



하나금융그룹

2020년 2월 24일 | Equity Research

한국조선해양 (009540)

GBS 규제로 신음하는 중국 조선업, 벌크선 수요 한국으로 방향 돌릴것

국제선급협회의 선박 안전규제 'GBS'와 중국의 선박건조지연

코로나 바이러스를 이유로 중국의 선박 건조 지연 소식에 대한 여러 언론보도들이 늘어나고 있다. 하지만 사실은 그동안 감추어온 중국 조선업 실력의 부족이 점점 드러나고 있고 이를 바이러스 영향 탓이라고 책임을 돌리고 있는 것으로 보인다.

조선산업에 정통한 전세계 전문가들은 2016년 7월에 시작된 IACS(국제선급협회)의 GBS(Goal Based Standard)로 기본설계능력이 없는 중국과 일본 조선업의 경쟁이탈을 예상했었다. 해운 전문지에서는 GBS규제를 만족시키지 못하고 있는 중국 조선소들의 선박 건조지연이 심해지고 있으며 건조계약의 취소 가능성까지 언급하고 있다. GBS는 계약 기준 2016년 7월, 인도기준 2020년 7월부터 적용된다.

<https://www.tradewindsnews.com/shipyards/imo-s-newbuilding-rules-will-lengthen-yard-delays-in-china/2-1-758457>

GBS 규제 대상은 선체 150미터 이상 벌크선과 탱커선

UN(국제연합) 산하 IMO(국제해사기구)는 선박 안전과 환경 오염 두 가지 주제를 관광하게 된다. 환경규제는 IMO가 직접 담당하지만, 안전분야는 각국 선급에 위임을 주는 형태를 갖고 있다. 전세계 조선소들이 선박을 수주해 건조를 하는 모든 과정에는 선급 검사관의 도면 승인 및 건조과정의 안전검사를 필요로 하게 된다. 따라서 GBS 규제가 시작되면 선급의 승인 및 검사과정이 더욱 까다롭고 복잡해져 설계능력이 부족한 조선소들은 선박 건조에 심각한 어려움을 겪게 된다.

GBS 대상 선박은 길이 150미터 이상의 벌크선과 탱커선이며, GBS 시작으로 벌크선을 주력으로 삼고 있는 일본과 중국 조선업은 인도지연 및 계약 취소에 대한 많은 부담을 느끼고 있다.

대형 벌크 선사들은 현대중공업에게 주문을 몰아주게 될 것

전세계 해운산업 경쟁환경은 IMO 환경규제 뿐 아니라 선박 안전 관련한 선급의 규제도 강화되고 있다. 벌크선사들은 그동안 낮은 선가에 취해 중국 조선소를 택해왔지만 이제는 한국 조선소로 발길을 돌리지 않을 수 없게 되었다. Scrubber 설치선의 입항 금지, 용선료의 차별화 등이 한국이 인도한 선박의 프리미엄을 제공하고 있기 때문이다. 벌크선사들은 벌크선 대량 건조가 가능한 현대중공업으로 점차 몰려오게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(2월 21일): 112,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,162.84		
52주 최고/최저(원)	134,500/93,900	매출액(십억원)	14,893.4 16,165.7
시가총액(십억원)	7,926.6	영업이익(십억원)	161.3 290.9
시가총액비중(%)	0.66	순이익(십억원)	250.9 224.0
발행주식수(천주)	70,773.1	EPS(원)	2,735 2,468
60일 평균 거래량(천주)	168.4	BPS(원)	167,419 167,091
60일 평균 거래대금(십억원)	20.6		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	17.77		
주요주주 지분율(%)			
현대중공업지주 외 14 인	33.96		
국민연금공단	10.90		
주가상승률 1M	6M 12M		
절대	(11.1) 3.7 (15.2)		
상대	(8.0) (5.8) (12.6)		

Stock Price	
(천원)	한국조선해양(주) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	15,468.8	13,119.9	15,182.6	16,824.0	18,622.0
영업이익	십억원	14.6	(522.5)	290.3	436.0	603.1
세전이익	십억원	(26.9)	(854.0)	90.1	268.0	696.3
순이익	십억원	2,457.8	(489.1)	165.6	199.9	520.2
EPS	원	37,625	(7,296)	2,340	2,824	7,350
증감률	%	455.8	적전	흑전	20.7	160.3
PER	배	2.55	N/A	54.06	39.66	15.24
PBR	배	0.52	0.76	0.77	0.67	0.64
EV/EBITDA	배	14.42	N/A	14.85	10.82	8.81
ROE	%	18.17	(4.25)	1.41	1.71	4.31
BPS	원	186,153	168,041	164,210	167,034	174,384
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무연

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

LNG추진 기술, 벌크선도 첨단 기술선박이 된다

벌크선사들은 한국 조선소로 선박 주문을 늘리게 될 전망

현대중공업이 벌크선 수주 늘릴수록 반복건조로 건조마진 높임과 동시에 중국과 일본 조선업에 직접적 타격

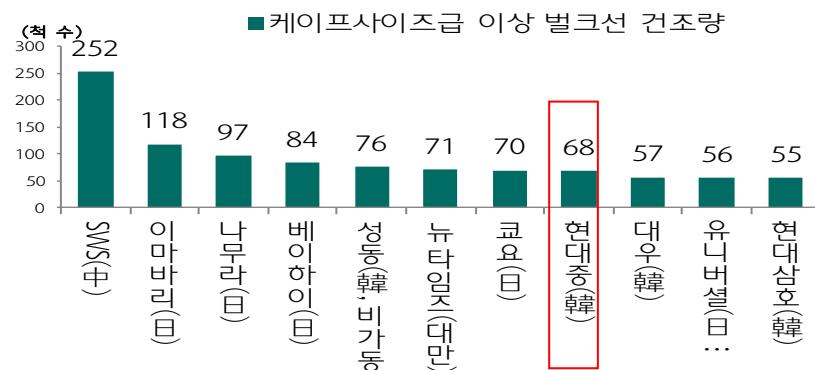
추진연료를 LNG로 달리 쓰고 최적화된 선형을 설계하며 선주들이 요구하는 여러 기술적 특징을 만족해 정해진 납기와 투입원가에 맞게 선박을 인도하는 것이 조선소들에 요구되는 특징이며 경쟁의 규칙이라 할 수 있다. 이러한 기술적 특징의 변화와 선주들이 요구사항이 늘어날수록 선박의 안전분야에 대한 승인과 검사과정 역시 복잡하고 까다로워지게 된다. 선박의 안전분야를 담당하는 선급단체들은 선박안전에 대한 새로운 규칙(Rules)을 제시하고 있고 이를 지키지 못한 조선소들에게는 여러 불편함과 폐널티가 뒤따르게 된다. 선급의 규칙을 만족하지 못한 선박은 결국 선박 인도에 어려움을 겪게 된다.

GBS Rule은 그 동안의 선박 설계의 방향을 완전히 바꿔버리는 것이다. 새로운 기술변화와 선주들의 요구사항을 반영하는 새롭고 창의적인 선박설계도면과 이에 대한 선급의 검사 및 승인의 강화를 말한다. 이는 조선소가 스스로 도면을 그려낼 능력이 없으면 과거와 같이 선주, 선박브로커, 설계 사무소 등에게서 유사한 설계도를 확보하는 것이 무의미하다는 것을 말하는 것이다. 새로운 연료, 새로운 추진체계 그리고 이런 변화들을 최적화시키는 선체 설계도는 과거의 설계도와는 완전히 다른 것이어서 외부에서 확보할 수 있는 사양이 아니기 때문이다. GBS 규제에 대한 그 효과가 서서히 나타날 시기가 도래한 만큼 설계능력을 갖추지 못한 중국과 일본 조선소들의 한계는 더욱 분명해지게 될 것이다. 이는 중국과 일본이 주력으로 삼고 있던 벌크선 수요 마저 한국 조선소로 대거 이동하게 될 것을 의미한다.

전세계 3만척에 달하는 상선의 중고선박량 중 벌크선은 1만척 이상의 규모를 자랑하며 30만 DWT급 이상 케이프사이즈급 이상 벌크선의 중고선박량은 1,786척에 달한다. 한국 조선소 전체가 1년에 인도하는 전체 선박량 300~350척의 5배를 상회하는 수준이다. 벌크선은 그 동안 가장 기술 사양이 낮은 선박으로 인식해 한국 조선소들이 스스로 신조선 계약을 포기하는 바람에 중국 조선소들이 그 시장을 대거 가져갔지만, 이제는 벌크선도 LNG추진을 사용할 수 밖에 없는 시대가 도래했다. 지난 2019년 중국에서도 개방형 Scrubber 가동을 금지시켰기 때문이다. LNG추진을 요구하는 첨단 기술사양의 벌크선박의 대규모 교체수요가 한국 조선소로 향하게 될 것이다. 올해 하반기로 갈수록 벌크선사들은 가장 많은 드라이도크를 갖고 있는 현대중공업으로 발주 문의를 늘리게 될 것이다. 현대중공업은 대량의 벌크선 수주를 통해 단일 선종의 반복건조로 건조 마진을 높임과 동시에 중국 및 일본 조선업에게 직접적 타격을 주게 될 것이다. 지난 2007년 한국 조선소의 벌크선 건조 마진은 40~50% 수준이었으며 이유는 대량의 건조량에 의해 건조 원가는 크지 않았기 때문이다.

그림 1. 중국과 일본이 장악한 벌크선 시장, 현대중공업이 시장 지배력 가져올 시기가 오고 있다

중국과 일본 조선업의 공백은 현대중공업의 수혜가 될 것



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	15,468.8	13,119.9	15,182.6	16,824.0	18,622.0
매출원가	14,434.9	12,763.2	14,191.1	15,348.0	16,988.0
매출총이익	1,033.9	356.7	991.5	1,476.0	1,634.0
판관비	1,019.3	879.2	701.2	1,040.0	1,030.9
영업이익	14.6	(522.5)	290.3	436.0	603.1
금융순익	957.2	(276.7)	(595.9)	(79.8)	(79.7)
종속/관계기업순익	22.2	41.2	(155.3)	(88.2)	172.9
기타영업외순익	(1,020.9)	(96.0)	550.9	0.0	0.0
세전이익	(26.9)	(854.0)	90.1	268.0	696.3
법인세	66.5	(209.0)	(122.8)	54.0	139.3
계속사업이익	(93.4)	(645.0)	212.9	214.0	557.0
중단사업이익	2,786.5	191.4	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,693.1	(453.6)	212.9	214.0	557.0
비지배주주지분 순이익	235.4	35.4	47.3	14.2	36.9
지배주주순이익	2,457.8	(489.1)	165.6	199.9	520.2
지배주주지분포괄이익	2,376.6	(581.6)	182.3	(61.4)	(159.8)
NOPAT	50.8	(394.6)	686.3	348.2	482.5
EBITDA	596.9	(127.5)	705.6	875.3	1,055.1
성장성(%)					
매출액증가율	(30.6)	(15.2)	15.7	10.8	10.7
NOPAT증가율	(19.9)	적전	흑전	(49.3)	38.6
EBITDA증가율	(52.9)	적전	흑전	24.1	20.5
영업이익증가율	(96.3)	적전	흑전	50.2	38.3
(지배주주)순이익증가율	350.8	적전	흑전	20.7	160.2
EPS증가율	455.8	적전	흑전	20.7	160.3
수익성(%)					
매출총이익률	6.7	2.7	6.5	8.8	8.8
EBITDA이익률	3.9	(1.0)	4.6	5.2	5.7
영업이익률	0.1	(4.0)	1.9	2.6	3.2
계속사업이익률	(0.6)	(4.9)	1.4	1.3	3.0

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	37,625	(7,296)	2,340	2,824	7,350
BPS	186,153	168,041	164,210	167,034	174,384
CFPS	22,081	(3,636)	7,612	11,122	17,352
EBITDAPS	9,138	(1,903)	9,970	12,368	14,909
SPS	236,809	195,717	214,525	237,717	263,123
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	2.6	N/A	54.1	39.7	15.2
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
PCFR	4.3	N/A	16.6	10.1	6.5
EV/EBITDA	14.4	N/A	14.9	10.8	8.8
PSR	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	18.2	(4.3)	1.4	1.7	4.3
ROA	6.2	(1.8)	0.6	0.7	1.8
ROIC	0.3	(3.1)	5.5	2.8	3.6
부채비율	145.8	88.6	103.8	109.5	116.5
순부채비율	13.4	(2.5)	(1.2)	(0.7)	(1.8)
이자보상비율(배)	0.2	(3.8)	1.7	2.5	3.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

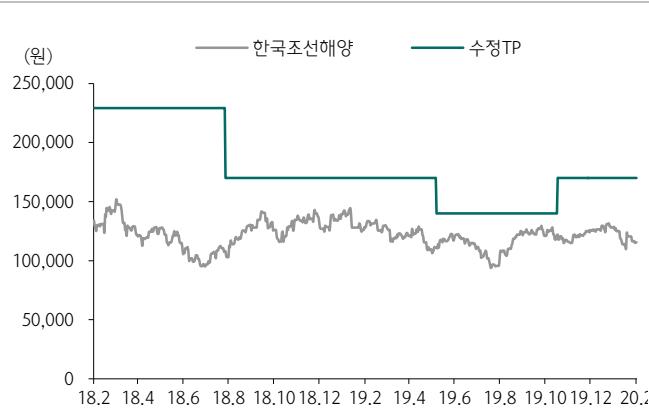
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	17,663.7	12,316.7	14,167.6	15,022.4	16,692.3
금융자산	3,792.9	4,396.0	4,855.1	4,799.0	4,969.6
현금성자산	3,239.7	3,041.8	3,264.6	3,049.9	2,959.4
매출채권 등	5,294.0	1,470.7	1,782.3	1,960.9	2,254.8
재고자산	845.4	1,009.1	1,397.6	1,537.7	1,768.1
기타유동자산	7,731.4	5,440.9	6,132.6	6,724.8	7,699.8
비유동자산	12,745.1	12,413.2	12,931.2	13,149.8	13,493.1
투자자산	342.5	618.8	699.1	757.0	852.3
금융자산	200.2	89.9	105.2	115.7	133.0
유형자산	11,046.3	10,269.0	10,417.0	10,592.1	10,852.3
무형자산	105.4	89.5	109.5	95.1	82.9
기타비유동자산	1,250.9	1,435.9	1,705.6	1,705.6	1,705.6
자산총계	30,408.8	24,729.9	27,098.8	28,172.3	30,185.4
유동부채	15,614.9	9,410.3	10,298.7	11,093.1	12,400.6
금융부채	4,103.7	2,963.3	2,482.3	2,494.5	2,514.7
매입채무 등	6,177.9	2,375.1	3,050.3	3,355.9	3,858.9
기타유동부채	5,333.3	4,071.9	4,766.1	5,242.7	6,027.0
비유동부채	2,421.9	2,208.7	3,501.2	3,630.5	3,843.3
금융부채	1,348.8	1,105.7	2,210.7	2,210.7	2,210.7
기타비유동부채	1,073.1	1,103.0	1,290.5	1,419.8	1,632.6
부채총계	18,036.8	11,618.9	13,799.9	14,723.6	16,243.9
지배주주지분	11,121.4	11,882.3	11,611.2	11,811.0	12,331.1
자본금	283.3	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	1,049.9	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4
자본조정	(7,926.8)	(8,019.6)	(8,448.2)	(8,448.2)	(8,448.2)
기타포괄이익누계액	1,478.1	1,020.9	1,019.3	1,019.3	1,019.3
이익잉여금	16,236.9	16,043.7	16,202.9	16,402.7	16,922.9
비지배주주지분	1,250.6	1,228.7	1,687.7	1,637.7	1,610.3
자본총계	12,372.0	13,111.0	13,298.9	13,448.7	13,941.4
순금융부채	1,659.5	(325.4)	(162.1)	(93.8)	(244.1)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	593.3	126.5	581.0	653.8	1,009.9
당기순이익	2,693.1	(453.6)	212.9	214.0	557.0
조정	(1,551.7)	166.6	241.5	439.3	452.1
감가상각비	582.2	395.0	415.3	439.3	452.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(54.4)	(43.0)	(16.7)	0.0	0.0
기타	(2,079.5)	(185.4)	(157.1)	0.0	0.1
영업활동	(548.1)	413.5	126.6	0.5	0.8
변동					
투자활동 현금흐름	596.3	(5.7)	(478.4)	(880.7)	(1,120.6)
투자자산감소(증가)	804.8	(235.1)	(80.3)	(57.9)	(95.3)
유형자산감소(증가)	(270.2)	(162.0)	(770.0)	(600.0)	(700.0)
기타	61.7	391.4	371.9	(222.8)	(325.3)
재무활동 현금흐름	(2,122.5)	(329.4)	109.9	12.2	20.2
금융부채증가(감소)	(13,387.3)	(1,383.4)	623.9	12.2	20.2
자본증가(감소)	(171.7)	1,504.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	11,436.5	(450.0)	(514.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,086.8)	(197.9)	222.8	(214.7)	(90.5)
Unlevered CFO	1,442.4	(243.8)	538.7	787.1	1,228.0
Free Cash Flow	220.0	(99.2)	(230.4)	53.8	309.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국조선해양



날짜	투자의견	목표주가	교리율	
			평균	최고/최저
19.11.6	BUY	170,000		
19.5.27	BUY	140,000	-17.52%	-7.50%
18.8.16	BUY	170,000	-25.27%	-15.00%
18.2.12	BUY	240,000	-47.67%	-33.66%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 2월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2020년 2월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.