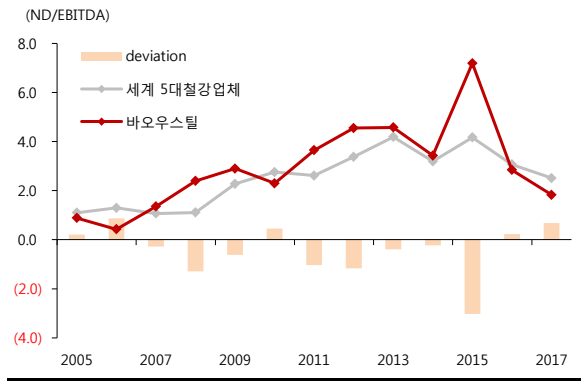
바오스틸 + 우한강철 = 세계 2위 철강사 바오우스틸 탄생

기업명	생산량	기업명	생산량
2014년		2016년	
아르셀로미탈	98.09	아르셀로미탈	95.5
신일본제철	49.3	바오우스틸	63.8
허베이스틸	47.09	허베이스틸	46.2
바오스틸	43.35	신일본제철	46.2
포스코	41.43	포스코	41.6
사강그룹	35.33	사강그룹	33.3
안산강철	34.35	안산강철	33.2
우한강철	33.05	JFE스틸	30.3
JFE스틸	31.41	서우강	26.8
서우강	30.78	타타스틸	24.5

자료: WSA, SK 증권

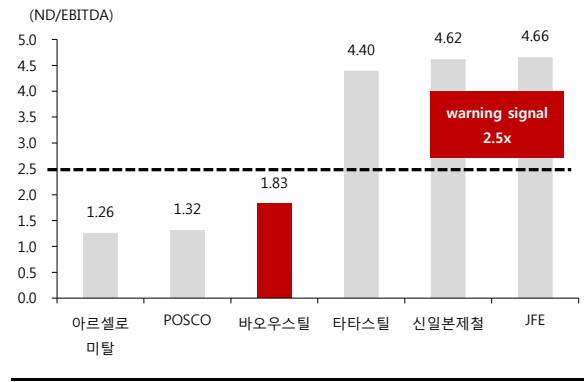
그리고 합병을 통해 얻게 되는 질적, 그리고 중장기적인 성장여력에 측면에서 바라볼 때 바오우스틸(바오스틸 + 우한강철)의 재무구조 개선은 꽤나 부각된다. 과거 바오우스틸은 아르셀로미탈, 신일본제철, JFE, POSCO, 타타스틸에 비해 늘 재무적 열위에 놓여 있었다. 그렇지만 합병 이후 2017년 바오우스틸의 ND/EBITDA는 1.83을 기록해 5대 업체의 합산치 2.51 대비 크게 앞서가는 모습이다. 개별기업 측면에서 본다고 하더라도 2017년을 기준으로 아르셀로미탈(1.26), POSCO(1.32)만이 그들보다 우월한 위치에 있을 뿐이었다.

합병 이후 바오우스틸의 ND/EBITDA는 5대 업체보다 우월함



자료: Bloomberg, SK 증권

개별기업으로 보더라도 아르셀로미탈, POSCO와 유사 수준임

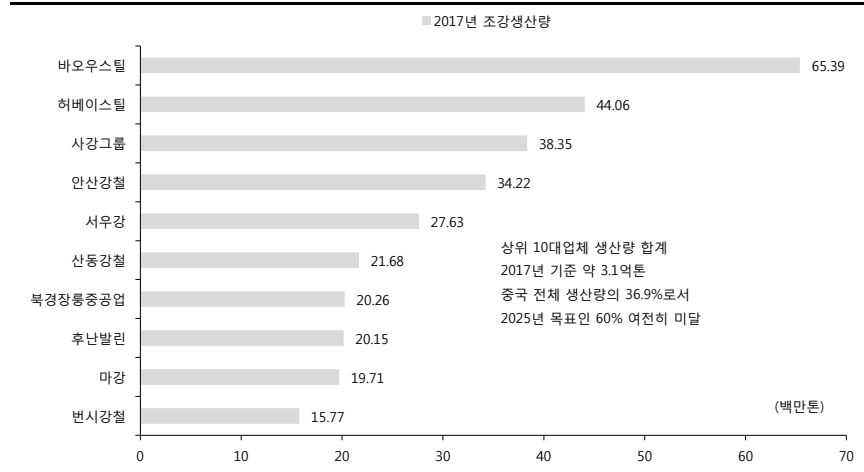


자료: Bloomberg, SK 증권

과거 중국 철강업체들은 과도한 capex 와 그에 따른 수익감소로 인해 재무위기에 크게 시달렸다. 우리의 일반적인 인식도 크게 다르지 않을 것이다. 하지만 합병 이후 바오우 스틸의 재무구조가 이 정도로 개선되었다는 것은 함의하는 바가 크다. 중국으로서는 거대기업 탄생의 첫 시도가 성공적으로 진행된 만큼, 앞으로도 이런 정책을 이어갈 개연성이 높기 때문이다.

즉, 철강산업에서의 중국판 Red Hulk 의 탄생은 여기서 끝이 아닐 가능성이 높다. 바오우스틸의 탄생 이후에도 여전히 중국의 10 대 철강업체 생산량은 중국 내 비중이 36.9%에 불과하다. 더 많은 업체와의 합병을 진행해야지만 궁극적인 그들의 2025 년 목표인 60%에 도달할 수 있다.

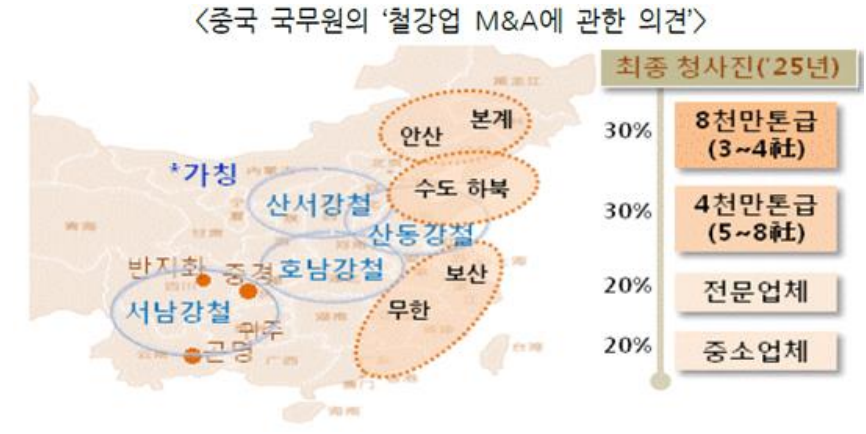
중국 10 대 철강업체의 생산비중은 2017 년 기준 36.9%로서 여전히 2025 년 목표인 60% 대비 부족함



자료 : WSA, 중국야금과공집단 SK 증권

그리고 이미 중국은 꽤 오래 전부터 자국 내 철강산업을 북부, 중부, 남부 중심으로 재편해야 한다는 의견을 제시해 왔었다. 어떻게 보자면 그러한 계획의 일환으로서 남부지역의 두 대표업체인 바오스틸과 우한강철이 합병하여 바오우스틸이 탄생하였다고 보면 된다. 북부지역에서는 안산강철과 번시강철, 중부지역에서 서우강그룹과 허베이스틸이 대표적이다.

중국의 궁극적인 북부-중부-남부의 거대합병계획



자료 : POSRI SK 증권

현재로서는 중부지역의 허베이스틸과 서우강그룹의 합병 가능성이 꽤 높게 타진되는 것으로 알려지고 있다. 이 둘을 합치게 된다면 단연 바오우스틸을 뛰어넘는 중국 내 최대의 철강업체가 탄생한다. 이는 높아진 중국메이저들의 경쟁력을 바탕으로 두 번째, 세 번째 Red Hulk 를 탄생시키며 철강 증산을 지속할 것이라는 의견에 힘을 실어 준다. 따라서 중국의 철광석, 석탄 수입이 계속 늘어 BDI의 상승의 단초가 제공될 수 있다.

하지만 최근의 BDI 상승은 두 가지 이유에서 일시적인 현상일 뿐, 오르기 어렵다고 판단한다. 첫 번째 이유는 환경 규제이다.



3 위 허베이철강·9 위 서우강그룹 합병설 '솔솔'... 잇단 '철강공룡' 탄생, 한국 업계에 위협

양적확대 전략으로 조강(쇳물) 생산량 세계 3 위 자리에 오른 중국 허베이철강(河钢集团)과 세계 9 위 서우강그룹(首钢集团)의 기업인수합병(M&A) 가능성이 최근 다시 제기되면서 국내 철강

사들을 긴장케하고 있다. 두 기업의 합병설은 과거에도 여러차례 언급된 바 있어 성사될 가능성이 높다는 평가가 나온다. (중략)

허베이철강과 서우강그룹이 합병하면 중국 내 최대 철강사이자 세계 2 위인 바오우(寶武)철강을 넘어설 것이라는 가능성도 점쳐진다. 두 기업의 조강능력을 합치면 950 만t 으로 바오우철강의 850 만t 보다 크다. 생산 역시 지난해 기준으로 두 기업이 710 만t 을 기록하며 바오우철강(630 만t)을 뛰어넘었다. 2008 년 설립한 허베이철강은 조강생산능력을 공격적으로 확대하며 양적 성장에 집중했지만 수익성 악화와 재무구조 안정성 저하 등으로 고전하며 양적확대 전략의 한계를 체감했다. 이후 2013 년부터 지금까지 설비합리화, 제품 및 서비스 고도화, 글로벌화, 고부가가치 제품 집중을 통한 질적 고도화 전략에 박차를 가하고 있다. (후략)

- 아주경제, 2017 / 09 / 24 -

2. BDI 상승이 단기적인 첫 번째 이유: 환경 규제

(1) 중국의 철강 감산 정책

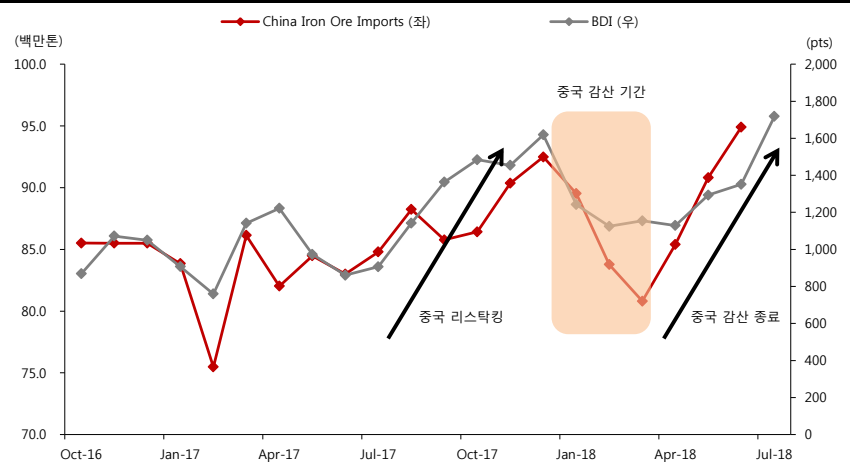
Red Hulk의 탄생으로 기약 없는 철강 증산이 이어질 것 같지만 사실 중국 내부적으로는 감산에 초점을 맞추고 있다. 그 명분은 환경 규제이다. 2017년 10월 중국 제 19차 당대회를 전후로 중국 환경보호국(MEP, Ministry of Environmental Protection)은 겨울철 대기오염을 억제하기 위한 비상대책을 발표했다. 대상지역은 오염이 심각한 북경, 천진, 허베이(허베이), 허난, 산시, 산둥 등 6개 성과 28개 도시들이었다.

타겟은 철강, 석탄발전소 등 제조업 분야였다. MEP가 당시 발표한 내용에 따르면 이들 기업들은 대기오염도를 현재보다 15% 이상 줄이라는 명령을 받았다. 기간은 19차 당대회(10월 19일)가 열린 10월부터 2018년 3월 15일까지 6개월까지였다.

이에 철강사들은 6개월 동안 이뤄질 정부 대책이 실시되기 전까지 최대 생산에 나설 계획인 것으로 알려졌다. 10월부터 생산 감축 지시가 떨어질 것을 예측해서 사전에 반제품인 빌릿 등의 재고를 확보해놓기 위해서였다. 심지어 당대회 이후 MEP는 철강 가동률을 50%로 제한하는 명령까지 내리며 철강 생산을 강력하게 규제했다.

여기서 다시 BDI 추이를 보면 2017년 11월 이전과 2018년 4월 이후의 상승이 납득이 간다. 감산 이전에는 리스탁킹 수요로 철광석 수입이 늘어나고 감산이 종료됨과 동시에 다시 수입이 늘어난 것이다.

중국 철강 감산 기간 이전 리스탁킹 수요로 철광석 수입을 늘리고 감산 종료 후 다시 수입을 늘렸던 것



자료 : Thomson Reuters, Clarksons Research, SK 증권

주 : 2018년 7월 BDI는 7월 23일 기준

이처럼 중국 정부의 환경 규제는 생각보다 강력한 실효성을 가진 것으로 보인다. 중국 정부의 규제 강도는 에너지 분야에서도 파악할 수 있는데 대표적인 사례가 지난 5 월의 중국 LNG 수입량 급증이다.

중국 상하이합작조직(이하 SCO)은 매년 중국, 러시아, 카자흐스탄, 키르기스스탄, 타지키스탄, 우즈베키스탄을 회원국으로 하는 정치, 경제, 과학(科技), 문화, 교육, 에너지, 교통, 환경보호 및 기타 영역의 협력을 도모하는 정상회담을 개최하는데 2018년 6월 Qingdao 에서 회담 개최를 앞두고 5월부터 에너지 생산 설비들의 감산을 촉구한 바 있다.

이에 따라 중국 역내 가스를 비롯한 에너지 생산이 줄어들며 일시적으로 중국의 LNG 수입량이 늘어났다. 사실 중국의 2010년 이후 월별 LNG 수입 비중 추이를 보면 동절기에 수입을 늘리는 패턴을 보인다. 11월부터 1월까지 난방 수요로 수입량을 늘리고 봄, 여름을 거치며 수입이 줄어든다. 그런데도 불구하고 SCO Qingdao Summit 을 앞두고 5월에 에너지 감산에 대한 정부의 규제가 가해지자 역외에서 스팟으로 수입을 늘렸던 것이다.

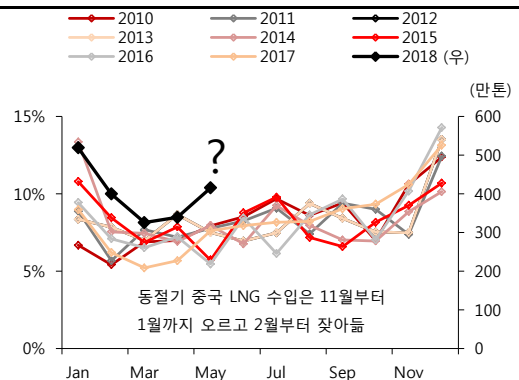
당시 감산의 주체는 PetroChina 로서 국영기업이었기 때문에 당국의 규제가 실효성이 높았던 것으로 볼 수도 있는데, 철강사들을 비롯한 중국 내 대부분의 소재/산업재 분야 기업들이 국영기업이기 때문에 철강 감산에 대한 압박 효과도 크게 나타났던 것이라고 판단한다.

SCO Qingdao Summit 을 앞두고 에너지 감산을 명령한 중국 정부

Meanwhile liquefied natural gas imports rose 42.8 percent to 4.15 million tonnes in May, driven by strong consumption from chemical plants and reduced domestic production. China's refinery runs eased from a record high in April as state-run refiners began regular maintenance and some independents cut output ahead of a regional summit. China's largest natural gas producer, PetroChina, started rationing supplies to industrial consumers in northern and western regions last month to prevent gas shortages, not long after the country's major winter supply crunch.

자료 : Reuters(2018-06-23), SK 증권

중국 월별 LNG 수입 비중 추이: 2018년 5월 이례적으로 수입 증가



자료 : KITA, Reuters, SK 증권

그러면 이제 감산이 종료되었으니 철광석 수입과 BDI가 지속적으로 상승하는지에 대한 답이 필요하다. 그에 대한 대답은 '아니다'이다. 작년 초 일대일로 포럼을 시작으로 19차 당대회를 기점으로 중국의 환경 규제와 철강 감산 정책은 본격적으로 진행 중이며 앞으로 심화될 전망이다.

예를 들어 중국 정부는 'Blue Sky Protection'과 '상해 공기청결행동계획'과 같이 수년에 걸쳐 진행되는 철강 감산 프로그램을 진행 중이며 주요 성별로 감산 정책을 추진하고 있다. 특히 당산시(하북성)는 비난방기, 난방기 모두 감산을 추진하며 가장 센 정책을 펼치고 있다. 참고로 이곳은 앞서 언급한 합병이 거론되고 있는 허베이철광과 서우강강철이 있는 곳이다.

중국은 철강업에 대해 환경 규제를 명목으로 지속적으로 감산을 추구하고 있음

중국 철강업 감산 정책

겨울철 대기오염 억제 비상대책 (2017.11.15~2018.03.15)

중국 환경보호국이 오염이 심각한 북경, 천진, 하북, 허난, 산시, 산둥 등 6개 성과 28개 도시들의 철강, 석탄발전소들 대기 오염도를 15% 감축하고 철강 가동률을 50%로 제한하는 명령

환경보호국은 300만개에 이르는 기업들을 추궁하기에 앞서 먼저 오염도가 높은 8~10개 도시를 선정, 순찰감독조 파견 석탄을 주로 쓰는 중소 규모 제조 기업이 중심이 됨

철강사들의 생산능력을 기준으로 적용하는지 실제 생산량인지는 알려지지 않음

이번 대책은 국가발전개혁위원회, 재정부 등 10개 부처와 6개 성의 지방정부가 모두 참석해 마련한 이례적인 비상대책 억제 기준에 미달할 경우 당서기까지 문책 결정

철강사들은 6개월동안 이뤄질 대책이 실시되기 전까지 반제품인 빌릿 등의 재고 확보 위해 최대 생산에 나설 전망

당산시 비난방기 감산 (2018.03.16~2018.11.14)

당산시(하북성)는 3월 16일부터 11월 14일까지 244일간 업체별로 생산량의 10~15% 감축을 실시할 계획

당산시 대기질 개선을 위한 감산 (2018.07.20~2018.08.31)

당산시(하북성)는 환경부 대기질 조사 중 3대 주요오염물질인 SO₂, NO₂, CO의 배출량 1위를 기록함

이에 7월 20일부터 8월 31일까지 43일간 오염물질 개선을 위한 조치가 취해질 예정

하반기에 SO₂, NO₂, CO의 배출량을 상반기 대비 31%, 21%, 24% 감축목표를 달성하기 위한 것임

2018년 하남성 난방기 철강산업 감산 (2018.11.15~2019.03.15)

하남성은 2018년 난방기(11.15-3.15) 철강업체 대상 30% 이상 감산조치 계획을 밝힘

2018년 10월 전까지 오염물 저배출 요건에 만족하는 철강기업은 2019년 1월 1일부터 3월 15일 본 감산조치 면제

Blue Sky Protection (2018~2019)

500명의 환경보호계통 인력과 126명의 관련부처 간부를 200개조로 분류해 철강업체를 포함한 중국내 주요 오염물질 배출 업체를 대상으로 환경요건 부적합 생산의 재발방지 및 기준설비 개조작업 등을 엄격하게 감찰

상해 공기청결행동계획 (2018~2022)

상해시는 2020년까지 대기질 오염을 원천적으로 제거하고, 연중 공기질 '우수' 등급 일수를 80% 이상으로 유지하고, 2022년까지 PM_{2.5}의 연평균농도 35mg/m³를 달성하겠다고 발표

이를 위해 구역내 조강 생산량을 1,502만톤으로 제한하고, 오염물질 관련 표준을 강화하며, 2018년까지는 연료 퇴적장 밀폐화, 2019년까지 원료 및 연료 노천운송 금지 등 근본적인 오염원을 제거해 나갈 전망

특히, 중국 최대 철강그룹인 보무강철그룹에 대해서는, 2020년까지의 석탄 사용량을 1,150만톤으로 제한하겠다고 특정한

자료: 언론 자료, SK 증권

(2) 미중간 무역전쟁에서 불거진 스팟 수요

그리고 올해는 무역전쟁이라는 변수도 있었다. 올해 2월과 3월에 걸쳐 미국이 수입산 철강에 대한 관세 카드를 꺼내 들며 전 세계 철강의 대장격인 중국에 긴장감이 조성되었다. 이어서 6월 1일에는 미국이 유럽연합과 캐나다, 멕시코산 철강 제품엔 25%, 알루미늄엔 10% 관세 부과 조치를 발표하며 실질적인 관세 부과가 이뤄질 수 있음을 보여줬고 7월 6일부터 미국이 중국산 수입 품목에 대한 관세를 본격적으로 부과했다.

중국 철강사들 입장에서는 수출길이 막힐 지도 모르는 일이기에 무역전쟁 이슈는 촉각을 곤두세워야 한다. 자칫하면 중국에서 증산된 철강 물량이 갈 곳을 잃어 시황을 악화시키거나 기업들의 재고 부담으로 이어질 개연성이 높기 때문이다. 이미 이에 대한 우려로 중국 내수 철강 가격이 무역전쟁이 불거지면서부터 하락하고 있고 중국 철강 추정 영업이익도 상승 기조를 벗어나 횡보하게 되었다.

연초 미국의 철강관세 관련 News flow

18.02 월	미국 상무부 무역 확장법 232 조에 따라 철강 수입 규제방안 제시
18.03.08	상무부가 제시한 수입규제방안을 다소 수정하여 수입국가에 대해 철강에 25% 알루미늄에 10%의 관세 부과 하는 행정명령에 서명 단, 캐나다와 멕시코는 관세 조치 대상국에서 제외
18.03.22	한국을 포함해 아르헨티나, 호주, 브라질, 캐나다, 멕시코, 유럽연합(EU) 회원국들에 대한 관세 명령을 잠정 유예하는 수정안 승인
18.03.23	한국 등 유예를 받은 국가들을 제외하고 미국 내 모든 수입산 철강과 알루미늄에 각각 25%, 10%의 관세가 부과
18.03.27	한국은 232 조 관세 철폐 대신 쿼터수입할당제 시행 수출쿼터는 268 만톤 15~17년 평균 383 만톤의 70%) 품목별로는 17년과 비교 판재류 111% 증가 강관류 50% 감소

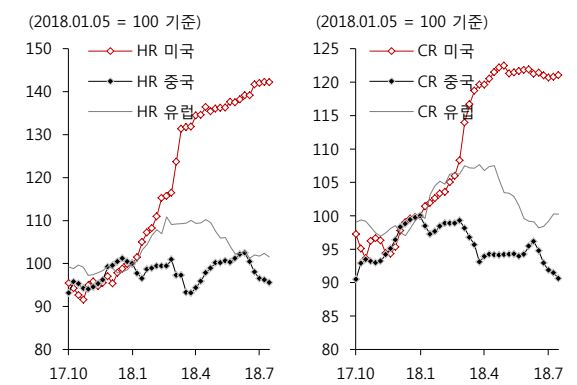
자료 : 언론 종합, SK 증권

6월 1일 미국의 철강관세 발표 EU, 캐나다, 멕시코의 강경한 대응

국가	내용
미국	18년 6월 1일 자로 유럽연합과 캐나다, 멕시코산 철강 제품엔 25%, 알루미늄엔 10% 관세 부과 조치 발표
유럽연합	철강, 오토바이, 농산물 등 75억 달러 규모의 미국산 제품에 보복관세 예고 WTO에 미국 철강알루미늄 관세에 대한 양자 협의 요청
캐나다	7월부터 미국산 철강에 25% 알루미늄에 10%의 관세 166억 캐나다달러(약 13조 7785억원) 규모의 미국산 수입품에 보복 관세를 부과
멕시코	철강, 농식품 등의 품목에 미국 규제에 상응하는 규모로 보복관세 경고

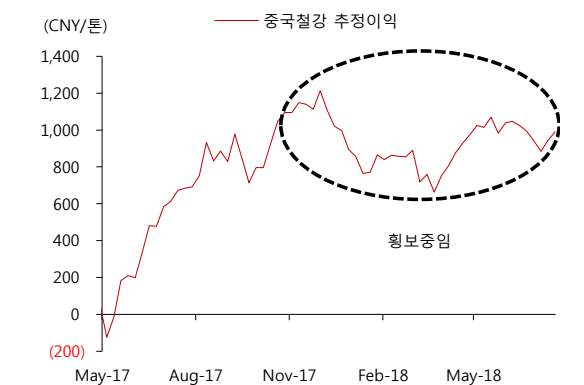
자료 : 언론 종합, SK 증권

미국의 급등과 대비되는 중국 내수 철강 제품 가격 하락



자료 : Bloomberg, SK 증권

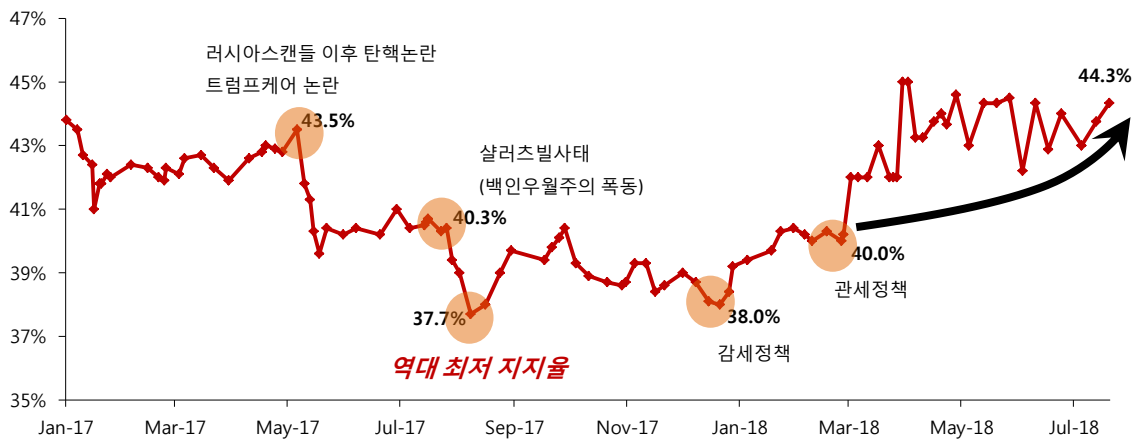
기조적으로 상승 중이던 중국철강의 추정이익도 횡보하게 됨



자료 : Bloomberg, SK 증권

심지어 무역전쟁은 향후 더 격화될 것으로 보인다. 미국 공화당은 11 월 중간선거를 앞두고 표심 확보에 한창인데, 그들이 주로 이용하는 전략이 환율, 관세를 통한 무역전쟁이기 때문이다. 트럼프는 대선 때에도 미국 우선주의에 기반한 Rust Belt 를 지원하는 셰일 정책을 통해 당선에 다가섰던 것처럼 이번에도 무역전쟁을 통한 미국 실리주의 기조가 먹힐 것이라는 확신이 있다. 마침 트럼프의 국정지지도도 콘크리트 지지율이라고 할 수 있는 37.7%를 저점으로 각종 감세 정책과 무역 관세 정책으로 지지율 상승을 이끌어내고 있기에 무역전쟁을 더욱 격화시키고 싶어한다.

부임 이후 최대치에 도전하고 있는 트럼프의 국정지지도



자료 : Real Clear Politics, SK 증권

최근의 ‘도미노 보호무역’은 이러한 무역전쟁의 격화 국면을 보여준다. 지난 7 월 19 일 EU는 전 세계 철강제품에 세이프가드(긴급수입제한) 잠정 조치를 실행했다. 미국이 철강 관세를 부과함에 따라 철강 수출국들 물량이 미국에서 EU 로 이동하는 것을 차단하기 위한 것이다. 결국 중국의 철강이 오갈 데 없는 상황이 조성되고 있고 중국 철강사들은 관세가 본격 부과되는 7 월까지 철강을 밀어내기 위해 철광석의 수입을 스팟성으로 가파르게 늘렸던 부분도 BDI 급등의 원인이었던 것으로 판단한다.

EU 도 전 세계 철강제품에 세이프가드 잠정 조치를 실행하며 도미노 보호무역이 불거지고 있음

美 이어 EU 도 철강 수입 제한, 철강 수출길 변화 생키나

유럽연합(EU)이 19 일(현지 시간) 전 세계 철강제품에 세이프가드(긴급수입제한) 잠정 조치를 실행하면서 국내 철강 업체들이 잔뜩 긴장하고 있다. 세이프가드는 특정 제품의 수입이 급증해 자국 업계에 피해가 발생할 때 수입을 규제하는 조치다... (중략)... EU 가 세이프가드 잠정 조치를 발동한 이유는 미국이 철강 관세 부과함에 따라 철강 수출국들 물량이 미국에서 EU 로 이동하는 것을 차단하기 위한 것이다. EU 의 발표에 따르면 EU 는 최근 3 년간 EU 로 수입된 평균 물량의 100%까지는 기존처럼 무관세로 수입하고 이를 넘는 물량에 25% 관세를 부과한다. 국가별로 물량을 정하는 것이 아니라 전체 물량을 정하고 물량이 소진되면 그때 관세를 부과한다는 것이다.

자료 : 더팩트(2018-07-20), SK 증권

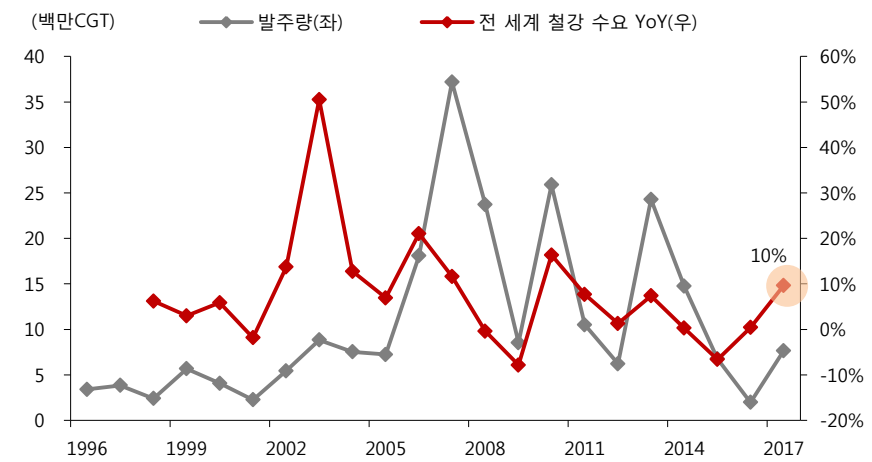
3. BDI 상승이 단기적인 두 번째 이유: 벌크선 공급 과잉

(1) 선박에 대한 수요는 있다

BDI 가 매크로 지표로 큰 함의가 있다고는 하지만 어찌되었든 벌크선 ‘운임’지수이다. 따라서 벌크선의 공급량이 어떤지가 BDI의 방향성에 가장 중요한 요소라고 판단한다. 배가 부족할 때에는 운임이 비싸고, 배가 많을 때에는 운임이 쌀 수밖에 없다. 그리고 조선업도 Cycle 을 가진 업종으로서 배를 운영하는 선주나 해운사들이 그들의 수익인 운임이 오를 때에 발주를 늘리고, 반대로 운임이 빠질 때는 발주를 줄인다. 따라서 선박이 수요 대비 얼마나 많은지를 먼저 가늠해 보아야 한다.

벌크선에 대한 수요는 BDI 에 영향을 가장 크게 미치는 요소가 중국 철광석 수입량이라고 밝힌 것에서 감을 잡을 수 있듯이 세계 철강 수요의 YoY 추이와 비슷하게 움직인다. 2017 년만 하더라도 철강 수요는 YoY +10% 성장하며 벌크선의 발주의 소폭 반등을 이뤄냈다. 즉 향후 벌크선 발주량에 대한 방향성도 세계 철강 수요의 방향성이 어느 정도 힌트를 줄 수 있기에 철강 수요에 대한 논의가 필요하다.

벌크선의 발주량은 세계 철강 수요를 따라감



자료: Bloomberg, Clarksons Research, SK 증권

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

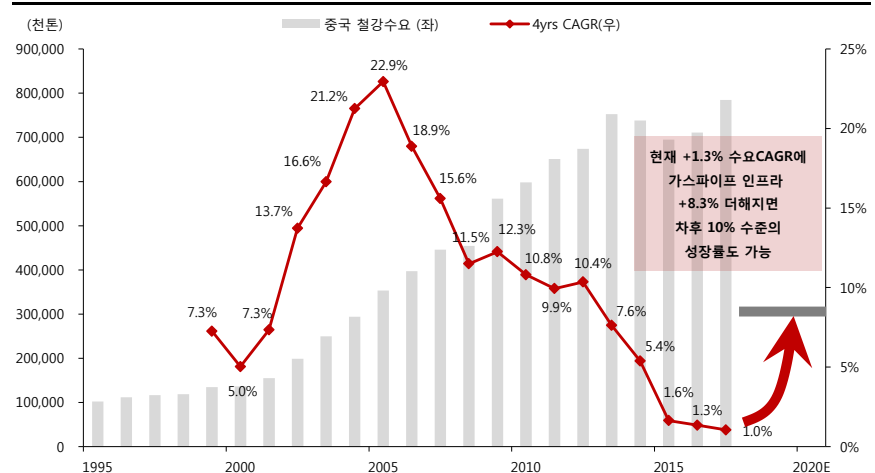
중국이 2020년까지 목표한 가스생산을 달성할 시 중국 철강수요의 연간 성장률 Sensitivity

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

자료: SK 증권

주: 우측은 PNG 생산량, 좌측은 세일가스 생산량 가정임. LNG 생산량은 2020년까지의 증분 220bcm에서 PNG와 세일가스 가정치를 뺀 값으로 산정했음

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



자료: Bloomberg, SK 증권

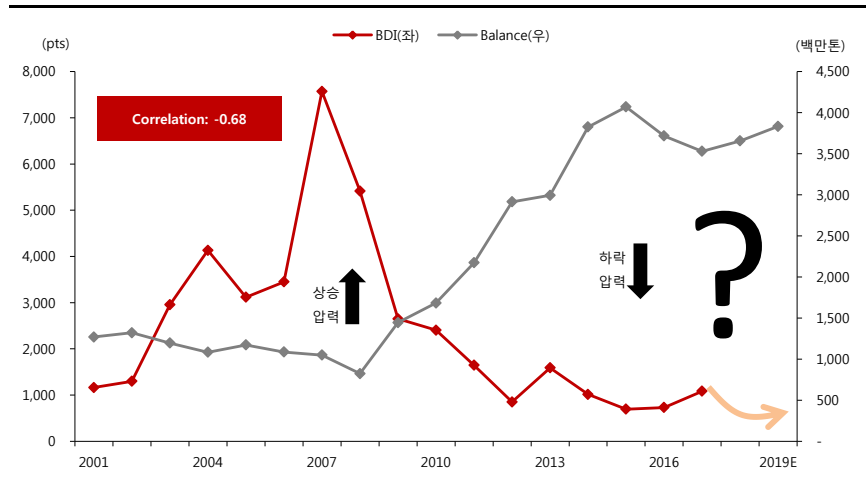
(2) 선박에 대한 공급이 지나치게 많다

문제는 운임과 공급 과잉 이슈이다. SK 증권 리서치센터는 지난 2017년 7월 3일에 발간한 “남쪽 나라 LNG의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 LNG 캐리어의 공급 과잉 여부를 판별하기 위해 balance(물동 가능량 - 실제 물동량) 개념을 도입한 바 있다. 이는 실질적으로 배가 얼마나 여유 있는지를 가늠하는 지표로 이 지표가 높을 경우(정확히는 '0'보다 높을 때) 선박이 초과 공급(overcapa) 상태이고, 이 지표가 낮을 경우에는 선박이 공급 부족(shortage) 상태라고 진단한다. 그리고 통상적으로 운임과 balance는 역으로 가는 패턴을 보인다.

이를 벌크선에 적용해 보면 심각한 상황인 것으로 판단된다. 벌크선 시황의 경우 명백한 초과 공급 상태인 것으로 결론이 도출되었다. 심지어 2020년까지의 철강 물동량 증가를 앞서 추정했던 수요의 증가분만큼을 적용해 꽤나 공격적인 가정을 했는데도 2020년까지 벌크선의 balance는 우상향하는 그림이다. 즉, 벌크선은 배가 너무 많은 것으로 추정된다. 그러면 BDI는 기초적으로 상승하기 굉장히 어렵다.

과거 패턴으로 보더라도 balance가 낮아 배가 부족한 국면이면 운임인 BDI는 오름세를 보였다. 반면 배가 많아 balance가 높을 때에는 BDI가 하락 압력을 받았다. 두 변수는 상관관계가 -0.68로 산출될 정도로 강한 역의 상관관계를 보이고 있어 향후 2020년까지 balance가 우상향을 그리는 것이 불가피하다면 BDI의 상승은 어렵다.

벌크선의 용선료 지수인 BDI는 앞으로 우하향할 가능성이 높음



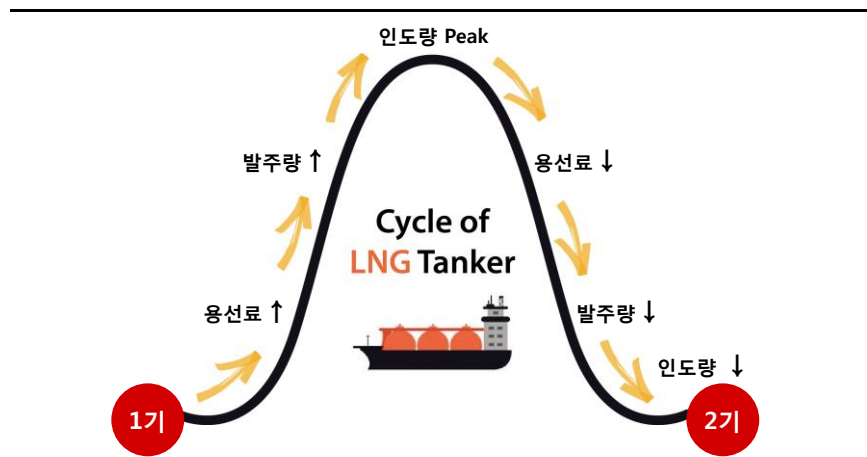
자료: ITC, Searates, Clarksons Research, SK 증권

4. 결국 한국 조선사의 수혜는 제한적임

(1) 운임이 하락하면 발주세는 꺾임

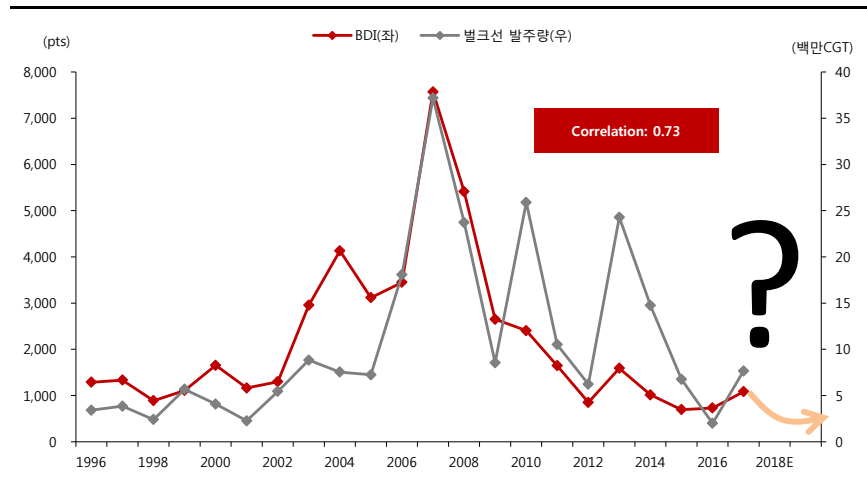
BDI 가 하락하면 벌크선의 발주는 어떻게 될까? 줄어들기 마련이다. 운임(용선료)과 balance 간의 역의 관계에 대해서는 마이클 포터의 cycle 논리로 설명이 된다. 발주량이 인도되어 인도량이 peak 를 기록하면 역의 관계에 있는 운임은 하락하게 되는데, 이때 선박을 발주하는 해운사는 운임이 영원히 하락할 것으로 지나치게 비관적인 기대를 하며 발주를 줄이게 되는 것이다. 실제로 벌크선 운임 지수인 BDI 와 발주량은 0.73 의 상관관계를 가진다.

Cycle of LNG Tanker



자료 : SK 증권

운임이 오르지 않으면 해운사는 발주를 늘리지 않음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

(2) 투기적 발주에 의한 수주도 기대하기 어려움

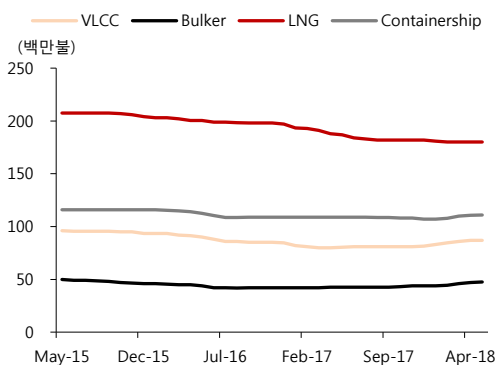
그래도 일단 BDI가 올라있는 상태이기 때문에 선박에 대한 투기적 발주를 기대할 수는 있다. 마치 2018년 초 LNG 캐리어 스팟 운임이 상승하자 그에 따라 선박의 발주도 투기적으로 이뤄진 것처럼 말이다.

물론 벌크선은 이미 오래 전부터 대한민국 조선사의 일감은 아니다. 일부 VLOC와 같은 물량을 제외하고는 대한민국 조선사가 수주에 주력하는 선종은 아니다. 그 이유는 선가 때문이다. 지나치게 부가가치가 낮아 수주하는 순간 적자로 시작하는 선종이라고 이해하면 쉽다. 4대 선종으로 일컬어지는 LNG 캐리어, 컨테이너선, VLCC, 벌크선 중에서 벌크선의 선가가 가장 낮다.

그런데 이 벌크선이 최근 BDI의 상승과 함께 선가의 상승까지 이뤄내고 있다. 따라서 기초적으로 BDI와 선가가 함께 오르게 된다면 전체 벌크선 발주가 늘어나며 한국 조선사의 벌크선 수주가 가능할지도 모른다. 하지만 그것은 벌크선의 선가가 VLCC 수준까지 올라갔을 때의 이야기일 것으로 추정된다.

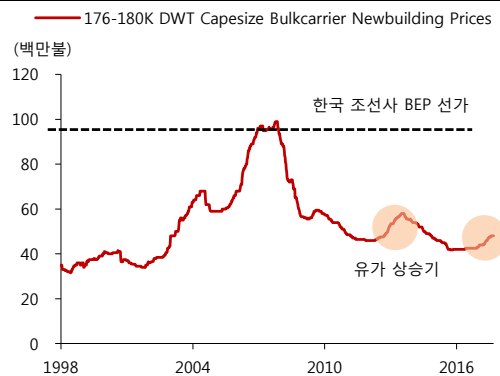
최근 지속된 후판 가격의 인상 기조로 한국 조선사들은 매 분기 공사손실총당금을 쌓고 있는데 그러면서 주로 언급되는 것이 '현재 VLCC 선가 기준으로 마진이 BEP 수준'이라는 부분이다. 즉, 선가가 척당 \$8,900만 수준은 되어야 한다는 의미이며 Capesize 벌크선 기준으로 현재의 \$4,800만/척에서 선가가 85%는 올라야 한다는 의미이기도 하다. 역사적으로 Capesize 벌크선의 가격이 현재 VLCC 가격에 근접했던 적은 Clarksons Research 집계 이래 2008년 BRICs 랠리 때를 제외하면 없었기에 사실상 불가능한 수준이라는 판단이다.

벌크선은 4대 선종 중 가장 부가가치가 낮은 선종임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

벌크선의 신조선가가 상승 중이지만 '08년도 수준은 절대 아님

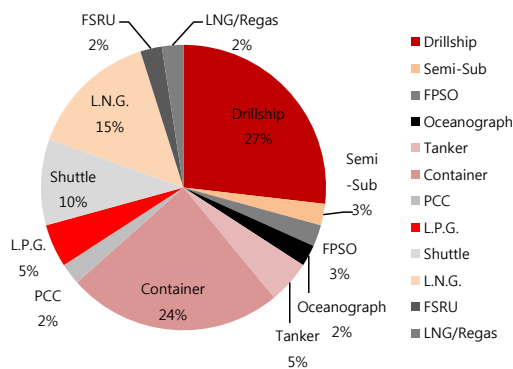


자료 : Clarksons Research, SK 증권

2011 년에 유가가 반등하며 전 선종에 아울러 선가가 인상되었을 때에 벌크선 역시 \$4,000 만/척에서 \$6,000 만/척까지 50% 가량 선가가 상승했는데도 현대중공업과 삼성중공업은 벌크선을 단 1 척도 수주하지 않았다. 국가별 척당 수주액 추이를 보면 한국은 이미 2000 년대 후반부터는 고부가 선종 위주로만 수주 전략을 가져가며 벌크선 수주가 거의 전무했다. 단순히 선가가 오른다고 한국 조선사가 수주하는 것은 아닌 것이다.

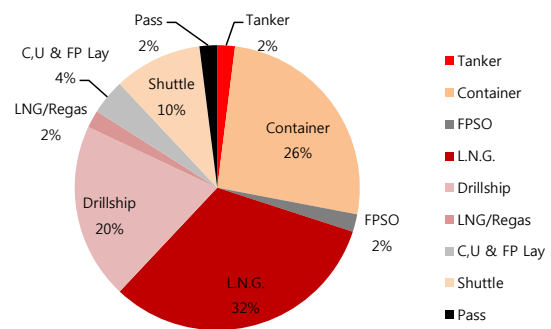
따라서 연초 이후 BDI가 반등하며 개선된 벌크선 발주 환경의 수혜는 대부분 중국 조선사의 수혜가 될 수밖에 없다. 전 세계 벌크선 잔고 기준으로 중국이 점유율 64.1%로 압도적이라는 점도 앞으로 발주가 나온다 해도 중국이 수주를 가져갈 가능성이 높다는 판단에 설득력을 부여한다. 심지어 현재 선가에서도 중국은 사업 영위가 가능했는데 요즘처럼 선가까지 올라준다면 중국 조선사의 수익성마저도 개선될 것이라는 짐작까지 가능케 한다.

2011 년 현대중공업의 신규 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



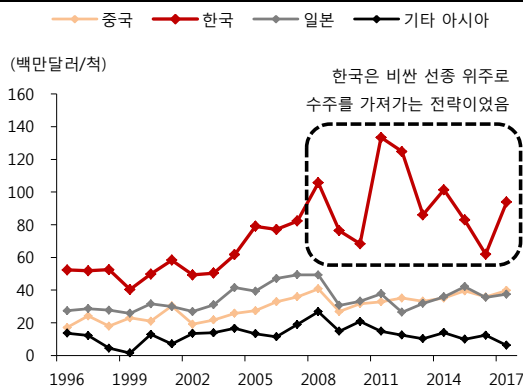
자료 : Clarksons Research, SK 증권

2011 년 삼성중공업의 신규 수주 선종 구성 비율(척수 기준)



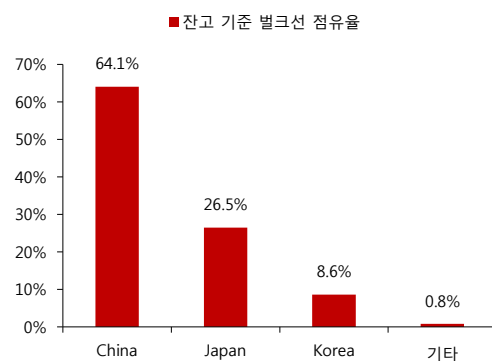
자료 : Clarksons Research, SK 증권

한국은 2000 년대 후반부터 벌크선 수주가 전무한 수준임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

벌크선 잔고의 64.1%를 중국이 점유하고 있음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

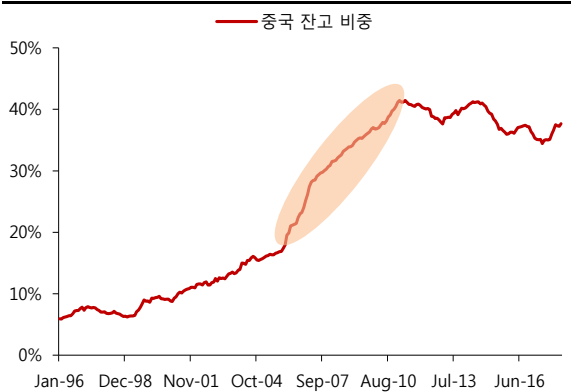
(3) 선가 상승 폭도 제한적이라는 점에서 한국의 수주는 요원

또한 선가가 기대만큼 오를 수 있는 펀더멘털도 아니기 때문에 한국의 행여 벌크선 수주를 늘릴 수 있는 가능성은 낮다고 판단한다. 중국 조선사들 때문이다.

과거 중국 조선사들이 해운 시장에서 수주를 가져가면서 조선업의 시황은 악화 일로를 걸었다. 다시 말해서 조선도 철강처럼 ‘중국발 공급과잉’이 전 세계 산업의 흐름을 안 좋은 방향으로 크게 뒤틀어놓은 사례라고 할 수 있다. 그들은 2000년대 중반 조선 선종 중 가장 저부가에 해당하는 벌크선을 중심으로 시장에 진입하기 시작했다. 그리고 철강과 마찬가지로 막대한 생산능력을 바탕으로 잔고를 채워나가기 시작했는데, 결국 2010년을 전후로 해서는 조선 전체 선종의 잔고 중 비중을 40% 이상까지 확보하게 되었다.

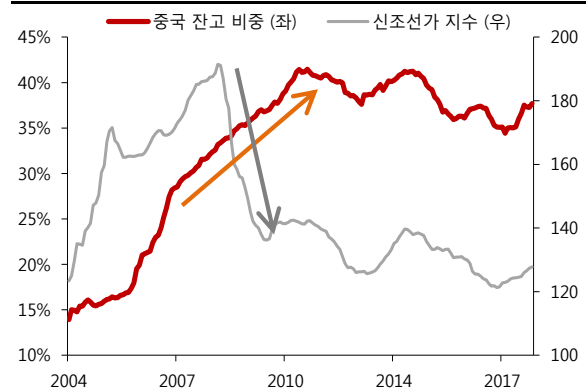
중국 입장에서는 이 부분이 M/S의 증대라는 매력으로 다가왔을 지 모르겠지만, 덕분에 전 세계 조선업황은 대단한 공급과잉 속에서 down-turn을 맞이하게 된다. 신조선가를 보면 이를 확인할 수 있는데, 2008년을 전후로 중국의 잔고확대속도가 빨라지는 순간에서 신조선가는 급락을 시작한다. 지금까지도 대한민국을 괴롭히고 있는 조선불황이 시작되는 순간이었다.

전 세계 조선 잔고에서 중국의 비중은 2000년대 중반 이후 급증



자료 : Clarkson Research, SK 증권

결국 신조선가는 2008년 이후 급락하면서 시황 본격 악화 시작



자료 : Clarkson Research, SK 증권

이런 상황에서 중국정부의 선택은 철강산업에 내린 그것과 크게 다르지 않았다. 구조조정안을 발표한 곳도 공업정보화부로서 철강 때와 동일했다. 그들은 2014년 11월 선박산업규범조건을 통과한 51개의 기업명단을 발표했는데, 이를 White List(화이트 리스트)라고 부른다. 여기에 포함된 51개의 기업은 정부의 집중적인 지원을 받게 되고, 나머지에 대해서는 발 빠른 구조조정 진행을 지시했다.

당연히 메이저기업들도 능동적으로 움직였다. 대표적인 것으로는 중국 최대 조선업체이자 국영기업인 중국선박중공(CSIC)이 산하의 조선소에 대한 통폐합을 실시했다는 것이다. 2016년 그들은 조선소 6곳을 3곳으로 통폐합하면서 불필요한 비용지출을 통제했다.

철강에서 바오스틸과 우한강철의 합병과 같은 대규모 M&A는 2018년에 들어서면서 추진 중에 있다. 어떻게 보자면 철강보다도 더욱 큰 덩이라고 할 수 있는데, 중국 내 1위 조선사인 중국선박중공(CSIC)과 중국선박공업(CSSC) 간의 합병이기 때문이다. 중국 국무원은 이미 2018년 3월 30일 합병에 대한 예비 승인을 한 상태다.

이 두 기업이 합치게 된다면 2018년 2월 기준으로 봤을 때 전 세계 수주잔고의 13%를 보유하게 된다. 연간 매출규모 만으로도 85조원이 넘는 상황. 시가총액 면에서 세계 1~3위를 달리고 있는 국내 조선사 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업의 매출액을 모두 합쳐도 2배 이상이 될 정도로 대단한 규모다. 결국 이들은 중국 철강사들의 합병이 그러했듯이 우량해진 재무적 여력으로 조선업 공급 과잉을 다시 한 번 가져갈 개연성이 있어서 선가의 상승을 기대하기는 어렵다.

중국 최대 조선업체 CSIC의 자회사 통폐합 시작

中 국유기업 CSIC 산하 조선소 통폐합

중국이 조선업 경기 불황을 극복하기 위해 양대 국유조선사 중 한 곳인 중국선박중공업(CSIC) 산하 조선소 6곳을 3곳으로 통폐합하기로 했다고 중국 관영 차이나데일리가 24일 보도했다. (중략) CSIC 관계자는 “경영구조를 단순화함으로써 대형 유조선이나 벌크선, 철강시멘트 운반선 등 대형선박 제조 속련도를 높이기 위한 조치”라며 “이를 통해 선택지를 다변화하고 고객 기반을 넓힐 수 있을 것”이라고 통폐합 배경에 대해 설명했다.

자료 : 서울경제(2016-05-24), SK 증권

중국은 조선업에서도 Red Hulk 탄생을 준비중

"中 1~2위 조선사 합병 추진"...한국 빅3 매출합계의 2배 규모

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

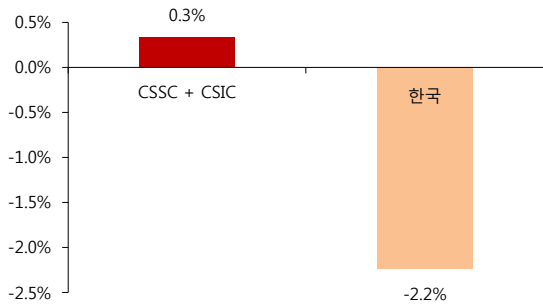
자료 : 연합뉴스(2018-03-30), SK 증권

심지어 아직 합병하지 않은 CSIC 와 CSSC 의 2016 년도 합산 영업이익률을 보면 당시의 한국 조선소 합산 영업이익률보다 이미 우수하다. 우리가 은연중에 저가수주의 아이콘으로 인지하고 있던 중국 조선소들은 지금 선거에서도 의외로 돈을 벌었던 것이다. 고부가선종에 주력한다는 한국 조선소와 달리 벌크선 수주만으로도 수익성이 한국 조선소보다 좋은 것이다.

유동성 측면에서도 CSIC 나 CSSC 가 한국 조선소들 대비해서 나쁠 것이 없다. 중국조선소의 2017 년기준 부채비율, 현금비율, 당좌비율 등 주요 유동성 지표가 통상 '적정' 수준이라고 일컬어지는 정도 대비해서 한국의 그것보다 우위에 있다. 저가수주로 수익성과 유동성이 좋지 않을 것이라는 일반적 추측과는 상당히 다른 양상이다.

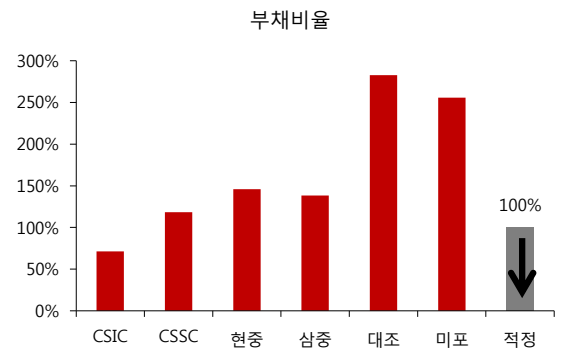
그렇다면 중국 조선사들은 굳이 벌크선의 선가를 끌어 올려 한국 조선사와의 경쟁 국면으로 이끌어 갈 유인도 별로 없어 보이기에 한국의 벌크선 수주는 제한될 것으로 판단한다.

수주가 고갈되었던 2016 년도의 OPM 은 오히려 중국이 우수함



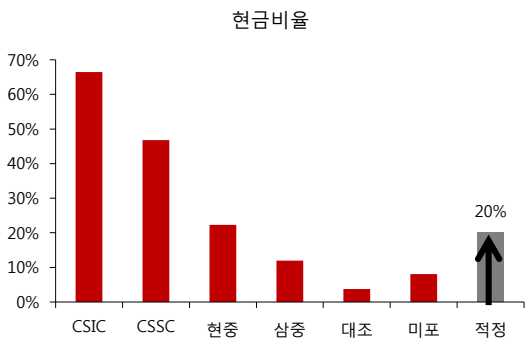
자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

부채비율도 중국 조선사들이 한국보다 우수하게 나타남



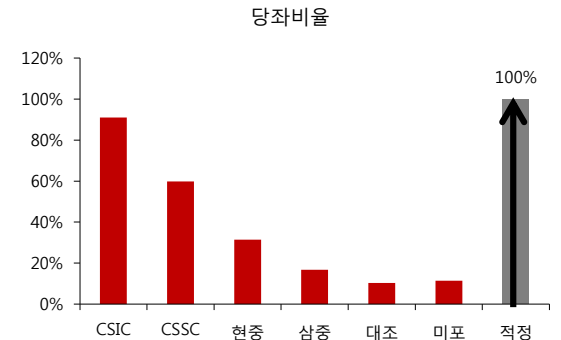
자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

현금비율이나



자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

당좌비율을 비롯한 대부분의 유동성 지표는 중국이 한국보다 우위임



자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

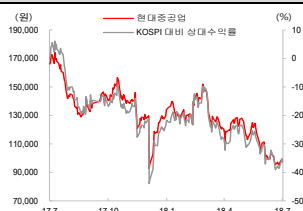
Company Data

자본금	346 십억원
발행주식수	6,917 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,792 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외15)	34.75%
국민연금공단	9.13%
외국인지분률	15.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/07/25)	98,600 원
KOSPI	2273.0 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	174,233 원
52주 최저가	92,511 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.1%	-8.1%
6개월	-27.1%	-18.8%
12개월	-40.9%	-36.4%

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

해양은 잊고 상선을 바라보자

동사는 연간 수주 목표 대비 50% 가량의 달성률을 보여 양호한 수주 실적을 보이고 있음. 해양플랜트 부문에서는 다소 부진하나 상선 부문에서 컨테이너선을 비롯해 모멘텀이 살아있는 선종들을 주력으로 수주하고 있음. 재무적으로도 현금성 자산이 증가해 하반기에 작년과 같은 악재 가능성은 제한적이기에 수주만 받쳐준다면 추가 상승은 무리가 없을 것으로 판단함. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 158,000 원을 유지함

해양 부문 수주 부족하나 상선으로 만회 가능해 보임

동사는 연간 수주 목표 대비 50% 가량의 달성률을 보이며 양호한 수주 실적을 보이고 있음. 연결 기준으로 LNG 캐리어, 대형 및 소형 컨테이너선, MR 탱커 등 상선 부문에서 77 척을 수주함. Rosebank FPSO 숏리스트 탈락으로 해양 부문에서의 수주가 없었음에도 불구하고 준수한 실적을 보였다는 점이 고무적임. 하반기에도 컨테이너선과 MR 탱커 등의 추가 수주가 가능해 보임. 강재 가격 추가 인상에 따른 수익성 악화가 우려되기는 하지만 동사가 주력으로 수주하는 선종들의 선가가 함께 오르고 있으며 이미 충당금으로 강재 가격 인상에 대한 충격을 완화시켰기에 제한적인 영향을 줄 것임. 더군다나 강재 가격이 예상만큼 인상되지 않을 경우 환입되는 부분도 있을 것임.

재무적 악재 가능성도 제한됨

2017년 12월 동사는 예기치 못한 유상 증자를 발표하며 큰 폭의 주가 하락이 있었음. 올해에도 추가적인 재무적 악재 가능성이 있는지를 진단해본 바 2018년에는 제한적일 것으로 보임. 유상증자를 성공적으로 마무리함에 따라 현금 유입이 이뤄진 것이 그 배경임. 1년 내에 만기가 도래하는 사채 및 어음 물량 대비 현금 및 현금성 자산이 많아 수주만 받쳐준다면 무리 없는 추가 상승이 가능할 것으로 보임.

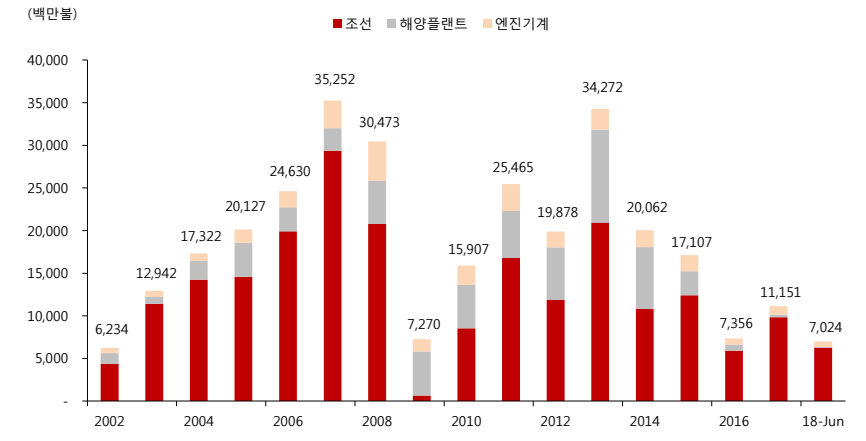
투자의견 매수, 목표주가 158,000 원 유지

수주 모멘텀 감안시 최근의 주가 낙폭은 과대하다는 판단임. 실적 측면에서도 매출액의 턴어라운드와 이뤄지고 있다는 점도 괄목할만함. 이에 투자 의견 매수와 목표 주가 158,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

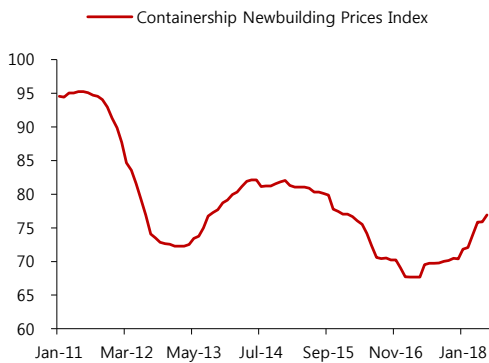
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	46,232	22,300	15,469	13,343	15,622	14,314
yoy	%	-12.1	-51.8	-30.6	-13.7	17.1	-8.4
영업이익	십억원	-1,540	392	15	-375	185	364
yoy	%	적지	흑전	-96.3	적전	흑전	96.5
EBITDA	십억원	-472	1,283	601	-76	489	659
세전이익	십억원	-1,841	96	-27	-314	305	483
순이익(지배주주)	십억원	-1,350	545	2,458	-312	-19	376
영업이익률%	%	-3.3	1.8	0.1	-2.8	1.2	2.5
EBITDA%	%	-1.0	5.8	3.9	-0.6	3.1	4.6
순이익률	%	-3.0	2.9	17.5	-0.5	1.5	2.6
EPS	원	-17,762	-1,263	-5,490	-7,051	-280	5,651
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	17.4
PBR	배	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	-42.5	17.7	14.5	-114.7	18.2	12.6
ROE	%	-9.3	3.7	18.2	-2.6	-0.1	2.7
순차입금	십억원	11,056	9,448	1,660	571	698	300
부채비율	%	220.9	175.3	145.8	132.0	139.5	138.0

현대중공업의 연결 기준 연도별 신규수주 추이



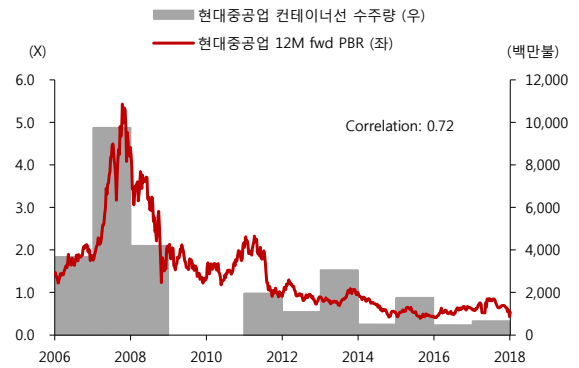
자료 : 현대중공업 SK 증권

컨테이너선의 선가는 상승하고 있음



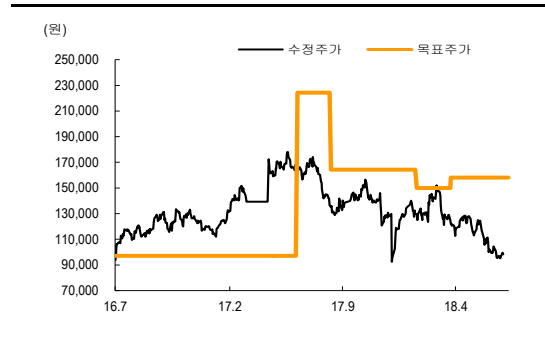
자료: Clarksons Research, SK 증권

현대중공업은 컨테이너선 수주에 따른 밸류에이션 증가가 뚜렷함



자료: 현대중공업, DataGuide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.26	매수	158,000원	6개월		
2018.05.04	매수	158,000원	6개월	-28.23%	-18.67%
2018.04.17	매수	158,000원	6개월	-24.42%	-22.78%
2018.02.12	중립	150,000원	6개월	-10.30%	1.33%
2017.11.01	중립	172,000원	6개월	-17.91%	-4.65%
2017.09.04	중립	172,000원	6개월	-15.81%	-9.01%
담당자 변경					
2017.08.02	매수	235,000원	6개월	-28.98%	-22.34%
2017.07.02	매수	235,000원	6개월	-26.29%	-22.34%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 26일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	26,037	17,664	18,697	20,240	20,907
현금및현금성자산	4,327	3,240	4,702	4,971	6,370
매출채권및기타채권	9,933	5,286	5,095	5,965	5,465
재고자산	3,907	845	729	854	782
비유동자산	23,213	12,745	14,366	15,639	15,632
장기금융자산	740	239	217	217	217
유형자산	19,011	11,046	11,053	11,258	11,071
무형자산	1,963	105	111	120	128
자산총계	49,249	30,409	33,064	35,879	36,539
유동부채	23,237	15,615	13,944	15,444	15,179
단기금융부채	12,500	4,104	1,930	1,430	1,930
매입채무 및 기타채무	8,733	5,233	5,929	7,722	7,075
단기충당부채	5	0	0	0	0
비유동부채	8,122	2,422	4,867	5,451	6,010
장기금융부채	6,535	1,349	4,035	4,932	5,432
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	932	844	818	721	779
부채총계	31,359	18,037	18,812	20,896	21,189
지배주주지분	15,936	11,121	13,021	13,702	14,278
자본금	380	283	346	346	346
자본잉여금	1,125	1,050	2,228	2,228	2,228
기타자본구성요소	-1,368	-8,355	-8,351	-8,351	-8,351
자기주식	-1,062	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	13,433	16,237	16,339	16,320	16,696
비지배주주지분	1,953	1,251	1,231	1,281	1,071
자본총계	17,890	12,372	14,252	14,983	15,350
부채외자본총계	49,249	30,409	33,064	35,879	36,539

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,250	1,111	288	381	514
당기순이익(손실)	657	2,703	-62	231	366
비현금성항목등	2,401	-1,227	-32	257	293
유형자산감가상각비	785	537	288	296	287
무형자산감가상각비	107	49	11	8	8
기타	1,149	-1,843	-462	-300	-300
운전자본감소(증가)	-693	-174	683	343	-28
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,202	1,197	-3,195	-870	500
재고자산감소(증가)	516	234	110	-125	72
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,218	-124	3,914	1,794	-647
기타	-193	-1,481	-145	-456	47
법인세납부	-114	-191	-301	-450	-117
투자활동현금흐름	-248	967	-884	-464	-68
금융자산감소(증가)	354	677	-503	0	0
유형자산감소(증가)	-938	-270	-500	-500	-100
무형자산감소(증가)	-41	-17	-17	-17	-17
기타	376	577	135	53	48
재무활동현금흐름	-790	-3,011	2,035	352	953
단기금융부채증가(감소)	-349	-1,858	-1,926	-500	500
장기금융부채증가(감소)	0	0	2,783	896	500
자본의증가(감소)	0	244	1,240	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-440	-1,398	-62	-44	-47
현금의 증가(감소)	1,222	-1,087	1,462	270	1,398
기초현금	3,105	4,327	3,240	4,702	4,971
기말현금	4,327	3,240	4,702	4,971	6,370
FCF	643	4,517	242	326	426

자료 : 현대중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,300	15,469	13,343	15,622	14,314
매출원가	20,329	14,435	12,995	14,565	13,150
매출총이익	1,971	1,034	348	1,058	1,163
매출총이익률 (%)	8.8	6.7	2.6	6.8	8.1
판매비와관리비	1,579	1,019	723	872	799
영업이익	392	15	-375	185	364
영업이익률 (%)	1.8	0.1	-2.8	1.2	2.5
비영업손익	-296	-42	61	120	119
순금융비용	13	33	8	-2	-1
외환관련손익	-37	-166	-197	-197	-197
관계기업투자등 관련손익	26	57	14	15	15
세전계속사업이익	96	-27	-314	305	483
세전계속사업이익률 (%)	0.4	-0.2	-2.4	2.0	3.4
계속사업법인세	80	66	-95	74	117
계속사업이익	16	-93	-220	231	366
중단사업이익	641	2,797	158	0	0
*법인세효과	349	3	-53	0	0
당기순이익	657	2,703	-62	231	366
순이익률 (%)	2.9	17.5	-0.5	1.5	2.6
지배주주	545	2,458	-312	-19	376
지배주주귀속 순이익률(%)	2.44	15.89	-2.34	-0.12	2.63
비지배주주	112	245	250	250	-10
총포괄이익	2,491	2,617	738	731	366
지배주주	2,248	2,377	688	681	576
비지배주주	243	240	50	50	-210
EBITDA	1,283	601	-76	489	659

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-51.8	-30.6	-13.7	17.1	-8.4
영업이익	흑전	-96.3	적전	흑전	96.5
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	58.4
EBITDA	흑전	-53.2	적전	흑전	34.9
EPS(계속사업)	흑전	334.6	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	3.7	18.2	-2.6	-0.1	2.7
ROA	1.3	6.8	-0.2	0.7	1.0
EBITDA마진	5.8	3.9	-0.6	3.1	4.6
안정성 (%)					
유동비율	112.1	113.1	134.1	131.1	137.7
부채비율	175.3	145.8	132.0	139.5	138.0
순차입금/자기자본	52.8	13.4	4.0	4.7	2.0
EBITDA/이자비용(배)	19.3	6.6	-1.9	11.1	14.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,263	-5,490	-7,051	-280	5,651
BPS	209,690	196,265	188,255	198,106	206,437
CFPS	18,908	49,391	-189	4,276	10,082
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	26.9
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	16.9
PBR(최고)	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	6.5	1.9	-518.4	23.0	9.7
EV/EBITDA(최고)	18.4	27.8	-163.6	25.8	18.2
EV/EBITDA(최저)	13.9	14.2	-105.5	16.8	11.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

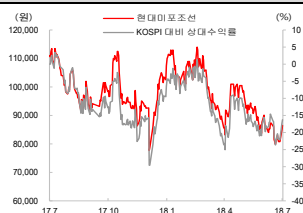
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	2,000 만주
자사주	41 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,730 십억원
주요주주	
현대삼호중공업(주)(외4)	42.79%
국민연금공단	13.37%
외국인지분률	9.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/07/25)	90,100 원
KOSPI	2273.0 pt
52주 Beta	1.26
52주 최고가	114,000 원
52주 최저가	77,700 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	2.0%
6개월	-21.4%	-12.5%
12개월	-22.1%	-16.2%

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

화학의 다운사이클 수혜 폭식 가능

동사는 화학 다운사이클의 최대 수혜주가 될 것임. 북미 지역에서 증설된 화학 생산 설비들에서 나오는 에틸렌, PE 를 비롯해 에탄까지 동사의 주력 선종들이 운반하기 때문임. 해당 선종은 PC 선, 소형 컨테이너선, LEG 캐리어임. 이미 북미 지역 휴스턴 항의 컨테이너선 수출량 중 20%는 PE 인 만큼 화학 제품 수출이 본격화되고 있어 모멘텀이 강할 전망이다. 이에 업종 내 최선호주로 추천하며 투자 의견 매수와 목표주가 145,000 원 유지함

화학의 다운사이클 시작이 모멘텀이 될 것

동사는 PC 선, 소형 컨테이너선(Feeder 급) 수주를 지속하고 있음. 이는 화학의 다운사이클이 시작됨에 따른 수혜임. 북미 지역 ECC 의 증설 및 가동으로 최근 북미로부터 에탄, 에틸렌, PE 등의 수출이 증가하고 있는 상황이 수혜인 것임. 북미지역에서 수출하는 에탄은 PC 선(MR 탱커)으로 운반하며 PE 는 컨테이너선으로 운반함. 향후 북미 지역의 화학 제품 수출은 더욱 빠르게 급증할 것이라는 점을 감안하면 해당 선종들에 대한 발주 모멘텀이 지속될 전망이다. 또한 북미 지역의 에틸렌 수출 증가로 고부가 선종인 LEG 캐리어(\$5,200 만/척 수준)에 대한 발주도 기대해 볼 수 있음

실제 북미 최대의 석유화학제품 수출 항구인 휴스턴 항구의 6 월 컨테이너 수출량은 사상최대치인 92,323TEU 를 기록했고 6 월 북미 PE 수출량은 5 월 대비 10.55% 증가한 11 억 파운드를 기록함. 이를 TEU 로 환산하면 18,783TEU 임. 전체 수출량의 약 20% 가 온전히 PE 인 것임. 일각에서는 빈 컨테이너선이 부족해지고 있다는 코멘트도 나오고 있어서 발주세가 강해질 것으로 전망함

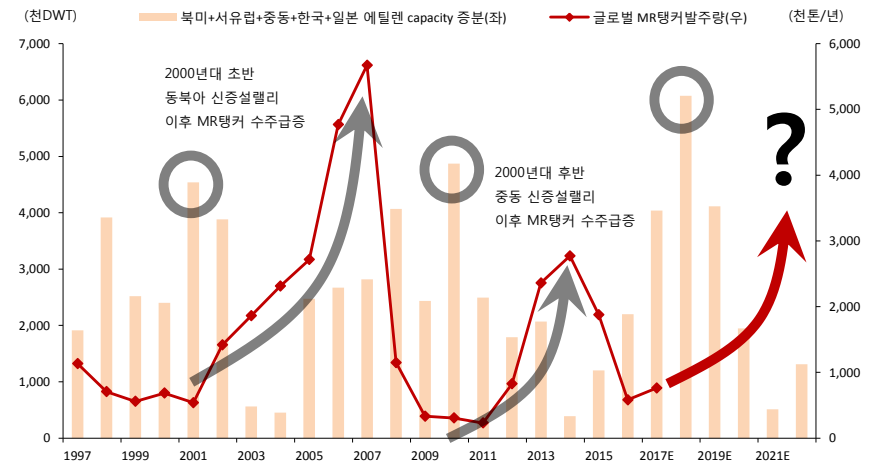
선가 상승 구간의 선종을 수주한다는 강점

더욱이 PC 선의 선가는 작년 초 \$3,250 만/척을 저점으로 지속 상승해 2018 년 7 월 20 일 Clarksons Research 기준 \$3,550 만/척까지 9.2% 상승했으며 소형 컨테이너선도 작년 초 \$2,150 만/척에서 2018 년 7 월 20 일 Clarksons Research 기준 \$2,600 만/척까지 20.9% 상승해 대단히 양호한 업황임을 보여주고 있음. 따라서 업종 내 최선호주 의견을 유지하며 투자 의견 매수와 목표주가 145,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

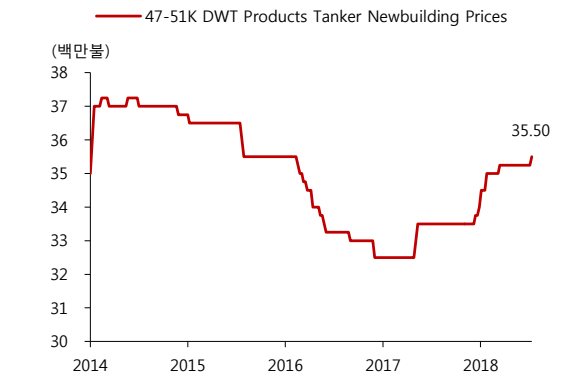
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,652	3,446	2,453	2,623	2,902	2,918
yoy	%	17.3	-25.9	-28.8	6.9	10.6	0.6
영업이익	십억원	67	191	108	123	126	124
yoy	%	흑전	187.0	-43.5	13.9	2.6	-1.9
EBITDA	십억원	134	243	159	172	165	159
세전이익	십억원	50	191	733	218	90	89
순이익(지배주주)	십억원	38	35	437	160	64	63
영업이익률%	%	1.4	5.5	4.4	4.7	4.4	4.2
EBITDA%	%	2.9	7.1	6.5	6.5	5.7	5.5
순이익률	%	0.6	1.2	18.1	6.3	2.4	2.3
EPS	원	1,910	7,274	27,664	8,037	3,200	3,147
PER	배	27.3	9.2	2.8	10.8	27.0	27.5
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	11.4	7.4	9.9	9.6	9.5	9.0
ROE	%	2.2	1.8	20.1	7.1	2.7	2.7
순차입금	십억원	339	315	-124	-219	-317	-453
부채비율	%	425.3	308.5	255.7	257.6	258.9	261.0

글로벌 석유화학 설비증설은 역사적으로 MR 탱커 발주 증대의 Signal



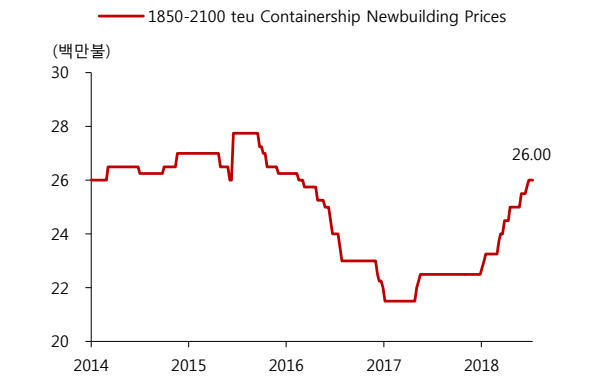
자료: Industry data, Clarksons Research, SK 증권

PC 선의 선가는 7월 기준\$3,550 만 기록중임



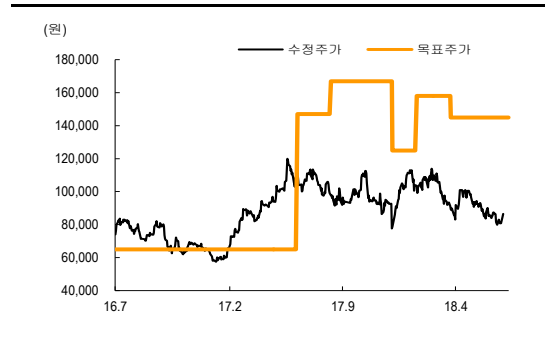
자료: Clarksons Research, SK 증권

소형 컨테이너선 선가는 7월 기준\$2,600 만 기록중임



자료: Clarksons Research, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.26	매수	145,000원	6개월		
2018.07.24	매수	145,000원	6개월	-37.93%	-30.34%
2018.05.04	매수	145,000원	6개월	-37.90%	-30.34%
2018.04.17	매수	145,000원	6개월	-38.42%	-33.86%
2018.02.12	매수	158,000원	6개월	-34.95%	-27.85%
2017.12.28	매수	125,000원	6개월	-18.14%	-9.60%
2017.11.01	매수	167,000원	6개월	-42.06%	-32.63%
2017.09.04	매수	167,000원	6개월	-41.84%	-35.03%
담당자 변경					
2017.08.02	매수	147,000원	6개월	-28.11%	-22.79%
2017.07.02	매수	147,000원	6개월	-27.03%	-22.79%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 26일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,546	6,776	7,050	7,171	7,314
현금및현금성자산	804	562	762	760	896
매출채권및기타채권	864	843	902	997	1,003
재고자산	162	96	103	113	114
비유동자산	2,680	1,543	1,700	1,674	1,646
장기금융자산	1,305	292	374	374	374
유형자산	1,126	1,090	1,104	1,128	1,093
무형자산	179	3	3	4	4
자산총계	9,226	8,319	8,750	8,845	8,960
유동부채	5,472	5,905	6,192	6,209	6,216
단기금융부채	4,045	479	586	486	486
매입채무 및 기타채무	961	821	993	1,099	1,105
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,496	76	112	171	262
장기금융부채	1,391	5	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	44	49	64	63	71
부채총계	6,968	5,980	6,303	6,381	6,478
지배주주지분	2,142	2,217	2,325	2,339	2,352
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83	83
기타자본구성요소	-41	-41	-41	-41	-41
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,280	1,719	2,004	2,067	2,130
비지배주주지분	116	122	122	126	130
자본총계	2,258	2,339	2,447	2,465	2,482
부채외자본총계	9,226	8,319	8,750	8,845	8,960

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-185	-318	90	165	139
당기순이익(손실)	40	445	165	68	67
비현금성항목등	233	-263	21	96	92
유형자산감가상각비	50	50	48	38	35
무형자산감가상각비	2	1	0	0	0
기타	126	-320	-119	0	0
운전자본감소(증가)	-448	-476	36	-1	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	-35	-687	-96	-6
재고자산감소(증가)	94	63	-7	-11	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-729	106	710	106	6
기타	138	-610	20	0	2
법인세납부	-9	-24	-132	2	-22
투자활동현금흐름	421	1,045	-346	-62	1
금융자산감소(증가)	308	1,035	-287	0	0
유형자산감소(증가)	-28	-63	-63	-63	0
무형자산감소(증가)	4	-1	-1	-1	-1
기타	137	74	4	2	2
재무활동현금흐름	-88	-870	425	-106	-5
단기금융부채증가(감소)	16	-804	444	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-105	-66	-19	-6	-5
현금의 증가(감소)	148	-242	199	-2	136
기초현금	657	804	562	762	760
기말현금	804	562	762	760	896
FCF	-198	-82	187	65	131

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,446	2,453	2,623	2,902	2,918
매출원가	3,098	2,245	2,392	2,660	2,678
매출총이익	348	209	231	242	241
매출총이익률 (%)	10.1	8.5	8.8	8.4	8.2
판매비와관리비	157	101	108	116	117
영업이익	191	108	123	126	124
영업이익률 (%)	5.5	4.4	4.7	4.4	4.2
비영업손익	0	625	95	-36	-35
순금융비용	25	22	3	4	3
외환관련손익	0	-25	-32	-32	-32
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	191	733	218	90	89
세전계속사업이익률 (%)	5.5	29.9	8.3	3.1	3.1
계속사업법인세	40	172	53	22	22
계속사업이익	151	562	165	68	67
중단사업이익	-111	-116	0	0	0
*법인세효과	15	-167	9	0	0
당기순이익	40	445	165	68	67
순이익률 (%)	1.2	18.1	6.3	2.4	2.3
지배주주	35	437	160	64	63
지배주주귀속 순이익률(%)	1	17.81	6.12	2.2	2.15
비지배주주	5	8	4	4	4
총포괄이익	473	81	115	18	17
지배주주	467	74	111	14	13
비지배주주	5	7	4	4	4
EBITDA	243	159	172	165	159

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-25.9	-28.8	6.9	10.6	0.6
영업이익	187.0	-43.5	13.9	2.6	-1.9
세전계속사업이익	283.4	284.0	-70.3	-58.5	-1.5
EBITDA	81.7	-34.6	7.8	-4.0	-3.3
EPS(계속사업)	280.9	280.3	-71.0	-60.2	-1.6
수익성 (%)					
ROE	1.8	20.1	7.1	2.7	2.7
ROA	0.4	5.1	1.9	0.8	0.8
EBITDA마진	7.1	6.5	6.5	5.7	5.5
안정성 (%)					
유동비율	119.6	114.8	113.9	115.5	117.7
부채비율	308.5	255.7	257.6	258.9	261.0
순차입금/자기자본	14.0	-5.3	-8.9	-12.9	-18.2
EBITDA/이자비용(배)	7.4	5.6	37.1	29.3	34.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,274	27,664	8,037	3,200	3,147
BPS	107,123	110,839	116,253	116,948	117,591
CFPS	4,348	24,408	10,455	5,114	4,904
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.5	4.3	14.2	35.6	36.2
PER(최저)	6.9	2.1	9.9	25.0	25.4
PBR(최고)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
PBR(최저)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR	15.5	3.2	8.3	16.9	17.6
EV/EBITDA(최고)	8.7	15.1	12.8	12.8	12.4
EV/EBITDA(최저)	6.0	7.3	8.8	8.7	8.1

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

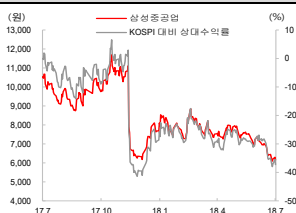
Company Data

자본금	1,951 십억원
발행주식수	63,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,875 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외8)	21.89%
삼성중공업우리스주	8.21%
조합	
외국인지분률	16.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/07/25)	6,160 원
KOSPI	2,273.0 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	11,693 원
52주 최저가	6,090 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.1%	-12.2%
6개월	-22.4%	-13.6%
12개월	-41.7%	-37.3%

삼성중공업 (010140/KS | 중립(유지) | T.P 7,500 원(유지))

수주 부진을 만회하기 위한 해양플랜트 수주가 필요함

동사는 국내 조선 3사 중 수주 목표 달성률이 가장 낮음. 그리고 Rosebank FPSO 입찰 경쟁에서 탈락하며 실망감이 커짐. 하반기에는 Reliance FPSO와 같이 싱가포르 업체가 입찰에 참여하지 않은 것으로 알려진 것에 대한 수주가 필수적임. 상선 부문에서도 주력 선종인 LNG 캐리어의 발주 환경이 녹록치 않고 상반기 발주 물량 감안시 하반기에는 추가적인 발주 쉽지 않아 보임. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 7,500 원을 유지함

수주 가이드스 달성을 위해서는 하반기 해양플랜트 수주가 필수적

동사는 국내 조선 3사 중 수주 목표 달성률이 약 30% 수준으로 가장 낮음. 수주기대감이 있었던 Chevron의 Rosebank FPSO 입찰 경쟁에서 동사가 탈락하며 수주 목표치인 82 억불 달성에 적신호가 켜진 것이 최근 주가 약세의 배경인 것으로 해석됨. 특히나 동사는 지난 3년간 유일하게 해양플랜트 수주 실적을 올렸던 기업이기에 기대감이 더욱 컸던 만큼 실망 매물이 많았음. 따라서 싱가포르 업체가 입찰에 참여하지 않는 것으로 알려진 Reliance FPSO 물량을 반드시 확보해야 한다는 판단임

상선 부문 주력 선종인 LNG 캐리어 발주 환경이 불량함

상선 부문에서도 동사의 주력 선종이라 할 수 있는 LNG 캐리어의 운임이 아시아 지역 LNG 수요 감소로 하락 전환해 수주가 녹록하지 않아 보임. 일본은 2011년 후쿠시마 사태 당시 가동 중단했던 원전을 재차 가동하기 시작했으며 중국은 위안화 약세로 LNG 수입 가격이 상승해 LNG에 대한 수요 자체가 줄어들고 있음. LNG 캐리어 운임은 LNG의 가격과 동행한다는 점에서 LNG에 대한 수요 감소는 결국 발주환경 악화에 기여할 가능성이 높음.

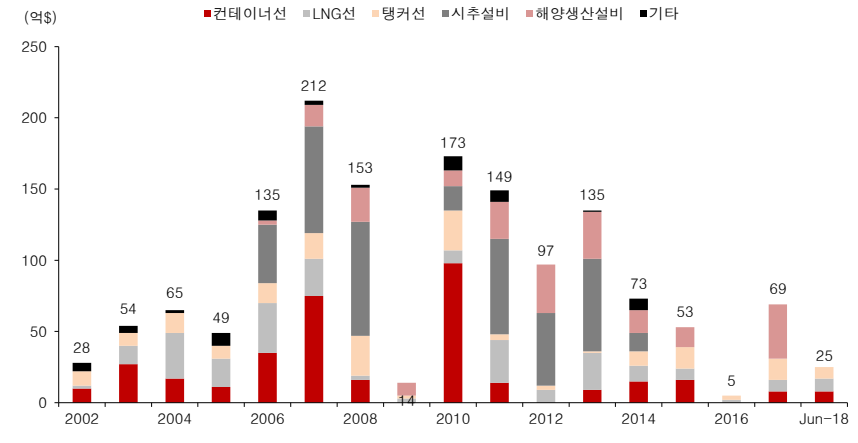
투자의견 중립, 목표주가 7,500 원 유지

아울러 LNG 캐리어는 선가도 아직 \$1.8 억/척 수준을 유지하고 있다는 점이 선박에 대한 펀더멘털 수요가 부족하다는 것을 방증하고 연초 발주가 많아 하반기에 추가적인 발주를 기대하기 어렵다는 판단에 투자 의견 중립과 목표주가 7,500 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

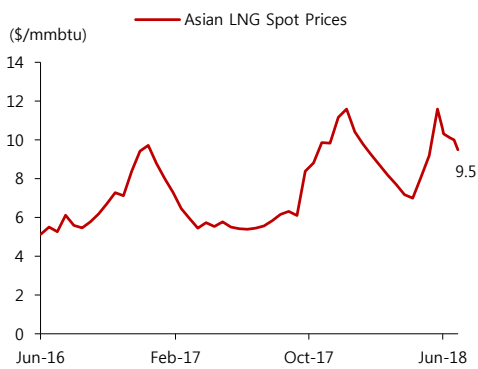
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	9,714	10,414	7,901	5,324	6,276	6,272
yoy	%	-24.6	7.2	-24.1	-32.6	17.9	-0.1
영업이익	십억원	-1,502	-147	-524	-248	-123	-52
yoy	%	적전	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	십억원	-1,198	170	-210	86	347	422
세전이익	십억원	-1,462	-69	-464	-276	-347	-255
순이익(지배주주)	십억원	-1,205	-121	-339	-199	-263	-193
영업이익률%	%	-15.5	-1.4	-6.6	-4.7	-2.0	-0.8
EBITDA%	%	-12.3	1.6	-2.7	1.6	5.5	6.7
순이익률	%	-12.5	-1.3	-4.3	-3.8	-4.2	-3.1
EPS	원	-4,352	-410	-795	-351	-462	-339
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	-5.2	45.2	-28.5	79.3	18.6	15.9
ROE	%	-24.7	-2.3	-5.6	-3.4	-4.4	-3.4
순차입금	십억원	3,495	3,939	3,064	2,858	2,538	2,763
부채비율	%	305.6	174.4	138.4	120.4	125.3	132.6

연도별 삼성중공업 신규수주 추이



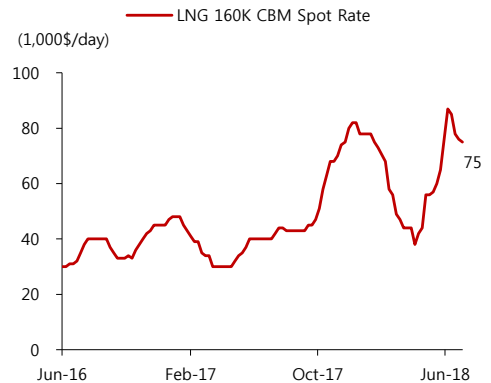
자료 : 삼성중공업, SK 증권

LNG 스팟 가격이 하락 전환함에 따라



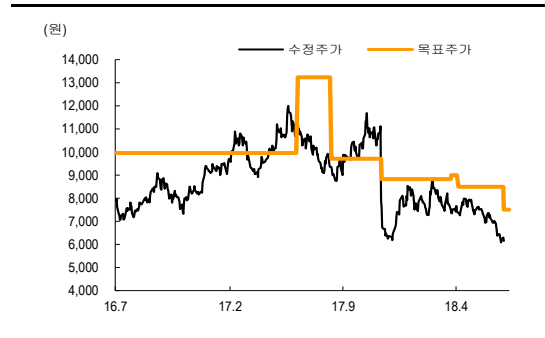
자료: Clarksons Research, SK 증권

LNG 캐리어 스팟 운임도 꺾여 발주 환경이 녹록치 않아 보임



자료: Clarksons Research, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.26	중립	7,500원	6개월		
2018.07.24	중립	7,500원	6개월	-18.00%	-18.00%
2018.04.30	중립	8,500원	6개월	-14.75%	-6.00%
2018.04.17	중립	9,000원	6개월	-16.88%	-14.78%
2017.12.07	중립	10,000원	6개월	-13.46%	0.28%
2017.11.08	중립	11,000원	6개월	4.01%	20.46%
2017.09.04	중립	11,000원	6개월	0.66%	16.82%
담당자 변경					
2017.07.28	매수	15,000원	6개월	-23.64%	-15.33%
2017.07.02	매수	15,000원	6개월	-19.70%	-15.33%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 26일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,951	6,780	5,699	5,392	5,335
현금및현금성자산	984	354	1,075	992	937
매출채권및기타채권	5,571	3,562	2,400	1,981	1,979
재고자산	1,226	1,217	820	967	966
비유동자산	7,267	7,038	7,672	7,688	7,718
장기금융자산	229	185	205	205	205
유형자산	6,442	6,163	6,336	6,499	6,651
무형자산	96	92	65	45	31
자산총계	17,217	13,818	13,372	13,080	13,053
유동부채	9,046	7,145	6,707	6,096	5,844
단기금융부채	4,844	3,921	4,535	3,535	3,285
매입채무 및 기타채무	3,002	2,194	1,478	1,743	1,741
단기충당부채	325	419	282	333	333
비유동부채	1,896	875	596	1,179	1,597
장기금융부채	1,627	745	533	1,131	1,550
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	24	0	0	0
부채총계	10,942	8,021	7,304	7,275	7,441
지배주주지분	6,264	5,790	6,061	5,798	5,606
자본금	1,951	1,951	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	758	758	752	752	752
기타자본구성요소	-970	-970	-964	-964	-964
자기주식	-970	-970	0	0	0
이익잉여금	3,520	3,198	2,969	2,707	2,514
비지배주주지분	11	8	7	6	6
자본총계	6,275	5,797	6,068	5,805	5,612
부채외자본총계	17,217	13,818	13,372	13,080	13,053

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,439	665	825	953	406
당기순이익(손실)	-69	-464	-231	-263	-193
비현금성항목등	733	231	343	610	615
유형자산감가상각비	288	280	302	449	460
무형자산감가상각비	29	35	31	21	14
기타	281	-321	-290	-100	0
운전자본감소(증가)	-2,136	932	776	678	79
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-970	1,517	-1,938	419	1
재고자산감소(증가)	222	452	616	-147	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,185	-790	683	264	-1
기타	-204	-245	1,415	141	78
법인세납부	33	-35	-63	-72	-95
투자활동현금흐름	185	-45	-443	-586	-587
금융자산감소(증가)	219	13	9	0	0
유형자산감소(증가)	-110	-92	-470	-612	-612
무형자산감소(증가)	3	0	0	0	0
기타	74	34	19	27	26
재무활동현금흐름	1,220	-1,111	340	-450	126
단기금융부채증가(감소)	257	-1,723	370	-1,000	-250
장기금융부채증가(감소)	1	767	31	598	420
자본의증가(감소)	1,130	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-168	-155	-61	-47	-43
현금의 증가(감소)	1	-631	721	-83	-55
기초현금	983	984	354	1,075	992
기말현금	984	354	1,075	992	937
FCF	-2,190	1,067	764	901	-99

자료 : 삼성중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	10,414	7,901	5,324	6,276	6,272
매출원가	9,939	8,052	5,259	6,060	5,985
매출총이익	475	-150	65	217	287
매출총이익률 (%)	4.6	-1.9	1.2	3.5	4.6
판매비와관리비	622	374	313	339	339
영업이익	-147	-524	-248	-123	-52
영업이익률 (%)	-1.4	-6.6	-4.7	-2.0	-0.8
비영업손익	78	60	-28	-225	-203
순금융비용	31	27	24	21	18
외환관련손익	55	-304	-304	-304	-185
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-69	-464	-276	-347	-255
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	-5.9	-5.2	-5.5	-4.1
계속사업법인세	70	-123	-76	-84	-62
계속사업이익	-139	-341	-200	-263	-193
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	-341	-200	-263	-193
순이익률 (%)	-1.3	-4.3	-3.8	-4.2	-3.1
지배주주	-121	-339	-199	-263	-193
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.16	-4.29	-3.74	-4.18	-3.07
비지배주주	-18	-2	-1	-1	-1
총포괄이익	866	-478	300	-263	-193
지배주주	883	-475	301	-262	-192
비지배주주	-17	-3	-1	-1	-1
EBITDA	170	-210	86	347	422

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	72	-24.1	-32.6	17.9	-0.1
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	흑전	적전	흑전	305.6	21.6
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-2.3	-5.6	-3.4	-4.4	-3.4
ROA	-0.8	-2.2	-1.5	-2.0	-1.5
EBITDA마진	1.6	-2.7	1.6	5.5	6.7
안정성 (%)					
유동비율	110.0	94.9	85.0	88.5	91.3
부채비율	174.4	138.4	120.4	125.3	132.6
순차입금/자기자본	62.8	52.9	47.1	43.7	49.2
EBITDA/이자비용(배)	2.5	-4.1	2.0	7.4	9.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-410	-795	-351	-462	-339
BPS	14,709	13,595	9,619	9,202	8,897
CFPS	662	-57	236	365	495
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
PBR(최저)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
PCR	14.0	-127.8	26.0	16.9	12.4
EV/EBITDA(최고)	47.6	-40.2	99.2	23.5	19.9
EV/EBITDA(최저)	35.3	-27.9	68.9	16.1	13.7

memo
