

조선/기계

Divergent



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	10,000원
현대미포조선(010620)	Buy	125,000원
현대중공업지주(267250)	Buy	490,000원
두산밥캣(241560)	Buy	46,000원
성광벤드(014620)	Buy	16,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
현대중공업 (009540)	Buy	175,000원
태광 (023160)	Buy	16,000원
현대건설기계 (267270)	Buy	100,000원
현대일렉트릭(267260)	Trading Buy	53,000원
현대엘리베이터(017800)	Trading Buy	100,000원
현대로템(064350)	Trading Buy	27,000원
하이룩코리아(013030)	Trading Buy	27,500원

조선/기계

Divergent

Overweight / Neutral



조선/기계

Analyst 김현

02. 6098-6699

hyun.kim@meritz.co.kr

Contents

Part I	반복된 관성의 장	9
Part II	관성의 재현? 방향의 변화	21
Part III	변할 것인가, 다시 반복될 것인가	37
Part IV	Divergent(2019E) - 조선	57
Part V	Divergent(2019E) - 기계	89

기업분석	삼성중공업(010140) 2019년, 옛 모습을 되찾다	114
	현대미포조선(010620) 걱정할 게 없다	117
	현대중공업지주(267250) 배당주 + 저평가주 + IMO2020 수혜주	120
	두산밥캣(241560) 꾸준함이 매력이다	123
	성광벤드(014620) 턴어라운드가 보장된 2019년	126
	현대중공업(009540) 해결해야 할 과제, '일회성' 이슈	129
	태광(023160) 구조조정 + 재무 안정성 = Book Value의 신뢰	132
	현대건설기계(267270) 신흥국 Exposure는 '양날의 검'	135
	현대일렉트릭(267260) 조선·건설과 함께할 운명	138
	현대엘리베이터(017800) 대북 이슈로 Top-Tier 평가를 받긴 어렵다	141
	현대로템(064350) 급격한 변동성, 긴 호흡이 필요	144
	하이록코리아(013030) 늦게 시작하는 오래 달리기	147

I 반복된 관성의 장(2014~1H18)

- 2014년부터 시작된 유가급락 이후, 조선주의 주가는 장기 박스권에서 매크로(유가, 환율, 금리) 변동에 따른 움직임
- 지속된 매출 감소와 수익성 악화, 구조조정 과정 속에서 Earning 보다는 수주 뉴스에 단기적으로 반응
- 유가 반등으로 개선 기대감이 생겼지만, 1) 재무리스크 부각(증자), 2) 해양설비 및 컨테이너선 수주 실패, 3) 시추설비 계약취소로 재하락
- 매크로 변수 개선에 따른 Cyclical 업종의 반등에 편승했지만, P(선가)와 Q(수주) 모두 M(잔고)를 증가시키기엔 부족. 기대와 실망의 반복
- IMO2020 환경규제(SOx) 시행에 따른 시황 회복 기대감은 착잔 속 태풍으로 평가 절하. 규제는 실제 시행되기까지는 알 수 없다는 의심

II 변화의 시작점(2H18) – 관성의 재현? 방향의 변화

- 매크로에 후행하는 반복적인 주가 패턴은 2018년 하반기 상이한 양상을 나타냄. PBR 0.6~0.9배의 박스권 레벨 형성
- 1) 유가 하락 우려, 2) 유로화 약세(강달러), 3) 더딘 선가 상승, 4) 또 다시 반복된 '일회성' 비용 발생에도 조선주 주가는 상승추세 유지
- **F(Fair Price) = k(New Order/Sales)·M(Orderbook Growth)·a(Newbuilding Price)을 적용**
- **k(New Order/Sales):** 높은 베타, 불확실한 ROE, 반복되는 '일회성' 손익 이슈로 Earning 신뢰 부족 → '연간 수주액 ≥ 연간 매출액' 확인이 우선
Book Value 재평가의 필수 조건: 1) 이익 훼손 리스크 해소(구조조정, 일회성 이슈 완료), 2) 지속적인 매출 증가세 전환
- **M(Orderbook Growth):** Earning의 신뢰성 확보의 전제조건은 수주잔고의 증가, 경쟁강도 약화 혹은 수주경쟁력 확인으로 해석
- **A(Newbuilding Price):** 현재의 Book Value에 대한 프리미엄(디스카운트) 부여의 전제조건은 선가의 상승(하락)
- 2018년 하반기의 변화는 k(Order 증가 확인, Sales Bottom-out 기대), M(2년 치 일감 확보), a(LNGC 시황 호조에 따른 기대감) 형성 시작

III 변할 것인가, 다시 반복될 것인가

- 10월 유가 하락반전, IMO2020 환경규제의 연기 우려가 부각되면서 조선주 하락세 전환
- 3Q 현대, 삼성, 현대미포는 또 다시 '일회성' 비용 반영(공사손실충당금, L/D, 인력 구조조정 비용) → 기존공사의 반복된 손실 이슈가 아님
- 2018년 수주는 연 매출액 상회(목표치의 85~100%) 예상. 4Q18 매출액은 5년 만에 증가세 전환 확실, 4년여간의 Downsizing 최종 마무리
- 10월 누계 한국 수주점유율은 2008년 이후 최고치(42%), 원화와 함께 위안화 약세도 지속됨을 감안하면 중국의 M/S 하락 두드러짐
- 중국의 수주점유율 하락의 원인은? 한국의 저가 수주?
 - 1) 중국 민영업체의 금융發 구조조정(R/G), 2) 합병을 통한 국영기업 중심의 지원, 3) 중국 건조 선박의 품질 문제, 중국산 중고선가 하락
 - 4) LNG선 발주 증가, IMO2020 시행에 따른 친환경선박의 경쟁력 확보가 원인일 것
- **임계치인 매출기준 수주잔고 2.0년 확보는 저가 수주 우려를 완화시킬 근거, 신조선가 상승의 확인이 First Indicator**

IV Divergent(2019E) – 조선(Overweight), Four Divergent Factor

- 2019년 필요한 변화: 1) 신조선가 상승(LNGC가 핵심), 2) 해양생산설비 발주 재개, 3) IMO2020에 대한 선주들의 움직임, 4) 시추시장 회복
 - 2019년 Global 경기 모멘텀 정점 우려: 제한된 선박 사용연한(15~18년) + 5년간 투자 위축 + 규제에 따른 수요 발생 = 회복의 Divergent
- 해소해야 할 우려: 1) IMO2020 Benefit, 2) 무역분쟁에 따른 발주 위축, 3) Earning 개선의 불확실성, 4) 재무 건전성
- **Four Divergent Factor:** 1) 매출과 잔고의 동반 증가 확인, 2) '일회성' 마무리, 3) IMO2020에 따른 노후선 폐선과 감속운항, 4) 해양수주 회복
- 투자전략: **11년만의 매출+잔고 동반 회복기에는 속도의 문제일 뿐 동반 상승 예상**, 상반기에는 Pure Player에 집중하는 전략 유효
 - **업종 투자의견 Overweight. 상반기: 삼성중공업, 현대미포조선, 하반기: 현대중공업, 대우조선해양의 상대적 강세 예상**

V

Divergent(2019E) – 기계(Neutral), 이미 좋은 것보다는 잊혀진 것을 보라

- 2018년 중국 건설기계 시장은 2011년의 전고점을 넘어서는 사상 최대규모 확실(굴삭기 연간 18만대 이상)
→ Peak-out에 대한 반복적 우려는 불가피, No.1 Caterpillar의 주가는 PER 10배 수준. 2019년 건설기계 성장은 북미지역 유력(두산밥캣)
- 전세계 제조업계 CAPEX 확대로 일본 공작+로봇+자동화기기 해외수주는 21개월 연속 YoY 증가세(중국發 수주는 3월부터 감소세 전환)
→ 무역분쟁의 피해, 경기 모멘텀 둔화 우려 체감
- **이미 좋은 것들은 + α (중국, 미국의 인프라 투자 등)가 없다면... 잊혀진 것들을 봐야 할 2019년**
- 잊혀진 것 1) 기자재(Fitting, 보냉재 등) : 조선+건설의 수주 회복, Turn-around, 2) 방위산업: 현 정부의 지원재개 가능성 + 예산안 승인 이슈
- 2019년 Global 경기 모멘텀 정점 및 성장률 하락에 대한 우려, 실적 전망치 하향 우려
- 건설-공작기계 부문은 부정적 영향 불가피. 기자재(Fitting, 보냉재)는 5년 만에 성장하는 턴어라운드주, 방산은 회계이슈+노이즈 해소 필요
- **업종 투자의견 Neutral, Top-picks은 현대중공업지주, 두산밥캣, 성광벤드**

Part I

반복된 관성의 장

2014~18년 상반기, 반복된 관성의 장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

유가, 달러/유로화 환율, 금리의
Macro 변수에 종속된 주가

- 2014년부터 시작된 국제유가의 급락 이후, 조선업종 주가는 장기 박스권에서 유가 변동에 따른 움직임
- WTI와 조선 3사 합산 시가총액의 상관관계는 2013~17년 0.89, 17~18년 상반기에는 0.55
- 유로화 환율과 합산 시가총액의 상관관계는 2013~17년 0.83, 17~18년 상반기에는 -0.42
- 17년 이후 달러화 초강세로 Macro Factor와의 상관관계는 악화되는 모습
- **2013년 이후 매출감소+수익성 악화+구조조정이 장기화, Earning보다 수주 뉴스에 단기적으로 반응**

국내 조선 3사 합산 시가총액과 WTI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

유로화 환율 변동과 조선 3사 합산 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

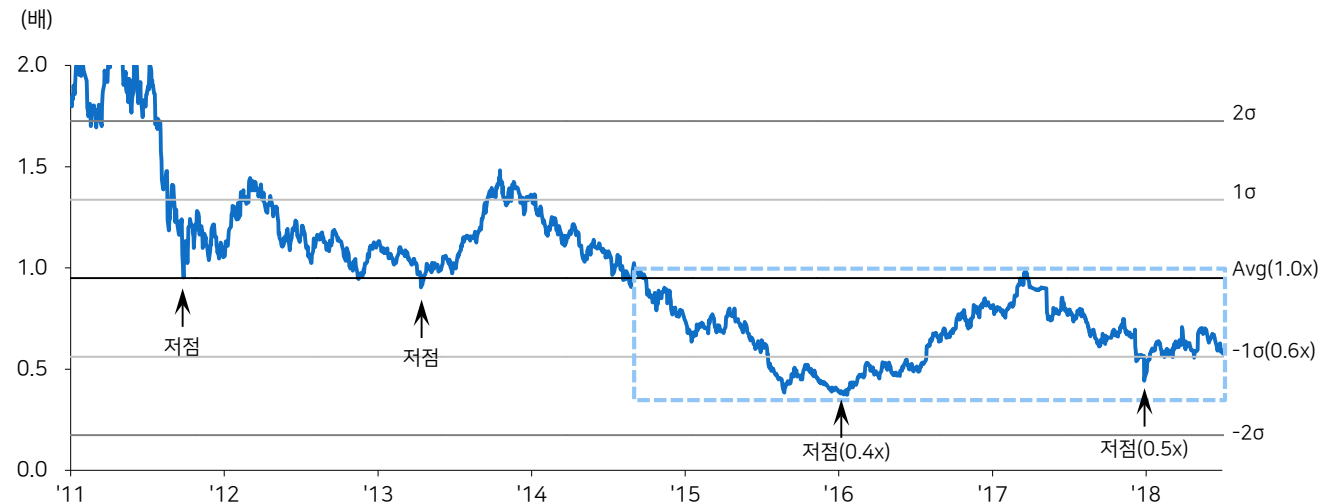
쇼크가 없다면, PBR 0.6배는 지지선으로 작용

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

PBR 0.6~1.0배 박스권의 주가, 분식(재무제표 신뢰하락), 증자(주주가치 훼손)는 쇼크로 작용

- 2016년 이후 유가 반등으로 시황개선의 기대감이 생겼지만, 1) 재무 리스크 부각(대우조선해양 분식 이슈, 대규모 증자), 2) 해양생산설비 및 컨테이너선 수주 실패, 3) 시추설비 계약취소로 하락을 반복
- 2014~18년 상반기, 조선 3사(현대, 삼성, 미포)의 주가는 평균 PBR 0.6~1.0배의 장기 박스권 유지
- **2014년 이전까지는 PBR 1.0배가 지지선, 지난 4년간은 PBR 1.0배가 상한선, 차이는?**
 - 1) 해양발 대규모 손실, 2) 구조조정+재무 리스크, 3) '일회성' 손실 반복, 4) 수주 경쟁력에 대한 의구심

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



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

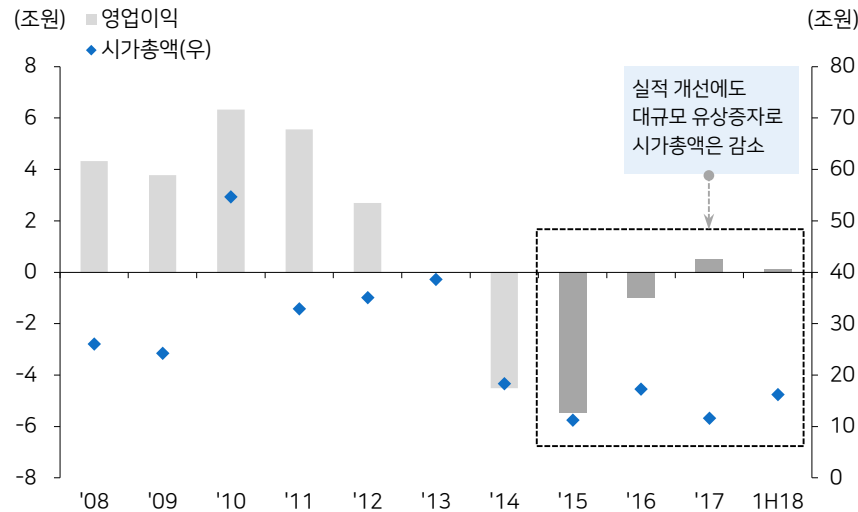
1) 대규모 영업적자, 유상증자는 Book Value 신뢰 하락을 초래

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

14~16년 조선 4사 합산 영업
적자 10.97조원 → 분식, 증자
이슈, Book Value 신뢰 의구심

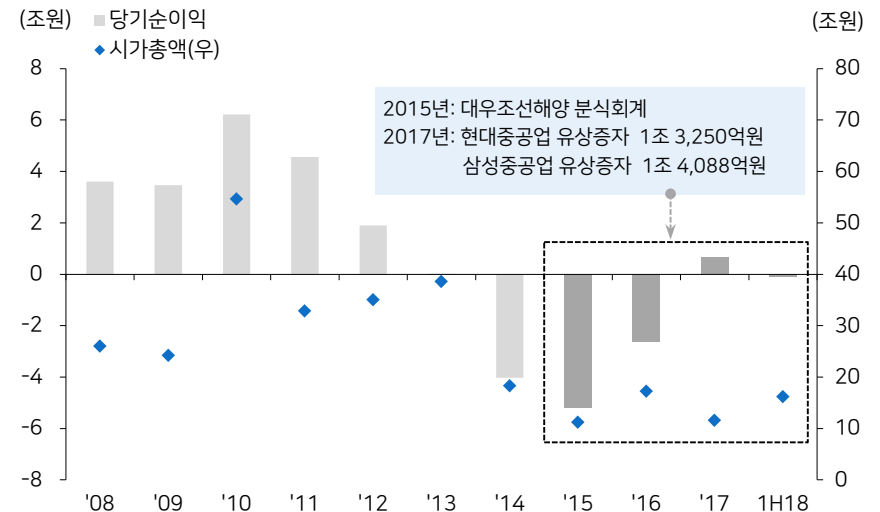
- 2013년 현대미포조선(영업적자 2,752억원)의 적자전환 이후 2014년 조선 4사 합산 영업적자 4.51조원, 2015년 5.47조원, 2016년 0.99조원을 기록, 2014~16년 조선 4사 합산 영업적자는 10.97조원으로 쇼크
- 2017년 합산 영업이익 0.52조원으로 턴어라운드 성공했지만, 주가는 이를 반영하지 못함
- 2015년 대우조선해양의 분식회계 이슈, 2017년 현대 1.33조원, 삼성 1.41조원의 유상증자로 신뢰 하락
- PBR Valuation을 적용하기 이전에 Book Value의 신뢰가 깨진 이벤트들이 3년간 지속된 상황

국내 조선 4사 합산 영업이익, 시가총액 추이(2008년~18년 상반기)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 조선 4사 합산 당기순이익, 시가총액 추이(2008년~18년 상반기)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

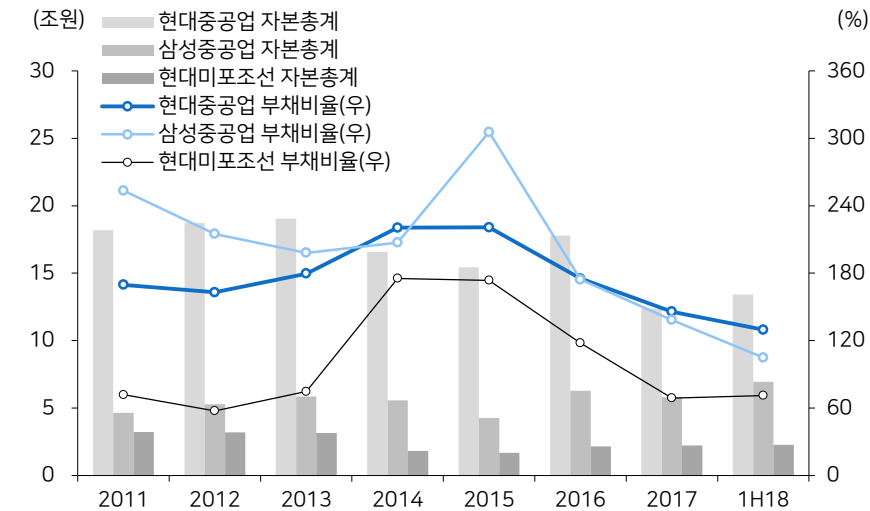
2) 수주와 실적악화로 재무 리스크 부각, 반복되는 일회성에 피로감

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

15년 3사 평균 부채비율 233%,
18년 상반기 부채비율 102%로
하락, 일회성 손익은 15년 -8.2
조원에서 18년 -0.3조원 감소

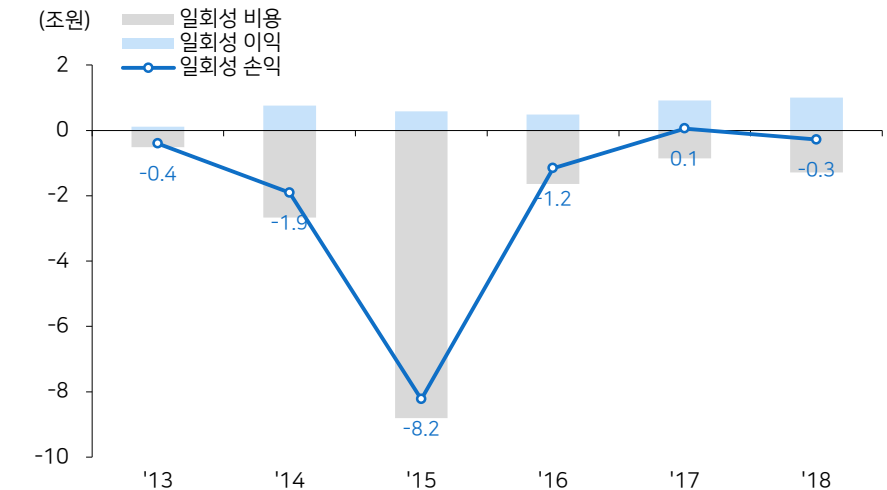
- 2014년부터 유가급락이 발주 감소와 맞물려 조선업계 수주는 2013~16년 감소세 지속
- 해양프로젝트 대규모 적자와 공사손실충당금 이슈로 영업손실이 장기화, 부채비율 상승을 초래
- 비핵심자산 매각, 유상증자, 고정비 절감 등을 통해 재무구조는 2010년 이후 가장 안정화된 상황
- 조선 4사의 합산 일회성 영업+영업외손익은 2015년 -8.2조원에서 2017년 +0.1조원으로 개선
- 그러나, 2018년 상반기에도 '일회성' 손익이 -0.3조원을 기록, 반복되는 '일회성' 비용에 피로감 형성

국내 조선 3사 부채비율, 자본총계 추이



주1: 대우조선해양은 회계 변경, 출자전환 등 자본변경 이슈로 제외 / 주2: 현대미포조선 별도기준
자료: 메리츠증권리서치센터

국내 조선 4사 일회성 이익, 비용 반영 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 영업 및 영업외수지 반영 합산기준
자료: 메리츠증권리서치센터

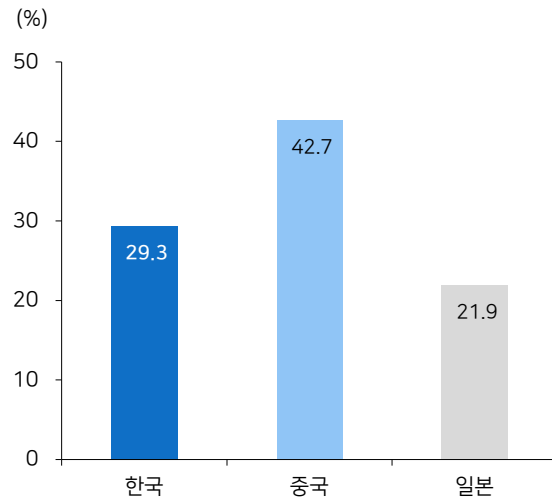
3) 수주 경쟁력에 대한 반복되는 의구심

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

**LNG선, Drillship, 해양생산설비
이후 초대형컨테이너선까지
경쟁 우려는 2017년까지 지속**

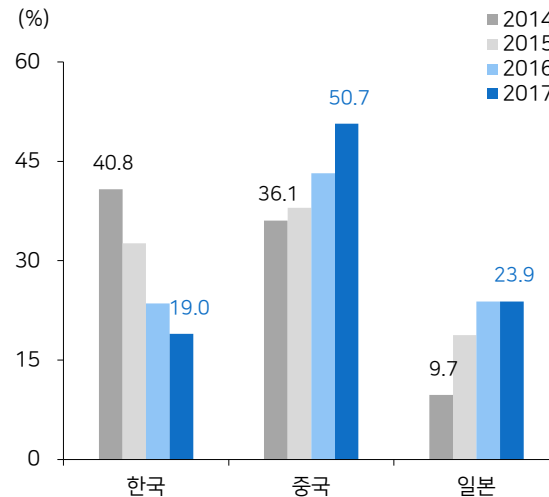
- 2008년 중국 Hudong-Zhonghua가 자국에서 14.3만CBM급 LNG선을 수주하면서 LNG 시장에 진입, 2012년 싱가포르 Sembcorp이 Drillship 시장에 진입한 뒤 2014년 1위 기업인 Transocean에서 수주
- 2017년 중국이 CMA-CGM으로부터 2.2만TEU급 컨테이너선 수주, 2017~18년 싱가포르 Sembcorp이 해양 생산설비 수주 → LNG선, Drillship, 해양생산설비라는 국내업계 주력시장에서 반복되어온 경쟁 Noise
- 2012~17년 누계 선박의 수주점유율(DWT 기준)은 중국 42.7%, 한국 29.3%, 일본 21.9%
- 2017년 컨테이너선 잔고 점유율은 중국(50.7%)이 한국을 추월, LNG선은 한국이 압도적 우위(63.9%)

한국, 중국, 일본의 수주점유율(2012~17년)



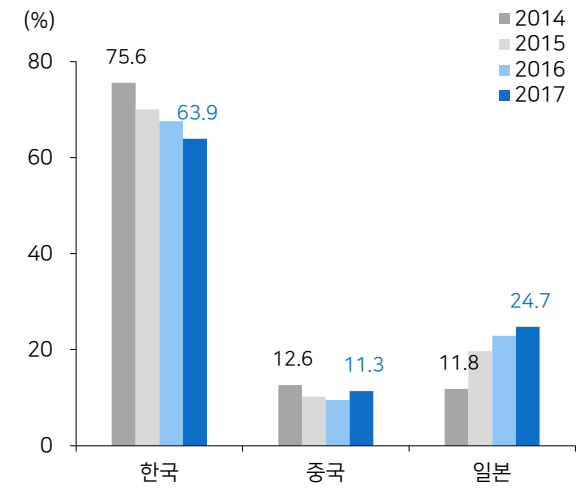
주: 2012~17년 누계 수주량(DWT) 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선의 국가별 수주잔고 점유율 추이



주: 수주잔고는 당해년도 연말 DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG선의 국가별 수주잔고 점유율 추이



주: 수주잔고는 당해년도 연말 DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

4) Macro에 대한 불안감 - 경기 모멘텀 축소

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

경기 위축→제조업 PMI 하락→
교역량 감소→해상운임 하락→
선박 발주 위축의 우려

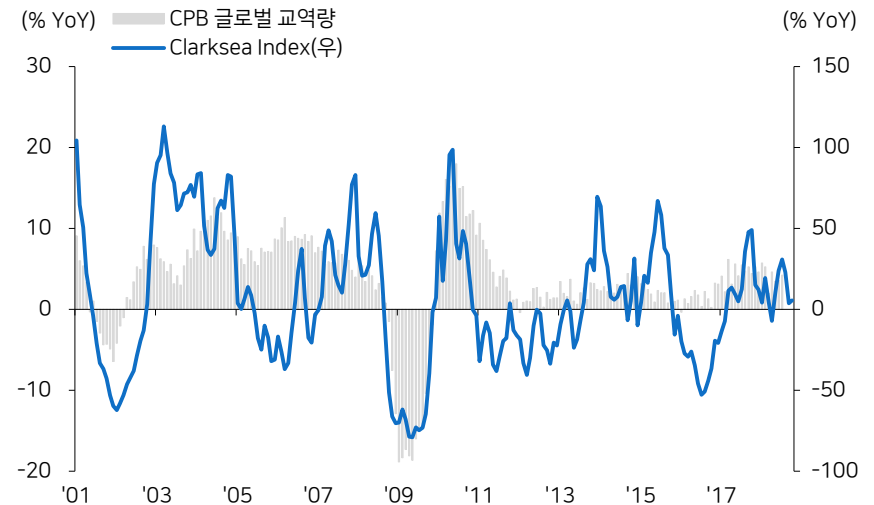
- 글로벌 제조업 PMI는 교역량과 높은 상관관계(2001~18년 상관계수 0.70), 무역분쟁 장기화는 리스크
- 글로벌 교역을 책임지는 해운업의 특성 상, 글로벌 제조업 PMI 하락은 운임의 하방 압력으로 작용
- 무역분쟁으로 경기 모멘텀이 축소된다면, 운임 하락에 따른 선박 발주 위축의 우려가 제기되는 이유
(CPB 교역량과 Clarksea Index의 2001~18년 상관계수 0.60)

글로벌 제조업 PMI의 개선 탄력이 둔화되면 교역량이 감소할 수 있다는 우려



자료: CPB(네덜란드 경제정책기획국), Markit, 메리츠증권증권 리서치센터

CPB 글로벌 교역량과 Clarksea Index 추이 - 상관계수 0.60



주: Clarksea Index는 Clarksons에서 집계하는 선박 운임지수
자료: CPB, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

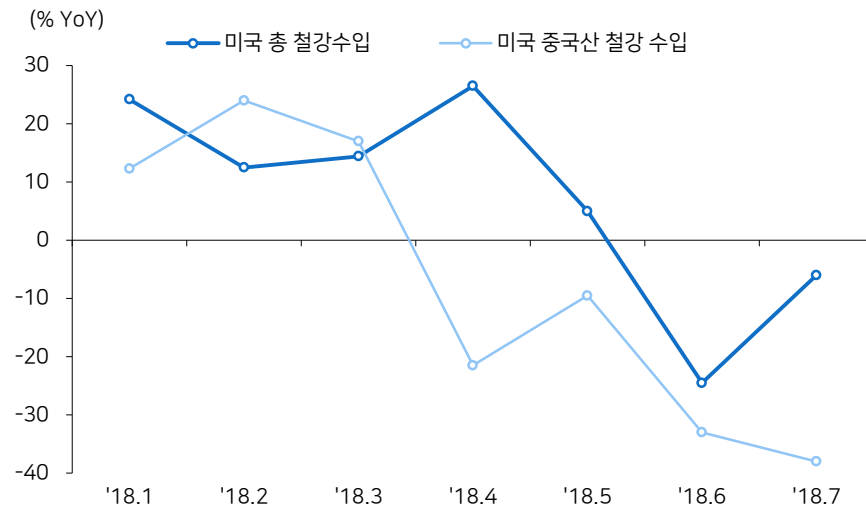
4) Macro에 대한 불안감 - 미·중 무역분쟁

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

對중국 추가 관세 부과 시, 중국
경제성장률 둔화는 불가피

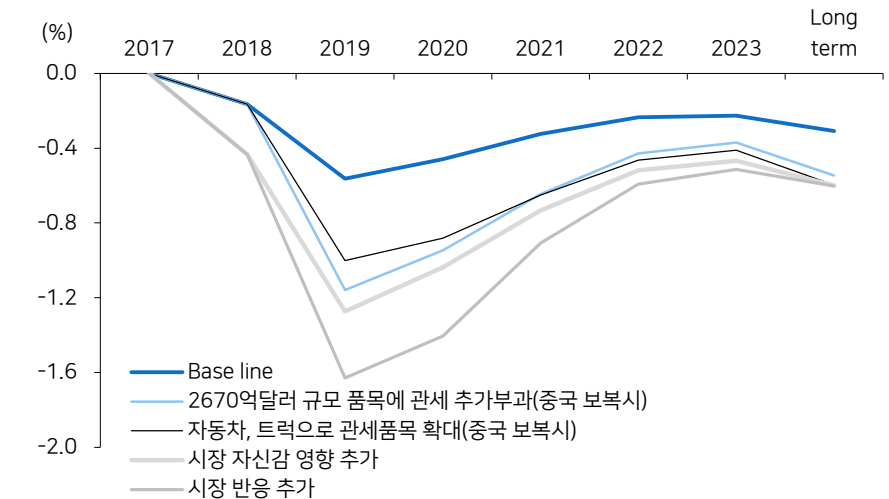
- 미국의 중국産 철강 수입 제재 시행으로 2018년 3월 이후 중국産 수입 급감, 총 수입량도 6월부터 감소
- IMF World Economic Outlook에 따르면 현재 제시된 무역분쟁 시나리오를 적용하면, 미국은 0.2%p, 중국은 0.6%p GDP 성장률 감소 예상(Base Line). 2,670억달러의 추가 관세 부과 시 1.2%p 감소
- 최대 철광석 수입국이자 LNG와 Oil 수입이 급증하는 중국의 성장률 둔화는 Dry/Wet Bulk에 부정적

미국의 중국산 철강 수입 제재, 철강 수입량 감소로 전환



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

IMF, 미중 무역분쟁 확대 시 시기별 중국의 성장률 감소충격 추정



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

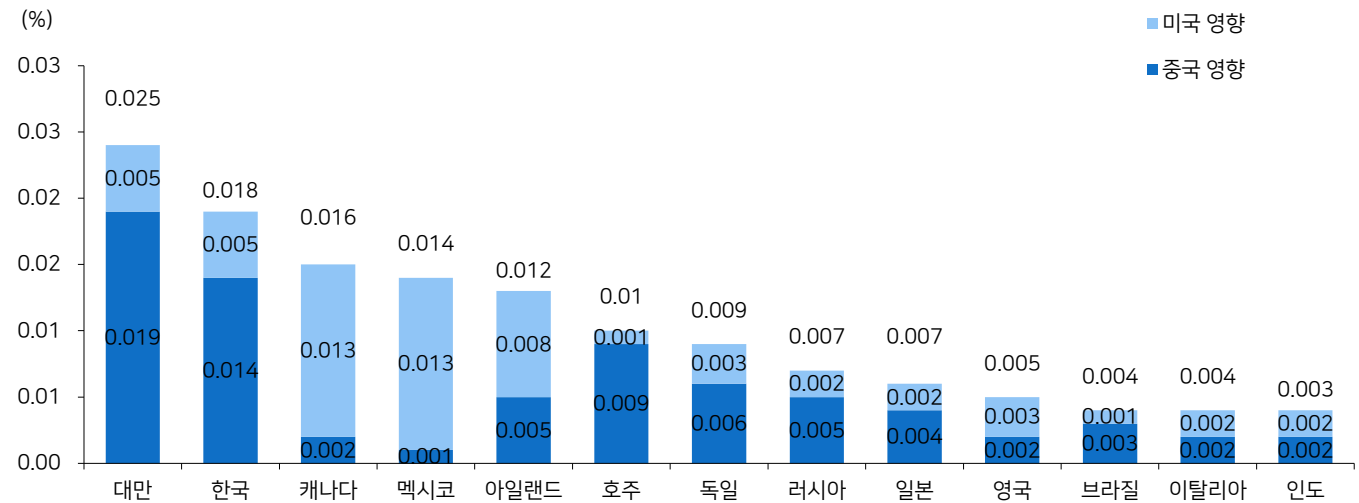
4) Macro에 대한 불안감 - 미·중 무역분쟁

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

무역분쟁에 따른 부정적 효과,
선박과 해양의 실질 수요의
감소까지 확대되기엔 제한적

- 미·중 무역분쟁 영향의 노출도가 큰 국가는 대만 > 한국 > 캐나다 순으로 한국이 두 번째로 큼
- 중국 GDP가 0.2% 감소하고 미국 GDP가 0.1% 감소할 경우, 한국의 GDP는 0.018% 감소(한국무역협회)
- 우려) 무역분쟁 장기화 → 실물 경기 악화 → 물동량 감소 → 투자 위축 → 선박 발주와 해양 투자 정체
- Fact) 2016~17년 선박발주는 폐선에 따른 교체발주 수준(낮은 기저), IMO2020 환경규제, Oil Major의 보유 매장량 대체율(RRR) 감소 → 투기적 발주는 위축될 여지가 크나, 실질 수요의 감소는 제한적

미·중 경제성장 둔화에 따른 주요국 GDP (-) 영향



주: 1) 미·중 간 500억 달러 규모의 25% 관세 부과

2) 미국 GDP는 0.1%, 중국은 0.2% 감소 가정

자료: 세계산업연관표(WIOD, World Input-Output Database) 2014, 한국무역협회

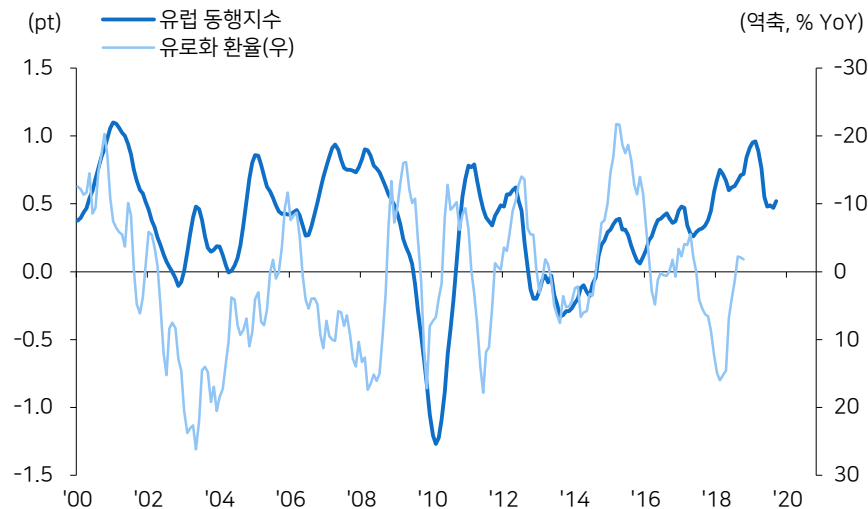
4) Macro에 대한 불안감 - 유로화/달러 환율

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

독보적인 미국 경제호조 Vs.
유로존, 중국의 상대적 약세 →
달러화 강세(유로화 약세)

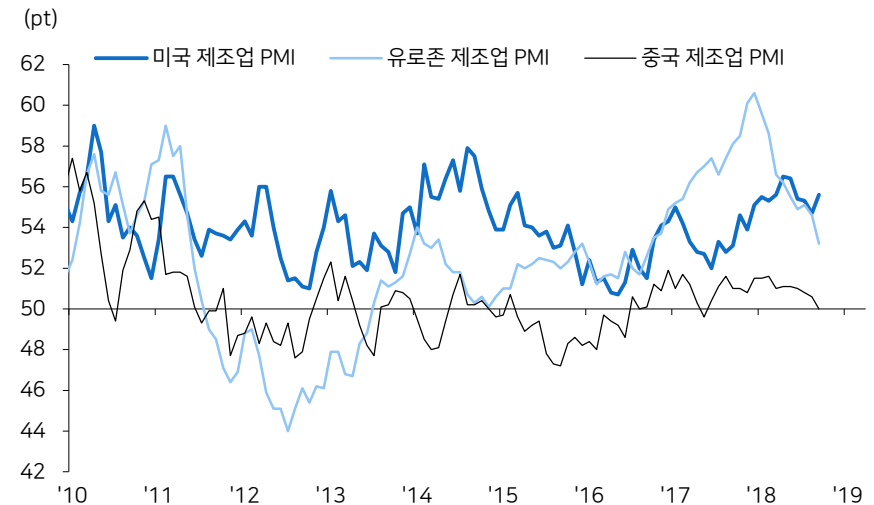
- 미국은 2차 세계대전 이후 가장 낮은 실업률을 기록할 정도로 경제환경 양호
- 미국 제조업 PMI는 2016년 이후 상승세 지속 중이나, 유로존과 중국 제조업 PMI는 2018년 들어서 하락
- 2017년부터 유로화 강세가 지속되면서 제조업과 수출경기에 부담으로 작용, 유로화 환율 약세로 반전
- 유로존 핵심물가의 선행지표(임금 등)는 2019년 유로존 물가 상승세가 완만히 가속화 될 가능성 시사
- **Meritz View: 2019년 3분기 ECB가 첫 번째 금리인상을 단행할 것으로 판단, 유로화 약세 진정**

유럽 동행지수와 유로화 환율 추이



자료: Eurostat, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 제조업 심리는 양호하나 주요국 개선탄력은 현저히 약화되는 모습



자료: Markit, 메리츠증권증권 리서치센터

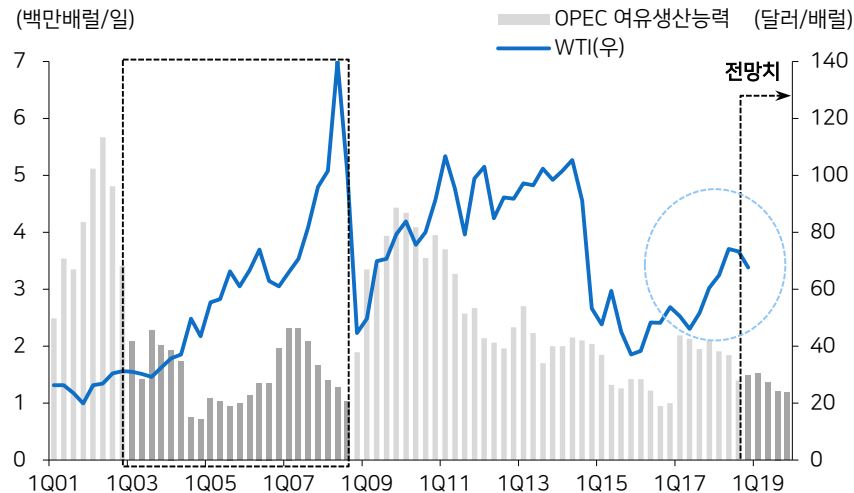
4) Macro에 대한 불안감 - 유가 변동성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

OPEC에서 Non-OPEC(미국)
으로 공급의 무게 중심 이동,
공급 Noise가 변동성을 확대

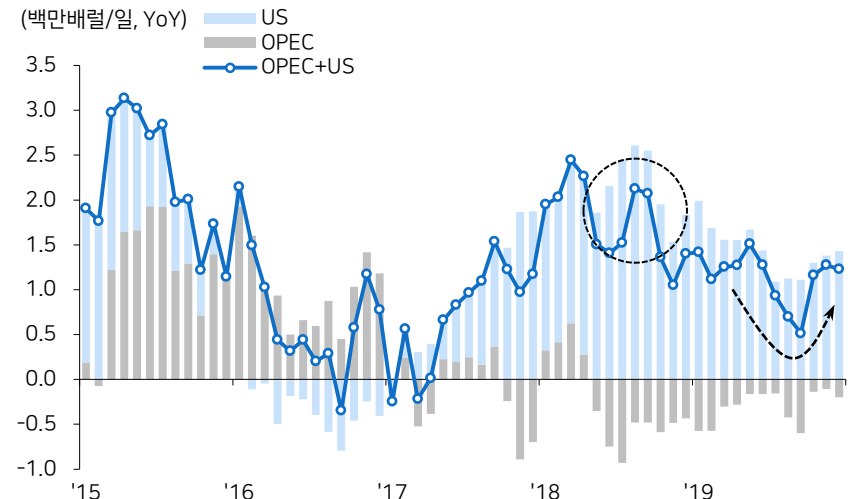
- 유가는 미·중 무역분쟁과 사우디 카슈끄지 살해 등 불확실성이 혼재, 변동 폭이 4분기에 급격히 확대됨
- 미국의 對이란 Sanction, 베네수엘라의 경제 위기, OPEC과 러시아의 감산 여부 등 공급부족 우려 제기
- 사우디가 미국의 요구대로 증산을 지속해도 **OPEC의 여유생산능력 감소로 Non-OPEC의 공급이 변수**
- 공급 측면에서 보면 2019년 유가 궤적은 상고하저일 가능성(미 송유관 증설은 2019년 하반기 마무리)

OPEC 여유생산능력의 감소



자료: OPEC, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

World oil supply: OPEC vs US



자료: US EIA, Short-term Energy Outlook (Oct 2018), 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

관성의 재현? 방향의 변화

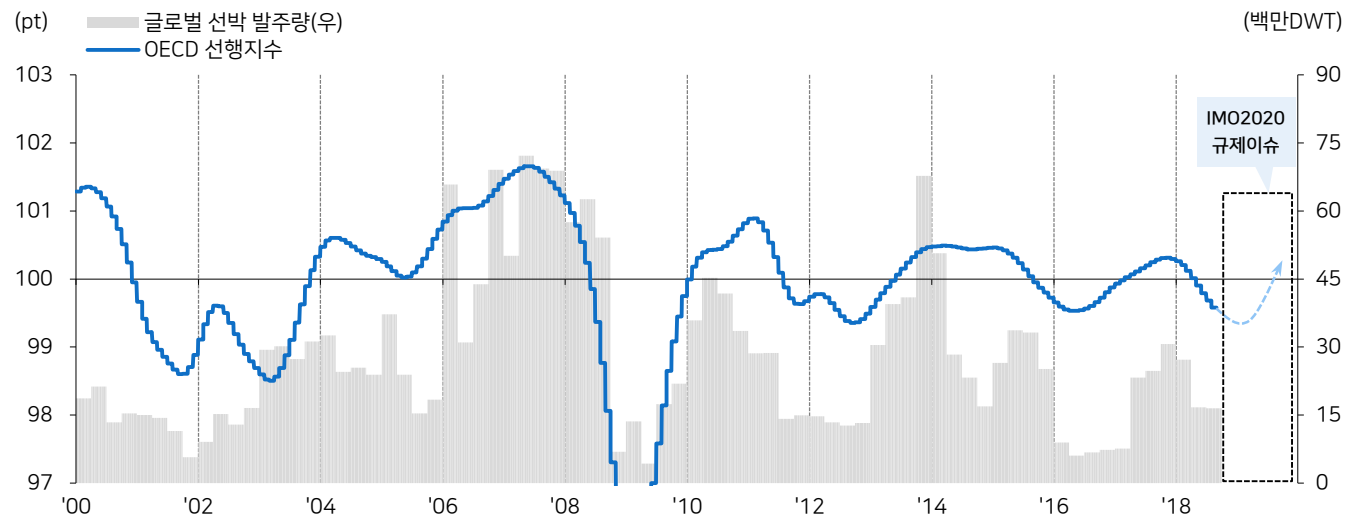
관성 1) 경기 모멘텀 둔화 - 전통적 논리의 발주 증가는 어려운 상황

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

OECD 경기선행지수의 Peak out, 경기 회복에 따른 발주량 증가는 기대하기 어려운 상황

- 전세계 경기를 진단하는 기준인 OECD 선행지수는 4년 주기의 재고 사이클을 유지
- 2016년을 저점으로 2년간 상승한 OECD 선행지수는 2018년 초를 고점으로 하락 반전, 진폭의 차이를 배제해도 2019년 말까지는 Down-cycle의 가능성이 높음
- 2000년 이후 전세계 선박 발주량도 OECD 선행지수와 유사한 흐름을 보여왔음(상관관계 0.54)
- 결국, 전통적 Up-cycle 논리(수요 회복-운임 상승-발주 증가)의 적용은 어려운 상황. IMO2020?

글로벌 재고사이클(kitchin) 감안 2년 up-cycle 경기는 2년 down-cycle로 진입



자료: OECD, Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

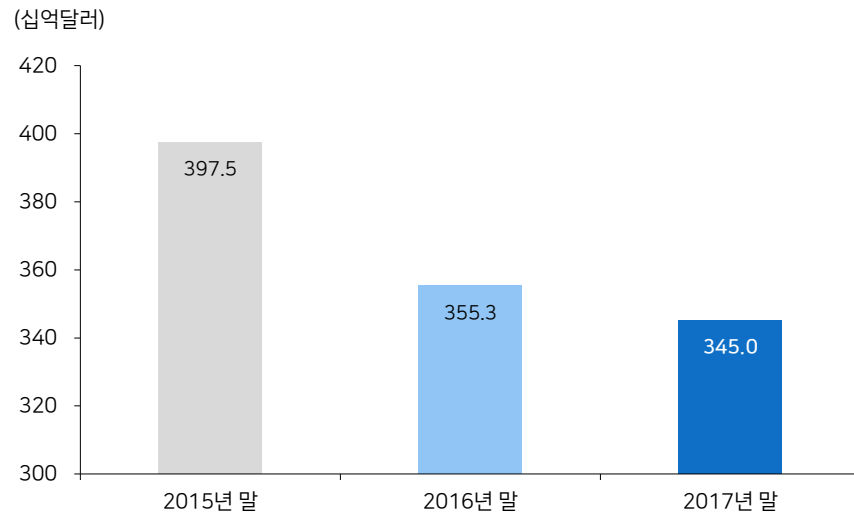
관성 2) Financing 위축 - 은행發 여신 축소는 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

유럽계 상업은행들의 선박금융
축소는 지속 중, 발주처들의
Financing Source 변화 필요

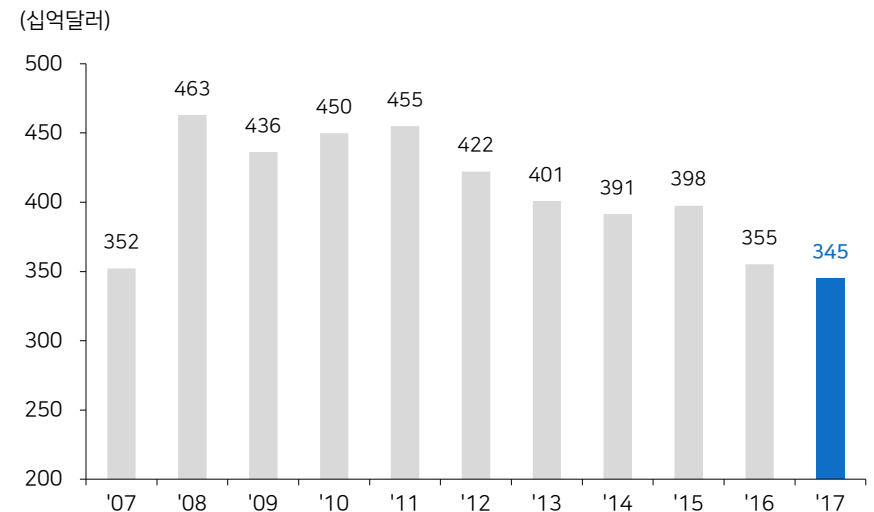
- Petrofin Research에 따르면 글로벌 Top 40 은행의 해운 관련 대출규모는 2017년 3,450억달러(-2.9% YoY)로 2016년 대비 102억달러 감소, 감소 추세는 다소 둔화되는 모습
- 유럽계 상업은행은 전통적인 선박금융의 공급처로 주로 Syndicated Loan 형식으로 자금을 공급
- 그러나 2008년 금융위기, 2011년 유럽 금융위기 및 해운업 불황으로 선박금융 투자는 위축, 2013년부터 단계적으로 시행된 바젤 Ⅲ로 선박금융 축소세가 지속됨
- 최근 해운업황 회복에도 상위 40개 은행의 여신 스탠스는 보수적인 태도를 유지

선박금융 상위 40개 은행들의 해운관련 Exposure 추이(2015~17년)



자료: Petrofin Global Bank Research, 메리츠증권증권 리서치센터

상위 40개 은행들의 해운관련 Exposure 추이 - 2011년 이후 감소세



주: 2007년은 26개, 2008년은 32개 은행 기준

자료: Petrofin Global Bank Research, 메리츠증권증권 리서치센터

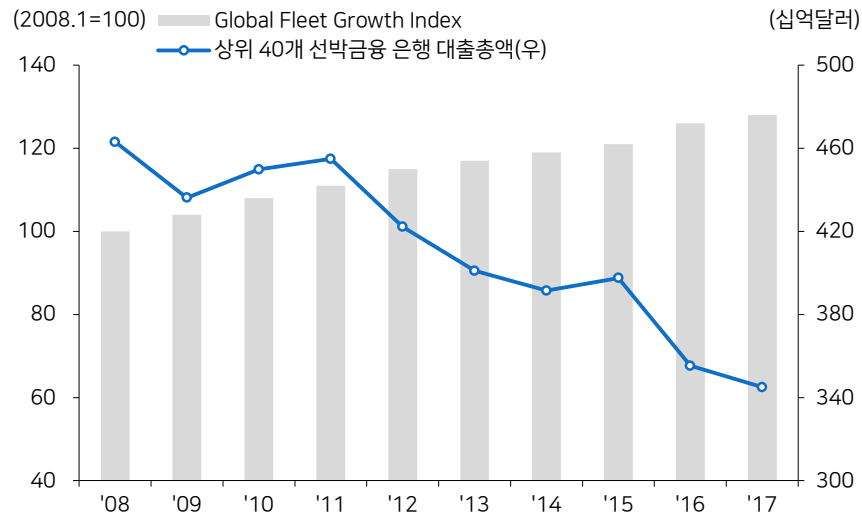
관성 2) Financing 위축 - 은행發 여신 축소는 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2010년 선박금융 시장에서
유럽계 은행의 Exposure 비중
83.1%, 2017년 59.5%로 하락

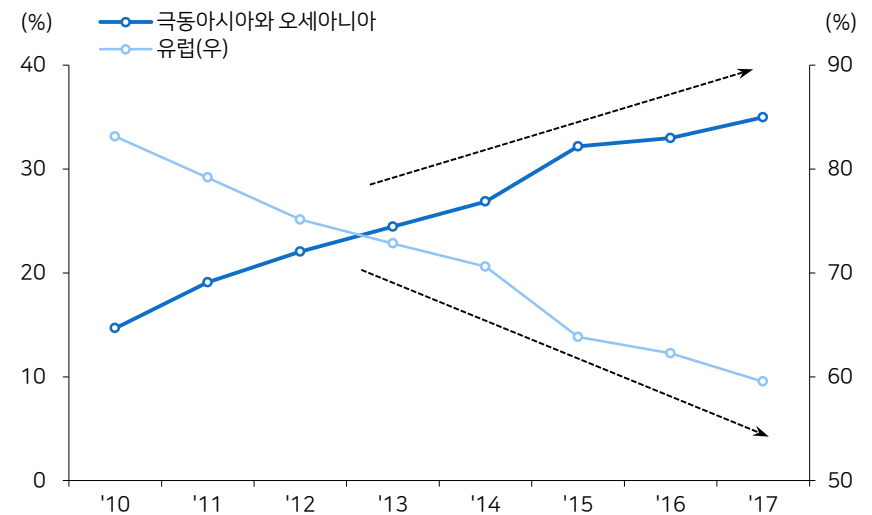
- 2017년 Global Fleet Growth Index는 128p(2008년 100p)로 상승했지만, 10년간 선박금융 Top 40 은행들의 해운관련 Exposure는 26% 감소. 중국과 비은행권 리스업체가 유럽계 은행을 대체
- 선박금융 확대를 위해서는 1) 유럽계 은행의 재진입, 2) 리스금융 성장, 3) PEF 등 대체투자 유입 필요
- 'Eurozone Banks Returning to Shipping' 기사처럼 회복세에 맞춰 유럽계 일부 은행이 선박금융 시장으로 돌아오고 있음

선박량 증가율 지수와 선박금융 상위 40개 은행들의 총 Exposure 추이



자료: Petrofin Global Bank Research, 메리츠증권증권 리서치센터

선박금융 상위 40개 은행에서 극동아시아와 오세아니아계 은행이 약진



자료: Petrofin Global Bank Research, 메리츠증권증권 리서치센터

$$\text{Price} = k(\text{order/sales}) \cdot M(\text{orderbook growth}) \cdot a(\text{newbuilding price})$$

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

PBR=(ROE-g)/(COE-g)의 전통
밸류에이션 Tool은 불황에서
벗어나는 현 시점에서 무의미

- 1) 수주액 > 매출액
- 2) 수주잔고 증가율
- 3) 신조선가 상승 속도

- 2017년 말 대비 KOSPI지수는 11월 16일 기준 -15.2%, 조선 4사 가중평균 주가는 +29.3% 기록
- 동기간 달러인덱스는 +4.2%로 전반적인 强달러 환경에서도 국내 조선업계 주가는 강세
- F(Fair Price) = k(New Order/Sales) x M(Orderbook Growth) x a(Newbuilding Price)의 관계식 적용
- 2014~17년의 불황에서 벗어나 매출이 성장세로 전환하는 2019년까지는 의미있는 ROE 개선을 기대하기 어려움 → Valuation에 대한 기준은 1) 수주액>매출액, 2) 수주잔고 증가, 3) 신조선가 상승

KOSPI지수와 국내 조선업종 주가 추이 - 2018년 조선업은 Outperform



주1: 조선 4사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 가중평균은 각 회사의 주가에 시가총액의 가중치를 반영해 산정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미국 달러인덱스와 조선업종 주가 추이 - 强달러에도 주가는 강세



주1: 조선 4사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 가중평균은 각 회사의 주가에 시가총액의 가중치를 반영해 산정
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

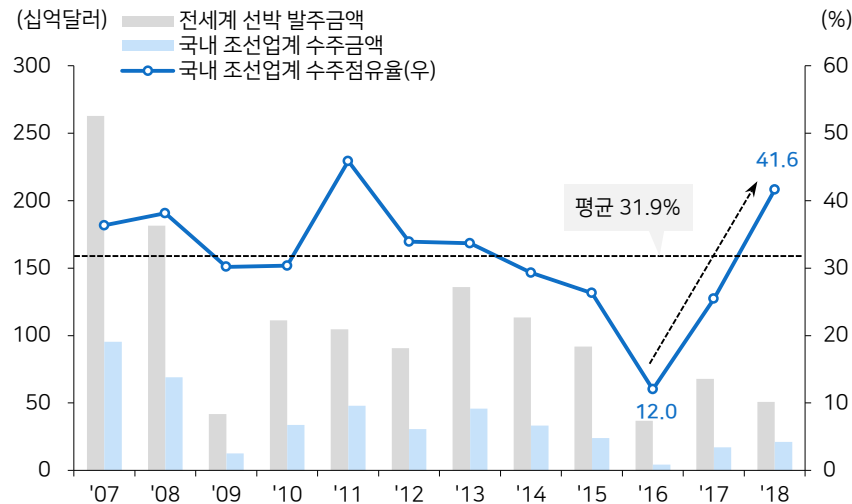
$$\text{Price} = k(\text{order/sales}) \cdot M(\text{orderbook growth}) \cdot a(\text{newbuilding price})$$

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

(k)=수주 증가, 매출액 감소 폭
둔화로 Turn-around 기대감

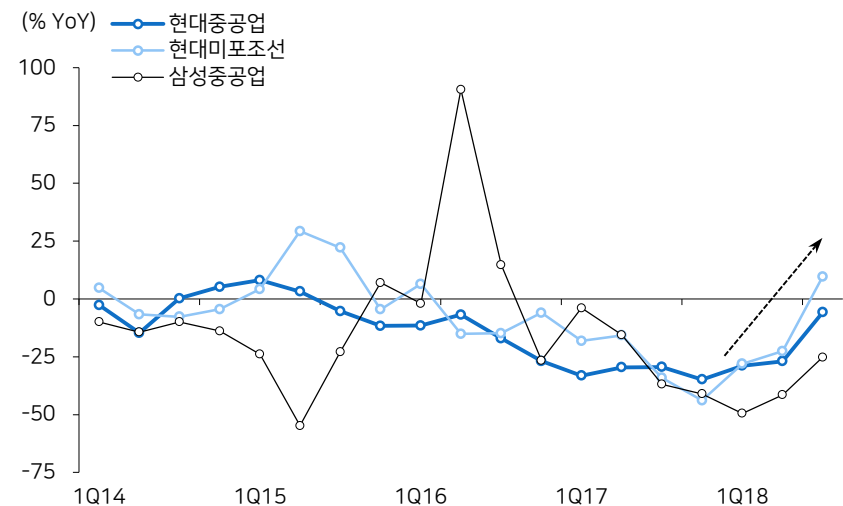
- k(New Order/Sales)가 조선주 상승을 견인하는 계수로 작용하려면, 매출액이 유지되거나 증가해야 함
- 선박 발주액은 2007년 2,627억달러에서 2016년 369억달러를 기록하며 -85.9% 감소했으나, 2016년을 기점으로 반등세 지속(2018년 10월 누계 508억달러).
- 한국 수주 M/S는 2016년 크루즈선을 제외한 발주가 급격히 위축되면서 급감, 2018년 41.6%으로 회복
- 선박 건조기간 1~2년을 감안하면, **국내 조선업체들의 매출액은 2018년을 저점으로 반등이 확실시 됨**
→ 2018년 3분기 조선 3사 모두 매출감소 폭 축소, Turn-around 기대감 형성

전세계 선박 발주량과 국내 조선업체 수주액, 수주점유율 추이



주: 2018년은 10월 누계 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 조선 3사의 분기별 매출액 증감률 추이(2014~18년)



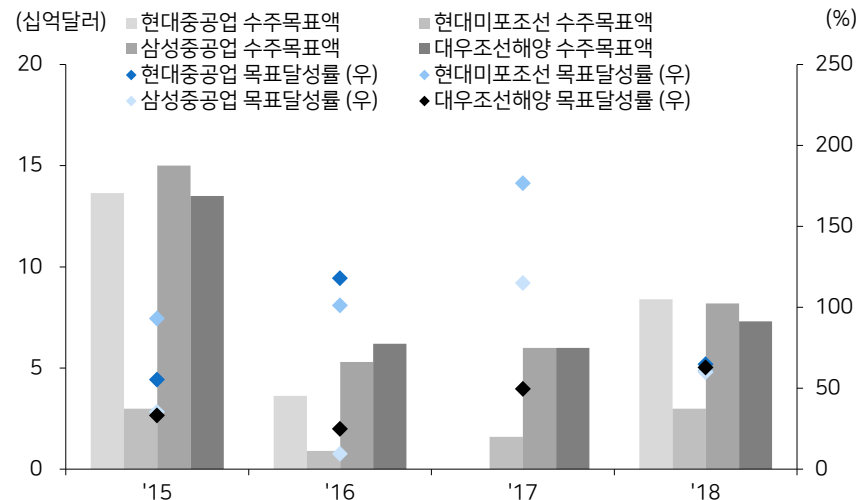
주: 매출액 증감률은 전년 동기 대비 기준, 대우조선해양은 과거 회계 정정 이슈로 제외한 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

$$\text{Price} = k(\text{order/sales}) \cdot M(\text{orderbook growth}) \cdot a(\text{newbuilding price})$$

(M)=수주잔고 증가속도,
16~17년 매출액 대비 증가세로
전환 가능한 수준까지 회복

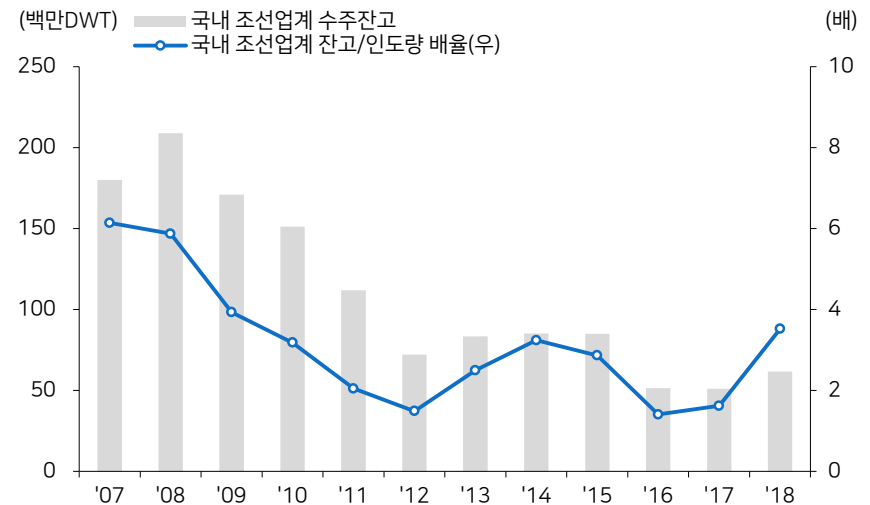
- M(Orderbook Growth)이 변수로 작용하려면, 편중 없이 업계 전반의 수주잔고 증가가 필요
- 조선 4사 수주목표(조선+해양)는 2015년 452억달러에서 2016년 160억달러, 2018년 269억달러로 상향
- 10월 기준 합산 수주액은 167억달러로 목표대비 62% 달성, 2015~17년 평균 수주액 150억달러를 상회
- 특히, 2018년은 특정 조선업체의 집중 수주가 없이 업계 전반에 걸쳐 고르게 60% 이상을 달성 중
- 수주 잔고: 2017년 5,103만DWT → 10월 6,165만DWT, 잔고/인도량 비율: 2016년 1.4배 → 3.5배 상승
→ 2013~17년 국내 조선업계 평균 인도량 3,149만DWT 기준, 2018년 10월 말 2년치 물량을 확보

국내 조선업체별 연간 수주목표, 달성을 현황



주1: 현대중공업은 2017년 수주목표를 제시하지 않음
주2: 2018년은 10월 말 기준(현대중공업 그룹은 9월 말 기준)
자료: 메리츠증권리서치센터

국내 조선업계의 수주잔고, 잔고/인도량 배율 추이



주1: 2018년은 10월말 기준
주2: 잔고/인도량 비율은 해당 년도 연말 수주잔고를 해당 년도 연간 인도량으로 나눈 비율
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

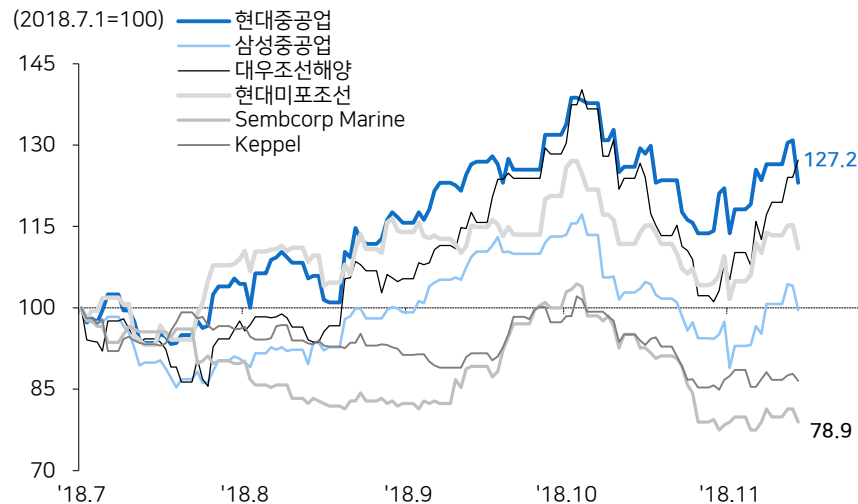
$$\text{Price} = k(\text{order/sales}) \cdot M(\text{orderbook growth}) \cdot a(\text{newbuilding price})$$

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

(M)=수주잔고가 증가한 국내
업체, 해양 비중이 높아 감소
했던 싱가포르 업체 주가 차별화

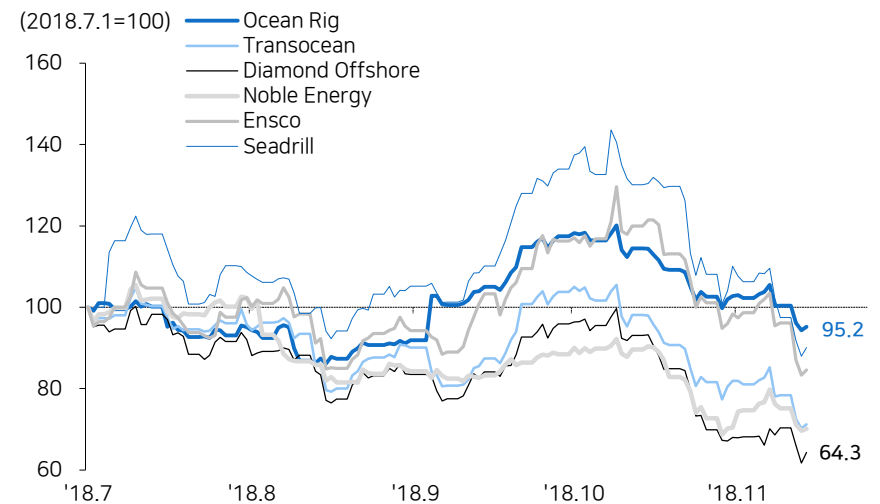
- 2018년 7월 이후 국내 조선주는 대우조선해양 +27.2%, 현대중공업 +23.0% 등 전반적으로 상승 추세
- 동기간 싱가포르 해양전문업체 Keppel 주가는 -13.4%, Sembcorp Marine은 -21.1% 기록하며 차별화 양상
- Driller 상위 7개사는 2018년 10월까지 유가상승 및 시추장비 가동률 상승 기조에 강세를 보였으나, 최근 유가가 급락하면서 주가도 동행하는 모습, 7월 초 대비 평균 약 17.4% 하락
- 조선주 주가상승의 원인이 유가 상승이라고 단순히 판단하기 어려운 이유

국내 조선 4사 및 싱가포르 Sembcorp Marine, Keppel 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 Driller 7개사 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

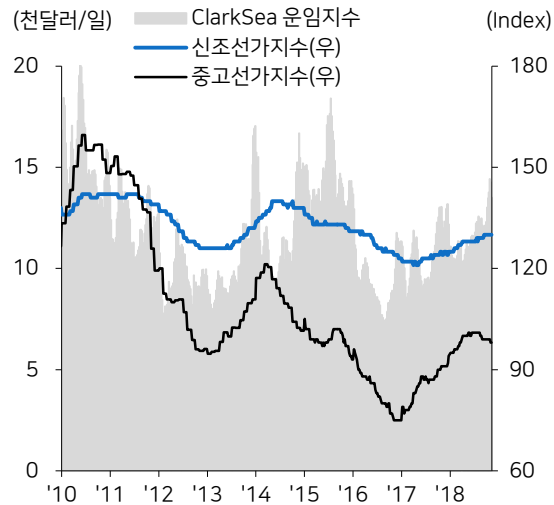
$$\text{Price} = k(\text{order/sales}) \cdot M(\text{orderbook growth}) \cdot a(\text{newbuilding price})$$

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

(a)=신조선가의 반등, 후판가격
상승을 반영한 추가 상승이
수익 악화 우려를 해소

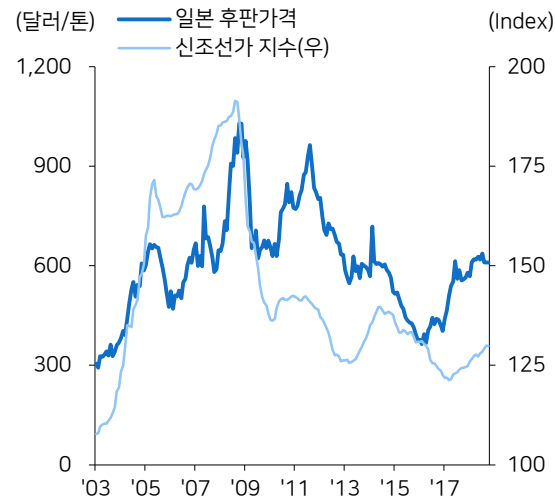
- a(Newbuilding Price)가 변수가 되려면, 원가 인상이 반영되고 주력 선종의 선가상승이 필요
- 선종별 평균 운임지수인 Clarksea지수는 2017년 2월 8,465달러/일을 저점으로 현재 13,492달러(+12.6% YoY)로 반등, 2018년 YTD 기준으로 21.7% 상승
- 2018년 중고선가지수는 연초 대비 +3.2%, 신조선가지수는 +4.0% 상승
- 일본 후판가격은 톤당 610달러(+9.1% YoY), 중국 후판가격은 톤당 4,301위안(+4.7% YoY)으로 상승
- 현재까지는 선가 상승 폭 대비 후판가격 인상이 더 큰 상황으로, 수익성 확보까지는 추가 상승이 필요

Clarksea 운임지수와 선가지수 추이



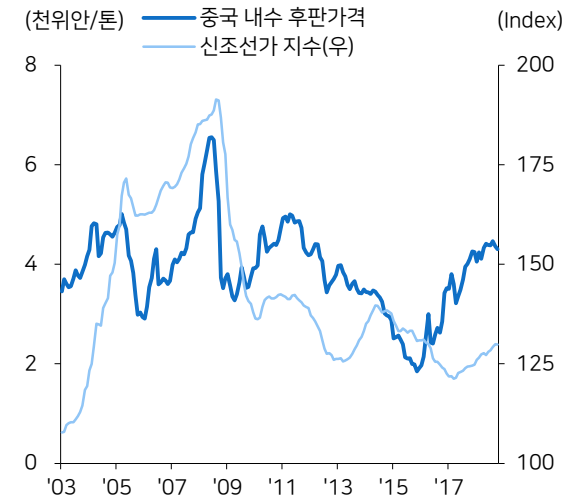
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 후판가격과 신조선가 지수 추이



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 후판가격과 신조선가 지수 추이



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

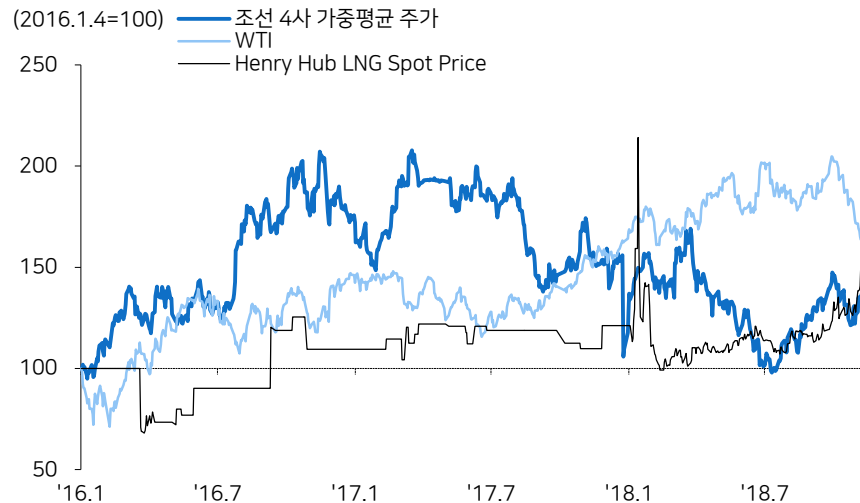
$$\text{Price} = k(\text{order/sales}) \cdot M(\text{orderbook growth}) \cdot a(\text{newbuilding price})$$

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

(a)=신조선가의 반등, 조선주
주가 상승은 결국 LNGC 선가
반등이 가속도를 높여줄 것

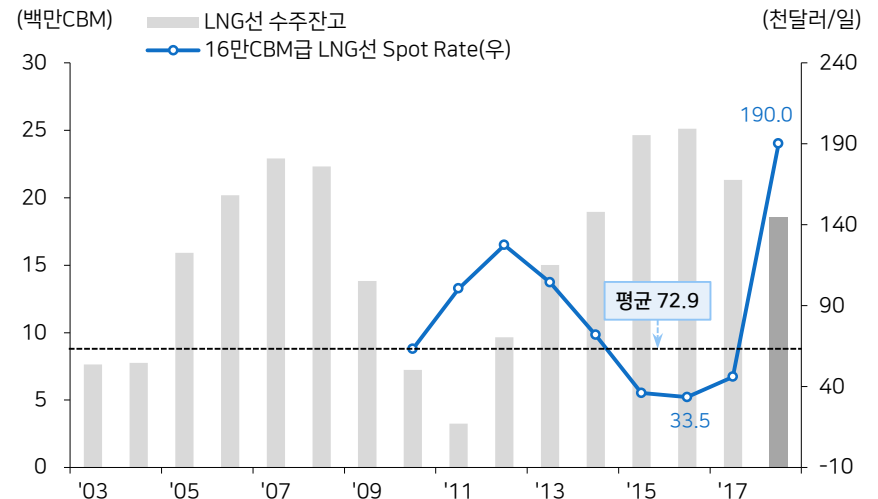
- 2016년 1월 대비 조선 4사 평균 주가는 +39.7%, WTI는 +51.5%, Gas Spot Price는 +60.8% 상승
- 11월 WTI는 공급과잉 우려로 급락, 미국 Henry Hub Spot Price는 유가와외 괴리 축소가 단기간에 발생
- 동절기 아시아·유로존 중심의 LNG 수요 강세와 LNG Terminal 공기 지연으로 가스가격 급변동 예상
- LNG 수요 급증과 달리 LNG선은 공급부족, LNG선 Spot Rate가 급등했음에도 용선할 선박이 없는 상황
- 2018년 100K CBM급 LNG선 수주를 국내 업체가 100% 수주했지만(43척), Clarksons 기준 선가는 1.82억 달러로 정체 → LNG선 선가의 반등 여부가 의미 있는 선가 상승으로 해석, 조선주에 트리거가 될 것

WTI, Henry Hub Gas Spot Price 및 조선업종 주가 추이



주1: 조선 4사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 가중평균은 각 회사의 주가에 시가총액의 가중치를 반영해 산정
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG선 수주잔고와 16만CBM급 LNG선 Spot Rate 추이 – 최고치 경신



주: 2018년 16만CBM급 LNG선 Spot Rate는 11월 9일 기준 19만달러/일
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

발주 증가 - 2019년 814억달러(+21.1% YoY) 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2018년 발주액 672억달러로
예상치 하회 전망. 2019년 해양
회복+탱커+Gas선 발주 증가

- 2018년 발주는 전년과 유사한 수준인 672억달러, 8,940만DWT로 예상치 하회할 전망
- 1) 해양생산설비 발주가 2019년으로 이연, 2) 기타선종 발주 위축, 3) 더딘 선가 상승이 원인으로 판단
- 2019년 발주는 전년대비 21.1% 증가한 814억달러, 1.04억DWT 예상. 해양과 가스선 중심의 증가 기대

상선/해양플랜트 선종별 발주 규모, 선가 추이 및 전망 - 2019년 발주량은 2005년과 유사, 2016~18년 평균 발주의 142% 수준

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
신규 발주금액 (십억달러)	71.9	93.9	114.1	188.2	262.7	181.4	41.7	111.2	104.7	90.5	135.9	113.5	91.8	36.9	67.9	67.2	81.4
컨테이너선	22.2	21.4	28.0	26.1	47.8	17.5	0.9	7.0	19.8	4.1	18.8	10.2	19.4	2.8	6.1	12.4	10.7
벌크선	11.8	13.3	14.4	39.6	96.4	66.7	16.4	46.3	17.2	9.3	36.3	24.0	10.8	2.5	10.8	7.3	10.0
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	25.7	5.2	14.5	12.1	15.5
Gas선(LNG/LPG)	3.2	14.5	12.6	13.6	7.8	3.7	1.4	2.2	11.1	10.1	13.3	22.0	11.6	2.4	4.2	11.8	13.1
기타	10.3	16.9	21.3	19.0	23.9	15.9	4.4	10.3	2.2	5.2	3.8	12.7	13.6	19.6	24.0	16.1	19.8
Offshore	4.2	5.9	13.4	23.4	37.7	35.7	9.7	24.3	39.6	46.5	34.3	20.9	6.2	2.3	6.8	5.7	10.4
Other Offshores	0.5	1.3	2.9	7.4	15.3	8.5	1.6	5.2	7.6	7.6	10.1	7.2	4.5	2.2	1.5	1.8	2.0
상선 발주금액	67.1	86.7	97.8	157.5	209.8	137.2	30.4	81.8	57.5	36.5	91.5	85.4	81.1	32.5	59.6	59.7	69.0
해양 발주금액	4.8	7.2	16.3	30.7	53.0	44.2	11.4	29.5	47.2	54.1	44.4	28.1	10.7	4.5	8.3	7.5	12.3
신규발주액 증감률(%)	110.5	30.6	21.5	65.0	39.6	-31.0	-77.0	166.7	-5.8	-13.6	50.2	-16.5	-19.1	-59.8	83.7	-1.0	21.1
상선(YoY, %)	140.7	29.2	12.7	61.1	33.2	-34.6	-77.9	169.4	-29.7	-36.6	150.9	-6.7	-5.0	-60.0	83.4	0.2	15.7
해양플랜트 (YoY, %)	-23.7	50.6	126.3	88.4	72.4	-16.5	-74.3	159.3	60.3	14.5	-17.8	-36.6	-62.1	-58.1	85.9	-9.5	64.2
상선 발주량(백만DWT)	121.3	119.1	104.6	219.7	265.6	182.8	58.0	157.8	95.2	62.0	189.7	136.0	128.4	31.0	89.5	89.4	103.9
컨테이너선	26.2	20.8	21.3	21.0	39.3	13.7	0.7	7.2	21.7	5.0	24.6	13.0	24.6	3.6	8.3	13.5	11.2
벌크선	36.6	33.1	29.5	76.8	159.6	101.2	37.0	102.5	41.7	24.2	103.8	63.7	31.4	9.9	39.1	27.6	34.5
탱커	49.2	39.2	30.1	94.0	42.1	54.0	14.9	37.2	11.9	14.0	37.4	28.1	52.8	12.4	34.3	29.6	36.4
Gas선(LNG/LPG, 백만CBM)	3.2	12.6	9.7	9.9	5.1	1.7	0.8	1.3	8.8	8.0	11.0	16.8	9.9	1.9	3.6	11.2	13.0
기타	6.2	13.3	14.1	18.0	19.5	12.2	4.5	9.6	11.0	10.8	12.8	14.4	9.8	3.1	4.3	7.5	8.8
YoY(%)	113.3	-1.8	-12.1	110.1	20.9	-31.2	-68.3	172.1	-39.7	-34.9	206.0	-28.3	-5.5	-75.9	189.1	-0.1	16.2
Clarkson 신조선가치수	119	150	163	169	185	178	138	142	139	126	133	138	131	123	125	129	135

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

벌크선 - 100억달러, 3,447만DWT(+25.0% YoY) 발주 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 평균 BDI 1,703p, 선복
증가율 2.3%, 물동량 증가율
2.5% 전망

- 2019년 벌크선 발주는 100억달러, 3,447만DWT(+25.0% YoY) 예상. 벌크화물 물동량은 전년 대비 +2.5% 증가한 53.5억톤으로 전망. 미·중 무역전쟁으로 중국의 대두 수입처는 미국에서 브라질로 변화
- 이는 운항거리 상승으로 연계, 톤-마일 증가세 지속 예상. 2019년 연평균 BDI 1,703pt(+15.0% YoY) 전망
- BDI 상승으로 규제 도입 전까지 최대한 운항을 지속하려는 움직임. IMO2020 대응을 위해 Scrubber 장착 등 비가동일수 증가 전망. 수요 증가는 둔화될 수 있으나 폐선과 계선 증가로 수급 개선 기대

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	'19E
선복량	253.7	264.8	264.0	267.1	274.8	286.8	294.3	301.9	322.3	345.3	368.3	392.9	419.7	462.7	541.5	621.7	687.8	727.2	758.9	776.8	793.9	817.3	840.1	859.5
선복량 증감률(%)	4.1	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	2.8	2.3
발주량	12.2	15.3	9.6	22.4	15.2	8.9	22.3	36.6	33.1	29.5	76.8	159.6	101.2	37.0	102.5	41.7	24.2	103.8	63.4	31.1	9.8	39.1	27.6	34.5
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	44.9	81.4	99.9	100.7	63.0	48.2	49.2	47.2	38.4	27.7	30.9
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	30.2	15.0	5.0	11.5
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	29.3	14.7	4.9	11.5
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	0.1	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	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	0.0
수주잔고	29.8	26.2	24.2	33.7	35.7	24.0	32.1	56.7	70.3	76.1	125.8	256.3	326.4	303.9	306.6	233.3	140.1	172.6	174.1	138.2	89.3	85.7	85.6	89.2
잔고/선복량(%)	11.7	9.9	9.1	12.6	13.0	8.4	10.9	18.8	21.8	22.0	34.1	65.2	77.8	65.7	56.6	37.5	20.4	23.7	22.9	17.8	11.2	10.5	10.2	10.4
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	0.6	1.4
철광석	391.7	426.2	423.0	398.8	446.8	449.3	477.2	512.4	589.1	659.6	708.7	772.6	837.1	896.8	989.5	1,049.6	1,107.1	1,187.6	1,339.9	1,363.6	1,418.1	1,472.7	1,497.6	1,522.2
석탄	422.1	447.4	450.6	457.9	508.9	546.1	556.5	599.4	640.9	671.1	712.2	762.0	789.8	804.2	925.9	998.1	1,111.0	1,182.4	1,216.4	1,136.7	1,139.5	1,200.4	1,248.4	1,278.1
곡물	198.1	210.7	208.8	223.3	230.4	233.8	232.0	234.6	225.2	248.4	255.5	277.3	284.7	298.1	317.5	315.8	345.4	363.3	407.8	429.3	450.4	477.7	483.3	493.8
기타벌크	941.3	998.5	1,026.1	1,077.8	1,149.1	1,145.0	1,202.0	1,268.7	1,390.0	1,472.6	1,532.3	1,633.0	1,604.0	1,401.6	1,588.5	1,704.1	1,738.4	1,824.2	1,852.1	1,881.5	1,881.6	1,939.3	1,994.8	2,060.0
벌크화물 물동량	1,953.3	2,082.8	2,108.5	2,157.8	2,335.3	2,374.1	2,467.6	2,615.0	2,845.2	3,051.7	3,208.7	3,444.8	3,515.6	3,400.6	3,821.4	4,067.7	4,301.9	4,557.6	4,816.2	4,811.1	4,889.6	5,090.1	5,224.1	5,354.1
물동량 증감률(%)		6.6	1.2	2.3	8.2	1.7	3.9	6.0	8.8	7.3	5.1	7.4	2.1	-3.3	12.4	6.4	5.8	5.9	5.7	-0.1	1.6	4.1	2.6	2.5

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

탱커 - 155억달러, 3,640만DWT(+23.1% YoY) 발주 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 원유+석유제품 물동량
2% 대 증가, 폐선량 증가 시
운임 상승의 개연성 높음

- 2019년 탱커 발주는 155억달러, 3,640만DWT(+23.1% YoY) 예상. 원유 물동량은 전년 대비 +2.0%, 석유제품 물동량은 2.9% 증가 전망. 2019년 탱커 폐선량을 전년대비 53% 감소로 가정, 선복 증가율은 3.2%
- 10월까지 VLCC 폐선량은 1985년 이래 최대치인 1,039만DWT, 탱커 총 폐선량은 연간 2,440만DWT 전망
- 2019년 탱커 폐선량이 사상 최고치인 2018년의 70% 수준일 경우(추정치는 47%), 탱커 선복량은 2.3% 증가에 그쳐 운임 상승의 개연성 높음 → 특히, 석유제품 운반선의 운임 회복에 무게

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	'19E
선복량	276.2	279.0	283.3	286.4	293.2	288.1	292.9	302.0	319.0	341.8	361.0	382.6	401.5	432.2	448.9	474.9	492.8	501.1	507.4	523.8	555.1	581.9	586.2	605.2
선복량 증감률(%)	1.6	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	0.7	3.2
발주량	13.3	29.0	16.9	11.2	35.7	24.4	20.3	49.2	39.2	30.1	94.0	42.1	54.0	14.9	37.2	11.9	14.0	37.4	28.1	52.8	12.4	34.3	29.6	36.4
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	36.7	47.8	40.8	40.3	32.4	21.5	16.5	19.2	33.0	38.0	29.8	30.4
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	25.5	11.4
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	11.0	24.4	11.4
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	0.0
M.Additions	0.0	0.9	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	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	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	0.9	0.0
수주잔고	21.8	42.2	45.9	36.8	50.8	60.6	57.6	76.4	87.6	87.3	154.2	163.6	176.6	138.0	125.7	85.6	59.0	67.4	72.6	103.7	78.3	73.7	73.4	79.4
잔고/선복량(%)	7.9	15.1	16.2	12.9	17.3	21.1	19.7	25.3	27.5	25.6	42.7	42.8	44.0	31.9	28.0	18.0	12.0	13.4	14.3	19.8	14.1	12.7	12.5	13.1
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	4.2	1.9
원유 물동량(백만톤)	1,488.1	1,583.3	1,536.5	1,590.3	1,676.2	1,666.0	1,633.2	1,759.7	1,848.6	1,878.4	1,891.8	1,912.6	1,903.5	1,819.7	1,872.5	1,852.2	1,906.8	1,836.9	1,803.0	1,872.2	1,949.2	2,013.3	2,033.9	2,073.8
석유제품 물동량(백만톤)	487.5	481.6	473.5	502.1	562.0	541.1	548.2	576.5	649.4	712.8	771.8	801.6	827.0	834.5	883.4	916.0	915.1	953.8	954.4	1,023.9	1,065.5	1,085.3	1,103.6	1,135.2
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	2.9	-3.7	-1.8	3.8	4.1	3.3	1.0	2.0
석유제품 물동량 증감률		-1.2	-1.7	6.0	11.9	-3.7	1.3	5.2	12.6	9.8	8.3	3.9	3.2	0.9	5.9	3.7	-0.1	4.2	0.1	7.3	4.1	1.9	1.7	2.9

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 - 107억달러, 1,124만DWT(-17.0% YoY) 발주 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 화두는 발주 이슈보다
저유황유 사용에 따른 비용
증가를 화주에 전가할 지 여부

- 2019년 컨테이너선 발주는 107억달러, 114만TEU(-14.2% YoY) 규모로 전년 대비 감소할 전망
- Maersk, MSC, CMA-CGM, Hapag-Lloyd의 Fleet 점유율이 50.8%인 상황에서, The ONE이나 COSCO 등 Post/Neo-Panamax급 선박의 발주 수요를 제외하면 초대형선박의 발주 증가는 기대하기 어려울 것
- 특히, Maersk 등 상위 선사들이 2019년부터 저유황유 사용에 따른 연료비 증가를 화주에게 전가할 계획으로, 운임 상승에 대한 저항 가능성 존재. 2019년 컨테이너선 발주는 Feeder급의 성장을 기대

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	'19E
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	22.1	22.8
선복량 증감률(%)	13.3	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	5.5	6.6	7.9	1.2	3.8	6.1	3.2
발주량	0.5	0.2	0.4	0.6	1.0	0.5	0.4	2.1	1.7	1.7	1.7	3.3	1.1	0.1	0.6	1.8	0.4	2.1	1.2	2.3	0.3	0.8	1.3	1.1
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	1.4	1.5	1.7	0.9	1.2	1.3	0.9
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	0.2	0.1	0.3	0.5	0.4	0.2	0.7	0.4	0.1	0.2
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	0.1	0.2
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	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	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	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	3.0	3.2
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	37.9	27.1	28.3	21.0	23.3	19.1	20.3	16.6	14.0	13.4	14.0
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	0.5	0.9
컨테이너 물동량	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	162.6	171.2	174.9	182.3	192.4	201.0	209.9
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	5.5	4.5	4.4

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG선 - 106억달러, 873만CBM(+13.7% YoY) 발주 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

여전히 견조한 수요, 2019년
LNG선 발주는 미국 이외의
수요가 견인할 것

- 2019년 LNG선 발주는 106억달러, 873만CBM(+13.7% YoY)으로 2018년에 이은 성장세 지속 예상
- 2019년 LNG 물동량은 전년대비 8.5% 증가한 3.53억톤, 선복량은 7.1% 증가한 8,760만CBM 전망
- LNG선 인도 예정량은 2019년 45척, 2020년 46척으로 톤 환산 시 연간 3,000만톤 규모의 운송능력 증가
- 이는 LNG 화물의 연간 순증분을 해소할 규모에 불과, 신규 Plant 투자 확정 시 부족분 발생은 불가피
- **2019년은 모잠비크, 러시아, 중동 등 미국 이외의 LNG 운송수요를 위한 발주가 주를 이룰 전망**

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	'19E
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	53.1	53.2	55.3	60.3	64.6	69.5	73.9	81.8	87.6
선복량 증감률(%)	10.2	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	10.6	7.1
발주량	0.8	1.3	0.1	0.7	2.6	3.0	2.7	2.2	10.9	6.8	6.9	4.2	0.8	0.6	0.5	8.2	6.3	6.5	11.2	5.6	1.4	2.3	7.7	8.7
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	8.5	6.3
폐선량 adj.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.7	0.4
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	0.7	0.4
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	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	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	0.1	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	18.0	20.4
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	28.2	34.2	40.9	38.9	30.7	25.5	22.0	23.3
폐선량/선복량(%)	0.0	0.2	0.0	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	0.9	0.5
LNG 물동량(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	292.4	325.2	352.8
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	9.1	11.2	8.5

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

LPG선 - 25억달러, 217만CBM(+24.5% YoY) 발주 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

對이란 Sanction은 미국産 LPG
아시아 수출을 확대시켜, 톤-
마일 증가의 긍정적 효과 예상

- 2019년 LPG선 발주는 25억달러, 217만CBM(+24.5% YoY)으로 2016~17년 부진에서 벗어날 전망
- 2012년 이후 미국 Shale 생산량 증가로 촉발된 2013~15년 발주 급증은 2016~18년 운임 하락 초래
- 對이란 Sanction이 장기화되면 미국산 LPG의 아시아 수출이 증가, 톤-마일 증가에 따른 수요개선 기대
- 2019년 LPG 물동량은 전년 대비 5.6%, 선복량은 3.3% 증가를 예상 → 미국 LPG 수출 증가가 본격화 된다면, 운임 상승과 폐선량 증가가 신규 발주를 견인할 것

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	'19E
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	22.3	25.9	30.3	33.0	33.1	34.2
선복량 증감률(%)	3.4	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	0.2	3.3
발주량	0.2	0.6	0.7	0.2	0.8	0.9	0.4	1.0	1.7	2.9	3.0	0.9	0.8	0.2	0.9	0.6	1.6	4.5	5.6	4.3	0.5	1.3	1.7	2.2
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	1.3	1.6
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	1.2	0.5
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	1.2	0.5
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	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	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	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	3.6	4.1	4.6
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	10.9	12.2	13.5
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	3.6	1.5
LPG 물동량(백만톤)	40.9	42.3	40.0	42.7	44.7	42.3	44.3	47.3	50.8	51.9	52.0	55.5	54.7	53.7	54.6	59.4	60.8	63.6	71.7	79.6	88.5	90.2	93.8	99.0
물동량 증감률(%)		3.5	-5.3	6.7	4.7	-5.5	4.7	6.8	7.5	2.0	0.2	6.8	-1.3	-1.8	1.7	8.7	2.4	4.6	12.9	10.9	11.3	1.9	4.0	5.6

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

변할 것인가, 다시 반복될 것인가

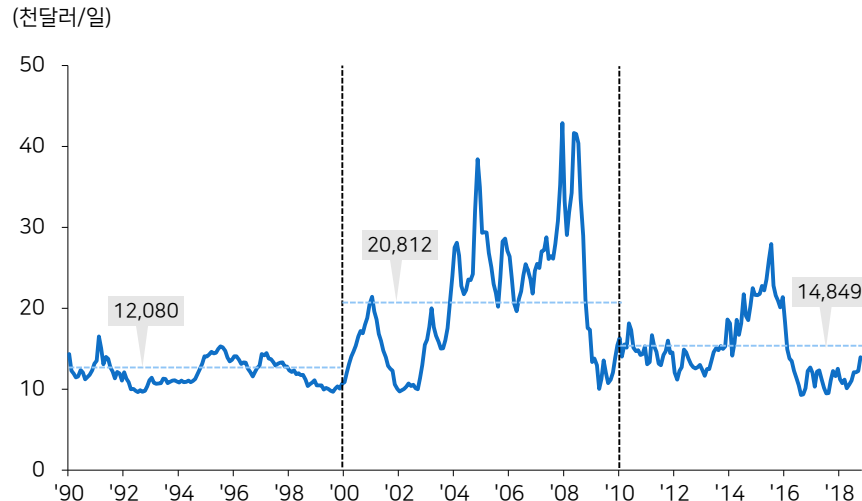
Cycle 1) 운임 주기상, 탱커와 가스선의 상승 시기 도래

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2010~18년 평균 운임은 20년 전 수준으로 회귀, 30년간의 흐름을 보면 Up-turn 시기 도래

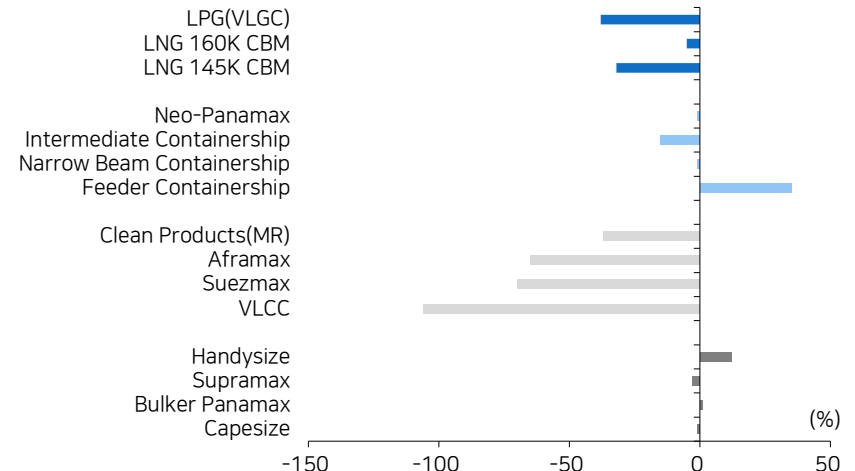
- 4대 선종인 벌크선, 탱커, 컨테이너선, 가스선(LPG선)의 평균운임은 현재 20년 전 수준(1990~99년 평균)
- 1990~1999년: 선종 평균 12,080달러/일, 최고치 16,526달러/일, 최저치 9,635달러/일(변동 폭 71.5%)
- 2000~2009년: 선종 평균 20,812달러/일, 최고치 42,869달러/일, 최저치 9,728달러/일(변동 폭 340.7%)
- 2010~2018년: 선종 평균 14,849달러/일, 최고치 27,943달러/일, 최저치 9,290달러/일(변동 폭 200.8%)
- 2008~2018년 10년간 선종별 운임 하락 폭은 탱커 > 가스선 > 컨테이너선 > 벌크선 순으로 큼

벌크선·탱커·컨테이너선·LPG선 평균 운임 추이 – 현재는 90~99년 평균 수준



주: Clarksons Average Earnings 월별 평균 기준, 가스선은 LPG선 기준
자료: Clarksons, Marine Money, 메리츠증권증권 리서치센터

2008~18년간 선종별 평균 운임 변화 – 탱커의 운임 하락폭이 가장 큼



자료: Clarksons, Marine Money, 메리츠증권증권 리서치센터

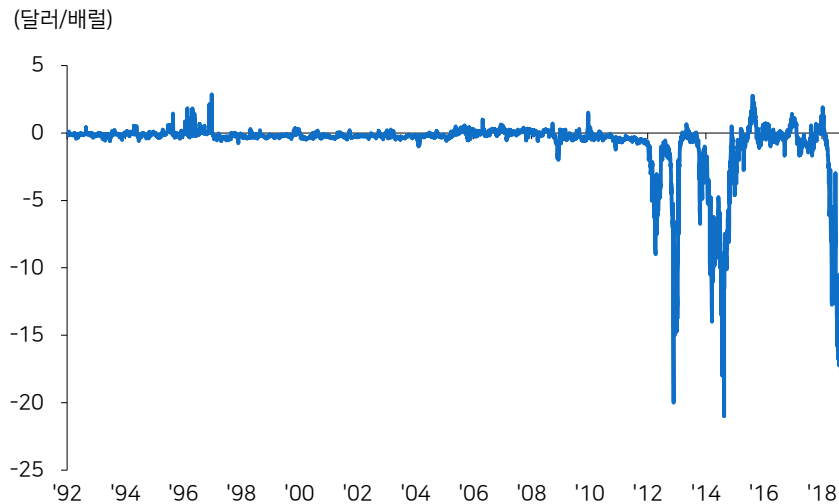
Cycle 2) 탱커 - 유가 불확실성은 상존, 안정화가 중요

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

미국 Shale Oil 증산 Vs. 송유관
운송능력 포화, 유가 헤게모니
OPEC에서 미국으로 이동 중

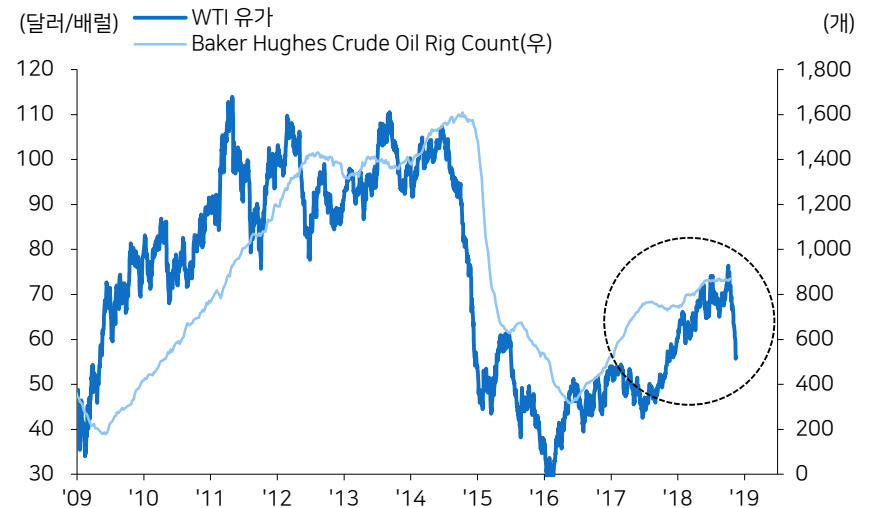
- 2010년 이후 미국 내 원유 수송의 병목현상은 심화 중, Mid-land에서의 WTI 가격과 Cushing(원유 선물 거래에 대한 실물 인도 장소)에서의 가격 Spread가 확대되고 있음
- 2018년 Permian Field의 Shale Oil 생산량이 급증, Permian에서 Gulf Coast로 향하는 송유관도 포화 상태
- 2017년 하반기부터 미국産 원유 수출이 본격화, Brent와 WTI Spread가 벌어지면서 운송비를 감안해도, 미국産 원유 Merit 증가. 생산 증가에도 송유관 용량 부족으로 Shale Oil 증분이 미국 내 재고로 이어짐
- 트럼프의 Pipeline Infra 투자 확대 → 수출 증가 → 자원 수요 증가 → 유가 안정화의 가능성도 존재

WTI Midland-WTI Cushing 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

對이란 제재, 미국産 수출 증가, 투자확대로 점진적 유가 상승 가능성도 제기



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Cycle 2) 탱커 - 유가(P)보다는 수요·공급(Q)이 우선

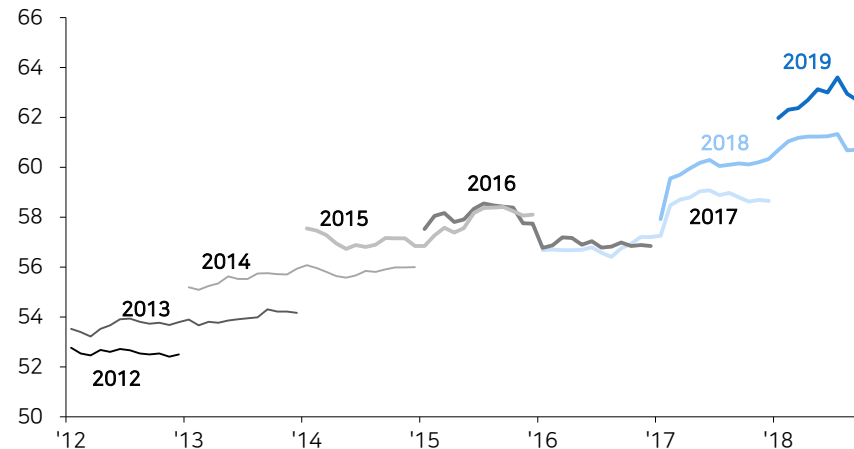
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

탱커의 운송수요(Q)는 증가,
특히 제품운반선(PC선)이 개선

- Non-OPEC 지역의 액체 연료 생산량 추정치는 상향 중, WTI 선물옵션 시장의 비상업 순매수 포지션은 50~55달러 레벨까지 감소(2017년 1분기 수준) → 지지선 확인 후 안정화 예상, 운송수요(Q)는 증가
- 2019년 원유 물동량은 전년 대비 2.0% 증가한 20.7억톤, 석유제품 물동량은 2.9% 증가한 11.4억톤 전망 → **MR Tanker 등 제품운반선 운임 상승 예상**
- 2019년 탱커 폐선량이 사상 최고치인 2018년의 70% 수준일 경우(추정치는 45%), 탱커 선복량은 2.3% 증가에 그쳐 → **탱커 운임 Bottom-out의 기대감 형성 가능**

Non-OPEC 액체 연료 생산량 추정치 변동

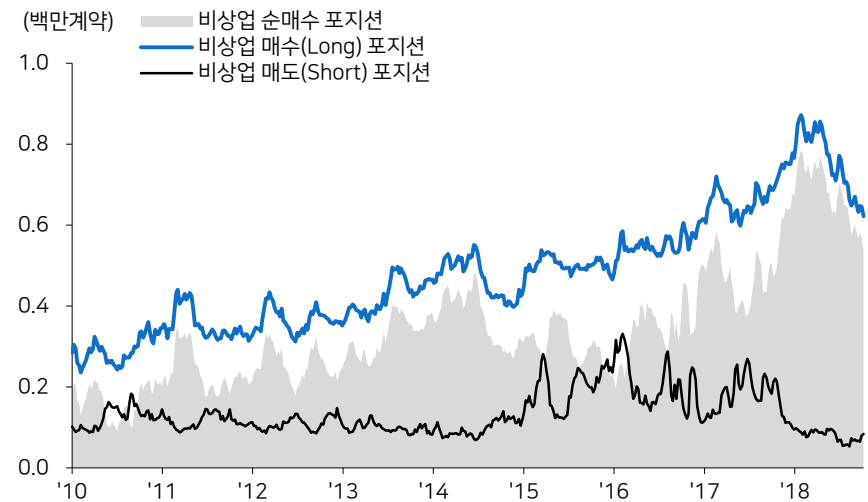
(백만배럴/일)



자료: U.S. Energy Information Administration, 메리츠증권증권 리서치센터

WTI 선물옵션 비상업 순매수포지션

(백만계약)



자료: Bloomberg, CFTC, 메리츠증권증권 리서치센터

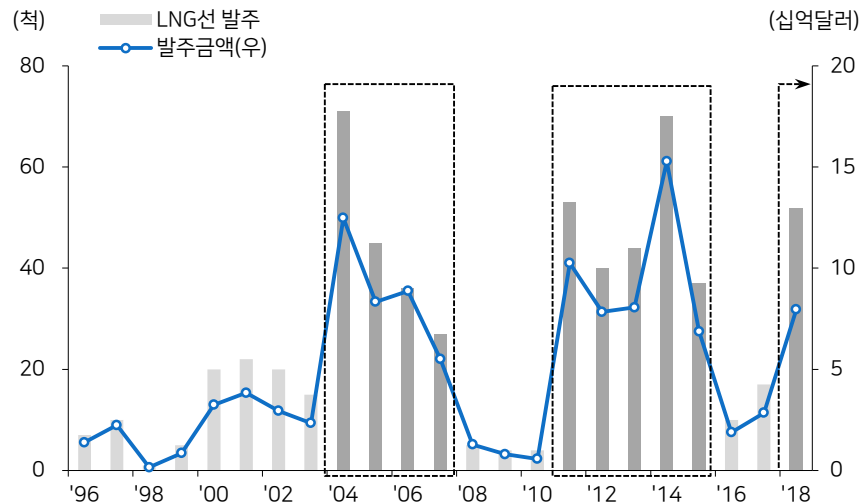
Cycle 3) LNG - 2019~21년 연평균 43척 발주 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2004~07년은 Qatar發 발주,
2011~15년은 일본 대지진과
Shale Gas發 발주 - 2019~21년
환경 이슈發 발주 예상

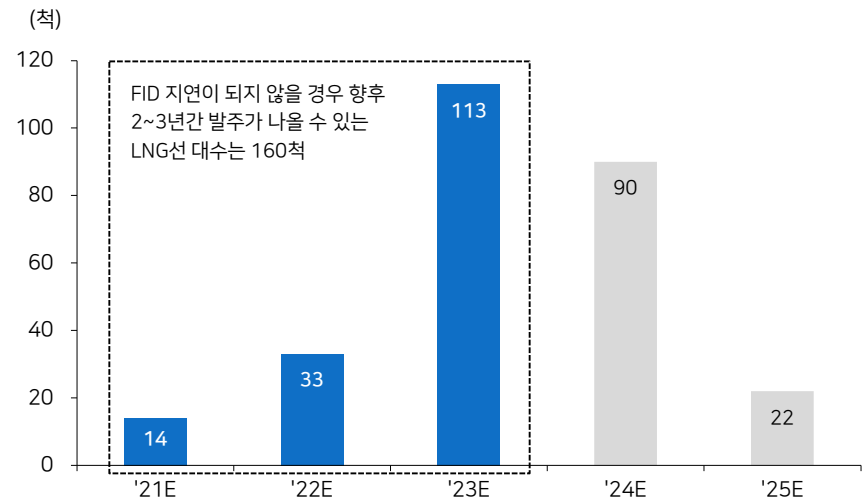
- 2004~07년 LNG선은 179척, 352억달러(2,887만CBM) 규모 발주 - Qatar Gas Plant 투자의 운송 수요
- 2011~15년 244척, 483억달러(3,777만CBM) 규모의 발주 - 2011년 일본 대지진, 미국 Shale 투자 수요
- 현재 FEED(기본설계) 단계에 있는 LNG 프로젝트, 유가 반등과 수요 증가에 맞춰 투자 승인(FID) 가속화
- FEED가 진행 중인 프로젝트 중 2023년까지 상업 생산이 계획된 프로젝트는 23개
- 18개 프로젝트가 지연, 2023년까지 완공을 가정하면 2019~21년 LNG선 160척 필요 → **2019~20년 인도는 91척으로 신규 프로젝트용 발주 69척, 기존 수요 증가분 60척 합산 129척 전망 (연평균 43척)**

LNG선 발주 척수, 발주금액 추이 - Qatar, 일본, 미국, 환경규제로의 변화



주: 2018년은 10월 말 기준
자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

FEED 단계 LNG플랜트의 상업생산 시기별 필요 LNG선 전망



주: 2021~23년 생산예정인 LNG플랜트의 생산량은 135MTPA
자료: GIIGNL, Upstream, Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

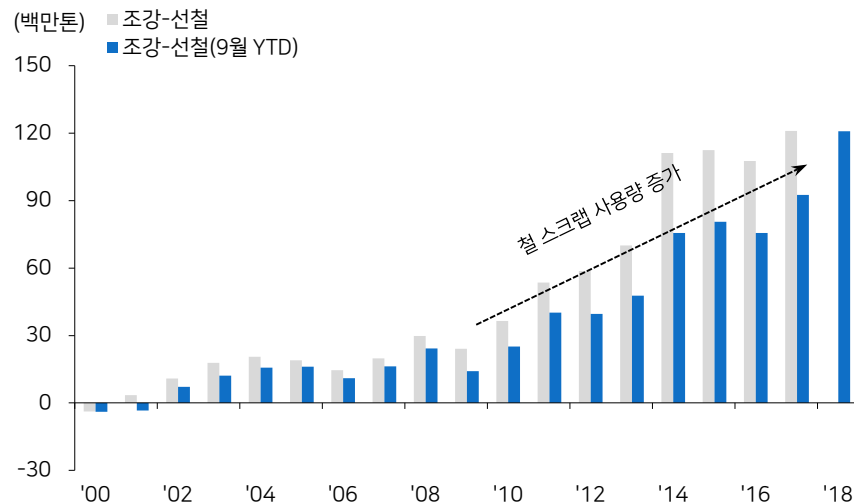
Cycle4) 벌크 - 철 스크랩 수요의 증가, 결국 철광석과 스크랩은 동행

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

중국의 철 스크랩 사용량 증가,
대체재인 철광석과 철 스크랩
가격은 결국 동행

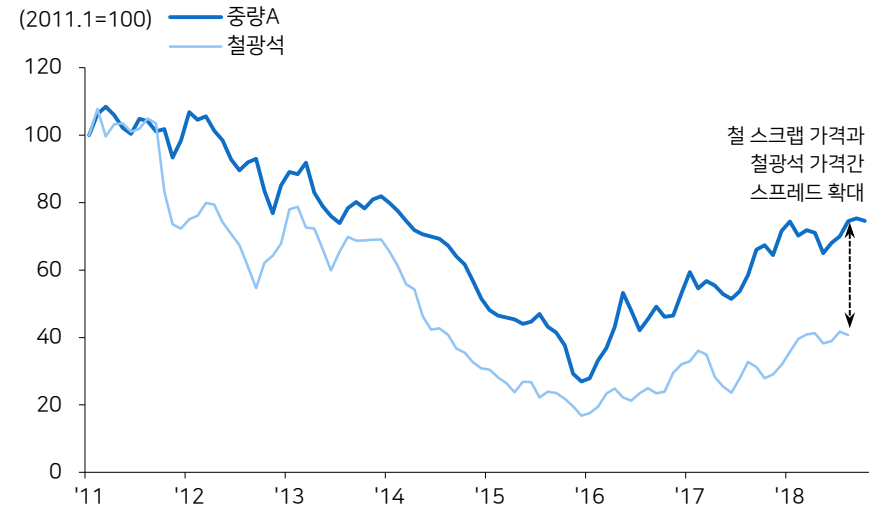
- '조강 생산량 증가→철강 축적량 증가→철 스크랩 생산 증가→잉여 철 스크랩 사용 또는 수출'의 확장 과정에서 중국은 철 스크랩 사용량을 확대하고 있음. 조강 생산량 대비 선철 생산량의 차이 확대
- '제13차 5개년 발전계획'에서 2020년까지 철스크랩 사용비율을 제12차 대비 2배로 확대한 20% 제시
- 2017년 띠티아오강(저급강) 폐쇄조치로 철 스크랩 공급이 증가, 고로업체들이 스크랩 투입을 확대
- 중국의 전기로와 고로는 탄력적으로 철 스크랩 비중을 조절, 2020년까지 철 스크랩 수요 2억톤 전망
- 철광석과 철 스크랩은 대체재의 관계, 최근 Spread 확대는 터키와 중국발 철 스크랩 수요 증가가 원인

중국 조강 생산량 - 선철 생산량 추이, 철 스크랩 사용량 증가세 지속



주: 회색은 당해년도 연간 조강생산량과 선철생산량 차이, 파란색은 당해년도 9월 누계 차이 기준
자료: NBS, 메리츠증권리서치센터

철 스크랩과 철광석 가격 추이 - 전기로에 의존하는 터키와 중국 수요 증가



주: 2011년 1월 가격을 100으로 환산하여 비교
자료: SteelDaily, 메리츠증권리서치센터

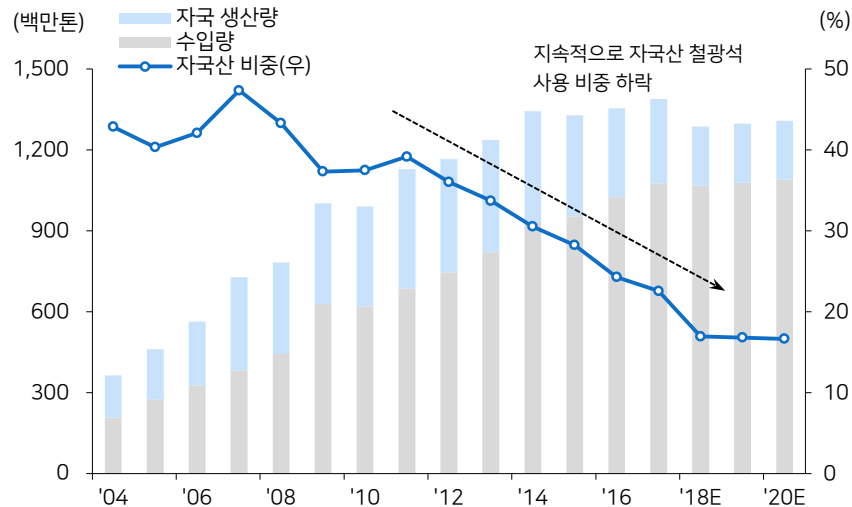
Cycle4) 벌크 - 철 스크랩 증가로 가격은 하향 안정화 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Vale의 철광석 생산 증가, 재고 소진 과정, 철 스크랩 사용 증가로 철광석 가격 안정화 전망(스크랩 가격 안정화)

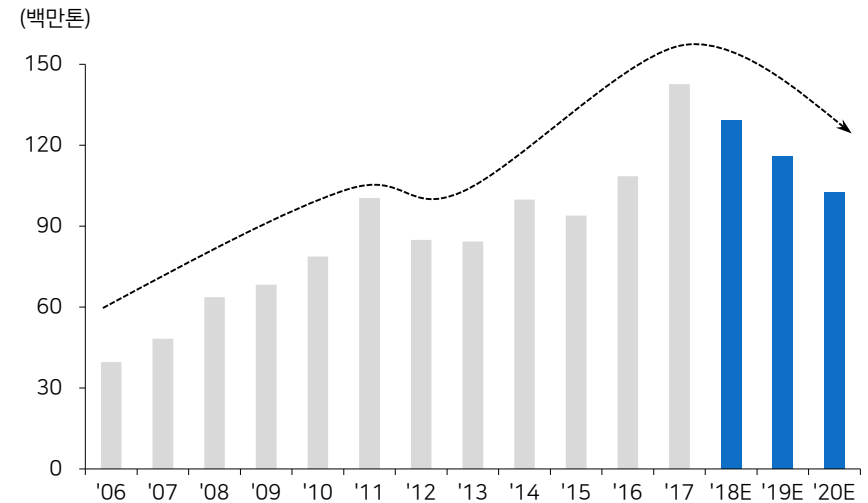
- '제13차 5개년 발전계획'을 변곡점으로, 2016년부터 중국의 건설 투자 급증하며 철강 수요 회복세 전환
- 중국 정부의 환경 규제와 유연탄 가격 급등으로 고품위 철광석 수요가 급증
- 중국 내 철광석 생산이 급감하면서, 수입물량 증가세는 지속되었고 항만 재고량은 2017년 최고치 경신
- Vale의 S11D 광구 생산량은 2019년 3천만톤 증가, 중국의 철 스크랩 사용 증가 → 중국의 철광석 항만 재고 소진에 따른 수입 증가세 둔화 예상 → **철광석 가격의 하향 안정화** → **철 스크랩과의 Spread 축소**

중국 철광석 생산량과 수입량 추이



주: 중국 생산량은 품위를 고려하여 조정된 수치(품위 62%)
자료: NBS, 중국 해관총서, USGS, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 철광석 항만 재고 추이



자료: Steelhome, 메리츠증권증권 리서치센터

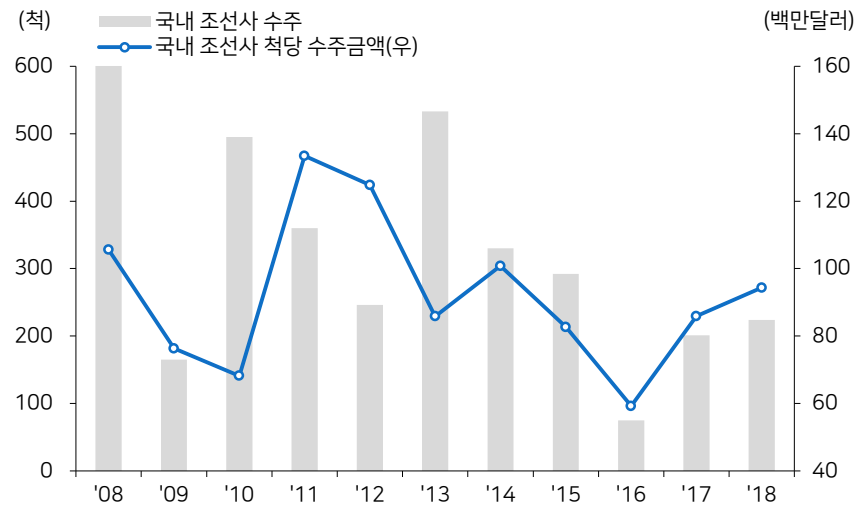
변화 1) 수주 물량의 ASP 상승, 높아진 폐선가격

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 건조원가와 폐선가격
추가 상승요인은 제한적, Slot
availability 측면의 가격인상
필요 - 합리적인 선가 상승

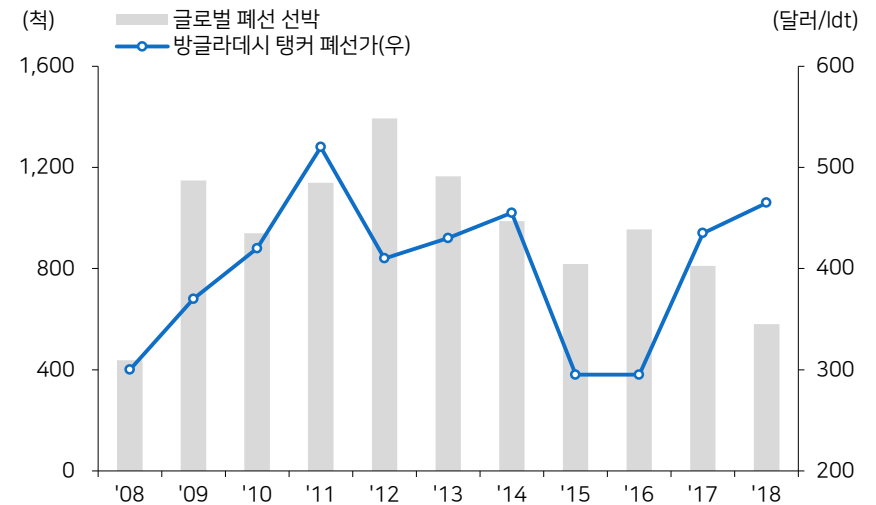
- 2016년부터 지속된 중국發 철광석 수요 증가와 가격 상승은 2019년부터 안정화될 전망, 철 스크랩은 수요 증가세가 지속되면서 가격은 연착륙할 가능성 높음 → 폐선가격의 추가 상승 제한적
- Lagging Time을 감안해도 후판 가격의 급격한 인상 가능성은 희박 → 추가적인 수익 악화 우려는 완화
- 단기 Peak 수준의 원가 상승과 폐선가격 상승이 일단락되면, 대기 폐선수요 증가 → 환경규제 이슈
- 임계치 이상의 잔고(2년) 확보한 후, 원가 상승분을 선가에 전가시키는 Slot-availability 측면 Push 필요

국내 조선사 수주 선박과 적당 수주금액 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 폐선 선박 및 폐선가 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

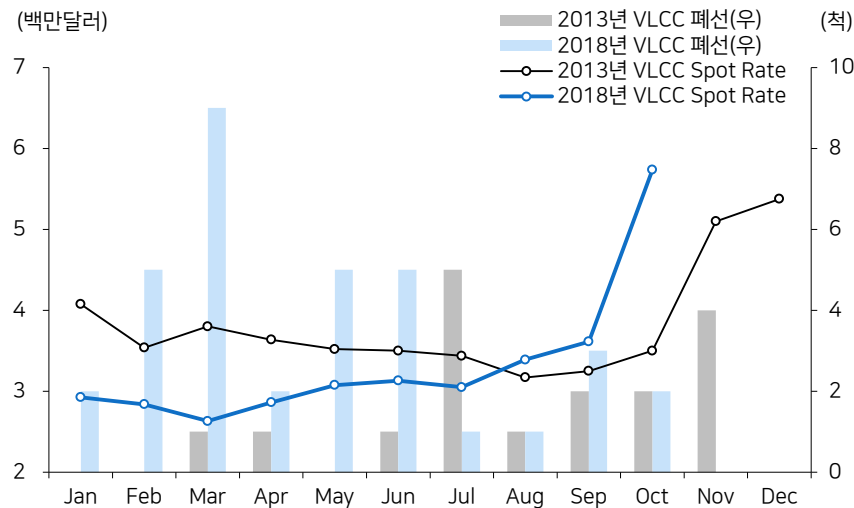
변화 2) 폐선량 급증, Up-cycle의 과정으로 판단

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

1985년 이래 최대 수준 VLCC
폐선량, 상반기 폐선 급증 후
운임은 2013년 수준 상회

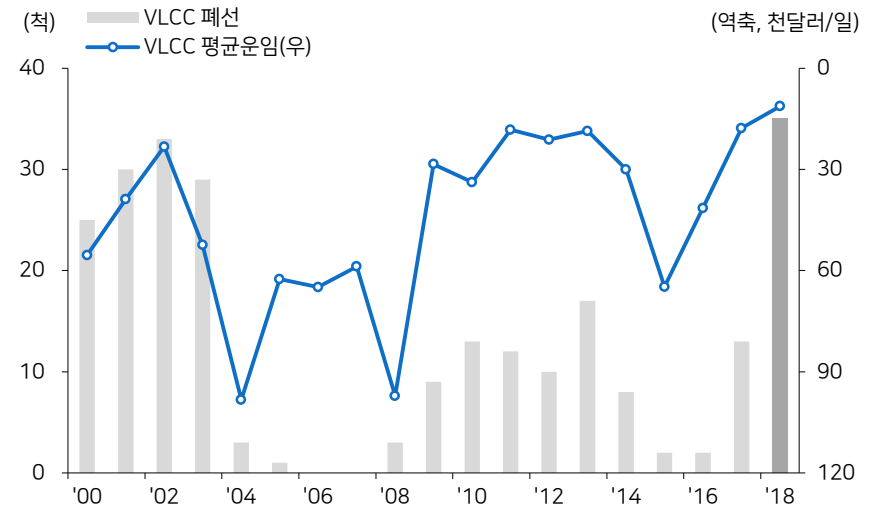
- 2018년 10월 누계 VLCC(초대형원유운반선)의 폐선량은 35척 1,039만DWT로 1985년 이래 최대치
- 2008년 미국 금융위기 이후 2009~17년 전체 폐선규모가 86척 2,416만DWT, 운임과 무관한 폐선
- 2018년 2~6월 폐선량이 급증하면서 VLCC Spot 운임은 8월부터 2013년 수준을 상회하기 시작
- '운임 하락→노후선 가치 급락→폐선량 증가'의 Down-cycle이 아닌, '스크랩 가격 상승→폐선가격 상승→폐선량 증가에 따른 공급 축소→운임 상승→교체 발주 증가'의 Up-cycle의 과정으로 판단

2013년과 2018년 VLCC Spot Rate와 폐선량 비교



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC 폐선과 평균운임 추이 - 운임과 폐선량은 역의 상관관계



주: 2018년은 10월 누계 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

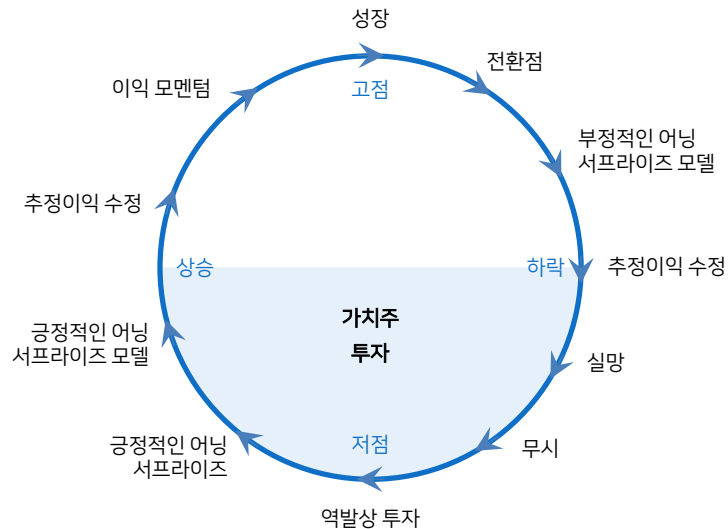
변화 3) 이익 Cycle과 발주 Cycle 모두 바닥을 지나

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년은 해양 E&P와 중동 석화플랜트 투자 초입기, 이익과 발주는 바닥을 통과

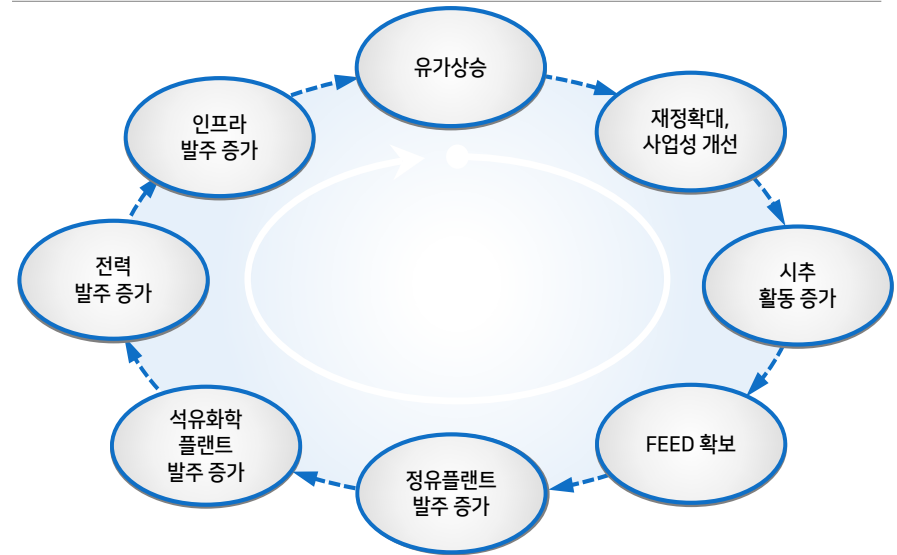
- 2013년 이후 5년간 지속된 조선업계의 매출 감소와 수익성 악화는 마무리 단계, 일회성 손익의 추가 발생에도 Figure보다 Future에 주목하는 시장 → 이익 예상 생애주기 상 조선주는 5~6시를 지나는 중
- 유가가 지배하는 Up & Downstream 투자주기 상 해양 시장은 E&P 사업성 개선과 시추 활동 증가 단계
- 중동은 2013~15년 대규모 정유플랜트의 가동시점이 2019년 도래, NCC 기반 석화플랜트 투자 예상
- 2019년은 해양 E&P와 중동 석화플랜트 시장의 CAPEX Cycle의 초입, 4년간의 발주 위축 해소 기대

이익 예상 라이프 사이클 - 조선은 5~6시를 지나고 있는 모습



자료: Richard Bernstein, 『STYLE INVESTING』, 메리츠증권증권 리서치센터

유가와 Up & Downstream CAPEX Cycle - 해양은 2~3시, 중동은 6~7시 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

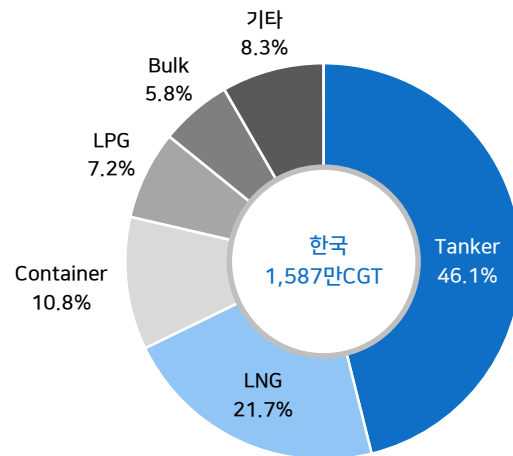
변화 4) 한국 - LNGC, 컨테이너선 중심의 High-end 잔량 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

LNG선과 초대형컨테이너선
수주로 잔고는 31% 증가,
High-end 선종의 경쟁력 입증

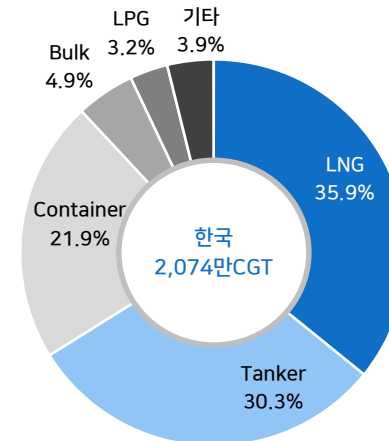
- 2018년 10월말 기준 한국 조선업계 수주잔고는 2,074만CGT로 전년 동기 대비 30.7% 증가
- 2017년 10월 선종별 잔고 구성은 **탱커(46%)** > LNG선(22%) > 컨테이너선(11%) > LPG+벌크(13%) 순
- 2018년 10월 잔고 구성비는 **LNG선(36%)** > 탱커(30%) > **컨테이너선(22%)** > LPG+벌크(8%) 순
- 2018년 발주된 100K CBM급 이상 LNG선을 100% 수주, LNG선과 초대형컨테이너선 수주잔고 급증

2017년 10월 말 한국 조선업계의 수주잔고 선종별 비중



주: 수주잔고는 CGT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

2018년 10월 말 한국 조선업계의 수주잔고 선종별 비중



주: 수주잔고는 CGT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

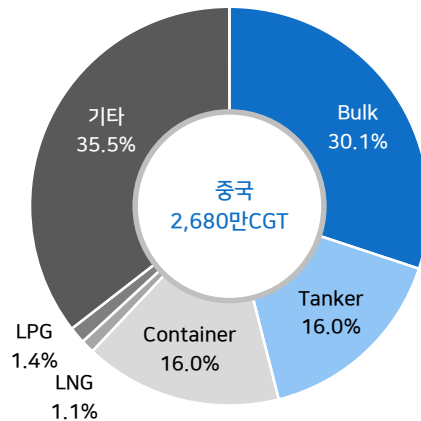
변화 4) 중국 - 기존 선종(벌크선, 탱커) 외의 수주 감소

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

LNG선 수주경쟁 열위 재확인,
벌크선과 탱커 중심의 잔고
유지, 전년 수준의 잔고

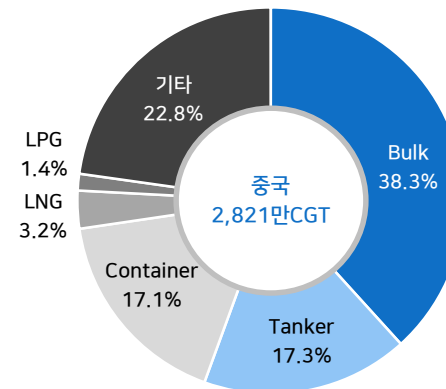
- 2018년 10월말 기준 중국 조선업계 수주잔고는 2,821만CGT로 전년 동기 대비 5.3% 증가에 그침
- 2017년 10월 선종별 잔고 구성은 벌크선(30%) > 탱커(16%) > 컨테이너선(16%) > LNG(1%) 순
- 2018년 10월 잔고 구성비는 벌크선(38%) > 탱커(17%) > 컨테이너선(17%) > LNG(3%) 순
- 2018년 79.8K CBM급 LNG선 2척, 7.5K CBM급 LNG선 2척 수주에 그쳐 LNG선 발주 증가의 수혜 없었음

2017년 10월 말 중국 조선업계의 수주잔고 선종별 비중



주: 수주잔고는 CGT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 10월 말 중국 조선업계의 수주잔고 선종별 비중



주: 수주잔고는 CGT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

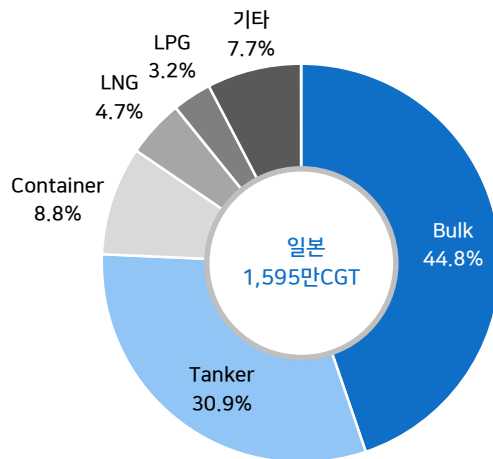
변화 4) 일본 - 자국 발주(컨테이너선, LNGC) 이외의 잔고 감소

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

자국 발주 이외의 신규 수주는
사실상 전무, 잔고도 전년 동기
대비 16.6% 감소

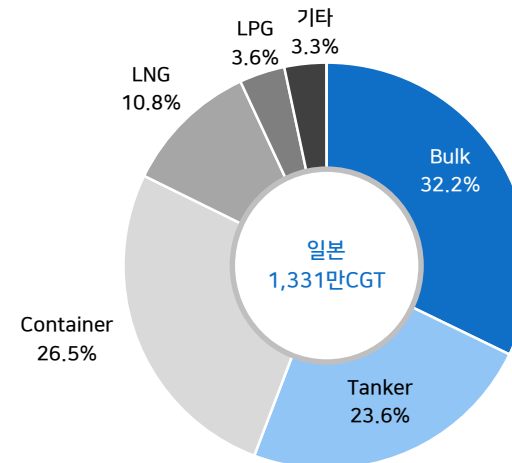
- 2018년 10월말 기준 일본 조선업계 수주잔고는 1,331만CGT로 전년 동기 대비 16.6% 감소
- 2017년 10월 선종별 잔고 구성은 벌크선(45%) > 탱커(31%) > 컨테이너선(9%) > LPG+LNG(8%) 순
- 2018년 10월 잔고 구성비는 벌크선(32%) > 컨테이너선(27%) > 탱커(24%) > LNG+LPG(14%) 순
- 2018년 일본 조선업계의 수주 점유율은 8.2%로 급감, 자국 발주 이외의 신규 수주는 사실상 전무

2017년 10월 말 일본 조선업계의 수주잔고 선종별 비중



주: 수주잔고는 CGT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

2018년 10월 말 일본 조선업계의 수주잔고 선종별 비중



주: 수주잔고는 CGT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

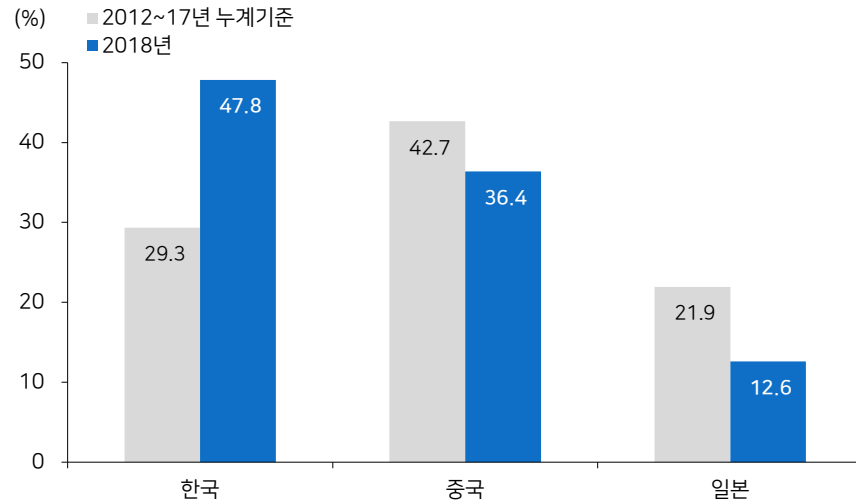
변화 5) 중국 수주 M/S 하락 - 금액 기준 M/S 25.9%로 급락

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2012~17년 한국 수주 점유율
29.3%, 2018년 현재 47.8%
(DWT 기준), 금액기준 42.1%

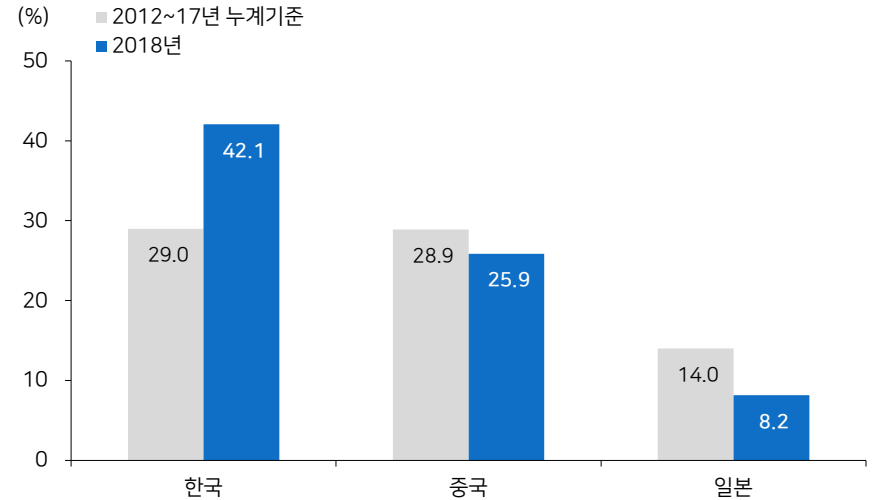
- 2008년 이후 'LNG선→Drillship→초대형컨테이너선→해양생산설비' 로 경쟁 심화 우려는 반복되고 있음
- 2012~17년 누계 선박의 수주점유율(DWT 기준)은 중국 42.7%, 한국 29.3%, 일본 21.9%
- 반면, 금액 기준 M/S는 한국 29.0%, 중국 28.9%, 일본 14.0%으로 High-end 선종은 한국이 확실한 우위
- **2018년 10월 누계 금액 기준 수주 M/S는 한국 42.1%, 중국 25.9%, 일본 8.2%로 중국 부진 두드러짐**
- 수주량(DWT) 기준으로 한국 47.8%, 중국 36.4%, 일본 12.6% → 중국의 수주 점유율 하락은 확인

한국 · 중국 · 일본의 수주량 기준 수주점유율 비교



주: 수주량은 DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 · 중국 · 일본의 수주금액 기준 수주점유율 비교



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

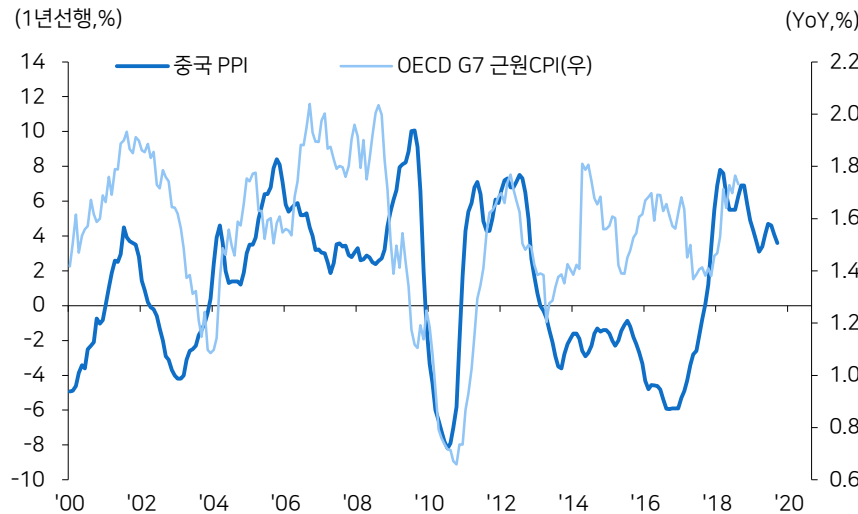
변화 5) 중국 수주 M/S 하락 - 원가 경쟁력 약화 이슈는 아님

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

민영업계의 금융發 구조조정 여파(R/G 제한) 가능성 존재

- 미·중 무역분쟁이 불거진 이후 경기둔화 우려가 가장 높아진 중국, 높은 부채부담과 함께 공급 과잉 산업의 구조조정과 성장성 안정을 모두 달성해야 하는 상황
- 경제 성장세 둔화로 생산자물가지수(PPI) 하락세 반전, 위안화 약세 감안시 원가 경쟁력 약화는 아닐 것
- 구조조정이 심화되면서 2018년 AA- 5년물 스프레드가 상승하고 채권 디폴트도 증가하는 추세
- 수주에 필수적인 선수금환급보증(R/G, Refund Guarantee) 발급이 어려운 조선업체는 디폴트 or M&A

중국의 생산자물가는 낮아지는 양상, 위안화 약세



자료: 중국 통계국, OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

구조조정 심화되자 기업도산 확대, 내수경기 부담으로 되돌아 올



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

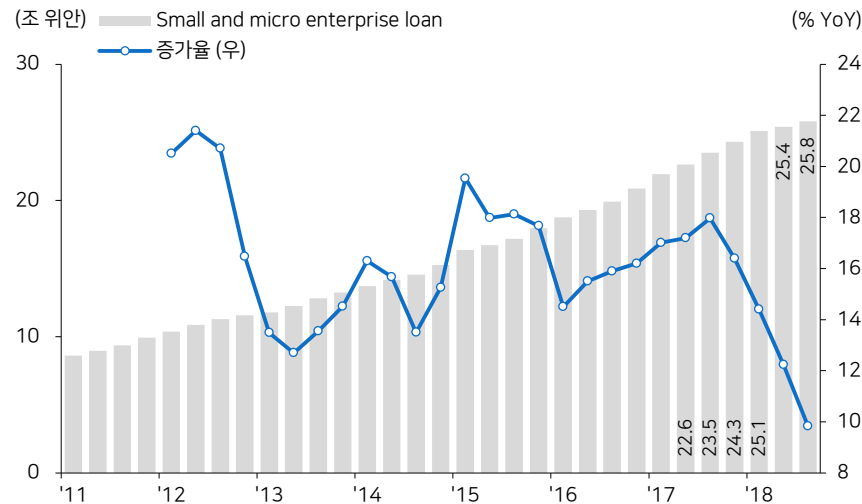
변화 5) 중국 수주 M/S 하락 - 구조조정 과정의 일회성 이슈는 아닌 듯

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

국진민퇴 움직임 중, Top 50
업체 변화가 없다는 점은
구조조정이 중국 조선업계 M/S
하락의 원인이 아님을 반증

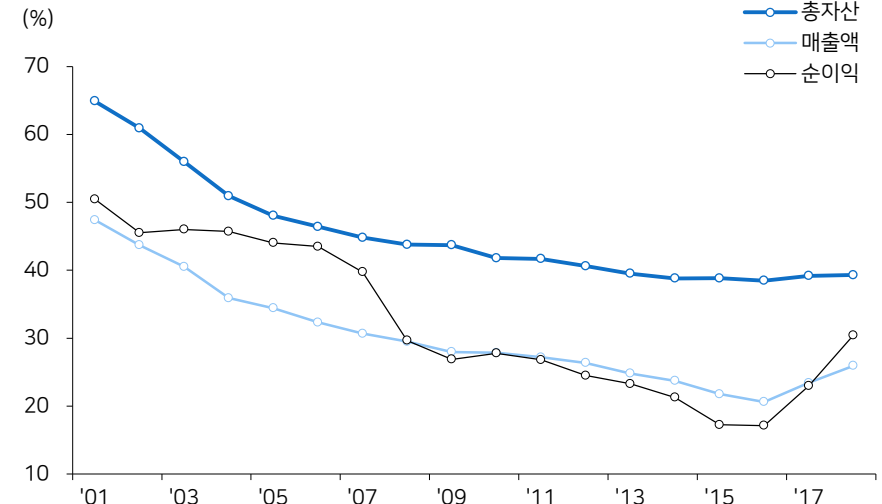
- 2017년 말 중국 정부의 자산관리상품(WMP) 규제발표 이후 그림자금융과 P2P 대출 잔액 급감. 은행 외의 조달 창구가 봉쇄된 상황에서 리스크 관리 강화 정책으로 은행 중기대출도 증가율은 급격히 하락
- 2017년을 기점으로 중국 광공업 기업 내 국유·국영기업의 매출액·순이익 점유율이 다시 상승하고 있음
- 국유기업 개혁의 성과가 아닌, 국유기업 주도의 자원배분 재개(국진민퇴(國進民退))의 가능성 높음
- 2017년 잔고 기준 Top30 내 중국 조선업체는 10개, Top31~50 12개 → 2018년 9월 Top30 내 중국 업체 11개, Top31~50 12개로 변화 없음. 이는 중국 M/S 하락이 구조조정 과정의 일회성 이슈는 아님을 의미

중국의 중소기업 대출실적은 부진한 모습



자료: 중국인민은행, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 광공업 기업 내 국유/국영기업의 점유율 추이



주: 2018년은 1~8월 누계 기준임
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

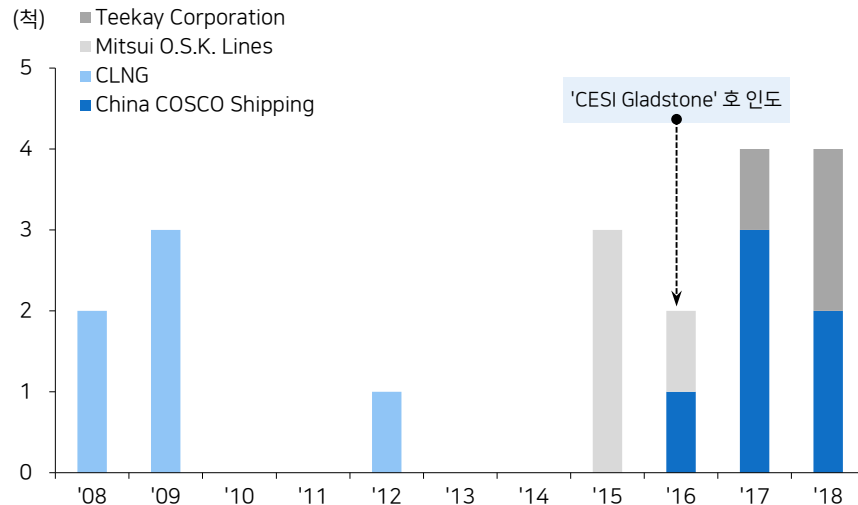
변화 6) LNG선과 High-end선, 중국의 위협은 없었다

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

중국 LNG선 1위 조선소 후동
중화, 자국 COSCO가 발주한
LNG선을 인도 2년만에 폐선
18년 LNG선 한국 M/S 100%

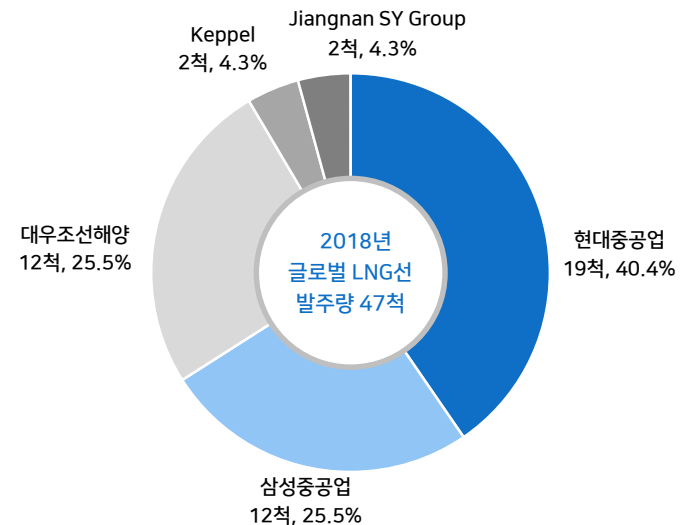
- 중국 LNG선 건조 1위 조선사 Hudong Zhonghua, 2008년부터 2018년 10월까지 LNG선 19척을 인도
- 그 중 자국선사인 COSCO Shipping과 CLNG의 발주 비중은 63.2%, Mitsui와 Teekay가 나머지를 차지
- Hudong Zhonghua는 COSCO에서 2012년 9월 'CESI 시리즈' LNG선 4척을 수주, 2016년 10월 인도
- 'CESI Gladstone' 호는 기술적 결함으로 운항 중지 후 재정비를 포기하고 시운전 2년여 만에 폐선 결정
→ LNG선 건조기술 측면에서 한국과 중국 간 격차 재확인, 향후 LNG선 수주경쟁에도 영향을 줄 것
- 2018년 한국 LNG선 수주 점유율은 91%(100K 이상 100%), LNG선에서 독보적인 경쟁력 유지

중국 Hudong Zhonghua의 LNG선 건조실적 추이 - 19척 중 자국 발주 12척



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 조선사별 LNG선 수주 및 점유율 현황 - 100K CBM 43척 전량 수주



주: 현대중공업은 현대삼호중공업 포함, Keppel은 중국 Keppel Nantong(2005년 인수)
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

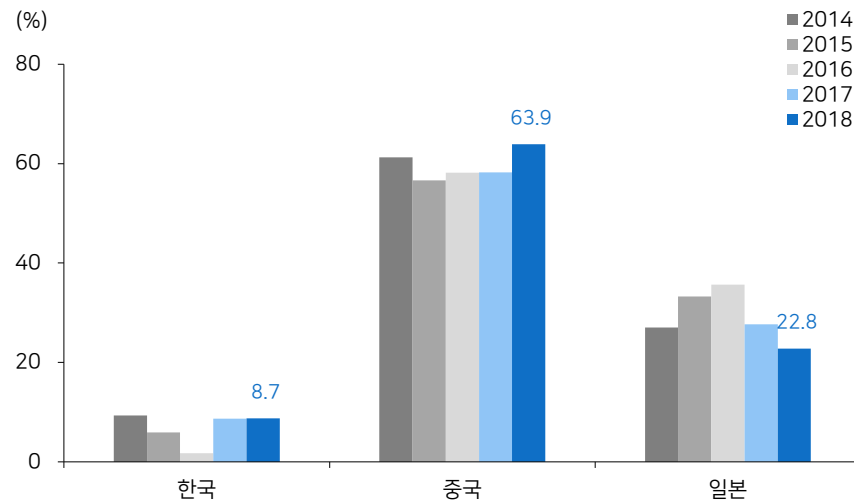
변화 6) LNG선과 High-end선, 중국의 위협은 없었다

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

벌크선은 중국과 일본 경쟁,
탱커는 한국과 중국 경쟁이나
2018년 한국 M/S 상승

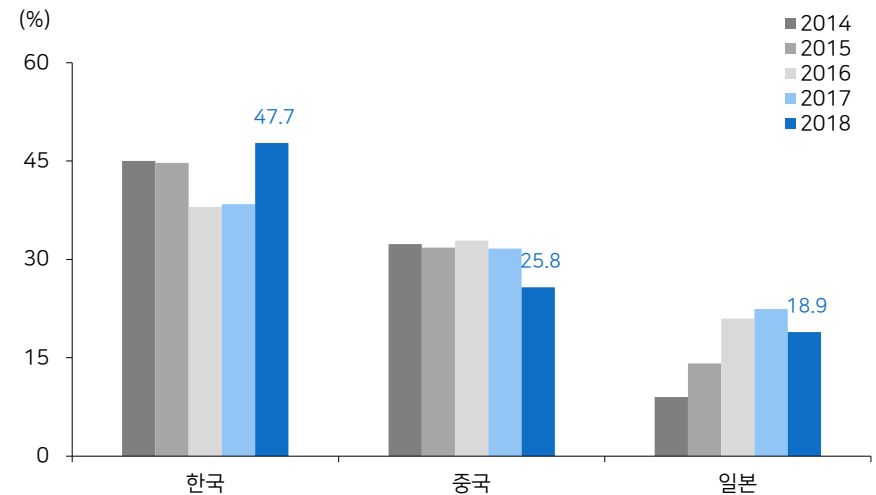
- 2018년 9월 기준 전세계 벌크선 수주잔고 중 국가별 M/S는 중국 63.9%, 일본 22.8%, 한국 8.7%
- 벌크선의 최근 5년 평균 잔고 M/S는 중국 59.7%, 일본 29.3%, 한국 6.9% → 중국과 일본의 경쟁
- 2018년 9월 기준 전세계 탱커 수주잔고 중 국가별 M/S는 한국 47.7%, 중국 25.8%, 일본 18.9%
- 탱커의 최근 5년 평균 잔고 M/S는 한국 42.8%, 중국 30.9%, 일본 17.1% → 한국과 중국의 경쟁
- 전체 VLCC 잔고의 64.5%인 2,160만DWT를 한국이 보유, 2017~18년 발주 급증의 수혜는 한국

전세계 벌크선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이



주: 각 시점별 연말 기준, 2018년은 9월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 탱커 수주잔고 중 국가별 점유율 추이



주: 각 시점별 연말 기준, 2018년은 9월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

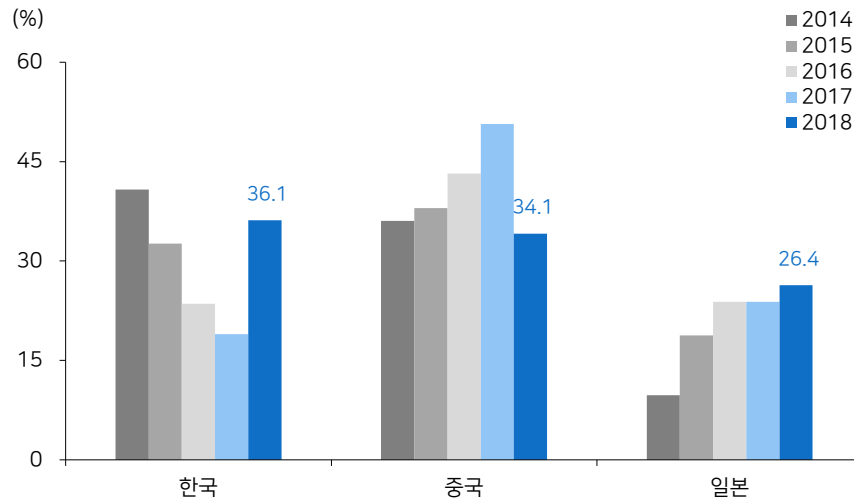
변화 6) LNG선과 High-end선, 중국의 위협은 없었다

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

컨테이너선은 가장 치열한 경쟁선종, 반면 LNG선은 한국의 절대적 우위

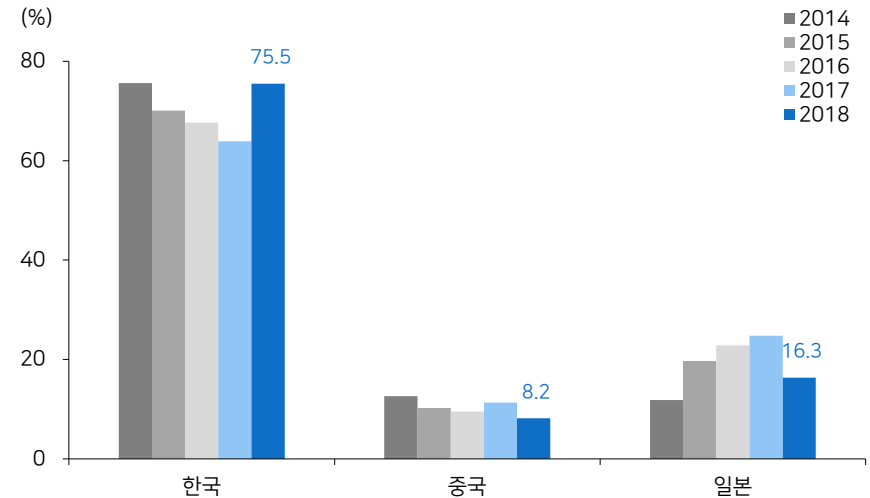
- 2018년 9월 기준 전세계 컨테이너선 수주잔고 중 국가별 M/S는 한국 36.1%, 중국 34.1%, 일본 26.4%
- 컨테이너선의 최근 5년 평균 잔고 M/S는 중국 40.4%, 한국 30.4%, 일본 20.5% → 가장 치열한 경쟁
- 2018년 9월 기준 전세계 LNG선 수주잔고 중 국가별 M/S는 한국 75.5%, 일본 16.3%, 중국 8.2%
- LNG선의 최근 5년 평균 잔고 M/S는 한국 70.5%, 일본 19.1%, 중국 10.4% → 한국의 절대적 우위
- 2018년 중국의 M/S 하락은 컨테이너선과 LNG선 중심의 발주가 원인 → 2019년 발주 전망을 감안하면 한국 M/S는 35~40% 수준 지속, 해양 발주 재개로 연간 수주액 280~310억달러 기대

전세계 컨테이너선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이



주: 각 시점별 연말 기준, 2018년은 9월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

전세계 LNG선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이



주: 각 시점별 연말 기준, 2018년은 9월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

Part IV

Divergent(2019E) - 조선

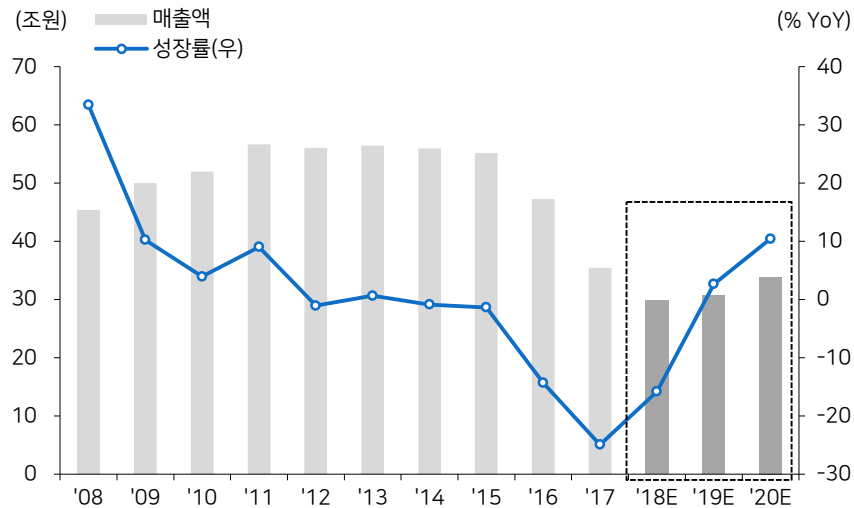
Divergent 1) 매출과 잔고의 동반 증가 확인

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2013년 이후 6년만의 매출
증가세 전환, 기저효과는
분명하지만 Noise는 해소

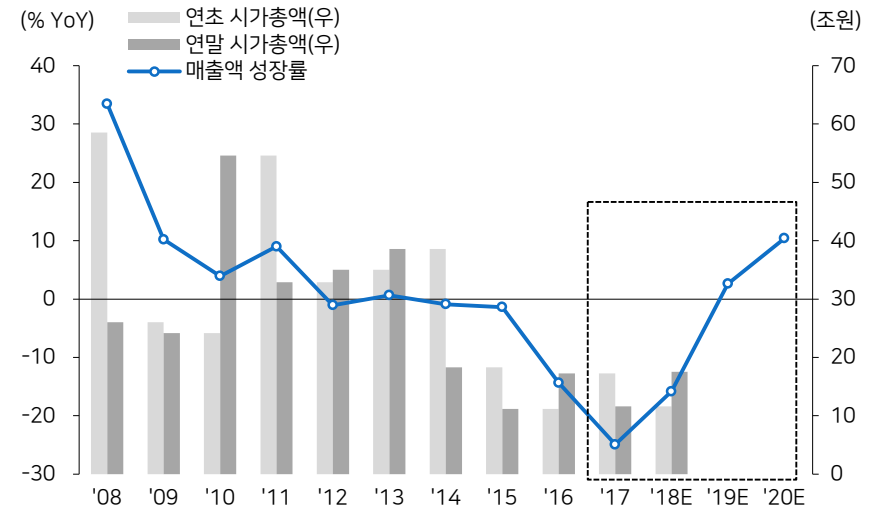
- 필요한 변화는 1) 선가 상승(LNGC 핵심), 2) 생산설비 발주 재개, 3) IMO2020 Impact, 4) 시추시장 회복
- Divergent Factor 1) 매출과 수주잔고의 동반 증가 → 재무 건전성 우려 해소 + Earning 불확실성 해소**
- 2019년 조선 4사 합산 매출액은 전년대비 2.6% 증가 예상, 이는 **2013년 이후 6년만의 회복**
- 2018년의 기저효과는 분명하나 2020년까지의 일감 확보에 성공, Downsizing Noise는 종료될 전망

조선 4사 합산 매출액 추이 및 전망 - 6년 만에 증가세 전환



주1: 조선 4사는 현대중공업(조선+해양), 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 2018년은 각 회사별 매출 가이드스 반영 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

조선 4사 합산 시가총액, 매출액 성장률 추이 및 전망 - 매출 성장기에 상승



주1: 조선 4사는 현대중공업(조선+해양), 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 2018년은 각 회사별 매출 가이드스 반영 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

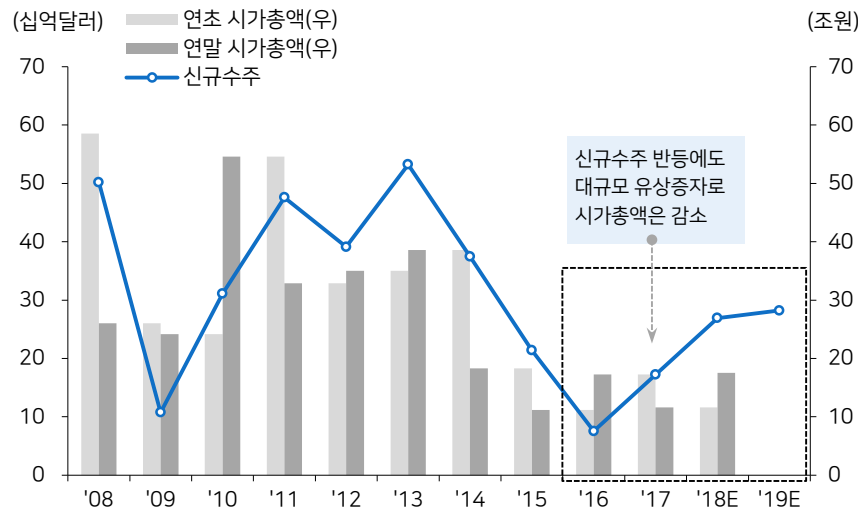
Divergent 1) 매출과 잔고의 동반 증가 확인

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 예상 수주액 280억달러
이상(발주 814억달러), 매출
대비 20% 초과로 잔고는 증가

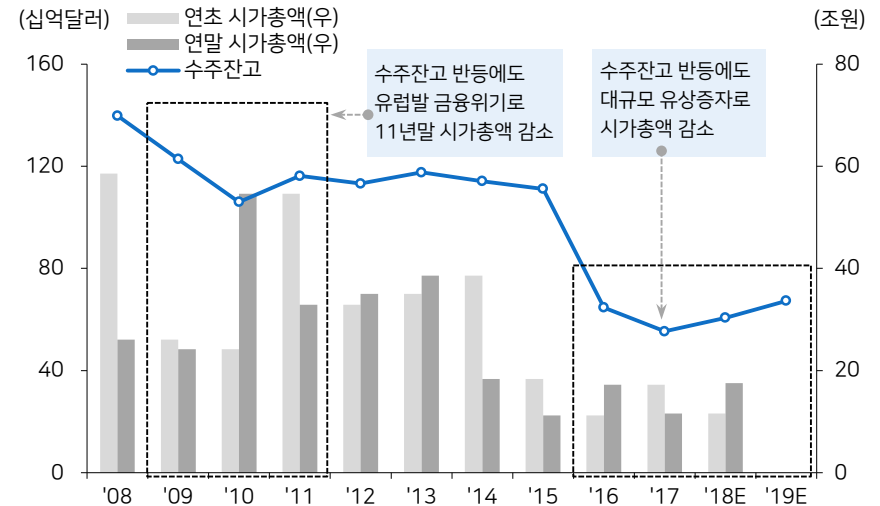
- 2018년 조선 4사 합산 수주목표 269억달러, **2019년 수주액은 280~310억달러로 예상**
- 2018년** 현대 수주목표 84억달러, 삼성 82억달러, 대우 73억달러, 미포 30억달러 → 현대+미포는 90% 이상 달성 확실, 삼성+대우는 해양설비 발주 지연을 감안하면 85~90% 달성은 가능 → **240억달러 예상**
- 2018년 합산 수주잔고(인도기준) 607억달러(+9.6% YoY), 2019년 합산 매출액 230억달러로 인도기준 잔고는 673억달러(+10.9% YoY) 전망

조선 4사 합산 시가총액, 신규수주액 추이 및 전망



주1: 조선 4사는 현대중공업(조선+해양), 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 2018년은 각 회사별 수주목표 반영 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

조선 4사 합산 시가총액, 수주잔고 추이 및 전망



주1: 조선 4사는 현대중공업(조선+해양), 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
주2: 2018년은 각 회사별 수주목표 반영 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

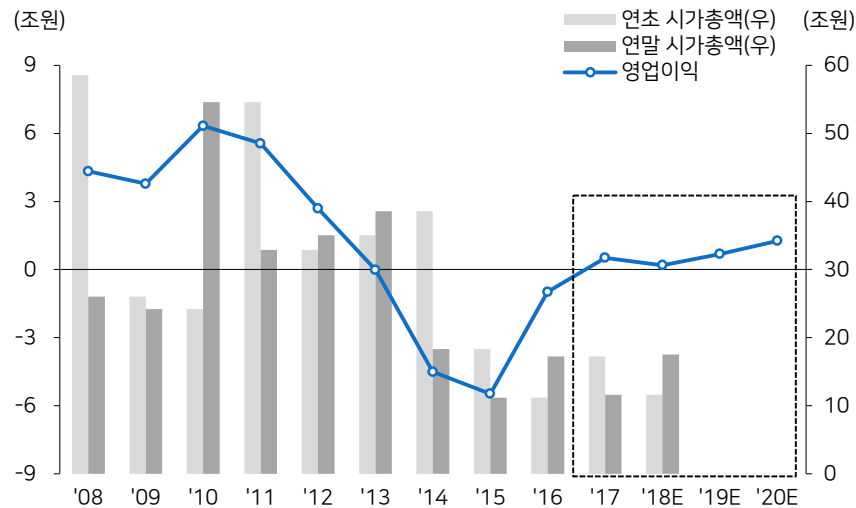
Divergent 2) '일회성'의 마무리

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

**2014~16년 합산 영업적자
11조원, 연속된 흑자기조 유지
확인 필요 - 2019년 흑자 전망**

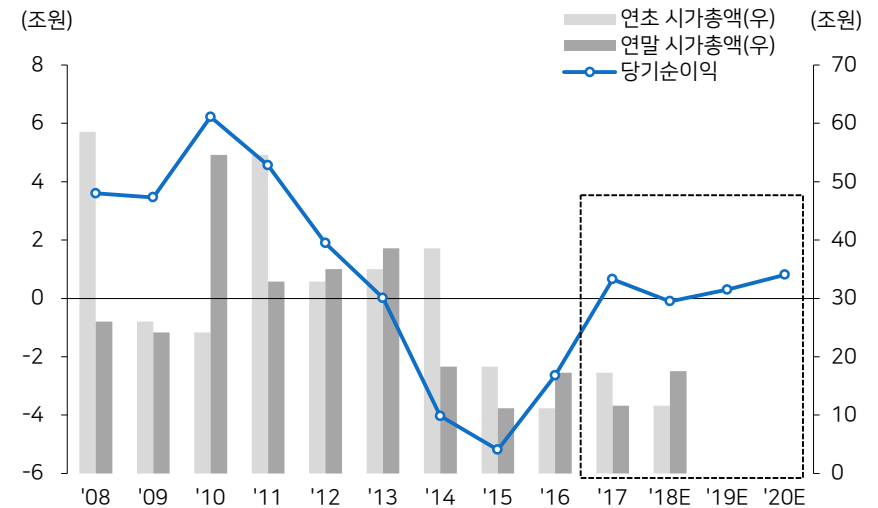
- 조선 4사의 합산 시가총액은 2013년 말 38.6조원에서 2015년 말 11.2조원으로 1/3 이하로 급감
- 2013년 이후 불거진 해양 생산설비의 대규모 적자, 해양 시추설비의 발주 취소는 공사손실충당금, 대손상각 등 '일회성 손실' 확대를 초래 → 유가하락 이후 영업손실 장기화
- 2014~16년 조선 4사의 합산 영업손실은 11.0조원 → 2018년 합산 +0.13조원, 2019년 +0.49조원 전망
- **2014~16년 4사 합산 당기순손실 11.9조원 → 2018년 당기순이익 -0.44조원, 2019년 +0.34조원**

조선 4사 합산 시가총액, 영업이익 추이 및 전망



주: 조선 4사는 현대중공업(조선+해양), 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

조선 4사 합산 시가총액, 당기순이익 추이 및 전망



주: 조선 4사는 현대중공업(조선+해양), 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

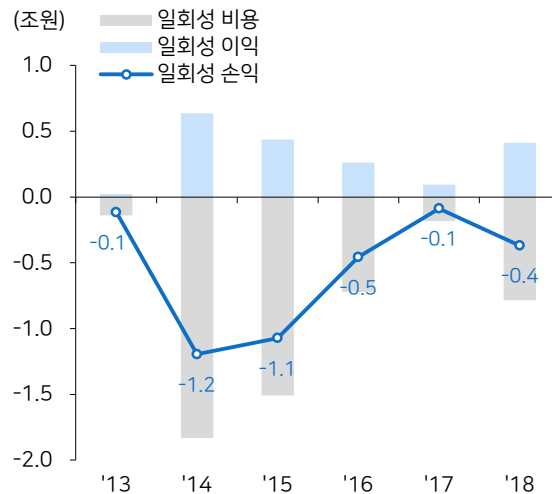
Divergent 2) '일회성'의 마무리

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

적자 해양공사가 인도되고
Downsizing이 마무리, 후판가
급상승 없다면 일회성은 해소

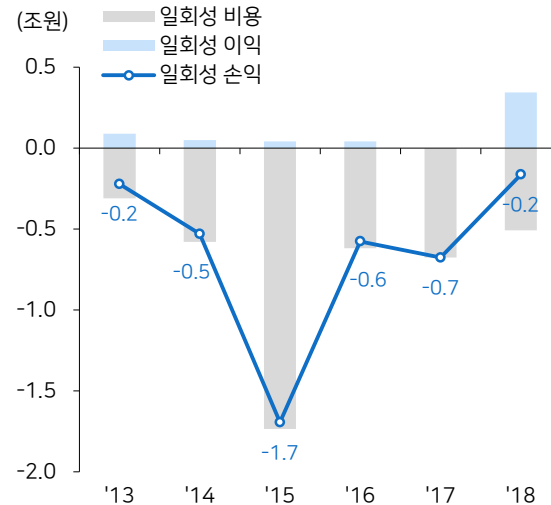
- 조선 4사 합산 일회성 손익은 2015년 -8.2조원, 2017년 +0.1조원으로 개선. 그러나, 2018년 3분기 누계로 '일회성' 손익이 -0.3조원을 기록, 반복되는 '일회성' 비용에 피로감 형성
- 2018년 현대와 삼성은 해양부문 일회성 수익(C/O)이 발생했지만, 조선부문 일회성 비용을 동시에 반영
- 1) 적자 해양공사 종료, 2) 조선부문 일회성 비용은 원가 상승 분(강재 가격), 3) 구조조정 마무리(4Q18) → 후판가격이 추가로 10% 이상 상승하지 않는다면, 2019년 '일회성 비용' 발생 축소 전망

현대중공업 연결기준 일회성 손익(해양, 상선)



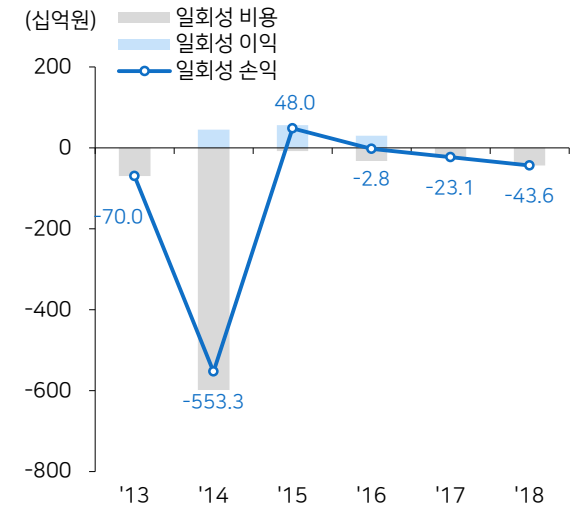
자료: 메리츠증권리서치센터

삼성중공업 연결기준 일회성 손익(해양, 상선)



자료: 메리츠증권리서치센터

현대미포조선 연결기준 일회성 손익(상선)



자료: 메리츠증권리서치센터

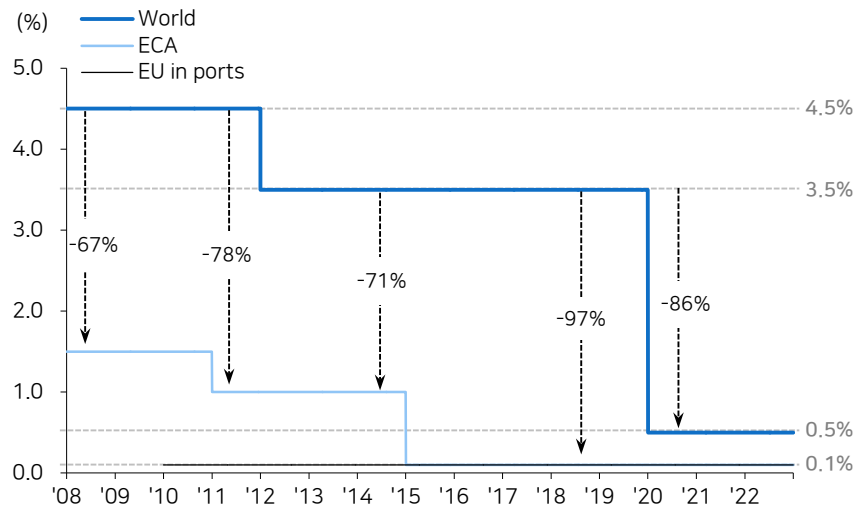
Divergent 3) IMO2020 Impact

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2020년 1월 1일 예정대로 황산화물 규제는 시행

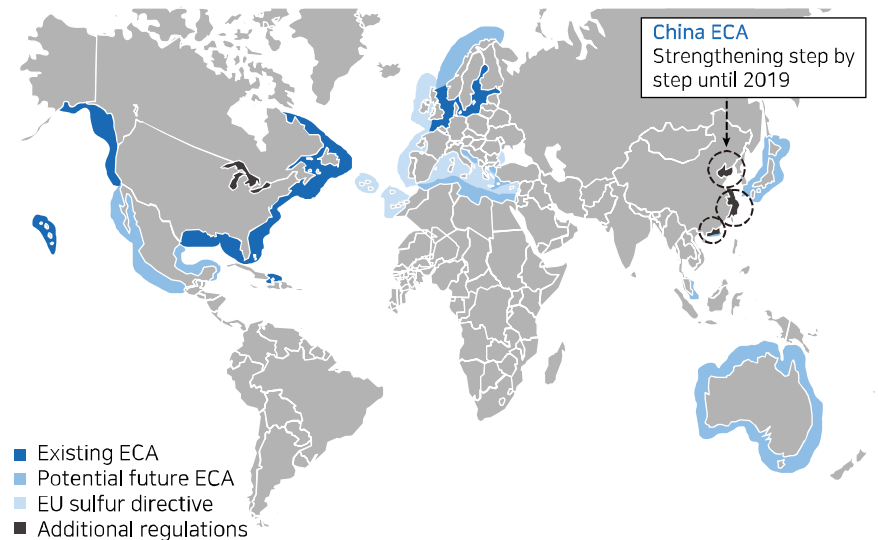
- 국제해사기구(IMO), 10월 개최된 MEPC(해양환경보호위원회) 73차 회의에서 황산화물 배출규제(IMO2020)가 예정대로 2020년 1월 1일부터 시행됨을 재확인
- 특히 Carriage Ban 추가 도입을 확정, 2020년 3월 1일부터 고유황유 운반선은 Scrubber 설치를 강제함
- 이에 따라 선박 연료의 일반해역 내 황함유량은 0.5% 이하(EGCS 사용 시 배기가스 동등 SOx 함유율은 21.7ppm), 배출규제해역(ECA)은 0.1% 이하를 의무적으로 준수해야 함

국제해사기구(IMO)의 운항지역별 선박 황산화물(SOx) 규제 타임라인



자료: 한국선급(KR), 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 ECA(Emission Control Area) 구역 현황



자료: 한국선급(KR), 메리츠증권증권 리서치센터

Divergent 3) IMO2020 Impact - 완벽한 대안은 없다

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

IMO2020의 대안은 3가지 뿐

- 1) 저유황유 사용: 가장 현실적
- 2) Scrubber 설치: OPEX 유리
- 3) LNG Fuel: CAPEX 불리

- 질소산화물(NOx), 평형수 처리장치(BWTS)에 이어 황산화물(SOx), 온실가스(CO2, GHG)로 규제 확대
- 가장 강한 규제인 황산화물 규제(IMO2020)는 1) 저유황유 사용, 2) Scrubber 설치, 3) LNG Fuel이 방안
- CAPEX 부담 측면에서는 저유황유(LSFO, MGO) > Scrubber 설치 > LNG Fuel 사용 순으로 유리
- OPEX(연료비 등) 부담은 Scrubber 적용 > LNG Fuel > 저유황유 사용 순으로 유리
- 환경 규제 및 추후 연료비 상승을 감안하면 LNG Fuel > Scrubber > 저유황유 사용 순으로 유리

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"> 선주입장에서는 추가적인 CAPEX가 필요하지 않음 기존 선대에도 바로 적용 가능, Fuel Bunkering 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 저렴한 기존 연료의 사용 가능, 황산화물 규제 충족 가능 Scrubber 투자금액을 빠른 시일 내에 회수 가능 	<ul style="list-style-type: none"> SOx 규제를 포함해 NOx, CO2 규제까지 대응 가능 기존 벙커C 대비 연료소모량 적어 OPEX(운영비) 절감 가능
단점	<ul style="list-style-type: none"> 기존 Bunker C 대비 50% 이상 비싸며, 연료 가격급등 Risk 저유황유의 표준 제조방법(Blending) 없어 사용상의 Risk 	<ul style="list-style-type: none"> 척당 400~1,000만달러에 달하는 투자비용 소요 Scrubber 공급량 제한적, CO2 규제에 대응할 수 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 선가의 20~30% 추가 투자 비용 발생, 연료탱크 크기 증가 LNG Bunkering 인프라 구축이 선행조건
조선산업 영향	<ul style="list-style-type: none"> 신조 발주를 직접 초래하지 않음, 노후선 폐선 증가를 기대할 수 있는 제한적 수혜 (중립적) 수혜: 저유황유 투자를 늘리는 정유업체, 현대미포조선 	<ul style="list-style-type: none"> 스크러버 옵션 장착으로 선가 상승 (다소 긍정적) 수혜: 현대중공업, 현대중공업지주 등 	<ul style="list-style-type: none"> LNG추진선 발주시, 국내 조선사 수주 예상되어 M/S 상승 고가의 LNG추진선 수주로 선가상승 (긍정적)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

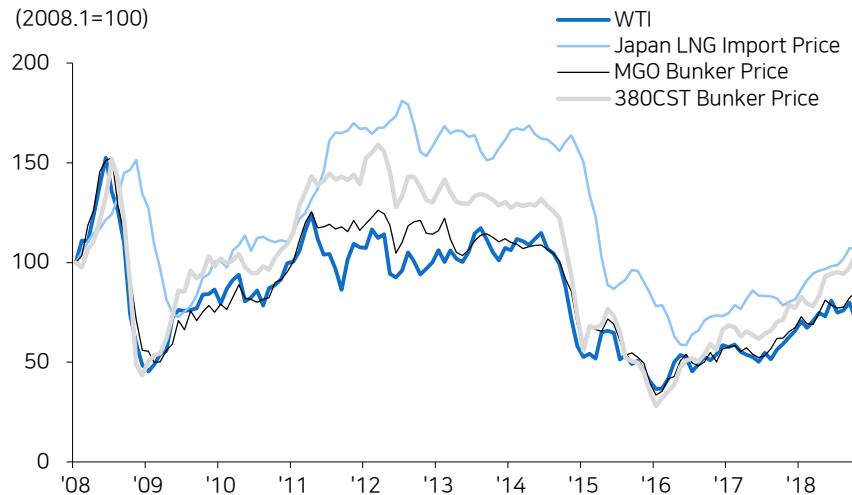
Divergent 3) IMO2020 Impact - 현실적 대안은 저유황유 사용

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

CAPEX가 소요치 않는다는
점이 가장 매력적, 수요 급증에
따른 가격 상승 리스크 상존

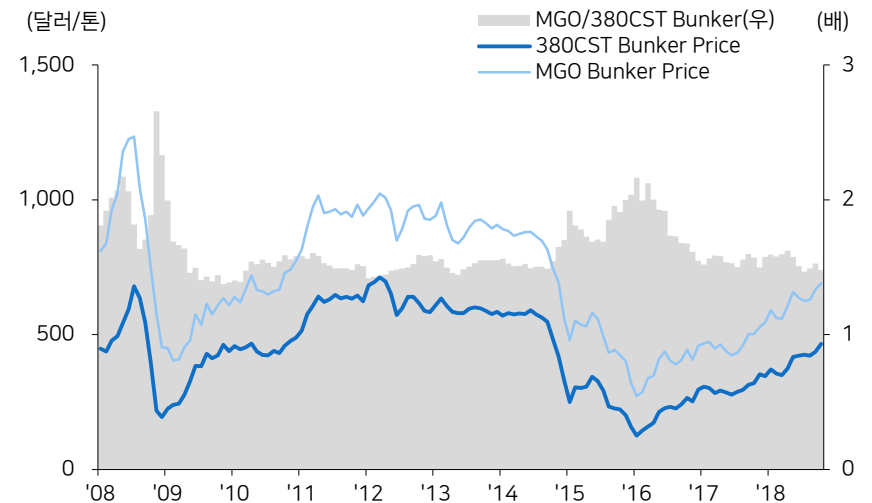
- 10월 기준 저유황유(MGO, Marine Gas Oil) 가격은 톤당 690달러로 기존 연료 466달러 대비 48% 비쌈
- 2008년부터 현재까지 WTI 가격과 MGO의 상관계수는 0.96, Bunker C(380CST)의 상관계수는 0.92
- 저유황유의 장점은 기존 선박의 운영에 추가 CAPEX가 필요 없고, 연료의 벙커링이 용이하다는 점
- 단점은 규제 시행 이후 수요증가에 따른 가격 급등 Risk가 존재하며, 황함유량을 0.5% 이하를 만족하기 위한 Blending이 표준화 되어 있지 않다는 점 → 화주로의 비용 전가 여부, 감속 운항을 초래할 가능성

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



자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

기존 선박용 연료(380CST)와 MGO Bunker 가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

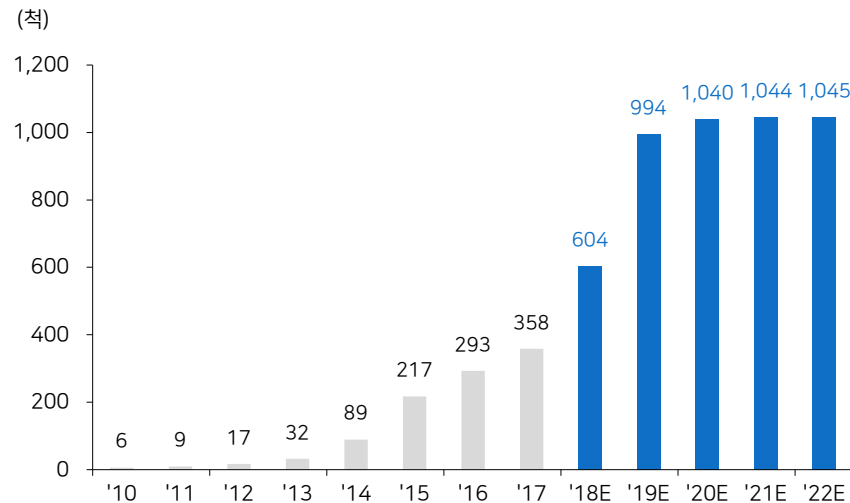
Divergent 3) IMO2020 Impact - 스크러버, 공급의 한계와 CAPEX 부담

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

현재 Scrubber 장착이 확정된 선박은 1,045척, 단납기 가능한 Scrubber는 제한적일 전망

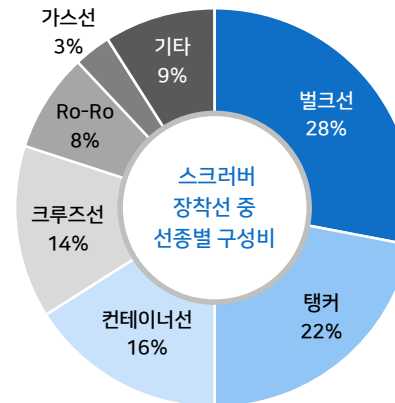
- DNV-GL(노르웨이-독일 선급)에 따르면, 현재 운영 중이거나 계약 체결된 Scrubber 장착 선박은 1,045척
- 2017년 358척에서 2018년 8월까지 1,045척으로 급증, 2020년 이전에 장착 가능한 Scrubber는 제한적
- Scrubber 적용 확정된 선박의 선종은 벌크선(28%) > 탱커(22%) > 컨테이너선(16%) > 크루즈선(14%) 순
- 기존의 고유황유 사용이 가능하다는 점에서 선호될 수 있으나, Carriage Ban 규제 여파는 확인이 필요

스크러버 장착을 확정된 선박 추이 및 전망



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 스크러버 장착 선박의 선종별 구성비



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

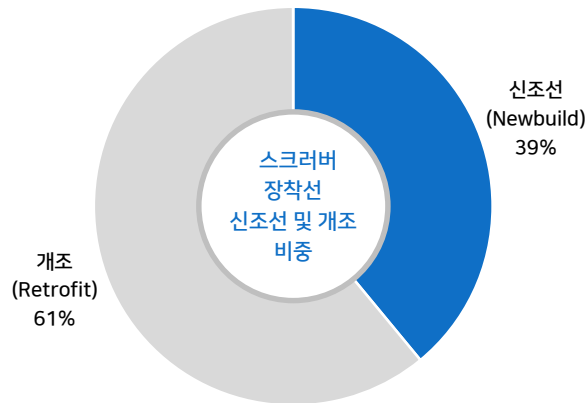
Divergent 3) IMO2020 Impact - 스크러버, 공급의 한계와 CAPEX 부담

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Scrubber 공급은 상위 3개사가 71%를 과점, 모두 북유럽 기업
현대중공업그룹 성장 잠재력 보유, 연료비 측면의 장점이 CAPEX 부담을 극복할지 변수

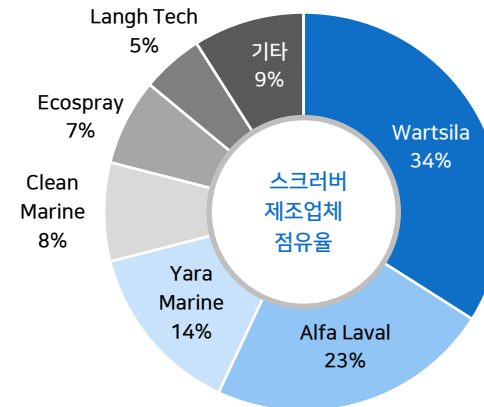
- 1,045척에 적용될 Scrubber 중 신조선박에 투입될 물량은 39%, 나머지는 기존선의 개조(Retrofit)에 투입
- Scrubber 제조업체는 Wartsila, Alfa Laval, Yara Marine, Clean Marine 등 6개 업체가 전체의 91% 차지
- 상위 3개사 점유율이 71%이나 모두 북유럽(핀란드, 스웨덴, 노르웨이) 기업들, Capacity 증설 제한적
- Scrubber 수요가 증가할 수록 납기와 가격 상승 가능성 증대, 신규 진입 장벽 존재
→ CAPEX 부담이 증가할 수 있으며, 진입 장벽 측면에서는 현대중공업그룹이 성장 잠재력 보유

스크러버가 장착될 선박 중 신조선박과 개조(Retrofit) 비중



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 스크러버 제조업체의 점유율 현황 - 상위 3사가 71% 과점



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

Divergent 3) IMO2020 Impact - LNG, 이상적이지만 더딘 적용 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

**LNG는 벙커링 이슈, 화물 적재량 손실 측면에서 열위
연료비나 환경 측면에선 우위**

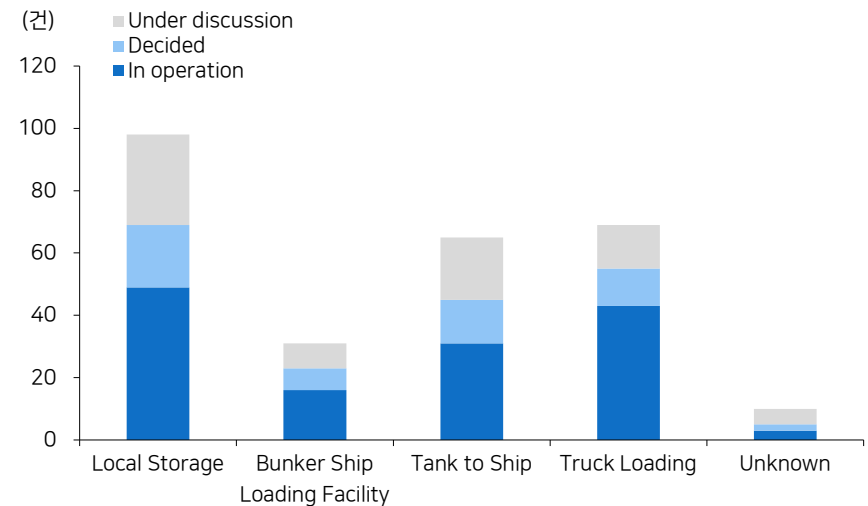
- IMO2020 규제에 대응하는 3가지 방안은 모두 황산화물(SOx)은 100% 저감 가능
- LNG 추진선에 필요한 연료탱크는 동일 선형의 기존선 대비 2배 소요, 따라서 화물적재량 손실 불가피
- Scrubber도 유사한 적재량 손실의 리스크 존재, 운영 효율성 측면에서는 모두 저유황유 대비 우수
- LNG Fuel의 단점은 벙커링, 현재 가동 중인 벙커링 설비 이외에도 추가될 설비는 주로 LNG 저장설비

IMO 2020 대응 방식별 비교

	저유황유	Scrubber	LNG 추진
특징	SOx 100% 저감	SOx 100% 저감 NOx 30% 저감	SOx 100% 저감 NOx 80% 저감
이슈	공급 불확실성	화물적재량 손실	화물적재량 손실
효율성	40.5MJ/Kg	44.9MJ/Kg	48.6MJ/Kg
가격경쟁력	낮음	낮음	높음

자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

방식 별 LNG 벙커링 프로젝트 진행 현황 - LNG 저장설비가 Main



주: 2018년 8월 기준
자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

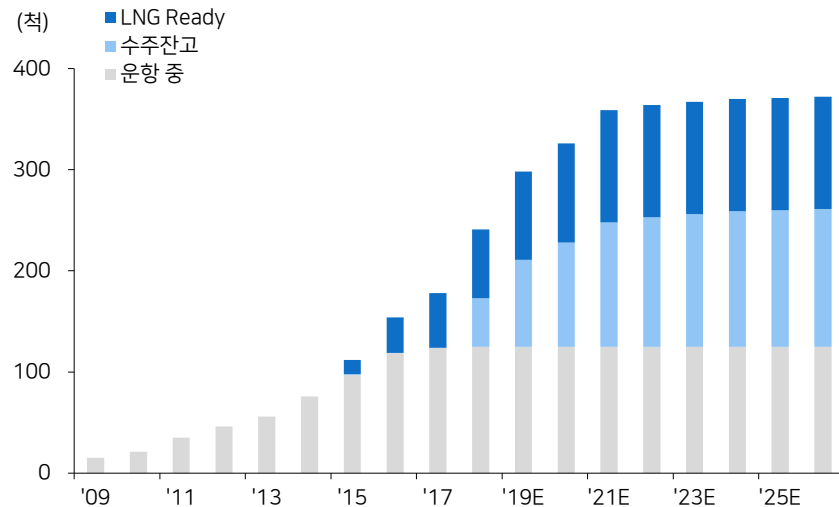
Divergent 3) IMO2020 Impact - LNG, 이상적이지만 더딘 적용 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

친환경 측면은 가장 이상적,
연료비도 상대적 저렴

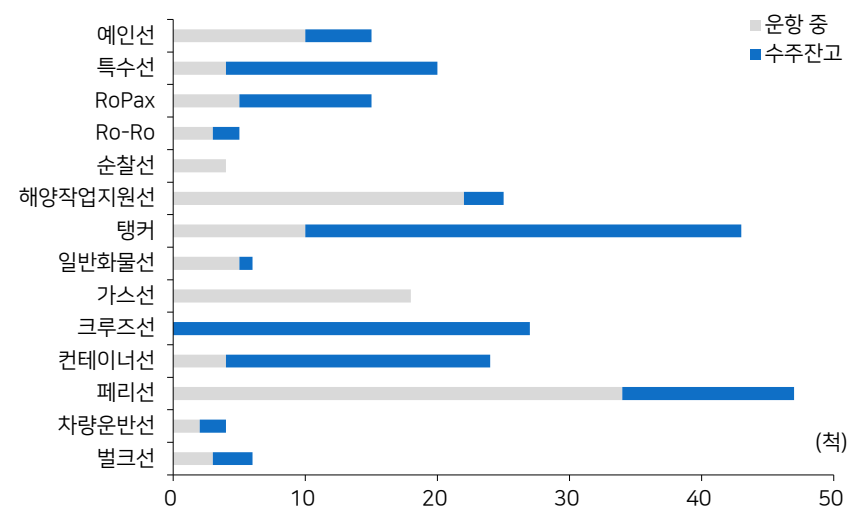
- LNG 추진선은 SOx 이외에도 NOx, CO2 배출규제까지 대응이 가능, 환경 측면에서는 가장 이상적 대안
- 2020년 규제 시행 이후 저유황유의 가격이 급등하면, LNG 추진선의 연료비 효율성이 부각될 개연성
- Bunkering Infra를 해결하는 것이 시급, 125척 운항 중이며 136척은 발주 확정, 111척 LNG-Ready 채택
- 현재 운항 중인 LNG 추진선은 여객선, 해양지원선(PSV) 등 주로 유럽지역에 운항하는 선박 → 탱커와 크루즈선에 LNG Fuel을 채택한 발주가 증가, CMA-CGM은 컨테이너선에 적용기로 확정

NG 추진선 선대 추이 및 전망 - 261척이 적용 확정, 111척은 LNG-Ready



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG 추진선의 선종별 현황 - 탱커, 크루즈선, 컨테이너선에 적용 증가세



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

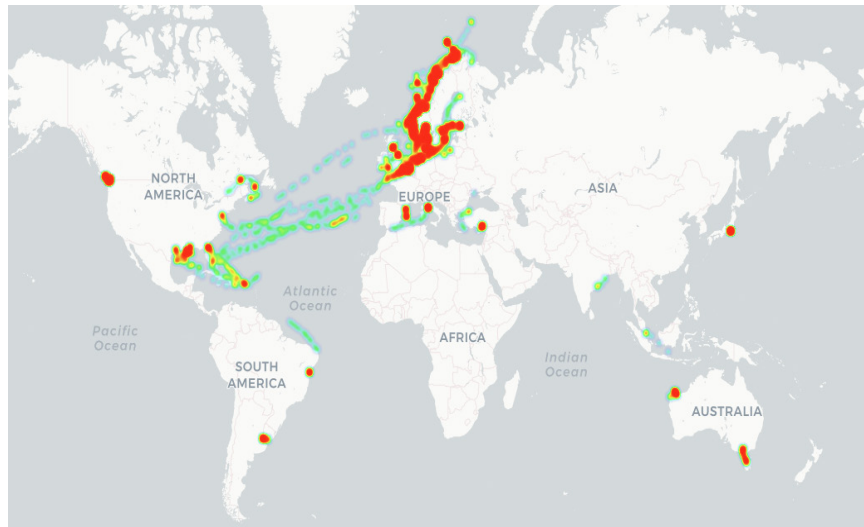
Divergent 3) IMO2020 Impact - LNG, 이상적이지만 더딘 적용 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

유럽·노르웨이·미국에 국한된
LNG 추진선의 운항 경로,
Bunkering Infra 투자속도에
따라 적용규모 증가할 전망

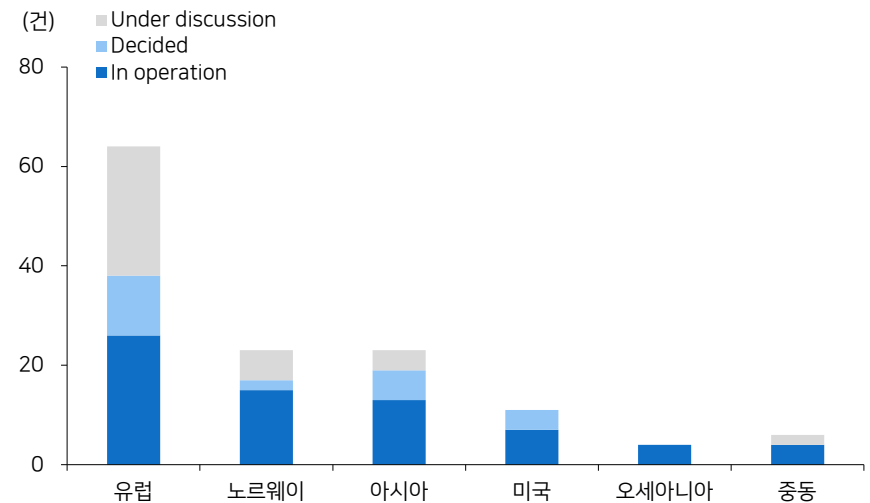
- 현재 전세계에서 LNG Bunkering 가동 중인 곳은 69개소, 도입을 확정된 곳은 24개소, 38개소는 검토 중
- 모두 포함 시 131개소, 유럽(64개소)과 노르웨이(23개소)가 전체 Bunkering Infra의 66.4%를 차지
- LNG Bunkering 도입을 확정된 24개소 중 아시아(6개소)와 미국(4개소)의 비중이 41.7%를 차지
- 유럽·노르웨이·미국에 집중된 LNG Fuel 적용이 아시아 지역까지 확대되기엔 시간이 소요될 듯

LNG 추진선 선대 운항 경로 현황 - 노르웨이·유로존·미국에 집중



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 LNG 벙커링 프로젝트 진행 현황



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

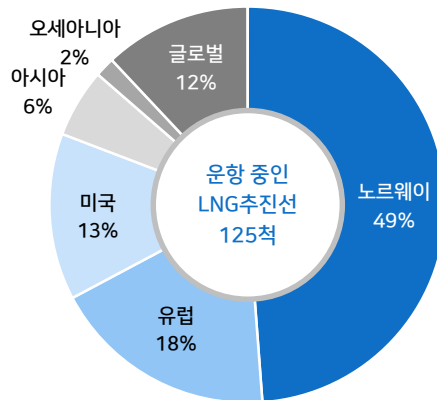
Divergent 3) IMO2020 Impact - LNG, 이상적이지만 더딘 적용 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

단기적으로는 유럽·노르웨이
미국 역내에서 LNG 추진선의
적용이 확대될 듯, Bunkering
Infra 구축이 해결과제

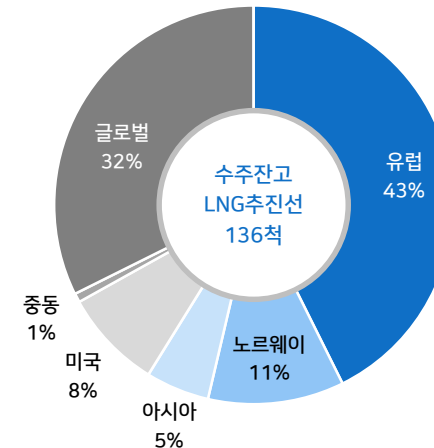
- DNV-GL(노르웨이-독일 선급)에 따르면, 현재 전세계 운항 중인 LNG 추진선은 총 125척
- 노르웨이와 유로존 84척(67.2%), 미국에 17척(13.6%) 운항, LNG Bunkering 인프라가 구축된 지역 집중
- LNG 운반선(LNGC)을 제외하고 LNG를 연료로 사용하는 추진선은 추가 136척 예정
- 유로존과 노르웨이, 미국에서 추가로 운영될 LNG 추진선은 84척으로 전체 잔고의 61.8%를 차지

운항 중인 LNG 추진선의 운항 해역 비중



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

운항 예정인 LNG 추진선의 운항예정 해역 비중



자료: DNV GL, 메리츠증권증권 리서치센터

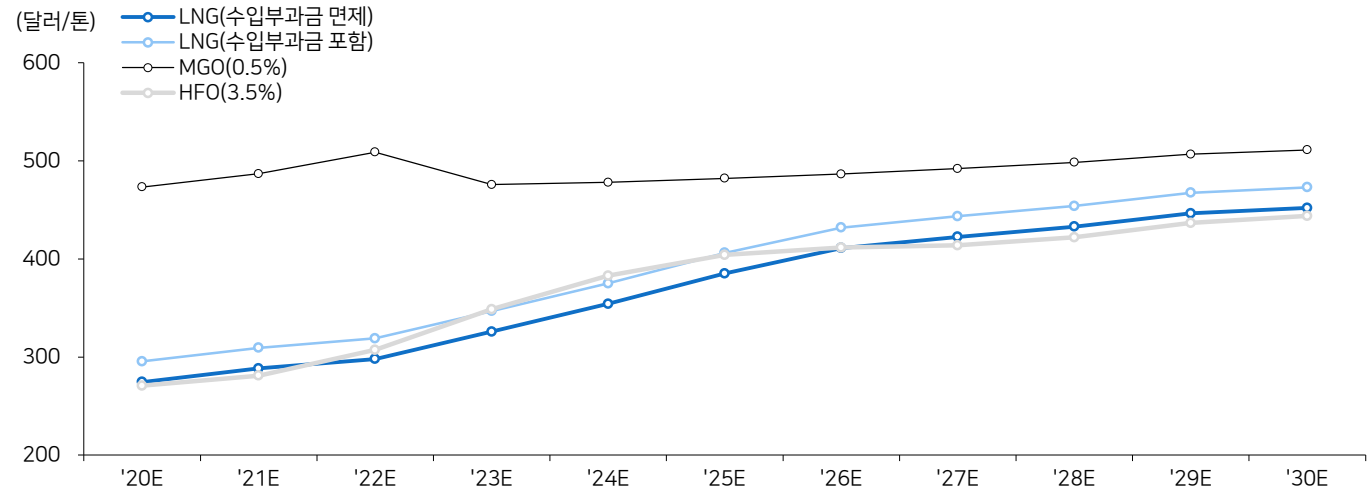
Divergent 3) IMO2020 Impact - LNG, 정책적 드라이브에 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

LNG Fuel, 정부의 수입부과금 면제 시 OPEX 측면에서 가장 유리한 방안

- 산업통상자원부(KOGAS 인용)에 따르면 82K급 벌크선의 2020년 예상 연료비는 저유황유(MGO) 사용 시 톤당 473.5달러, 고유황유(HFO)는 270.8달러, LNG 추진 적용은 295.6달러 임
- 정부가 LNG 수입부과금의 Exemption을 시행하면 LNG 추진선의 연료비는 톤당 274.6달러로 저유황유 대비 42% 저렴 → 2022년 기준 저유황유는 톤당 508.9달러, 고유황유 307.4달러, LNG는 298.1달러
- **Scrubber를 장착하지 않을 경우 고유황유 사용이 불가능, 사실상 연료비 측면에서 LNG가 가장 유리**
- **한국, 일본, 싱가폴은 LNG Bunkering Infra 투자 확대를 발표, 정책적 드라이브가 적용 확대의 변수**

IMO 2020 대응 연료별 톤당 가격 비교 - LNG, 수입 관세 면제 시 연료비 측면에서 가장 우수



주: 82K LNG Fueled 벌크선 기준, mmBTU 대비 39.8배를 적용한 톤당 가격으로 환산 적용한 기준, 수입부과금 면제는 톤당 21달러 적용 기준
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

Divergent 3) IMO2020 Impact - 연료비 상승의 전가 여부가 변수

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

저유황유 사용에 따른 연료비 증가분을 2019년부터 화주에 전가하려는 컨테이너선사, IMO 2020 Impact의 최대 변수

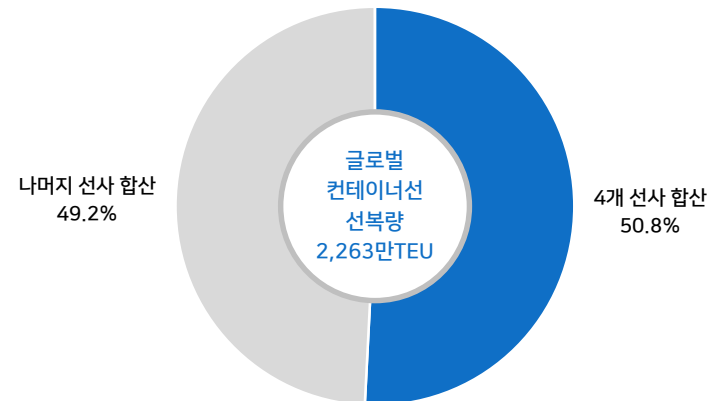
- 글로벌 1위 컨테이너선사 Maersk는 2019년부터 새로운 BAF(Bunker Adjustment Surcharge Factor) 조항 도입을 발표, 저유황유 사용에 따른 연료비 증가분을 운임과 별도로 화주에게 전가할 계획
- 선사 영업비용은 연료비 증감에 민감, 기존 벙커유보다 비싼 저유황유를 사용하면 적자가능성 유력
- Maersk를 이어 2위 선사 MSC, 4위 선사 CMA-CGM, 5위 선사 Hapag-Lloyd도 연료비 전가계획에 동참
- Alphaliner에 따르면 4개 선사 합산 시장점유율은 50.8% 수준으로, 컨테이너선 시장의 과점 기업들

Maersk가 발표한 BAF 조항 개요

(달러/FFE)	\$400	\$450	\$500	\$550	\$600	\$650	\$700
North Europe to Far East	280	315	350	385	420	455	490
Far East to North Europe	480	540	600	660	720	780	840
Mediterranean to Far East	280	315	350	385	420	455	490
Far East to Mediterranean	480	540	600	660	720	780	840
Far East to USWC	390	439	488	536	585	634	683
USWC to Far East	90	101	113	124	135	146	158
US to North Europe	120	135	150	165	180	195	210
North Europe to US	520	585	650	715	780	845	910
Europe to ECSA	350	394	438	481	525	569	613
ECSA to Europe	600	675	750	825	900	975	1050

주1: 가로 축은 저유황유 가격/톤, 세로 축은 항로 / 주2: 1FFE는 40피트 컨테이너 1개(2TEU)
자료: Maersk, 메리츠증권증권 리서치센터

Maersk, MSC, CMA-CGM, Hapag-Lloyd의 합산 점유율



주: 4개 선사는 Maersk, MSC, CMA-CGM, Hapag-Lloyd
자료: Alphaliner, 메리츠증권증권 리서치센터

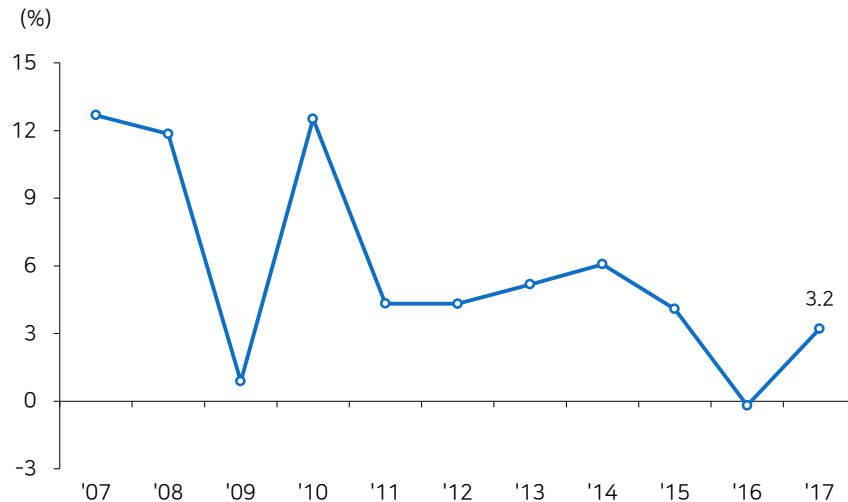
Divergent 3) IMO2020 Impact - 연료비 상승의 전가 여부가 변수

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 컨테이너선사 중심의 감속 운항 개연성 존재

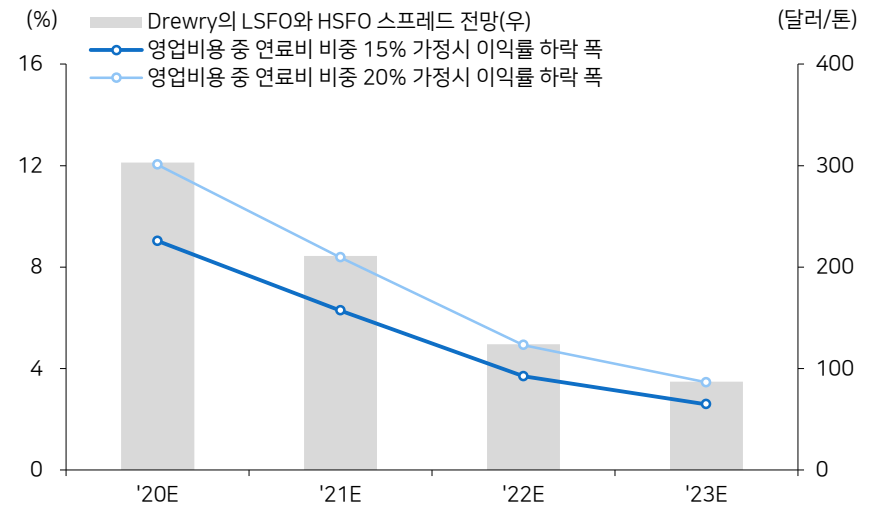
- 선사 영업비용 중 연료비 비중을 15~20%로 가정했을 때, 저유황유 사용시 영업비용은 9~12% 상승
- 2017년 주요 해운사 영업이익률이 3.2% 수준에 불과, 저유황유 사용 시 대부분 영업적자가 불가피
- 트럼프 대통령이 단계적 규제시행을 희망한다는 WSJ 기사의 근거도 화주로의 가격 전가 Risk 때문
- 선사들이 연료비 전가에 성공 → 저유황유 사용 급증 → 연료가격 상승 → 감속 운항을 통한 비용 절감
- 전가에 실패 시 → Scrubber, LNG Fuel 채택 혹은 감속 운항 → 노후선 효율성 급감 → 폐선량 증가

전세계 주요 해운업체들의 합산 영업이익률 추이



주: 글로벌 해운사에는 Maersk, DryShips, Euronav, Frontline, Golar LNG, Teekay 등 Bloomberg Marine Shipping Peers에 포함된 49개 선사 포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

저유황유 사용에 따른 이익률 하락 폭 추정



주1: HSFO는 기존 선박용 벙커유, LSFO는 저유황유
주2: HSFO는 Rotterdam 380CST 벙커유 가격 503.5달러/톤 기준
자료: Drewry, 메리츠증권증권 리서치센터

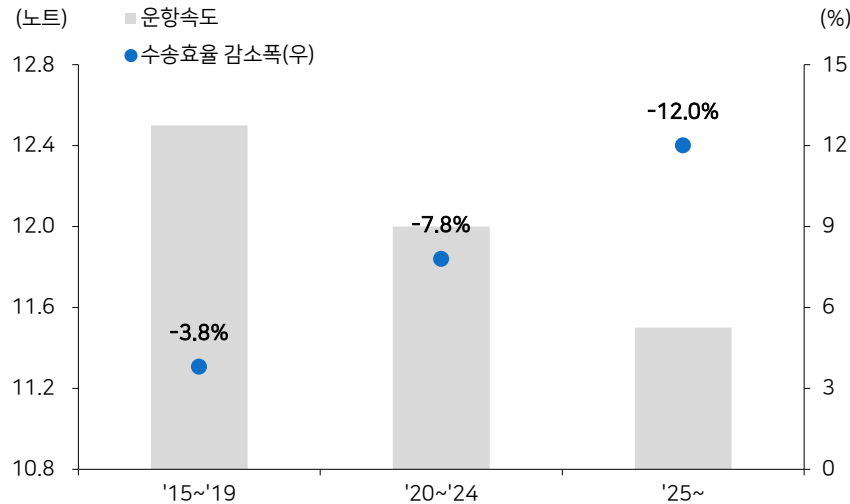
Divergent 3) IMO2020 Impact - 감속 운항의 확대 가능성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

국제해사기구(IMO)는 SOx 이후 CO2 규제를 위한 감속 운항 강제화 추진

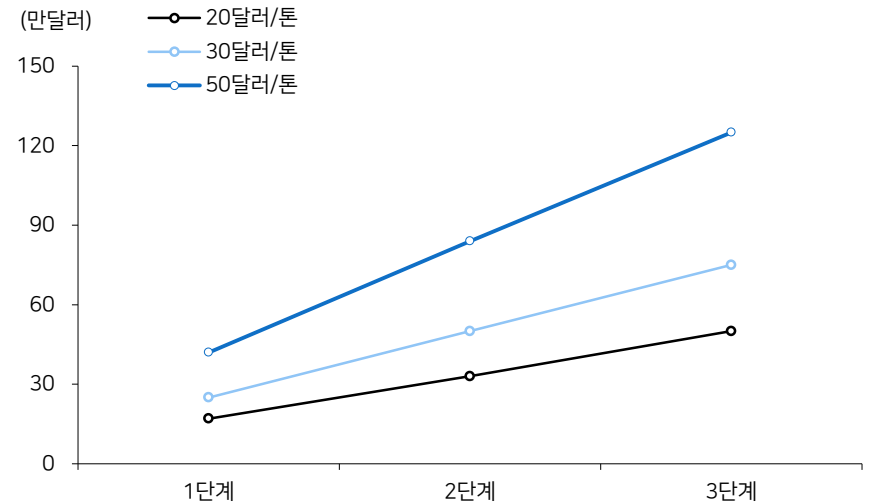
- 국제해사기구(IMO)는 선박의 탄소(GHG) 배출량을 2020년까지 2005년 대비 20% 감축하는 것을 목표
- 선박의 실제 운항속도를 기준으로 감속 운항을 3단계 규제를 적용
→ 2025년 선박의 수송효율은 규제 적용 전 대비 총 12% 감소: 선박량 공급의 감소를 의미
- 초과 탄소배출량에 대한 벌금 부과를 위해 EU와 IMO 실증 데이터 수집(초과 배출 1톤당 40~50달러를 계획한 바 있음) → 2050년까지 선박의 탄소 배출량 50% 감축을 목표, 2023년까지 GHG 저감 대책 마련

탄소배출 규제에 따른 운항속도 제한과 수송효율 감소폭



자료: IMO, 메리츠증권증권 리서치센터

탄소배출 규제에 따른 단위당 벌금 별 VLCC 연간 벌금 규모 추정



주1: 1단계 (15~19년), 2단계 (20~24년), 3단계 (25년 이후)

주2: 2000년대 중반 건조된 VLCC 운항일수 250일 기준

자료: IMO, 메리츠증권증권 리서치센터

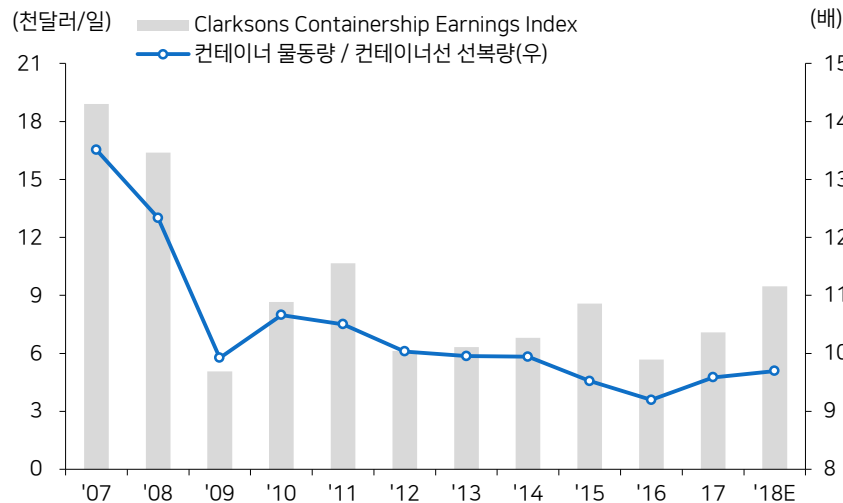
Divergent 3) IMO2020 Impact - Consolidation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

원양항로에 투입되는 초대형
컨테이너선의 Top 40 선사
Fleet 점유율은 93%

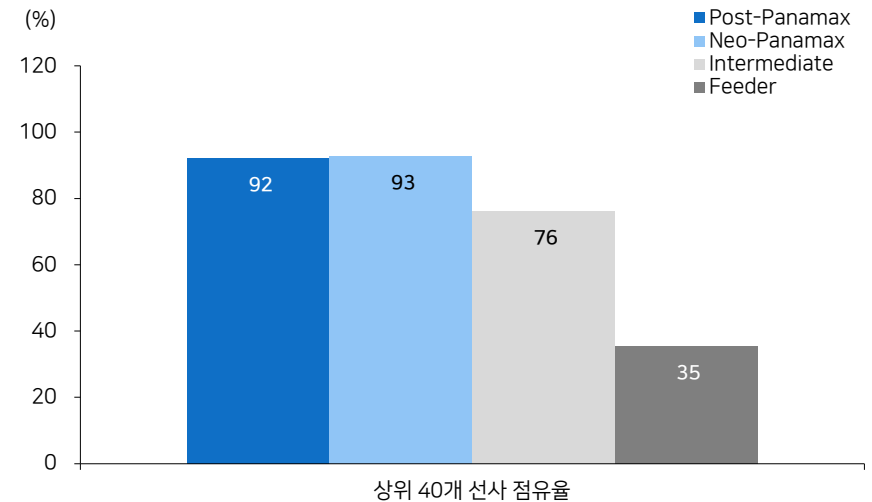
- 저유황유 사용에 따른 연료비 상승을 선사가 홀로 감당할 수 없는 상황, 화주의 용인여부는 불확실
- 공급과잉이 분명한 컨테이너선 업계에서 상위 선사가 화주에게 연료비를 전가하려는 움직임에 주목
- 컨테이너선 시장은 상위선사 집중도가 높음, Post/Neo-Panamax선의 상위 40개 선사 점유율 90% 상회
- 타 선종으로 연료비 전가 움직임이 확산되기 위해서는 상위선사들의 집중도가 필요조건

컨테이너선 운임지수, 물동량/선복량 비율 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 선형별 상위 40개 선사의 Fleet 점유율(TEU 기준)



주: Feeder는 3천TEU 이하, Neo-Panamax는 8천~1.5만TEU, Post-Panamax는 1.5만TEU 이상
자료: Clarksons Research, 메리츠증권증권 리서치센터

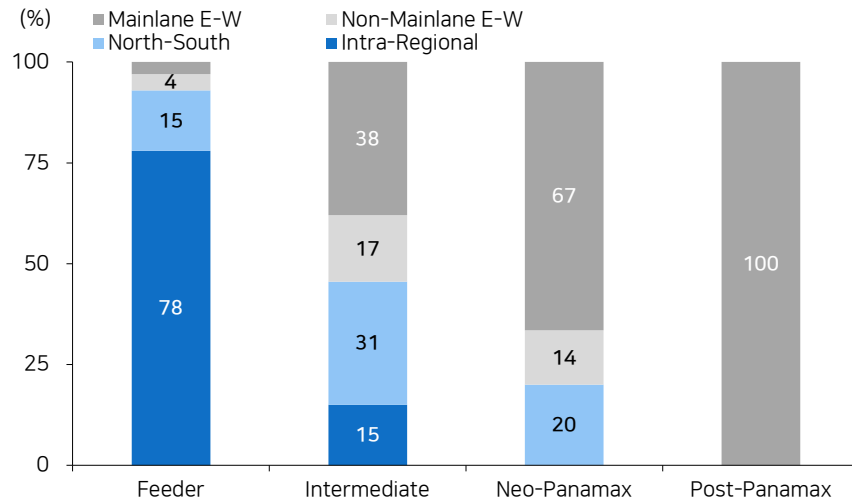
Divergent 3) IMO2020 Impact - Consolidation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

DP월드의 유니피더 인수, CMA CGM의 Containerships 인수는 Feeder의 Consolidation 목표

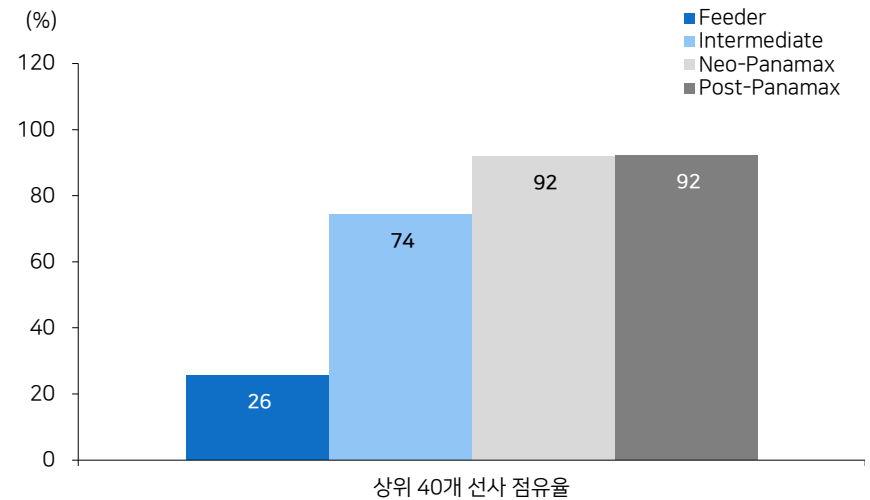
- 터미널 운영사인 DP월드는 유럽계 Feeder 선사인 유니피더를 인수
- CMA-CGM은 핀란드 Feeder선사인 Containerships(LNG-Fuel 6척 인수)의 인수합병 승인을 10월에 획득
- Feeder선은 대형 컨테이너선이 기항하는 중추항만과 인근 중소항만 간에 환적을 전문으로 하는 소형선
- Feeder 시장은 지역별로 선사들이 난립해 있는 시장, 선형 중에서 상위 40개 선사 점유율이 가장 낮음

컨테이너선 선형별 운항 항로 점유율(척 수 기준)



자료: Clarksons Research, MDS Transmodal Databank, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 선형별 상위 40개 선사 점유율(척 수 기준)



주1: Feeder는 3천TEU 이하, Neo-Panamax는 8천~1.5만TEU, Post-Panamax 1.5만TEU 이상
주2: 2018년 6월 기준 / 자료: Clarksons Research, 메리츠증권증권 리서치센터

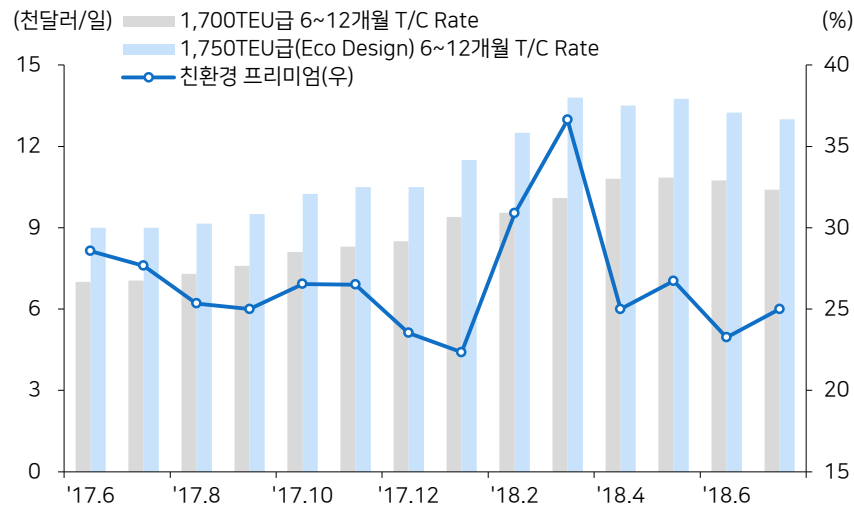
Divergent 3) IMO2020 Impact - Consolidation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Feeder선 용선은 친환경 대응
여부로 Two-tier Market 형성,
규제 도입 시 영세 선사들의
Consolidation 가능성

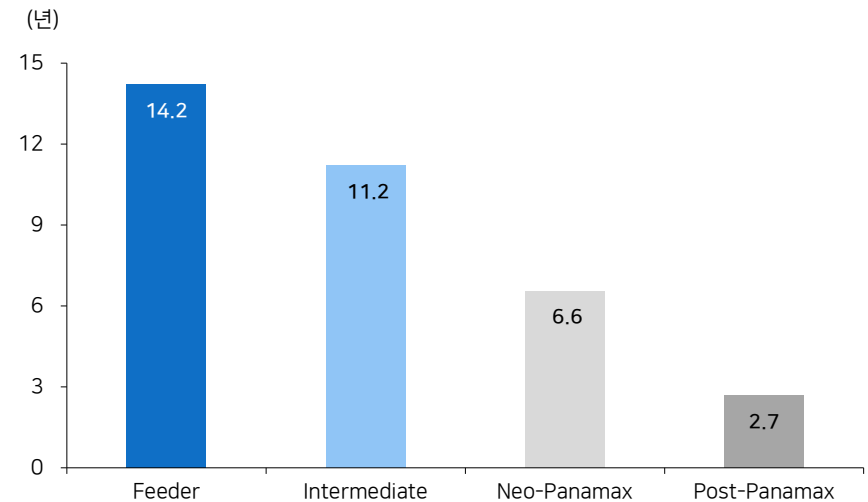
- Feeder선 용선 시장은 'Two-tier Market'이라고 하는 차별화된 용선료 구조가 형성
 - 규제를 충족하는 선박은 기존선 대비 20~30% 프리미엄 부여받고 있음
 - Feeder 시장은 영세 선사들을 중심으로 형성, 타 선형 대비 노후선 비중이 높음(평균 선령 14.2년)
 - 영세 선사는 노후선으로 환경규제 대응이 어렵고, 신조 발주 여력도 없는 상황
- IMO2020 시행으로 영세 선사의 도태, 상위 선사로의 Consolidation이 전개될 개연성 높음

기존 Feeder선과 친환경 Feeder선 간 용선료 차이



주: T/C Rate는 Time Charter(정기용선) 운임을 뜻함
자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

컨테이너선 선형별 평균 선령 비교 - 노후 Feeder 폐선, 교체발주 예상



주1: Feeder는 3천TEU 이하, Neo-Panamax는 8천~1.5만TEU, Post-Panamax 1.5만TEU 이상
주2: 2018년 6월 기준 / 자료: Clarksons Research, 메리츠중금증권 리서치센터

Divergent 4) 해양 시황의 회복 - Consolidation

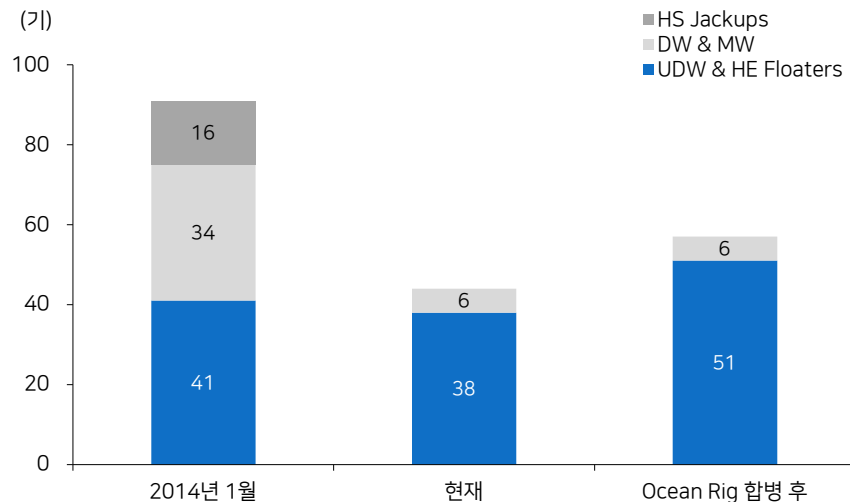
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Transocean의 ORIG 인수 배경

- 1) 안정된 유가
- 2) 해양 프로젝트 비용절감
- 3) 매장량 대체율 유지 목적

- 2018년 9월 시추업계 1위 기업인 Transocean은 경쟁사 Ocean Rig(ORIG)를 27억달러에 인수 발표
- 2016년 이후 1) 안정된 유가, 2) 해양 프로젝트 비용절감, 3) Reserve Replacement Ratio(매장량 대체율) 유지를 위해 Oil Major와의 신규 계약 건수가 증가한 점이 합병의 배경
- 인수 목적은 1) 고사양 장비를 매력적인 가격에 인수, 2) Exposure 확대로 회복 대응, 3) B/S 건전성 유지
- **Transocean은 2018년을 기점으로 해양시추설비의 가동률이 회복되고, 점진적인 용선료 상승을 전망**
- 인수 이후 Transocean 시추장비 선대 규모는 57기(기존 44기)로 증가 → 업계 Consolidation 심화

Transocean 시추장비 보유 현황 및 합병 후 전망

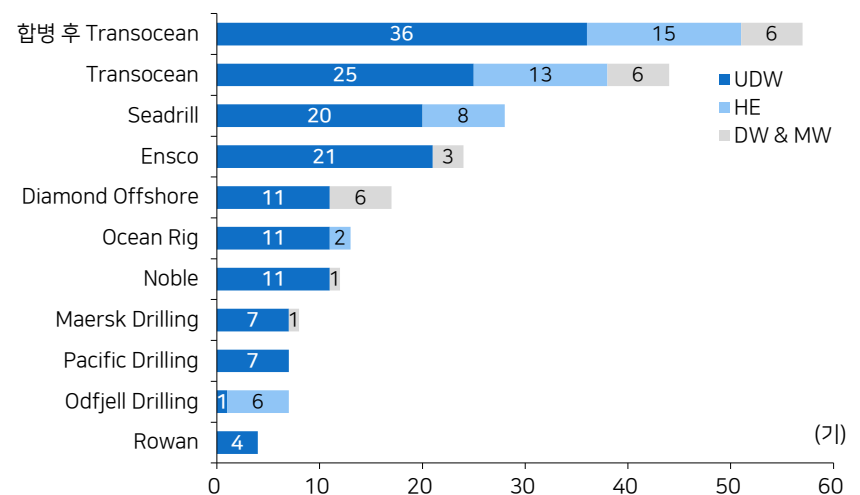


주1: DW는 Deep Water, MW는 Mid Water, UDW는 Ultra-Deep Water,
HE는 Harsh Environment Floaters

주2: 발주잔고 포함

자료: Transocean, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 시추업체 시추장비 보유 현황



주: DW는 Deep Water, MW는 Mid Water, UDW는 Ultra-Deep Water,
HE는 Harsh Environment Floaters

자료: Transocean, 메리츠증권증권 리서치센터

Divergent 4) 해양 시장의 회복 - Consolidation

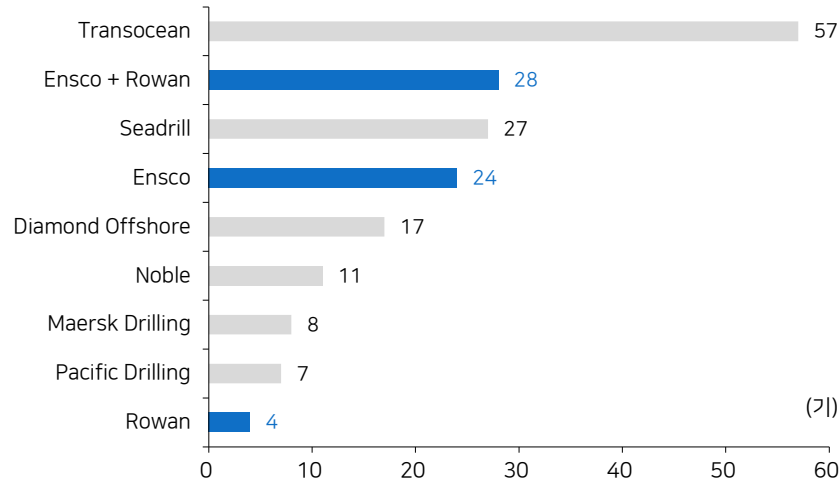
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Ensco와 Rowan도 합병

- 1) 高사양 시추선대 확충
- 2) 시추시장 Exposure 확대
- 3) 고객 대응력 증대로 성장

- 2018년 10월 시추업계 3위 기업인 Ensco는 10위 업체인 Rowan과 합병 발표
- 합병된 회사는 120억달러 규모로 전망, Ensco 주주 60.5% + Rowan 주주 39.5%로 구성될 예정
- 1) 高사양 시추 선대 확충, 2) 전세계 시추시장으로 Exposure 확대, 3) 고객 대응력 증대 등을 위해 합병 결정 → Offshore 부문 회복세에 맞춰 합병을 통한 성장 계획
- Transocean(1위)의 Ocean Rig 인수, Ensco(3위)와 Rowan의 합병은 해양 시추시장의 저점 통과로 해석

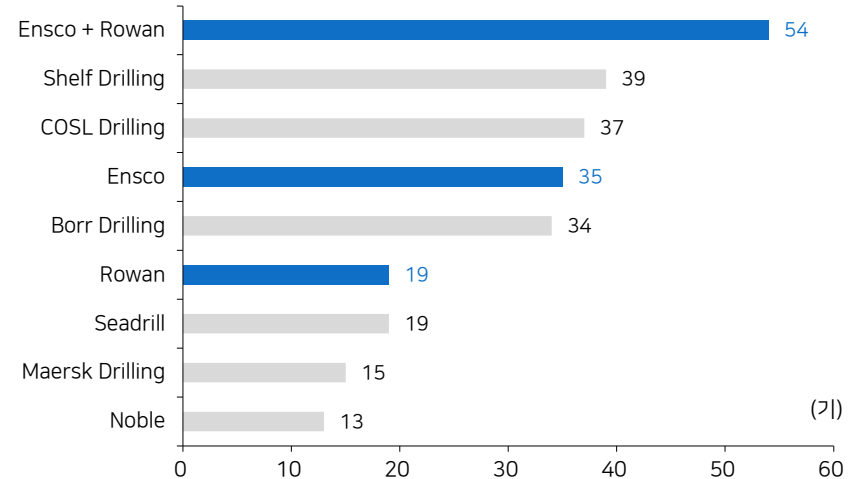
Ensco & Rowan 합병 후 시추업계 Floater Fleet 전망



주: 발주잔고 포함

자료: Ensco and Rowan, 메리츠증권증권 리서치센터

Ensco & Rowan 합병 후 시추업계 Jack-up Fleet 전망



주: 발주잔고 포함

자료: Ensco and Rowan, 메리츠증권증권 리서치센터

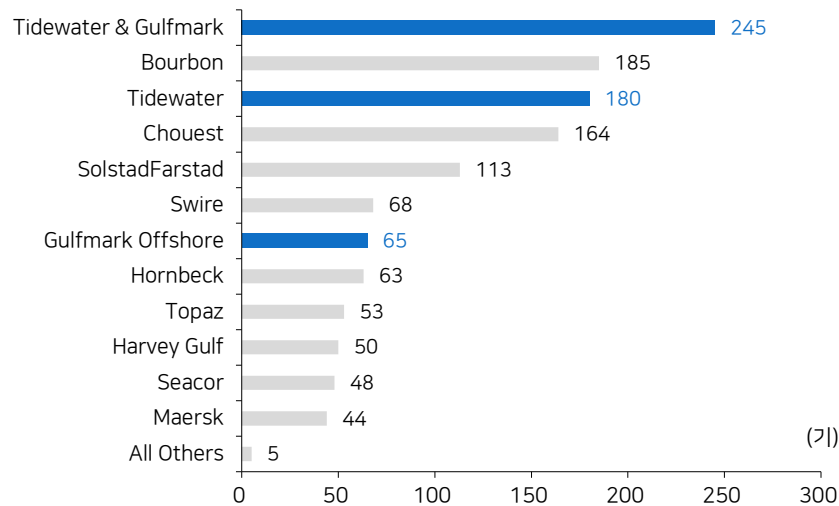
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - Consolidation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

가장 부진했던 해양지원선
분야도 인수합병 진행, 해양
시장의 턴어라운드 재확인

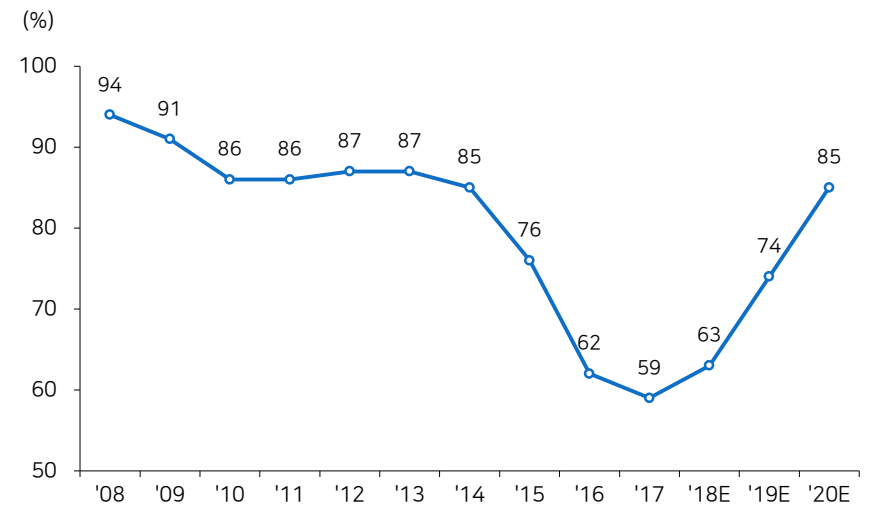
- 해양작업지원선(OSV) 2위 업체 Tidewater와 6위 업체 Gulfmark Offshore는 2018년 7월 합병계획 발표
- 11월 주주 투표를 통해 최종 확정, 합병 회사는 245척의 OSV 선대를 보유해 1위 업체로 등극
- OSV Fleet Utilization은 2017년 59%를 저점으로 반등 중, 2020년에는 85% 수준으로 회복 전망
- 2018년 3분기 Subsea7의 OSV 가동률은 2014년 이후 최고치 기록, Offshore의 OSV 수요회복 지속 중
→ 시추업계 M&A 움직임과 함께 후방산업 OSV 업계도 Consolidation, 해양 시장 Turn-around 확인

전세계 해양지원선(OSV, Offshore Service Vessel) Fleet 현황



자료: Tidewater, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 OSV Fleet Utilization 추이 및 전망



자료: Tidewater, 메리츠증권증권 리서치센터

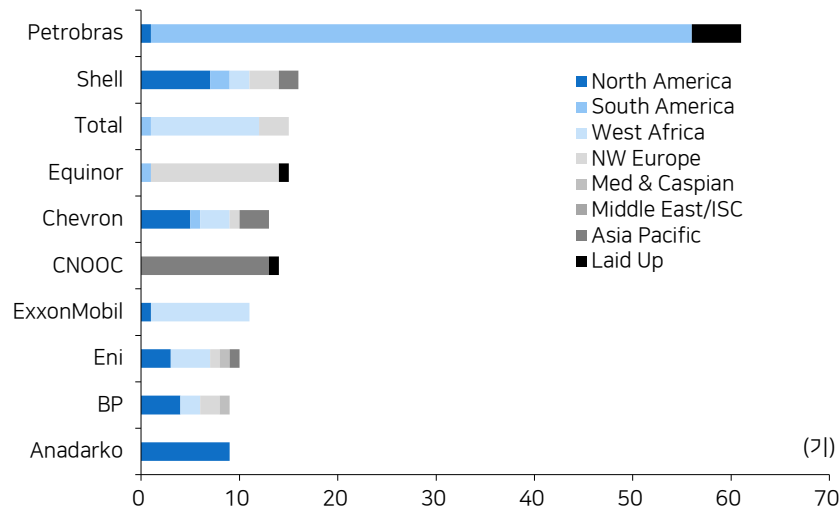
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - Lease와 Major 모두 생산설비 부족

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

브라질 Petrobras를 제외 시,
부유식 해양생산설비 운영 및
소유업체 모두 Fleet 여유 제한

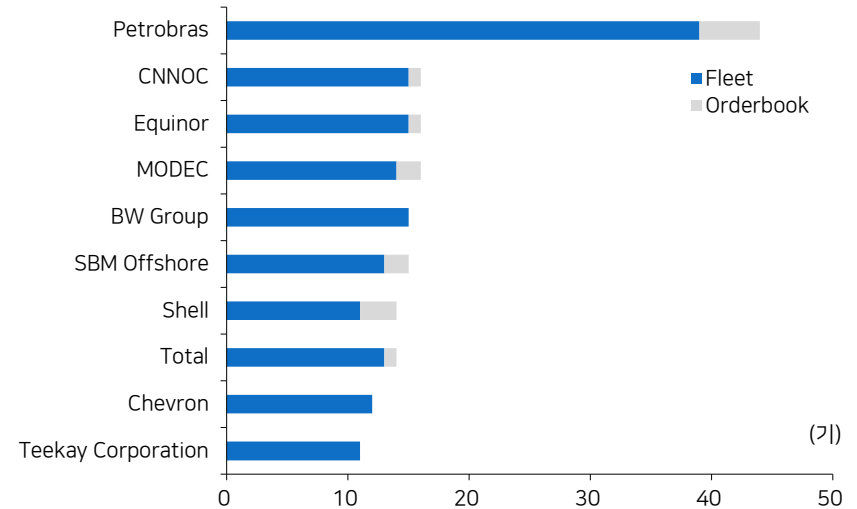
- 2018년 10월 기준 전세계 MOPU(부유식 해양생산설비, Mobile Offshore Production Unit)의 Top 10 운영업체(Operator)의 Fleet은 총 173기(브라질 Petrobras를 제외하면 113기)
- 브라질 포함 남미 60기, 서아프리카 32기, 북미 30기, 북해지역 23기, 아태지역 19기가 운영 중
- 전세계 Top 10 MOPU 소유업체(Lease 및 E&P 기업)의 보유 Fleet은 158기, 인도예정 잔고는 15기 수준
- 납기가 불투명한 Petrobras(5기) 발주분을 제외 시, **인도예정 잔고는 MOPU Fleet의 6.3%에 불과**

상위 10개 MOPU 운영업체(E&P 기업)의 지역별 Fleet 현황



자료: Upstream, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

상위 10개 MOPU 소유업체(Lease 및 E&P 기업)의 Fleet 및 수주잔고 현황



자료: Upstream, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

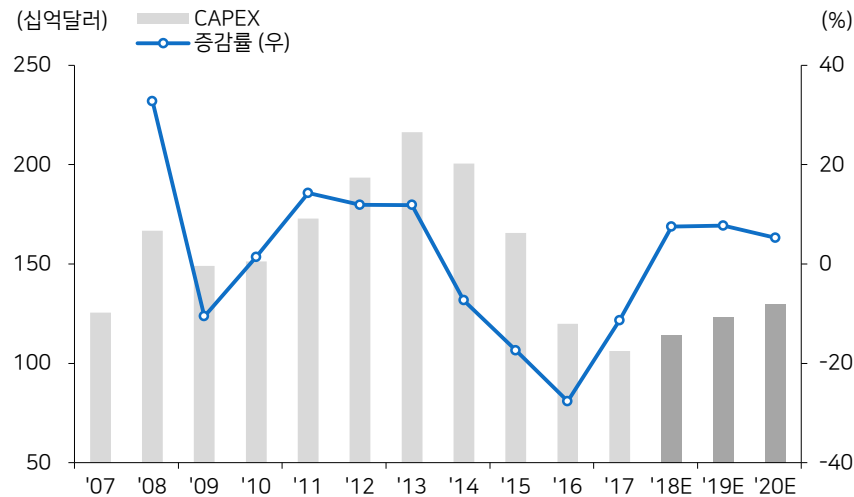
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - 매장량 증대를 위한 CAPEX 시기 도래

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

보유매장량 대체율=수주잔량,
CAPEX 재개는 필연적

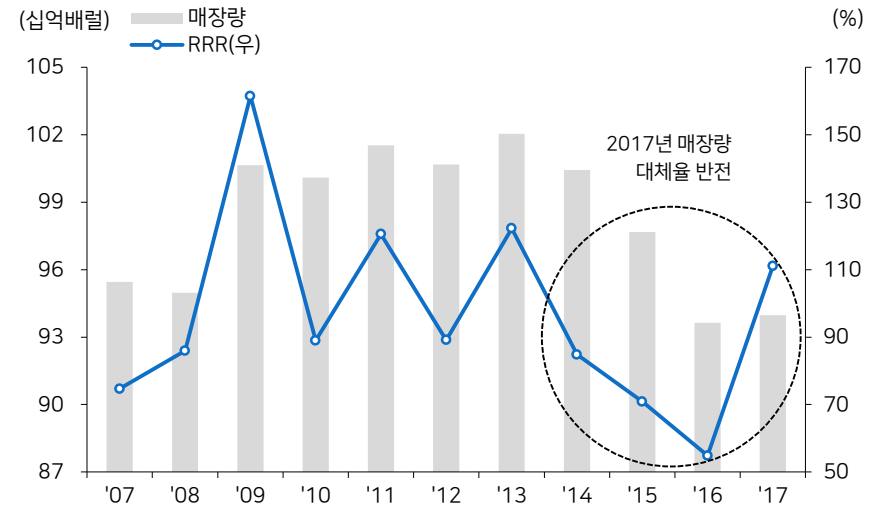
- 생산량 기준 상위 9개 Oil Major들의 합산 CAPEX는 2017년 1,063억달러로 급감, 2018년부터 회복세
- Bloomberg 컨센서스에 따르면 2018~19년 예상 CAPEX는 전년 대비 각각 7.5%, 7.7% 증가 예상
- 2014~16년 9개 Major 보유매장량 대체율(RRR)은 100% 하회했으나, 2017년 생산 감소로 100% 상회
- 2017년 9개사 합산 매장량은 940억배럴로 2013년의 92% → 생산량·매장량 증대를 위해 CAPEX 확대

9대 Oil Major 합산 연간 CAPEX 추이 및 전망



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

9대 Oil Major 매장량 대체율(RRR) 추이



주1: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Equinor, Woodside 합산 수치
주2: RRR(Reserve Replacement Ratio)은 매장량 확보분/생산량 증가분
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

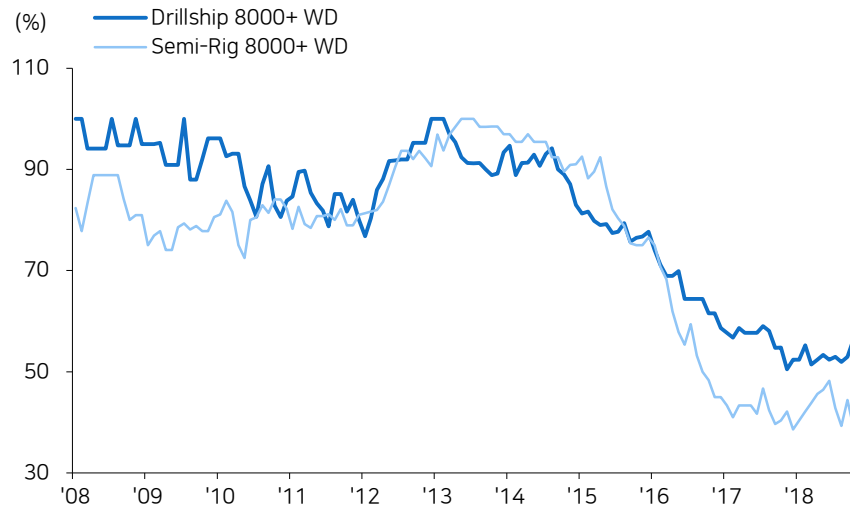
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - 시추설비 폐선 증가, 가동률 저점 통과

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2014~18년 해양 시추설비의 폐선 중 68%가 근해용 설비

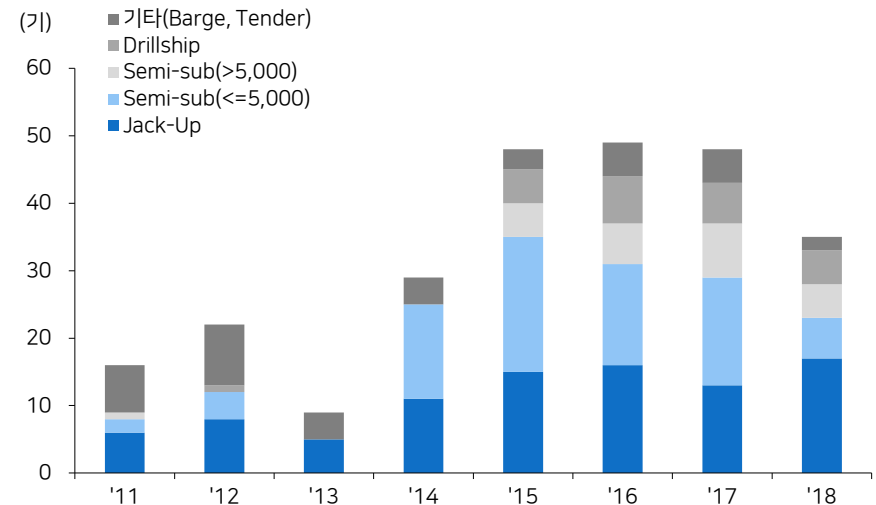
- Drilling Water Depth가 8천피트 이상인 극심해용 Drillship의 가동률은 10월 말 56.4%로 소폭 반등
- 2016년 이후 유가가 반등세를 기록했지만, E&P 개발단가가 높은 극심해 광구는 투자는 아직 소극적
- 2014~18년 누계 기준 해양 시추설비의 폐선(Demolition) 중 근해용 시추설비인 Jack-up Rig와 수심 5천피트 이하 Semi-Rig의 비중은 68.4%를 차지. Drillship의 폐선은 전체 폐선의 11.0% 수준
- Jack-up Rig가 주력인 싱가포르 Keppel Fels, Semb Corp이 해양 생산설비 수주 경쟁에 뛰어든 배경

해양 시추설비(Drillship, Semi-Rig) 가동률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

전세계 해양 시추설비의 선종별 폐선 추이 - 근해용 Jack-up, Semi-Rig 해체



자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

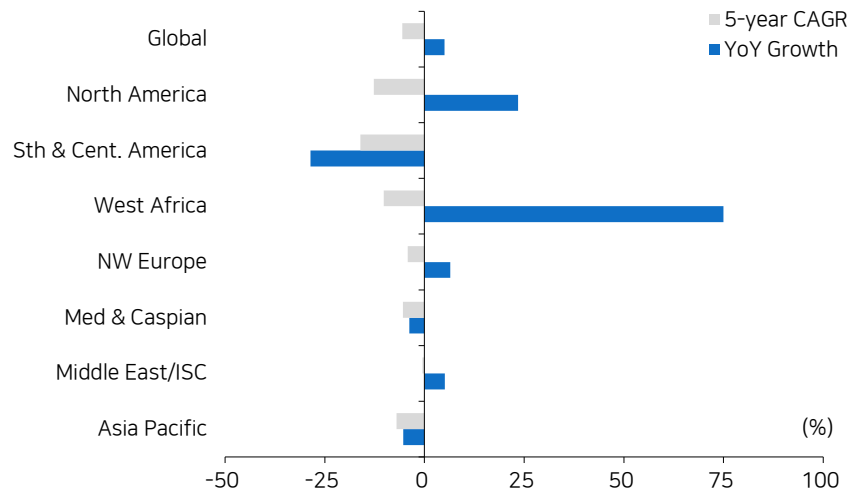
Divergent 4) 해양 시장의 회복 - 아프리카와 유럽 시추시장의 반등

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

서아프리카, 중동, 북유럽 지역 Drilling Rig 가동 수 증가세

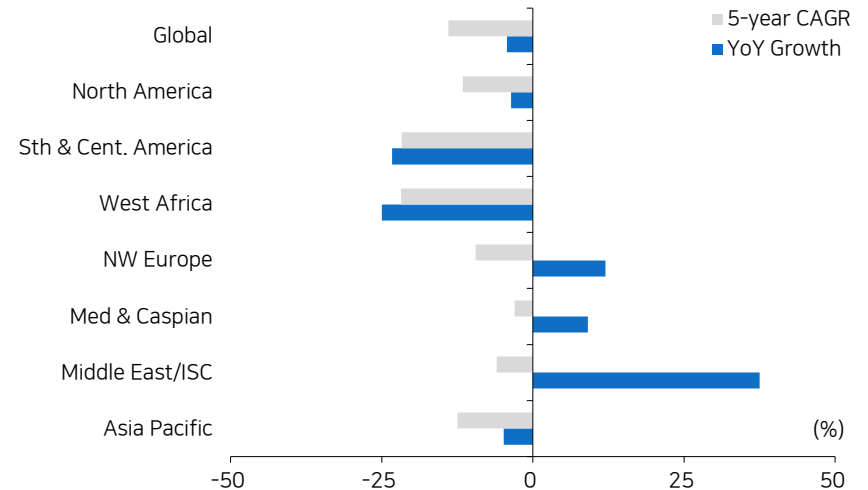
- 2018년 10월 전세계 Jack-up Rig(근해용 시추설비) 가동은 전년 동기 대비 5% 증가, 가동률 71% 추정
- 지역별로 서아프리카 지역 가동 Rig가 전년 대비 75% 증가했고, 북미 23.5%, 북유럽 6.5% 증가세 전환
- 동기간 전세계 Floater Rig(심해용 시추설비) 가동은 전년 동기 대비 4.3% 감소, 가동률은 67% 추정
- 중동 지역 Floater Rig 가동은 YoY +37.5%, 북유럽 +12.0%, 카스피해 지역도 증가세 전환

지역별 Jack-up Rig 가동률 변화 - 서아프리카, 북미, 북유럽 회복 움직임



자료: Upstream, Clarksons, Rigzone, 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 Floater Drilling 가동률 변화 - 중동, 북유럽 회복 움직임



자료: Upstream, Clarksons, Rigzone, 메리츠증권증권 리서치센터

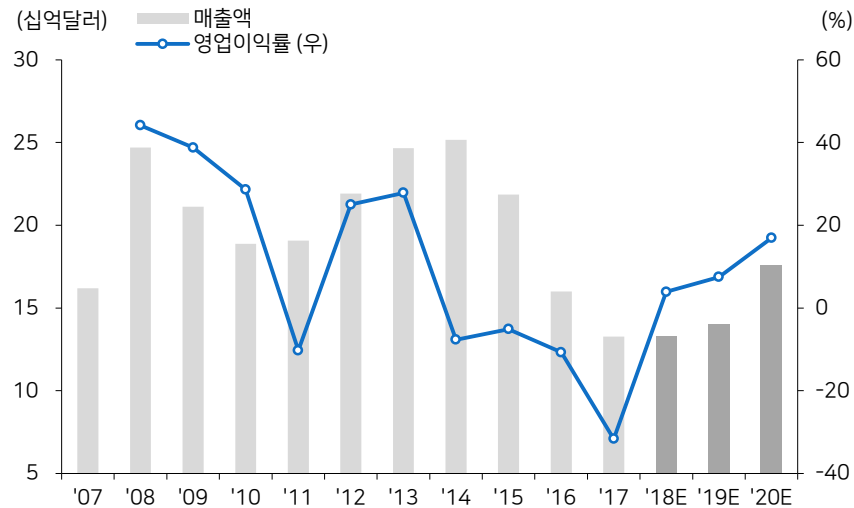
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - Driller는 최악을 벗어나는 중

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

해양시추업체는 턴어라운드 중,
CAPEX 증가는 2020년 예상

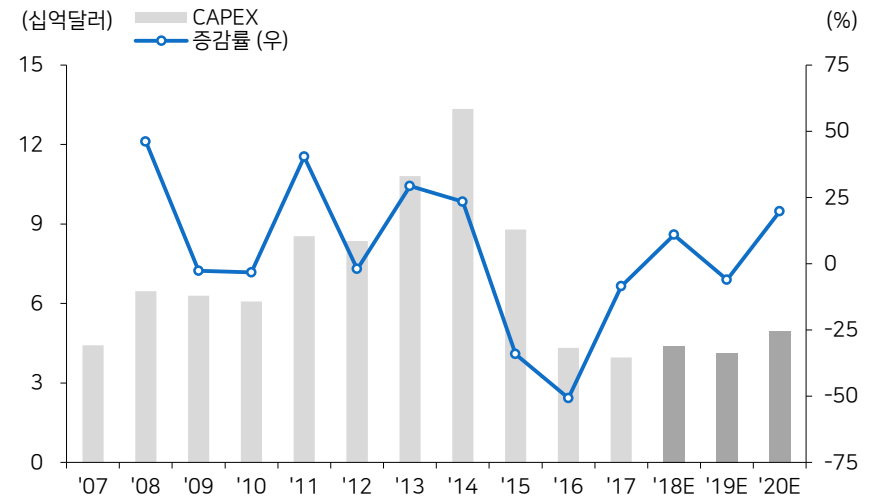
- 2018년 보유 선대 기준 상위 7개 해양시추업체(Driller)들은 5년 만에 영업 흑자 전환에 성공
- Bloomberg 컨센서스에 따르면, Top 7 Driller들의 매출액은 2019년 +5.4%, 2020년 +25.6% 성장 예상
- 유휴설비 상각과 폐선 증가에 따른 일회성 비용으로 2019년까지 순익 적자는 불가피
- 상위 7개 해양시추업체들의 투자는 2020년부터 재개, 합산 CAPEX는 2019년 대비 19.8% 증가할 전망
- 2019년 시추설비의 발주 기대는 무리, 발주 취소·인도 지연된 시추설비의 Risk 해소는 가능할 전망

Global Driller 7개 업체 합산실적 추이 및 전망



주: Ocean Rig, Diamond, Noble, Ensco, Transocean, Rowan, Seadrill 합산 수치
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Global Driller 7개 업체 합산 CAPEX 추이 및 전망



주: Ocean Rig, Diamond, Noble, Ensco, Transocean, Rowan, Seadrill 합산 수치
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

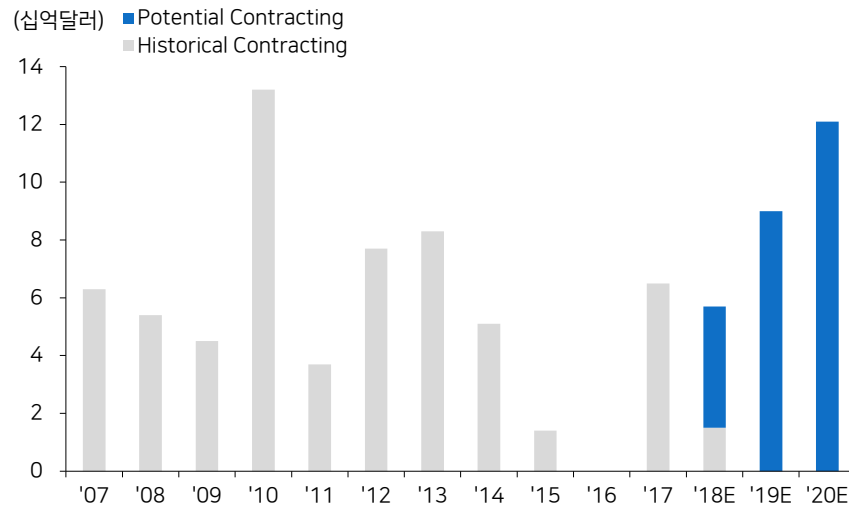
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - 생산설비 발주 증가는 필연적

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2018년 해양생산설비 발주는 예상보다 지연, 2019년 재개

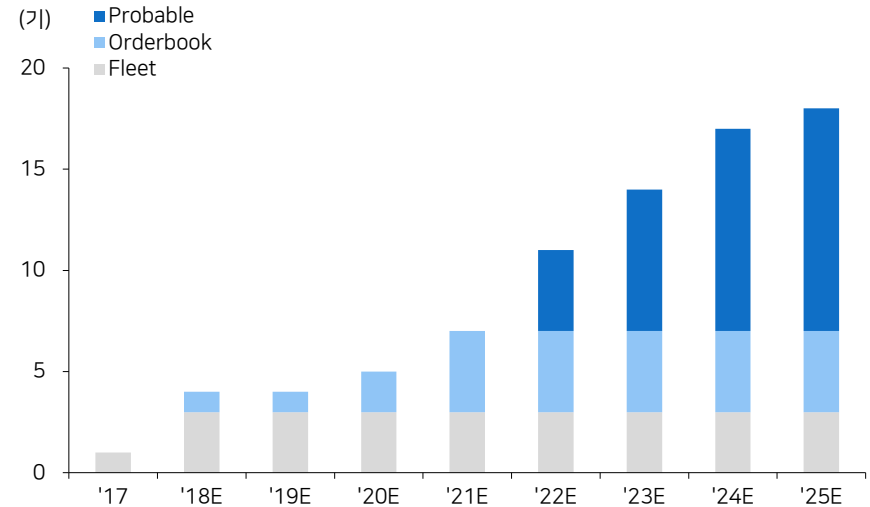
- 전세계 FPSO(부유식 원유/가스 생산·저장·하역설비) 발주 규모는 2010년 132억달러에서 2016년 0
- 2019~20년 FPSO(FLNG 포함) 발주는 연평균 13기, 100억달러 수준을 기대(개조 제외)
→ Caldita-Barossa FLNG, Bonga SW FPSO, Zabazaba FPSO, SBM, Delfin FLNG 등 기대
- F-LNG(부유식 LNG 생산저장설비)는 2018년 기준 3기가 운영 중, 2024년까지 최대 10기의 발주 예상
- 오세아니아의 해상 가스전, 서아프리카 해상 유전, 중동지역 Field 개발용 생산설비의 발주는 필연

전세계 FPSO(FLNG, FPU 포함) 발주액 추이 및 전망



자료: Upstream, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

FLNG Fleet, 수주잔고 및 발주량 전망



자료: Upstream, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

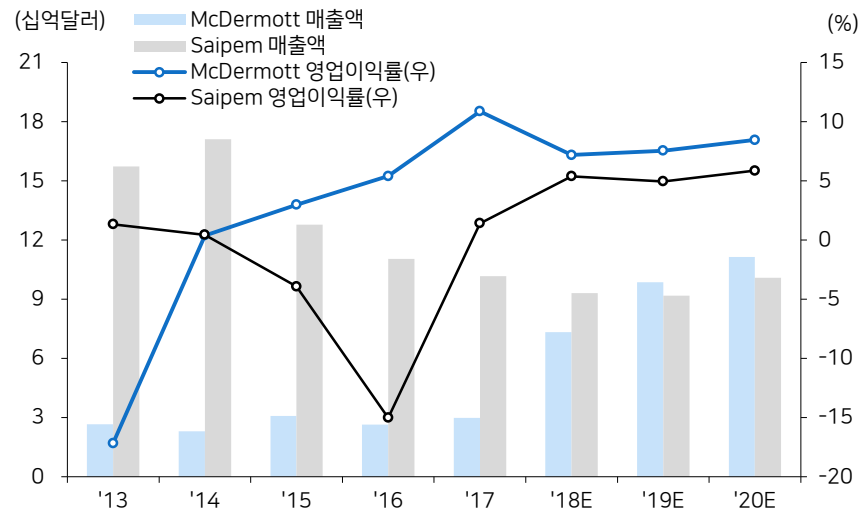
Divergent 4) 해양 시황의 회복 - 해외 EPC 업체 역시 Earning Shock

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

해외 EPC 업체 중 상류화와
Downsizing에 성공한 곳만
수익 유지. Saipem, SembCorp,
McDermott 부진과 대조적

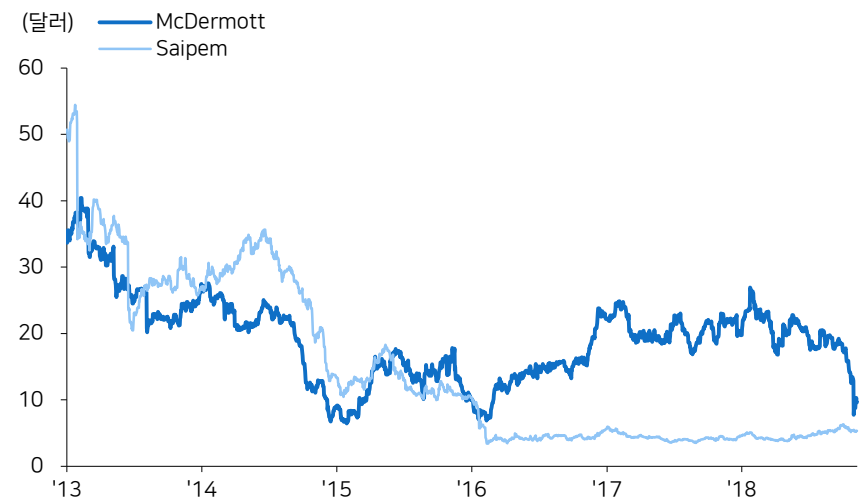
- 이탈리아 EPC기업 Saipem, 2013~17년 5년 연속으로 세전손실 기록
- Saipem의 수익성 악화 원인은 중동 지역 육상플랜트의 공기지연, 대규모 손실과 해양부문 매출 감소
- 2018~20년 Bloomberg 컨센서스는 5% 수준의 영업흑자 전망, 주가는 2013년 고점대비 90.2% 급락
- 미국 육·해상플랜트 EPC기업 McDermott, Earning Shock 발표한 10월 31일 하루에 주가는 39.9% 급락
- 미국 Freeport LNG와 Cameron LNG 육상플랜트 건조과정에서 품질 문제와 인력 부족으로 공기가 지연, 향후 현금흐름이 악화될 것이라는 발표가 원인 → **해양 EPC 시장에서의 공격적 수주는 어려울 것**

McDermott, Saipem 영업실적 추이 및 전망 - 컨센서스 하향될 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

McDermott, Saipem 주가 - 2013~16년 Saipem, 2018년 McDermott 쇼크



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Divergent 4) 해양 시황의 회복 - Big 3 손에 들어올 프로젝트 가시화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

- 삼성: Reliance, Barossa, Bonga** 2019~20년 입찰결과가 종료될 해양 생산설비의 프로젝트 Pool은 30~35기로 추정
- 현대: Block B, Marjan, Arctic** 2018년 4분기부터 2019년까지 발주가 가시화될 주요 프로젝트는 10기 내외로 예상
- 대우: Rosebank, Anchor 등** 인도 Reliance FPSO, 베트남 Block B를 시작으로 발주처가 변경된 Rosebank FPSO 등 국내 조선 3사가 2기 내외의 수주를 목표로 할 수 있는 프로젝트 가시화 전망 → 변수는 Rosebank FPSO
- 중소형 생산설비는 싱가포르, 10억달러 이상의 대형 설비는 Big 3로 이원화되는 모습 전망

2019E Global Offshore Ongoing Project - 2019년까지 발주여부가 구체화될 예상 해양생산설비 프로젝트

Operator	Project	Type	Location	Project Remark	수주예상 시점(수주처)
Equinor(舊 Statoil)	Johan Castberg	FPSO	노르웨이	Norway	Sembcorp Marine 수주
Shell	Vito	Semi-sub FPU	미국	USA GoM	Sembcorp Marine 수주
Equinor(舊 Statoil)	Johan Sverdrup PH2	고정식 Platform	노르웨이	Norway	노르웨이 Aibel 수주
BP	TORTUE	FPSO	세네갈	Senegal	TechnipFMC+중국 Cosco 수주
PQPOC	BLOCK B	고정식 Platform	베트남	Vietnam	2H18~1H19
Reliance	MJ Floater	FPSO	인도	India	2H18~1H19
Shell	Bonga	FPSO	나이지리아	Nigeria	1H19
Technip	Arctic	Platform or Module			1H19
Chevron	Anchor	FPU			1H19
Saudi Aramco	Marjan	고정식 Platform	사우디	Saudi Arabia	2H19
Mcdermott	Derrick Lay Vessel	Derrick Lay Vessel			2H19
ConocoPhillips	Caldita Barossa	FPSO	호주	Australian	2H19
Equinor(Chevron에서 인수)	Rosebank	FPSO	영국	UK	2019

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

Part V

Divergent(2019E) - 기계

미·중 무역분쟁, 찾을 수 있는 접점은 대미 무역흑자 축소

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

중국 위안화 약세 지속.
1,000억달러 무역흑자 축소는
수입 확대만으로 불가능

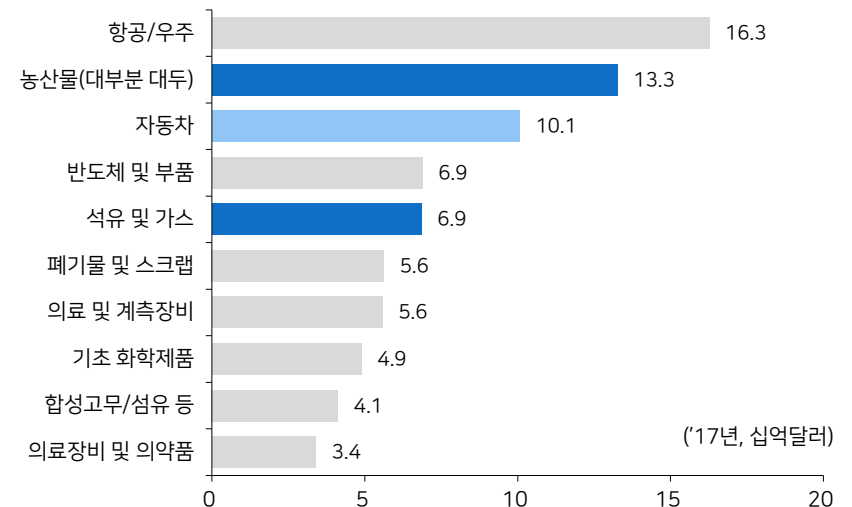
- 경기둔화 우려와 금융시스템 불안이 중국 인민은행의 통화정책 대응과 맞물려, 국채금리 하락 초래
- 중국-미국 5년물 국채 금리차가 축소되면서 위안화 약세를 심화시키는 양상
- 지난 5월 중국은 미국산 제품과 서비스 수입을 확대하겠다는 점을 천명, 특히 미국산 농산물과 에너지 수입을 크게 확대할 것임을 약속(2017년 미국산 농산물·에너지 수입액 200억달러)
- 미국이 중국의 "대미 무역흑자 연간 1,000억달러 축소"를 요구하는 것과 연계하면, 중국이 미국산 농산물·에너지를 2017년의 2배로 확대시켜도 연간 1,000억달러 축소는 불가능

중-미 금리차와 위안/달러 환율



자료: 중국인민은행, 메리츠증권증권 리서치센터

미국의 대중 수출품목 상위 10선 (2017년)



자료: Congressional Research Service, "US China Trade Issues"

경기둔화가 진행 중인 중국, 위안화 절상 or 인프라 투자 확대

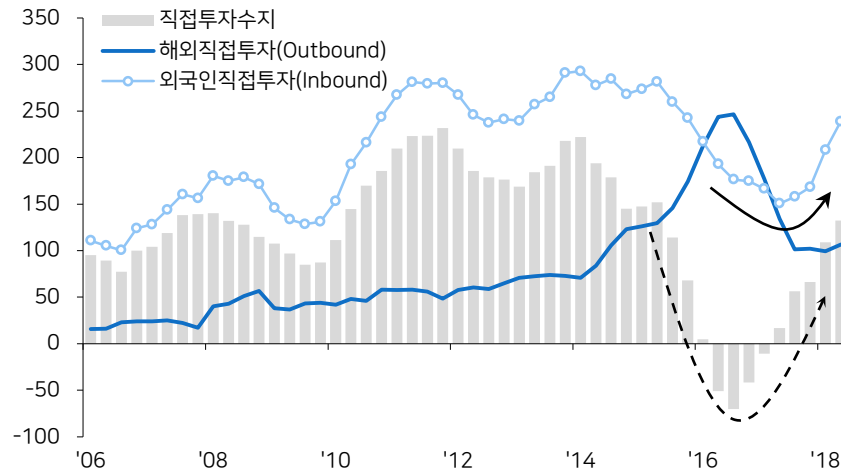
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

건설기계·중간재 최대 시장인
중국, 무역 분쟁 해소와 인프라
투자 확대 두 마리 토끼를
쫓아야 해 → 위안화 절상 여부

- 미·중이 풀어야 할 사안 중 우선 순위는 통상 이슈, 대미 무역흑자를 축소할 효과적 방법은 위안화 절상
- 시장 개방과 외국인의 대중 직접투자 요건 개선 필요, 이미 2018년 상반기 외국인직접투자(FDI)는 전년대비 2배 이상 증가한 1,316억달러. 이는 위안화 강세 압력으로 작용할 수 있음
- 반면, 중국 경기는 둔화가 진행 중으로 3Q GDP 성장률은 6.5%로 예상치 하회(농림어업 제외시 6.09%)
- 산업 생산 증가율의 지속적인 하락(9월 5.8%)과 함께 인프라 투자도 급감하는 양상
- 중국 정부의 금융시장 추가 개방 노력이나 정책금융 동원을 통한 인프라 투자 확대에 주목해야 함

중국의 직접투자 수지 추이 - 외국인직접투자는 증가세

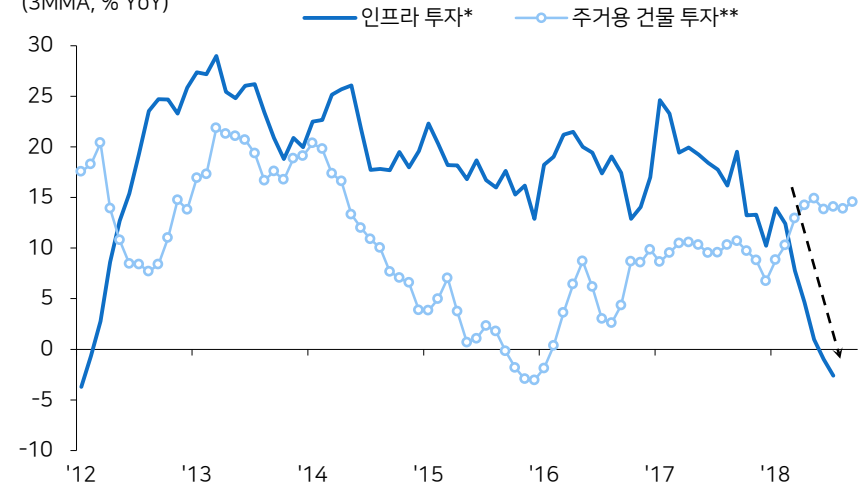
(4QMS, 십억달러)



자료: 중국 국가 외환관리국 (SAFE), 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 인프라 투자, 주거용 부동산 투자는 상이한 모습

(3MMA, % YoY)



주: * 2015년 7월 이전은 운수창고+환경투자 / ** 고정자산투자와 별도 집계되는 시계열
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

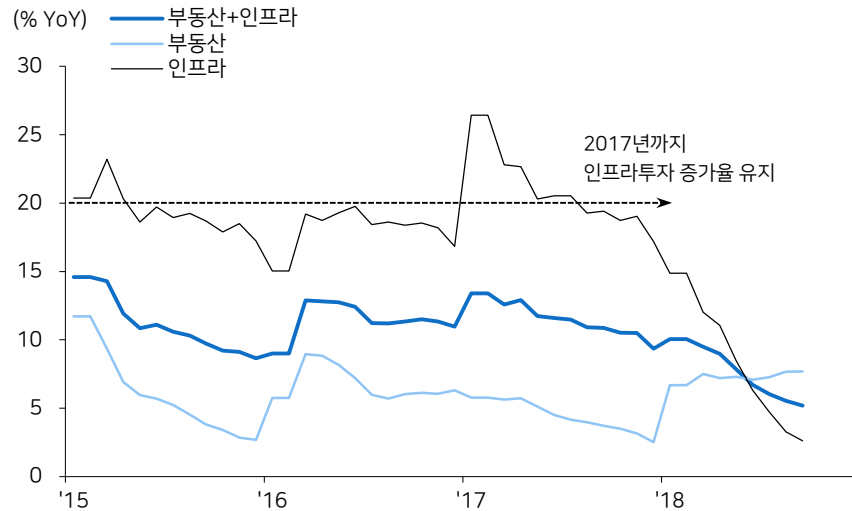
중국, De-leveraging 이후 인프라 지원책이 필요한 시점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

인프라 투자 활성화 지원책이 없다면, 2019년 성장둔화는 불가피

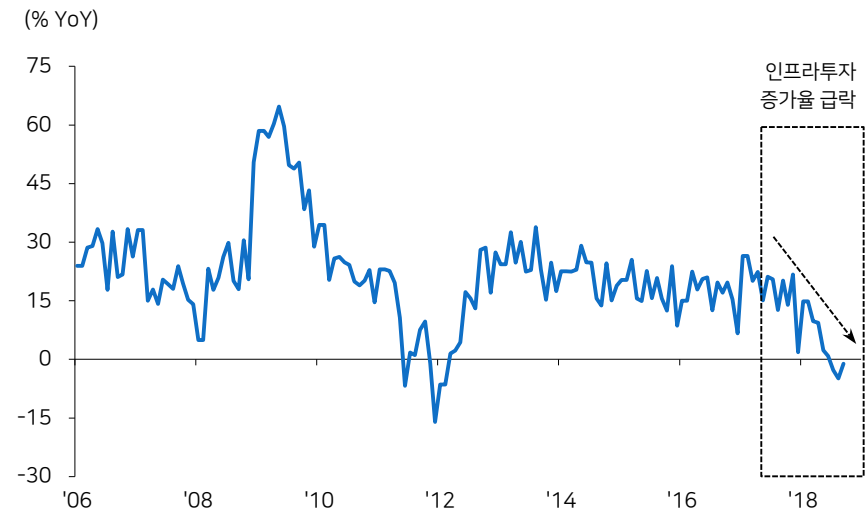
- 중국은 '제13차 5개년 발전계획'을 통해, 2016년부터 적극적인 산업 구조조정과 건설 투자 확대를 진행
- 인프라 투자는 2015~17년 연간 17% 내외의 고성장을 지속, 부동산은 2015년부터 Up-cycle 유지
- 그러나, 2018년부터 소비 중심의 新경제로 전환한다는 목표 아래 De-leveraging 정책을 시행, 인프라 투자는 2분기부터 급격하게 위축되는 양상. 무역분쟁 이슈와 맞물려 연착륙을 위한 대안 필요
- 8월 중국 정부는 지방정부 특별채 발행을 한도의 80% 이상까지 조기 발행하라고 지시
- 특별채 만기 규제를 없애 한시적인 인프라 투자재개 기대 → **인프라 투자 활성화 지원책이 필요한 시점**

중국의 부문별 고정자산투자 증가율(YoY) 추이 - 인프라 투자의 급격한 위축



주: 부동산은 2차 산업의 건설과 3차 산업의 부동산 부문을 합산
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 인프라 투자 증가율 추이 - 2018년 De-leveraging 정책으로 위축



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

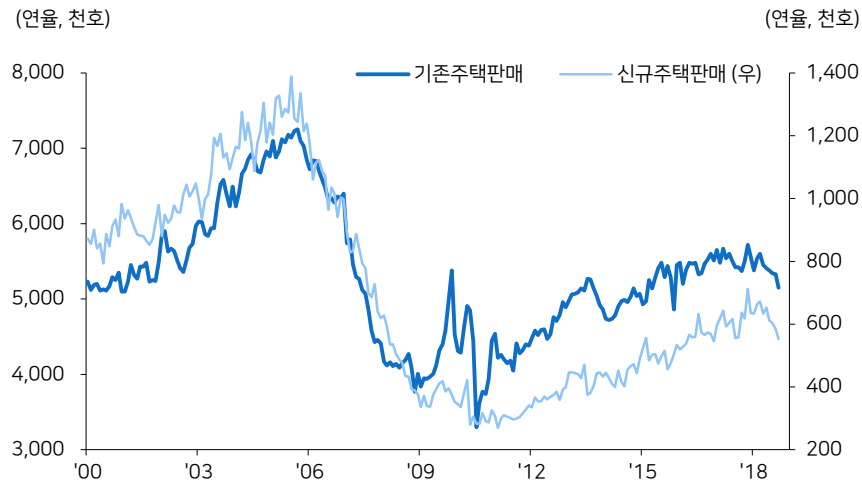
미국의 주택시장 호조 둔화, 2019년 인프라 투자가 필요한 이유

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

8년간 이어진 미국 주택시장의 호조세는 둔화, 판매 감소와 재고증가 → 추가 부양책 필요

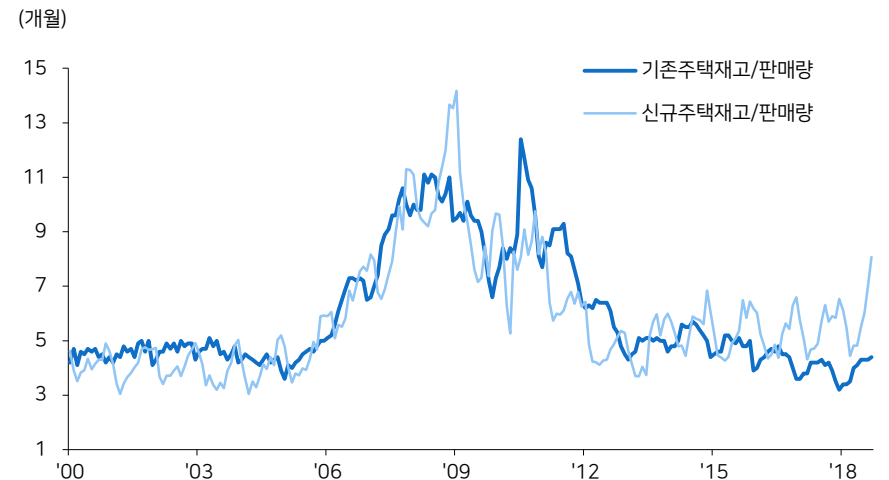
- FED의 금리 인상과 자산축소로 모기지 금리 상승, 주택판매 둔화와 주거용 건설지출의 하락 우려 발생
- 기존·신규 주택 판매가 모두 하락세로 전환, 재고량도 증가하는 양상. 2010년 이후의 장기 호황 마무리
- 이는, 2019년 미국의 주거용 투자 기여도 하락으로 이어질 개연성 → 공화·민주당 공약의 공통분모였던 인프라 투자 확대나 중산층 추가 감세 현실화 필요

미국 기존주택 및 신규주택 판매 추이



자료: US National Association of Realtors, US Census Bureau, Mortgage Bankers Association

미국 기존주택재고/판매량 및 신규주택재고/판매량 비율 추이



자료: US National Association of Realtors, US Census Bureau, Mortgage Bankers Association

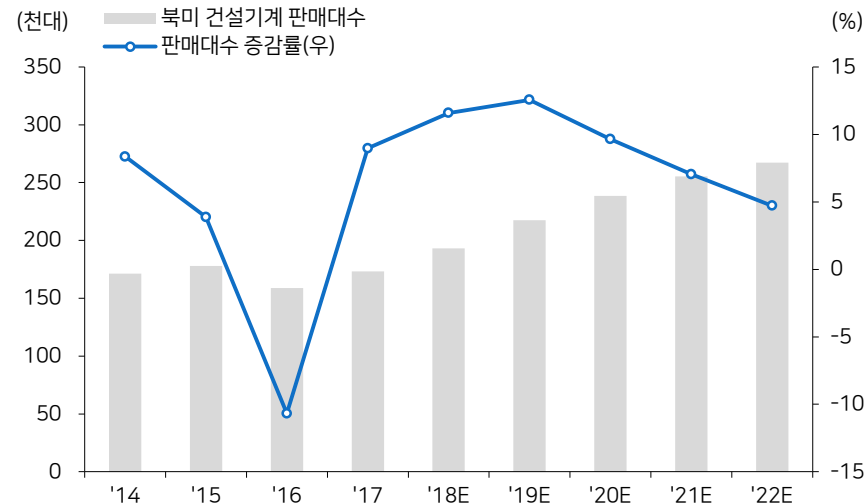
미국 트럼프 행정부, 원유+인프라 투자 확대의 가능성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

북미 건설기계 시장, 향후 4년간 CAGR 8.5% 전망

- 2018년 북미 건설기계 판매대수는 193,250대(+11.6% YoY) 예상, 중국 다음으로 큰 시장규모
- 북미 건설기계 시장은 2019~22년간 연평균 성장률(CAGR) 8.5% 전망, 인프라 호조세 예상
- 트럼프 행정부는 당선 이후 미국 우선주의를 표방하며 경제 및 세제 관련 공약 제시
- 경제관련 공약 중 인프라 투자의 경우 구체적인 계획과 자금조달 방법을 제시하지 못하면서 지연되는 움직임, 주목할 부분은 키스톤 송유관과 화석연료 산업 지원 등 '원유' 관련 프로젝트

북미 건설기계 판매대수, 증감률 추이 - 중국과 달리 둔화 우려 제한적



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

미국 트럼프 대통령의 경제관련 공약 진행 상황(12건)

내용	이행 완료	진행 중	타협 중	일시 중지	철회
인디애나주 Carrier 공장 이전 반대 및 현행 유지	■				
키스톤 송유관 등 에너지 인프라 투자 재추진		■			
연간 경제성장률 4% 달성		■			
석탄광 신규 임대금지 규정 폐지하여 석탄산업 활성화 추진		■			
미국 제조업 되살리기		■			
화석연료 생산 확대를 통한 에너지 독립		■			
미국 제품 사고, 미국인 고용		■			
1조 달러 규모의 인프라 투자 추진 및 인프라 펀드 조성				■	
미국 인프라 프로젝트 진행시 자금 절감 사용				■	
당해 연도 예산을 전년대비 1% 감축하는 예산집행 방법 적용				■	
8년내 연방정부 부채 축소				■	
연방정부예산집행 공정하고 빠르게 진행				■	

자료: 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터

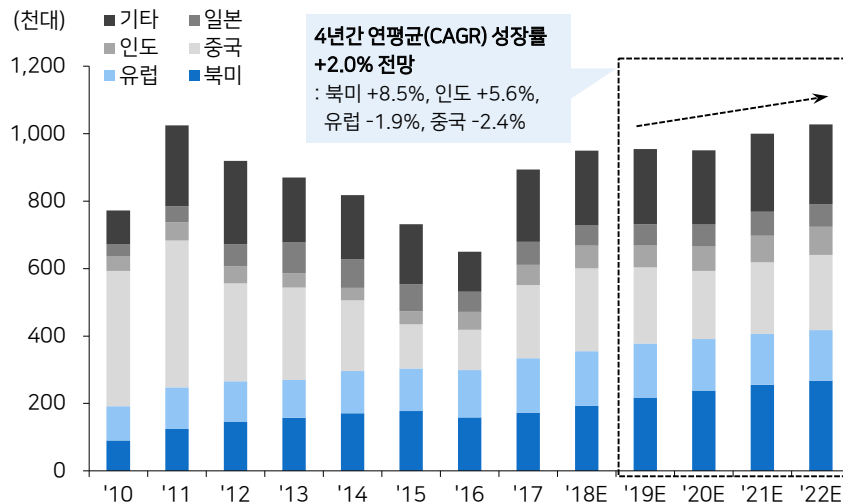
1) 건설기계 - 미국·중국의 인프라 투자가 없다면...

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019~2020년 중국 건설기계 시장둔화 유력, 중국시장 둔화에 대한 대안은 북미

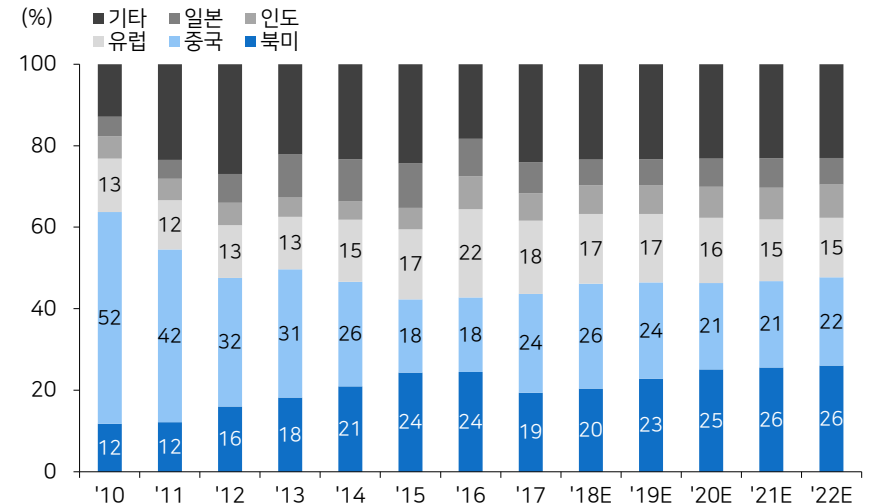
- 2018년 전세계 건설기계 판매대수는 95.0만대(+6.2%), 2019년은 95.4만대(+0.5% YoY)로 예상
- 향후 4년간 지역별 연평균 성장률(CAGR)은 북미 +8.5%, 인도 +5.6%, 유럽 -1.9%, 중국 -2.4%로 예상
- 중국시장은 2018년 24.5만대(+82.1% YoY)에서 2019년 22.6만대(-7.9% YoY) 전망(Off-highway Research)
→ 2018년에 Peak-out 가능성 증대, 2020년 도입예정인 엔진 배기가스 규제(Tier 4)가 수요의 변수
- 북미는 주택시장 성장 둔화 우려가 존재하나, 인프라發 수요 증가로 성장세 지속 기대

전세계 건설기계 판매대수 추이 및 전망



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

전세계 건설기계 판매대수 지역별 비중



주: 2018년은 10월 누적 판매대수 기준
자료: Bloomberg, 중국공정기계협회, 메리츠증권증권 리서치센터

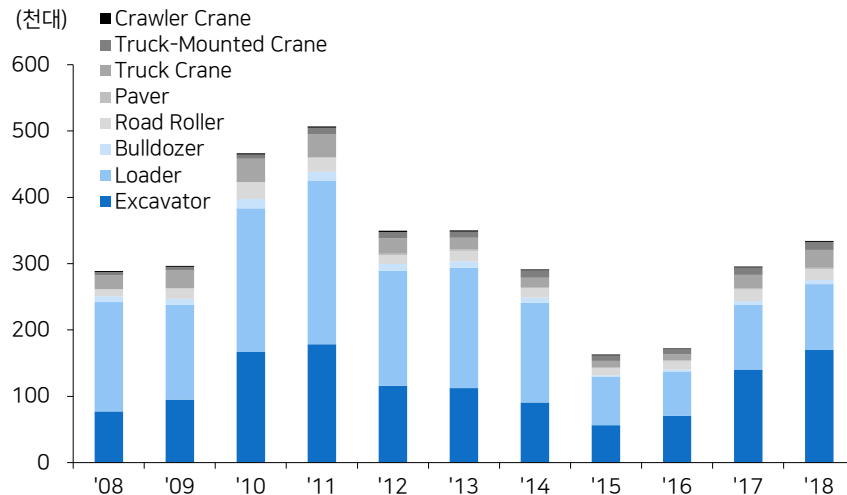
1) 건설기계 - 2011년을 넘어서는 굴삭기 판매 호조

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

**2018년 10월 중국 굴삭기
누적 판매는 155,882대
(+48.5% YoY) 기록, 2011년
이후 최대치**

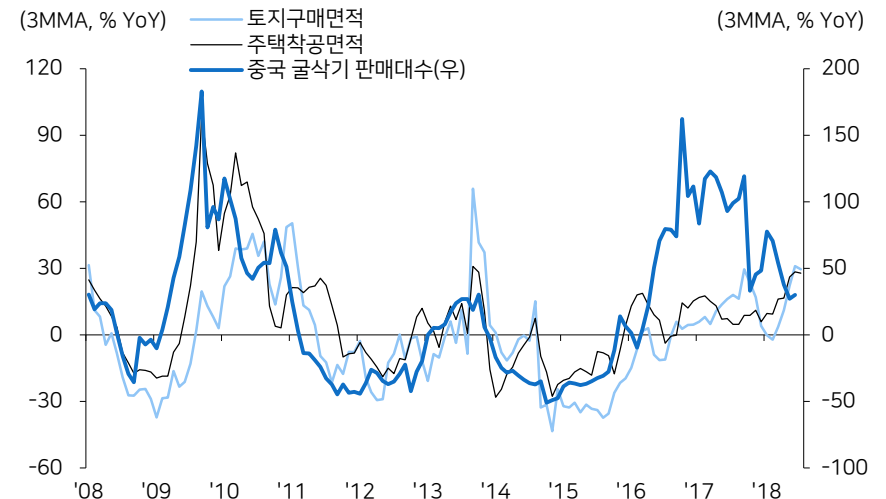
- 2018년 10월 중국 굴삭기 내수 누적 판매대수는 155,882대(+48.5% YoY) 기록
- 품목별 판매추이는 굴삭기 +50.8% YoY, 로더 22.1% YoY, 불도저 +25.2% YoY 등 고른 성장세 지속
- 2018년 9월 누적 기준으로 중국의 토지구매면적은 +15.7% YoY, 주택착공면적은 +19.4% YoY 성장
- '토지구매면적 증가 → 주택착공 증가 → 건설기계 판매증가'로 이어지려면, 대형제품 수요의 핵심인 인프라 투자 확대가 필요

중국 건설기계 품목별 판매대수 추이



주: 2018년은 10월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국 주택착공면적, 토지구매면적 및 굴삭기 판매 증감률 추이



자료: CEIC, 중국공정기계협회, 메리츠증권 리서치센터

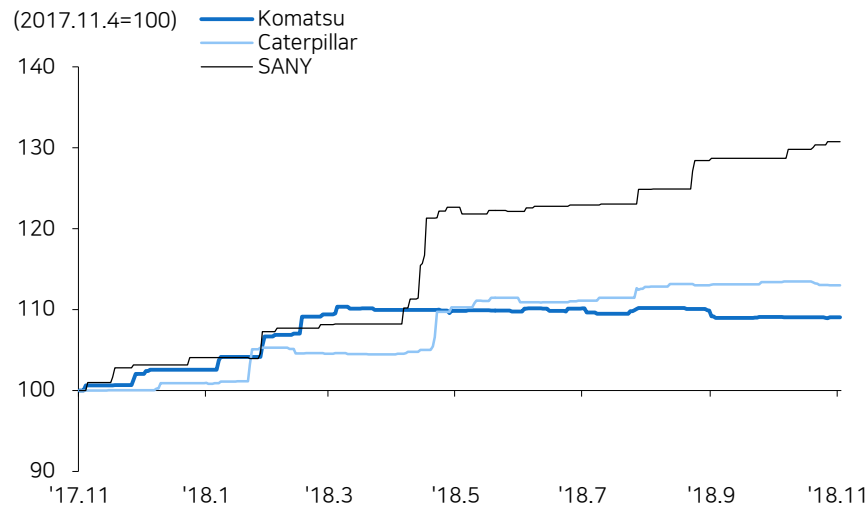
1) 건설기계 - Peer Group의 실적 추정치 상향은 중단

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 컨센서스는 상향 추세 중단, 중국 시장의 Peak-out 우려가 반영 중

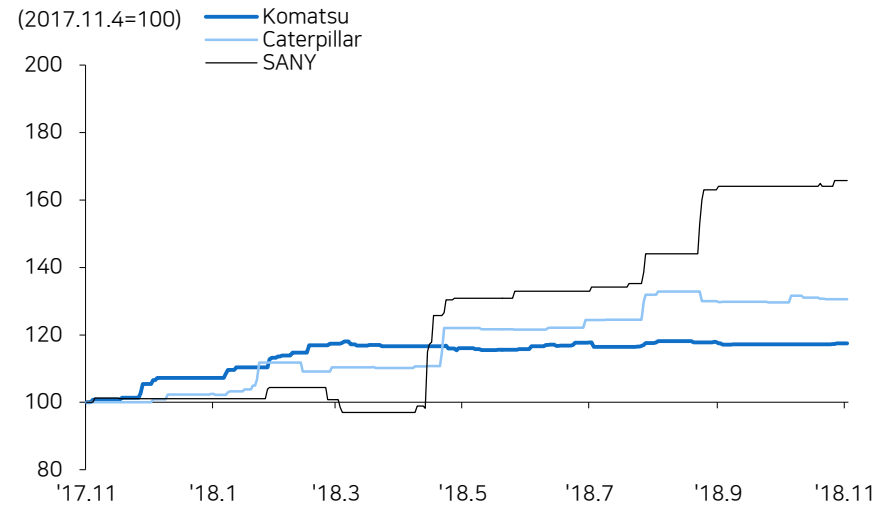
- 주요 건설기계 업체들의 매출액과 영업이익 컨센서스는 2018년 하반기 이후 상향 추세 중단
- 중국 SANY Heavy Industries의 2019년 매출액과 영업이익 컨센서스만 상향 추세 유지
- 미국 Caterpillar(영업이익 30.5% 상향)와 일본 Komatsu(영업이익 17.5% 상향)도 컨센서스가 상향 되었으나, **2018년 이후 중국 시장에 대한 Peak-Out 우려가 반영되는 양상**
- 1위 기업 Caterpillar가 보수적인 가이드언스를 제시, 양호한 실적 흐름에도 불구하고 하고 주가는 약세

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주1: 2019년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2019(2019.4~2020.3) 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



주1: 2019년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2019(2019.4~2020.3) 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

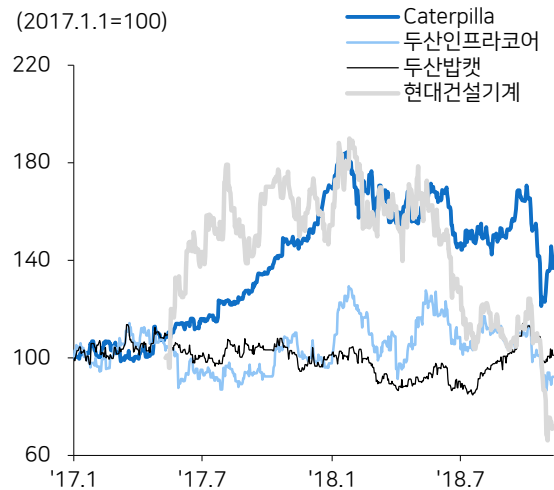
1) 건설기계 - 신흥국 시장, 환율변화에 민감

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Peer Group과 동조화 되지
못한 주가흐름, 신흥국
Exposure가 불확실성으로 작용

- 2017년 이후 주요 건설기계 업체 주가는 Caterpillar +36.8%, 두산밥캣 +1.0%, 두산인프라코어 -7.8%, 현대건설기계 -28.2% 기록. Peer Group과 동조화 되지 못한 부진한 주가흐름
- Caterpillar는 매분기 사상 최대 실적을 기록했음에도, 실적 Peak-out 우려로 PER 10배 수준을 유지
- 현대건설기계는 인도 루피화 약세가 실적 부진을 초래, 상장 이후 루피화 환율은 +12.2%(약세) 기록

국내외 주요 건설기계 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

현대건설기계 주가와 인도 루피화 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

두산인프라코어 주가와 중국 위안화 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

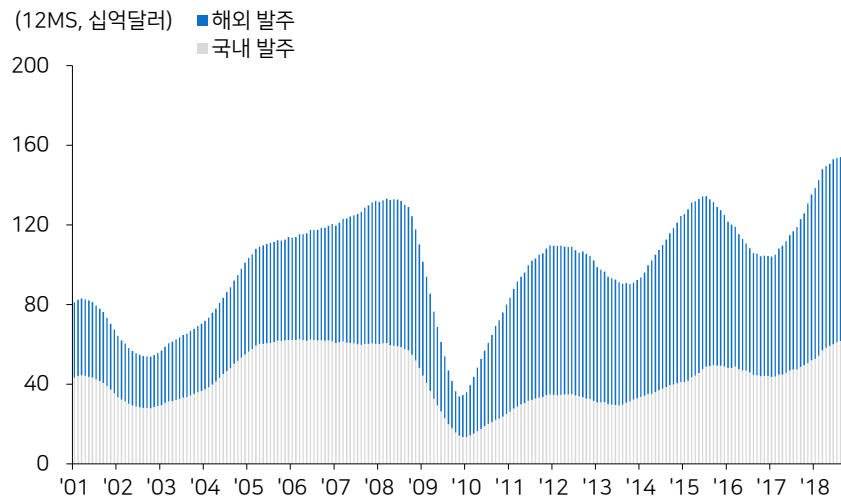
2) 공작기계 - 중국發 CAPEX Cycle의 위축 우려

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

일본 공작기계 해외 수주액은
2008년 이후 최고 수준으로
회복했지만, 3Q 감소세 전환

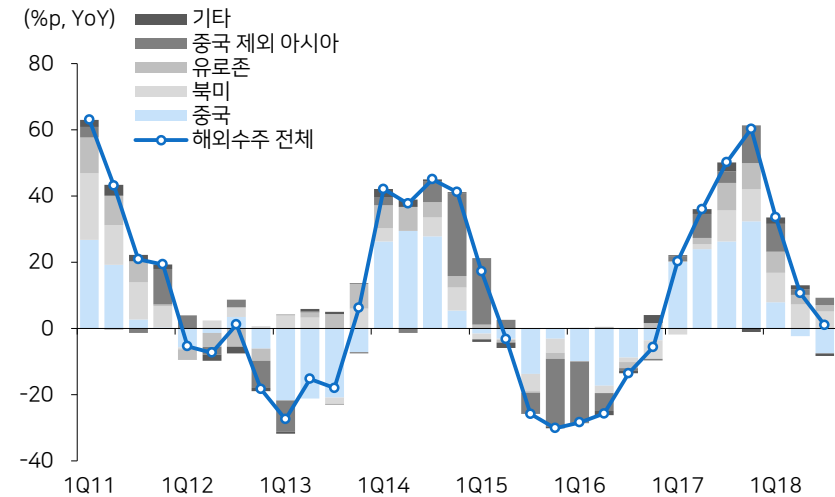
- 2018년 3분기 일본 공정·공작기계업계의 신규 주문액은 전년 대비 6.9% 증가(2Q18 16.0%)
- 일본 내수 증가율은 2Q18 24.4%에서 3Q18 15.6%, 해외 증가율은 10.7%에서 1.0%로 완전한 둔화
- 해외주문 지역별 기여도는 북미 5.1%p, 유로존 1.9%p인 반면 중국은 -7.5%로 감소세 전환
- 21개월 연속 증가세(YoY)를 보여오던 해외 수주액은 8월 -4.5%으로 감소. 이는 최대 수요처인 중국向 주문이 3월 -2.2% YoY, 9월 -22.0% YoY로 7개월 연속 감소했기 때문

일본 공작기계 수주액 추이 - 해외 수주는 21개월 연속 증가 후 9월 감소



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 해외발주 기여도 추이 - 중국은 7개월 연속 감소, 타 지역은 증가세



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

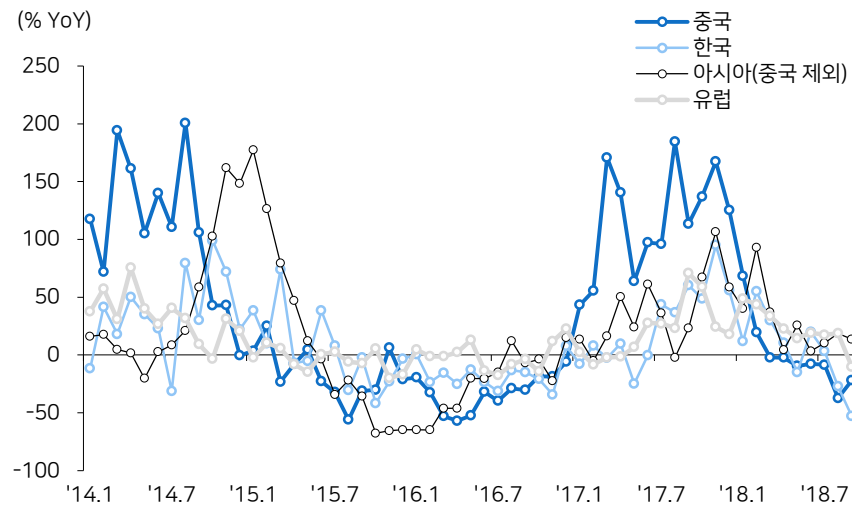
2) 공작기계 - 중국發 CAPEX Cycle의 위축 우려

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

공작기계의 Peak-out 우려도
결국 중국이 원인, 공작기계는
4년의 주기를 보여줌

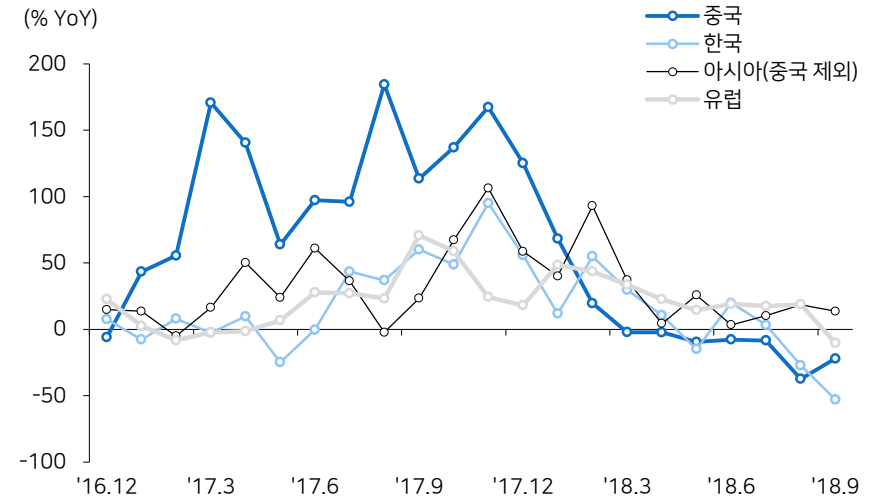
- 일본 공정·공작기계업계의 해외수주는 전세계 CAPEX Cycle의 동행 지표
- 2016년 말부터 Up-Cycle에 진입했으나, 3월부터 불거진 미·중 무역분쟁 이후 Cycle 후반부로 진입한 듯
- 2014년 말부터 시작된 Down Cycle에서는 회복까지 약 2년 소요, 미·중 무역전쟁이 해소되지 않는다면 단기간 내에 회복되기는 어려운 상황

2014년 이후 일본 공작기계 주요 지역별 수주 추이



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

2016년 말 이후 일본 공작기계 주요 지역별 해외수주 추이



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

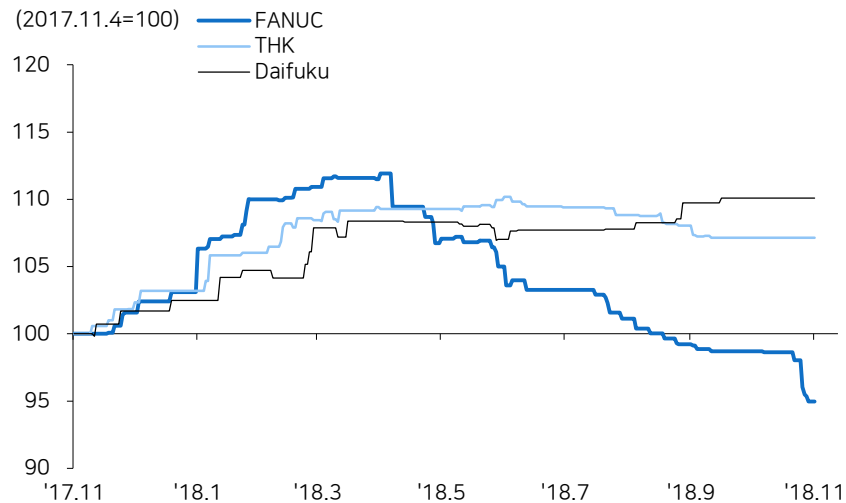
2) 공작기계 - 일본 Peer의 실적 추정치 하향 중

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

일본 주요 공작기계·Factory Auto 업체의 실적 컨센서스 하향 중

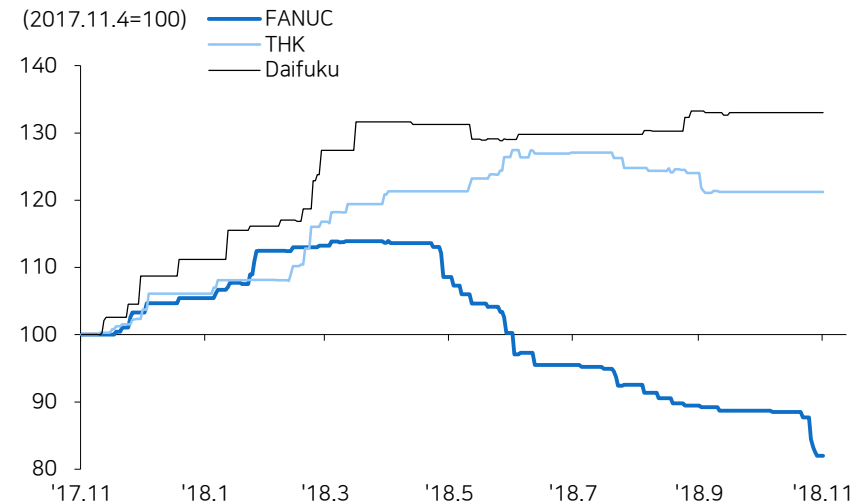
- 일본 공작기계 주요 업체들에 대한 매출액, 영업이익 컨센서스는 상향 추세를 유지하였으나 4월 미·중 무역분쟁 이슈 이후 정체·하향 중
- **Factory Automation, Robot Systems 1위 기업인 FANUC은 4월을 기점으로 컨센서스 하향**, 해외 수주가 감소세로 전환되면서 4Q 추정치 추가 하향
- 일본 기업들의 추정치 하향은 무역분쟁에 따른 중국향 매출 지연과 엔화 강세(위안화 약세)가 원인

일본 공작기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주: FY2019(2019.4~2020.3) 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 공작기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



주: FY2019(2019.4~2020.3) 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

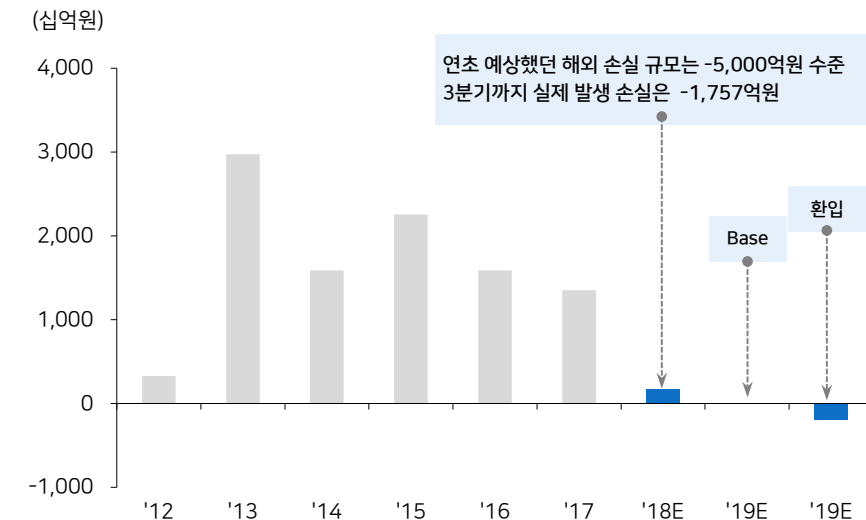
3) 기자재 - 해외 건설發 쇼크는 마무리 단계, 수주는 회복세 전환

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2013~17년 대규모 해외건설
손실 발생은 일단락, 소극적인
해외공사 수주는 기자재업계
실적 부진으로 이어져

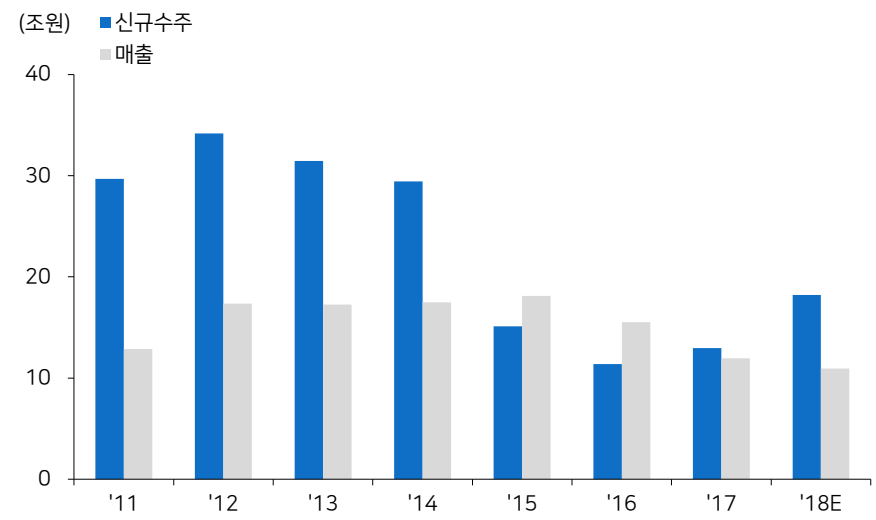
- 2013~17년 국내 대형 건설업체들의 해외 공사 합산 손실액은 9.8조원, 2018년은 예상보다 손실 축소
- EPC 적자공사의 대부분이 2016~18년 준공, Claim 처리기간 1~2년 고려 시 2018년 이후 환입 가능
- EPC 공사의 대규모 손실 과정에서 수익 확보가 불투명한 공사에 소극적 응찰, 2016년까지 수주 급감
- 건설업계의 수익성 악화와 해외 수주 감소가 기자재업계의 실적 부진으로 이어짐은 자명한 결과

대형 건설업계의 해외공사 손실은 예상보다 크게 감소, 이후 정상 마진?



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형 건설사 합산 해외수주 vs 해외매출 - 수주는 완만한 회복세



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

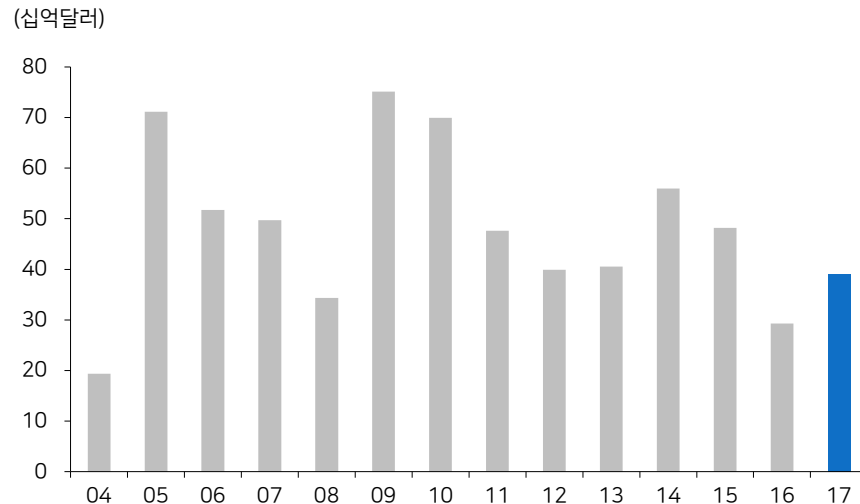
3) 기자재 - 해외 건설發 쇼크는 마무리 단계, 수주는 회복세 전환

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

중동지역의 석화플랜트 발주
재개와 국내 건설업계 점유율
상승이 예상되는 2019년

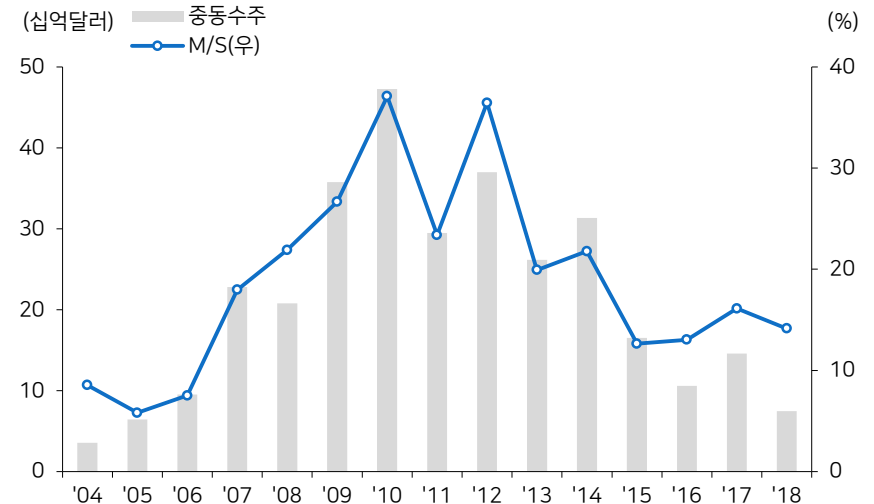
- 2013년 국내 건설업계의 해외 손실 발생 이후, 중동지역 플랜트 시장에서 한국의 수주 점유율은 급락
- 수주 성장기였던 2007~12년 한국의 M/S는 평균 27.2%, 2015~18년 평균은 14.0%
- 해외 손실이 마무리되면서 국내 건설업계는 시공 Risk 관리에 집중, 경험이 있는 공종 수주에 주력
- 2018년 이후 중동의 Petrochem/Gas플랜트 발주 재개 예상, 수주 여력 높아진 국내업체 M/S 확대 전망

중동지역의 연도별 Oil, Gas, Petrochem 발주 금액 추이



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 건설업체의 중동 수주액과 수주 점유율 추이



주: Construction 제외,
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

3) 기자재 - 수주가 답이다

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

기자재주는 조선·건설의 수주
회복이 유일한 상승의 트리거

- 단조용 피팅 과점기업인 성광벤드와 태광의 주가는 조선·건설업체 수주 증감에 절대적인 영향을 받음
- 피팅 2사의 합산 수주는 2013년 6,667억원을 기록한 이후 2017년 3,455억원으로 급감
- 국내 조선·건설업계 해외수주가 2013년 866억달러에서 2016년 194억달러로 77.6% 급감했기 때문 → 수주 증가 시기의 조선·건설업체 평균 주가는 PBR 0.9~1.4배, 피팅 2사는 1.4~1.8배 밸류에이션 부여
- 2015~17년 전방산업 침체기의 피팅 2사의 주가는 PBR 0.5~0.9배의 박스권 유지

피팅 2사(성광벤드, 태광) 가중평균 PBR과 합산수주 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

피팅 2사(성광벤드, 태광) 가중평균 PBR과 국내 조선 및 건설 합산수주 추이



주: 국내 조선사는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 합산,
국내 건설사는 삼성엔지니어링, 현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업 해외수주 합산
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3) 기자재 - 조선과 건설의 수주 증가는 Premium을 부여

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

Captive의 실적쇼크 완화, 수주 회복이 확인 시 PBR 1.2~1.5배 Premium 부여 가능할 것

- 2011년 유럽발 금융위기 때를 제외하면, 수주 회복기에 피팅 2사 주가는 전방업체 대비 Premium 부여
- 1) 조선과 건설의 해외 산업플랜트를 Captive로 보유, 2) 무차입 상태의 우량한 재무구조, 3) 시장 진입이 어려운 과점시장 형성이 Premium(전방대비 20~50% PBR Multiple 상승)의 근거
- 그러나 2013~16년 건설업계의 Earning Shock, 2014~17년 조선업계의 Earning Shock가 장기화 되면서 밸류에이션 동조화 현상 지속

피팅 2사(성광벤드, 태광)와 조선 3사 가중평균 PBR 추이



주: 조선 3사는 현대중공업, 삼성중공업, 현대미포조선
자료: 메리츠증권리서치센터

피팅 2사(성광벤드, 태광)와 건설 4사 가중평균 PBR 추이



주: 건설 4사는 현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업
자료: 메리츠증권리서치센터

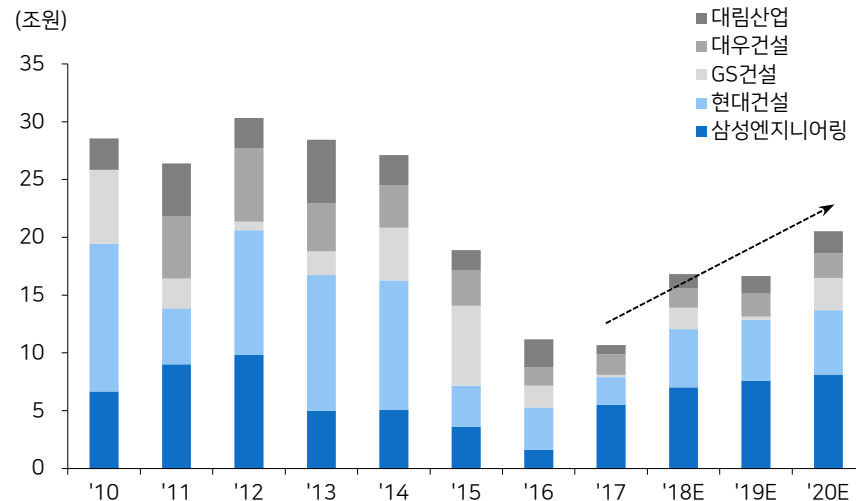
3) 기자재 - 2019년 수주 회복은 확실

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

4Q18부터 피팅 2사의 수주 회복세 확인 전망

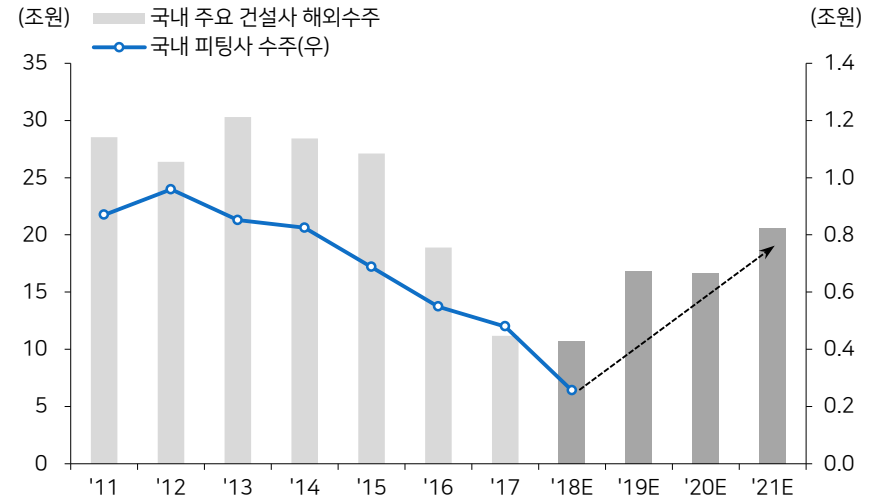
- 국내 주요 건설사 2018년 해외 수주는 16.8조원(+57.5% YoY), 2020년에는 20.5조원으로 전망
- 건설업체의 EPC 수주 이후 1~1.5년 뒤에 피팅·기자재업체로 제품 발주 진행
- 2016년 조선업계의 수주 부진(-72.2% YoY)과 2016~17년 해외 산업플랜트 수주 위축(-50.0%)이 교차하는 2018년 상반기가 수주의 최저점
- 2017년 전방산업 수주는 전년 대비 +78.1%, 2018년 예상 수주는 전년 대비 +19.6% 증가 예상

국내 주요 건설사 해외수주 추이 및 전망 - 2016~17년의 바닥은 탈출



자료: 메리츠증권리서치센터

국내 주요 건설사 합산 해외수주와 국내 피팅 3사 합산 수주추이



주1: 주요 건설사는 대림산업, 대우건설, GS건설, 현대건설, 삼성엔지니어링

주2: 피팅 3사는 성광벤드, 태광, 하이록코리아 / 주3: 국내 건설사 해외수주는 1개년 lagging

자료: 메리츠증권리서치센터

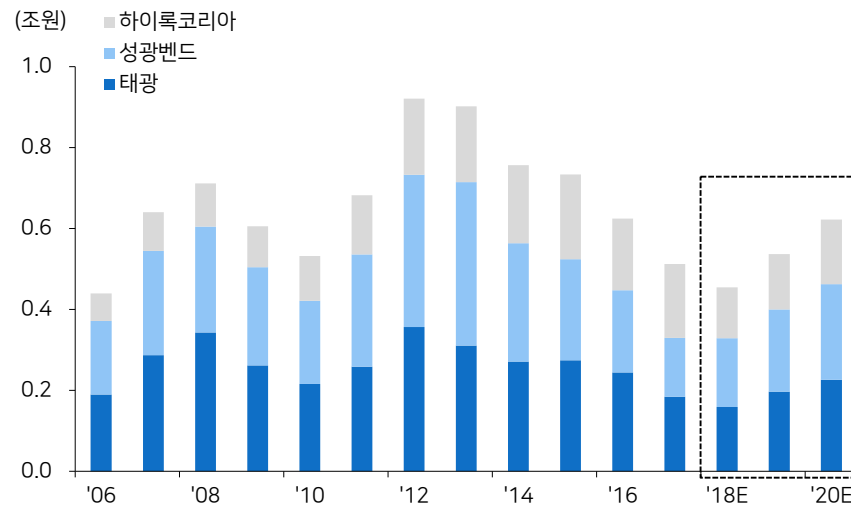
3) 기자재 - 턴어라운드의 시기 도래

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

2019년 피팅 3사 합산 기준
매출 성장은 +18.1% YoY,
OPM 7.3%(+4.3%p) 전망

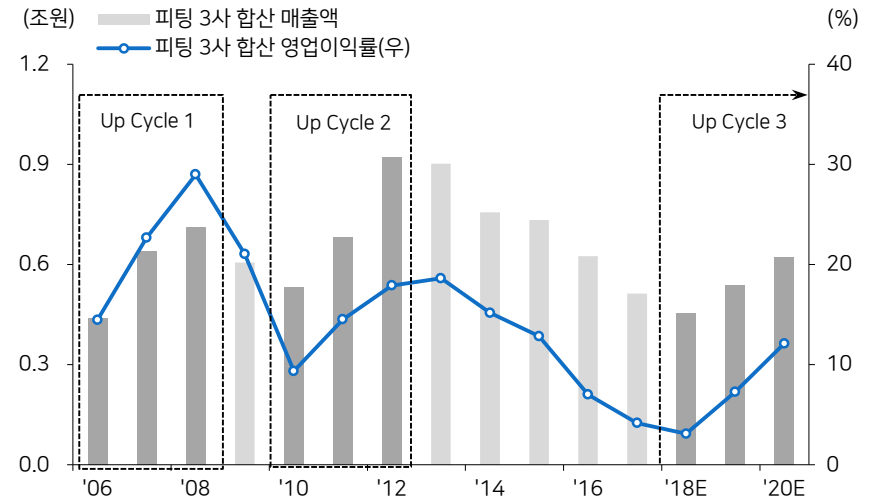
- 2018년 하반기 국내 정유·화학업계는 대규모 투자 계획 발표 – GS칼텍스·현대오일뱅크·S-O일은 석유 화학 크래커와 고도화설비에 10.7조원, 롯데케미칼(Titan)·LG화학은 NCC와 석화 크래커에 7.1조원 투자
- 17.8조원 규모의 플랜트 발주는 2019년까지 건설업체에 발주, 기자재 수주는 2019년 하반기 예상. 해외 프로젝트 포함 총 25조원 수준에 육박, 피팅 수주가 가능 규모는 단조용 2,520억원, 계장용 1,008억원 추정
- 2017년 합산 매출액 4,546억원을 저점으로 2020년 매출액 6,220억원 증가 유력, 2019년 턴어라운드

피팅 3사(성광벤드, 태광, 하이록코리아) 매출액 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

피팅 3사(성광벤드, 태광, 하이록코리아) 합산 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3) 기자재 - 2019년 피팅 수주 6,258억원(+19.7% YoY) 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

조선(+23.9% YoY), 건설 산업
플랜트(+25.4% YoY) 수주가
증가, 피팅수주 BEP 초과 예상

- 2019년 국내 건설업계 해외 산업플랜트 수주는 석화·정유플랜트 호조로 216억달러(+25.4% YoY) 예상
- 2019년 국내 조선업계는 해양생산설비(+129.9% YoY), 선박(+13.5% YoY) 수주 호조로 23.9% 증가 전망
- 2018~19년 전방산업 수주분의 Lagging Time을 1년 감안 시, 2019년 피팅 3사 수주액은 전년 대비 19.7% 증가한 6,258억원 예상→ 단조용 피팅 업계는 BEP를 넘어서는 물량 확보에 성공

전방산업(건설/조선) 수주액과 피팅업계 수주액 추이 및 전망 - 2019년 피팅 3사 합산 수주는 전년 대비 19.7% 증가

(백만달러, 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E
1. 전방 수주액 (백만달러)	10,370	8,834	7,360	7,905	8,620	8,370	9,195	15,050	12,278	13,158	10,768	15,143	19,357	34,469	41,234	51,346
a) 산업설비	7,536	4,001	3,079	5,297	4,598	4,654	2,224	5,726	6,401	7,256	2,608	5,306	13,245	19,913	17,201	21,572
- Gas	345	74	0	32	120	0	10	48	240	216	195	175	1,644	451	178	827
- 발전설비	1,007	2,769	1,793	451	0	1,000	1,053	790	1,027	770	578	433	3,965	6,020	2,843	2,808
- 화학	3,731	14	507	154	2,467	83	964	461	2,713	1,628	1,061	692	2,545	4,405	3,976	6,094
- 정유	2,019	502	473	4,601	552	489	9	4,355	671	945	551	3,919	859	7,596	5,406	6,086
- 기타	433	642	306	60	1,458	3,081	188	72	1,750	3,697	225	86	4,233	1,441	4,799	5,758
b) 조선4사	2,834	4,833	4,281	2,608	4,022	3,716	6,971	9,324	5,876	5,902	8,159	9,836	6,112	14,556	24,033	29,774
- 선박	1,513	2,215	4,184	2,580	4,022	3,693	6,954	7,224	4,826	4,432	7,649	7,946	5,487	10,492	21,893	24,854
- 해양	1,321	2,618	97	28	0	23	17	2,100	1,050	1,470	510	1,890	625	4,064	2,140	4,920
2. 피팅 수주액 (십억원)	123	116	117	124	131	125	124	143	149	145	158	174	549	480	523	626
a) 단조용	83	79	88	94	99	92	92	104	109	106	119	125	384	345	386	460
- 성광	43	39	41	50	54	45	50	53	56	55	59	61	169	172	203	231
- 태광	41	41	48	44	44	47	42	51	53	52	59	64	215	173	184	229
b) 계측용	40	36	29	29	32	33	32	39	39	38	40	49	165	134	136	166
- 하이록	40	36	29	29	32	33	32	39	39	38	40	49	165	134	136	166
3. 수주 가능액 (십억원)	133	130	124	155	175	201	205	188	201	197	215	251	580	542	769	864
a) 건설발 수주	125	118	92	107	121	130	140	138	146	142	139	148	390	441	529	575
b) 조선발 수주	8	12	32	48	53	71	66	49	55	56	76	103	190	100	240	289

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

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

자료: ICAK, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

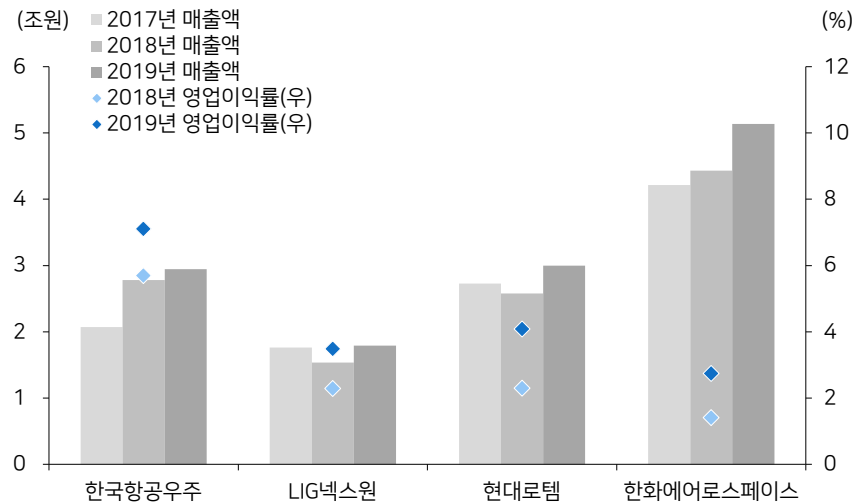
4) 방위산업 - 더 낮아질 눈높이

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

3분기 실적은 예상치를 하회,
컨센서스 하향은 불가피

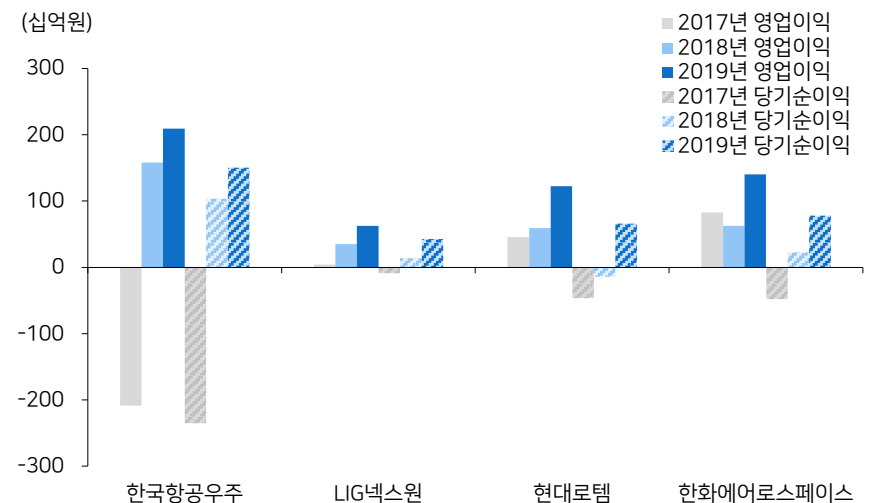
- 악재의 연속 - 2017년 방산비리 이슈와 Big Bath, 2018년 마린온 추락, 미국 APT(고등훈련기) 수주실패
- 한국항공우주 - 3분기 실적에 7월 마린온 추락에 따른 총당금 370억원, APT 수주실패에 따른 T-50A 개발비 395억원 반영, 무형자산손상차손 발생 등 대규모 일회성 비용 발생
- 2018년 컨센서스 기준 방산 4개사 합산 영업이익은 3,150억원, 합산 순이익은 1,262억원이나 3분기 실적 부진으로 추정치 하향 불가피. 2019년 영업이익률은 기업별로 1~2%p 개선 예상

국내 방산업체 2017~19년 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



주: 2018~19년 매출액과 영업이익률은 컨센서스 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 방산업체 2017~19년 영업이익 및 당기순이익 추이 및 전망



주: 2018~19년 실적은 컨센서스 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

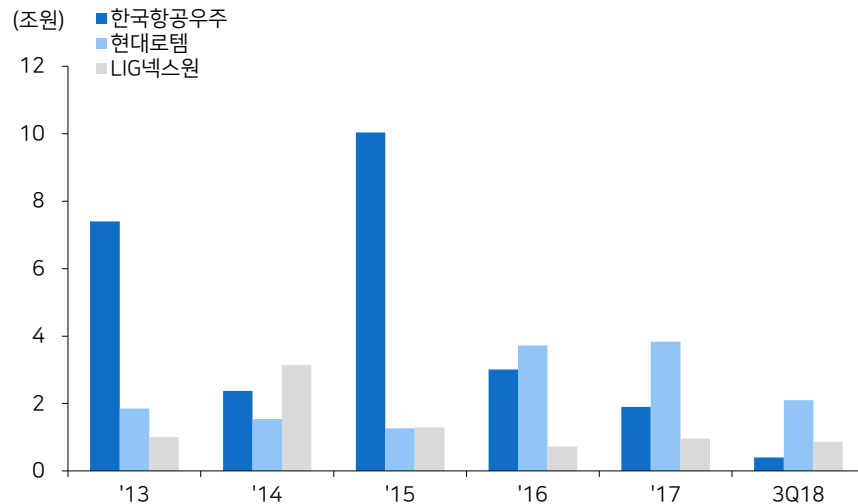
4) 방위산업 - 수주 모멘텀 확보가 최우선

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

**KAI, 현대로템, LIG넥스원 3사
합산 수주달성률은 3분기까지
41.5% 수준, 해외 수주가 중요**

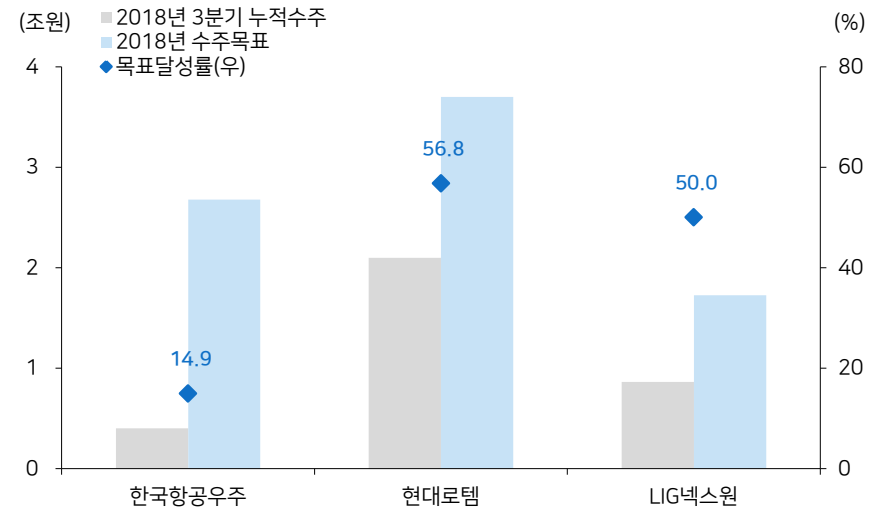
- 2018년 3분기 기준 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원의 합산 신규 수주는 3조 3,626억원
- 2018년 3사 합산 수주목표는 8조 1,034억원으로, 3분기 누계 목표 달성률은 41.5% 수준
- 한국항공우주는 2018년 연간 수주목표 2조 6,775억원 제시, 3Q18 누적 수주는 3,996억원(14.9% 달성)
- 현대로템은 2018년 연간 수주 가이드선으로 3.7조원 제시, 3Q18 누적 수주는 2.1조원(56.8% 달성)
- 한국항공우주의 인도네시아 수리온, FA-50 수출 등 해외 수주 재개가 중요한 시점

국내 방산업체 3개사 신규수주 추이



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

국내 방산업체 2018년 3분기 누적수주와 수주 목표달성률 현황



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

4) 방위산업 -センチメント는 최악, 국방 예산의 증가는 불변

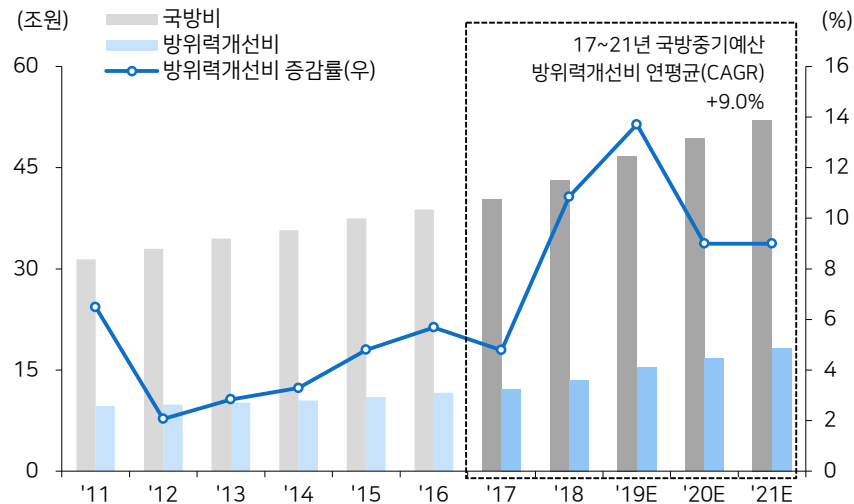
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

GDP 대비 국방비 2.7~2.8% 확대 목표

1) KAMD, Kill-Chain 전력화
2) MRO사업, 수출 지원

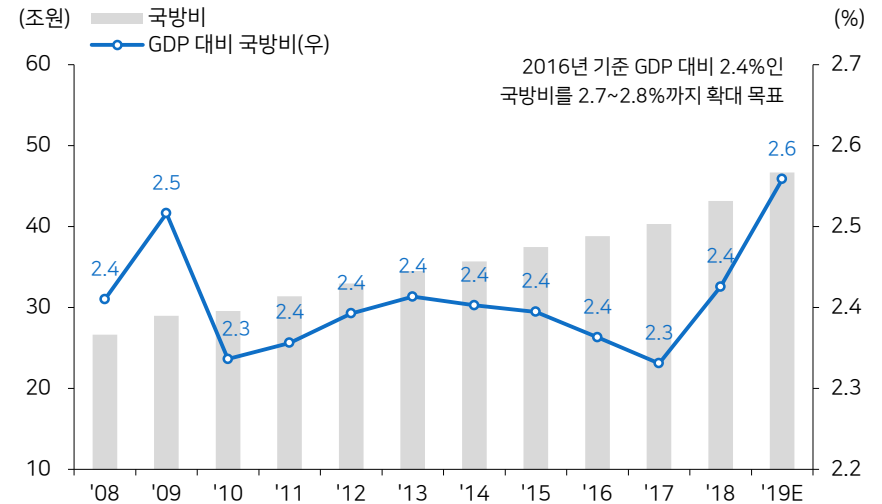
- 2017년 하반기부터 불거진 회계 이슈, 9월말 한국항공우주의 미국 APT 수주 실패로センチメント는 최악
- 2019년 국방부 요구예산안은 46.7조원(+8.2% YoY), 그 중 방위력개선비는 15.4조원(+13.7% YoY)
- 2017~21년 국방중기예산 상 방위력개선비는 연평균 +9.0%의 성장이 목표
- 방위산업과 관련한 제품 결함 잡음과 실적 불확실성 우려는 여전하지만, 국방비를 GDP 대비 2.7~2.8% 까지 확대하는 정책은 불변

국방중기계획에 따른 국방비와 방위력개선비 추이 및 전망



주: 19년 예산은 국방부 요구예산안 기준, 20~21년은 국방중기계획 기준
자료: 국방부, 메리츠증권리서치센터

GDP 대비 국방지출 금액 비중 추이



주: 19년 예산은 국방부 요구예산안 기준
자료: 국방부, 메리츠증권리서치센터

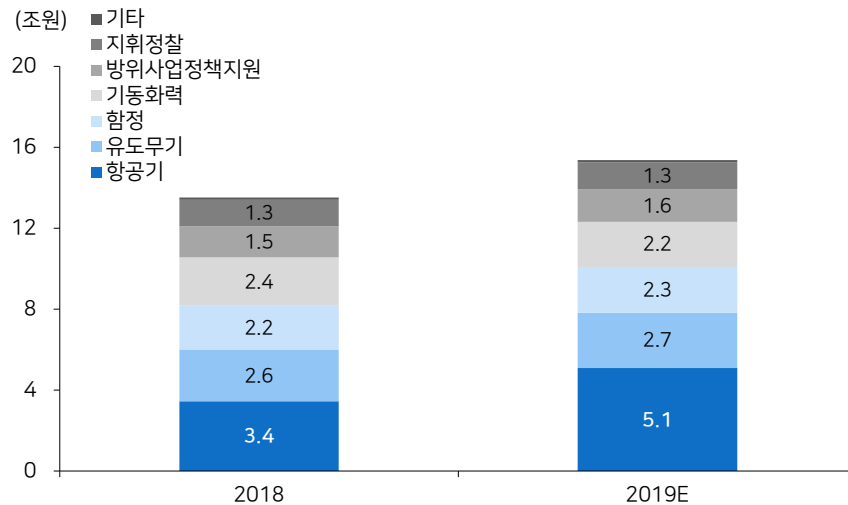
4) 방위산업 - 방위력개선비 증가가 수주로 이어지진 않아

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

방위력개선비 증加分 46.4%는
F-35A 도입과 KF-16 성능개량,
→ 국내 방산업계 수주로 연계
가능성은 낮은 상황

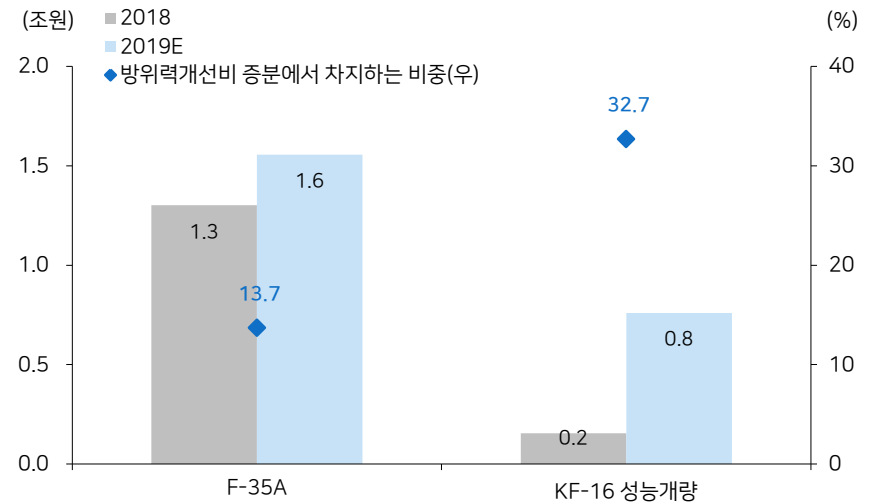
- 2019년 방위력개선비는 전년대비 1조 8,530억원 증가, 그 중 항공기 예산은 1조 6,433억원 증가
- 항공기 예산 중 주요 증액 프로젝트는 F-35A 도입과 KF-16 성능개량 사업
- F-35A 도입 예산은 전년대비 6,056억원 증가, KF-16 성능개량 사업은 2,537억원 증가
- 2018년 대비 방위력개선비 증분 1조 8,530억원에서 F-35A 도입과 KF-16 성능개량 사업 비중은 46.4%
- 방위력개선비 예산증가가 국내 업계 수주로 연계될 가능성은 다소 낮아,センチメント 개선에 의미 부여

2018~19년 방위력개선비 세부예산안



주: 2019년 예산은 국방부 요구예산안 기준
자료: 국방부, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 F-35A 도입과 KF-16 성능개량 사업 예산안



주: 2019년 예산은 국방부 요구예산안 기준
자료: 국방부, 메리츠증권증권 리서치센터

조선/기계

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	10,000원
현대미포조선(010620)	Buy	125,000원
현대중공업지주(267250)	Buy	490,000원
두산밥캣(241560)	Buy	46,000원
성광벤드(014620)	Buy	16,000원
현대중공업(009540)	Buy	175,000원
태광(023160)	Buy	16,000원
현대건설기계(267270)	Buy	100,000원
현대일렉트릭(267260)	Trading Buy	53,000원
현대엘리베이터(017800)	Trading Buy	100,000원
현대로템(064350)	Trading Buy	27,000원
하이룩코리아(013030)	Trading Buy	27,500원

삼성중공업(010140) 2019년, 옛 모습을 되찾다

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

Buy

적정주가 (12개월)	10,000원
현재주가 (11.16)	7,600원
상승여력	31.6%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	47,880억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	65.84%
외국인비중	17.70%
52주 최고/최저가	11,119원 / 6,090원
평균거래대금	245.5억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 9인	21.93
국민연금	6.05
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	1.6 4.2
6개월	-0.8 16.6
12개월	-30.0 -15.2
주가그래프	



예정된 4분기의 실적 부진, 해 묵은 마지막 허물을 벗는 시기

- 3분기 매출액 1.31조원(-25.0% YoY), 영업적자 1,273억원(적자전환)의 부진한 실적을 기록
- Egina FPSO 인도에 따른 Change Order 2천억원이 유입되었으나, 2019년까지 후판가격 인상(+8% YoY)을 반영한 원가 상승분과 임금협상 등 일회성 비용 2,670억원을 반영한 결과

해양시황 회복 + LNG 호조의 수혜 + 재무 리스크 해소 = 5년만의 턴어라운드 기대

- 2018년 4분기 매출액 1.59조원(+12.7% YoY), 영업적자 1,489억원(적자지속)으로 적자 지속 전망
- 1) 계약 취소된 Drillship 3기의 재매각 소요 비용, 2) 잔여 Downsizing 비용, 3) 고정비 부담에 따른 예정된 적자라는 점에서 더 이상 악재는 아님. 2018년말 순차입금비율은 10.9%로 재무 리스크는 완전 해소 전망
- 해양시추시장의 턴어라운드가 나타나고 있고, LNG선과 Reliance FPSO 등 주력시장 발주가 재개되는 양상

2019년 조선업종 Top Pick 제시 – 투자의견 Buy, 적정주가 10,000원 유지

- 투자의견 Buy, 적정주가 10,000원을 유지하며 2019년 조선업종 Top Pick으로 제시
- 해양·LNG·셔틀탱커 시장을 주도하고, 매출 회복을 통한 현금흐름 개선의 본 모습이 기대되는 2019년

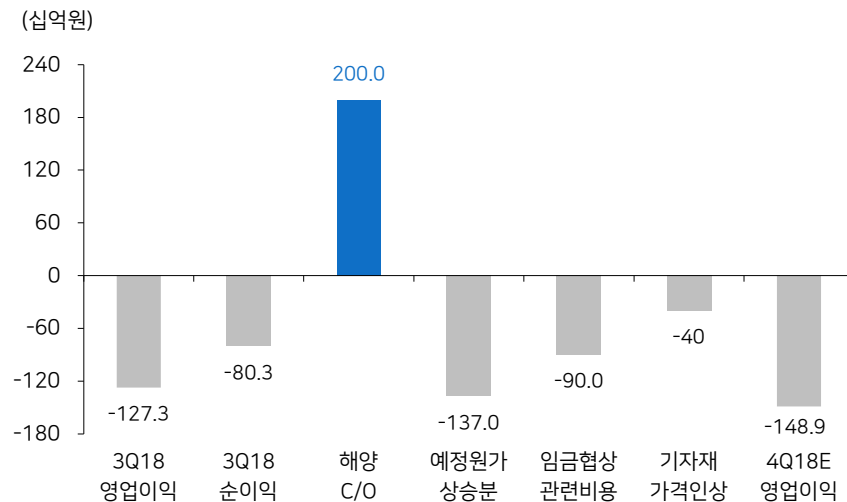
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	10,414.2	-147.2	-121.2	-382	-89.1	14,160	-21.4	0.6	44.5	-2.3	174.4
2017	7,901.2	-524.2	-338.8	-766	76.2	13,087	-8.4	0.5	-28.2	-5.6	138.3
2018E	5,493.1	-424.5	-406.0	-713	-11.1	10,804	-10.1	0.7	-37.6	-6.4	102.2
2019E	6,413.7	39.9	34.5	55	-108.1	10,877	131.3	0.7	14.8	0.5	106.6
2020E	7,225.9	224.1	204.4	324	492.3	11,216	22.2	0.6	9.2	2.9	109.1

2018~19년 평균 수주 75억달러, 7조원대 매출로 재도약할 2020년

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

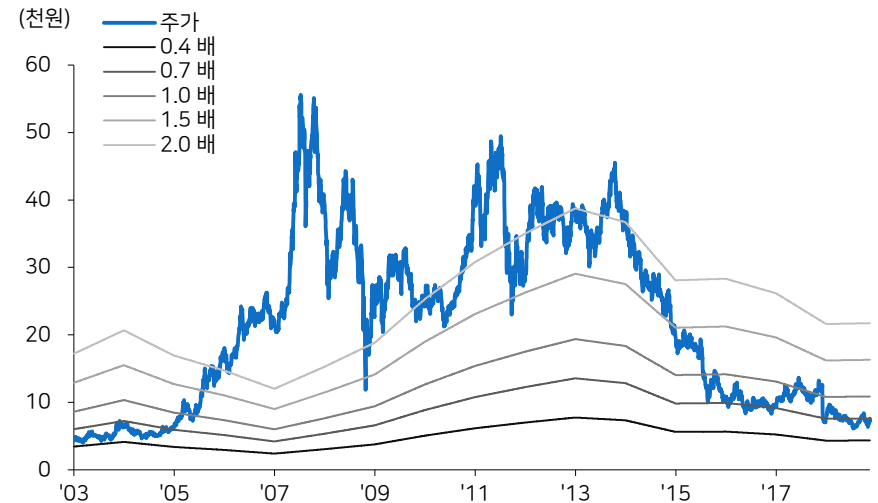
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		2,437.0	2,299.7	1,751.9	1,412.6	1,240.8	1,346.6	1,313.8	1,591.9	1,425.6	1,599.7	1,607.1	1,781.2	7,901.2	5,493.1	6,413.7
영업이익		27.4	20.6	23.6	-595.9	-47.8	-100.6	-127.3	-148.9	-56.2	15.6	36.2	44.3	-524.2	-424.5	39.9
세전이익		49.2	29.5	22.0	-564.5	-90.7	-173.3	-116.1	-140.4	-55.5	15.3	39.9	46.6	-463.9	-520.5	46.5
당기순이익		58.7	22.7	23.4	-445.6	-59.5	-142.7	-80.3	-107.9	-41.6	11.5	30.0	35.0	-340.7	-390.4	34.8
지배주주순이익		58.2	28.6	27.8	-453.3	-58.8	-146.7	-83.5	-117.0	-41.2	11.4	29.7	34.6	-338.8	-406.0	34.5
매출액 증가율	YoY	-3.7	-15.5	-36.9	-40.8	-49.1	-41.4	-25.0	12.7	14.9	18.8	22.3	11.9	-24.1	-30.5	16.8
	QoQ	2.2	-5.6	-23.8	-19.4	-12.2	8.5	-2.4	21.2	-10.4	12.2	0.5	10.8			
영업이익 증가율	YoY	347.5	흑전	-71.9	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
	QoQ	-40.8	-24.9	14.6	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	131.3	22.5			
영업이익률		1.1	0.9	1.3	-42.2	-3.8	-7.5	-9.7	-9.4	-3.9	1.0	2.3	2.5	-6.6	-7.7	0.6
순이익률		2.4	1.0	1.3	-31.5	-4.8	-10.6	-6.1	-6.8	-2.9	0.7	1.9	2.0	-4.3	-7.1	0.5

삼성중공업 3분기 실적 및 4분기 영업이익 전망



주: C/O는 Change Order
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

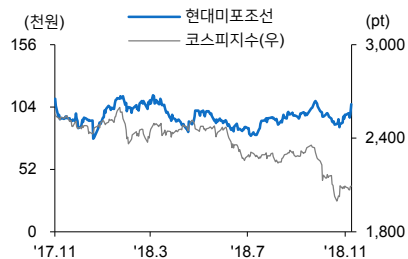
삼성중공업(010140)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	10,414.2	7,901.2	5,493.1	6,413.7	7,225.9
매출액증가율(%)	7.2	-24.1	-30.5	16.8	12.7
매출원가	9,939.1	8,051.7	5,423.2	5,989.0	6,568.3
매출총이익	475.1	-150.4	69.9	424.7	657.6
판매비와관리비	622.3	373.7	494.4	384.8	433.6
영업이익	-147.2	-524.2	-424.5	39.9	224.1
영업이익률(%)	-1.4	-6.6	-7.7	0.6	3.1
금융손익	-97.2	43.0	-26.8	21.4	96.0
중속/관계기업관련손익	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	175.9	17.5	-69.2	-14.8	-43.0
세전계속사업이익	-68.9	-463.9	-520.5	46.5	277.1
법인세비용	69.8	-123.2	-130.1	11.6	70.7
당기순이익	-138.8	-340.8	-390.4	34.9	206.4
지배주주지분 순이익	-121.2	-338.8	-406.0	34.5	204.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,950.8	6,779.9	6,838.5	7,401.0	8,159.5
현금및현금성자산	984.1	353.5	1,106.6	1,188.8	1,160.6
매출채권	389.3	344.5	368.6	399.5	450.0
재고자산	1,226.1	1,216.8	1,155.9	1,252.8	1,411.4
비유동자산	7,266.7	7,038.2	6,976.1	6,810.6	6,671.2
유형자산	6,442.4	6,162.9	6,016.4	5,856.5	5,723.1
무형자산	96.1	91.6	79.7	70.5	63.3
투자자산	239.8	192.0	197.6	230.8	260.0
자산총계	17,217.5	13,818.1	13,814.6	14,211.6	14,830.6
유동부채	9,045.7	7,145.3	5,919.4	6,338.0	6,727.9
매입채무	1,320.7	642.7	623.1	727.5	819.6
단기차입금	2,693.8	1,979.0	1,179.0	979.0	779.0
유동성장기부채	1,158.7	1,488.1	588.1	538.1	538.1
비유동부채	1,896.4	875.4	1,064.2	996.0	1,009.3
사채	499.4	91.8	29.8	0.0	0.0
장기차입금	975.5	524.5	384.5	334.5	284.5
부채총계	10,942.2	8,020.7	6,983.6	7,333.9	7,737.2
자본금	1,950.6	1,950.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	758.4	758.4	967.2	967.2	967.2
기타포괄이익누계액	1,006.0	852.4	867.6	879.3	888.8
이익잉여금	3,519.6	3,198.4	2,792.4	2,826.9	3,031.3
비지배주주지분	11.0	7.9	23.5	23.9	25.9
자본총계	6,275.3	5,797.5	6,831.0	6,877.6	7,093.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,554.8	540.1	1,150.0	721.8	466.6
당기순이익(손실)	-138.8	-340.8	-390.4	34.9	206.4
유형자산감가상각비	287.6	279.5	251.5	259.4	242.9
무형자산상각비	29.2	34.9	31.9	28.2	25.3
운전자본의 증감	-2,140.4	929.5	1,213.1	240.8	-45.1
투자활동 현금흐름	129.5	-74.5	191.4	-337.6	-268.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-207.1	-107.9	-105.0	-99.5	-109.5
투자자산의 감소(증가)	385.3	47.5	-5.6	-33.1	-29.2
재무활동 현금흐름	1,391.7	-956.7	-588.4	-302.0	-225.8
차입금증감	124.6	-1,805.3	-1,997.2	-302.0	-225.8
자본의증가	1,130.5	0.0	1,408.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.6	-630.6	753.0	82.2	-28.2
기초현금	983.5	984.1	353.5	1,106.6	1,188.8
기말현금	984.1	353.5	1,106.6	1,188.8	1,160.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	32,820	17,865	9,641	10,181	11,470
EPS(지배주주)	-382	-766	-713	55	324
CFPS	1,873	-248	-254	798	929
EBITDAPS	535	-474	-248	520	781
BPS	14,160	13,087	10,804	10,877	11,216
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-21.4	-8.4	-10.1	131.3	22.2
PCR	4.4	-26.1	-28.3	9.0	7.7
PSR	0.2	0.4	0.7	0.7	0.6
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6
EBITDA	169.7	-209.8	-141.1	327.5	492.2
EV/EBITDA	44.5	-28.2	-37.6	14.8	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.3	-5.6	-6.4	0.5	2.9
EBITDA이익률	1.6	-2.7	-2.6	5.1	6.8
부채비율	174.4	138.3	102.2	106.6	109.1
금융비용부담률	0.7	0.7	1.3	0.8	0.6
이자보상배율(x)	-2.1	-10.1	-5.8	0.8	5.0
매출채권회전율(x)	28.2	21.5	15.4	16.7	17.0
재고자산회전율(x)	7.8	6.5	4.6	5.3	5.4

Buy

적정주가 (12개월)	125,000원
현재주가 (11.16)	106,500원
상승여력	17.4%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	21,300억원
발행주식수	2,000만주
유동주식비율	56.80%
외국인비중	9.03%
52주 최고/최저가	114,000원 / 77,700원
평균거래대금	173.0억원
주요주주(%)	
현대삼호중공업 외 4인	42.80
국민연금공단	13.14
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	7.8 10.5
6개월	10.6 30.0
12개월	12.8 36.7
주가그래프	



매출은 이미 증가세 전환, 순현금 상태의 재무구조, 수주 달성만 남아

- 3분기 매출액 5,822억원(+12.4% YoY), 영업이익 215억원(+15.0% QoQ), 당기순이익 465억원을 달성
- 본사(+13.5% YoY)와 비나신(+22.4% YoY) 별도 매출액이 모두 전년대비 증가, 수주 회복을 통한 고정비 절감효과를 가장 먼저 입증하고 있음
- 10월 말 하이투자증권 매각이 종료되어 연말 연결부채비율 53.4%, 순차입금비율 -5.7% 순현금상태 예상

No Shock, No Risk – 2019년 PC + LPGC + Feeder 발주회복의 최대 수혜주

- 남아있는 과제는 수주목표 30억달러의 달성 여부, 11~12월 10억달러 규모의 수주 달성에 자신감 표출
- Shell이 MR/Chemical Tanker 30척을 발주할 예정인 'Project Solar'에도 경쟁 우위로 알려진 상황
- 2019년 석유제품 물동량 증가, 對이란 Sanction에 따른 미국産 LPG 수출 증가, Feeder 컨테이너선 발주의 최대 수혜주로 부각될 전망

2019년 조선업종 Top Pick 제시 – 투자의견 Buy, 적정주가 125,000원 유지

- 2019년 조선업종 Top Pick으로 제시, 적정주가는 2019년 예상 기준 PBR 1.0배를 적용

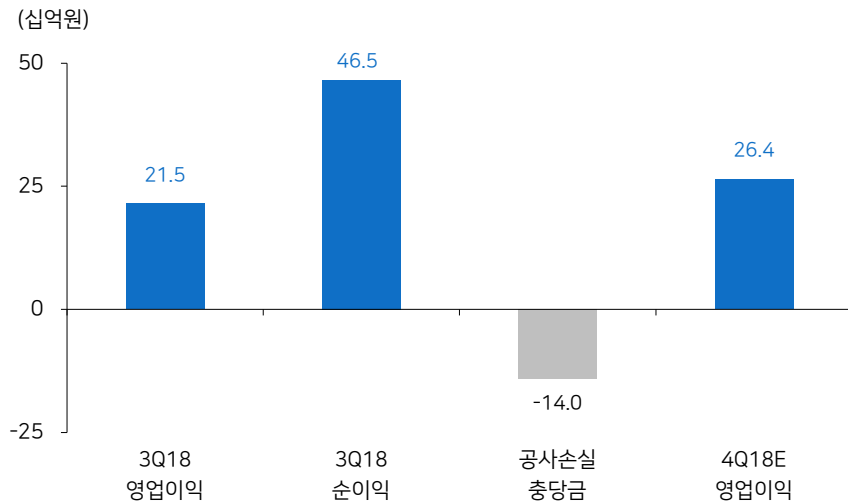
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,446.5	191.1	34.6	1,729	54.2	107,123	38.9	0.6	8.3	1.8	308.5
2017	2,453.4	108.0	436.9	21,847	1,024.1	110,839	3.6	0.7	9.9	20.0	255.7
2018E	2,299.1	89.6	125.3	6,265	-69.4	119,006	15.5	0.8	14.0	5.5	53.4
2019E	2,535.9	130.5	109.4	5,472	-18.0	124,569	17.8	0.8	10.6	4.5	49.8
2020E	3,212.0	187.4	166.3	8,317	52.0	132,969	11.7	0.7	8.3	6.5	52.4

PBR 1.0배로 이끌 주도주

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

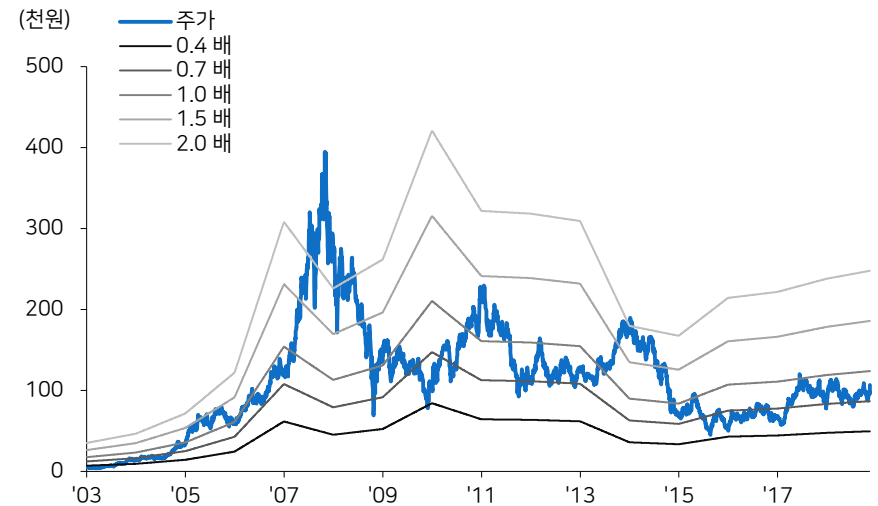
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		750.7	692.2	518.1	492.4	545.4	547.7	582.2	623.7	584.1	621.3	612.7	717.7	2,453.5	2,299.1	2,535.9
영업이익		46.8	44.4	53.7	-37.0	23.0	18.7	21.5	26.4	25.7	31.0	32.7	41.1	107.9	89.6	130.5
세전이익		42.8	346.0	220.1	124.4	115.0	-61.6	54.7	28.8	30.6	37.8	36.2	44.2	733.3	137.0	148.9
당기순이익		35.9	135.3	170.9	103.1	90.4	-26.0	46.5	25.3	22.9	28.4	27.2	33.2	445.2	136.2	111.7
매출액 증가율	YoY	-34.4	-34.5	-44.1	54.3	-27.4	-20.9	12.4	26.7	7.1	13.4	5.2	15.1	-28.8	-6.3	10.3
	QoQ	135.2	-7.8	-25.2	-5.0	10.8	0.4	6.3	7.1	-6.3	6.4	-1.4	17.1			
영업이익 증가율	YoY	-18.8	-40.0	40.1	적전	-50.9	-58.0	-60.0	흑전	11.7	65.8	52.3	55.5	-43.5	-17.0	45.6
	QoQ	122.7	-5.0	20.8	적전	흑전	-18.7	15.0	23.0	-2.9	20.8	5.6	25.6			
영업이익률		6.2	6.4	10.4	-7.5	4.2	3.4	3.7	4.2	4.4	5.0	5.3	5.7	4.4	3.9	5.1
순이익률		4.8	19.5	33.0	20.9	16.6	-4.8	8.0	4.1	3.9	4.6	4.4	4.6	18.1	5.9	4.4

현대미포조선 3분기 실적 및 4분기 영업이익 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선(010620)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,446.5	2,453.4	2,299.1	2,535.9	3,212.0
매출액증가율(%)	-25.9	-28.8	-6.3	10.3	26.7
매출원가	3,098.1	2,244.9	2,109.9	2,295.6	2,888.0
매출총이익	348.4	208.5	189.2	240.3	324.1
판매비와관리비	157.3	100.6	99.6	109.9	136.7
영업이익	191.1	108.0	89.6	130.5	187.4
영업이익률(%)	5.5	4.4	3.9	5.1	5.8
금융손익	16.9	713.9	32.1	-1.1	19.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.0	-88.6	15.3	19.5	19.9
세전계속사업이익	191.0	733.3	137.0	148.9	226.3
법인세비용	40.5	171.8	28.8	37.2	56.6
당기순이익	39.6	445.2	136.2	111.7	169.7
지배주주지분 순이익	34.6	436.9	125.3	109.4	166.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,546.3	6,776.2	2,202.5	2,314.7	2,666.3
현금및현금성자산	804.4	562.2	666.9	621.0	521.0
매출채권	37.5	194.6	182.4	201.2	254.8
재고자산	161.9	95.9	134.3	148.1	187.6
비유동자산	2,680.0	1,543.2	1,653.8	1,621.3	1,598.5
유형자산	1,126.3	1,089.8	1,504.5	1,488.8	1,476.9
무형자산	178.9	3.1	3.1	3.1	3.0
투자자산	1,296.3	291.5	17.9	19.0	22.3
자산총계	9,226.3	8,319.4	3,856.3	3,936.0	4,264.8
유동부채	5,471.9	5,904.6	1,279.9	1,244.8	1,398.8
매입채무	180.5	202.1	189.4	208.9	264.6
단기차입금	2,501.8	223.2	323.2	223.2	173.2
유동성장기부채	368.4	239.2	229.2	219.2	209.2
비유동부채	1,496.1	75.7	63.0	64.3	67.8
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	1,342.9	1,309.2	1,466.6
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	228.9	230.7	232.4
이익잉여금	1,279.7	1,718.9	2,009.6	2,119.0	2,285.4
비지배주주지분	115.9	122.4	133.3	135.5	138.9
자본총계	2,258.4	2,339.1	2,513.4	2,626.9	2,798.3

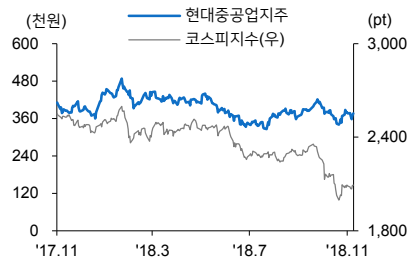
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	529.7	-679.3	91.8	73.3	-36.7
당기순이익(손실)	39.6	445.2	136.2	111.7	169.7
유형자산감가상각비	50.5	49.8	48.3	45.9	43.7
무형자산상각비	1.9	1.5	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	237.1	-854.9	-45.7	-79.1	-226.1
투자활동 현금흐름	107.6	741.4	-237.7	-12.1	-9.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-30.3	-65.4	-463.0	-30.3	-31.8
투자자산의 감소(증가)	-56.1	1,004.8	144.3	-1.2	-3.3
재무활동 현금흐름	-489.9	-205.0	83.8	-108.4	-55.4
차입금증감	-113.8	-4,950.9	83.8	-108.4	-55.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	147.7	-242.1	104.7	-45.9	-100.1
기초현금	656.7	804.4	562.2	666.9	621.0
기말현금	804.4	562.2	666.9	621.0	521.0
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	172,323	122,672	114,953	126,793	160,602
EPS(지배주주)	1,729	21,847	6,265	5,472	8,317
CFPS	13,646	9,107	8,782	9,405	12,196
EBITDAPS	12,173	7,959	6,894	8,819	11,558
BPS	107,123	110,839	119,006	124,569	132,969
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.9	3.6	15.5	17.8	11.7
PCR	4.9	8.6	11.1	10.3	8.0
PSR	0.4	0.6	0.8	0.8	0.6
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
EBITDA	243.5	159.2	137.9	176.4	231.2
EV/EBITDA	8.3	9.9	14.0	10.6	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	20.0	5.5	4.5	6.5
EBITDA이익률	7.1	6.5	6.0	7.0	7.2
부채비율	308.5	255.7	53.4	49.8	52.4
금융비용부담률	1.0	1.2	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	5.8	3.8	6.8	12.7	21.7
매출채권회전율(x)	25.2	21.1	12.2	13.2	14.1
재고자산회전율(x)	16.5	19.0	20.0	18.0	19.1

현대중공업지주(267250) 배당주 + 저평가주 + IMO2020 수혜주

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

Buy

적정주가 (12개월)	490,000원
현재주가 (11.16)	376,500원
상승여력	30.1%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	61,319억원
발행주식수	1,629만주
유동주식비율	56.46%
외국인비중	20.55%
52주 최고/최저가	488,000원 / 326,000원
평균거래대금	158.5억원
주요주주(%)	
정몽준 외 6인	33.32
국민연금	9.99
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-0.5 2.0
6개월	-12.7 2.6
12개월	-1.2 19.7
주가그래프	



그룹 지배구조의 불확실성은 모두 해소, 그룹 자회사 모두 적극적 주주환원 정책 계획

- 8월 22일 1) 현대삼호중공업 인적분할 후 현대중공업에 흡수합병, 2) 현대미포조선이 보유한 현대중공업 지분 3.93%를 지주에 매각, 지주사 체제 전환을 조기에 완료
- 2018년부터 지주는 별도 순이익 기준 배당성향 70% 이상, 이익을 창출한 계열사는 30% 이상의 적극적 주주환원 정책 발표, 현대건설기계와 현대일렉트릭의 무상증자는 주주가치 제고의 연장선

남은 단추는 '현대오일뱅크 상장', 빠르면 11월 말 감리 관련 불확실성 해소되면서 IPO 진행 예상

- 오일뱅크 자회사 현대셀베이스오일 회계처리 문제에 대한 감리 과정에서 Noise 제거, 3Q 컨퍼런스콜에서 현대중공업지주의 현대오일뱅크 상장 의지는 재확인. 2018년 증권신고서 제출, 2019년 상반기 상장 예상
- 현대중공업지주의 Book에 반영된 현대오일뱅크의 지분가치(91.13%)는 2.95조원에 불과
- 현대오일뱅크의 IPO 공모 시가총액 8조원 이상으로 결정된다면, 현재 지주 주가는 PBR 0.5배 수준

투자의견 Buy, 적정주가 49만원 유지 - 2019년, 배당주 + 저평가주 + IMO2020의 수혜주로 평가될 것

- 적정주가 49만원은 오일뱅크 지분가치 상승을 배제한 2019년 예상기준 PBR 0.9배 수준
- 주당 2만원 배당을 예상, 오일뱅크+글로벌서비스+중공업을 보유하여 환경규제 시행의 수혜주 부각 예상

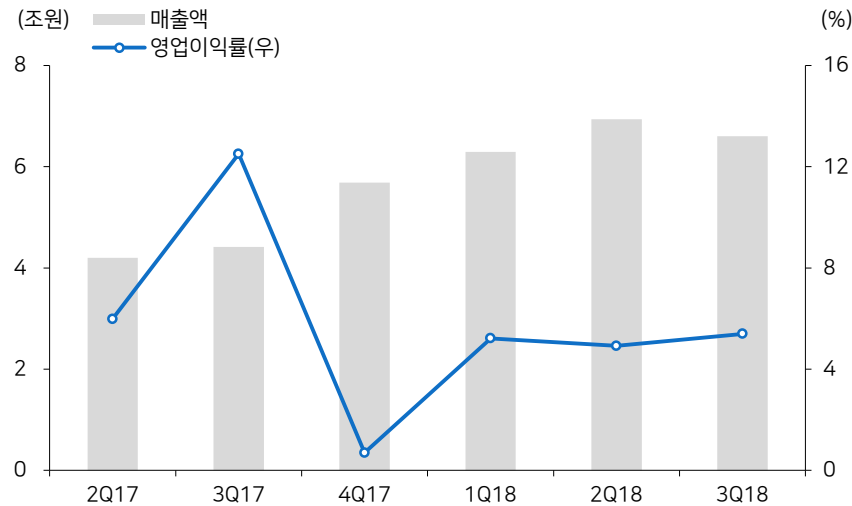
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	14,299.5	843.0	933.5	86,646		459,786	4.4	0.8	12.1	12.5	106.8
2018E	26,535.0	1,406.4	806.5	49,521	-40.2	493,870	7.6	0.8	8.3	10.4	113.2
2019E	30,662.2	1,613.3	975.0	59,866	20.9	536,488	6.3	0.7	7.3	11.6	106.6
2020E	32,442.0	1,778.3	1,111.8	68,266	14.0	586,605	5.5	0.6	6.6	12.2	95.4

2019년 기준 PER 6.3배, PBR 0.7배 - 오일뱅크 IPO 시 0.5배

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

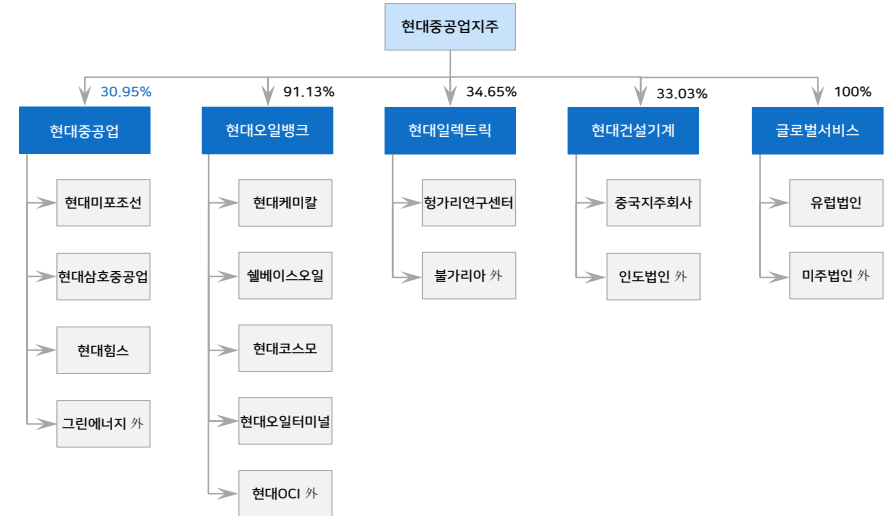
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액			4,197.5	4,415.8	5,686.2	6,290.7	6,935.4	6,602.4	6,706.5	7,348.8	7,728.5	7,696.5	7,888.4	14,299.5	26,535.0	30,662.2
영업이익			251.1	552.2	39.8	328.2	341.3	356.1	380.8	403.9	432.0	376.1	401.4	843.0	1,406.4	1,613.3
세전이익			205.9	944.3	49.1	308.9	271.7	302.9	322.4	382.0	384.4	320.5	361.5	1,199.2	1,205.9	1,448.3
당기순이익			395.1	863.4	-245.4	257.0	173.7	239.5	246.3	292.2	294.0	245.2	276.5	1,013.0	916.5	1,108.0
지배주주순이익			355.3	798.9	-220.7	185.9	111.7	210.7	298.2	257.1	258.7	215.8	243.3	933.5	806.5	975.0
매출액 증가율	YoY		N/A	N/A	N/A	N/A	65.2	49.5	17.9	16.8	11.4	16.6	17.6	N/A	85.6	15.6
	QoQ		N/A	5.2	28.8	10.6	10.2	-4.8	1.6	9.6	5.2	-0.4	2.5			
영업이익 증가율	YoY		N/A	N/A	N/A	N/A	35.9	-35.5	858.0	23.1	26.6	5.6	5.4	N/A	66.8	14.7
	QoQ		N/A	119.9	-92.8	725.6	4.0	4.3	6.9	6.0	7.0	-12.9	6.7			
영업이익률			6.0	12.5	0.7	5.2	4.9	5.4	5.7	5.5	5.6	4.9	5.1	5.9	5.3	5.3
순이익률			9.4	19.6	-4.3	4.1	2.5	3.6	3.7	4.0	3.8	3.2	3.5	7.1	3.5	3.6

현대중공업지주 분기별 실적 추이



주: 2017년 3분기 현대오일뱅크 배당금 2,680억원 반영
자료: 메리츠증권리서치센터

현대중공업 그룹 최종 지배구조도



주: 현대일렉트릭, 현대건설기계 무상증자 전 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

현대중공업지주(267250)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,299.5	26,535.0	30,662.2	32,442.0	
매출액증가율(%)		85.6	15.6	5.8	
매출원가	12,890.4	24,033.4	27,733.6	29,257.2	
매출총이익	1,409.1	2,501.6	2,928.7	3,184.8	
판매비와관리비	566.1	1,095.2	1,315.3	1,406.5	
영업이익	843.0	1,406.4	1,613.3	1,778.3	
영업이익률(%)	5.9	5.3	5.3	5.5	
금융손익	396.5	-228.1	-214.6	-200.4	
중속/관계기업관련손익	66.9	100.3	115.3	132.6	
기타영업외손익	-107.2	-72.7	-65.7	-59.0	
세전계속사업이익	1,199.2	1,205.9	1,448.3	1,651.6	
법인세비용	186.2	289.4	340.4	388.1	
당기순이익	1,013.0	916.5	1,108.0	1,263.4	
지배주주지분 순이익	933.5	806.5	975.0	1,111.8	
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,827.2	8,532.9	8,792.0	8,997.2	
현금및현금성자산	1,126.3	1,240.5	1,272.7	1,259.6	
매출채권	2,915.0	2,769.3	2,855.4	2,938.3	
재고자산	3,302.0	3,797.3	3,915.4	4,029.0	
비유동자산	13,061.4	14,418.2	15,155.8	15,550.3	
유형자산	7,233.9	7,679.3	8,012.3	8,274.9	
무형자산	2,159.4	2,130.3	2,068.0	2,010.5	
투자자산	3,480.4	4,350.5	4,824.1	5,020.1	
자산총계	20,888.6	22,951.1	23,947.7	24,547.4	
유동부채	6,528.7	8,006.1	8,355.7	8,194.1	
매입채무	2,126.3	1,807.4	2,088.5	2,209.7	
단기차입금	1,568.0	2,818.0	2,536.2	2,282.6	
유동성장기부채	1,371.2	1,771.2	1,871.2	1,734.1	
비유동부채	4,258.0	4,178.1	3,998.0	3,791.4	
사채	1,913.8	1,870.8	1,770.8	1,670.8	
장기차입금	1,478.1	1,388.1	1,288.1	1,188.1	
부채총계	10,786.7	12,184.2	12,353.7	11,985.6	
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	
자본잉여금	6,774.6	6,774.6	6,774.6	6,774.6	
기타포괄이익누계액	186.0	227.0	267.8	308.5	
이익잉여금	946.8	1,460.9	2,114.2	2,889.7	
비지배주주지분	2,613.5	2,723.5	2,856.5	3,008.1	
자본총계	10,101.9	10,767.0	11,594.0	12,561.9	

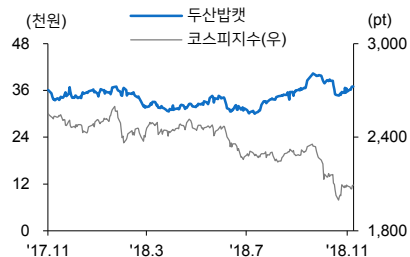
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	815.0	341.8	1,738.5	1,570.1	
당기순이익(손실)	1,013.0	916.5	1,108.0	1,263.4	
유형자산감가상각비	257.0	384.6	386.0	384.5	
무형자산상각비	53.9	67.5	62.3	57.5	
운전자본의 증감	-146.6	-962.3	290.7	-10.0	
투자활동 현금흐름	-655.4	-1,749.8	-1,041.0	-674.6	
유형자산의 증가(CAPEX)	-720.7	-830.0	-719.0	-647.1	
투자자산의 감소(증가)	-3,413.5	-758.7	-346.1	-49.9	
재무활동 현금흐름	395.6	1,522.2	-665.3	-908.6	
차입금증감	6,402.0	1,522.2	-372.9	-586.9	
자본의증가	6,856.1	0.0	0.0	0.0	
현금의증가(감소)	554.2	114.2	32.2	-13.0	
기초현금	572.1	1,126.3	1,240.5	1,272.7	
기말현금	1,126.3	1,240.5	1,272.7	1,259.6	
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	1,327,242	1,629,252	1,882,664	1,991,940	
EPS(지배주주)	86,646	49,521	59,866	68,266	
CFPS	114,463	109,648	122,553	132,704	
EBITDAPS	107,105	114,111	126,587	136,326	
BPS	459,786	493,870	536,488	586,605	
DPS	0	20,000	22,000	23,000	
배당수익률(%)	0.0	5.3	5.8	6.1	
Valuation(Multiple)					
PER	4.4	7.6	6.3	5.5	
PCR	3.3	3.4	3.1	2.8	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	
EBITDA	1,153.9	1,858.5	2,061.7	2,220.3	
EV/EBITDA	12.1	8.3	7.3	6.6	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	10.4	11.6	12.2	
EBITDA이익률	8.1	7.0	6.7	6.8	
부채비율	106.8	113.2	106.6	95.4	
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.7	
이자보상배율(x)	6.9	6.5	7.0	8.2	
매출채권회전율(x)	4.9	9.3	10.9	11.2	
재고자산회전율(x)	4.3	7.5	8.0	8.2	

두산밥캣(241560) 꾸준함이 매력이다

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

Buy

적정주가 (12개월)	46,000원
현재주가 (11.16)	37,000원
상승여력	24.3%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	37,092억원
발행주식수	10,025만주
유동주식비율	44.62%
외국인비중	25.49%
52주 최고/최저가	40,400원 / 30,000원
평균거래대금	158.9억원
주요주주(%)	
두산인프라코어 외 2인	55.35
BlackRock Institutional Trust	9.60
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-4.1
6개월	13.8
12개월	9.5
주가그래프	



변동 폭이 적은 안정적인 호실적 지속, 2019년에도 급격한 둔화는 없다

- 3분기 매출액 1.04조원(+23.9% YoY), 영업이익 1,229억원(+45.4% YoY), 영업이익률 11.9%의 호실적 기록
- 상장 이후 더딘 성장에 우려가 존재했지만, 8분기 연속 10%대 영업이익률을 유지하는 꾸준함이 매력

중국발 건설기계 Peak-out 우려? 북미와 유럽에 집중한 두산밥캣의 포트폴리오가 부각될 기회

- 2018년 중국 건설기계 시장이 2011년을 넘어서는 초호황기에 진입, 경기 둔화와 인프라 투자 위축과 맞물려 Peak-out 우려로 확산. 미국시장에 대한 우려는 성장세의 둔화일 뿐, 2019년에도 호조세 지속 유력
- 트럼프 대통령의 공약의 대부분이 원유+인프라 관련, 북미 매출비중이 70%인 두산밥캣에 우호적
- 미국 법인세 인하 효과와 유럽시장의 MEX 제품 출시로 2019년에도 4.6%의 매출 성장 가능할 전망

2019년 건설기계 업종 Top Pick 제시 - 투자의견 Buy, 적정주가 46,000원 유지

- 적정주가는 2019년 예상 (ROE-g)/(COE-g) 값 1.2배를 적용한 기준(ROE 8.3%, COE 7.2%, g=2%)
- 부채비율 77.8%의 재무구조, 지속적인 배당성향 증가, 변동성이 적은 북미·유럽의 Top Player로의 재평가

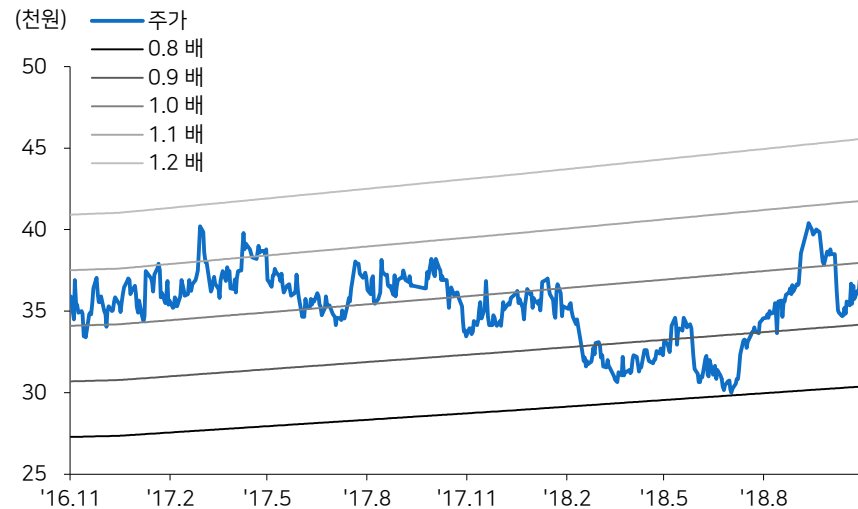
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,287.3	398.0	168.9	2,094	23.0	33,435	17.1	1.1	9.5	5.5	88.7
2017	3,389.2	394.5	273.8	2,731	22.1	34,190	13.1	1.0	9.0	8.1	80.4
2018E	3,945.5	463.3	287.2	2,864	4.9	36,155	12.5	1.0	8.4	8.1	77.8
2019E	4,125.7	485.6	308.7	3,079	7.5	38,234	11.6	0.9	7.7	8.3	73.7
2020E	4,298.6	498.8	320.2	3,194	3.7	40,428	11.2	0.9	7.2	8.1	69.9

동종 업체에서 가장 안정적인 실적 기조 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

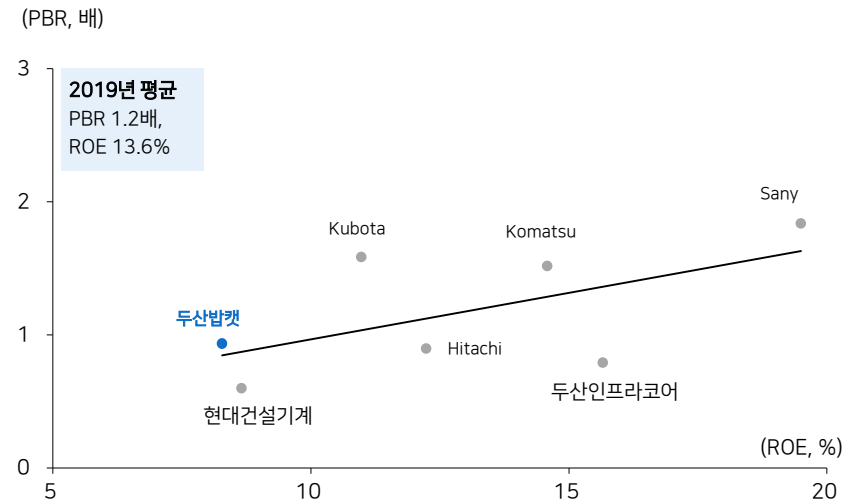
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		778.6	886.8	835.9	887.9	870.3	1,038.5	1,035.3	1,001.5	969.9	1,161.5	1,042.3	952.0	3,389.2	3,945.5	4,125.7
영업이익		84.8	125.4	84.5	99.8	94.3	138.9	122.9	107.2	108.2	146.5	118.0	112.9	394.5	463.3	485.6
세전이익		69.6	86.1	73.2	85.9	86.5	114.2	112.3	97.3	96.1	133.9	104.2	106.7	314.8	410.2	441.0
당기순이익		41.8	49.2	55.3	127.5	62.3	76.7	75.3	72.9	67.3	93.7	73.0	74.7	273.8	287.2	308.7
지배주주순이익		41.8	49.2	55.3	127.5	62.3	76.7	75.3	72.9	67.3	93.7	73.0	74.7	273.8	287.2	308.7
매출액 증가율	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	11.8	17.1	23.9	12.8	11.5	11.8	0.7	-4.9	N/A	16.4	4.6
	QoQ	N/A	13.9	-5.7	6.2	-2.0	19.3	-0.3	-3.3	-3.2	19.8	-10.3	-8.7			
영업이익 증가율	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	11.2	10.7	45.4	7.5	14.7	5.5	-4.0	5.3	N/A	17.4	4.8
	QoQ	N/A	47.9	-32.6	18.1	-5.5	47.2	-11.5	-12.7	0.9	35.4	-19.4	-4.4			
영업이익률		10.9	14.1	10.1	11.2	10.8	13.4	11.9	10.7	11.2	12.6	11.3	11.9	11.6	11.7	11.8
순이익률		5.4	5.5	6.6	14.4	7.2	7.4	7.3	7.3	6.9	8.1	7.0	7.8	8.1	7.3	7.5

두산밥캣 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권리서치센터

건설장비 Global Peer Group의 2019년 예상 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

두산밥캣(241560)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,287.3	3,389.2	3,945.5	4,125.7	4,298.6
매출액증가율(%)	-18.6	3.1	16.4	4.6	4.2
매출원가	2,479.4	2,581.0	3,048.2	3,186.2	3,327.0
매출총이익	807.9	808.2	897.3	939.5	971.6
판매비와관리비	409.9	413.7	434.0	453.8	472.9
영업이익	398.0	394.5	463.3	485.6	498.8
영업이익률(%)	12.1	11.6	11.7	11.8	11.6
금융손익	-104.2	-67.9	-50.3	-42.5	-39.8
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.4	-11.5	-2.8	-2.2	-1.6
세전계속사업이익	286.5	314.8	410.2	441.0	457.4
법인세비용	101.1	58.6	123.1	132.3	137.2
당기순이익	180.3	273.8	287.2	308.7	320.2
지배주주지분 순이익	168.9	273.8	287.2	308.7	320.2
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,528.9	1,651.2	1,709.6	1,951.3	2,195.8
현금및현금성자산	363.7	416.8	344.3	523.7	708.3
매출채권	400.0	243.0	282.8	295.7	308.1
재고자산	700.8	524.0	610.0	637.8	664.6
비유동자산	4,797.1	4,532.6	4,734.0	4,708.3	4,688.7
유형자산	447.2	408.4	394.8	380.9	373.1
무형자산	4,230.2	3,983.4	4,019.6	4,005.9	3,992.3
투자자산	0.1	35.0	40.7	42.6	44.3
자산총계	6,326.1	6,183.8	6,443.6	6,659.6	6,884.5
유동부채	738.4	853.7	913.3	950.4	986.1
매입채무	309.8	349.9	407.3	426.0	443.8
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	1,905.8	1,876.2	1,845.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,596.4	1,318.4	1,218.4	1,168.4	1,118.4
부채총계	2,974.2	2,756.3	2,819.1	2,826.7	2,831.7
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	966.4	1,174.9	1,394.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,351.8	3,427.5	3,624.5	3,832.9	4,052.8

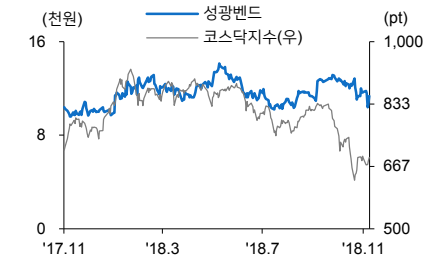
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	326.9	376.6	388.1	362.6	378.3
당기순이익(손실)	180.3	273.8	287.2	308.7	320.2
유형자산감가상각비	64.3	59.7	53.6	53.1	46.2
무형자산상각비	48.2	45.5	13.9	13.7	13.6
운전자본의 증감	-135.0	-35.4	27.5	-14.8	-4.9
투자활동 현금흐름	-90.1	-114.7	-275.2	-43.1	-43.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-52.4	-46.9	-40.0	-39.2	-38.4
투자자산의 감소(증가)	0.0	-35.2	-5.7	-1.9	-1.8
재무활동 현금흐름	-302.8	-179.0	-185.4	-140.1	-150.1
차입금증감	-242.0	-266.1	-105.2	-49.9	-49.9
자본의증가	724.4	-387.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-69.9	94.4	-72.5	179.4	184.6
기초현금	433.5	322.4	416.8	344.3	523.7
기말현금	363.7	416.8	344.3	523.7	708.3
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	40,753	33,808	39,357	41,154	42,879
EPS(지배주주)	2,094	2,731	2,864	3,079	3,194
CFPS	7,008	5,257	5,200	5,429	5,501
EBITDAPS	6,328	4,985	5,295	5,511	5,571
BPS	33,435	34,190	36,155	38,234	40,428
DPS	700	800	900	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.5	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	17.1	13.1	12.5	11.6	11.2
PCR	5.1	6.8	6.9	6.6	6.5
PSR	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EBITDA	510.5	499.7	530.8	552.4	558.5
EV/EBITDA	9.5	9.0	8.4	7.7	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	8.1	8.1	8.3	8.1
EBITDA이익률	15.5	14.7	13.5	13.4	13.0
부채비율	88.7	80.4	77.8	73.7	69.9
금융비용부담률	2.7	2.1	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	4.4	5.6	11.2	12.5	13.4
매출채권회전율(x)	8.4	10.5	15.0	14.3	14.2
재고자산회전율(x)	4.4	5.5	7.0	6.6	6.6

성광벤드(014620) 턴어라운드가 보장된 2019년

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

Buy

적정주가 (12개월)	16,000원
현재주가 (11.24)	11,350원
상승여력	41.0%
KOSDAQ	690.18Pt
시가총액	3,246억원
발행주식수	2,860만주
유통주식비율	56.54%
외국인비중	15.16%
52주 최고/최저가	14,150원 / 9,600원
평균거래대금	21.7억원
주요주주(%)	
안재일 외 3인	41.08
Somerset Capital Management	9.69
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-8.1
6개월	-16.8
12개월	18.2
33.7	



2018년 수주액 2,023억원(+17.7% YoY), 매출액 1,699억원(+16.6% YoY)으로 증가하나, 적자는 불가피

- 2017~2018년 평균 매출액이 BEP 수준인 1,800억원 대비 12%를 하회, 연간 영업적자는 불가피할 전망
- 3분기 누계 별도 수주액 1,258억원(+20.2% YoY), 연결 수주액 1,494억원(+22.8% YoY)으로 확인한 개선세

2019년 매출액 2,027억원(+19.3% YoY), 영업이익 113억원(흑자전환)으로 턴어라운드 예상

- 2019년 성광벤드의 신규 수주액은 2,312억원(+14.1% YoY)으로 3년 연속 증가세 지속 전망
- 해외물량 중 Stockist 판매 비중은 55.3%로 전년 대비 3.6%p 증가, 북미 Shale 등 해외 수요 증가의 수혜주
- 원재료 가격 상승은 리스크이나, 추가 상승 없다면 매출 증가를 통한 고정비 절감으로 상쇄 가능

투자의견 Buy, 적정주가 16,000원 유지 – 피팅업계에서 가장 안정적인 실적 유지

- 적정주가는 2019년 예상 BPS 기준 PBR 1.0 수준, 3년 만에 흑자전환에 성공할 전망
- 8개 분기에 걸쳐 BEP 이하의 매출로 영업적자를 기록했지만, 880억원 규모의 현금성자산을 보유

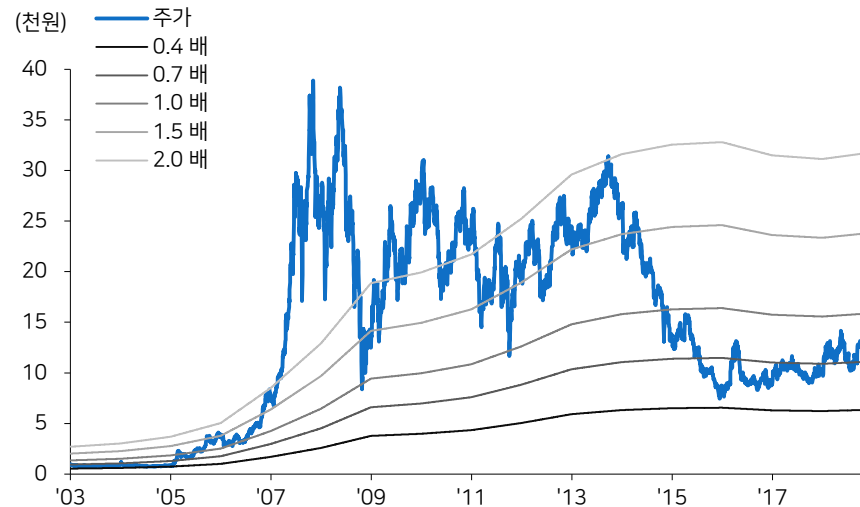
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	203.1	2.9	4.6	160	-76.6	16,401	55.5	0.5	28.8	1.0	13.5
2017	145.8	-18.6	-16.3	-571	-457.7	15,747	-17.5	0.6	-14.5	-3.5	11.6
2018E	169.9	-7.0	-2.4	-83	-85.4	15,566	-140.5	0.8	-78.8	-0.5	12.7
2019E	202.7	11.3	12.4	432	-618.8	15,900	27.1	0.7	17.7	2.7	13.9
2020E	236.5	30.6	28.1	982	127.4	16,785	11.9	0.7	7.1	6.0	14.7

BEP를 넘어선 수주 지속, 턴어라운드가 보장된 2019년

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

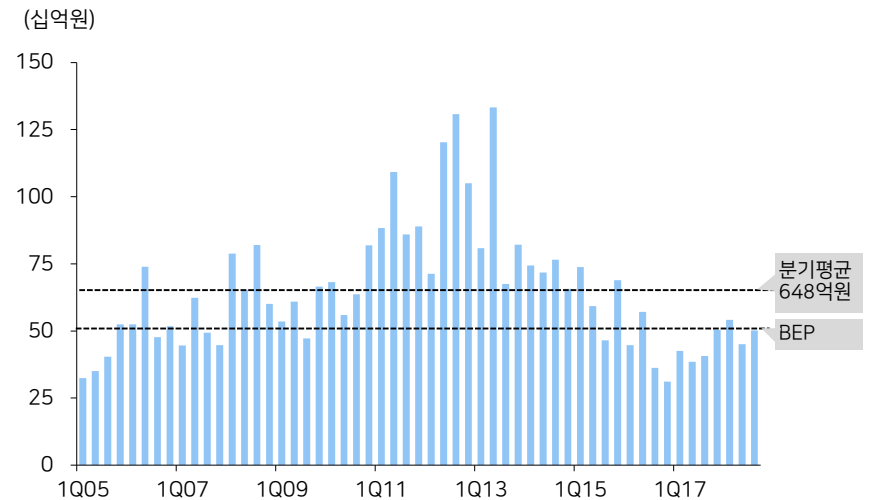
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		35.0	40.4	38.7	31.6	36.4	41.5	42.6	49.3	47.1	52.6	49.3	53.6	145.8	169.9	202.6
영업이익		-1.1	-2.0	-4.3	-11.2	-0.7	-2.7	-4.7	1.1	2.1	4.0	1.0	4.1	-18.6	-7.0	11.3
세전이익		-5.1	-0.4	-3.5	-15.4	-0.6	0.8	-4.5	1.2	3.2	4.5	2.0	6.4	-24.3	-3.1	16.2
당기순이익		-3.9	-0.3	-2.6	-9.5	-0.4	0.5	-3.7	1.2	2.4	3.5	1.5	4.9	-16.3	-2.4	12.4
지배주주순이익		-3.9	-0.3	-2.6	-9.5	-0.4	0.5	-3.7	1.2	2.4	3.5	1.5	4.9	-16.3	-2.4	12.4
매출액 증가율	YoY	-36.1	-24.0	-19.3	-32.9	4.1	2.7	10.1	56.1	29.4	26.8	15.6	8.7	-28.2	16.6	19.3
	QoQ	-25.7	15.5	-4.2	-18.5	15.3	13.9	2.8	15.6	-4.4	11.7	-6.3	8.7			
영업이익 증가율	YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	281.6	적전	적지	흑전
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	96.0	90.0	-74.2	297.9			
영업이익률		-3.2	-5.0	-11.1	-35.4	-2.0	-6.4	-11.0	2.2	4.5	7.6	2.1	7.7	-12.8	-4.1	5.6
순이익률		-11.1	-0.8	-6.7	-30.1	-1.2	1.2	-8.6	2.5	5.2	6.6	3.1	9.2	-11.2	-1.4	6.1

성광벤드 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권리서치센터

성광벤드 분기별 수주 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

성광벤드(014620)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	203.1	145.8	169.9	202.7	236.5
매출액증가율(%)	-18.7	-28.2	16.6	19.3	16.7
매출원가	171.1	140.2	152.6	162.4	172.2
매출총이익	31.9	5.5	17.3	40.2	64.4
판매비와관리비	29.0	24.2	24.3	29.0	33.8
영업이익	2.9	-18.6	-7.0	11.3	30.6
영업이익률(%)	1.4	-12.8	-4.1	5.6	12.9
금융손익	0.4	1.1	2.2	2.7	3.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.8	-6.8	1.7	2.2	2.7
세전계속사업이익	6.1	-24.3	-3.1	16.2	36.7
법인세비용	1.5	-8.0	-0.7	3.8	8.6
당기순이익	4.6	-16.3	-2.4	12.4	28.1
지배주주지분 순이익	4.6	-16.3	-2.4	12.4	28.1
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	271.9	246.8	249.3	266.1	298.7
현금및현금성자산	59.1	37.5	39.0	40.7	58.3
매출채권	60.5	47.6	42.9	51.1	59.7
재고자산	127.1	109.9	113.6	117.9	121.9
비유동자산	260.3	255.7	252.7	252.0	252.0
유형자산	252.3	249.6	246.0	244.5	243.7
무형자산	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
투자자산	5.7	3.9	4.5	5.4	6.3
자산총계	532.2	502.5	501.9	518.2	550.7
유동부채	42.8	40.0	43.8	49.5	55.5
매입채무	14.6	13.4	15.6	18.6	21.7
단기차입금	18.7	19.1	19.1	19.1	19.1
유동성장기부채	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.4	12.1	12.9	13.9	15.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	63.2	52.1	56.7	63.4	70.6
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	463.9	445.7	440.5	450.1	475.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	469.1	450.4	445.2	454.8	480.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	38.8	10.7	8.6	11.1	27.3
당기순이익(손실)	4.6	-16.3	-2.4	12.4	28.1
유형자산감가상각비	3.6	3.6	3.6	3.4	3.3
무형자산상각비	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	32.8	24.5	5.4	-6.5	-5.9
투자활동 현금흐름	-5.0	-25.4	-4.1	-6.6	-6.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-0.5	0.0	-2.0	-2.4
투자자산의 감소(증가)	-0.9	1.9	-0.6	-0.9	-0.9
재무활동 현금흐름	-12.9	-4.4	-3.0	-2.8	-2.8
차입금증감	-8.2	0.1	-0.2	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	20.4	-21.6	1.5	1.7	17.7
기초현금	38.7	59.1	37.5	38.9	40.7
기말현금	59.1	37.5	38.9	40.7	58.3
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,100	5,096	5,940	7,086	8,271
EPS(지배주주)	160	-571	-83	432	982
CFPS	355	-456	23	669	1,353
EBITDAPS	231	-526	-117	515	1,184
BPS	16,401	15,747	15,566	15,900	16,785
DPS	150	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.7	1.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	55.5	-17.5	-140.5	27.1	11.9
PCR	25.0	-21.9	513.2	17.5	8.6
PSR	1.2	2.0	2.0	1.7	1.4
PBR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
EBITDA	6.6	-15.0	-3.4	14.7	33.9
EV/EBITDA	28.8	-14.5	-78.8	17.7	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-3.5	-0.5	2.7	6.0
EBITDA이익률	3.3	-10.3	-2.0	7.3	14.3
부채비율	13.5	11.6	12.7	13.9	14.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	35.1	-418.1	-157.4	254.2	690.1
매출채권회전율(x)	3.0	2.7	3.8	4.3	4.3
재고자산회전율(x)	1.5	1.2	1.5	1.8	2.0

현대중공업(009540) 해결해야 할 과제, '일회성' 이슈

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

Buy

적정주가 (12개월)	175,000원
현재주가 (11.16)	134,500원
상승여력	30.1%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	93,027억원
발행주식수	6,917만주
유통주식비율	61.48%
외국인비중	16.39%
52주 최고/최저가	152,000원 / 92,511원
평균거래대금	416.2억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 13인	34.75
국민연금공단	9.14
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	2.7 5.3
6개월	9.8 29.1
12개월	-5.1 14.9
주가그래프	



3분기 또다시 발생한 '일회성' 손익

- 3분기 연결 매출액 3조 2,419억원(-5.3% YoY), 영업이익 289억원(흑자전환 QoQ), 당기순손실 231억원(적자지속 QoQ)을 기록, 예상외의 영업흑자를 달성한 점은 긍정적
- 해양부문의 Nasr 인도에 따른 Change Order 총 2,950억원, 해양·플랜트와 엔진부문 총당금 환입 492억원 등 비조선부문 '일회성' 이익 발생, 조선부문 공사손실충당금과 지체상금 등 2,317억원 '일회성' 비용 발생

조선부문과 엔진부문의 회복이 턴어라운드의 핵심, 구조조정 이슈는 4분기를 기점으로 완화 예상

- 3분기 조선과 엔진부문의 매출감소가 예견되었음을 감안해도, 조선 영업적자 3,046억원은 예상을 하회
- 조선부문 일회성 비용을 제외하면 영업이익률은 -3.3% 추정, 조선과 엔진부문의 매출 회복과 해양부문 추가 수주가 현대중공업 실적 개선의 핵심
- 해양·플랜트 잔여 공사에서 '일회성' 발생 제한적, 구조조정을 제외하면 '일회성' 이슈의 확대 개연성 낮음

투자의견 Buy, 적정주가 175,000원 유지 – 가장 먼저 배고프고 가장 크게 좋아질 No.1의 숙명

- 투자의견 Buy와 적정주가 175,000원 유지. 의미있는 영업실적 턴어라운드는 2019년 2분기로 예상
- No.1에게 투자자가 기대하는 점은 일시적 서프라이즈보다 시황개선이 실적에 온전히 반영되는 모습일 것

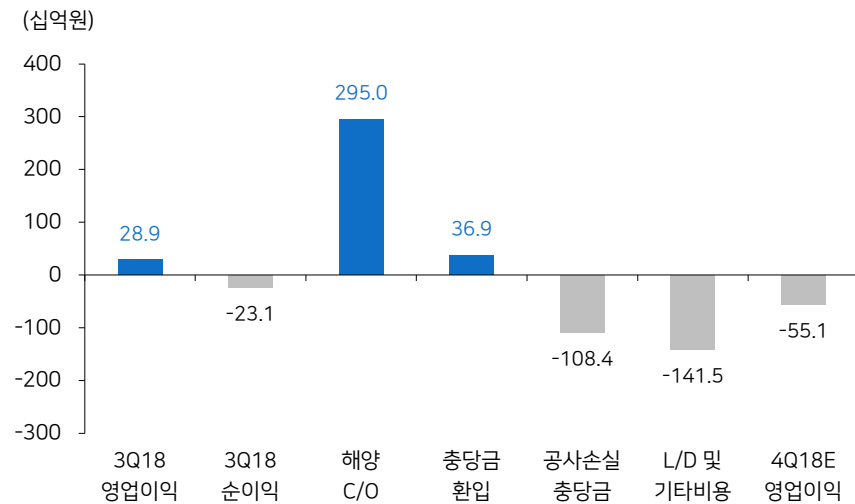
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	22,300.4	391.5	545.2	6,770	-145.6	197,892	18.2	0.6	17.7	3.7	175.2
2017	15,468.8	14.7	2,457.8	37,625	429.6	185,216	2.6	0.5	14.4	18.2	145.8
2018E	12,792.9	-325.7	-489.2	-7,272	-114.7	172,660	-17.7	0.7	159.1	-4.2	83.5
2019E	13,456.9	159.4	22.6	327	-106.7	173,895	394.5	0.7	18.4	0.2	80.7
2020E	15,304.8	593.3	288.7	4,173	1,176.4	178,914	30.9	0.7	9.9	2.4	80.2

의미있는 턴어라운드는 2Q19 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

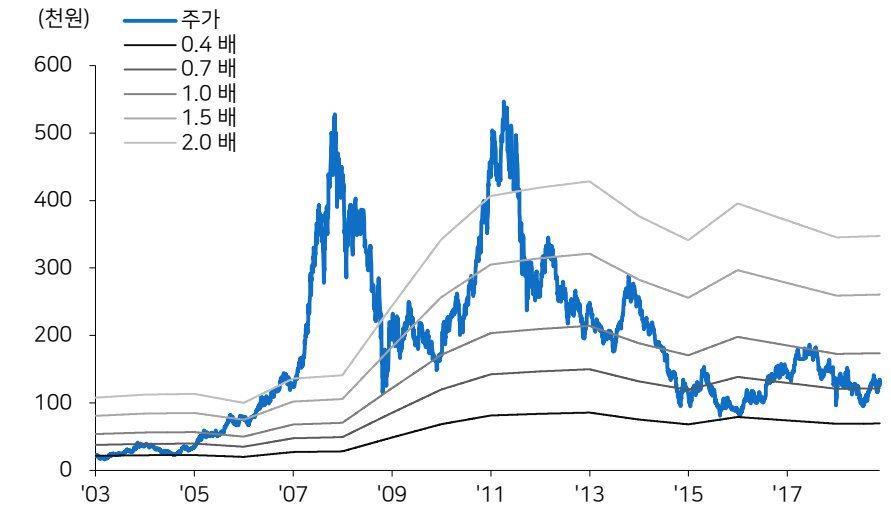
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		4,309.2	4,245.8	3,425.1	3,488.7	3,042.5	3,124.4	3,241.9	3,384.0	3,169.1	3,227.9	3,375.0	3,684.9	15,468.8	12,792.9	13,456.9
영업이익		141.5	148.4	66.9	-342.2	-123.8	-175.7	28.9	-55.1	-2.0	26.0	54.8	80.7	14.6	-325.7	159.4
세전이익		181.7	13.9	276.9	-499.4	-94.3	-267.2	-20.2	-161.8	-15.4	-8.3	26.9	33.7	-26.9	-543.5	37.0
당기순이익		462.3	2,615.0	197.0	-581.2	-132.0	-233.8	-23.1	-18.8	-11.8	-6.3	20.6	25.8	2,693.1	-407.6	28.3
지배주주순이익		375.9	2,532.2	89.1	-539.5	12.4	-235.7	-47.9	-218.0	-9.4	-5.1	16.5	20.6	2,457.8	-489.2	22.6
매출액 증가율	YoY	-58.1	-57.0	-61.3	-152.3	-29.4	-26.4	-5.3	-3.0	4.2	3.3	4.1	8.9	-30.6	-17.3	5.2
	QoQ	-164.6	-1.5	-19.3	1.9	-12.8	2.7	3.8	4.4	-6.4	1.9	4.6	9.2			
영업이익 증가율	YoY	-56.5	-73.4	-79.2	적지	적전	적전	-56.8	적지	적지	흑전	89.5	흑전	-96.3	적전	흑전
	QoQ	흑전	4.9	-54.9	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	110.8	47.3			
영업이익률		3.3	3.5	2.0	-9.8	-4.1	-5.6	0.9	-1.6	-0.1	0.8	1.6	2.2	0.1	-2.5	1.2
순이익률		10.7	61.6	5.8	-16.7	-4.3	-7.5	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	0.6	0.7	17.4	-3.2	0.2

현대중공업 3분기 실적 및 4분기 영업이익 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업(009540)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,300.4	15,468.8	12,792.9	13,456.9	15,304.8
매출액증가율(%)	-51.9	-30.6	-17.3	5.2	13.7
매출원가	20,329.4	14,434.9	12,351.0	12,517.0	13,773.3
매출총이익	1,971.0	1,033.9	441.9	939.9	1,531.4
판매비와관리비	1,579.5	1,019.3	767.6	780.5	938.1
영업이익	391.5	14.7	-325.7	159.4	593.3
영업이익률(%)	1.8	0.1	-2.5	1.2	3.9
금융손익	-216.4	957.2	-182.7	-95.0	-96.3
종속/관계기업관련손익	21.0	22.2	39.9	38.7	37.5
기타영업외손익	-100.1	-1,020.9	-75.0	-66.2	-62.9
세전계속사업이익	96.0	-26.9	-543.5	37.0	471.7
법인세비용	80.5	66.5	-135.9	8.7	110.8
당기순이익	627.0	2,693.1	-407.7	28.3	360.8
지배주주지분 순이익	545.2	2,457.8	-489.2	22.6	288.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	25,864.8	17,663.7	11,772.3	11,817.1	12,683.4
현금및현금성자산	4,326.5	3,239.7	3,106.2	2,836.1	2,839.2
매출채권	4,304.8	1,436.3	1,580.0	1,637.4	1,794.8
재고자산	3,879.5	845.4	820.0	849.8	931.5
비유동자산	23,084.4	12,745.1	12,590.3	12,330.7	12,152.0
유형자산	18,729.2	11,046.3	10,631.0	10,403.2	10,201.6
무형자산	1,962.5	105.4	92.3	81.0	71.3
투자자산	1,125.2	342.5	541.7	569.9	648.1
자산총계	48,949.3	30,408.9	24,362.6	24,147.8	24,835.4
유동부채	23,237.0	15,614.9	8,870.5	8,645.1	8,834.8
매입채무	2,711.9	1,365.4	1,129.2	1,187.8	1,350.9
단기차입금	6,997.8	2,818.1	1,918.1	1,768.1	1,668.1
유동성장기부채	3,546.9	965.6	665.6	395.6	152.6
비유동부채	7,925.7	2,421.9	2,217.9	2,137.4	2,216.0
사채	3,145.8	64.9	64.9	0.0	0.0
장기차입금	2,188.2	832.2	782.2	732.2	682.2
부채총계	31,162.7	18,036.8	11,088.4	10,782.5	11,050.8
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	1,097.3	1,160.1	1,218.7
이익잉여금	13,433.9	16,236.9	16,203.4	16,226.0	16,514.6
비지배주주지분	1,849.6	1,250.6	1,332.1	1,337.8	1,409.9
자본총계	17,786.6	12,372.0	13,274.2	13,365.3	13,784.6

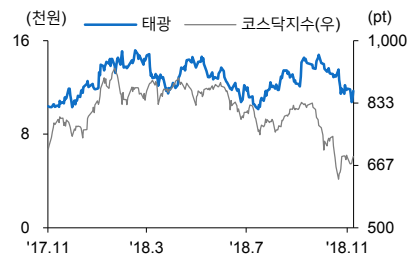
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,649.2	593.3	837.8	282.3	520.9
당기순이익(손실)	627.0	2,693.1	-407.7	28.3	360.8
유형자산감가상각비	768.7	533.2	375.2	353.8	333.9
무형자산상각비	106.6	49.1	13.2	11.3	9.7
운전자본의 증감	-25.2	-548.1	882.9	-34.0	-92.3
투자활동 현금흐름	-524.8	596.3	-1,092.6	-19.0	-134.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,135.5	-373.3	-120.0	-126.0	-132.3
투자자산의 감소(증가)	901.1	804.8	-413.3	-9.6	-56.9
재무활동 현금흐름	-875.9	-2,122.5	-350.4	-553.6	-402.3
차입금증감	-567.7	-13,387.3	-1,575.6	-548.5	-397.9
자본의증가	0.0	-171.7	1,235.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,258.4	-1,086.8	-133.5	-270.1	3.1
기초현금	3,068.1	4,326.5	3,239.7	3,106.2	2,836.1
기말현금	4,326.5	3,239.7	3,106.2	2,836.1	2,839.2
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	276,908	236,809	190,178	194,561	221,278
EPS(지배주주)	6,770	37,625	-7,272	327	4,173
CFPS	36,609	22,081	-1,953	4,484	10,146
EBITDAPS	15,730	9,138	932	7,584	13,546
BPS	197,892	185,216	172,660	173,895	178,914
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.2	2.6	-17.7	394.5	30.9
PCR	3.4	4.3	-66.0	28.8	12.7
PSR	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDA	1,266.8	596.9	62.7	524.5	936.9
EV/EBITDA	17.7	14.4	159.1	18.4	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	18.2	-4.2	0.2	2.4
EBITDA이익률	5.7	3.9	0.5	3.9	6.1
부채비율	175.2	145.8	83.5	80.7	80.2
금융비용부담률	0.3	0.6	1.1	0.5	0.4
이자보상배율(x)	5.9	0.2	-2.3	2.2	9.5
매출채권회전율(x)	5.2	5.4	8.5	8.4	8.9
재고자산회전율(x)	5.3	6.5	15.4	16.1	17.2

태광(023160) 구조조정 + 재무 안정성 = Book Value의 신뢰

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

Buy

적정주가 (12개월)	16,000원
현재주가 (11.16)	11,700원
상승여력	36.8%
KOSDAQ	690.18pt
시가총액	3,101억원
발행주식수	2,650만주
유통주식비율	52.98%
외국인비중	12.19%
52주 최고/최저가	15,200원 / 10,150원
평균거래대금	16.1억원
주요주주(%)	
(주)대신인터내셔널 외 10인	44.64
신영자산운용 외 1인	9.51
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-13.0 -7.8
6개월	-18.5 0.4
12개월	10.9 25.4
주가그래프	



7분기 연속 영업흑자 유지, 수익성 레벨은 낮지만 구조조정을 통한 고정비 절감은 성공

- 3분기 매출액 377억원(-4.0% YoY), 영업이익률 2.8%(+1.5%p YoY)으로 7개 분기 연속 영업흑자 유지
- 노무비·제조경비·판관비 등 원가 전반에 걸쳐 비용 개선을 진행, 매출액 감소에도 수익 방어에 성공
- 3분기 누계 매출비중은 해외가 75.5%를 차지, 국내 건설·조선發 발주 재개 시 증가속도가 빠를 것

10년 넘게 지속되는 순현금상태, 2019년의 수주 회복(+24.4% YoY)은 Premium 요인이 될 전망

- 무차입 상태의 가장 안정적인 재무구조 보유, 전방산업의 시황 회복으로 영업 레버리지 효과 기대됨
- 2019년 매출액 1,971억원(+23.6% YoY), 영업이익 148억원(+72.2% YoY), 영업이익률 7.5% 전망

투자의견 Buy, 적정주가 16,000원 유지

- 적정주가 16,000원은 2019년 예상 PBR 1.0배 수준, 회복기에는 우량한 재무구조가 Premium으로 작용
- 2019년 수주 증가분이 온기로 반영되는 2020년에는 영업이익률 10.3% 회복 예상

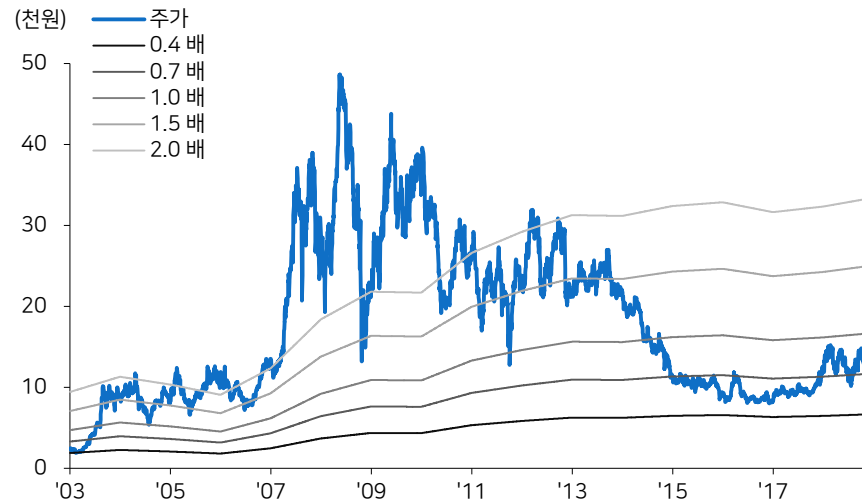
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	244.8	3.7	7.9	299	-50.1	16,426	27.7	0.5	14.5	1.8	9.1
2017	184.2	4.5	-16.2	-612	-304.9	15,818	-19.7	0.8	24.6	-3.8	8.3
2018E	159.4	8.6	10.5	395	-164.4	16,164	30.2	0.7	15.4	2.5	6.9
2019E	197.1	14.8	15.7	593	50.3	16,708	20.1	0.7	10.8	3.6	7.8
2020E	226.1	23.4	22.4	844	42.4	17,503	14.1	0.7	7.4	4.9	8.3

2017년말 순차입금 -806억원, 매출 성장기에 PBR 1.0배는 Base Line

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

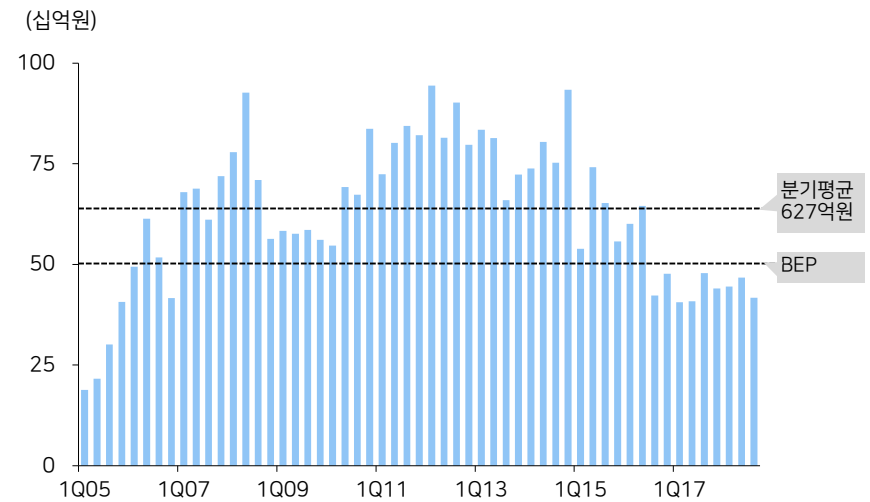
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		48.9	50.4	39.3	45.5	37.9	40.5	37.8	43.2	46.4	51.5	45.4	53.8	184.2	159.4	197.1
영업이익		1.2	0.8	0.5	2.0	1.3	4.1	1.1	2.2	2.8	4.4	3.6	4.0	4.5	8.6	14.8
세전이익		-5.8	3.7	-14.9	-4.7	2.8	8.8	1.4	0.9	4.2	6.0	5.0	5.6	-21.6	13.9	20.8
당기순이익		-5.5	4.0	-11.3	-3.4	3.1	5.4	0.9	1.1	3.2	4.5	3.8	4.2	-16.2	10.5	15.7
지배주주순이익		-5.5	4.0	-11.3	-3.4	3.1	5.4	0.9	1.1	3.2	4.5	3.8	4.2	-16.2	10.5	15.7
매출액 증가율	YoY	-17.6	-20.1	-34.0	-27.5	-22.5	-19.7	-4.0	-5.0	22.3	27.3	20.2	24.4	-24.8	-13.4	23.6
	QoQ	-22.0	2.9	-22.0	15.8	-16.7	6.6	-6.7	14.5	7.3	11.0	-11.9	18.5			
영업이익 증가율	YoY	126.5	-81.9	232.3	흑전	6.9	436.2	106.9	6.7	119.4	8.0	244.1	81.6	22.7	90.9	72.2
	QoQ	흑전	-35.7	-33.0	299.4	-37.9	222.3	-74.1	106.0	27.8	58.7	-17.6	8.7			
영업이익률		2.4	1.5	1.3	4.5	3.3	10.1	2.8	5.0	6.0	8.6	8.0	7.3	2.4	5.4	7.5
순이익률		-11.2	7.9	-28.7	-7.5	8.0	13.5	2.3	2.5	6.8	8.8	8.3	7.9	-8.8	6.6	8.0

태광 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권리서치센터

태광 분기별 수주 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

태광(023160)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	244.8	184.2	159.4	197.1	226.1
매출액증가율(%)	-10.8	-24.8	-13.4	23.6	14.7
매출원가	219.9	159.6	133.5	160.9	178.2
매출총이익	24.9	24.5	25.9	36.2	48.0
판매비와관리비	21.2	20.1	17.4	21.5	24.6
영업이익	3.7	4.5	8.6	14.8	23.4
영업이익률(%)	1.5	2.4	5.4	7.5	10.3
금융손익	6.6	-8.5	5.7	6.4	6.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-17.6	-0.4	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	10.3	-21.6	13.9	20.8	29.7
법인세비용	2.4	-5.4	3.5	5.1	7.4
당기순이익	7.9	-16.2	10.5	15.7	22.4
지배주주지분 순이익	7.9	-16.2	10.5	15.7	22.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	309.9	275.3	294.1	309.4	331.7
현금및현금성자산	62.8	48.8	73.5	72.9	76.2
매출채권	95.2	74.8	78.6	80.4	87.5
재고자산	125.3	117.5	109.6	122.6	131.6
비유동자산	164.8	178.7	163.9	167.9	170.7
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	33.9	38.9
자산총계	474.7	454.0	458.0	477.3	502.4
유동부채	27.6	28.7	21.6	26.7	30.6
매입채무	12.3	9.2	7.9	9.8	11.2
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	8.0	7.8	7.9
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	29.6	34.5	38.6
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	393.9	408.3	429.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	435.3	419.2	428.3	442.8	463.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	42.3	17.1	14.2	9.2	13.0
당기순이익(손실)	7.9	-16.2	10.5	15.7	22.4
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	-0.9	-10.2	-12.3
투자활동 현금흐름	-13.8	-29.1	11.7	-8.3	-8.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.7	-4.8	-2.0	-2.2	-2.4
투자자산의 감소(증가)	-7.6	-17.3	11.8	-6.5	-5.0
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	24.6	-0.5	3.3
기초현금	36.0	62.8	48.8	73.4	72.9
기말현금	62.8	48.8	73.4	72.9	76.2
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	9,237	6,949	6,015	7,438	8,533
EPS(지배주주)	299	-612	395	593	844
CFPS	387	-213	617	802	1,090
EBITDAPS	347	366	517	738	1,051
BPS	16,426	15,818	16,164	16,708	17,503
DPS	50	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	27.7	-19.7	30.2	20.1	14.1
PCR	21.4	-56.5	19.3	14.8	10.9
PSR	0.9	1.7	2.0	1.6	1.4
PBR	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
EBITDA	9.2	9.7	13.7	19.5	27.8
EV/EBITDA	14.5	24.6	15.4	10.8	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	-3.8	2.5	3.6	4.9
EBITDA이익률	3.8	5.3	8.6	9.9	12.3
부채비율	9.1	8.3	6.9	7.8	8.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	69.0	80.3			
매출채권회전율(x)	2.4	2.2	2.1	2.5	2.7
재고자산회전율(x)	1.8	1.5	1.4	1.7	1.8

현대건설기계(267270) 신흥국 Exposure는 ‘양날의 검’

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

Buy

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (11.16)	82,200원
상승여력	21.7%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	8,118억원
발행주식수	1,970만주
유동주식비율	58.44%
외국인비중	6.53%
52주 최고/최저가	208,000원 / 72,400원
평균거래대금	126.4억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 5인	36.07
국민연금	9.69
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-31.5 -29.8
6개월	-53.8 -50.2
12개월	-50.2 -39.6
주가그래프	



높은 신흥국 Exposure는 장점이었으나, 매크로 변수에 따른 신흥국 부진으로 장점은 Risk로 부각

- 2018년 연결 매출액 3조 3,047억원, 영업이익 2,046억원, 지배주주순이익 832억원 예상
- 미국 금리인상과 미·중 무역전쟁 우려가 신흥국 환율약세를 초래, 3Q 판매량 부진과 외환 관련 손실 발생
- 인도법인 생산능력은 연 7천대에서 2019년 말 1만대로 증설, 중국 강소법인은 1.2만대 수준

성장 잠재력이 높은 인도시장에서 17.9%로 2위 업체, 중국시장 Peak-out 우려는 지속될 것

- 중국과 인도시장에서 견조한 판매량 유지, 특히 잠재력이 높은 인도시장에서 17.9% 점유율(10월 누계)
- 인도의 성장으로 중국 Peak-out 리스크는 상대적으로 적겠지만, 신흥국 성장 둔화는 부정적 요인

투자의견 Buy 유지, 적정주가 100,000원으로 하향 – 건설기계 Peak-out 우려를 타개하기에는 부족

- 적정주가는 100% 무상증자를 반영한 2019년 예상 기준 PBR 1.2배를 적용(자본총계 기준)
- 무상증자와 자사주 매입을 통한 주주가치 제고 노력은 긍정적
- 1) 중국법인 추가 지분 확보로 지배지분순이익 괴리를 축소하고, 2) 인도의 판매증가가 환율 변동성을 상쇄하는 호실적으로 이어지는 모습이 필요

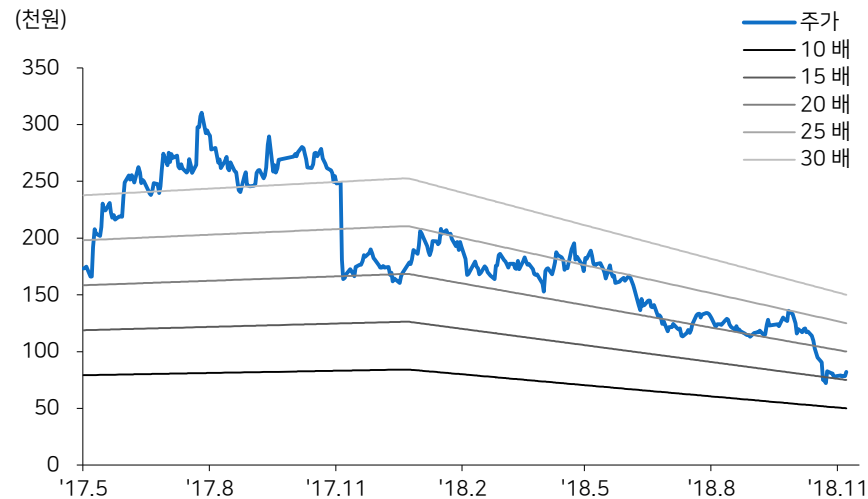
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	1,886.8	95.2	46.6	7,649		118,638	22.1	1.4	14.3	4.0	90.3
2018E	3,304.7	204.6	83.2	8,426	69.5	127,548	9.3	0.6	6.2	6.8	84.5
2019E	3,420.3	207.0	88.9	4,510	-49.2	64,206	17.4	1.2	6.3	7.0	82.9
2020E	3,454.8	208.0	94.0	4,769	1.1	64,730	16.5	1.2	6.3	7.4	80.6

인도의 성장이 수익개선에 반영되는 모습 필요

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

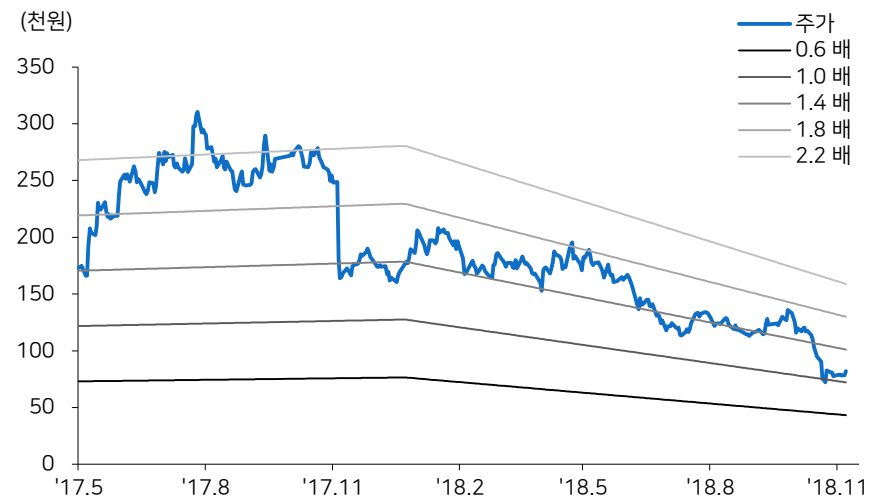
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액			683.2	613.2	590.3	930.5	922.7	710.4	741.1	933.5	928.2	743.6	814.9	1,886.7	3,304.7	3,420.3
영업이익			35.8	44.2	15.2	61.8	75.1	37.3	30.4	60.2	67.9	45.6	33.3	95.2	204.6	207.0
세전이익			33.8	42.7	-6.7	61.0	61.9	19.5	25.0	52.7	61.6	27.5	27.7	69.8	167.4	169.6
당기순이익			26.8	32.6	-12.8	49.8	47.7	11.0	19.5	40.3	47.1	21.1	21.2	46.6	128.0	129.7
지배주주순이익			26.8	32.6	-12.8	30.5	33.3	7.2	12.2	27.6	32.3	14.4	14.5	46.6	83.2	88.9
매출액 증가율	YoY		N/A	N/A	N/A	N/A	35.1	15.8	25.5	0.3	0.6	4.7	10.0	N/A	75.2	3.5
	QoQ		N/A	-10.2	-3.7	57.6	-0.8	-23.0	4.3	26.0	-0.6	-19.9	9.6			
영업이익 증가율	YoY		N/A	N/A	N/A	N/A	110.0	-15.8	99.6	-2.6	-9.6	22.4	9.5	N/A	114.8	1.2
	QoQ		N/A	23.6	-65.6	306.1	21.6	-50.4	-18.4	98.0	12.8	-32.8	-27.1			
영업이익률			5.2	7.2	2.6	6.6	8.1	5.2	4.1	6.4	7.3	6.1	4.1	5.0	6.2	6.1
순이익률			3.9	5.3	-2.2	5.3	5.2	1.5	2.6	4.3	5.1	2.8	2.6	2.5	3.9	3.8

현대건설기계 PER Band(Forward 기준)



주: 무상증자 반영 전 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

현대건설기계 PBR Band(Forward 기준)



주: 무상증자 반영 전 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

현대건설기계(267270)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		1,886.8	3,304.7	3,420.3	3,454.8
매출액증가율(%)			75.2	3.5	1.0
매출원가		1,537.2	2,753.1	2,854.2	2,884.0
매출총이익		349.5	551.6	566.1	570.8
판매비와관리비		254.3	347.0	359.1	362.8
영업이익		95.2	204.6	207.0	208.0
영업이익률(%)		5.0	6.2	6.1	6.0
금융손익		-14.7	-26.7	-27.8	-27.9
중속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-10.7	-10.5	-9.6	-8.7
세전계속사업이익		69.8	167.4	169.6	171.4
법인세비용		23.2	39.3	39.9	40.3
당기순이익		46.6	128.0	129.7	131.1
지배주주지분 순이익		46.6	83.2	88.9	94.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		1,553.5	2,092.4	2,145.8	2,189.9
현금및현금성자산		426.0	314.2	301.0	314.1
매출채권		363.1	617.3	638.9	645.3
재고자산		691.2	863.9	894.2	903.2
비유동자산		675.2	878.5	883.4	886.9
유형자산		539.0	652.9	662.3	670.2
무형자산		121.6	153.2	150.8	148.5
투자자산		0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계		2,228.7	2,970.9	3,029.2	3,076.8
유동부채		785.6	814.2	787.0	750.8
매입채무		178.3	245.2	253.8	256.4
단기차입금		214.6	189.6	169.6	149.6
유동성장기부채		258.5	258.5	238.5	218.5
비유동부채		272.1	546.5	585.9	622.3
사채		139.7	139.7	139.7	139.7
장기차입금		61.0	281.0	316.0	351.0
부채총계		1,057.7	1,360.7	1,372.9	1,373.1
자본금		49.4	98.5	98.5	98.5
자본잉여금		1,024.1	975.0	975.0	975.0
기타포괄이익누계액		65.6	70.4	75.2	80.0
이익잉여금		45.0	128.2	128.7	134.2
비지배주주지분		-0.8	350.5	391.3	428.5
자본총계		1,170.9	1,610.2	1,656.3	1,703.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름		7.5	-203.9	47.7	162.1
당기순이익(손실)		46.6	128.0	129.7	131.1
유형자산감가상각비		17.8	38.1	38.3	38.4
무형자산상각비		20.7	2.4	2.4	2.3
운전자본의 증감		-102.0	-375.4	-129.4	-17.0
투자활동 현금흐름		-104.6	-407.3	-54.0	-53.7
유형자산의 증가(CAPEX)		-26.2	-152.0	-47.7	-46.3
투자자산의 감소(증가)		0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름		225.1	195.0	-5.0	-93.4
차입금증감		673.8	195.0	-5.0	-5.0
자본의증가		1,073.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)		130.3	-111.8	-13.2	13.1
기초현금		295.7	426.0	314.2	301.0
기말현금		426.0	314.2	301.0	314.1
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		309,647	334,608	173,611	175,363
EPS(지배주주)		7,649	8,426	4,510	4,769
CFPS		22,560	23,158	12,062	12,169
EBITDAPS		21,936	24,821	12,570	12,624
BPS		118,638	127,548	64,206	64,730
DPS		0	0	4,500	4,500
배당수익률(%)		0.0	0.0	5.7	5.7
Valuation(Multiple)					
PER		22.1	9.3	17.4	16.5
PCR		7.5	3.4	6.5	6.5
PSR		0.5	0.2	0.5	0.4
PBR		1.4	0.6	1.2	1.2
EBITDA		133.7	245.1	247.6	248.7
EV/EBITDA		14.3	6.2	6.3	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		4.0	6.8	7.0	7.4
EBITDA이익률		7.1	7.4	7.2	7.2
부채비율		90.3	84.5	82.9	80.6
금융비용부담률		0.8	0.8	0.9	0.9
이자보상배율(x)		6.7	7.6	6.8	6.9
매출채권회전율(x)		5.2	6.7	5.4	5.4
재고자산회전율(x)		2.7	4.3	3.9	3.8

Trading Buy

적정주가 (12개월)	53,000원
현재주가 (11.16)	44,250원
상승여력	19.8%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	4,516억원
발행주식수	1,021만주
유동주식비율	56.84%
외국인비중	4.28%
52주 최고/최저가	128,500원 / 40,400원
평균거래대금	44.4억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 3인	37.67
국민연금	8.92
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	15.6 15.6
6개월	93.1 94.1
12개월	62.7 56.8
주가그래프	



3분기 대규모 일회성 비용 반영으로 Earning Shock 기록, 2019년 Turn-around 기대는 유효

- 3분기 퇴직위로금, 반덤핑 관세 관련 비용, 판매보증충당금 등 일회성 영업비용 642억원, 유무형자산 손상차손이 영업외비용으로 208억원 발생. 일회성 요인을 배제해도 3분기 영업수지는 적자전환
- 2018년 매출액 1조 8,807억원, 영업손실 1,000억원, 순손실 874억원 전망, 2019년 Turn-around 기대

조선부문 매출 회복이 현대일렉트릭의 Cash-cow 확보로, 중동발 전력기기 회복이 매출 성장을 견인할 것

- 선박용 회전기기·배전기기 제품의 회복은 그룹 조선부문의 매출성장이 본격화되는 2분기로 예상
- 중동 발주지연, 이란 Sanction 등 대외 불확실성 존재하나 조선·건설과 함께 회복기를 맞이할 가능성 높음
- 2019년 매출 성장은 어렵지만, 흑자전환 가능할 전망. PBR 0.5배(무증 반영전)의 주가는 하방 경직성 확보

투자의견 Trading Buy, 적정주가 53,000원 제시 - 전방산업 Turn-around 확인이 선행 요소

- 그룹 조선부문의 개선 확인이 트리거로 작용할 전망, 전방의 회복 없이 자체적인 모멘텀은 부재
- 100% 무상증자와 현대중공업지주의 현대일렉트릭 지분 취득 등 주주가치 제고는 긍정적인 요소
- 적정주가 53,000원은 무상증자를 반영한 2019년 예상 기준 PBR 1.1배 수준

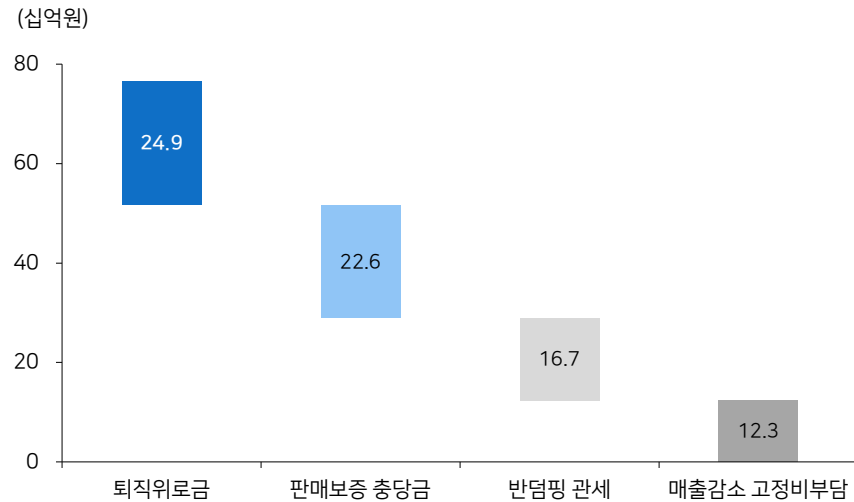
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	1,449.6	62.4	14.3	2,284		101,885	49.9	1.1	15.3	1.4	101.4
2018E	1,880.7	-100.0	-87.4	-8,567	-478.9	93,318	-5.2	0.5	-14.8	-8.8	157.1
2019E	1,920.7	68.4	34.4	1,691	-119.7	48,474	26.2	0.9	7.3	3.5	152.9
2020E	2,189.0	95.4	61.3	3,010	78.0	51,484	14.7	0.9	5.5	6.0	146.1

전방산업의 턴어라운드를 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

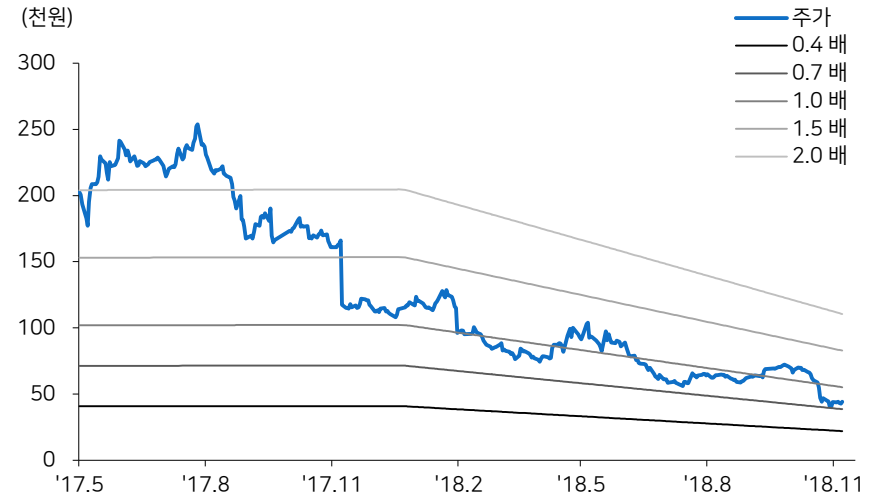
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액			491.2	469.0	489.4	430.1	507.5	440.2	502.8	446.1	480.3	480.1	514.2	1,449.6	1,880.7	1,920.7
영업이익			30.6	30.3	1.5	-30.8	3.7	-76.5	3.7	13.9	17.3	23.5	13.7	62.4	-100.0	68.4
세전이익			28.6	29.5	-35.7	-36.1	27.5	-105.0	-4.1	8.2	11.1	17.3	8.9	22.4	-117.8	45.4
당기순이익			21.7	22.7	-30.1	-27.6	23.3	-80.7	-3.3	6.3	8.5	13.2	6.8	14.3	-88.3	34.8
지배주주순이익			21.7	22.7	-30.1	-27.6	23.3	-79.9	-3.2	6.2	8.4	13.1	6.7	14.3	-87.4	34.4
매출액 증가율	YoY		N/A	N/A	N/A	N/A	3.3	-6.1	2.8	3.7	-5.4	9.1	2.3	N/A	29.7	2.1
	QoQ		N/A	-4.5	4.3	-12.1	18.0	-13.3	14.2	-11.3	7.7	0.0	7.1			
영업이익 증가율	YoY		N/A	N/A	N/A	N/A	-88.0	적전	151.0	흑전	370.7	흑전	271.5	N/A	적전	흑전
	QoQ		N/A	-0.9	-95.2	적전	흑전	적전	흑전	277.6	24.0	36.0	-41.7			
영업이익률			6.2	6.5	0.3	-7.2	0.7	-17.4	0.7	3.1	3.6	4.9	2.7	4.3	-5.3	3.6
순이익률			4.4	4.8	-6.1	-6.4	4.6	-18.3	-0.7	1.4	1.8	2.8	1.3	1.0	-4.7	1.8

현대일렉트릭 3분기 일회성 비용 내역



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대일렉트릭 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대일렉트릭(267260)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		1,449.6	1,880.7	1,920.7	2,189.0
매출액증가율(%)			29.7	2.1	14.0
매출원가		1,254.6	1,736.2	1,665.0	1,886.6
매출총이익		195.0	144.5	255.7	302.4
판매비와관리비		132.6	244.5	187.3	207.0
영업이익		62.4	-100.0	68.4	95.4
영업이익률(%)		4.3	-5.3	3.6	4.4
금융손익		-25.1	-15.4	-22.0	-13.5
중속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-15.0	-2.4	-1.0	-1.0
세전계속사업이익		22.4	-117.8	45.4	80.9
법인세비용		8.1	-29.4	10.7	19.0
당기순이익		14.3	-88.3	34.8	61.9
지배주주지분 순이익		14.3	-87.4	34.4	61.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		1,490.5	1,727.7	1,791.5	1,884.6
현금및현금성자산		241.4	485.3	509.5	513.1
매출채권		829.0	663.2	684.4	732.2
재고자산		357.6	429.1	442.8	473.8
비유동자산		604.1	719.1	703.7	696.0
유형자산		471.6	571.2	571.9	573.3
무형자산		55.5	36.3	30.4	25.5
투자자산		2.6	3.8	3.8	4.4
자산총계		2,094.6	2,446.8	2,495.3	2,580.7
유동부채		588.8	1,144.0	1,154.5	1,181.5
매입채무		152.9	198.4	202.6	230.9
단기차입금		90.7	340.7	420.7	400.7
유동성장기부채		127.1	20.1	240.1	218.1
비유동부채		465.6	351.0	354.2	350.7
사채		299.8	200.0	200.0	175.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		1,054.5	1,495.0	1,508.7	1,532.2
자본금		51.0	101.8	101.8	101.8
자본잉여금		925.5	874.7	874.7	874.7
기타포괄이익누계액		62.9	62.9	62.9	62.9
이익잉여금		15.6	-71.8	-37.4	23.9
비지배주주지분		0.3	-0.6	-0.2	0.4
자본총계		1,040.1	951.8	986.6	1,048.5

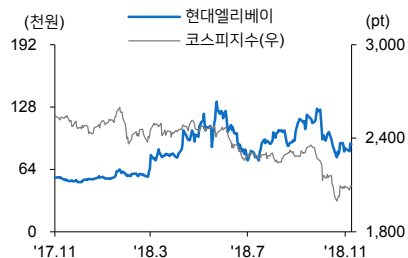
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름		-4.4	57.7	47.1	91.0
당기순이익(손실)		14.3	-88.3	34.8	61.9
유형자산감가상각비		21.6	37.4	34.6	32.0
무형자산상각비		10.1	7.1	5.9	5.0
운전자본의 증감		-94.3	105.7	-25.9	1.4
투자활동 현금흐름		-71.6	-156.8	-23.1	-20.4
유형자산의 증가(CAPEX)		-38.2	-137.0	-35.4	-33.3
투자자산의 감소(증가)		-2.6	-1.1	-0.1	-0.5
재무활동 현금흐름		108.6	343.0	0.3	-67.0
차입금증감		517.6	343.0	0.3	-67.0
자본의증가		976.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)		32.0	243.9	24.2	3.5
기초현금		209.4	241.4	485.3	509.5
기말현금		241.4	485.3	509.5	513.1
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		231,798	184,277	94,350	107,530
EPS(지배주주)		2,284	-8,567	1,691	3,010
CFPS		17,071	-5,474	5,393	6,528
EBITDAPS		15,043	-5,434	5,352	6,499
BPS		101,885	93,318	48,474	51,484
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		49.9	-5.2	26.2	14.7
PCR		6.7	-8.1	8.2	6.8
PSR		0.5	0.2	0.5	0.4
PBR		1.1	0.5	0.9	0.9
EBITDA		94.1	-55.5	109.0	132.3
EV/EBITDA		15.3	-14.8	7.3	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		1.4	-8.8	3.5	6.0
EBITDA이익률		6.5	-2.9	5.7	6.0
부채비율		101.4	157.1	152.9	146.1
금융비용부담률		1.0	1.5	1.9	1.6
이자보상배율(x)		4.3	-3.5	1.9	2.7
매출채권회전율(x)		1.7	2.5	2.9	3.1
재고자산회전율(x)		4.1	4.8	4.4	4.8

현대엘리베이터(017800) 대북 이슈로 Top-Tier 평가를 받긴 어렵다

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	100,000원	
현재주가 (11.16)	89,900원	
상승여력	11.2%	
KOSPI	2,092.40pt	
시가총액	24,415억원	
발행주식수	2,716만주	
유통주식비율	74.56%	
외국인비중	22.19%	
52주 최고/최저가	133,500원 / 50,700원	
평균거래대금	894.3억원	
주요주주(%)		
현정은 외14인	23.66	
Schindler Holdings AG	15.53	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-7.4	-5.1
6개월	-17.1	-2.6
12개월	61.4	95.5
주가그래프		



3분기 영업이익률은 소폭 개선, 파생상품 손실로 영업외수지 악화

- 3분기 연결 매출액 4,738억원(-11.7% YoY), 영업이익 424억원(+9.8% YoY), 영업이익률 9.0%로 소폭 개선
- 2017년부터 지속된 해외법인 구조조정 이슈는 마무리 단계이나, 여전히 연결 실적 부진을 초래. 별도기준 매출액 4,025억원(-13.1% YoY), 영업이익 443억원, 영업이익률 11.0%
- 3분기 유지보수(A/S) 부문의 영업이익률이 16.1%로 상승한 점은 실적개선에 긍정적

펀더멘털 이외의 대북 경험 기대감이 주가 변동성을 과도하게 확대

- 2018년 이후 국내 시장 위축으로 승강기제조부문의 역성장은 불가피, 대안은 중국 증설로 현재 진행 중
- 자회사 현대아산(KOTC 시총 1조원)이 대북경험 주도주로 평가, 주가는 PBR 1.6~4.2배에서 변동 폭 확대

투자의견 Trading Buy 하향, 적정주가 100,000원 제시 - Peer와의 할인율은 20%까지 축소된 상황

- 주가는 Peer 평균 대비 40~70%의 할인을 받아왔으나, 대북 이슈 이후 갭은 20% 내외로 급격히 축소
- Peer Group 2019년 평균 PBR 대비 20% 할인을 적용, 적정주가는 10만원을 제시. 이는 시가총액 기준 2.7조원 수준으로 현대아산의 기업가치 1.3조원, 본사 영업가치 1.4조원(PER 15배)에 해당

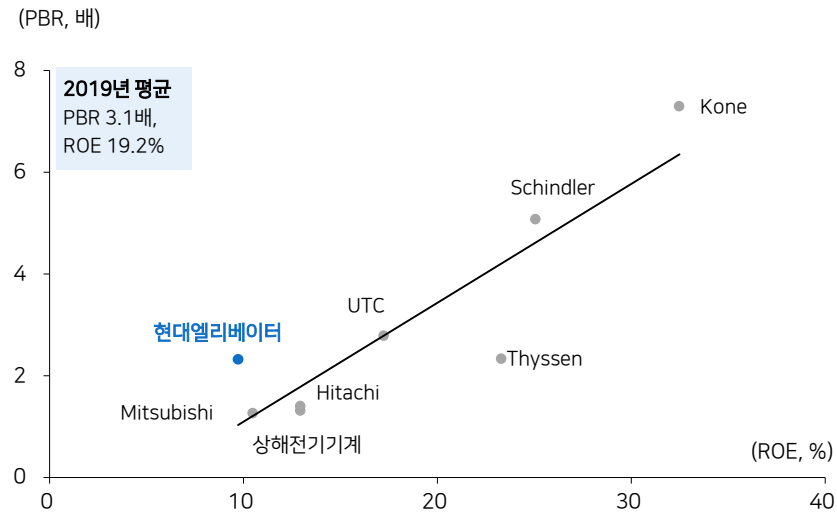
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,758.8	181.6	128.7	5,225	-2,226.3	31,605	11.0	1.8	6.1	18.1	166.4
2017	1,993.7	135.3	93.6	3,801	-32.4	33,952	14.3	1.6	9.0	11.6	173.9
2018E	1,860.6	122.1	-15.3	-575	-125.6	32,731	-147.8	2.6	14.9	-1.8	161.2
2019E	1,882.0	141.0	86.0	3,165	-488.5	35,196	26.9	2.4	12.9	9.3	150.1
2020E	2,022.3	135.9	95.8	3,526	11.4	37,922	24.1	2.2	13.0	9.6	140.7

PBR 2.7배 이상의 밸류는 모멘텀으로도 설명하긴 어려워

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

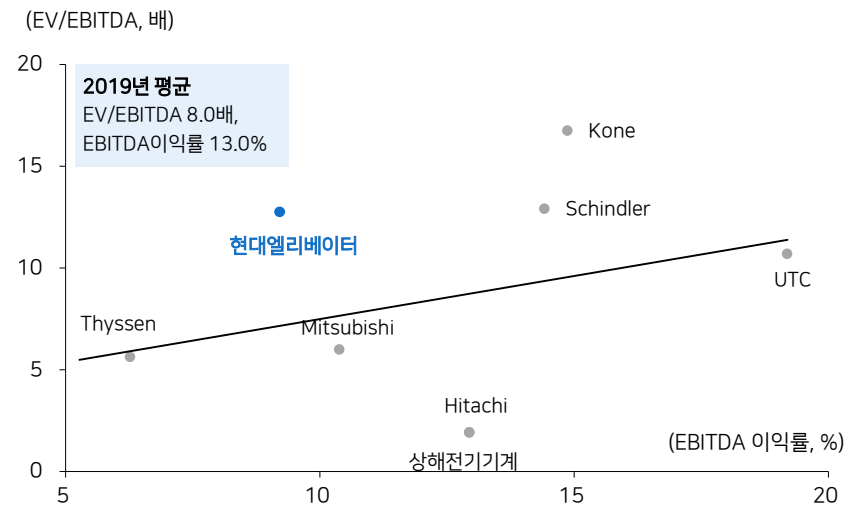
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		455.4	526.4	536.3	475.7	434.1	480.0	473.8	472.7	419.3	480.2	498.3	484.1	1,993.7	1,860.6	1,882.0
영업이익		29.9	39.9	38.6	26.8	19.3	41.5	42.4	18.9	32.6	33.1	41.8	33.4	135.3	122.1	141.0
세전이익		34.8	28.6	72.6	-6.8	-32.5	10.4	1.1	0.2	27.9	26.3	32.9	24.0	129.2	-20.8	111.2
당기순이익		25.9	14.2	52.1	-13.2	-27.8	5.3	0.3	0.4	21.8	20.5	25.6	18.7	79.0	-21.8	86.7
지배주주순이익		27.3	23.2	55.0	-11.8	-26.4	7.0	19.8	-15.6	23.6	22.8	24.3	15.3	93.6	-15.3	86.0
매출액 증가율	YoY	24.5	17.4	19.8	-4.3	-4.7	-8.8	-11.7	-0.6	-3.4	0.0	5.2	2.4	13.4	-6.7	1.2
	QoQ	-8.4	15.6	1.9	-11.3	-8.7	10.6	-1.3	-0.2	-11.3	14.5	3.8	-2.8			
영업이익 증가율	YoY	-17.9	-11.3	-28.3	-42.0	-35.3	3.8	9.8	-29.7	68.6	-20.2	-1.4	77.4	-25.5	-9.8	15.5
	QoQ	-35.4	33.6	-3.2	-30.6	-27.9	114.4	2.3	-55.6	72.9	1.5	26.4	-20.1			
영업이익률		6.6	7.6	7.2	5.6	4.5	8.6	9.0	4.0	7.8	6.9	8.4	6.9	6.8	6.6	7.5
순이익률		5.7	2.7	9.7	-2.8	-6.4	1.1	0.1	0.1	5.2	4.3	5.1	3.9	4.0	-1.2	4.6

글로벌 승강기 업체, 현대엘리베이터의 19년 예상 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 승강기 업체, 현대엘리베이터의 19년 EBITDA 이익률, EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

현대엘리베이터(017800)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,758.8	1,993.7	1,860.6	1,882.0	2,022.3
매출액증가율(%)	21.4	13.4	-6.7	1.2	7.5
매출원가	1,363.6	1,615.0	1,496.7	1,496.3	1,623.5
매출총이익	395.2	378.7	363.9	385.7	398.8
판매비와관리비	213.6	243.4	241.9	244.7	262.9
영업이익	181.6	135.3	122.1	141.0	135.9
영업이익률(%)	10.3	6.8	6.6	7.5	6.7
금융손익	-36.3	-15.5	-112.5	-28.0	-10.4
중속/관계기업관련손익	-19.6	-7.4	1.3	1.7	2.0
기타영업외손익	-106.7	16.8	-31.6	-3.5	-2.1
세전계속사업이익	18.9	129.2	-20.8	111.2	125.5
법인세비용	-98.0	50.2	1.0	24.5	28.9
당기순이익	116.9	79.0	-21.8	86.7	96.6
지배주주지분 순이익	128.7	93.6	-15.3	86.0	95.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,045.1	945.2	903.7	976.7	1,069.3
현금및현금성자산	489.9	323.9	321.5	387.8	414.6
매출채권	268.5	304.2	243.4	246.2	273.7
재고자산	60.1	38.4	44.1	44.6	49.6
비유동자산	1,062.5	1,342.4	1,398.7	1,396.7	1,395.4
유형자산	683.6	744.3	750.2	754.0	755.9
무형자산	180.5	174.8	172.6	166.7	161.2
투자자산	28.8	104.5	149.5	152.2	157.0
자산총계	2,107.6	2,287.7	2,302.4	2,373.3	2,464.7
유동부채	719.4	765.8	698.0	703.1	717.5
매입채무	185.6	183.1	179.4	181.5	195.0
단기차입금	107.4	116.0	101.0	96.0	86.0
유동성장기부채	56.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	597.1	686.6	723.1	721.3	723.3
사채	169.6	149.6	149.6	149.6	149.6
장기차입금	13.4	118.9	138.9	128.9	118.9
부채총계	1,316.5	1,452.4	1,421.1	1,424.3	1,440.8
자본금	123.2	123.2	135.8	135.8	135.8
자본잉여금	500.4	487.9	559.5	559.5	559.5
기타포괄이익누계액	-5.5	-9.3	-9.3	-9.3	-9.3
이익잉여금	165.9	240.0	208.4	275.3	349.4
비지배주주지분	12.6	-1.1	-7.6	-6.9	-6.0
자본총계	791.1	835.3	881.3	949.0	1,023.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	158.6	92.7	119.5	121.5	96.0
당기순이익(손실)	116.9	79.0	-21.8	86.7	96.6
유형자산감가상각비	24.2	26.3	27.1	26.5	25.7
무형자산상각비	0.0	0.0	6.3	5.9	5.5
운전자본의 증감	-46.3	-73.4	104.9	9.5	-25.1
투자활동 현금흐름	0.4	-369.8	-87.8	-24.0	-30.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.7	-106.5	-33.0	-30.2	-27.7
투자자산의 감소(증가)	158.2	-83.0	-43.7	-1.0	-2.8
재무활동 현금흐름	-100.1	114.8	-34.0	-31.2	-38.4
차입금증감	-27.6	150.3	-105.8	-14.9	-19.4
자본의증가	0.0	-12.5	84.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	60.4	-166.0	-2.4	66.3	26.8
기초현금	429.5	489.9	323.9	321.5	387.8
기말현금	489.9	323.9	321.5	387.8	414.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	71,401	80,938	70,071	69,297	74,463
EPS(지배주주)	5,225	3,801	-575	3,165	3,526
CFPS	8,730	7,011	1,269	5,533	5,955
EBITDAPS	8,354	6,560	5,855	6,382	6,152
BPS	31,605	33,952	32,731	35,196	37,922
DPS	500	500	600	700	800
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.0	14.3	-147.8	26.9	24.1
PCR	6.6	7.8	67.0	15.4	14.3
PSR	0.8	0.7	1.2	1.2	1.1
PBR	1.8	1.6	2.6	2.4	2.2
EBITDA	205.8	161.6	155.5	173.3	167.1
EV/EBITDA	6.1	9.0	14.9	12.9	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.1	11.6	-1.8	9.3	9.6
EBITDA이익률	11.7	8.1	8.4	9.2	8.3
부채비율	166.4	173.9	161.2	150.1	140.7
금융비용부담률	2.0	1.4	1.5	1.2	1.1
이자보상배율(x)	5.2	5.0	4.5	6.0	6.1
매출채권회전율(x)	6.9	7.0	6.8	7.7	7.8
재고자산회전율(x)	37.6	40.5	45.1	42.4	42.9

현대로템(064350) 급격한 변동성, 긴 호흡이 필요

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	27,000원
현재주가 (11.16)	23,350원
상승여력	15.6%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	19,848억원
발행주식수	8,500만주
유동주식비율	56.16%
외국인비중	2.28%
52주 최고/최저가	40,550원 / 15,000원
평균거래대금	781.6억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 3인	43.37
국민연금	6.08
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-13.7 -11.5
6개월	-31.0 -18.9
12개월	20.7 46.2
주가그래프	



대북 이슈 이후, 주가는 PBR 1.0~3.0배(2018년 예상 기준) 밴드로 급격히 변동성 확대 중

- 1~2차 남북정상회담과 북미정상회담 등 숨가쁘게 달려온 대북 이슈, 철도부문 독점적 지위를 보유하고 있어 남북경협에 따른 철도사업 확장 시 수혜주임은 분명함
- 문제는 대북 모멘텀의 계량화가 불가능하며, 기업가치에 반영될 시기도 예상할 수 없다는 점
- 2016년 철도부문에서 2.8조원의 대규모 수주에 성공했음에도, 3분기 누계 철도부문 OPM은 0.7%에 불과

2016~17년 수주 호조가 2018년에 반영, 턱어라운드를 기대했지만 아직도 시간이 필요

- 2016~17년 철도부문의 5.4조원 수주분이 2018년부터 순차적으로 반영될 것을 기대했지만, 3분기 연결 실적은 매출액 6,061억원(-7.1% YoY), 영업적자 65억원(적자전환)으로 부진
- 신흥국 통화약세와 일부 공사 생산순연에 따른 매출부진이 원인이나, 수익성 회복은 여전히 불투명
- 2018년 연결 매출액 2.51조원(-7.8% YoY), 영업이익 425억원(-6.5% YoY), 지배주주순손실 456억원 전망

투자의견 Trading Buy, 적정주가 27,000원 하향 – 대북 모멘텀의 Bottom과 Top을 확인한 휴지기

- 2018년 평균 PBR 1.7배를 적용, 적정주가를 27,000원으로 제시하며 투자의견은 Trading Buy로 하향
- 대북 기대감을 모두 반영해도 철도부문 Top Tier의 밸류에이션(PBR 2.2배)을 넘을 수 없다는 의견 유지

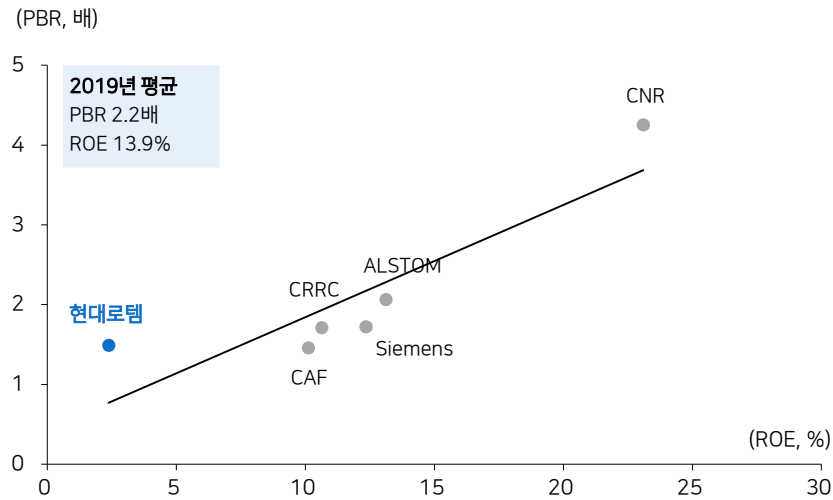
	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2016	2,984.8	106.2	21.8	257	-107.6	16,376	70.7	1.1	15.3	1.6	204.9
2017	2,725.7	45.4	-47.4	-557	-299.9	15,811	-33.6	1.2	20.4	-3.5	187.9
2018E	2,513.9	42.5	-45.6	-536	15.9	15,287	-43.5	1.5	27.0	-3.4	188.0
2019E	2,920.8	107.1	31.3	368	-159.6	15,667	63.4	1.5	16.8	2.4	189.1
2020E	3,294.0	125.5	56.2	661	79.5	16,340	35.3	1.4	14.9	4.1	186.1

동종업계 Top Tier를 넘어서기엔 여전히 부족한 체력

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

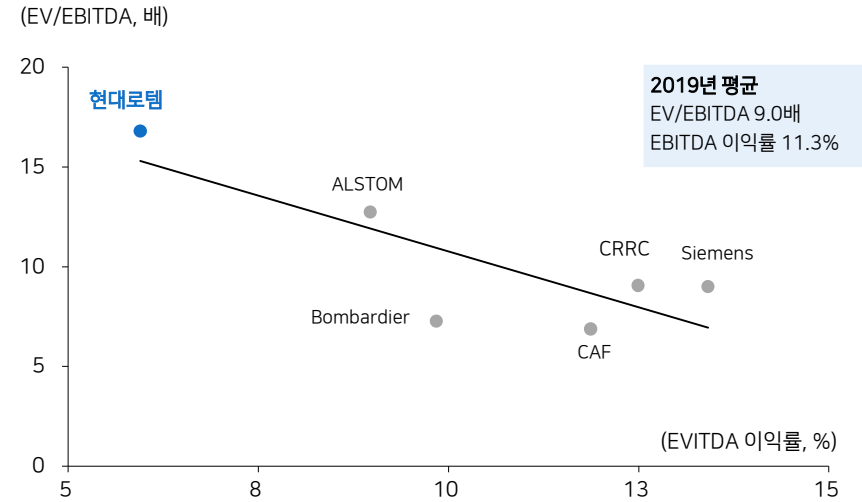
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		651.4	669.0	652.7	752.6	524.5	624.2	606.1	759.1	663.7	733.1	708.9	815.2	2,725.7	2,513.9	2,920.8
영업이익		34.8	15.3	18.8	-23.5	5.1	18.0	-6.5	25.8	26.7	34.0	23.7	22.8	45.4	42.5	107.1
세전이익		4.7	2.1	11.5	-66.3	-13.4	-4.9	-55.8	12.5	11.7	17.5	7.6	4.6	-47.9	-61.6	41.5
당기순이익		4.9	2.8	9.8	-63.7	-11.9	3.1	-54.9	10.1	9.0	13.5	5.8	3.6	-46.3	-53.6	31.9
지배주주순이익		4.4	1.8	10.1	-63.7	-10.8	4.6	-46.6	7.3	8.8	13.2	5.7	3.5	-47.4	-45.6	31.3
매출액 증가율	YoY	-10.0	-7.4	-4.4	-12.0	-19.5	-6.7	-7.1	0.9	26.5	17.4	17.0	7.4	-8.7	-7.8	16.2
	QoQ	-23.9	2.7	-2.4	15.3	-30.3	19.0	-2.9	25.2	-12.6	10.5	-3.3	15.0			
영업이익 증가율	YoY	13.0	-60.7	147.0	적전	-85.2	17.7	적전	흑전	419.1	88.5	흑전	-11.5	-57.2	-6.5	152.2
	QoQ	20.7	-56.0	22.4	적전	흑전	251.0	적전	흑전	3.5	27.4	-30.3	-3.7			
영업이익률		5.3	2.3	2.9	-3.1	1.0	2.9	-1.1	3.4	4.0	4.6	3.3	2.8	1.7	1.7	3.7
순이익률		0.8	0.4	1.5	-8.5	-2.3	0.5	-9.1	1.3	1.4	1.8	0.8	0.4	-1.7	-2.1	1.1

글로벌 철도 업체, 현대로템의 19년 예상 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 철도 업체, 현대로템의 19년 EBITDA 이익률, EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

현대로템(064350)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,984.8	2,725.7	2,513.9	2,920.8	3,294.0
매출액증가율(%)	-9.8	-8.7	-7.8	16.2	12.8
매출원가	2,697.1	2,543.4	2,320.6	2,638.4	2,970.9
매출총이익	287.7	182.2	193.3	282.4	323.1
판매비와관리비	181.5	136.8	150.8	175.3	197.6
영업이익	106.2	45.4	42.5	107.1	125.5
영업이익률(%)	3.6	1.7	1.7	3.7	3.8
금융손익	-77.1	-43.7	-60.3	-34.0	-28.5
중속/관계기업관련손익	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.6	-50.2	-43.9	-31.7	-22.5
세전계속사업이익	23.1	-47.9	-61.6	41.5	74.5
법인세비용	-0.1	-1.6	-8.0	9.5	17.1
당기순이익	23.1	-46.3	-53.6	31.9	57.3
지배주주지분 순이익	21.8	-47.4	-45.6	31.3	56.2
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,909.7	2,619.9	2,526.2	2,683.3	2,848.4
현금및현금성자산	580.2	435.8	238.8	270.0	276.7
매출채권	405.3	467.7	304.0	333.5	359.1
재고자산	221.7	195.0	185.9	194.9	207.3
비유동자산	1,563.5	1,464.0	1,407.2	1,360.6	1,319.4
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	23.0	26.7	30.1
자산총계	4,473.2	4,083.9	3,933.4	4,043.8	4,167.8
유동부채	1,641.2	1,341.8	1,481.1	1,651.9	1,809.4
매입채무	353.1	352.7	342.2	397.6	448.3
단기차입금	229.9	98.7	68.7	58.7	48.7
유동성장기부채	470.0	218.9	418.9	438.9	458.9
비유동부채	1,364.8	1,323.8	1,086.7	993.3	901.5
사채	922.6	883.2	723.2	438.2	108.2
장기차입금	190.3	206.2	106.2	256.2	456.2
부채총계	3,006.0	2,665.6	2,567.7	2,645.2	2,710.9
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	467.4	498.7	554.8
비지배주주지분	75.2	74.3	66.3	66.9	68.1
자본총계	1,467.2	1,418.3	1,365.7	1,398.6	1,457.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	611.1	219.2	-35.4	215.5	179.6
당기순이익(손실)	23.1	-46.3	-53.6	31.9	57.3
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	-113.8	79.2	30.7
투자활동 현금흐름	55.6	31.2	-71.6	-59.3	-53.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.9	-28.0	-23.0	-22.1	-23.1
투자자산의 감소(증가)	-0.4	1.0	1.9	-3.7	-3.4
재무활동 현금흐름	-343.5	-391.8	-90.0	-125.0	-120.0
차입금증감	-330.9	-405.8	-90.0	-125.0	-120.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	326.9	-144.4	-197.0	31.2	6.7
기초현금	253.3	580.2	435.8	238.8	270.0
기말현금	580.2	435.8	238.8	270.0	276.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	35,115	32,067	29,575	34,363	38,753
EPS(지배주주)	257	-557	-536	368	661
CFPS	2,877	2,251	1,315	2,079	2,268
EBITDAPS	2,152	1,489	1,343	2,044	2,206
BPS	16,376	15,811	15,287	15,667	16,340
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	70.7	-33.6	-43.5	63.4	35.3
PCR	6.3	8.3	17.8	11.2	10.3
PSR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.6
PBR	1.1	1.2	1.5	1.5	1.4
EBITDA	182.9	126.6	114.2	173.7	187.5
EV/EBITDA	15.3	20.4	27.0	16.8	14.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.6	-3.5	-3.4	2.4	4.1
EBITDA이익률	6.1	4.6	4.5	5.9	5.7
부채비율	204.9	187.9	188.0	189.1	186.1
금융비용부담률	2.1	1.8	1.9	1.3	1.0
이자보상배율(x)	1.7	0.9	0.9	2.8	3.7
매출채권회전율(x)	5.9	6.2	6.5	9.2	9.5
재고자산회전율(x)	13.7	13.1	13.2	15.3	16.4

하이록코리아(013030) 늦게 시작하는 오래 달리기

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	27,500원
현재주가 (11.16)	19,500원
상승여력	41.0%
KOSDAQ	690.18Pt
시가총액	2,655억원
발행주식수	1,361만주
유통주식비율	60.46%
외국인비중	48.13%
52주 최고/최저가	32,900원 / 18,550원
평균거래대금	6.3억원
주요주주(%)	
문영훈외 6인	39.54
Invesco Canada Ltd. 외 4인	17.86
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-15.0 -9.9
6개월	-32.8 -17.2
12개월	-26.6 -17.0
주가그래프	



트레이드 마크였던 20% 전후의 높은 영업이익률은 2020년까지 회복이 어려워

- 하이록코리아의 2018년 수주액은 전년 수준인 1,365억원, 2019년 예상 수주액은 1,659억원 전망
- 2018년 분기 평균 수주액은 최근 5년 평균치의 72.1% 수준에 불과, 물량 감소에 따른 고정비 부담 지속
- 2017년 평균 19.3%의 높은 영업이익률을 기록했지만, 2019년 평균 9.5%로 하향 안정화 불가피

계장용 밸브·피팅의 제품 특성상, 수주 회복은 단조용 피팅이나 타 기자재보다 더딜 것

- 조선·건설 외에 반도체, CNG버스, 철도 등 다양한 전방 수요처를 보유하고 있는 것은 불황기에는 장점
- 주력인 조선·건설의 수주 회복기에는 단조용 피팅 대비 실적 개선의 속도가 더딜 수 밖에 없음
- 국내 건설·조선업계 發 수주량 회복은 2019년 3분기부터 본격화, 분기 기준 400억대 수주로 회귀할 전망

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 27,500원으로 하향

- 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.1배를 적용, 적정주가를 27,500원으로 11.3% 하향 조정
- 2018년 매출액 역성장은 불가피(-31.4% YoY), 해양플랜트 수주와 중동 發 건설 수주를 기다려야 하는 시기

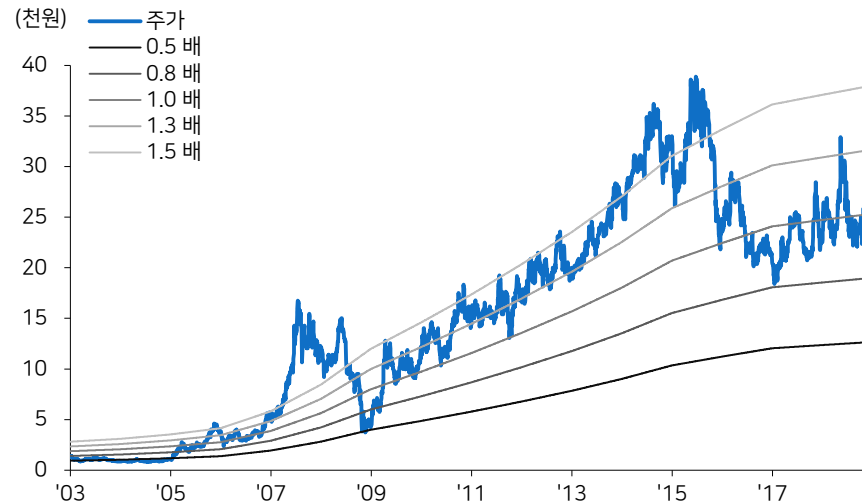
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	177.1	37.3	30.2	2,219	-30.1	22,443	9.5	0.9	4.4	10.3	14.4
2017	182.7	35.5	23.5	1,728	-21.8	24,092	13.0	0.9	4.4	7.4	13.3
2018E	125.3	12.5	13.1	963	-44.0	24,729	20.7	0.8	8.3	3.9	13.8
2019E	137.1	13.0	12.8	937	-2.6	25,342	21.3	0.8	7.1	3.7	13.5
2020E	159.4	21.4	19.9	1,464	56.2	26,483	13.6	0.8	4.3	5.6	13.2

가장 늦게 악화되었기에, 회복 속도는 상대적으로 더딜 것

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 14
조선/기계_Divergent

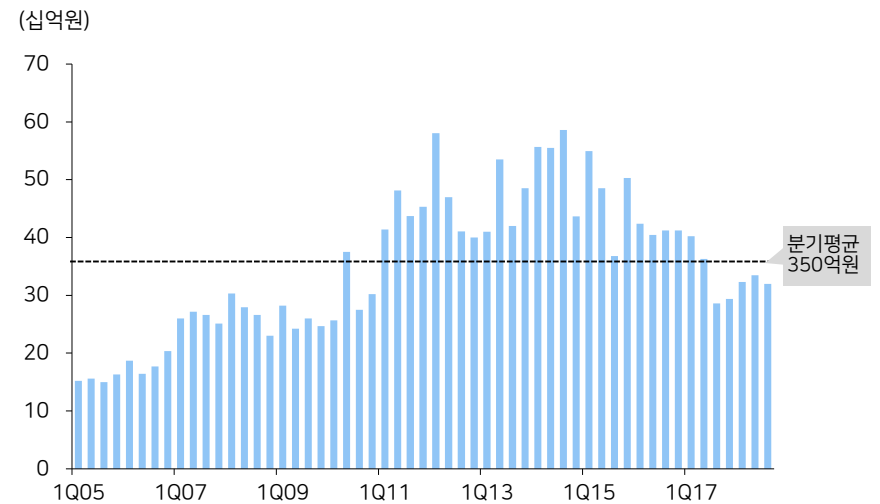
(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		47.0	48.3	50.7	36.7	34.6	30.5	29.0	31.1	35.1	33.9	34.6	33.5	182.7	125.3	137.1
영업이익		9.9	9.5	9.9	6.2	5.3	2.0	2.6	2.7	3.2	3.3	3.8	2.8	35.5	12.5	13.0
세전이익		5.8	13.3	11.3	0.8	6.1	5.6	2.7	2.3	4.2	4.2	4.7	3.7	31.2	16.8	16.8
당기순이익		4.3	10.2	8.8	0.4	4.7	4.4	2.3	1.9	3.2	3.2	3.6	2.8	23.6	13.2	12.9
지배주주순이익		4.4	10.2	8.7	0.2	4.5	4.2	2.0	2.3	3.2	3.2	3.6	2.8	23.5	13.1	12.8
매출액 증가율	YoY	6.7	6.1	24.2	-21.5	-26.3	-36.7	-42.9	-15.2	1.5	10.9	19.3	7.7	3.2	-31.4	9.4
	QoQ	0.5	2.7	5.1	-27.7	-5.6	-11.8	-5.1	7.4	12.9	-3.6	2.1	-3.1			
영업이익 증가율	YoY	7.8	-3.6	22.7	-38.9	-46.3	-79.2	-74.2	-57.0	-39.8	65.8	47.5	4.0	-4.7	-64.7	4.0
	QoQ	-2.5	-4.4	4.9	-37.5	-14.3	-63.0	30.5	4.0	20.0	1.8	16.1	-26.7			
영업이익률		21.1	19.6	19.6	16.9	15.4	6.4	8.9	8.6	9.1	9.6	11.0	8.3	19.4	10.0	9.5
순이익률		9.2	21.1	17.3	1.0	13.5	14.5	7.9	6.0	9.1	9.5	10.5	8.5	12.9	10.6	9.4

하이록코리아 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 분기별 주주 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아(013030)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	177.1	182.7	125.3	137.1	159.4
매출액증가율(%)	-15.4	3.2	-31.4	9.4	16.2
매출원가	121.5	125.0	90.2	100.8	110.9
매출총이익	55.6	57.7	35.1	36.3	48.4
판매비와관리비	18.4	22.2	22.6	23.3	27.1
영업이익	37.3	35.5	12.5	13.0	21.4
영업이익률(%)	21.0	19.4	10.0	9.5	13.4
금융손익	1.9	-0.5	2.3	2.6	3.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	-3.8	1.9	1.3	1.2
세전계속사업이익	39.9	31.2	16.8	16.9	26.3
법인세비용	9.7	7.6	3.5	4.0	6.2
당기순이익	30.2	23.6	13.2	12.9	20.1
지배주주지분 순이익	30.2	23.5	13.1	12.8	19.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	248.5	261.5	272.1	280.9	297.2
현금및현금성자산	17.4	54.3	28.9	35.4	43.7
매출채권	54.0	53.0	54.0	54.5	56.3
재고자산	67.2	51.0	52.0	52.5	54.2
비유동자산	104.8	117.9	119.2	118.9	119.4
유형자산	78.0	84.6	85.1	84.8	85.2
무형자산	7.2	12.5	12.5	12.5	12.5
투자자산	6.2	0.9	0.8	0.8	0.9
자산총계	353.3	379.4	391.2	399.8	416.5
유동부채	36.3	34.3	34.2	33.7	33.6
매입채무	7.2	5.7	6.0	6.1	6.4
단기차입금	15.0	15.0	15.0	14.0	13.0
유동성장기부채	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
비유동부채	8.2	10.2	13.2	13.9	15.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	44.5	44.5	47.5	47.6	48.6
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	-0.4	-0.5	0.5	1.5	2.6
이익잉여금	275.3	297.9	305.5	312.8	327.3
비지배주주지분	3.3	7.0	7.1	7.3	7.5
자본총계	308.9	335.0	343.8	352.3	368.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	22.9	41.7	19.5	19.2	23.9
당기순이익(손실)	30.2	23.6	13.2	12.9	20.1
유형자산감가상각비	4.3	5.0	3.5	4.7	4.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-8.9	8.1	0.8	0.1	-1.6
투자활동 현금흐름	-29.3	2.8	-39.4	-6.2	-9.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-7.0	-6.2	-4.0	-4.4	-4.8
투자자산의 감소(증가)	-0.4	5.3	0.1	-0.0	-0.1
재무활동 현금흐름	-5.6	-5.6	-5.5	-6.5	-6.5
차입금증감	0.0	2.0	0.0	-1.0	-1.0
자본의증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-11.5	36.9	-25.4	6.5	8.3
기초현금	28.9	17.4	54.3	28.9	35.4
기말현금	17.4	54.3	28.9	35.4	43.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	13,011	13,421	9,202	10,070	11,706
EPS(지배주주)	2,219	1,728	963	937	1,464
CFPS	3,300	3,126	1,359	1,409	1,960
EBITDAPS	3,053	2,974	1,177	1,301	1,894
BPS	22,443	24,092	24,729	25,342	26,483
DPS	400	400	400	400	400
배당수익률(%)	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.5	13.0	20.7	21.3	13.6
PCR	6.4	7.2	14.7	14.2	10.2
PSR	1.6	1.7	2.2	2.0	1.7
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EBITDA	41.6	40.5	16.0	17.7	25.8
EV/EBITDA	4.4	4.4	8.3	7.1	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	7.4	3.9	3.7	5.6
EBITDA이익률	23.5	22.2	12.8	12.9	16.2
부채비율	14.4	13.3	13.8	13.5	13.2
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	111.4	69.6	49.1	52.6	91.8
매출채권회전율(x)	3.4	3.4	2.3	2.5	2.9
재고자산회전율(x)	2.7	3.1	2.4	2.6	3.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 11월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 19일 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, 박진한)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
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)	

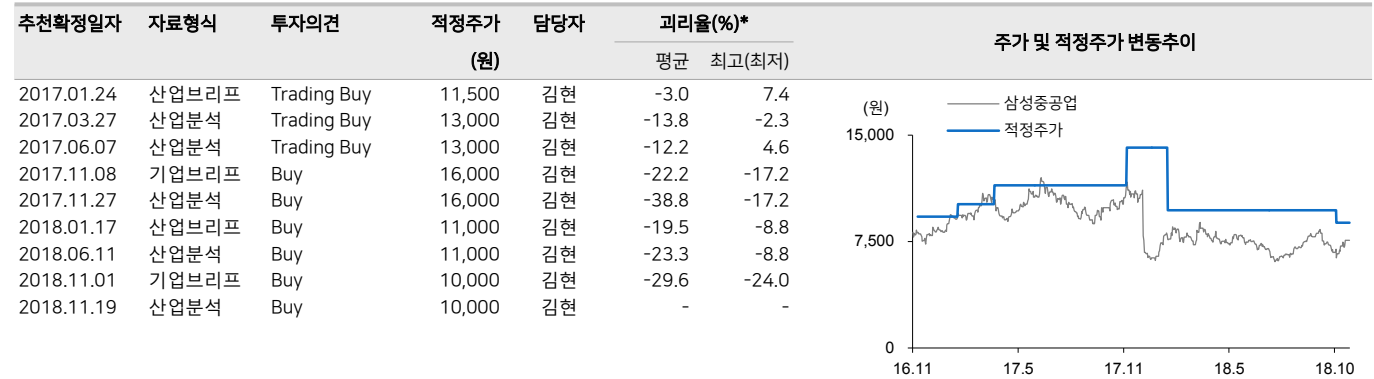
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

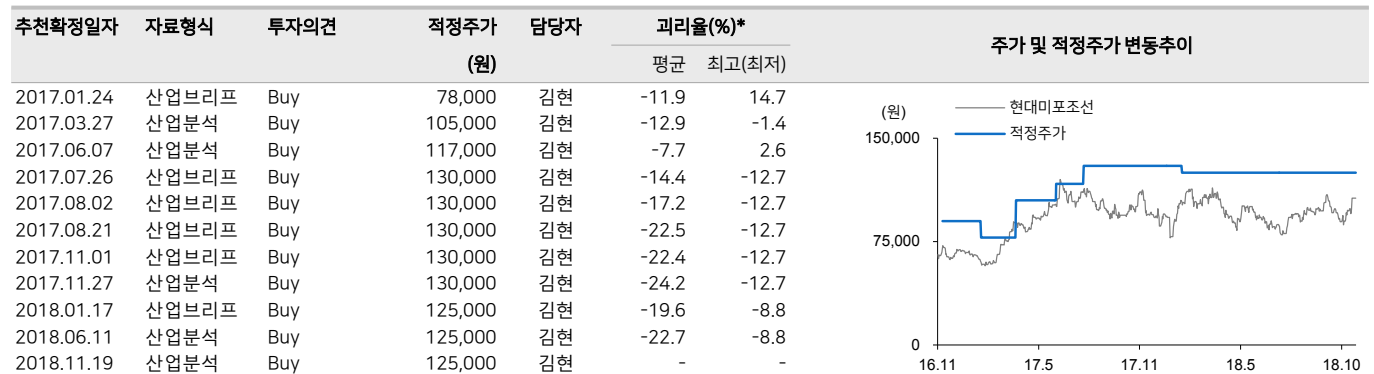
삼성중공업(010140) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



현대미포조선(010620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



현대중공업지주(267250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					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	-39.7	-33.5	
2018.07.31	산업브리프	Buy	490,000	김현	-25.0	-21.2	
2018.08.23	기업브리프	Buy	490,000	김현	-23.3	-14.0	
2018.11.19	산업분석	Buy	490,000	김현	-	-	

두산밥캣(241560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	43,000	김현	-15.0	-6.5	
2017.05.26	산업분석	Buy	46,000	김현	-21.5	-17.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	46,000	김현	-24.0	-17.0	
2018.05.26		1년 경과			-26.3	-24.8	
2018.05.31	산업브리프	Buy	42,000	김현	-18.8	-17.6	
2018.06.11	산업분석	Buy	42,000	김현	-18.2	-3.8	
2018.10.31	기업브리프	Buy	46,000	김현	-21.6	-19.6	
2018.11.19	산업분석	Buy	46,000	김현	-	-	

성광밴드(014620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	11,500	김현	-12.4	1.3	
2017.05.26	산업분석	Buy	13,000	김현	-23.4	-11.9	
2017.11.27	산업분석	Buy	13,000	김현	-16.9	8.8	
2018.05.26	1년 경과				0.0	1.5	
2018.05.31	산업브리프	Buy	16,000	김현	-27.1	-17.5	
2018.11.19	산업분석	Buy	16,000	김현	-	-	

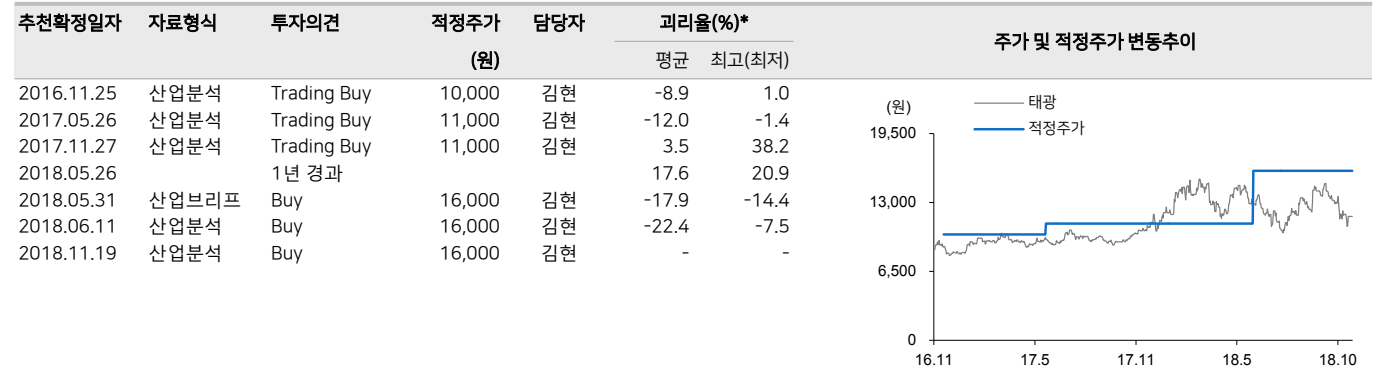
현대중공업(009540) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-22.5	-9.0	
2018.06.11	산업분석	Buy	175,000	김현	-26.6	-9.0	
2018.11.19	산업분석	Buy	175,000	김현	-	-	

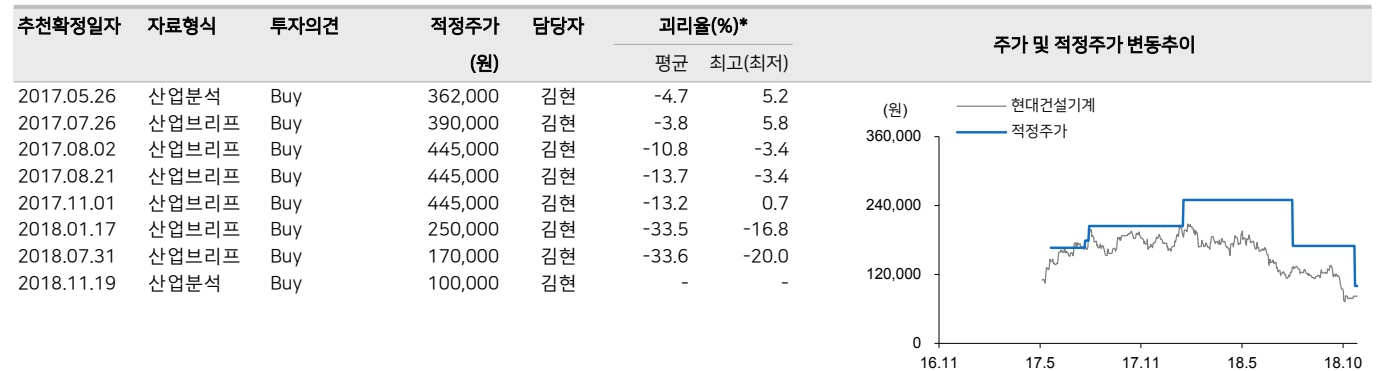
태광(023160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



현대건설기계(267270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



현대일렉트릭(267260) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	360,000	김현	-13.3	-7.2	
2017.07.26	산업브리프	Buy	400,000	김현	-18.2	-17.1	
2017.08.02	산업브리프	Buy	400,000	김현	-19.1	-12.2	
2017.08.21	산업브리프	Buy	400,000	김현	-30.4	-12.2	
2017.11.01	산업브리프	Buy	350,000	김현	-34.2	-29.9	
2018.01.17	산업브리프	Buy	160,000	김현	-46.1	-19.7	
2018.07.31	산업브리프	Buy	84,000	김현	-27.3	-13.8	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	53,000	김현	-	-	

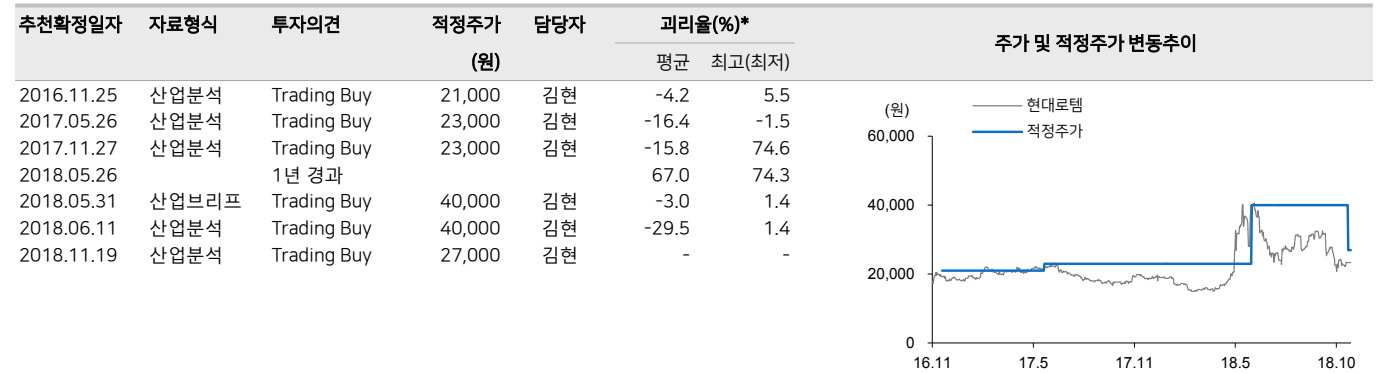
현대엘리베이터(017800) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	92,000	김현	-36.6	-29.2	
2017.02.10	기업브리프	Buy	92,000	김현	-35.5	-27.8	
2017.05.26	산업분석	Buy	92,000	김현	-35.3	-27.8	
2017.08.08	기업브리프	Buy	75,000	김현	-28.6	-14.5	
2018.02.08	기업브리프	Buy	70,000	김현	30.8	90.7	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	100,000	김현	-	-	

현대로템(064350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



하이룩코리아(013030) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

