



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

## 현대중공업의 대우조선해양 인수 영향에 대하여

현대중공업그룹은 현대중공업을 물적분할한 뒤 존속회사인 조선합작법인에게 산업은행이 대우조선해양의 주식을 현물출자할 계획. 그리고 조선합작법인과 대우조선해양은 각각 1.25 조원과 1.5 조원의 유상증자를 단행할 계획. 중장기적인 시너지효과는 인정 하지만 단기적으로 상장사들의 유상증자로 인한 희석 효과가 불가피하며 대우조선해양의 신종자본증권의 인식 방법에 따라 밸류에이션 고평가 논란이 여전히 남아있음

### 현대중공업 물적분할 후 대우조선해양 주식 현물출자

1월 31일 현대중공업그룹은 대우조선해양 인수 방식에 대한 컨퍼런스콜에서 1차적으로 현대중공업 물적 분할을 제시함. 현대중공업을 중간지주사이자 상장사인 조선합작법인(존속)과 비상장 사업회사인 현대중공업(신설)으로 물적분할하는 것임. 그리고 산업은행은 보유한 대우조선 주식 전부를 조선합작법인에 현물출자하고, 조선합작법인 신주를 취득할 계획을 밝힘. 조선합작법인은 현물출자의 대가로 상환전환우선주(1.25 조원)와 조선합작법인 보통주의 약 7%에 해당하는 신주를 받게 됨. 상환전환우선주는 5년 만기이며 사업회사 현대중공업과 삼호중공업 IPO 대금이 상환재원으로 활용될 수 있음

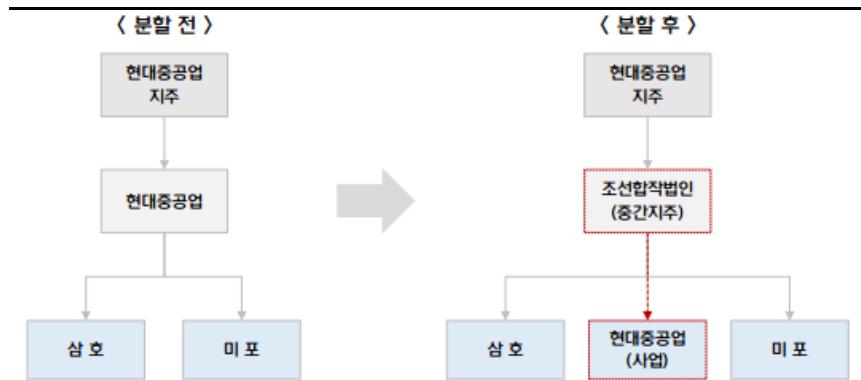
### 조선합작법인과 대우조선해양은 유상증자를 진행

조선합작법인은 1.25 조원, 대우조선해양은 1.5 조원의 유상증자를 단행함. 조선합작법인에 대해 현대중공업지주가 4,000 억원을 증자하며 8,500 억원은 주주배정 방식으로 총 1.25 조원을 조달함. 여기에 대금을 얹어 제 3자 배정 유상증자 방식으로 조선합작법인은 대우조선해양에 대해 1.5 조원의 증자를 하게 됨. 대우조선해양은 증자 대금으로 차입금 상환에 나설 예정임

### 탁월한 중장기적 효과는 인정하나 단기적으로는 아쉬울 것

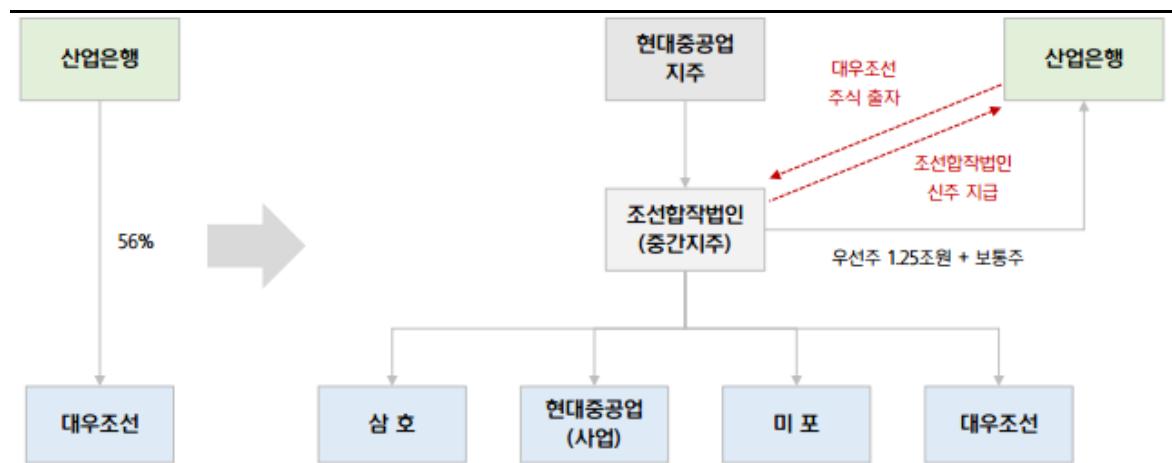
조선 Big 3 체제에서 Big 2로의 전환은 모두가 바라왔던 것이 사실임. 소위 말하는 시너지 효과, 생산성 증가, 과도한 출혈 경쟁 방지 등이 중장기적으로 실현될 것이기 때문임. 그러나 단기적으로 주가는 아쉬울 것이라는 판단임. 기본적으로 상장사들이 모두 유상증자를 단행하기 때문에 희석 효과는 불가피함. 또한 대우조선해양의 신종자본증권 2.3 조원을 자본으로 인식할 것인지 부채로 인식할 것인지에 따라서 밸류에이션에 대한 논란이 조선합작법인과 대우조선해양 모두에게 발생할 것임. 신종자본증권을 전량 부채로 인식할 경우에 조선합작법인의 PBR은 1 배 수준으로 1월 31일 종가 기준 상장 현대중공업의 가치보다 높음. 대우조선해양도 유상증자 대금 1.5 조원의 유입으로 PBR이 1.96 배로 치솟게 됨. 사측은 인수 합병이 끝나면 대우조선해양의 신용등급이 높아질 수 있기 때문에 수출입은행과 원만하게 금리 조정에 나설 수 있다고 밝힌 상황이라 영구채에 대한 논란은 지속될 전망. 한편 산업은행은 다른 잠재 매수자인 삼성중공업 측에도 조만간 접촉해 대우조선 인수 의향을 타진할 계획이라고 밝혔지만 현실적으로 단기간에 인수 구조 구성과 협상안을 마련하는 것은 불가능하다고 판단되어 사실상 현대중공업과 대우조선해양의 딜 가능성성이 높다고 판단

### 1. 현대중공업을 조선합작법인(중간지주/존속)과 현대중공업(사업/신설)으로 물적분할



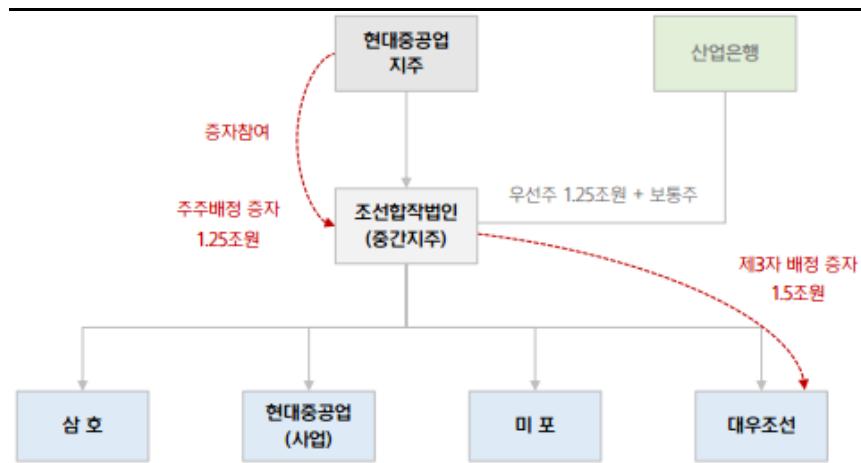
자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

### 2. 산업은행은 보유한 대우조선 주식 전부를 조선합작법인에 현물출자하고, 조선합작법인 신주를 취득



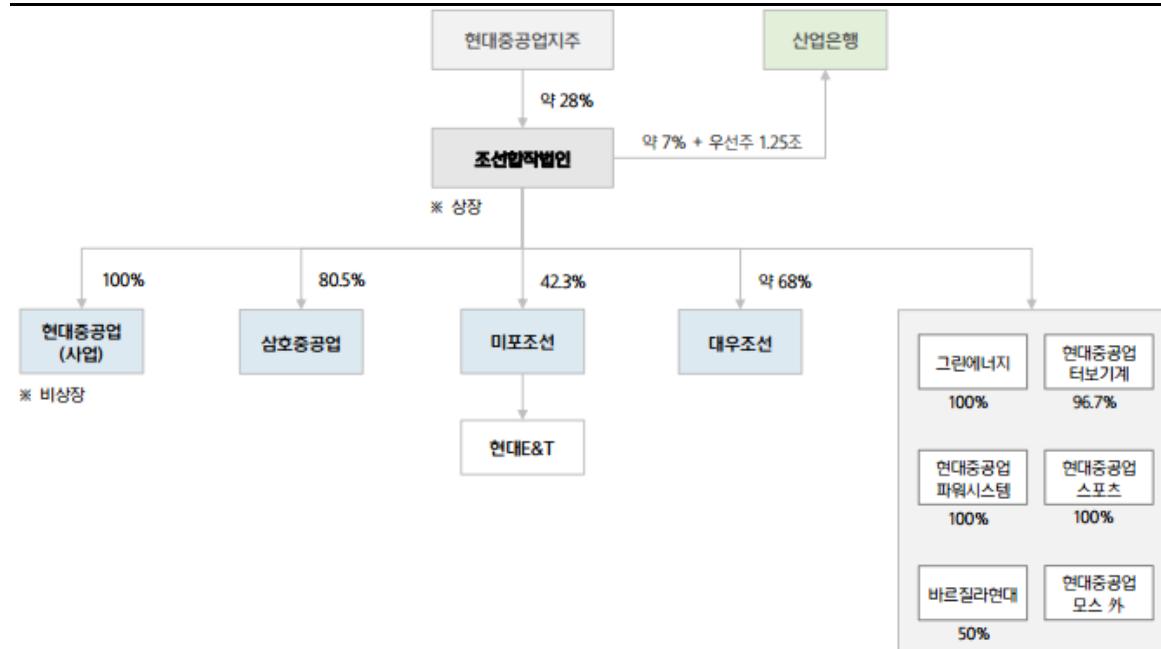
자료 : 현대중공업 그룹, SK 증권

### 3. 조선합작법인 및 대우조선, 양사의 재무건전성 확보를 위하여 유상증자를 각각 진행



자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

#### 4. 재편 후 지배구조



자료 : 현대중공업 그룹, SK 증권

#### Compliance Notice

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

#### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 1월 31일 기준)

매수	91.6%	중립	8.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----