



## △ 조선/기계

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

RA 박진한  
02. 6098-6675  
jinhan\_park@meritz.co.kr

# 조선

## 시각 차는 있어도 결국 같은 곳을 향한다

- ✓ 현대중공업의 대우조선해양 인수 발표, 주식 매각이 아닌 지분스왑은 합리적 선택
- ✓ 양 사 모두 재무 건전성 유지·개선 가능, 중공업은 암도적 No.1 레버리지효과 기대
- ✓ 물적분할한 뒤 조선합작법인 1.25조원 유상증자 실시, 현대중공업지주의 자금소요 우려는 기우, 현대중공업 주주로서는 실보다 득이 큰 의사결정
- ✓ Deal Structure, 업황회복을 감안하면 그룹 전반에 긍정적인 효과가 더 크다고 판단

### Overweight

#### 현대중공업의 대우조선해양 인수 / KDB산업은행 매각 배경

현대중공업그룹은 대우조선해양에 대한 인수의지를 공식화했다. 현대중공업과 현대중공업지주는 대우조선해양의 최대주주인 KDB산업은행과 보유지분 전량을 매각·인수하는 기본합의서를 체결했다. 본 인수 딜은 주식 매각방식이 아닌 지분 Swap을 통한 공동투자라는 점이 특징이다. KDB산업은행 입장에서는 직접적인 현금 유입은 없지만 신설 조선합작법인(중간지주)의 2대주주로서 기업가치를 제고하는 공적 책임을 다하고, 더 큰 규모의 자금 회수를 기대할 수 있다. 인수 주체 입장에서는 현금부담이 최소화되어, '승자의 저주'를 피할 수 있는 최선의 방법으로 본다.

#### 향후 진행과정과 기대효과 – 5단계 과정을 거쳐 암도적 No.1 지위 구축

3월 본 계약 체결이 마무리되면, 인수과정은 현대중공업 물적분할→산은의 대우지분현물출자→조선합작법인의 유상증자→대우조선 유상증자→대우조선해양 필요시 자금지원의 단계로 진행된다. 현대중공업지주는 조선합작법인의 지분을 30.95%를 보유한 최대주주로서, 지분에 상응하는 약 3,869억원 수준의 주주배정 유상증자 참여가 예상된다. KDB산업은행의 현물출자로 발생하는 자본 증가효과에 더해, 1.25조원의 유상증자 효과를 발행주식수 증가와 비교하면 BPS의 희석은 크지 않다.

#### Deal Structure의 평가 – 그룹 전반에 긍정적인 효과가 더 크다

4개 조선계열사에 대해 건조효율성 최적화 여부를 평가하고 구성원이 공감하는 보유자원의 효율적 배분전략을 수립한다면, 구성원 관점에서 이번 Deal은 긍정적인 평가가 가능하다고 본다. 현대중공업지주는 인수 과정에서 부담이 제한적이고 주주가치제고와 성장 동력 확보를 위한 충분한 유동성을 확보했음이 입증되었다고 본다. 현대중공업은 영업경쟁력 강화와 Sales Power 증대로 업황 회복 시 기업가치 제고가 자명하다는 점에서 기업의 내재가치인 BPS 감소 폭 이상의 조정은 충분한 매수 기회라고 판단한다.

## 1) 현대중공업의 대우조선해양 인수 / KDB산업은행 매각 배경

주식 매각방식이 아닌 지분스왑, Win-Win을 위한 합리적 선택으로 판단

1월 31일 현대중공업그룹은 경쟁사인 대우조선해양에 대한 인수의지를 표명하였다. 현대중공업과 현대중공업지주는 대우조선해양의 최대주주인 KDB산업은행과 보유지분(55.7%) 전량을 매각·인수하는 기본합의서를 체결했다. 채권단 주도하에 2015년 이후 진행되었던 대우조선해양의 경영 정상화 과정이 마무리 단계에 도달함에 따라, '민간 주인찾기'와 '산업 경쟁력 강화'라는 정책적 명분이 경영 정상화가 마무리되는 현대중공업그룹의 Needs와 맞물린 결과로 본다.

Stalking Horse(미국 파산법 제363조에 근거를 두는 매각절차로 수의계약의 장점과 매각과정이 공개경쟁입찰의 장점을 보유, 계약성사 가능성이 높음) 방식으로 진행됨에 따라, 현재의 매각관련 인수 제안서를 삼성중공업에 송부한다. 2월 28일 까지 삼성 측이 인수제안을 제출하지 않는다면 3월 4일에 최종 인수대상자가 선정되고 3월 8일에 본 계약이 체결될 전망이다.

본 매각·인수 딜은 일반적인 주식 매각방식이 아닌 지분 Swap을 통한 공동투자라는 점이 특징이다. 인수 주체 입장에서는 현금부담이 최소화되고, 매각 주체 입장에서는 기업가치 제고에 대한 공동 책임을 진다는 점에서 '승자의 저주'를 피할 수 있는 최선의 방법으로 본다.

인수·피인수주체 모두 재무 건전성 유지 및 확보가 가능, 현대중공업 압도적 No.1, 현대중공업지주는 주주가치 제고에 긍정적

현물출자-지분 Swap 딜은 인수주체인 현대중공업과 피인수대상인 대우조선해양 모두 재무 안정성 유지·확보가 가능한 방법이다. 매각 주체인 KDB산업은행 입장에서는 본 딜을 통해 직접적인 현금 유입은 없지만 신설 조선합작법인(중간지주)의 2대주주로서 기업가치를 제고하는 공적 책임을 다하고, 더 큰 규모의 자금 회수를 기대할 수 있다. 현대중공업은 그룹 외부로의 현금 유출 없이 대우조선해양을 인수, 재무건전성 유지와 압도적 Global No.1의 지위를 확보하여 시너지 창출을 꾀할 수 있다. 대우조선해양은 최대주주인 현대중공업이 제3자배정 유상증자에 참여하면서 1.5조원 자본을 확충, 차입금 상환을 통한 재무구조 개선이 기대된다.

현대중공업지주는 조선합작법인의 대주주로서 지분율에 상응하는 약 4천억원 수준의 출자로 인수과정을 지원하게 된다. 자회사 현대오일뱅크 지분의 최대 19.9%를 사우디아람코에 매각하면서 유입될 1.8조원의 현금은 이번 인수 딜로 인해 외부로 유출되지 않는다. 그룹 지주사로서 장기 성장동력을 확보하고 재무구조를 개선하는데 보유 현금을 활용함으로써, 주주가치 제고와 그룹 전반의 경영에 긍정적인 영향을 줄 수 있다.

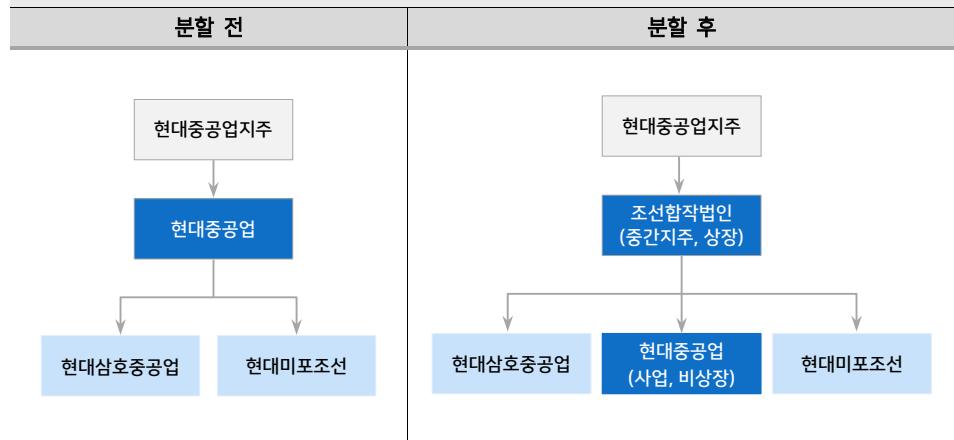
## 2) 향후 진행과정과 기대효과

- 본 계약 체결 시, 5 단계의 과정을 통해 인수가 진행될 전망
- 1) 현대중공업의 물적분할
  - 2) KDB산업은의 대우지분 현물출자
  - 3) 조선합작법인의 주주배정 증자
  - 4) 대우조선해양의 3자배정 증자
  - 5) 대우조선해양으로 자금 지원

Stalking Horse 방식을 통해 현대중공업그룹이 최종 본 계약을 체결하게 된다면 5 단계에 걸친 복잡한 과정 전개가 예상된다. Step 1) 현대중공업(KS009540)을 조선합작법인(중간지주회사, 존속법인)과 현대중공업(사업회사, 비상장 신설법인)으로 물적분할한다. 분할 후 '현대중공업지주→조선합작법인(중간지주)→현대중공업(사업회사)+현대삼호중공업+현대미포조선'의 지배구조를 갖게 된다.

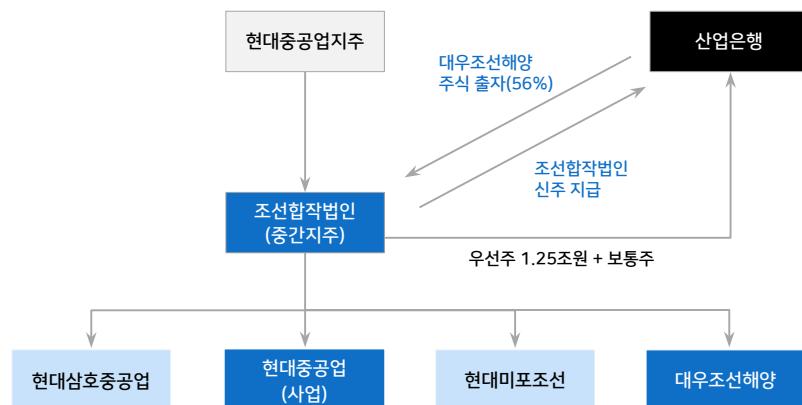
Step 2) KDB산업은행은 보유 중인 대우조선해양 보통주 59,738,211주(지분 55.7%) 전량을 조선합작법인에 현물출자하고, 그 대가로 상환전환우선주(RCPS) 1.25조원과 현물출자 가액 중 차액인 8,362억원에 상응하는 보통주를 발행하여 지급받는다. 합작법인은 보통주 6,099,570주와 RCPS 9,118,231주를 주당 137,088원에 새로 발행, 제3자배정을 통해 KDB산업은행에 전량 부여한다. 대우조선해양 주식의 현물출자가는 주당 34,922원으로 30일 종가기준으로 산출했다.

그림1 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수 계획 - 1. 현대중공업 물적분할



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수 계획 - 2. 산업은행의 대우조선 주식 현물출자



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

물적분할한 뒤 조선합작법인 1.25조원 유상증자 실시, 현대중공업지주 자금소요 우려는 기우, 현대중공업 주주로서는 실보다 득이 큼

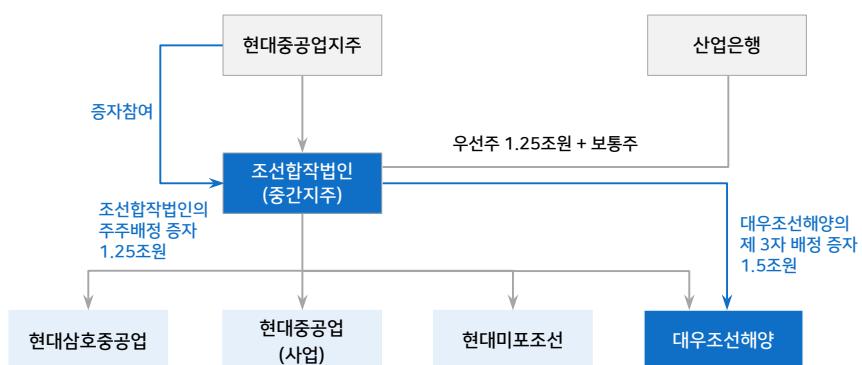
Step 3) 조선합작법인은 1.25조원 규모의 주주배정 후 실권주 일반공모 유상증자를 진행한다. 현대중공업지주는 조선합작법인(중간지주)의 지분을 30.95%를 보유한 최대주주로서, 지분에 상응하는 약 3,869억원 수준의 주주배정 유상증자 참여가 예상된다. 컨퍼런스콜에서 언급한대로 증권사 총액인수로 유상증자가 진행된다면 실권주 발생 시 부각될 추가자금 소요의 리스크는 없다. 현대중공업지주로 유입될 현대오일뱅크 지분(최대 19.9%) 매각 예상액 1.8조원이 대부분 대우조선해양 인수에 사용될 수 있다는 기우임이 명확해졌다.

현대중공업 기존주주 입장에서는 보유지분 가치의 회복 우려가 발생하게 되나, 인수 과정에서 조선합작법인이 현금을 소진한다면 재무구조 악화의 리스크가 발생할 수 있다는 점에서 실보단 득이 많다고 본다. KDB산업은행의 현물출자-지분 Swap으로 발생하는 자본 증가효과에 더해, 1.25조원의 유상증자 효과를 발행주식 수 증가와 비교하면 BPS의 회복은 크지 않다.

Step 4) 대우조선해양은 재무구조 개선을 위해 1.5조원 규모의 제3자배정 유상증자를 실시한다. 42,750,877주의 보통주를 주당 35,087원에 새로 발행하여 전량을 조선합작법인에 배정한다. 조선합작법인은 보유 현금(2018년 3분기 현대중공업 별도기준 현금및현금성자산 1.6조원) 중 2,500억원과 'Step 3'의 주주배정 유상증자 대금 1.25조원을 활용한다.

대우조선해양이 제3자배정 유상증자를 통해 확보하는 1.5조원은 차입금 상환의 재원으로 사용될 예정이다. 2018년 3분기말 별도기준 대우조선해양의 총 차입금은 3.28조원 수준이다.

그림3 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수 계획 – 3. 조선합작법인 유증, 4. 대우조선 유증



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

대우조선 유상증자에 조선합작법  
인이 1.5조원 전액 참여, 대우조선  
지분율은 68.35% 예상

2018년 3분기 별도기준 단기차입금은 1조 5,950억원, 유동성장기차입금 1,961억원, 사채 5,632억원, 장기차입금은 9,304억원 수준이다. 사채는 연리 1.0%로 2023년 4월이 만기이고 대부분의 일반대출과 차입금이 연리 1.0% 수준이란 점에서 상환 대상은 아니라고 본다. 장단기차입금 중에서 상대적으로 높은 금리의 차입은 단기차입금 중 수출입은행의 수출이행자금대출 5,005억원(연리 3%, 3M LIBOR+2.65%), 외화장기차입금 1,961억원(3M LIBOR+2.65%), KDB의 일반대출 6,077억원(연리 3%) 등으로 판단한다. KDB산업은행이 조선합작법인의 2대 주주로 기업가치 제고 노력에 동참함을 고려한다면, 실질적으로 유상증자대금 1.5조원 중에서 50% 내외의 자금이 차입금 상환에 바로 투입된다고 추정한다.

**표1 대우조선해양의 별도기준 재무구조(3Q18 기준)**

(주, 백만원, %)

자본총계	3,530,960
- 신종자본증권(영구채)	2,332,832
부채총계	7,824,927
- 총차입금	3,284,718
- 단기차입금	1,595,004
- 유동성장기차입금	196,110
- 사채(2023년 4월 21일 만기, 연리 1%)	563,186
- 장기차입금	930,418
자산총계	11,355,887
- 현금및현금성자산	264,262
<b>부채비율</b>	<b>221.6%</b>
유상증자 이후 자본총계(단순합산)	5,030,960
증자 후 단순 부채비율	155.5%
<b>차입금 중 0.7조원 상환 기준 부채비율</b>	<b>141.7%</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표2 대우조선해양의 제3자배정 유상증자 개요 – 1월 31일 결정(Step 4)**

(주, 백만원, 원, %)

기존 발행주식 총수	107,205,752
신주 발행주식 수	42,750,877
발행가액(원)	35,087
액면가액(원)	5,000
<b>제3자배정 유상증자액(백만원)</b>	<b>1,500,000</b>
KDB산업은행 보유주식수	59,738,211
KDB산업은행 지분율	55.72%
유상증자 후 현대중공업 보유주식수	102,489,088
총 발행주식 수	149,956,629
<b>현대중공업의 대우조선해양 지분율</b>	<b>68.35%</b>
유상증자 전 대우조선 BPS(별도기준)	32,936
유상증자 후 대우조선 BPS(별도기준)	33,549

주: 대우조선해양의 BPS는 신종자본증권(영구채) 미반영 기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

재편 종료 시 추가적인 지분 매입 등 Cash-out Risk는 없을 전망. 현대중공업지주의 합작법인 예상 지분 25.5~28.5%, 산은 지분은 7.1~16.0%로 추정

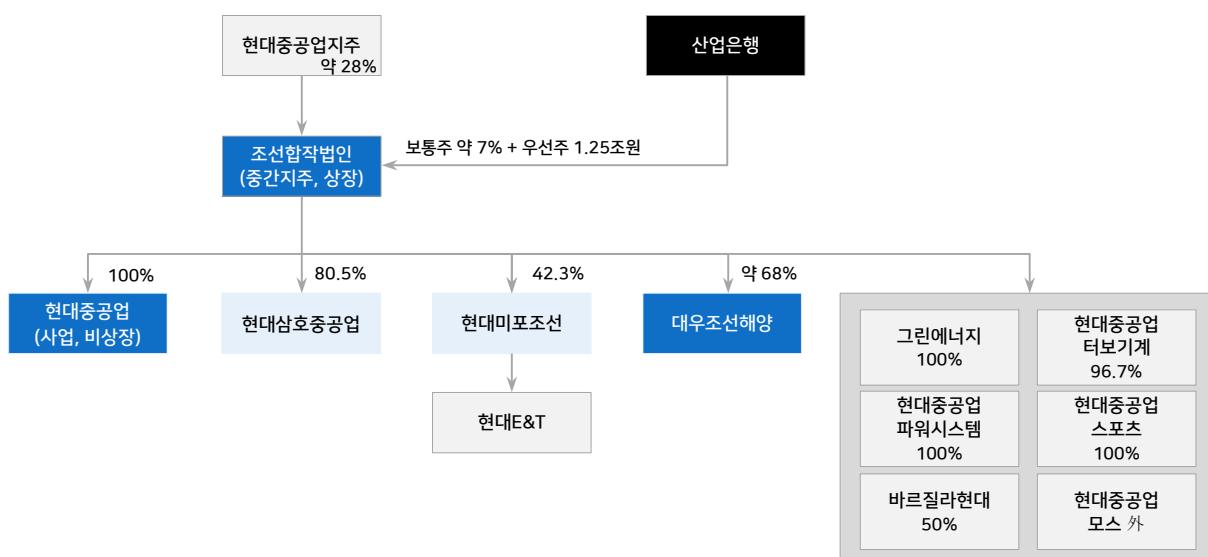
Step 5) KDB산업은행 등의 Credit Line 1조원을 선 인출한 후, 조선합작법인은 2021년 말까지 대우조선해양에 대해서 1조원 지원 의무를 부담한다. 이는 인수 이후 즉각적인 1조원의 자금지원이 아니라, 대우조선해양이 추가적인 자금부족이 발생할 경우에 추가 지원한다는 의미다.

결국 KDB산업은행과 현대중공업, 현대중공업지주가 31일 체결한 기본합의서는 조선통합법인의 출범, KDB산업은행의 현물출자, 현대중공업(조선합작법인)의 KDB산업은행으로의 신주발행(지분 Swap), 대우조선해양으로의 유동성지원(조선합작법인의 증자 1.5조원 참여, 자금부족 시 1.0조원 지원)이 핵심이다. 이 과정에서 현대중공업그룹이 그룹 관계사가 아닌 외부로의 현금 유출은 없다.

일련의 과정이 마무리되면, 현대중공업지주를 지배구조의 정점으로 KDB산업은행이 2대주주가 될 조선합작법인이 조선·해양부문 중간지주회사의 역할을 수행하게 된다. KDB산업은행이 부여 받을 상환전환우선주(RCPs)의 주식전환 여부와 비율, 상환권 청구 등이 불명확한 상황에서 최종 지분율 변화를 단언하기는 불가능하다.

당사는 재편이 종료되면 현대중공업지주의 조선합작법인 지분은 25.77~28.50%, KDB산업은행의 조선합작법인 지분은 7.09~16.00%으로 추정한다. KDB산업은행은 현물출자로 취득한 주식 전체의 1/2 이상을 최소 5년간 보유해야 하며, 보유 주식 5% 이상을 양도할 경우에는 현대중공업지주에게 우선매수권이 있다. 따라서, 현대중공업지주는 조선합작법인 지분의 추가매입이 급하게 필요치 않으면 KDB산업은행이 향후 지분을 매각할 경우 Call Option 행사로도 30% 이상의 지분 유지는 가능하다고 판단한다.

그림4 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수 계획 – 5. 재편 후 최종 지배구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 3) Deal Structure의 평가 – 그룹 전반에 긍정적인 효과가 더 크다

인수 Structure에 대한 구성원, 기존주주, 자본시장 관점의 평가

조선 계열사별 선종 최적화 전략과 효율적 자원 배분전략 필요. 업황 개선 시 M/S 30~35%의 영업레버리지 효과 극대화 긍정적

KDB산업은행이 31일 발표한 기본합의서 체결의 합의와 주요 내용은 크게 4 가지다. 1) 조선통합법인을 출범시킴으로써 현대중공업, 대우조선해양을 자회사로 편제, 인위적인 합병이나 수직 구조가 아닌 수평적 구조로 재편한다. 2) 조선부문 비전문가인 채권단이 주도해온 대우조선해양의 경영 정상화가 마무리되고, 민간 자율경영을 통한 중장기적 성장의 토대를 마련한다. 3) 대우조선해양의 신규 유동성 확보를 통한 재무 구조 개선이 가능하다. 이는 대우조선해양의 고용 안정화로 이어질 수 있다. 4) 매각·인수주체 간의 상호 Win-Win을 추구할 수 있는 지분 Swap으로 KDB산업은행이 보유한 주식은 중장기적 Exit을 한다. 이는, 인수자의 '승자의 저주' 우려를 해소할 수 있다.

이번에 발표된 복잡한 Deal Structure는 3 가지 관점으로 접근해서 평가해 볼 필요가 있다. Deal에 직간접적으로 관여되는 구성원, 기존주주, 자본시장 참여자들의 평가는 관점에 따라서 상이할 수 있다.

1) 구성원 관점 – Big2 체제의 필요성에 대한 공감대는 2015년 이후부터 지속되어 왔던 상황에서, 수주·원가 경쟁력 측면에서 인수 시너지 효과의 창출이 가능한 구조인지 평가되어야 한다. 이는 현대중공업그룹의 조선계열사와 대우조선해양 구성원들의 고용에 직접적인 영향을 준다. 이번 인수 딜이 마무리되면 현대중공업그룹은 전세계 수주 점유율 30~35%를 차지하는 절대적 No.1 조선그룹이 된다. 만약, 경기침체 장기화나 유가 급락으로 발주 시장이 급격히 위축된다면 조선합작법인 산하의 4개 조선사들의 동반 부실이 발생할 수 있다. Big3에서 Big2로 재편되는 과정의 시의적절성 여부는 조선업황의 회복과 중장기 시황 전망에 좌우된다.

당사는 2019년 발주시황이 완연한 회복세로 전환되며 Trigger는 LNG선 선가의 상승 여부라고 본다. 유가 급등락으로 인해 해양 발주 기대감이 소멸된 상황이지만, 개발단가가 낮은 신흥국의 E&P 투자가 재개되고 조선업계의 수주로 확인된다 고 예상한다. IMO2020 규제 시행은 친환경 High-end 선종의 발주로 이어짐은 자명하다. 2004~08년의 Big Cycle을 기대할 수 없음은 분명하나 출혈 경쟁이 필요 없는 수준까지의 회복은 충분히 기대할 수 있는 Up-cycle 초입으로 판단한다.

따라서, 수평적 구조로 재편된 계열사들이 보유설비와 구성원에 최적화된 선종별 수주 차별화 전략을 수립하고, 그룹 내부의 후판-의장재-엔진-배관/전장품 등 Supply Chain 시너지 창출이 전제되어야 한다. 4개 조선계열사에 대해 건조 효율성 최적화 여부를 평가하고 구성원이 공감하는 보유자원의 효율적 배분전략을 수립한다면, 구성원 관점에서 이번 Deal Structure는 긍정적인 평가가 가능하다고 본다. 업황 회복세가 본격화된다면 영업 레버리지 효과는 인수 이후 Dock Slot 유연성이 대폭 개선되면서 극대화될 전망이다.

현대중공업은 발행 주식수가  
27.9~34.4% 증가 예상. 자본과  
주식수 증가를 감안한 BPS는 4%  
수준 하락 불가피

2) 기존주주 관점 – 공급과잉 상황인 조선업종의 생태계 재편은 산업 경쟁력 강화 측면에서는 분명 긍정적이다. 문제는 Deal에 직접적으로 참여하는 현대중공업 기존주주들의 관점이다. 아무리 좋은 기업을 인수한다고 해도 본인이 보유중인 지분의 가치가 제3자로 인해 크게 희석 된다면, 거부감이 발생함은 당연하다.

5단계 인수 구조의 2단계인 KDB산업은행의 대우조선해양 지분 현물출자는 <표 3>의 내용으로 진행된다. 2018년말 기준 현대중공업의 기존 발행주식 총수는 70,773,116주다. KDB산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 55.7%의 가치는 2조 862억원으로, 조선합작법인은 상환전환우선주(RCPS)와 보통주를 새로 발행하여 교환한다. 지분 Swap 과정에서 조선합작법인의 보통주 총 발행주식수는 76,872,686주로 8.6% 증가하며 RCPS를 포함하면 21.5% 증가한다.

**표3 현대중공업 물적분할 후 조선합작법인과 산업은행과의 지분 Swap 개요(Step 2)**

(주, 백만원, 원, %)

기존 발행주식 총수	70,773,116
신주 보통주 발행주식 수 (A)	6,099,570
신주 기타주식(RCPS) 발행주식 수 (B)	9,118,231
<b>발행가액(원) (C) - 할인율 3%</b>	<b>137,088</b>
액면가액(원)	5,000
제3자배정 유상증자액(백만원) ((A)+(B))*(C)	2,086,178
KDB산업은행 현물출자액(대우조선 지분 55.7% 전량)	2,086,178
KDB산업은행 1주당 현물출자가액	34,922
<b>유상증자 후 현대중공업 보통주 총 발행주식수</b>	<b>76,872,686</b>
<b>유상증자 후 현대중공업 우선주 총 발행주식수</b>	<b>9,118,231</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

KDB산업은행이 보유할 RCPS는  
50% 전환을 가정함이 합리적

조선합작법인이 발행하는 RCPS는 상환권은 우선주주인 KDB산업은행이 보유하며, 전환권은 우선주주와 회사가 보유·행사할 수 있다. KDB산업은행이 상환권을 행사하면 RCPS 1.25조원은 만기 5년에 연 1% 이율을 합산하여 상환한다. 회사의 전환권은 보통주식의 종가가 137,088원에 도달하면 50% 전환 청구가 가능하다. 만약 5년간 전환가액에 도달하지 않는다면 KDB산업은행이 100% 전환하거나 상환받을 수 있는 구조다. 이는 기존주주의 지분가치 희석율이 명확하게 산정되기 어렵다는 의미다.

단기적으로나 중기적으로 볼 때 조선합작법인 주가가 전환가에 못 미칠 가능성은 거의 없다고 보인다. 50%인 6,250억원은 보통주로 전환이 예상되며, 나머지 50%는 미래에 상환 부담으로 작용할 수 있다. 다만 자회사들의 IPO나 일부 주식 매각으로 상환 재원은 충분히 마련할 수 있는 상황이다.

구주매각 방식을 통한 Deal이라면 BPS 감소 폭 확대 리스크가 유상증자에 따른 희석 우려보다 클 것

Deal 진행과정에서 확충되는 자본총계와 발행주식수 증가를 반영한 BPS 변화를 CASE 1~4)로 계산하면 <표 4>로 추정된다. CASE 1)은 RCPS가 5년 내 100% 보통주로 전환되고 조선합작법인의 1.25조원 주주배정 유상증자를 반영하지 않은 기준이다. CASE 2)는 CASE 1)의 가정에서 RCPS 중 50%만 보통주로 전환되는 기준이다. CASE 3)는 KDB산업은행의 현물출자 지분 Swap이 마무리되고 조선합작법인의 1.25조원 유상증자 후 RCPS가 100% 전환되는 기준이다. CASE 4)는 CASE 3)의 가정에서 RCPS 50%만 보통주로 전환 기준이다.

현대중공업 기존주주에게 가장 희석효과가 큰 것은 CASE 3)의 100% 보통주 전환이며, 이 경우 총 발행 보통주식수는 95,109,148주로 2018년말 대비 34.4% 증가한다. 조선합작법인이 진행할 유상증자의 기준가를 RCPS 발행가와 같다고 가정하면, 단순 합산한 연결 지배지분 자본총계는 2018년말 11.78조원에서 28.3% 증가한 15.11조원으로 추정된다. 지배지분 BPS는 166,419원에서 158,914원으로 4.5% 감소에 그치는 셈이다.

1월 30일 기준 산정된 현물출자 지분 Swap 기준가치가 현대중공업 9.70조원, 대우조선해양 지분가치(55.7%)는 2.09조원이다. 발행주식수 증가에 따른 지분율 희석과 대우조선해양 지분가치의 벨류에이션 이슈는 노이즈로 작용하겠지만, BPS 감소 폭이 크지 않다는 점에서 지난친 우려는 실익이 없다고 판단한다. 만약, 지분 교환 방식 대신에 KDB산업은행의 구주 매각 방식으로 Deal이 진행된다면 과도한 현금 유출에 따른 재무구조 악화는 BPS의 감소 폭을 더욱 확대시킬 개연성이 높다. 주주배정 유상증자를 통해 대우조선해양을 지분을 사오는 것이 아니라, 그 자금을 연결회사가 될 대우조선해양에 출자해서 재무구조를 개선시킨다는 점은 지분율 희석에 대한 불편함보다 크다고 본다.

**표4 현대중공업 물적분할 후 조선합작법인의 주주배정 유상증자 개요(Step 3)**

(주, 십억원, 원, %)

18년말 연결 지배지분 자본총계(십억원)	11,778
제3자배정 유상증자액(KDB산업은행 현물출자)	2,086
분할 후 조선합작법인이 유상증자 시행 가정(기준가액 137,088원 가정)	1,250
18년말 총 발행주식수	70,773,116
CASE 1) RCPS 100% 전환+보통주 유상증자 반영 총 발행주식수	85,990,917
CASE 2) RCPS 50% 전환+보통주 유상증자 반영 총 발행주식수	81,431,802
CASE 3) 현물출자 지분스왑 후 1.25조원 증자 시 총 발행주식수(RCPS 100%기준)	95,109,148
CASE 4) 현물출자 지분스왑 후 1.25조원 증자 시 총 발행주식수(RCPS 50%기준)	90,550,032
유상증자(현물출자) 전 18년말 연결 지배지분 BPS	166,419
CASE 1) 유상증자(RCPS 100% 전환+보통주) 후 연결 지배지분 BPS	161,228
CASE 2) 유상증자(RCPS 50% 전환+보통주) 후 연결 지배지분 BPS	162,580
CASE 3) 현물출자 스왑 후 1.25조원 증자(RCPS 100% 전환+보통주) 후 BPS	158,914
CASE 4) 현물출자 스왑 후 1.25조원 증자(RCPS 50% 전환+보통주) 후 BPS	160,013

자료:メリ츠증권 리서치센터 추정

현대중공업지주의 역할은 합리적 수준, 현대미포조선은 무관, 현대중공업은 지분 희석의 지나친 우려는 실익이 없다고 판단

3) 자본시장 참여자들의 관점 – 현대중공업이나 현대중공업지주의 기존주주가 아닌 제 3자의 시각에서 인수구조를 살펴보면, 현대중공업지주의 참여 역할은 시장 우려가 기우였다고 판단될 만큼 제한적이고 합리적인 수준으로 보인다. 그룹 밖으로의 현금유출이 없고 지분율의 급격한 변화나 추가 자금소요의 발생 가능성은 없어보인다. <표 5>는 5단계의 인수 절차에서 현대중공업지주와 KDB산업은행의 조선합작법인 지분율 변화를 추정한 내용이다.

RCPS 중 50%에 대해 회사의 전환청구권이 있기에 1.25조원 중 50%가 보통주로 전환된다고 가정하면, 현대중공업지주의 조선합작법인 지분율은 27.06%로 추정된다. 같은 기준을 적용하면 산업은행의 조선합작법인 지분율은 지분 Swap만 반영 시 13.09%, 조선합작법인의 1.25조원 증자 이후에는 11.77%로 추정한다. RCPS를 배제한 보통주 기준 지분율은 KDB산업은행은 7.09%, 현대중공업지주는 28.50%이다. 현대중공업지주의 조선합작법인에 대한 지분은 25.77~28.50%, KDB산업은행의 지분은 7.09~16.00%로 추정된다. 2018년말 기준 현대중공업지주의 지분율이 30.95%이므로 2.45~5.18%p 하락하는 구조로 보이며, 이는 KDB산업은행이 보유하는 주식의 5% 이상 매도 시 현대중공업지주의 우선매수권 행사로 충분히 상쇄할 수 있다고 본다.

따라서, 현대중공업지주는 인수 과정에서 부담이 제한적이고 주주가치제고와 성장동력을 확보를 위한 충분한 유동성을 확보했음이 입증되었다고 본다. 현대중공업은 영업경쟁력 강화와 Sales Power 증대로 업황 회복 시 기업가치 제고가 자명하다는 점에서 기업의 내재가치인 BPS 감소 폭 이상의 조정은 충분한 매수 기회라고 판단한다. 대우조선해양 인수와 관련한 다양한 추측의 과정에서 현대중공업지주와 유사한 현금유출우려로 주가가 하락했던 현대미포조선은 이번 Deal Structure와 전혀 무관하다.

**표5 산업은행 현물출자(Step 2), 조선합작법인의 주주배정 증자(Step 3)에 따른 지분율 변화**

(주, %)

18년말 현대중공업지주의 현대중공업 보유주식수	21,907,124
18년말 현대중공업지주의 현대중공업 지분율	30.95%
- 산업은행 현물출자 후 현대중공업지주의 중공업 지분율(보통주)	28.50%
- 산업은행 현물출자 후 현대중공업지주의 중공업 지분율(RCPS 50% 전환+보통주)	27.06%
- 산업은행 현물출자 후 현대중공업지주의 중공업 지분율(RCPS 100% 전환+보통주)	25.77%
KDB산업은행 - 조선합작법인 지분율(보유 보통주의 총 보통주 지분)	7.93%
- KDB산업은행, RCPS 50% 주식전환 후 보유시 조선합작법인 지분율	13.09%
- KDB산업은행, RCPS 100% 주식전환 후 보유시 조선합작법인 지분율	17.70%
현물출자 스왑 후 1.25조원 증자 시 KDB산업은행 보유 지분율(보통주 지분)	7.09%
- 1.25조원 증자 시 KDB산업은행 보유 지분율(RCPS 50% 전환+보통주)	11.77%
- 1.25조원 증자 시 KDB산업은행 보유 지분율(RCPS 100% 전환+보통주)	16.00%

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현, 박진한)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율