

조선

Neutral

Pause, 희망회로

- Part I COVID-19 이전의 시나리오
- Part II COVID-19 이후, 전선종에 대한 비관론 확산
- Part III Pause, 2020년 발주환경의 변화는 불가피



조선/기계 Analyst 김현
 02. 6454-4861
 hyun.kim@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한국조선해양 (009540)	Buy	100,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
현대미포조선 (010620)	Buy	36,000원
삼성중공업 (010140)	Hold	4,500원

Contents

Summary	3
Key Chart	5
1. COVID-19 이전의 시나리오	9
2. COVID-19 이후, 전선종에 대한 비관론 확산	16
1) 유가의 Free Fall, CAPEX 의 급격한 축소 불가피	19
2) Lockdown 으로 해운, 2nd Tier 에너지기업 Risk 확대	23
3) 벌크선 - 이미 선반영된 사항, 폐선이 회복의 Signal	25
4) 탱커 - 운임의 단기급락 불가피, Restocking 이 변수	26
5) 컨테이너선 - De-Globalization 에 대한 Risk	27
6) Gas 선 - 운임하락 직격탄, 회복 시 모멘텀 가장 양호	29
7) 해양 - 보수적 · 제한된 투자, 기대치는 0	33
3. Pause, 2020 년 발주환경의 변화는 불가피	36
1) 1 등의 생존전략이 필요한 시기, 발주 전망치 38% 하향	36
2) 탱커 운임 ↓ + LNGC 운임 ↑ + 폐선량 ↑ 를 기다릴 시기	43
3) '희망회로'를 다시 돌리기엔 성급, Outperform 은 무리	47
기업분석	
한국조선해양 (009540) 전략은 옳았다	60
현대미포조선 (010620) No Risk, 작은 거인	63
삼성중공업 (010140) Pause, 희망회로	66

Summary

중국에서 촉발된 COVID-19는 2월 유럽, 3월 미국으로 확산이 장기화되면서 전 세계 실물경기에 충격을 주고 있다. 중국의 Lockdown은 벌크화물, 원유 및 LNG 등 원자재 교역의 일시적 중단으로 치부했지만, 유럽과 미국으로 Lockdown이 확대되면서 운송업종의 Default Risk로 전이되고 있다. 교역량 급감에 따른 물동량(Q) 감소는 Cash-cost 이하의 매출액 급감을 초래하며, 선박과 항공기 등 운송 수단의 유지/임대비용(용선료, 리스비 등) 증가는 Book Value를 잠식하고 있다.

2020년을 전망하면서 경기회복이 가시화되면 해상 물동량 증가(Q)로 이어지고, IMO2020 환경규제로 인한 연료비 상승(P)은 잠재적 발주처들의 친환경 선박 발주에 긍정적인 이슈로 판단했다. 시장 금리가 바닥을 확인한다면 레버리지를 통한 자본적투자(CAPEX)는 집행시기가 당겨질 수 있다. 매크로 변수의 급격한 악화가 없다면 조선업종은 2020년에 점진적인 회복이 가시화된다고 전망했다.

조선업은 전세계 실물경기의 흐름을 대변하는 물동량, 즉 화물을 운송하는 수단을 만드는 수주산업이다. 발주에 대규모 자본 투자가 소요되므로 금융환경에 밀접한 영향을 받는다. 조선업의 다양한 외부 Macro 변수 중에서 유가는 항상 빠지지 않는 Key Factor 중 하나다. COVID-19가 전세계 교역을 일시 중단시키면서 유가 급락을 초래했고, 공급과잉에 대한 우려가 급락 폭을 확대시켰다. 과거 급락기와 달리 2010년 이후 미국의 원유 생산비중이 급증, 미국의 재고량 변화가 국제 재고량에 미치는 영향이 커졌다. 2020년 현재의 상황과 가장 유사한 유가 급락기는 2014~16년으로 보인다.

저유가가 New Normal로 받아들여진다면, 수요에 대한 전망치도 수정되어야 하며 변화된 수요(Q), 이에 맞는 판매가격(P), 낮아진 원가(C)를 통한 수익성 개선이 확보되는 업종이 우선적으로 회복될 것이다. 조선업종의 발주처는 타 산업재 기업들과 사모펀드(PEF), 국영기업이기에 New Normal에 맞는 체질 개선이 마무리된 이후 투자가 재개될 개연성이 크다.

선종별로 보면 벌크선은 운임 급락기에 폐선이 급증하면서 운임이 후행 반등했다는 점에서, 2015~16년 수준의 폐선량 증가가 재확인되어야 한다. 탱커는 유가가 사상 최저수준에 머무르고 있음에도, 운임은 비정상적으로 강세가 지속 중이다. 감산합의가 실제 확인되면 물동량(Q) 감소와 저장 능력의 포화 상태가 개선되면서 비정상적 탱커 운임은 하향 안정화된다. 3~4월 미국, 유럽, 신흥국의 Lockdown 확산과 실업자수 급증으로, 실물경기 둔화가 본격화되는 4월 이후 유휴 컨테이너선이 급증할 개연성이 높다. 이에 4월 이후 컨테이너선 운임은 20% 이상 급락할 가능성이 높다고 본다. COVID-19 확산 이후 전체 선종에서 운임 하락의 폭이 가장 컸던 선종은 LNG선으로 연초대비 61% 급락했다.

LNG의 성장성은 의심의 여지가 없다. 1분기 중국의 LNG 수입 중단이 운임 급락을 초래했지만 4월 미국산 LNG에 대한 수입관세를 철폐, LNG 교역 재개의 가능성은 높다. 4월 이후에도 LNG선 운임 반등이 나타나지 않는다면, Lockdown 해제는 되었지만 역내 생산과 소비만 활성화된 것으로 풀이될 수 있다. LNG선 운임 반등이 COVID-19 이후 전세계 교역 재개 신호탄으로 해석된다고 전망한다.

낙관 편향을 바탕으로 습관적인 '희망회로'를 돌러가면서, 업종의견 Overweight과 기업 투자의견 Buy를 외쳐온 것은 아닌지 되돌아 본다. 현 시점에서 논리적 방향성을 제시하기 위한 조건은 모든 것이 불투명하다. 돈이 풀리면 거래가 활성화되면서 자산 가치가 상승한다는 전통적인 Inflation 논리가 또다시 적용될 것인지, 후행해서 발주 회복을 예상해도 되는지 냉정히 판단할 필요가 있다. 'Pandemic'과 에너지원 가격 'Free Fall', 신조어 'Untact'가 동시에 발생하고 기업들의 Credit Risk로 부각된 사례가 없다. 산업재에 대한 CAPEX 결정에 주요 변수인 금리도 제로금리를 경험했었던 사례도 없다. 발주자가 발주를 서두를 이유가 없다.

미국의 확산세가 기대대로 4월 Peak-out을 한다면 개선 기대감이 주가의 빠른 회복으로 이어질 수도 있다. 그럼에도, 실물경기 회복에 따른 교역재개와 상업은행들의 여신공여가 재개되고, 실물투자도 확산되기에는 시간이 필요하다. 조선업에서 회복 시그널은 크게 3가지로 보며, 시그널이 확인되면서 순차적 회복을 예상한다. 시그널은 1) 탱커운임 하향안정화, 2) LNG선 운임 반등, 3) 폐선량의 증가로 판단한다.

2020년에는 폐선 활동의 본격적 재개가 어렵다고 가정하고 벌크화물과 컨테이너, Oil·화학·정유제품의 물동량 성장률을 -2.5%로 적용하여, 2020년 발주액 전망치를 37.7% 하향한다. 연간 발주액 506억달러(-33.6% YoY), 발주량 5,670만 DWT(-17.9% YoY), 평균신조선가는 128p로 전망한다.

'제로 금리+유가 폭락+수요 충격'이란 쇼크가 해소되기 전에, 경기의 축소판인 조선업이 우선 수혜를 볼 수 없다는 현실을 직시해야 한다. 전세계 경기와 물동량은 동행하며 물동량에 후행하는 것이 선박 발주였다. 양적완화로 급증한 유동성이 선박금융으로 유입되면서 발주로 이어지기 위해서는 Credit Risk 해소가 선결 조건이다. 지금은 1등의 생존전략이 필요한 시기이지, 희망회로를 가동할 시기가 아니다. 수주지연에 따른 선수금 유입 감소도 있지만, 잔고 감소에 따른 가격협상력 약화가 우려된다. 이제 확인해야 할 이슈는 장부가치의 추가 훼손 가능성 여부다. 이는 1) 수주 중단 장기화 시 현금 소진 우려, 2) 기 수주분의 발주 취소, 3) 시추설비의 자산상각 가능성이다. 해양 시추설비 리스크는 반드시 확인해야만 한다.

역사적 밸류에이션 저점인 PBR 0.37배를 확인하고 반등에 성공했지만, 타 산업대비 주가 흐름이 Outperform 하기에는 불확실성이 너무 크다. 업체별 Book Value 훼손의 리스크도 일부 해소되지 않았다. 조선업종에 대한 투자의견은 Neutral을 제시하며, Book Value 훼손의 리스크가 매우 낮고 불확실성을 감내할 체력을 확보한 한국조선해양을 Top Pick으로 제시한다.

Key Chart

그림1 주요 컨테이너선사 주가 추이 - 20년 -48.8%



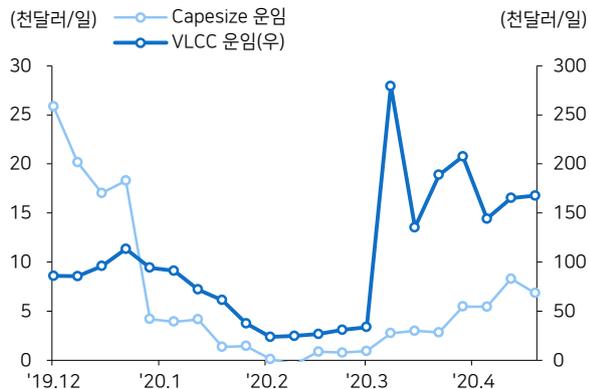
주: Maersk, Hapag-Lloyd 주가 가중평균
 자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 벌크선사 주가 추이 - 20년 -56.0%



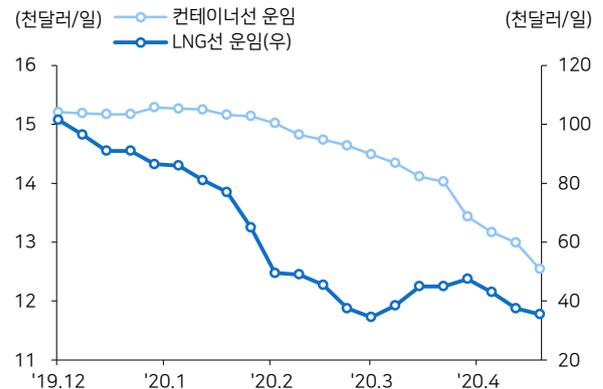
주: Navios Maritime Partners, Scorpio Bulkers, Eagle Bulk 주가 가중평균
 자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림3 20년 YTD VLCC 운임 +47.9%, Capesize -62.6%



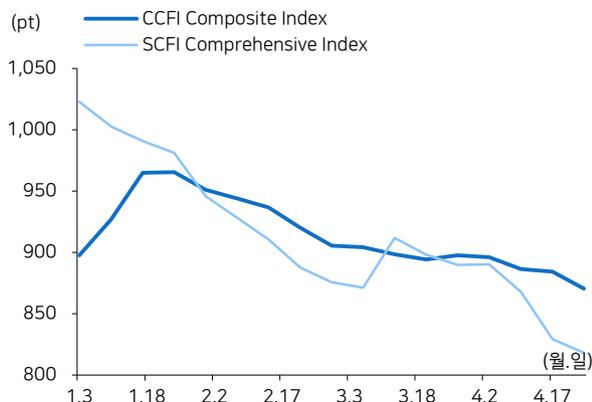
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림4 20년 YTD LNG 운임 -61.0%, 컨테이너선 -17.3%



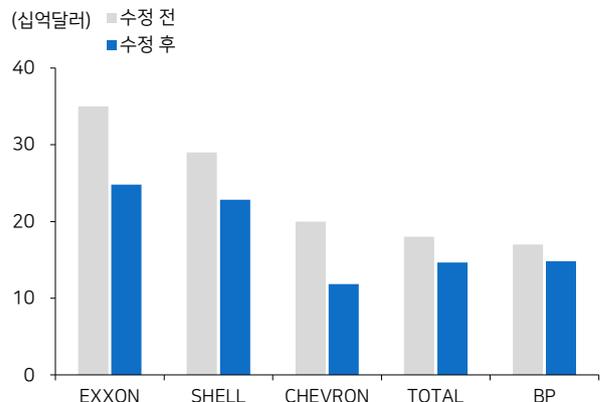
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림5 컨테이너 화물 운임 하락세 지속 중



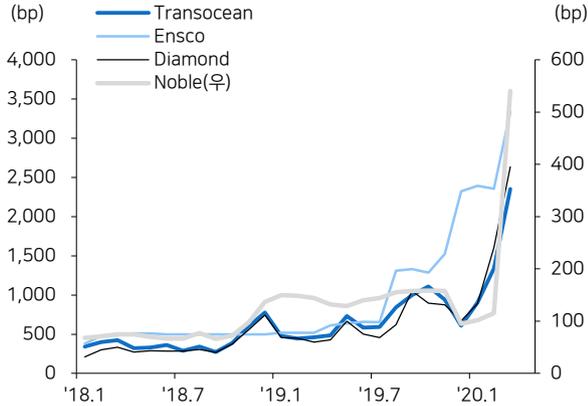
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유가 급락 후 Oil Major의 20년 CAPEX 계획 수정



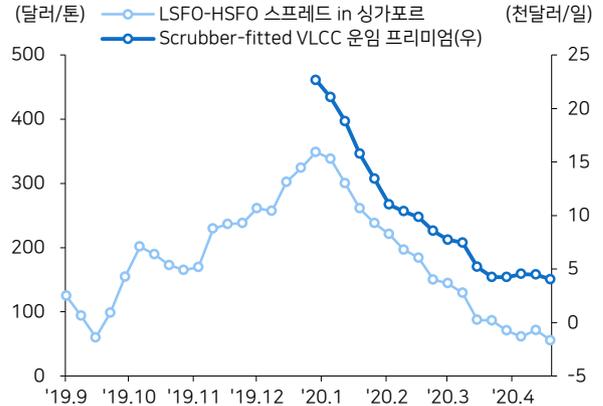
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 해양 시추업체 월별 CDS 프리미엄 급등



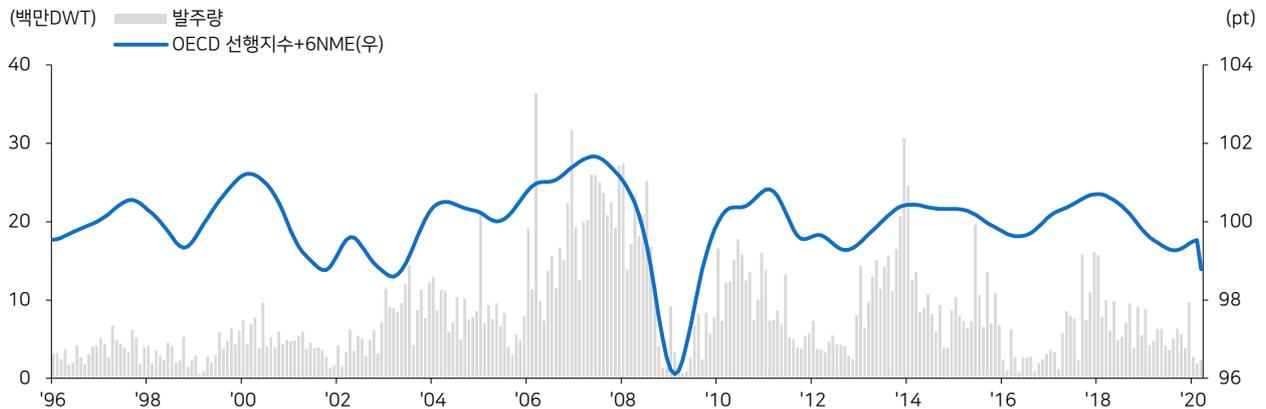
주: 2020년 3월 말 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 LSFO-HSFO 스프레드, Scrubber 운임 프리미엄 추이



주: 2020년 4월 24일 기준, 싱가포르 스프레드, 카리브해-싱가포르 노선 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 OECD 경기선행지수와 선박 발주량 - Lockdown에 따른 경제 위축은 발주 시장의 회복 지연을 초래할 개연성 높음



주: OECD와 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 러시아, 남아공 포함한 경기선행지수
 자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림10 WTI와 미국 천연가스 가격 추이 - 유가의 1/6~1/8 Band를 유지했던 LNG, COVID-19 이후 급락한 유가 대비 견조세



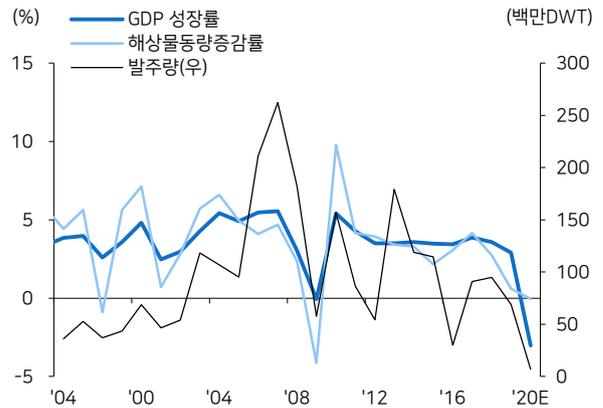
주: 2020년 4월 24일 기준, Henry-Hub LNG 가격은 단위인 달러/MMBtu를 달러/배럴로 환산한 가격
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 전세계 GDP 성장률, 해상물동량, 해상운임 추이



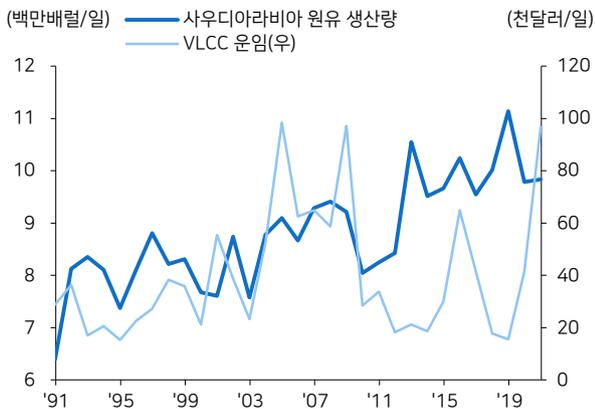
주: GDP, 물동량은 2020년 전망치, 운임은 2020년 3월 말 기준
 자료: IMF, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림12 전세계 GDP 성장률, 해상물동량, 발주량 추이



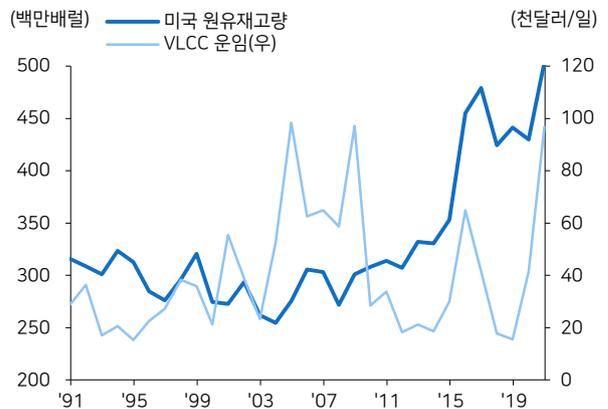
주: GDP, 물동량은 2020년 전망치, 발주량은 2020년 3월 말 기준
 자료: IMF, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림13 사우디 원유 생산량과 VLCC운임 추이



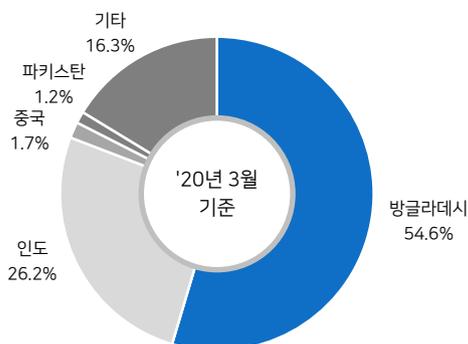
주: 2020년 3월 말 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 원유 재고량과 VLCC운임 추이



주: 2020년 4월 17일 기준, 전략적비축유는 비포함
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국가별 폐선량 점유율 - 방글라데시, 인도가 압도적



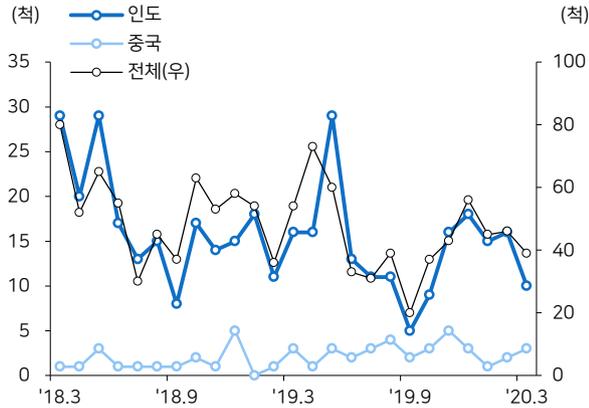
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림16 폐선량과 Clarksea 운임 추이



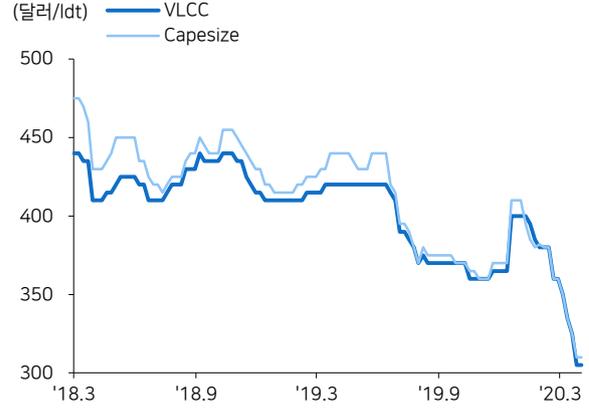
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림17 지역별 폐선량 - 중국, 인도 Lockdown 영향



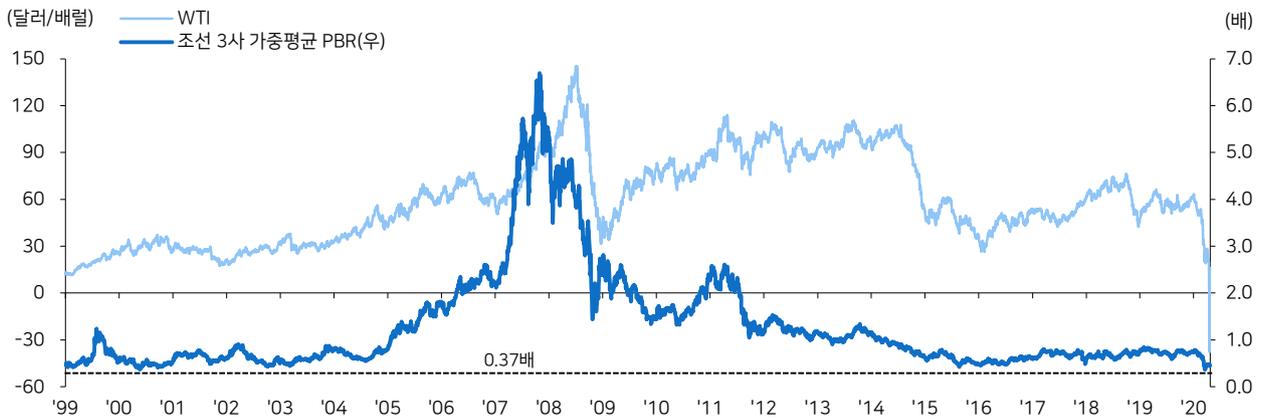
주: 2020년 3월 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 인도의 선종별 스크랩 가격 급락, Lockdown 시작



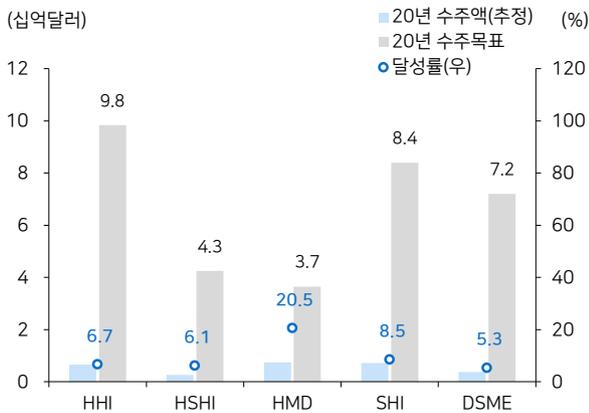
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 조선업종 PBR 0.37배는 IMF 이후 최저치, 유가 또한 최저치 - 장기 지지선은 유효, 밴드 상단의 하향 조정은 불가피



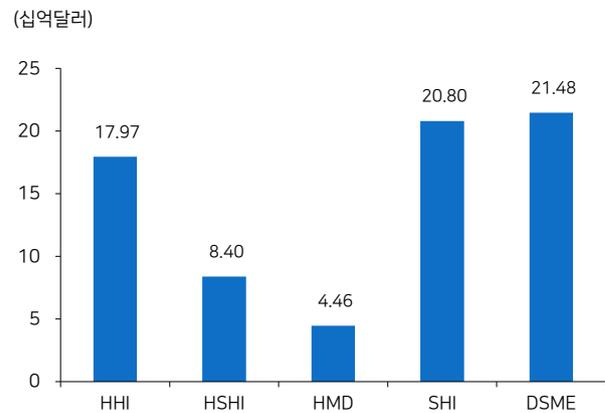
주: 2020년 4월 24일 기준, 한국조선해양, 현대미포조선, 삼성중공업의 가중평균 Fwd. PBR 기준
자료: Bloomberg, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림20 업체별 수주목표, 달성률 현황 _ 60~70% 달성 전망



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림21 업체별 인도기준 수주잔고 _ 매출 기준 1.4년 전후



주: 2020년 3월 말 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 1. COVID-19 이전의 시나리오

COVID-19, 운송과 E&P업체
Default Risk 촉발. 유가 급락에
따른 기존 전망치 수정 필요

중국에서 촉발된 COVID-19는 2월 유럽, 3월 미국으로 확산이 장기화되면서 전 세계 실물경기에 충격을 주고 있다. 중국의 Lockdown은 벌크화물, 원유 및 LNG 등 원자재 교역의 일시적 중단으로 치부했지만, 유럽과 미국으로 Lockdown이 확대되면서 운송업종의 Default Risk로 전이되고 있다. 교역량 급감에 따른 물동량(Q) 감소는 Cash-cost 이하의 매출액 급감을 초래하며, 선박과 항공기 등 운송 수단 유지/임대비용(용선료, 리스비 등) 증가는 Book Value를 잠식하고 있다.

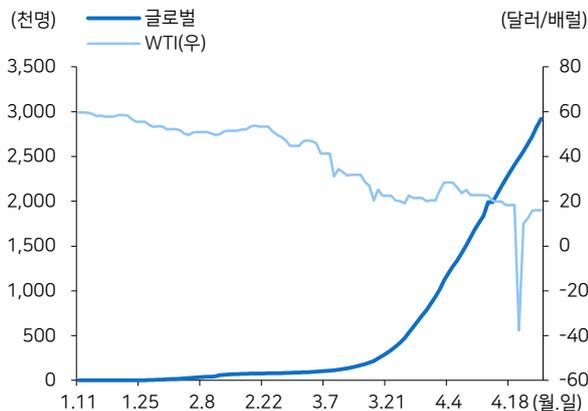
특히, 3월 이후 OPEC+의 감산합의 실패와 사우디의 증산 움직임은 국제 원자재 가격(P)의 급락을 초래, 조선·에너지·운송·정유 등 산업재 기업들 전반의 주가 급락으로 이어졌다. 조선업은 수주잔고라는 Buffer를 가지고 기수주분의 순차적 건조를 통해 매출을 인식한다. 따라서, 현재의 경제충격이 단기간 수익에 직접적인 영향을 주지는 않는다. 오히려, 1~2분기 경영실적은 원화약세에 따른 매출액 증가와 고정비 부담 완화에 따른 소폭의 수익성 개선도 예상된다.

경기 회복 기대와 IMO2020 효과
지연 불가피

우리는 2020년을 전망하면서 경기회복에 대한 확신 여부는 차제하더라도 미국과 유럽의 추가 금리인하의 가능성은 낮으며, IMO2020 규제 시행에 따른 저유황유 수요증가로 국제 유가는 완만히 안정세를 보일 것으로 가정한 바 있다.

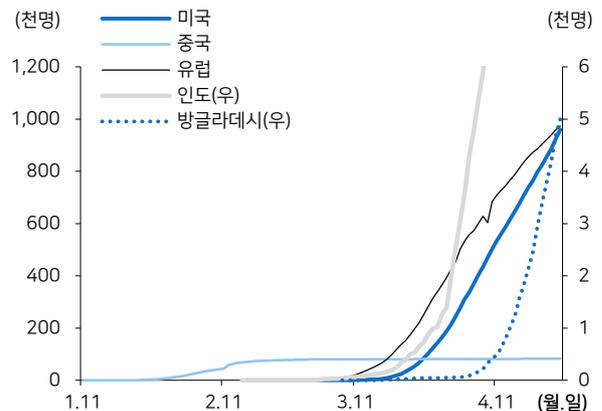
경기회복이 가시화되면 전세계 해상 물동량의 증가(Q)로 이어지고, IMO2020 환경규제로 인한 연료비 증가(P)는 잠재적 발주처들의 친환경 선박 발주에 긍정적인 이슈로 판단했다. 시장 금리가 바닥을 확인한다면 레버리지를 통한 자본적투자(CAPEX)는 집행시기가 당겨질 수 있다. 따라서, 매크로 변수의 급격한 악화가 없다면 조선업종은 2020년에 점진적인 회복이 가시화된다고 전망했다.

그림22 COVID-19의 확산과 국제 유가의 급락



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 COVID-19 확진자 추이 _ 전세계 292만명 확진



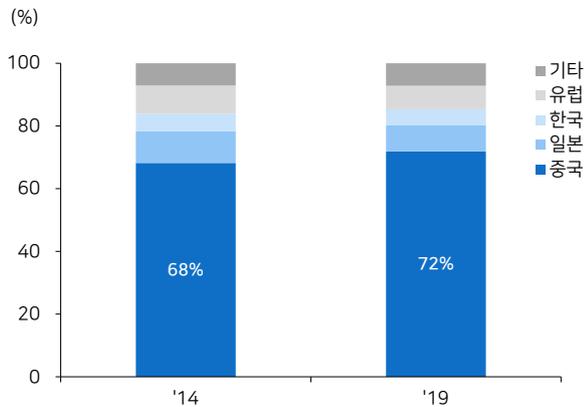
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

중국의 해상 물동량 비중 절대적, 2019년 중국 비중 철광석 72.3%, 원유 22.9%, LNG 17.5%

해상 운송을 통한 전세계 수입 물동량에서 중국이 차지하는 비중은 절대적이다. 특히, 원자재와 에너지원에서 중국의 비중은 빠르게 증가하고 있다. COVID-19 사태 이전, 철광석 해상 물동량 중 아시아 지역 수입 비중은 2012년 85.8%에서 2019년 88.8%, 2020년 89.1%으로 지속적인 증가가 예상되었다. 중국의 수입량 비중은 전세계의 72.3%를 차지, 별크션 시황은 중국 경제상황과 정부정책에 절대적인 영향을 받는다. 2012년부터 7년간 연평균(CAGR) 23.2% 급증한 중국의 LNG 수입량은 2020년에도 1.36억CBM으로 증가, 전세계 수입량의 18.1%를 차지하며 세계 2위 수입국 위치를 유지한다고 예상되었다.

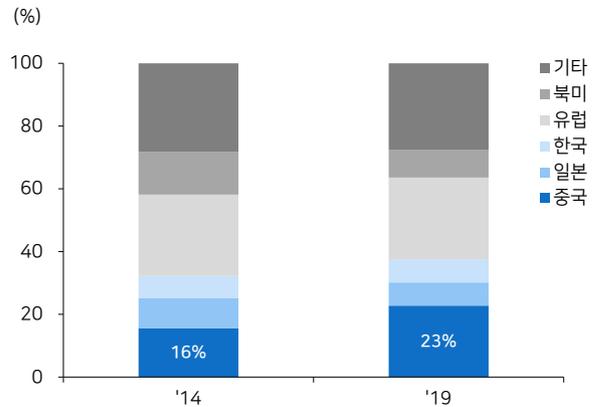
원유시장에도 중국이 해상수입량에서 차지하는 비중은 2012년 12.9%에서 2019년 22.9%으로 증가하는 추세다. 전세계 원유 해상수입량에서 유럽이 차지하는 비중은 2012년 26.3%에서 2019년 26.1%으로 변화가 없으며, 북미지역의 비중은 Shale 생산 증가로 2012년 17.9%에서 2019년 8.9%까지 낮아지고 있다.

그림24 국가별 철광석 해상수입 비중 변화



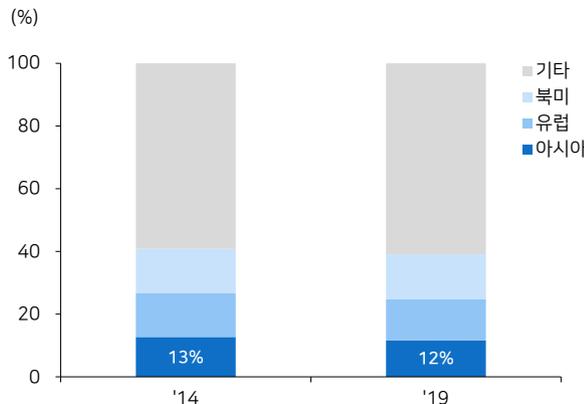
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림25 국가별 원유 해상수입 비중 변화



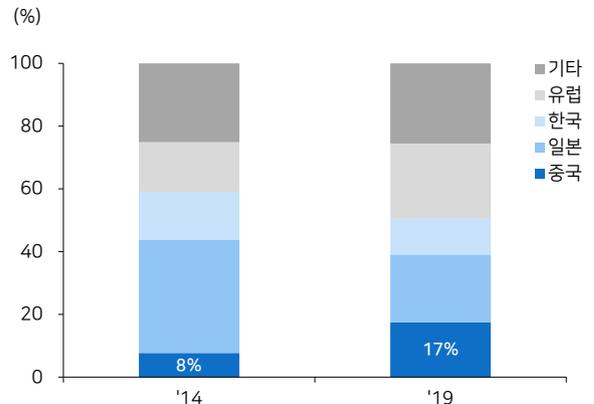
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림26 국가별 컨테이너 해상수입 비중 변화



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림27 국가별 LNG 해상수입 비중 변화



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

해상운송에서 저성장은
New Normal,
세계화가 마무리되면서
선복량 회전율은 40% 하락

반면, 전세계 컨테이너 해상수입량에서 아시아, 유럽, 북미지역의 비중은 2012년 이후 큰 변화가 없다. 이는 2000년대 초반부터 진행된 세계화(Globalization)와 분업화 변화과정이 마무리되면서 '생산-소비'의 역학관계가 구축되었기 때문이다.

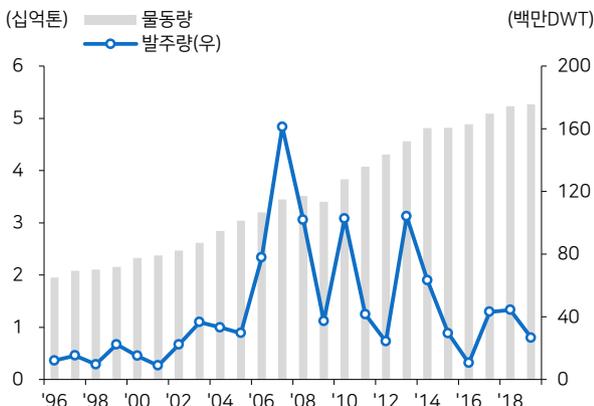
2020년 벌크화물 해상물동량은 52억 9,532만DWT, 탱커의 원유 및 석유제품 해상물동량은 30억 7,361만DWT, 컨테이너 물동량은 1억 8,776만TEU로 예상했다. 2000년대 초반부터 빠르게 진행된 세계화(Globalization)와 BRICs 출현으로 급성장한 해상 물동량은 2008년 미국발 금융위기 이후 연평균 3% 이하의 저성장세가 지속되고 있다. 선종별 선복량 회전율(물동량/선복량)도 과거 연 8~14회전에서 5~9회전으로 40% 낮아졌다. 이로 인해 2020년의 선종별 예상 발주량은 벌크선 2,410만DWT, 탱커 2,550만DWT 등 상선합계 8,460만DWT 수준이었다. 이는 과거 호황기 초입인 2003년의 70% 수준에 불과한 규모다. 저성장이라는 'New Normal'이 운송과 조선시장의 컨센서스로 자리매김한지 오래란 의미다.

그림28 벌크선, 탱커, 컨테이너 물동량과 선복 회전율(물동량/선복량) 추이 - 20E 벌크선 5.9회전, 탱커 4.8회전, 컨테이너 8.0회전



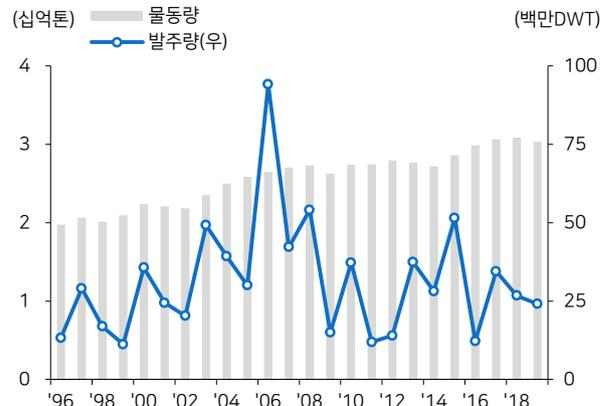
주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림29 전세계 벌크화물 물동량과 발주량 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림30 전세계 탱커 물동량과 발주량 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

운임과 발주량 상관계수 +0.62, 금리, 선가, 유동성에 민감한 발주

1996~2019년 24년간 해상운임(Clarksea Index)과 선박 발주량의 상관관계는 +0.62로 매우 높다. 발주자 중 해운사들의 영업활동 수단인 선박의 미래 현금흐름 원천이 운임을 감안하면 당연한 결과라 하겠다. 발주자 중 선주사들은 선박 운항을 통한 영업 수익 창출이 아니라 용선(Charter) 계약을 통한 임대수익이나 투자자산인 선박의 가치 상승을 통한 자본 수익 창출이 선박 투자의 목적이다.

따라서, 해운사들은 의사결정의 핵심이 선박운항을 통한 영업수익 창출 여부에 있어 운영측면에서 보다 효율적이고, 원가를 낮출 수 있는 선택을 하게 된다. 이에 IMO2020이라는 역사상 가장 강력한 환경규제가 2020년부터 선박에 적용됨에 따라, 친환경 이슈와 경제성이라는 화두가 선박 발주시장과 해운시장에 거대한 영향을 줄 것이라 예상해왔다. 선주사들은 신조선 선가와 시중 금리의 방향성, 금융시장의 유동성에 상대적으로 더 민감할 수밖에 없다.

IMO2020 시행으로 연료비 상승 불가피, 연료비 운임전가가 변수

IMO2020이 1월 1일부터 시행되면서 기존의 고유황유(HSFO, Heavy Sulfer Fuel Oil) 대신에 저유황유(LSFO, Low Sulfer Fuel Oil)나 선박용경유(MGO, Marine Gas Oil)를 사용하면서 운항 원가의 30% 내외를 차지하는 연료비 상승을 초래한다는 전망은 기정사실화 되어왔다. 1990년부터 최근까지 30년간 선박연료 가격(고유황유, 380CST)과 해상운임(Clarksea Index)의 상관관계는 +0.11로 낮다. 연료가격이 상승한다고 해서 반드시 운임 인상으로 전가가 가능하진 않았다는 의미다. 운임을 결정하는 요소가 해운사들의 원가 변화 이외에도 선복 수급이나 경제상황, 해운사들 간의 점유율 경쟁 등 복합적이라는 뜻이기도 하다.

얼라이언스(Alliance) 간의 선복량 경쟁과 구조조정이 반복되어온 컨테이너선 업계는 연료비의 운임전가에 대한 공동 노력을 진행하기도 하지만, 극단적인 집합 경쟁을 통한 치킨게임으로 치닫기도 해왔다. 전체 선종 중에 선박의 대형화와 연비 효율성을 위한 투자가 가장 빨리 진행되어온 이유다.

그림31 병커유 가격과 해상운임 추이 - 낮은 상관관계



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림32 해상운임과 선박 발주량 추이 +0.62의 높은 상관관계



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

대형화, 효율성 투자가
먼저 진행된 컨테이너선,
저유황유와 Gas 연료,
Scrubber라는 좁은 선택지

반면, 벌크선과 탱커는 대형 화주(Vale, BHP Billiton, Rio Tinto, Aramco 등)의 장기 운송 수요에 필요한 선박을 제외하고는 사실상 완전 경쟁시장을 형성하고 있다. 이에 Top Tier나 Oil Major, 국영선사들의 대규모 투자의 방향성이 해당 선종 발주의 바로미터가 된다. IMO2020으로 선박 연료의 황산화물 함유량은 0.5% 이하를 만족하거나, 배출가스 황산화물 동등 함유량을 0.5% 이하로 유지해야 한다.

이에 1) 황함유량 자체가 0.5% 이하인 저유황유(LSFO)나 선박용경유(MGO)로 연료를 대체하거나, 2) 기존 고유황유(HSFO)를 사용하되, 탈황설비(Scrubber)를 Funnel 내부에 신규 설치하여 배기가스 기준을 충족하거나, 3) 황성분이 없는 LNG나 LPG로 연료를 대체하는 것만이 옵션으로 논의되어 왔다.

표1 IMO2020 규제 대응방안 별 장단점, 조선산업에 미치는 영향 - 저유황유(LSFO, MGO) 사용 증가와 LNG DF 증가 예상

Type	1) Low-Sulfur Fuel Oil (LSFO, VLSFO, MGO)	2) Scrubber 설치 (Retrofit)	3) LNG-fuel 도입 (LNG/LPG DF Engine)
장점	<ul style="list-style-type: none"> 추가적인 설비투자(신조발주)가 필요하지 않음 Cleaning 이후 기존 선대에도 바로 적용 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 저렴한 기존 연료 사용 가능, 황산화물 규제 충족 투자금을 단계에 회수 가능(LSFO-HSFO 스프레드) 	<ul style="list-style-type: none"> SOx 규제를 포함해 NOx, CO2 규제까지 대응 가능 탱커 대비 연료소모 적고, 가격 인하로 운영비 절감
단점	<ul style="list-style-type: none"> 기존 연료 대비 40~50% 고가, 가격급등 Risk 존재 저유황유의 표준화 제조법이 없어 사용상 주의 필요 	<ul style="list-style-type: none"> 척당 200~800만달러에 달하는 투자비용 소요 CO2 규제에 대응 불가, 스프레드 축소 시 매력 저하 	<ul style="list-style-type: none"> 선가의 최대 20~30%의 설비투자 비용 발생 LNG 인프라 투자가 필수조건, 연료탱크 Size 이슈
조선산업 영향	<ul style="list-style-type: none"> 신조선이 필요하지 않기 때문에 큰 영향은 없을 전망 (중립적) → PC 시황 개선에는 긍정적 	<ul style="list-style-type: none"> 스크러버 옵션 장착으로 선가 상승 (다소 긍정적) → 잔존가치가 낮은 노후선 폐선 유발 	<ul style="list-style-type: none"> LNG추진선 발주시, 대부분 국내 조선사 수주 예상 (긍정적) → 고가의 LNG추진선 수주로 선가상승

자료: 메리츠증권 리서치센터

Gas연료가 이상적이나 초기 투자
비용부담, 유가하락 시 Scrubber
효율성 저하, 저유황유가 현실적

가스의 생산과 판매 Value Chain에 속해 있거나, 안정적인 공급망을 확보한 발주자들은 세 번째 옵션인 가스연료 사용이 상대적으로 효율적이라고 예상했다. 반면, 두 번째 옵션인 탈황설비(Scrubber)를 적용하면 신조선은 가스추진선 대비 5~10% 낮은 투자비용이 소요되고, 고유황유와 저유황유의 스프레드가 커지면 매력도가 높아진다. 문제는 기존 노후선에 Scrubber를 적용하려면 Retrofit 비용과 선박의 잔존가치를 비교 시, 배보다 배꼽이 더 커질 수 있다는 점이다. 특히, 운항하는 항로에서 안정적인 고유황유 조달이 어렵거나, 저유황유와 기존 연료가격의 스프레드가 축소되면 과잉 투자가 될 소지가 있다.

결국, 신규 발주에 필요한 자금 조달이 어렵거나 연료 가격의 방향성에 베팅하지 않으려는 발주자들은 첫 번째 옵션인 저유황유(LSFO, MGO)로 연료를 대체, 현재의 연료비 부담만 해결하는 전략이 현실적인 대안이 된다. 국내 정유업체뿐만 아니라 전세계 주요 Oil Company들이 2018년부터 저유황유 생산에 대한 투자를 확대한 점도, 발주자 대부분이 현실적 대안으로 저유황유를 채택할 가능성을 반증한다고 본다.

발주자 측면 매력도:
저유황유 > Gas연료 > Scrubber

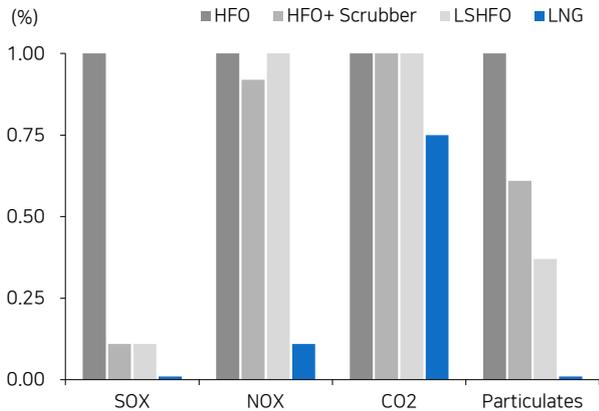
COVID-19 이전(유가급락 이전), IMO2020의 대응 방안들 중 발주자들 입장에서 매력도는 저유황유 > 가스연료 > 탈황설비(Scrubber)로 판단한다. 대응 방안별 오염물질 함유 비율은 모든 부분에서 LNG 연료가 우수하다. CO2 배출은 Oil 대비 25% 적고, 질소산화물(NOx)은 80~90% 적으며, 황산화물(SOx)은 거의 배출되지 않는다. 초기 투자비용이 세가지 대안 중 가장 많이 소요되지만 저유황유 대비 경쟁력은 투자 이후 3년, 탈황설비(Scrubber) 대비로는 5년차부터 경쟁 우위가 가능하다.

우리는 2020년을 전망하면서, 유가의 방향성에 베팅하지 않는다면 전세계 선박발주 시장과 해운시장은 첫 번째 옵션인 저유황유 사용이 IMO2020 대응에 주를 이룰 것으로 판단했다. Oil Major나 Top Tier, 대형화주의 장기 운송 수요에 필요한 일부 선박에서는 LNG나 LPG를 연료로 하는 가스추진선(DF, Dual-Fuel) 발주가 본격화된다고 예상했다.

ESG 확대와 대형 발주처를 중심으로 점진적 Gas연료 채택 예상

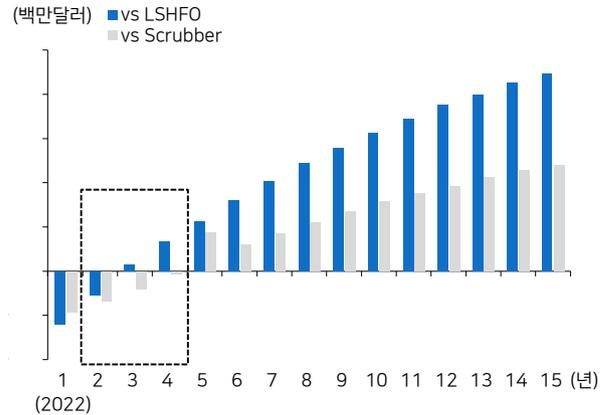
가스추진선의 적용비율이 단기간에 급상승하기는 어렵지만, ESG 이슈가 금융시장 전반에 확대되고 선박금융(Ship Financing)에 영향이 커지면서 가장 친환경적 대안으로 부각된다고 판단했다. 특히, LNG선과 LPG선 건조에 독보적인 경쟁력을 유지하고 있는 국내 조선업체는 이러한 가스추진선 적용 확대의 수혜임은 자명하다고 전망했다.

그림33 Solution 별 오염물질 함유 비율



자료: GTT, 메리츠증권 리서치센터

그림34 저유황유 및 스크러버 대비 LNG추진시스템 회수기간



자료: GTT, 메리츠증권 리서치센터

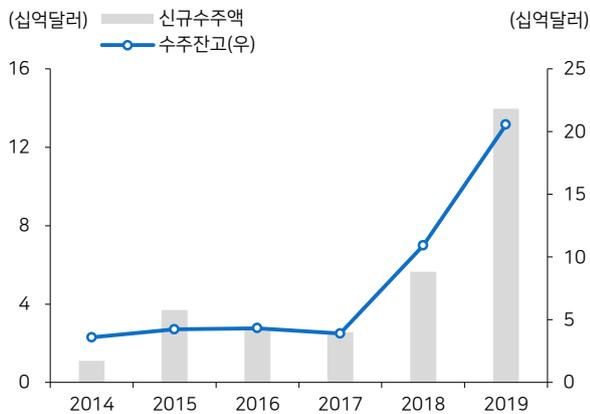
Oil → Gas로 투자중심은 이동, 해양플랜트 시장 회복은 제한적

반면 해양플랜트 시장은 2020년에도 회복이 어려우며, 특히 해양시추시장은 가장 힘든 보릿고개를 겪을 가능성이 높다고 전망했다. 거대 에너지기업(Oil Major)들은 모두 2020년까지 비핵심자산을 매각하고, 보수적·선택적 투자에 주력할 것임을 천명했기 때문이다. 미국계 Major들은 Shale 등 북미에 집중하고, 유럽계는 북해지역이 아닌 아프리카, 동남아시아에서 Gas 투자에 집중하고 있다. 자원개발 투자의 중심이 Oil 일변도에서 Gas로 이동되고 있기에 해저 유전개발에 소요되는 심해시추시장은 빠른 개선은 어렵다고 판단했다.

舊Oil 관련 투자는 성장기대 무리, McDermott의 Chapter11이 반면 교사(反面教師)

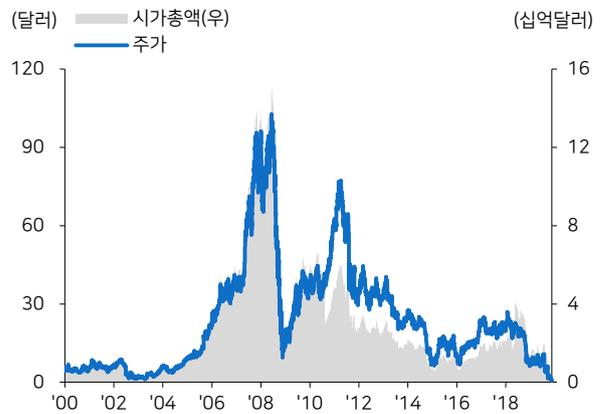
에너지기업들의 투자 중심이 Gas로 이전되면서 舊Oil 관련 투자는 성장을 기대하기 힘들다. 육상·해양플랜트 생산설비 시장에서 EPC 업계의 선택지는 출혈을 감내하고라도 점유율(M/S)과 사업 규모를 유지하거나, Downsizing을 통해 주력부문 일부 프로젝트로의 집중뿐이다. 2018~19년 육·해양플랜트의 무리한 수주와 엔지니어링업체(CB&I) 인수로 유동성 위기에 직면한 미국 McDermott의 현실이 이를 반증한다. 지난 3월 12일 미국 파산법원의 Chapter11 Process 승인으로 Restructuring에 진입하여 파산은 면했지만, 이제부터가 구조조정 시작이다. 국내 조선업계는 2015~18년 비슷한 위기를 겪어오면서 현재는 McDermott과 다른 길을 걷고 있다. 해양시장의 Downsizing은 선택이 아닌 필수다.

그림35 McDermott의 신규 수주액, 수주잔고 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림36 미국 McDermott의 영업이익률, 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 McDermott의 18~19년 신규 가스 프로젝트 수주 현황 - 국내 경쟁업체(건설업체>한국조선해양)의 일부 반사이익 기대

프로젝트명	국가	규모(백만달러)	계약일자	만기연도
BP - the Greater Tortue Ahmeyim natural gas project(fabrication subcontract)	세네갈	1~50	'19.10.25	2022
Saudi Aramco - Hasbah gas field - production deck module (PDM)	사우디아라비아	250~500	'19.08.02	-
S.O.A.C - Sohar LNG Bunkering Project	Oman	1~50	'19.07.15	-
Saudi Aramco - Marjan increment Package 1: GOSP	사우디아라비아	3,000	'19.07.11	2022
Saudi Aramco - Marjan increment Package Package 4	사우디아라비아	1,500	'19.07.11	2022
Anadarko Petroleum Corporation - Mozambique Area 1 Liquefied Natural Gas Development	모잠비크	6,000	'19.06.05	-
Qatargas - North Field Gas Expansion : Offshore Jackets	카타르	500	'19.04.02	2022
BP - the Greater Tortue Ahmeyim natural gas project (SURF and SPS equipment orders)	세네갈	500~750	'19.03.11	2022
SSB&SEP - Pan Malaysia Field Development(offshore project)	말레이시아	1~50	'19.02.18	-
Woodside Energy -Scarborough Field Gas Development	호주	-	'19.02.05	-
Golden Pass - Golden Pass LNG Export Project	미국	1000	'19.02.05	2024
BP - Trinidad & Tobago for Cassia Compression Project	멕시코	250~500	'19.01.24	-
Daelim Saudi Arabia Company - Ma'aden Ammonia Plant at Ras Al-Khair (CB&I® Storage Tanks)	사우디아라비아	1~50	'19.01.16	-
Puma Energy - Kwinana Fuel Import Terminal (Fuel Tank)	호주	1~50	'19.01.09	2020
POSCO DAEWOO - Shwe gas field development offshore Western Myanmar(Phase3)	미얀마	1~50	'18.12.12	2022
PEMEX - Ayatsil field(Subsea Tieback pipeline)	멕시코	1~50	'18.07.31	2019
POSCO DAEWOO - Shwe gas field development offshore Western Myanmar(Phase2)	미얀마	50~250	'18.06.27	2022

자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

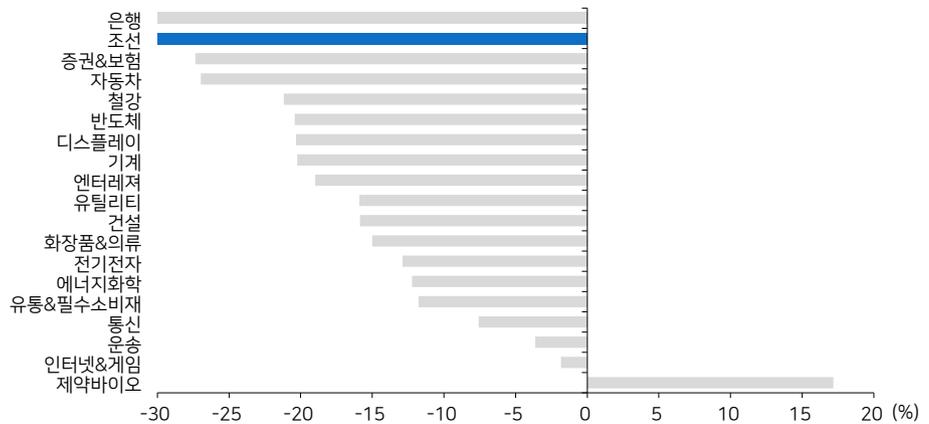
Part 2. COVID-19 이후, 전선종에 대한 비관론 확산

COVID-19 이후 조선업종
주가 수익률은 -31.7%로 부진

현재까지 COVID-19로 인한 금융시장의 충격은 1) Lockdown에 따른 기업들의 신용경색 우려로 주가 급락, 2) 실물경제 충격에 따른 경기침체(Recession) 우려, 3) 각 국 정부의 전방위적이고 다양한 정책발표를 통한 신용경색 우려 완화, 4) Recession은 불가피 하더라도, 침체의 길이와 폭이 2분기 내외로 짧고 굵게 지나간다는 기대감, 5) COVID-19 Pandemic 완화와 치료제 개발 기대감의 흐름을 따르는 양상이다. 현재 상황은 3)단계와 4)단계의 중간에 위치한다고 판단한다.

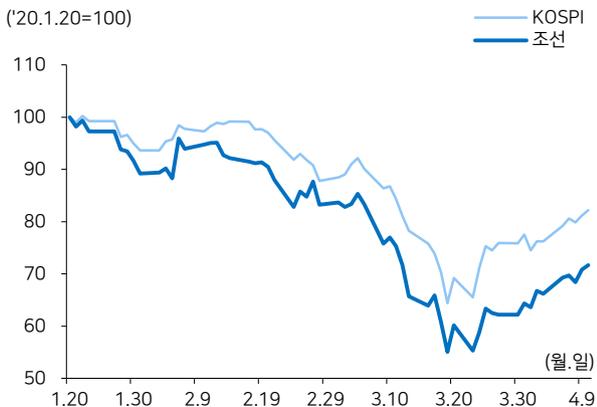
조선업은 전세계 실물경기의 흐름을 대변하는 물동량, 즉 화물을 운송하는 수단을 만드는 수주산업이다. 발주에 대규모 자본 투자가 소요되므로 금융환경에 밀접한 영향을 받는다. COVID-19 발병 이후 국내 조선업체 평균 주가 수익률은 -31.7%로, 은행업종과 함께 전 업종에서 가장 큰 폭의 하락세를 보였다.

그림37 COVID-19 발병 후 국내 주요 업종 수익률 - 조선업종 -31.7%로 부진



주: 2020년 4월 24일 기준, 1월 21일 COVID-19 국내 발병 이후 업종별 수익률
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림38 COVID-19 발병 후 조선업종 주가 수익률



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림39 ISM 제조업 지수 - 09년 금융위기 이후 최저수준



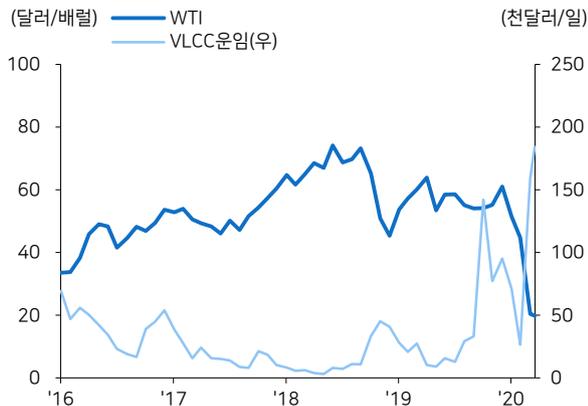
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가 급락, 중국·유럽·미국의 Lockdown은 조선업에 치명적

조선업의 다양한 외부 Macro 변수 중에서 국제유가는 항상 빠지지 않는 Key Factor 중 하나다. COVID-19가 전세계 교역을 대부분 중단시키면서 유가 급락을 초래했고, 산유국들의 감산합의 실패에 따른 공급과잉 우려가 급락 폭을 확대시켰다. Lockdown에 따른 수요 부진과 재고처리 능력이 한계치로 다다르면서, 사상 첫 마이너스 유가(WTI 5월물)도 경험했다. OPEC+가 4월 12일에 감산에 합의했지만 5~6월 일일 970만배럴, 7월부터 연말까지 800만배럴, 2021~22년 4월까지 600만배럴로 점진적 감산 규모 축소가 주요 골자다. 수요 감소가 일일 3천만배럴까지 예상되는 상황에서, 유가를 반등시키기엔 부족한 수준으로 판단한다.

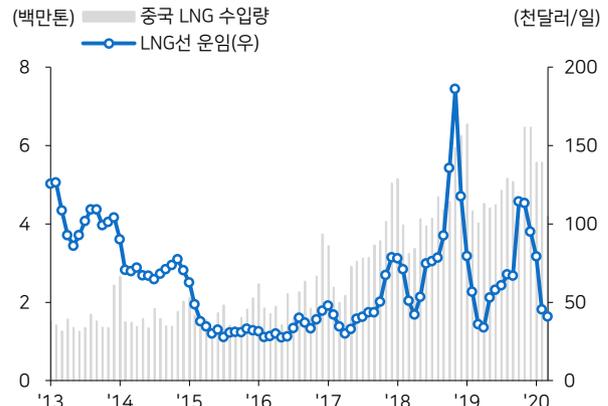
중국이라는 거대시장의 Lockdown과 일시적 불가항력(Force Majeure) 선언이 유가 하락의 시작점일 가능성이 높다. 국제유가가 하락세로 전환된 과정에서 유럽, 미국의 COVID-19 확산이 또다시 수요 위축을 초래했다고 본다. COVID-19의 확산세가 둔화된다고 해서 Oil 수요가 빠르게 제자리로 회복될 지는 미지수다.

그림40 유가와 VLCC운임 - 3월 증산↑, 저장수요↑ 운임↑↑



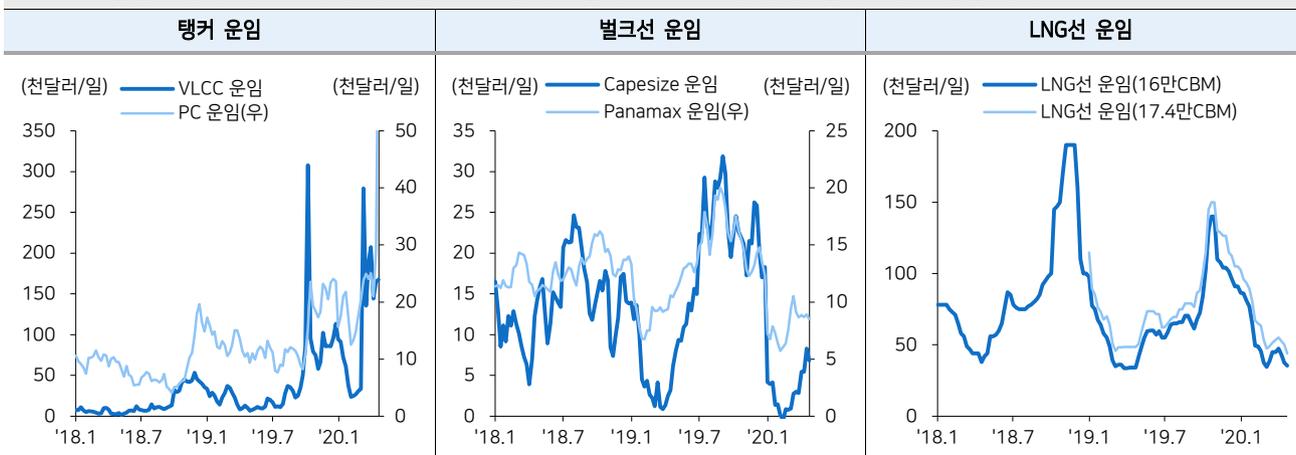
주: 2020년 4월 24일 기준, 1990년 이후 상관관계는 0.12
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림41 중국 LNG 수입량과 LNG운임 추이 -1분기 급감



주: 2020년 3월 말 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림42 선종별 운임 추이 - 먼저 급락한 벌크선 운임의 반등세, LNG선 운임 급락, 탱커 운임 변동성 확대



주: 2020년 4월 24일 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

중국, 인도의 GDP성장률 전망치 급락, 전세계 GDP -3.0%로 운임 급락과 유가 하락 지속

IMF는 2020년 중국의 경제성장률 전망치를 기존 6.0%에서 1.2%로 급격히 하향 조정했다. 인도에 대한 전망치도 5.5%에서 1.9%로 하향하면서 자원소비국 경기 악화 우려는 유가 하락과 운임 급락을 가속화했다. 반면, 3월 사우디가 일 1,300만배럴까지 증산을 발표하고 국영 선사 Bahri가 탱커시장에서 20여척의 VLCC를 대규모 용선하면서, VLCC의 Spot 운임은 317,334달러까지 10배 폭등했다. 3월 중국 산업생산(-1.1% YoY)이 2월(-13.5% YoY)의 쇼크에서 빠르게 벗어나면서 실물 경기 위축이 저점을 통과하고 있다는 기대감도 조금씩 형성되고 있다.

원유 수요 회복의 첫 번째 동력은 북미, 유럽의 Lockdown 해제

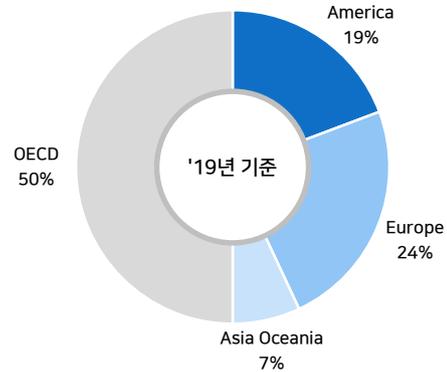
2019년 전세계 중유(Residual Fuel Oil) 수요는 유럽 22%, 북미 16%, 아시아 12% 순이며, 휘발유(Motor Gasoline) 수요는 북미 38%, 유럽 7% 순이다. 원유 소비를 수요별로 구분하면 교통수요(Motor Gasoline, Gasoil/Diesel Oil) 비중이 59.2% 수준으로 크다. 결국, COVID-19의 확산세 둔화보다 북미와 유럽의 Lockdown 해소가 원유 수요 회복의 첫 번째 동력일 가능성이 높다.

그림43 중국 성장률 충격, 3월 산업생산 감소폭 축소



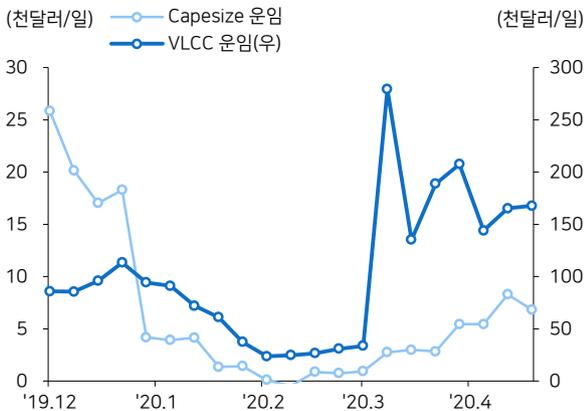
자료: 중국 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림44 국가별 Gasoil/Diesel Oil 수요 비중



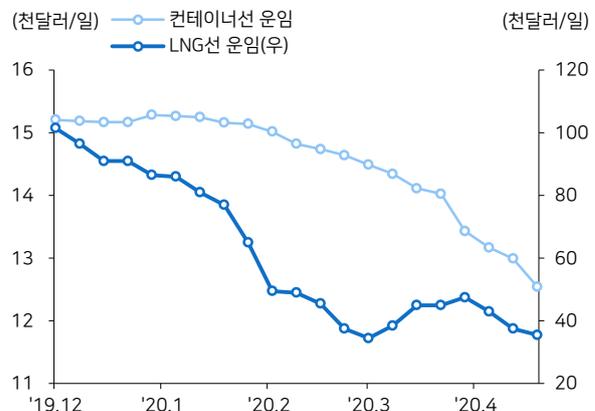
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림45 20년 YTD VLCC 운임 +47.9%, Capesize -62.6%



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림46 20년 YTD LNG 운임 -61.0%, 컨테이너선 -17.3%



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

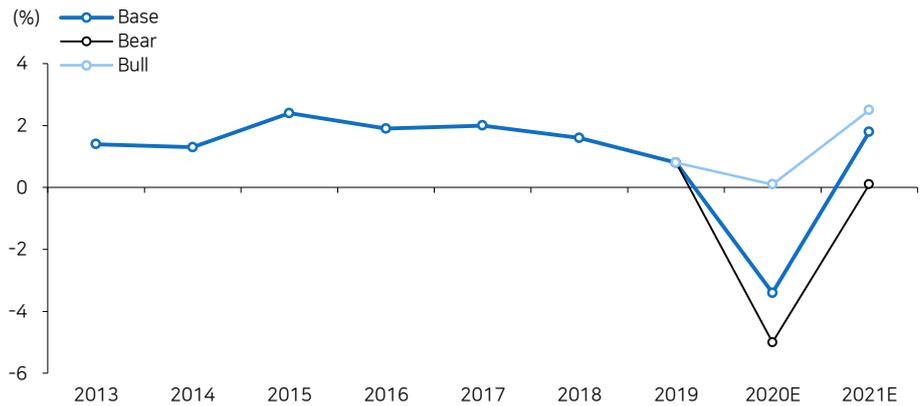
1) 유가의 Free-Fall, CAPEX의 급격한 축소 불가피

원유시장의 Contango 심화, 수요회복의 신호탄은 유가 반등 예상. 미국 원유재고량의 하향 안정화가 없다면 CAPEX 위축은 불가피

원유 선물시장에서 Contango 심화는 현재 유가가 과도하게 하락했거나, 단기 재고 급증의 우려와 투기 수요에 따른 실물가격의 왜곡 가능성도 있음을 내포한다. 투기적 수요나 일시적 왜곡 현상이 향후에도 발생할 여지는 존재하나, '유가=수요' 등식이 바뀔 가능성은 낮다. 주요 국가들의 전방위적 재정정책이 실시된 상황에서 유동성 공급이 수요 회복으로 이어지는 신호탄은 유가에서 나타날 가능성이 높다.

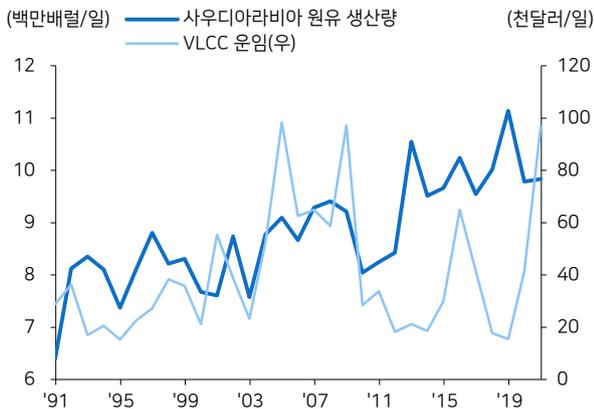
OPEC+(OPEC과 10개 주요 산유국)의 감산에 합의에도 불구하고, WTI와 Brent 유가는 20달러 이하 수준에서 등락을 거듭하고 있다. 위기 이전 수준으로 유가가 회복하지 못하고 25~40달러 수준에서 장기화된다면, 미국 Shale과 중동은 물론 전세계의 舊경제 CAPEX 위축이 장기화되는 New Normal은 인정해야 한다.

그림47 연간 원유 수요 증감률 전망치 - 20년 Base -3.8%, Bear -5.0%, Bull +0.1% YoY



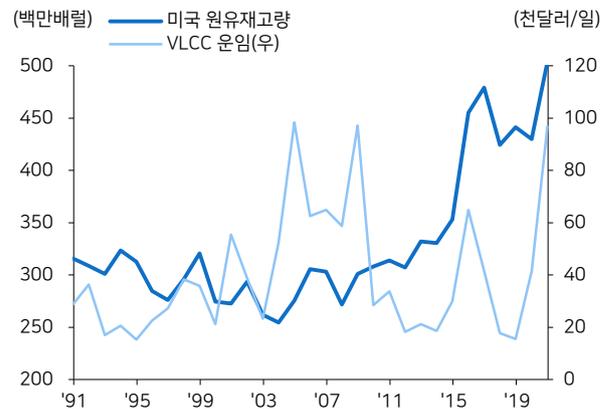
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림48 사우디 원유 생산량과 VLCC운입 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림49 미국 원유 재고량과 VLCC운입 - 사상 최고치 재고량



주: 2020년 4월 17일 기준, 전략적비축유는 비포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

80년 이후 60% 이상 급락기 3번,
85~86년 -66.3%, 08년 -78.4%,
14~16년 -75.6%

국제유가(WTI 기준)는 2008년 미국발 금융위기 직후 7월 배럴당 145.3달러에서 12월 31.4달러까지 급락한 이후, 2010년 4월 86.8달러로 회복한 바 있다. 이후 2014년 6월 107.3달러까지 상승했지만 수요 부진과 증산이 맞물리면서 초과공급 상태가 지속, 2016년 1월 26.6달러까지 급락했다. 미국의 생산량이 급증한 2010년부터 WTI는 두바이유 대비 약세로 전환하여, 2020년 Dubai-WTI 스프레드 평균값은 4.7달러/배럴로 확대되었다.

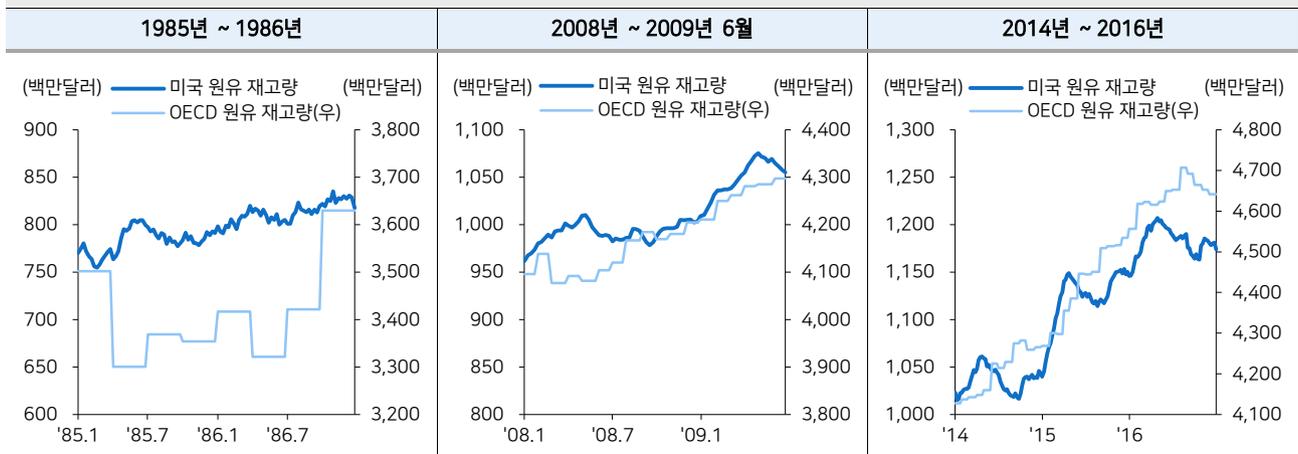
국제유가(WTI 기준)가 1980년대 이후 60% 이상 하락세를 기록한 사례는 1985년 11월~1986년 7월(-66.3%), 2008년 7월~2008년 12월(-78.4%), 2014년 6월~2016년 2월(-75.6%) 세 번이다. 각각 9개월, 6개월, 20개월의 하락기를 경험했다. 2014년 하락은 경기 부진에 따른 수요 위축에도 중동 산유국들의 증산에 따른 공급과잉이 원인이었다. 이란도 수출을 재개하면서 OPEC 회원국들의 점유율경쟁과 미국 Shale 생산량 급증으로 원유의 초과공급이 재고량 증가로 이어졌다. 또한 미 달러화의 초강세국면에서 원유에 대한 투기적 수요 감소에 따른 Backwardation도 유가급락을 초래했다.

10년 이후 미국 원유생산량 증가,
미국 재고량 = 전세계 재고량.
현재 14~16년과 유사하다고 판단

2016년 OPEC+의 감산합의 이후 유가반등의 수혜자는 미국 Shale 업체였다. 과거 급락기에 그랬듯이, 이번 3월 감산합의 결렬 직후 사우디는 증산을 재개하고 원유 판매단가 인하를 발표했다. 유가가 하락하면 당연히 원유 수입국 경상수지는 개선되고 수출국들의 수지는 악화된다. 원유 수출국보다 중국·유럽·미국 등 거대 경제권 수입국의 경상수지 개선이 세계 경기에 플러스로 작용함이 일반적이다.

문제는, 주요 국가의 Lockdown으로 인해 계량적인 플러스 요인이 실물경제에 영향을 주지 못하며, 수요회복이 뒷받침되지 못한다면 2014~16년처럼 유가 약세가 장기화될 개연성이 높다는 점이다. 과거 급락기와 달리 2010년 이후 미국의 원유 생산비중이 급증, 미국 현지의 재고량 변화가 국제 재고량에 미치는 영향이 커졌다. 2020년 현재의 상황과 가장 유사한 유가 급락기는 2014~16년으로 보인다.

그림50 미국 원유 재고량(전략적비축유 포함)과 국제 원유 재고량 - 미국 재고↑ = Global 재고↑



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

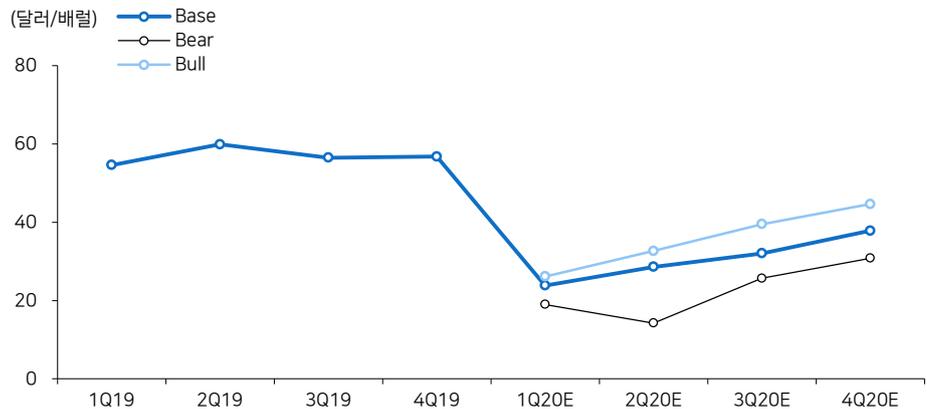
유가 반등 = 조선주 반등의 가능성은 높지 않음. 유가의 절대적인 레벨 상승이 필요

유가가 상승하면 조선업종의 주가 반등으로 이어졌던 과거의 양상은 향후 재연될 가능성은 낮다. 유가 반등보다 중요한 것이 가격 수준이라고 본다. 배럴당 17달러의 유가가 50% 반등한다고 해도 25.5달러에 불과, COVID-19 이전 유가 수준인 45~60달러로의 회복은 요원하다. 유가 급락으로 3월까지 북미 E&P기업들 대부분은 2020년 CAPEX와 운영 시추설비의 가동 축소를 발표했다.

북미 E&P 기업 대부분이 CAPEX 하향 조정, 시추설비 가동 축소 중

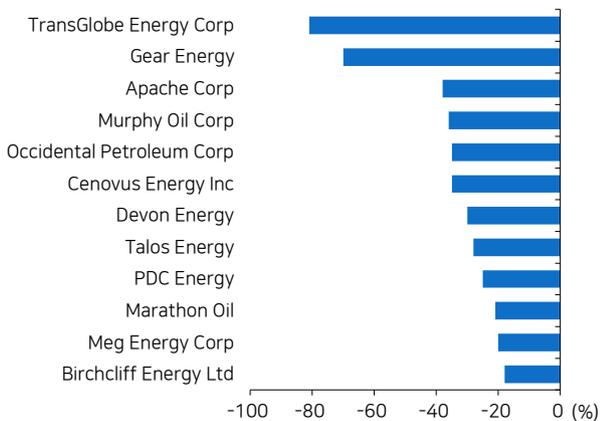
절대적 유가 수준이 낮은 상황에서 주요 발주처들의 CAPEX가 확대될 개연성은 희박하다. 저유가가 New Normal로 받아들여진다면, 수요에 대한 전망치도 수정되어야 하며 변화된 수요(Q), 이에 맞는 판매가격(P), 낮아진 원가(C)를 통한 수익성 개선이 확보되는 업종이 우선적으로 회복될 것이다. 조선업종의 발주처는 타 산업재 기업들과 사모펀드(PEF), 국영기업들이기에 New Normal에 맞는 체질 개선이 마무리된 이후 투자가 재개될 개연성이 크다.

그림51 WTI 유가전망 시나리오 - 20년 Base 1Q 평균 \$23.9, 2Q \$28.6, 3Q \$32.1, 4Q \$37.8



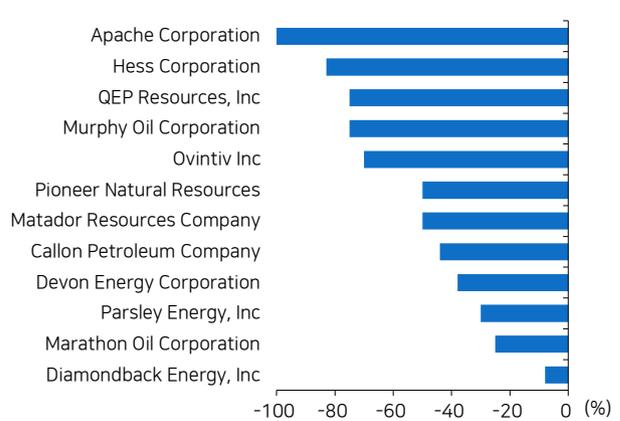
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림52 2020년 북미 E&P CAPEX Cut 발표 기업, 감소율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림53 2020년 북미 Rigs 가동 감소 발표 기업, 감소율



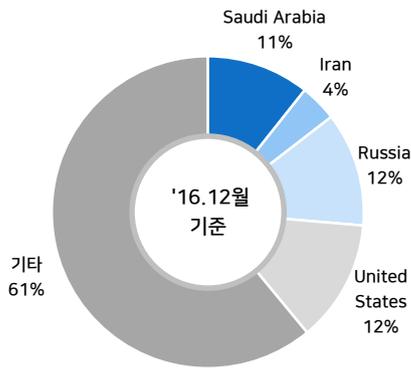
자료: 메리츠증권 리서치센터

미국의 원유 생산량 비중 압도적 증가, LSFO-HSFO 가격 스프레드 축소로 Scrubber 투자 효율 악화

2016년 원유(BOE 기준) 생산 비중은 미국(12.7%) > 러시아(11.8%) > 사우디(10.7%) > 이란(3.9%) 순이었다. 2019년말은 미국(17.5%) > 러시아(11.5%) > 사우디(9.6%) > 이란(2.1%) 순으로 미국의 생산량이 압도적으로 증가해 왔다. 2019년 12월 일일 생산량은 미국 1,765만배럴, 러시아 1,160만배럴, 사우디 968만배럴로 전세계 원유생산의 38.7%를 3개국이 차지한다. OPEC+의 추가 감산을 기대한다면, 3개국의 실질적 감산 규모에 주목해야 한다.

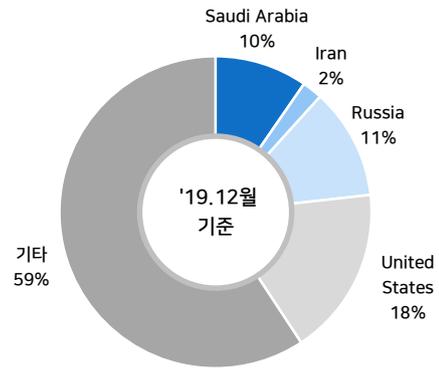
유가 급락으로 저유황유-고유황유의 스프레드는 1월 3일 348.8달러에서 4월 24일 55.5달러로 급격히 축소되었다. Scrubber를 장착한 VLCC의 운임 프리미엄은 22,660달러/일에서 4,031달러/일로 82.2% 급락했다. 현재 스프레드, 운임을 환산한 Scrubber 회수 비용은 VLCC가 하루 4,000달러 수준이다. VLCC 신조선가 9,100만달러와 추가 비용을 감안하면, Scrubber 회수기간은 0.9년에서 5.0년으로 늘어난다. 경제성이 떨어지는 Scrubber의 선택 가능성은 낮아질 수 밖에 없다.

그림54 산유국별 원유 생산 점유율 ('16년 12월 기준)



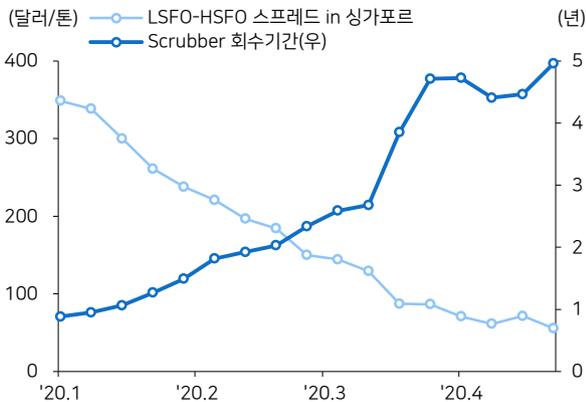
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림55 산유국별 원유 생산 점유율('19년 12월 기준)



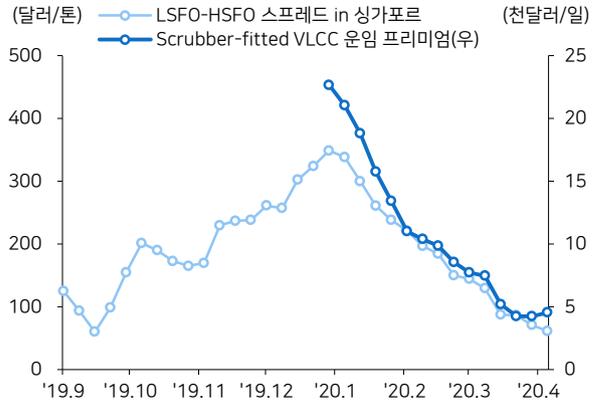
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림56 LSFO-HSFO 스프레드, Scrubber 투자 회수 기간 추이



주1: 2020년 4월 24일 기준
주2: 싱가포르항 스프레드 기준 / 주2: 카리브해-싱가포르 노선 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림57 LSFO-HSFO 스프레드, Scrubber 운임 프리미엄 추이



주1: 2020년 4월 24일 기준
주2: 싱가포르항 스프레드 기준 / 주2: 카리브해-싱가포르 노선 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

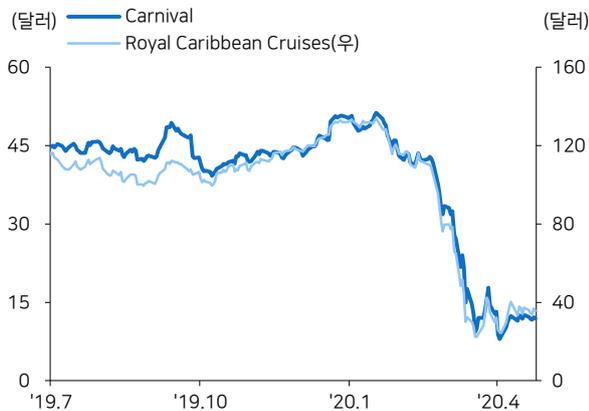
2) Lockdown으로 해운, 2nd Tier 에너지기업의 Risk 확대

항공, 해운, 여행 관련 Top Tier 기업들의 주가 폭락

COVID-19로 인한 Lockdown으로 가장 직접적 타격을 받은 업종은 운송업이다. 'Untact'가 'Pandemic' 이후 새로운 트렌드로 자리매김한다면, 여행·운송업계는 생존 문제에 직면한다. 세계 Top2 Cruise 선사인 Carnival과 Royal Caribbean Cruises의 주가는 2020년 들어 평균 74% 급락했다. 미국 Boeing과 Delta항공은 평균 60% 급락했다. 에너지 수요급감에 따른 유가의 'Free Fall'로 교역·자원·E&P 관련 제조기업(舊경제)들의 Credit Risk가 부각되는 양상이다.

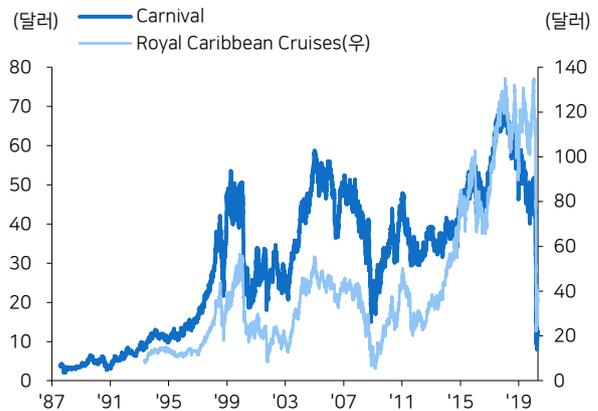
기업들의 주가 급락과 신용 리스크 확대는 고용 충격으로 이어지기에, 주요 중앙은행들은 양적완화를 포함한 긴급 금융대책을 발표했다. 미중앙은행(FED)이 정크본드까지 매입할 계획을 발표했지만, 3월 22일까지 투자등급에 해당되는 회사채만 국한된다. Shale업체는 22일 이전 정크등급이기에 FED의 수혜를 받기는 어렵다.

그림58 Cruise 선사 주가 추이 -20년 -74% 하락



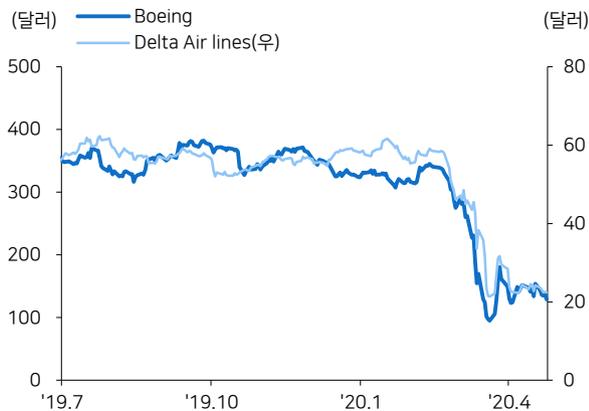
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림59 Cruise 선사 장기 주가 추이



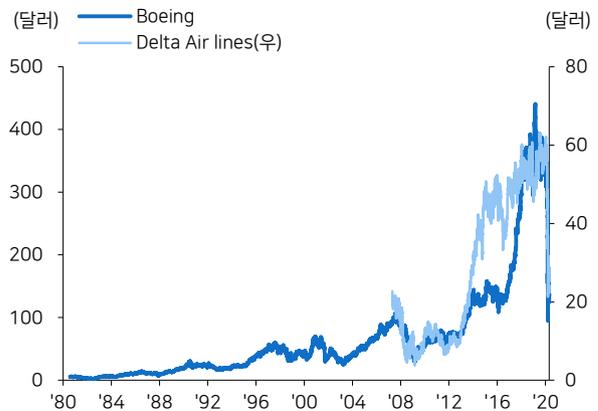
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림60 미국 항공업계 주가 추이 -20년 -60% 하락



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림61 미국 항공업계 장기 주가 추이



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

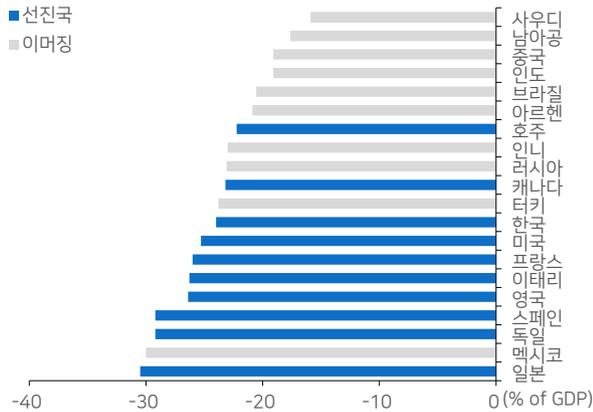
미국 내 신용등급이 강등된 기업 대부분이 에너지 관련 기업들

COVID-19 Lockdown에 따른 주요 국가들의 GDP 대비 최초 충격은 선진국이 상대적으로 크다고 전망되었다. 이후 남미, 동남아시아, 중동지역으로 Lockdown이 확대됨에 따라, 특정 지역에 국한된 이슈는 아니다. Pandemic의 영향이 가장 큰 미국은 기업들의 신용등급이 대규모 하향 조정되었다(1분기 622개, 4월 220개 기업). Occidental, Apache 등 독립계석유기업과 Shale 개발업체 등 2nd Tier 에너지기업들의 신용등급 하락이 대부분을 차지하고 있다.

10년 전으로 회귀한 Boeing, Delta, Maersk 주가. Pandemic 이후 소비패턴 변화 가능성 반영

항공기 제조분야 1위인 Boeing과 1위 항공사인 Delta항공, 1위 컨테이너선사인 Maersk Line의 주가는 모두 10년전 수준으로 회귀했다. 크루즈처럼 특정 소비계층에 치우친 산업이 아닌 기간산업에 속해있는 자국기업들에 대해, 모든 국가들이 금융지원책을 쏟아내고 있다. 그럼에도 시장대비 Underperform인 주가를 보면, 자본시장은 Pandemic 이후 소비패턴의 변화를 우려하고 있다고 판단한다.

그림62 주요국 GDP대비 COVID-19 섀다운 잠재적 최초 충격



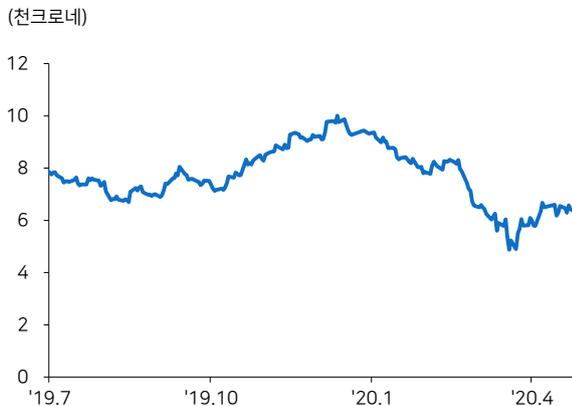
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림63 미국 기업신용등급 하향건수 및 상하향 배율 추이



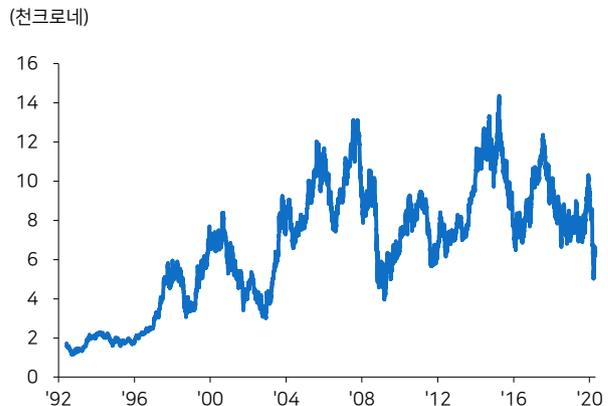
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림64 Maersk Line 주가 추이 - 20년 -32% 하락



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림65 Maersk Line 장기 주가 추이 - 10년 전으로 회귀



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3) 벌크선 – 이미 선반영된 사항, 폐선이 회복의 Signal

인도예정 물량은 사상 최저치, 수요회복을 배제하면, 노후선 폐선 재개가 회복의 신호

3월말 벌크선 선복량은 9.02억DWT, 수주잔량은 7,568만DWT로 Fleet 대비 잔고 비중은 1996년 이후 최저치인 8.4%에 불과하다. 잔량 규모도 China Effect 이전인 2004년 수준으로 공급 부담은 사실상 없다. 그럼에도, 중국 Lockdown을 시작으로 신흥국 전반에 걸친 경기 위축이 수요 부진을 초래, 벌크선 운임은 빠르게 반등하지 못하고 있다. 벌크선 운임은 2019년 하반기부터 급락, Vale의 철광석 생산량 감축과 철강업 시황 부진 등 부진한 수요는 선반영된 상황으로 보인다.

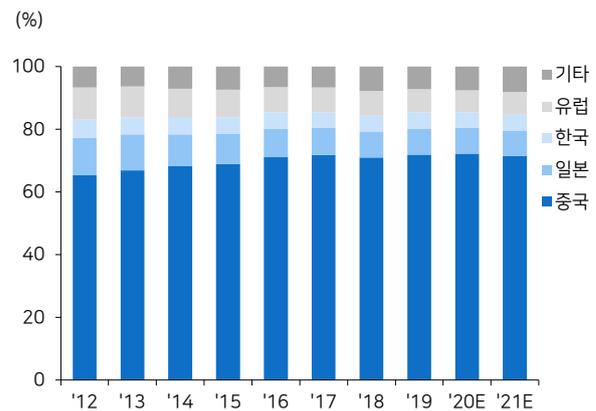
총 선복량 중 선령 20년이 넘는 노후선 비중이 7.0%이지만 3년 평균 폐선량은 Fleet 대비 0.7%에 불과하다. 운임 급락시 폐선이 급증하면서 운임이 후행 반등했다는 점에서, 2015~16년의 폐선량 증가(Fleet의 3.9%)가 재확인되어야 한다.

그림66 주요 벌크선사 주가 추이 - 20년 -56.0%



주1: 2020년 4월 24일 기준
 주2: Navios Maritime Partners, Scorpio Bulkers, Eagle Bulk 주가 가중평균
 자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림67 국가별 철광석 해상 수입량 비중 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림68 벌크선의 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 역사적 저점인 수주잔고, 폐선량 증가 여부가 변수



주: 2020년 3월 말 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

4) 탱커 – 운임의 단기 급락 불가피, Restocking이 변수

유가급락의 반작용으로 비정상적 폭등한 운임, 하향 안정화 이후 Restocking 수요와 폐선이 변수

3월말 탱커 선복량은 6.40억DWT, 수주잔량은 4,807만DWT로 Fleet 대비 잔고 비중은 역대 최저치인 7.5%에 불과하며, 잔량 규모는 1999년 이후 최저치로 공급 부담은 전혀 없다. 타 선종의 운임이 COVID-19으로 급락했고 국제유가가 사상 최저수준에 머무르고 있음에도, VLCC 등 탱커 운임은 비정상적인 강세가 지속 중이다. VLCC Spot Rate는 지난 3월 전년대비 10배 폭등한 이후, 현재 5~6배 수준을 형성하고 있다. 감산합의가 데이터로 확인되면 물동량(Q) 감소와 저장 능력의 포화 상태가 개선되면서 비정상적인 탱커 운임은 하향 안정화된다.

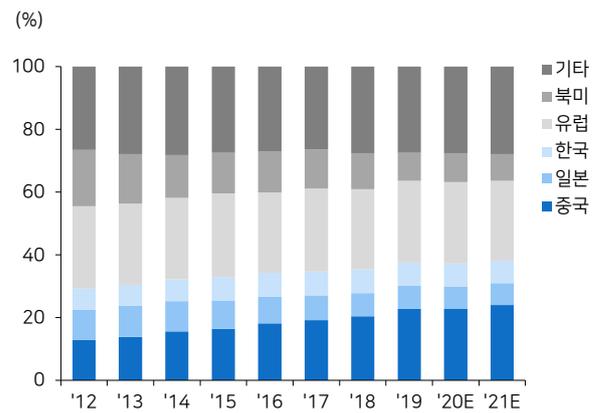
전체 탱커 중 선령 20년이 넘는 노후선 비중은 6.3%이며, 2018년 전체 Fleet의 3.7%에 해당하는 대규모 폐선이 단행되면서 운임이 반등했다. 벌크선처럼 폐선이 재개되거나, 자원 소비국들의 Restocking 수요 재개가 시황 호조의 전제조건이다.

그림69 주요 탱커선사 주가 추이 - 20년 -9.9%



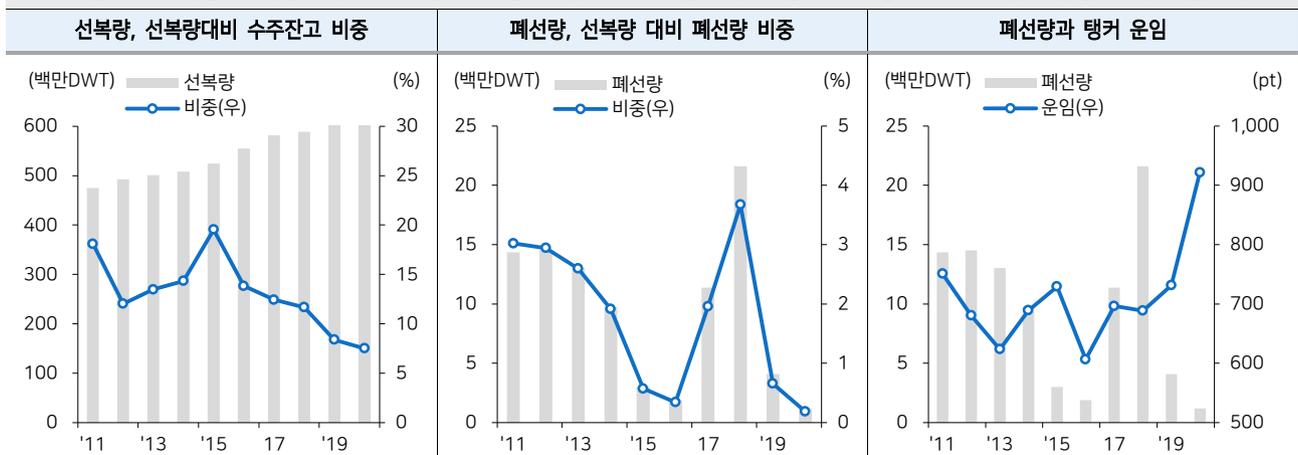
주1: 2020년 4월 24일 기준
 주2: Frontline, Teekay Tankers, Nordic American Tanker 주가 가중평균
 자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림70 국가별 원유 해상 수입량 비중



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림71 탱커의 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 3월 사우디 증산과 저장 수요로 운임이 급등, 하락세 불가피



주: 2020년 3월 말 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

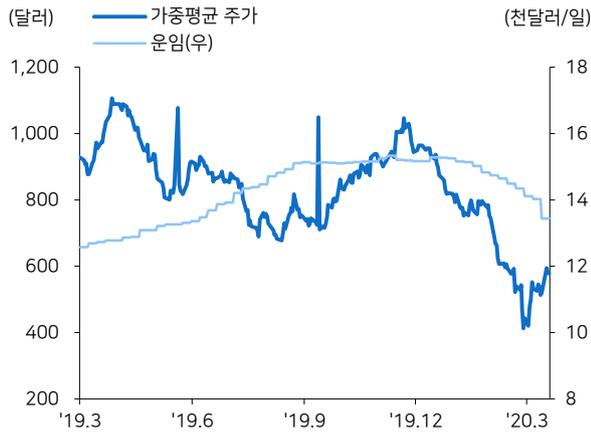
5) 컨테이너선 – De-Globalization에 대한 Risk

수주잔량은 최저치, 노후선 교체 수요보다는 Alliance간 대형화·효율화 경쟁에 따른 발주만 기대

3월말 컨테이너선 선복량은 2,357만TEU, 수주잔량은 235만TEU로 Fleet 대비 잔고 비중은 1996년 이후 최저치인 10.0%이다. 잔량 규모도 China Effect 이전인 2002년 이후 최저치다. 최근 3년간 연평균 컨테이너선 폐선량은 전체 Fleet의 0.5%에 불과하다. 타 선종과 달리 노후선 교체 수요보다는 얼라이언스(Alliance) 간의 선대 대형화·효율화 경쟁에 의해 발주가 좌우될 전망이다.

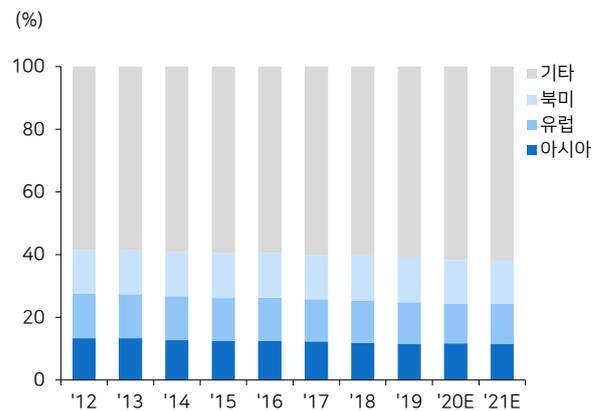
중국, 미국과 유럽의 Lockdown에도 컨테이너선 운임은 연초 이후 17.3% 하락, 상대적으로 낙폭은 작았지만 문제는 4월 이후다. 지난 2월말 2020년 가이드스를 발표했던 1위 선사 Maersk는 4월부터 운임의 V자 반등을 예상했지만, 운임의 하락 폭은 더 확대되는 양상이다.

그림72 주요 컨테이너선사 주가 추이 - 20년 -48.8%



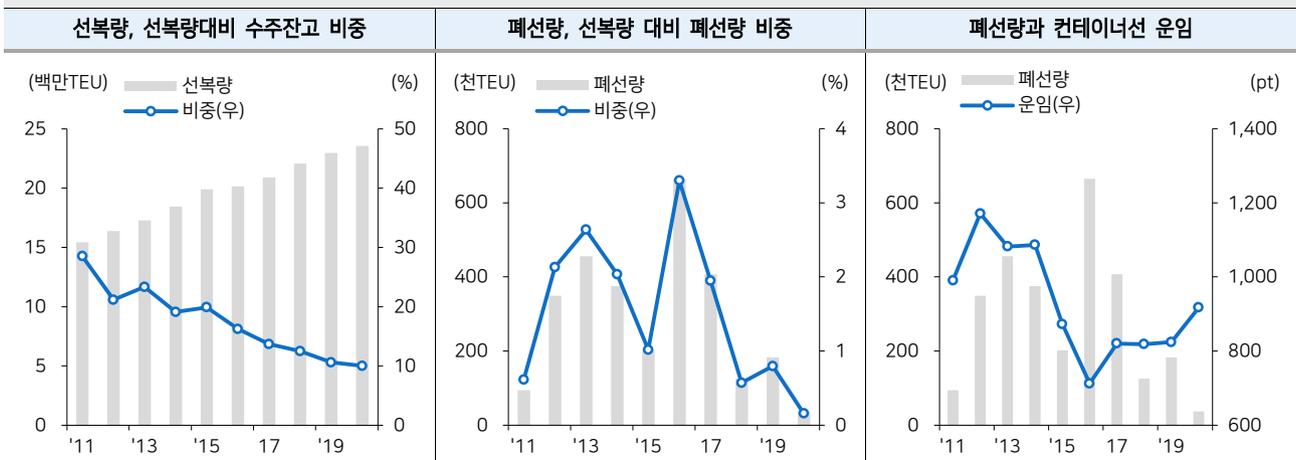
주1: 2020년 4월 24일
주2: Maersk, Hapag-Lloyd 주가 가중평균
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림73 국가별 컨테이너 해상 수입량 비중 - 고착화



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림74 컨테이너선 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 발주와 폐선량 모두 정체, 단기 회복 가능성은 제한적



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

미국, 유럽 실물경기의 직접적인 영향, 운임이 급락할 개연성 존재

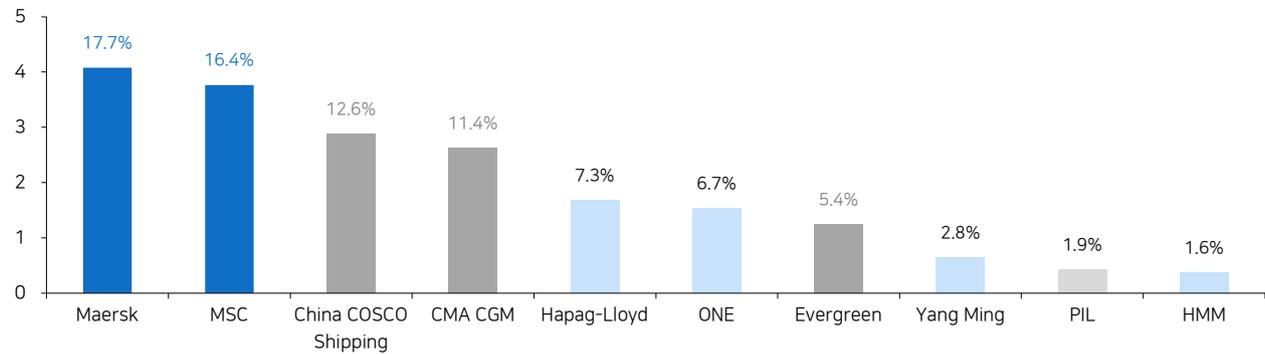
Maersk는 중국 공장 가동률이 3월 90% 수준으로 회복되고 2~3주 간 화주들의 재고 수요가 확인되면서 4월 운임 반등을 예상했었다. 그러나, 3~4월 미국, 유럽 및 신흥국들의 Lockdown 확산과 실업자수 급증으로, 실물경기 둔화가 본격화되는 4월 이후에는 유휴 컨테이너선이 급증할 개연성이 높다. 이에 4월 이후 컨테이너선 운임은 20% 이상 급락할 가능성이 높다고 본다.

전략 물자의 자국 내 제조 정책이 가시화되면 부정적 영향은 불가피

2000년대 세계화가 본격화되면서 항로가 다양화되고 톤마일이 증가했다. 이에 선사들은 Alliance를 활용하여 선복 대형화를 진행해왔다. 24,000TEU급까지 확장된 상황에서 추가 대형화보다는 대형선이 다소 부족한 선사들(THY Alliance 등)의 제한적 발주를 예상한다. 경쟁국의 공격적 금융지원이 수주 경쟁을 심화시킬 리스크도 있다. COVID-19 이후 미국, 유럽 등 주요 국가들이 전략물자의 자국 제조 정책을 확대한다면, De-Globalization의 우려에서 자유로울 수는 없다.

그림75 운영 선대 기준 컨테이너선사 순위(2M Alliance-파란색, Ocean Alliance-짙은 회색, THE Alliance-하늘색)

(백만TEU)



주1: 2020년 3월 말 집계 기준, ONE은 일본 NYK, MOL, K Line 합작법인

주2: 세계 3대 해운동맹 2M Alliance(Maersk, MSC), Ocean Alliance(CMA CGM, COSCO, Evergreen), THE Alliance(Hapag-Lloyd, ONE, YangMing, HMM)

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

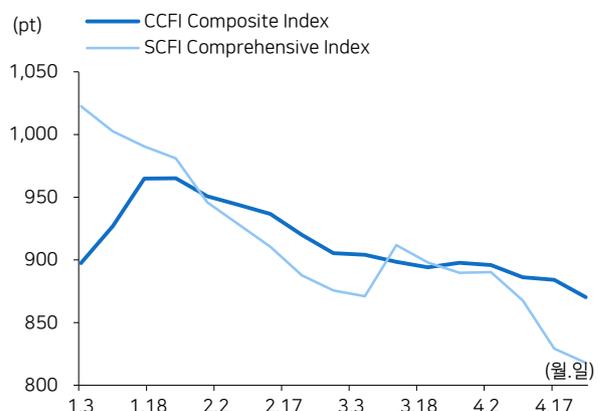
그림76 컨테이너선의 평균 선형(Size)은 지속적으로 대형화



주: 2020년 3월 말 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림77 컨테이너 화물 운임의 하락세는 4월부터 낙폭 확대



주: 2020년 4월 24일 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

6) Gas선 – 운임 하락 직격탄, 회복 시 모멘텀은 가장 양호

중국의 일시적 수입 중단으로
LNG선 운임 61% 급락

COVID-19 확산 이후 전체 선종에서 운임 하락의 폭이 가장 컸던 선종은 LNG 선으로 연초대비 61.0% 급락했다. 중국이 Lockdown으로 인해 불가항력(Force Majeure)를 선언, LNG 수입이 일시적으로 중단되었기 때문이다. 지난 7년간 연평균(CAGR) 23.2%로 수입량이 급증한 중국은 2020년 전세계 수입의 18.1%를 차지할 것으로 전망되었다. 중국 수입이 2개월간 중단된다면 전세계 수요 3.0%가 감소하는 셈이다. 2019년 11월 17.4만CBM급 LNG선의 Spot Rate는 일일 15만 달러였지만, 4월 24일 기준 Rate는 44,000달러로 급락한 상황이다.

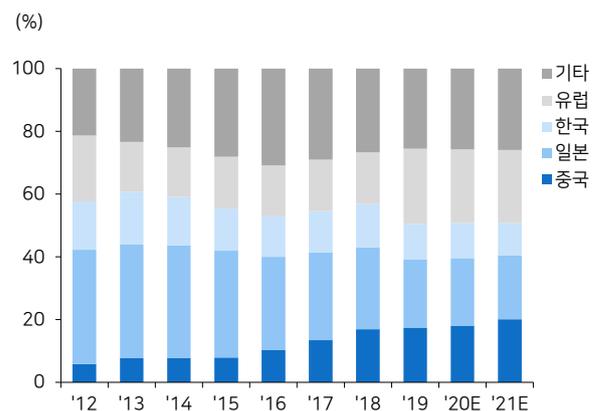
3월 기준 LNG선의 선복량은 9,343만CBM, 수주잔고는 2,167만CBM으로 Fleet 대비 잔고비중은 21.7%로 전체 선종 중에서 가장 높다.

그림78 주요 가스선사 주가 추이 - 20년 -57.1%



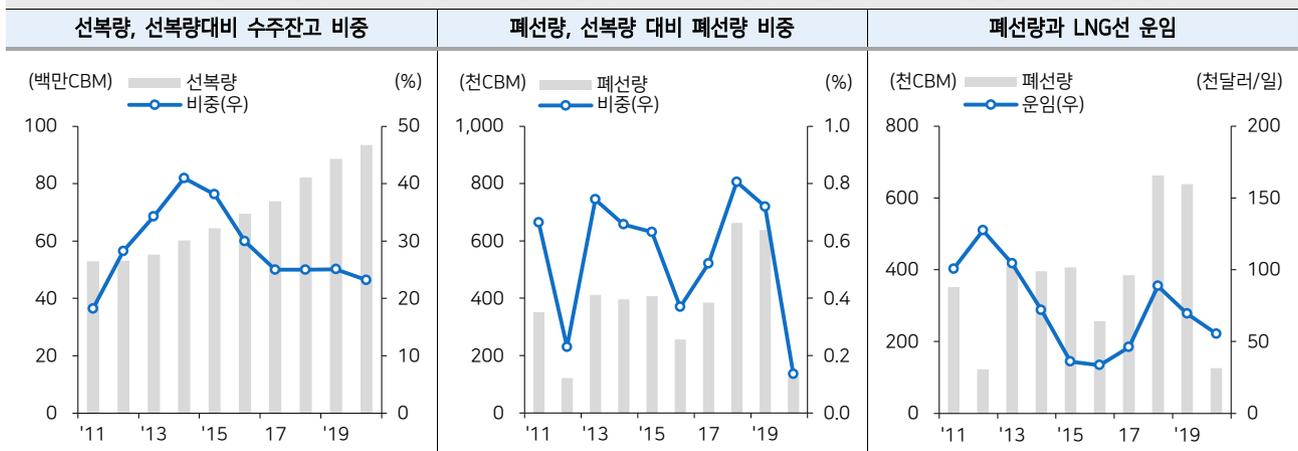
주1: 2020년 4월 24일 기준
주2: Golar LNG, Gaslog 주가 가중평균
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림79 국가별 LNG 해상 수입량 비중 - 중국 영향력 증대



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

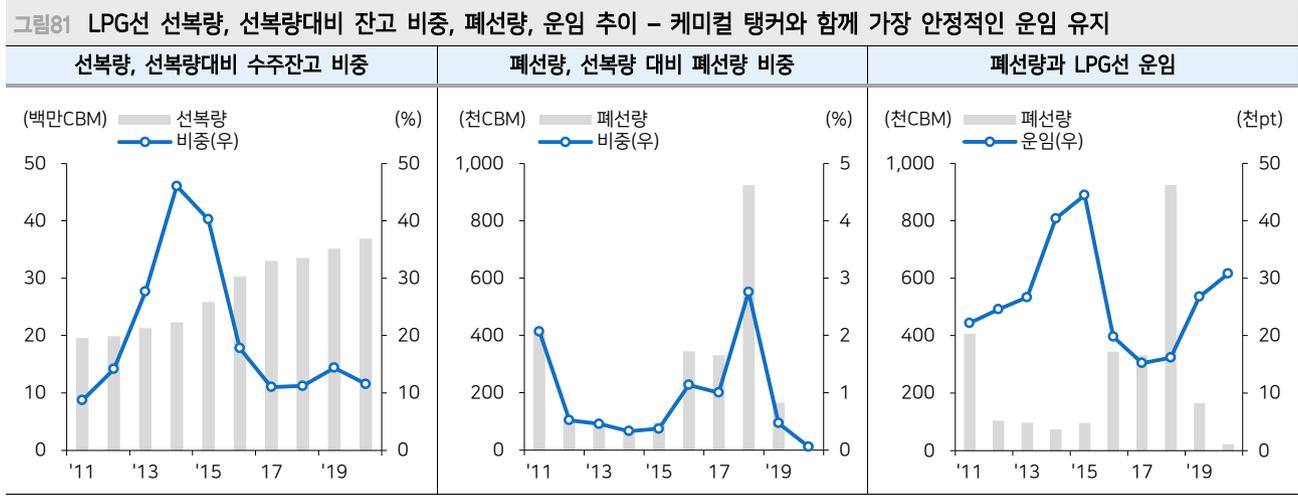
그림80 LNG선 선복량, 선복량대비 잔고 비중, 폐선량, 운임 추이 - 1분기 중국의 일시적 LNG 수입 중단으로 운임 급락



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

LNG·LPG선의 성장 본격화 된 기간은 10년에 불과, 폐선에 의한 교체수요는 제한적

LPG선의 선복량은 3,688만CBM, 수주잔고는 426만CBM이며 Fleet 대비 잔고 비중은 11.5% 수준이다. LNG선과 LPG선의 선복량 대비 수주잔고 비중이 높은 이유는 2008년 이후 전체 화물 중 수요 성장이 가장 컸기 때문이다. 특히 미국의 Shale Oil·Gas 생산이 급증함에 따른 수출 증가로 톤마일 증가의 효과가 다른 선종대비 컸다. 전통선종과 달리 성장속도가 가파르게 된 기간이 10년 정도에 불과, 폐선량의 비중도 상대적으로 작다. 최근 3년 평균 LNG선의 폐선량은 전체 선복량 대비 0.7% 수준이며, LPG선은 1.4% 수준이다.



주: 2020년 3월 말 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

17~18년 평균 2배수준의 운임, LPG선 발주의 상대적 강세 전망

이에 LNG선과 LPG선 모두 폐선량 증가에 따른 교체 발주를 기대하기는 어렵다. 전세계 에너지기업들의 투자 중심이 Oil에서 Gas로 이동함에 따른 신규 수요를 기대해야 한다. LPG선은 미국의 Shale 생산량 회복과 수출 증가가 전제되어야 하지만, 운임이 2017~18년 평균의 2.0배 수준으로 높으며 VLEC(Very Large Ethane Carrier) 등 신선종 발주도 예정되어 있어 상대적으로 견조한 발주세를 예상한다. 국내 조선업계 수주의 5~10%를 차지한다고 전망한다.

전세계 교역 재개 = LNG선 운임 반등으로 확인할 것

LNG선의 중장기 성장성은 의심의 여지가 없다. 1분기 중국의 LNG 수입 중단이 운임 급락을 초래했지만 4월 미국산 LNG에 대한 수입관세를 철폐, Lockdown 이후 LNG 교역 재개의 가능성은 높다. 만약 4월 이후에도 LNG선 운임의 반등이 나타나지 않는다면, 중국이 Lockdown 해제는 되었지만 역내 산업생산과 소비만 활성화된 것으로 풀이될 수 있다. LNG선 운임 반등이 COVID-19 이후 전세계 교역 재개의 신호탄으로 해석된다고 전망한다.

사상 초유의 마이너스 유가라는 폭락기의 한가운데에서 Oil & Gas 개발 프로젝트의 자금 조달은 일정기간 불투명할 것이다. 개발업체들의 Credit Risk가 완화되지 않았고, 기초자산인 Oil과 Gas의 가격도 변동성이 완화되지 않았기 때문이다.

일부 LNG 프로젝트 지연은 불가피, 미국 액화 터미널 중 Tolling Agreement 체결 플랜트는 진행

최근 호주 자원개발업체 Santos는 Barossa 가스전 개발의 최종투자승인을 연기했고, ExxonMobil도 Rovuma LNG(Area 4) 프로젝트 투자승인을 연기했다. LLOG의 Shenandoah Phase 1과 Shell사의 Whale 개발 사업 등 멕시코만 2개 프로젝트도 투자결정이 지연될 리스크도 있다.

그러나, 현재 건설 중인 액화플랜트에 신규로 소요될 LNG선만 최소 85척이다. 해당 프로젝트들의 장기 구매계약 개시 시기를 감안하면 2021년 상반기까지 발주가 확정되어야 한다. 최근 투자결정이 연기된 프로젝트의 대부분은 2024년 이후 인도분으로, 설사 LNG 프로젝트의 투자가 1~2년 연기되더라도 LNG선의 성장성을 훼손시킬 이슈는 아니다. 미국에서 진행 예정인 LNG 프로젝트는 가스전 개발이 아닌 액화플랜트 건설도 많다. 미국 전역에서 생산되는 천연가스를 파이프라인을 통해 액화플랜트로 이송하면, 이를 LNG로 액화(Tolling Agreement)시켜 수출하는 목적의 투자다. Oil & Gas 자원개발 프로젝트의 불확실성과는 거리가 멀다.

표3 20년 최종투자승인(FID)이 예상되었던 LNG 프로젝트, 7개 프로젝트 지연 결정

프로젝트	MTPA	FID계획	FID(수정)	가동예정	운영업체
Port Arthur	13.5	2020	Delayed	2024	Sempra
Goldboro LNG	10	2020	Delayed	2023	Pieridae Energy
PNG LNG Expansion	2.7	2020/21	Delayed	2024	ExxonMobil
Papua LNG	5.4	2020/21	Delayed	2024	Total
Annova LNG	6	2Q20	Delayed	2024	Excelon
Qatar 6-Train Expansion	49	2020/21	3~6M delay	2025~27	Qatar Petroleum
Energia Coasta Azul	2.4	1Q20	2Q20	2024	Sempra
Obskiy LNG	5	1H20	2H20	2022~23	Novatek
Driftwood LNG	27.6	2020	2023	2024	Tellurian
Greater Tortue Phase 3	3.8	2020	2023	2026	BP
Greater Tortue Phase 2	3.8	2020	2022	2025	BP
Rovuma LNG	15.2	2020	2021	2025	ExxonMobil
Pluto Expansion	4.9	2020	2021	2024	Woodside
Woodfibre	2.1	2020	2021	2024	Pacific Oil&Gas
Rio Grande LNG	27	2020	2021	2024	NextDecade
Lake Charles	16.45	2020	2021	2025	Energy Transfer
Corpus Christi 3rd Phase	10	2020		2024	Cheniere
Freeport T4	4.5	2020		2024	Freeport LNG
Placquemines LNG	10	2020		2024	Venture Global
Commonwealth LNG	8.4	1Q21		2024	Commonwealth
합계	227.75				

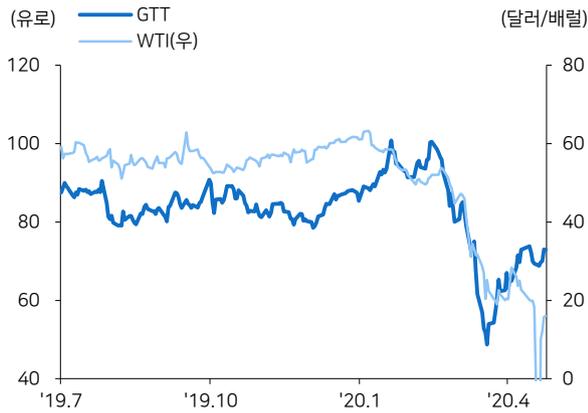
자료: Upstream, 메리츠증권 리서치센터

LNG 성장성 = GTT 증가, 성장성의 훼손징후는 없음. 유가 변동성 확대와 ESG는 Gas로 이동 촉진

만약, LNG의 중장기 성장성이 COVID-19로 훼손되었다면 LNG 성장의 최대 수혜기업인 프랑스의 GTT(GazTransport & Technigaz) 증가 급락으로 이어졌을 것이다. 중국의 LNG 일시 수입중단과 운임 급락으로 지난 2월 이후 GTT 주가는 급락했지만, 빠르게 회복하였고 유가 폭락에도 반등세를 유지했다. GTT는 LNG선 Membrane Containment System의 특허권자로 2019년 매출액의 94.9%가 로열티 수취다. 2019년말 기준 수주잔고 7.08억유로, 순이익률 49.7%, ROE 75.1%를 기록한 엔지니어링 업체다.

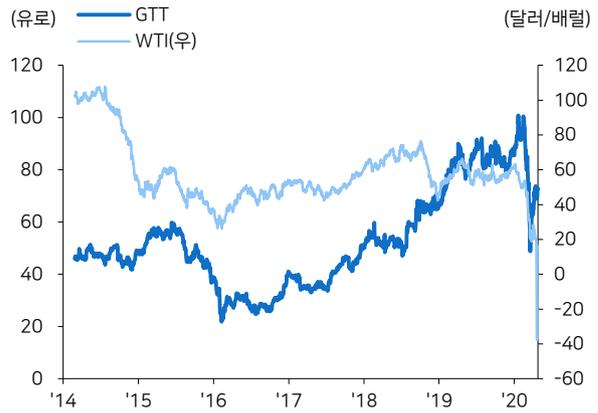
COVID-19에 의한 에너지 수요 감소의 우려는 2020년 내 완화되며, 유가의 변동성 확대와 ESG(Environmental, Social and Governance) Fund의 확대는 석유에서 가스로의 대체 속도를 가속화한다고 전망한다.

그림82 GTT 증가, 유가 대비 Outperform



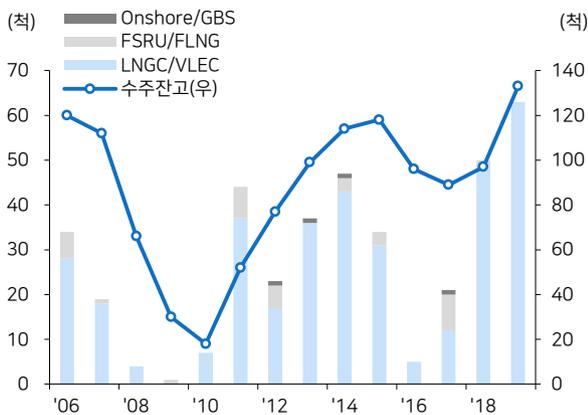
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림83 GTT 증가, 유가 장기 추이 - GTT의 Outperform



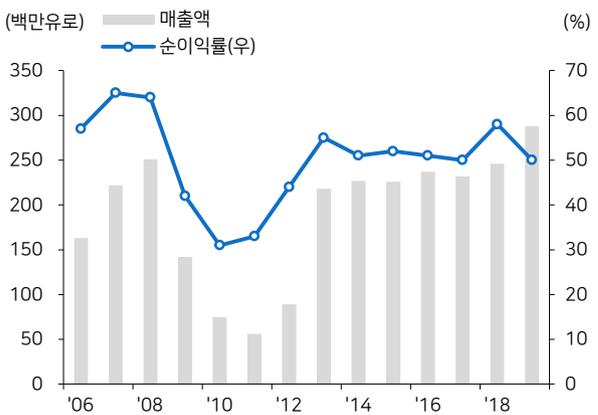
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림84 GTT 연간 수주 실적 및 수주잔고 추이



자료: GTT, 메리츠증권 리서치센터

그림85 GTT 연간 매출액 및 순이익률 추이



자료: GTT, 메리츠증권 리서치센터

7) 해양 – 보수적·제한된 투자, 기대치는 0

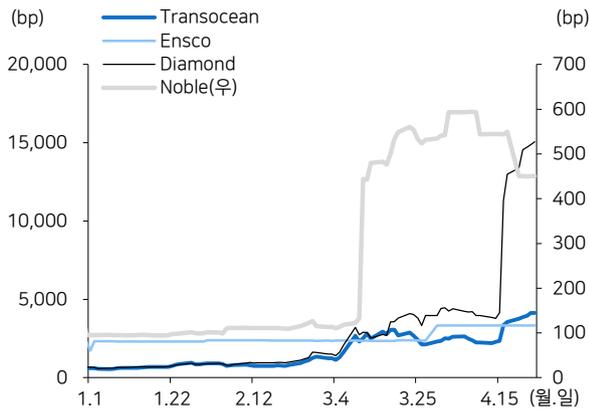
해양 시추업체 CDS 프리미엄은
연초 대비 4.7~22.5배 폭등,
Default Risk 반영 중

1분기에만 미국 622개 기업들의 신용등급이 하락하였고, 대부분이 에너지관련 기업들이다. 1월 1일 해양 시추업체 1위인 TransOcean의 CDS 프리미엄은 607bp, Diamond 671bp, Noble 95bp, Ensco는 1,736bp였다. 4월 24일 TransOcean CDS 프리미엄은 4,136bp, Diamond 15,069bp, Noble 450bp, Ensco 3,335bp로 4개월만에 4.7~22.5배 폭등했다. 미국의 제로금리와 비교하면 사실상 Default 단계로 평가 받는다는 의미다.

Oil Major도 급등했지만 안정적,
해양설비 발주 기대는 무리

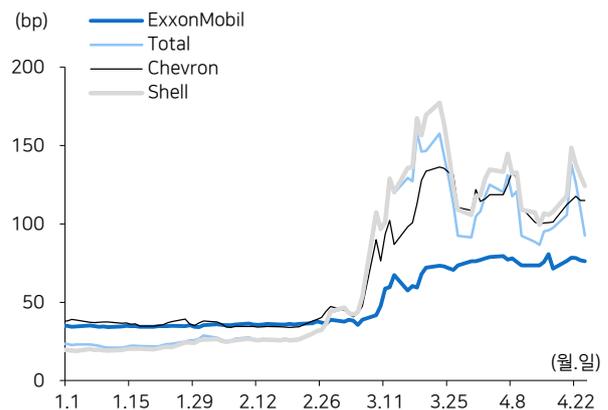
재무건전성이 월등히 우수한 Oil Major들의 CDS 프리미엄도 19~35bp에서 현재 76~124bp로 급등했다. 해양 시추설비와 생산설비 발주처들이 Credit 이슈가 부각되는 상황에서 신규 발주를 기대하는 것은 무리다.

그림86 해양 시추업체 일별 CDS 프리미엄 - Default Risk



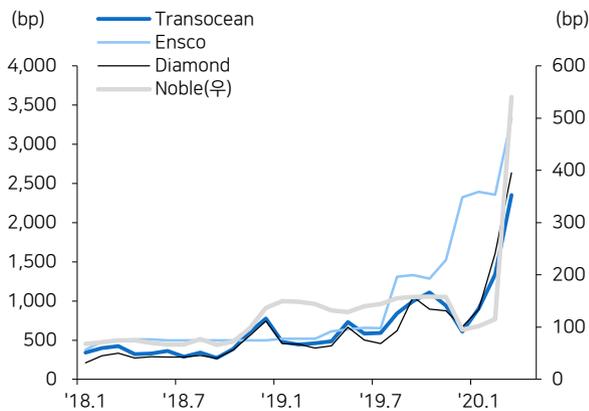
주: 2020년 4월 24일
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림87 Oil Major 일별 CDS 프리미엄 추이



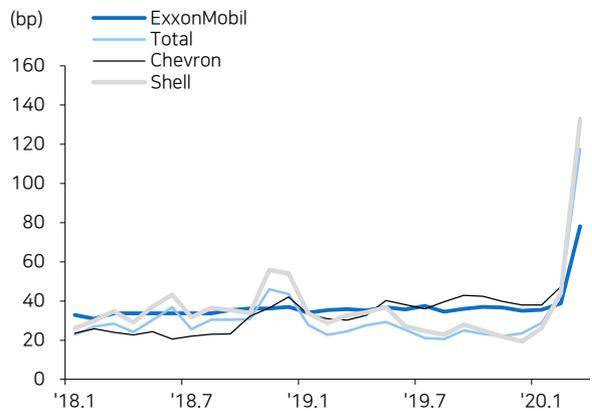
주: 2020년 4월 24일
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림88 해양 시추업체 월별 CDS 프리미엄 추이



주: 2020년 4월 24일
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림89 Oil Major 월별 CDS 프리미엄 추이



주: 2020년 4월 24일
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Top 5 Oil Major의 2020년 합산 CAPEX는 계획대비 25% 감축

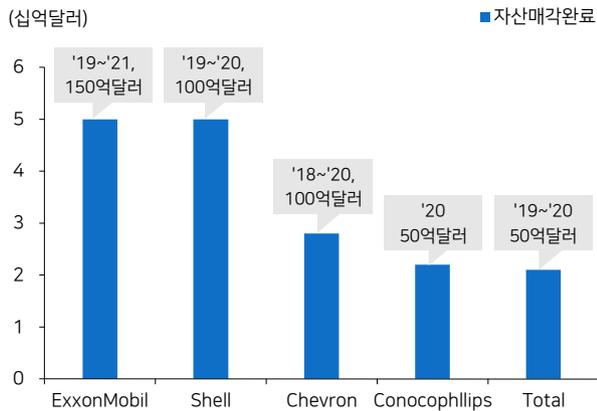
다국적 거대에너지기업(Oil Major)들은 2020년 자본적투자(CAPEX) 규모를 계획 대비 모두 20~40% 하향 조정하고 있다. 생산량 기준 전세계 Top5 Oil Major (ExxonMobil, Shell, Chevron, Total, BP)의 2020년 합산 CAPEX는 초기 1,190억달러에서 25.2% 감소한 890억달러로 수정되었다.

CAPEX 감축 대부분이 E&P, 유럽 Major의 투자는 Gas에 집중

세계 1위 Oil Major인 미국의 ExxonMobil은 연간 330억달러의 투자계획을 발표했지만, 230억달러로 30% 삭감했다. 호주의 해양 프로젝트인 Whiting Field Platform을 2년 이상 연기하고 Mozambique Area4 LNG 프로젝트의 최종투자승인도 연기했다. 프랑스 Total은 183억달러의 CAPEX 계획에서 33억달러를 감축한 150억달러로 수정 제시했다. 특히 E&P(Exploration & Production) 부분의 예산만 25억달러를 감축, 사실상 CAPEX 축소의 대부분이 자원개발 쪽인 셈이다. 특히 Total은 배럴당 35달러 미만의 유가가 연말까지 지속되면 90억달러의 손실이 발생할 수 있다고 밝혔다.

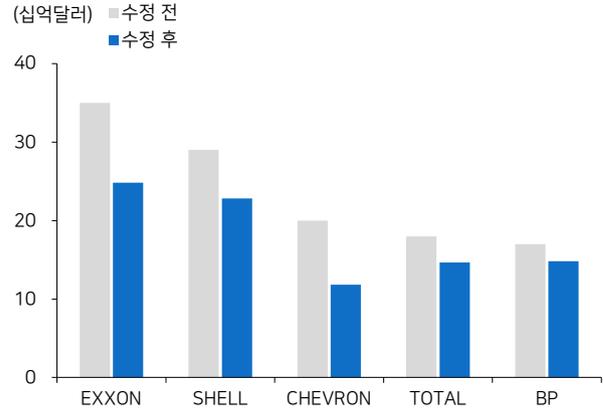
CAPEX 감축 이전에도 에너지기업들은 신규 투자를 보수적이고 제한적으로 진행하겠다고 천명해왔다. 또한, 비핵심자산의 지속적인 매각을 통해 핵심사업에만 집중하는 노력을 2018년 이후 진행하고 있다. Shell과 Total, BP 등 유럽계 에너지 기업들은 Gas에 대한 투자를 집중할 계획을 지속적으로 밝히고 있다. Oil에 집중된 투자의 흐름은 더 이상 유지되기 어렵다.

그림90 Oil Major Divestment 계획과 현황



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림91 유가 급락 후 Oil Major의 '20년 CAPEX 계획 수정



주: 각 사 2020년 CAPEX 계획안, 현재 Bloomberg 컨센서스 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

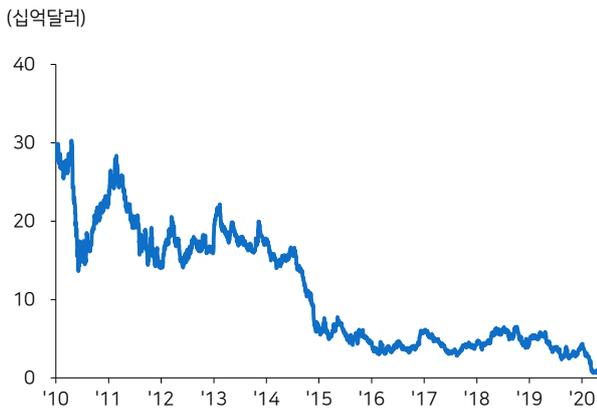
1위 시추업체 TransOcean, 3위 EnSCO 시가총액은 13년 대비 각각 3.0%, 0.6% 수준으로 폭락

CDS 프리미엄이 폭등하면서 Default Risk가 해양 시추업계 전반에 확대, 주요 기업들의 주가는 폭락세를 벗어나지 못하고 있다. 보유중인 해양 시추설비 선대를 기준으로 세계 1위인 TransOcean의 4월 24일 시가총액은 5.94억달러, 3위 EnSCO 시가총액은 0.94억달러에 불과하다. TransOcean 주가는 연초대비 85.9% 급락했고, EnSCO는 92.8% 급락했다. 해양 시추시장이 호조를 지속하던 2013년 TransOcean의 시가총액이 200억달러, EnSCO의 시가총액은 145억달러였다.

보유 시추설비 1기당 860만달러 평가 받는 수준, Drillship 미인도 분의 Risk 점검이 반드시 필요

양사가 보유한 해양 시추설비는 총 80기로 과점 체제인 Top 8 시추업체의 전체 설비 중 50.6%를 차지한다. 현재 주가는 Default Risk를 반영한 주가이나, 양사 합산 시가총액 6.88억달러를 보유 시추설비로 단순 환산하면 1기당 잔존가치를 860만달러로 평가받는 셈이다. 시추설비의 발주는 제외하더라도, 미인도 되었거나 인도 예정인 시추설비의 불확실성은 반드시 점검해야 하는 이유다.

그림92 TransOcean 시가총액 -5.9억달러(10년 30.3억달러)



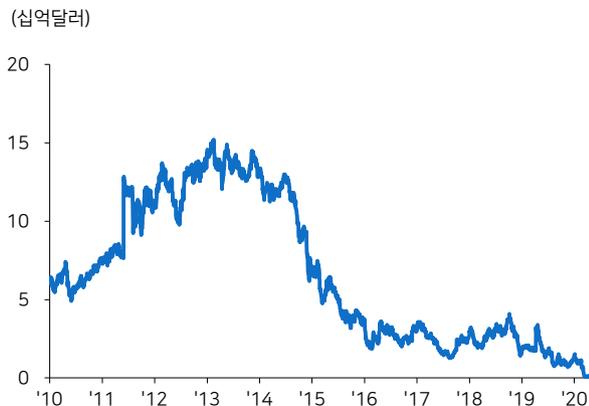
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림93 TransOcean 시가총액 - 1년 간 -90% 하락



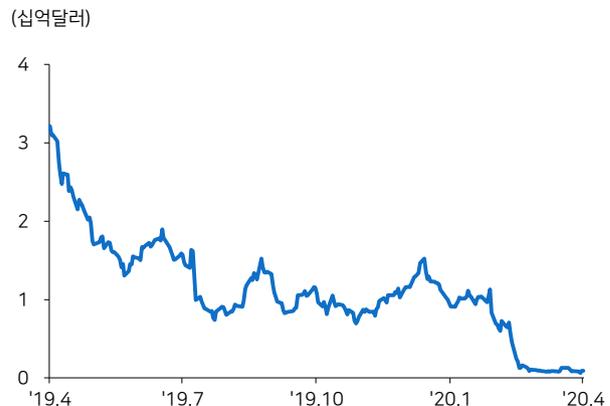
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림94 EnSCO 시가총액 추이 -0.9억달러(13년 15.2억달러)



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림95 EnSCO 시가총액 - 1년 간 -98% 하락



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. Pause, 2020년 발주환경의 변화는 불가피

1) 1등의 생존전략이 필요한 시기, 발주 전망치 38% 하향

확인해야 할 불확실성

- 1) 에너지원 가격의 적정레벨
- 2) 중국·유럽·미국의 교역 재개
- 3) QE 유동성, 선박금융으로 확대
- 4) CAPEX 재개의 동력

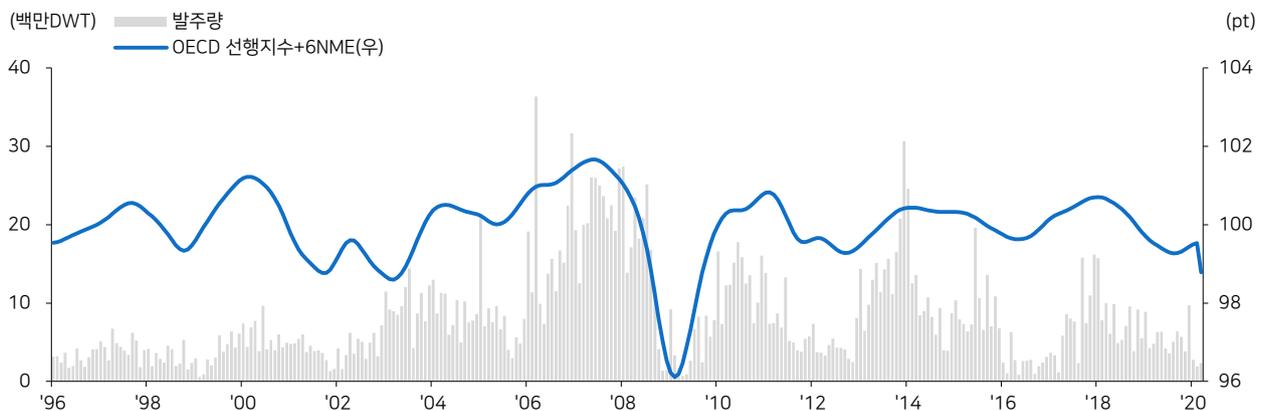
애널리스트는 예측 가능한 현재 변수를 토대로 미래에 예상되는 결과를 가치에 선 반영(Pricing) 한다. 이 가치가 현재의 기업가치를 상회한다면 투자의견 Buy와 그 가치에 맞는 Valuation 기준을 제시해왔다. 문제는 미증유(未曾有)의 현 상황에서는 예상되는 변수 자체가 불투명하다는 점이다. 낙관 편향(Bias)을 바탕으로 습관적인 '희망회로'를 돌려가면서, 업종의견 Overweight과 기업 투자의견 Buy를 외쳐온 것은 아닌지 되돌아 본다. 시장 참여자들의 합리적 투자 결정을 위해 Data를 근거로 논리적 방향을 제시하는 것이 애널리스트의 역할이다. 현 시점에서 논리적 방향성을 제시하기 위한 조건은 모든 것이 불투명하다.

1) 에너지원 가격의 적정 수준은 어떠한지, 2) 전세계적 완화는 아니더라도 최소 중국, 유럽, 미국 3대 경제지역의 교역 위축이 해소될 시기는 언제인지, 3) 중앙은행들의 양적완화(QE)가 위험 자산인 선박과 해양플랜트 발주를 위한 유동성 공급으로 이어질 시기는 언제인지, 4) 저금리·저물가 상황에서 산업계 기업들의 자본적투자(CAPEX)를 견인할 동력이 무엇인지, 불확실성이 너무도 크다.

유동성 확대 → 거래 확대 →
자산 가치 상승 → 발주 증가(?)

현재 자본시장의 흔들림은 2000년 911 사태나 2008년 미국발 금융위기를 넘어선 1930년대 대공황급이라고 이야기를 하지만, 주요국 정부의 대응은 사상 유례 없이 즉각적이고 동시다발적이며 대규모 부양책으로 쏟아져 나오고 있다. 돈이 풀리면 거래가 활성화되면서 자산 가치가 상승한다는 전통적인 Inflation 논리가 이번에도 적용될 것인지, 그렇다면 후행해서 발주회복을 예상해도 되는지 냉정히 판단할 필요가 있다. 과거의 전세계적인 위기와 현재 COVID-19가 촉발한 위기의 본질은 동일한지, 아니라면 그 차이는 무엇인지 다시금 확인해야 한다.

그림96 OECD 경기선행지수와 선박 발주량 추이 - 전세계 경제상황과 동일한 흐름



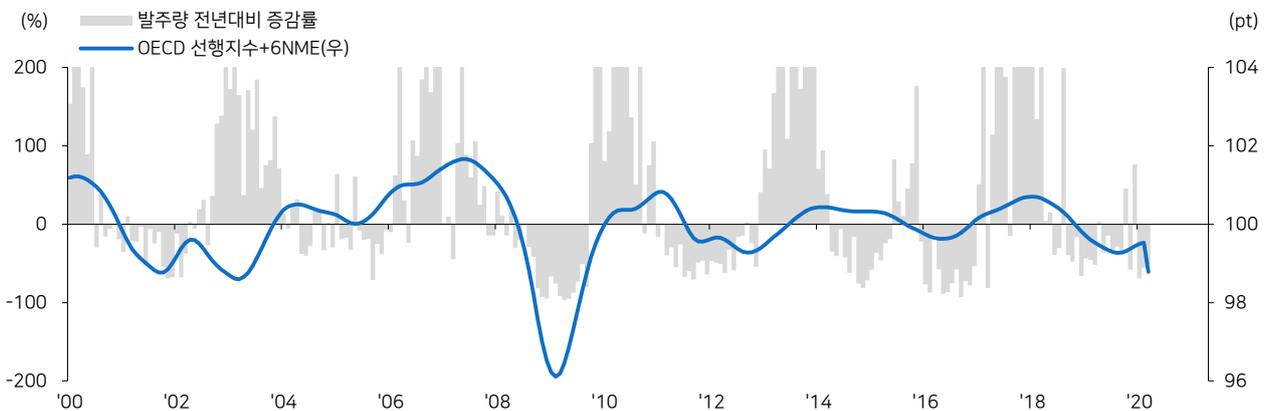
주: OECD의 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 러시아, 남아공 포함한 경기선행지수
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

**세계화로 OECD 경기와 발주량
동행, De-Globalization 가능성과
경기회복 확인이 우선**

에너지원 가격 'Free fall'은 여러 번 경험한 바 있지만, 전염병 'Pandemic'이 경제 위기와 맞물렸던 시기는 2009년 신종플루로 불린 인플루엔자A(H1N1)와 이번 COVID-19가 유일하다. 전세계적으로 신조어 'Untact'가 일반화된 적은 없으며, 역사상 Pandemic으로 볼 수 있는 1918년 스페인독감, 1957년 아시아독감, 1968년 홍콩독감은 세계화 이전에 발생했다. 세계화가 본격화된 2000년 이후 선박 발주는 OECD 경기선행지수와 동행하는 모습을 보여왔기에, 발주환경의 전망에는 경기에 대한 예측과 脫세계화(De-Globalization) 여부가 중요하다.

'Pandemic'과 에너지원 가격 'Free Fall', 신조어 'Untact'가 동시에 발생하고 국가나 가계가 아닌 기업들의 Credit Risk로 부각된 사례가 없다. 이번에도 문제없이 지나가고 과거 일상수준으로 되돌아갈 것이라는 기대감을 현재 기업가치에 반영할 근거가 없다. 산업재에 대한 자본적투자(CAPEX) 결정에 주요 변수인 시중금리도 제로금리를 경험했었던 사례도 없다.

그림97 OECD 경기선행지수와 선박 발주량 증감률



주: OECD의 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 러시아, 남아공 포함한 경기선행지표
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림98 미국, 유럽 금리 추이와 발주량



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림99 후판 가격과 Clarksons 신조선가 지수



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지난 20년간 Globalization의 최대 수혜는 산업재, 특히 조선업

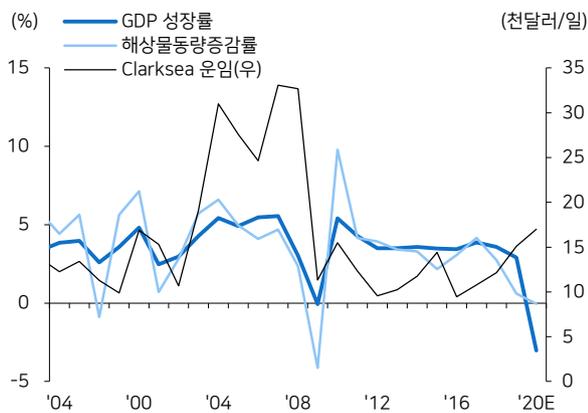
주요 국가들의 경제성장과 2000년대 초반 BRICs 성장을 중심으로 본격화된 세계화(Globalization)의 동력이자 최대 수혜는 교역량 증대와 관련된 산업재 시장이었다. 중국이 자원 순수출국에서 내수 성장에 따른 순수입국으로 전환되면서 러시아, 브라질 등 자원 수출국들이 급성장했고, 이는 벌크선과 탱커의 폭발적인 수요 증가를 견인했다. 세계화가 분업화로 이어지면서 세계의 공장 역할을 맡게 된 신흥국들의 투자확대는 컨테이너 수요확대를 견인했고, 에너지원 수요 급증으로 이어지면서 에너지 경제가 주도하는 역학관계가 구축되었다.

2020년 현재는 Data Power가 기업들 경쟁력의 원천이 되고 있고, 4차산업혁명이란 명제 하에 舊경제의 CAPEX 확대가 아닌 IT를 기반으로 한 Data Infra 투자의 비중이 증가하고 있다. 이런 상황에서 Pandemic에 따른 Unfact 움직임이 확대된다면, 대규모 유동성이 자본시장에 공급된다고 해도 10~15년 전처럼 산업재 부문의 투자확대를 기대하긴 무리다. 지난 25년간 전세계 GDP성장률과 해상 물동량의 상관관계는 +0.73, 물동량에 1년 후행한 발주량과의 상관관계는 +0.54로 높다. 미지에 대한 기대감보다 현재의 리스크를 반영할 시기로 판단하는 이유다.

Data Power가 경쟁력 원천으로 부각될 시기, QE는 신규수요 창출이 아닌 수요충격의 복원일 뿐

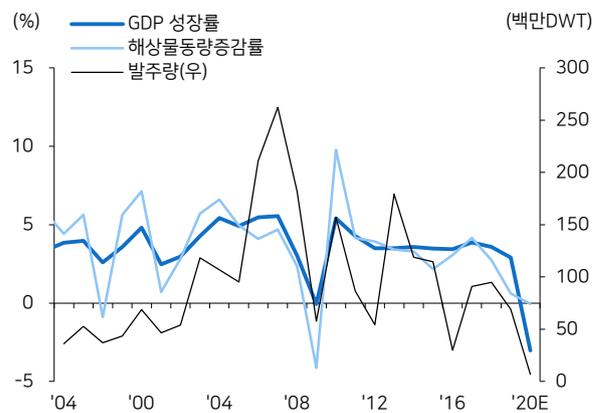
주요 국가들의 경기부양책은 유동성 공급을 통한 내수부양이 우선이다. CP나 P-CBO와 같은 기업 신용 경색을 해결하기 위한 재정정책은 신규 수요를 창출하기 보다는 급격한 수요충격의 복원에 기여할 뿐이다. 무엇보다도 사실상 제로수준까지 낮아진 금리가 상당기간 동안 지속된다면, 신규 발주의 회복속도는 가파를 수는 없다고 판단한다. 이는 전세계 조선업계의 수주잔고 감소를 초래할 것이며, 결국 신조선가의 반등을 기대하기 어려운 국면에 진입함을 의미한다. 예측하기 힘든 에너지원 가격과 경기회복의 속도는 차제하더라도, 투자자의 관점에서 가장 우선적으로 확인해야 할 지표는 결국 운임인 셈이다. 변화되는 흐름에 이번 COVID-19가 속도를 가속화할 가능성도 높다. 이러한 우려가 현실화된다면 국내 조선·중공업·운송업계의 경우 Paradigm Shift의 수혜 여부를 떠나, 생존에 대한 Risk를 점검할 시기가 도래한다고 본다.

그림100 전세계 GDP 성장률, 해상물동량, 해상운임 추이



주: GDP, 물동량은 2020년 전망치, 운임은 2020년 3월 말 기준
자료: IMF, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림101 전세계 GDP 성장률, 해상물동량, 발주량 추이



주: GDP, 물동량은 2020년 전망치, 발주량은 2020년 3월 말 기준
자료: IMF, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Clarksons, COVID-19 반영하여
2020년 발주 전망치 46.2% 하향

영국 조선·해운 통계기관인 Clarksons은 COVID-19에 따른 충격을 반영하여, 2020년 발주량 전망치를 기존 추정치 대비 46.2% 하향한 바 있다(Base Case). Clarksons의 태생이 선박중개업(Ship Brokerage)인 점을 고려하면, 중립적 시각이 아닌 발주자 측에 다소 유리한 전망치를 제시했을 가능성도 있다. 그럼에도, 전 세계에서 공신력을 인정받는 Clarksons이라는 통계기관이 COVID-19가 가져올 조선·해운산업의 영향력을 분석했다는 점에서 참고할 가치는 충분하다.

2020년 발주 전망치: 1,345척 →
724척, 2016~19년 평균 663척

COVID-19 발생 이전 Clarksons이 예상한 2020년 선박 발주량은 1,345척으로 2016~19년의 연평균 663척대비 2배 증가한 수준이었다(2만DWT 이상급). 유가 급락 이전인 2013~15년의 연평균 발주량 1,509척에 비하면 다소 적은 수준이며, 2010~19년 10년간의 평균 발주량 1,822척의 74% 수준이었다. 그럼에도, 2016년 연간 발주량 256척, 2019년 발주량 646척에 비해서는 확연한 회복세를 예상한 것이다. 그 근거는 앞에서 언급한대로 IMO2020에 따른 노후선 폐선과 친환경선 교체발주, 경기회복에 따른 벌크선과 탱커의 점진적인 개선이었다.

하향조정 폭이 큰 순서: 크루즈선
>화학제품운반선>벌크선>유조선>
컨테이너선>해양지원선>Gas선

지난 3월 19일 COVID-19의 영향을 반영한 수정 전망치는 2020년 724척으로 기존 추정치 대비 46.2% 하향했다. 크루즈선(-88.9%), 화학제품운반선(-56.9%), 벌크선(-51.6%), 유조선(-46.2%), 컨테이너선(-45.5%), 해양(-44.9%, PSV·FPSO 등 선박형), LNG선(-42.9%), 자동차운반선(-37.5%), PC(-29.7%), LPG선(-6.7%) 순으로 하향 조정 폭이 컸다. 수정된 2020년 발주량 전망치에 실제 발주가 수렴한다면, 해양과 화학제품운반선은 20년래 최저수준이며 PC는 20년래 최저치를 하회하는 수준이다. 화학·정유관련 선박의 전망치 하향 조정 폭이 가장 컸다. 반면, COVID-19의 부정적 효과를 반영해도 LPG선과 LNG선은 상대적인 강세를 예상한 셈이다. 2021년 Clarksons의 수정 발주량 전망은 1,238척으로 2020년 대비 71.0% 증가한 규모다.

표4 Clarksons의 COVID-19에 따른 전세계 발주량 전망치 수정 내역 - 46.2% 하향

(척)	연평균 발주량 ('10~'19)	COVID-19			최소 발주량	
		전	후	증감률(%)	10년치	20년치
유조선	91	130	70	-46.2	32	32
PC	199	145	102	-29.7	107	107
화학제품운반선	84	72	31	-56.9	30	30
벌크선	601	320	155	-51.6	70	70
LPG선	61	45	42	-6.7	19	14
LNG선	41	105	60	-42.9	4	4
컨테이너선	177	220	120	-45.5	85	22
Ro-Ro&Ferry	58	41	39	-4.9	26	26
Vehicle Carrier	18	16	10	-37.5	2	2
크루즈선	20	36	4	-88.9	7	1
해양	303	78	43	-44.9	45	45
기타	169	137	48	-65.0	97	97
총계	1,822	1,345	724	-46.2	524	450

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Clarksons 전망 하향의 근거

- 1) 해운업계 Credit Risk 부각
- 2) 유가급락, Oil/Gas 투자 위축
- 3) 폐선업체 Shut down, 위축
- 4) 유럽 기자재 업체 공급 지연

Clarksons의 전망치 하향 조정의 현실화 여부나 조정 폭에 대한 논란보다는 발주 전망을 하향하는 근거를 살펴볼 필요가 있다. Clarksons의 하향 조정 근거는 크게 네 가지로 판단한다. 1) 교역 중단에 따른 수요급감으로 운임 하락이 불가피, 해운 업체들의 Credit Risk 부각에 따른 자금 압박 가능성, 2) 유가 급락에 따른 Oil & Gas 관련 투자의 급격한 위축, 3) 폐선업체들의 가동 중단에 따른 폐선활동 위축, 4) 유럽 조선 기자재업계의 Shut-down에 따른 기자재 공급 지연 가능성이 발주 전망치 하향의 근거로 보인다.

2019년 전세계 해상 물동량의 화물 비중은 벌크화물 44%, Oil·화학·정유제품 28%, 컨테이너 16%, Gas 4% 수준이다. 2020년 물동량 성장률을 벌크 +0.5%, 원유·석유제품 +1.7%, 컨테이너 -4.9%, Gas +6.5%로 예상했었다. IMF의 전세계 경제성장률 예상치인 -3.0%를 벌크화물과 원유·석유제품에 적용하면, 톤마일효과를 제외한 물동량 성장률은 -2.5%로 역성장할 가능성이 높다.

2020년 발주 전망치 38% 하향.
발주액 \$506억(-33.6% YoY),
발주량 0.57억DWT(-17.9% YoY)

2020년에는 폐선 활동의 본격적 재개가 어렵다고 가정하고 벌크화물과 컨테이너, Oil·화학·정유제품의 물동량 성장률을 -2.5%로 적용하여, 2020년 발주액 전망치를 37.7% 하향한다. 연간 발주액 506억달러(-33.6% YoY), 발주량 5,670만 DWT(-17.9% YoY), 평균신조선가는 128p로 전망한다.

표5 전세계 선박+해양플랜트 발주량 추이 및 전망 - 기존 전망치 대비 발주액 -38% 하향 조정												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 YTD	2020E (기존)	2020E (수정)
신규발주금액(십억달러)	105.1	91.2	136.3	114.2	89.0	36.7	69.7	78.7	76.2	5.5	81.2	50.6
컨테이너선	19.8	4.1	18.8	10.2	18.4	2.8	5.9	11.0	6.8	1.1	6.5	3.9
벌크선	17.2	9.3	36.5	23.9	10.4	2.6	12.2	14.1	9.1	0.7	11.1	6.7
탱커	7.2	7.8	19.2	16.4	25.0	5.1	14.6	11.9	11.1	1.9	15.3	6.2
Gas선(LNG/LPG)	11.1	10.1	13.3	22.1	11.0	2.4	4.3	15.3	14.1	0.5	21.0	17.2
기타	3.0	5.9	4.0	13.7	14.1	19.3	24.6	19.7	27.5	0.5	18.0	11.8
Offshore	39.5	46.4	34.3	20.8	5.9	2.2	6.6	4.5	6.6	0.8	7.3	3.8
Other Offshore	7.2	7.6	10.1	7.1	4.3	2.2	1.5	2.1	0.9	0.0	2.0	0.9
상선 발주금액	58.3	37.2	91.9	86.3	78.8	32.2	61.6	72.1	68.7	4.6	71.9	45.9
해양 발주금액	46.8	54.0	44.4	27.9	10.2	4.4	8.1	6.6	7.5	0.8	9.3	4.7
신규발주액 증감률(%)	-5.4	-13.2	49.5	-16.2	-22.0	-58.8	90.2	12.8	-3.1	-92.8	24.5	-33.6
상선(YoY, %)	-28.5	-36.2	147.1	-6.1	-8.6	-59.2	91.3	17.0	-4.7	-93.2	4.7	-33.2
해양플랜트(YoY, %)	58.5	15.5	-17.7	-37.1	-63.5	-56.4	82.7	-18.8	14.0	-88.8	23.7	-37.1
상선 발주량(백만DWT)	86.6	54.4	179.1	119.0	114.5	29.8	91.0	94.9	69.0	7.0	84.6	56.7
컨테이너선	21.9	5.1	24.6	12.9	23.7	3.7	8.6	13.7	8.3	1.5	10.1	-7.0
벌크선	41.7	24.4	104.1	63.4	29.6	10.6	43.2	44.5	26.7	1.6	24.1	16.3
탱커	11.9	14.0	37.4	28.1	51.4	12.2	34.5	26.7	24.1	3.6	25.5	13.4
Gas선(LNGC/LPGC, 백만CBM)	8.8	8.0	11.0	16.8	9.3	1.9	3.7	13.9	12.1	0.4	14.3	12.9
기타	6.1	6.2	6.4	4.7	4.2	2.2	2.5	2.2	2.9	0.1	10.6	7.2
YoY(%)	-44.8	-37.2	229.6	-33.6	-3.8	-73.9	205.1	4.3	-27.3	-89.9	22.5	-17.9
Clarkson 신조선가지수	139.1	126.4	133.3	137.8	131.0	122.6	124.9	130.0	129.8	129.0	135.0	128.0

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

폐선활동 위축이 지속된다면, 상황개선의 기대는 지연이 불가피

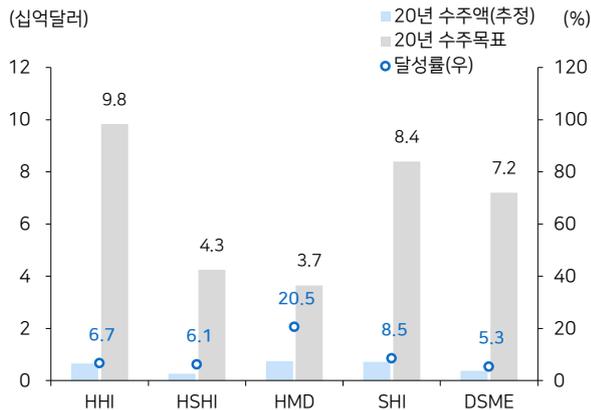
해양플랜트의 핵심 기자재를 제외하고 일반 상선의 국산화율이 90%를 상회하는 국내 업계에게 있어서, Clarksons의 전망치 하향 근거 중 유럽 기자재업체의 가동 중단에 따른 파급효과는 크지 않다고 본다. 해운업계의 Credit Risk는 이미 High Yield Bond의 급격한 스프레드 확대에 예견되었던 내용이다. 우리가 간과하고 있었던 변수는 폐선업체들의 가동중단에 따른 부정적 영향이라고 판단한다. 미국과 유럽이 COVID-19로 Lockdown에 진입한 1~2달 뒤부터 방글라데시, 인도, 파키스탄 등 폐선업체가 몰려있는 국가들이 Lockdown에 진입했다.

조선업종의 구조적 시황 회복 조건이 수급 개선에 따른 발주 증가임은 분명하다. 수요를 예측할 수 없는 현재 상황에서 공급 측면의 개선이 중요할 수밖에 없다. 공급 측면의 개선은 1) 조선업계의 Consolidation이나 2) 환경규제 강화와 연비 효율성 부각에 따른 노후선의 폐선 확대에서 나온다. 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수에 대한 유럽연합(EC)의 기업결합심사가 COVID-19로 인해 연기된 상황에서, 조선업계의 Consolidation은 2nd Tier 이하 조선업계의 파산(Default) 밖에는 기대하기 어렵다. 선령이 20년 경과한 노후선의 순차적인 폐선과 그에 따른 공급축소가 가장 현실적으로 기대할 수 있는 개선요인이다. 폐선활동이 전면 중단된다면 노후선 폐선에 따른 친환경선박의 교체발주 기대도 지연될 수밖에 없다.

2020년 전망치 하향을 적용하면 국내업계 수주목표 달성은 불가능

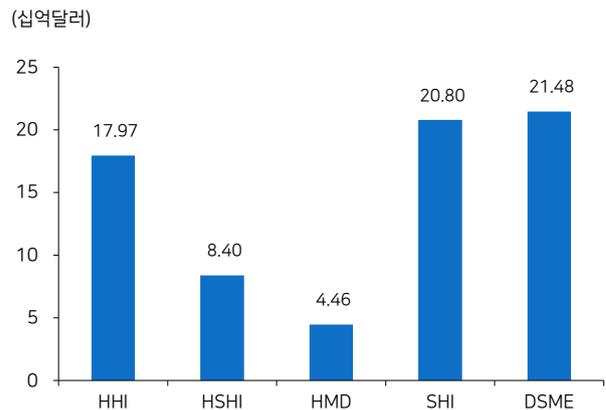
2020년 전세계 선박과 해양플랜트 발주액이 506억달러 수준에 그친다면, 국내 조선업계의 2020년 수주목표 달성은 불가능하다. 국내 조선업계의 2020년 수주목표액은 333억달러(+23.3% YoY)이며, 이 중에서 해양플랜트 수주목표는 47.3억달러(삼성 25억달러, 현대 18.3억달러, 대우 4.0억달러 추정)로 추정된다. 사실상 해양플랜트 발주를 0로 가정하면, 실 수주목표는 286억달러다. 이를 달성하기 위해서는 국내업계의 선박수주 점유율이 56.5%를 차지하거나, 3년 평균 점유율 36% 기준으로 역산 시 전세계 발주가 794억달러로 증가해야 한다.

그림102 업체별 수주목표 및 달성률 현황



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림103 업체별 수주잔고 현황(인도기준)



주: 2020년 3월 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

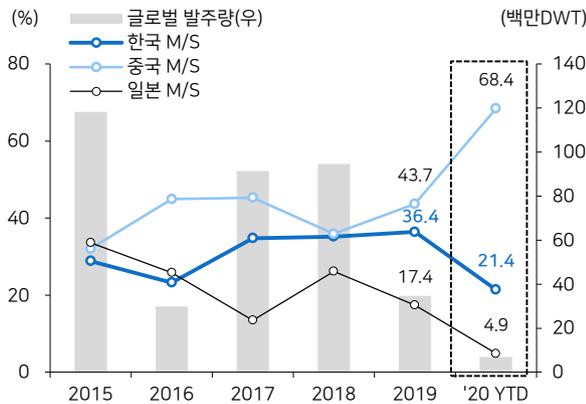
국내 업계 2020년 수주액 211억 달러로 수정 전망, 목표치 64% 수준 달성 예상

당사의 수정 전망치인 2020년 발주액 506억달러 기준, 국내 조선업계의 2020년 예상 수주액은 211억달러(-21.8% YoY)으로 전망한다. 이는 Gas선 시장 점유율을 80%로 가정하고, 타 선종의 점유율을 36%로 적용한 기준이다. 국내 업계의 수주목표 대비 평균 64%의 달성에 해당하는 수준이다.

물론, QatarGas의 LNG선 발주가 모두 연내에 확정되고 모잠비크와 러시아, 미국 등 LNG 프로젝트의 발주가 연내에 확정된다면, 100% 수주달성도 가능하다. 또한, Lockdown 해제가 2분기 중 가시화되고 하반기 빠른 경기회복이 나타난다면, 전세계 발주가 794억달러(당사 기준 예상치 812억달러)를 상회할 수도 있다.

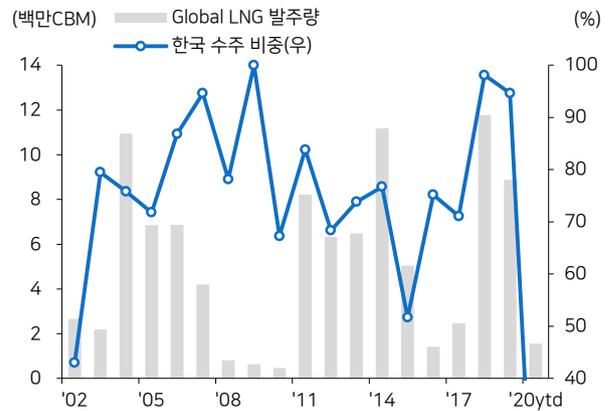
앞에서 언급한대로 막연히 '희망회로'를 돌리기보다는 '제로 금리 + 유가 폭락 + 수요 충격'이란 쇼크가 모두 해소되기에는 시간이 필요하며, 전세계 경기의 축소판인 조선업종이 우선적 수혜를 볼 수 없다는 현실을 직시해야 한다고 본다. 전세계 경기와 해상물동량은 동행하며, 물동량에 후행하는 것이 선박 발주였다. 양적완화로 급증한 유동성이 선박금융시장으로 유입되면서 신규 발주로 이어지기 위해서는 Credit Risk 해소가 선결조건이다. 지금은 1등의 생존전략이 필요한 시기이지, 희망회로를 재가동할 시기가 아니다.

그림104 전세계 선박 발주량과 한·중·일 M/S 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림105 전세계 LNG선 발주량, 한국 수주 점유율 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 탱커 운임↓ + LNGC 운임↑ + 폐선량↑ 를 기다릴 시기

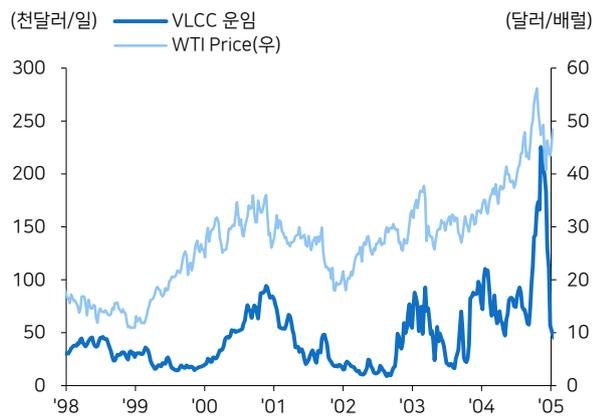
업황 회복의 시그널 3가지

- 1) 탱커 운임의 하향 안정화
- 2) LNG선의 운임 반등
- 3) Lockdown 해제, 폐선량 증가

조선업종의 회복 신호는 크게 3가지로 보며, 주가의 빠른 반등보다는 시그널이 확인되면서 점진적인 회복을 예상한다. 과거와 달리 낮아진 레벨에서 유가의 반등만으로는 주가를 견인하기 어렵다고 본다. 회복의 시그널은 1) 탱커 운임의 하향 안정화, 2) LNG선의 운임 반등, 3) Lockdown 해제 후 폐선량의 증가로 판단한다.

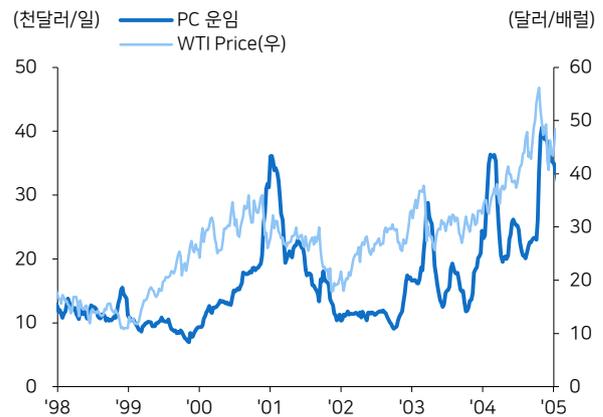
1) 4월 12일 OPEC+ 산유국들은 5월 1일부터 두 달간 2018년 10월 생산량 대비 일산 970만배럴의 감산에 합의했다. 저유가 시대임을 인정하고 현재 쇼크에서 벗어나 유가가 수급밸런스를 정상적으로 반영한다면, 탱커운임과 유가는 동조화되어야 한다. 비정상적으로 폭등한 탱커운임이 하향 안정화되는 과정이 필요하다.

그림106 저유가시기의 VLCC운임과 유가 상관관계 +0.66



주: 2020년 4월 24일 기준, VLCC운임-유가 상관관계는 0.12
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림107 저유가시기의 PC운임과 유가 상관관계 +0.66



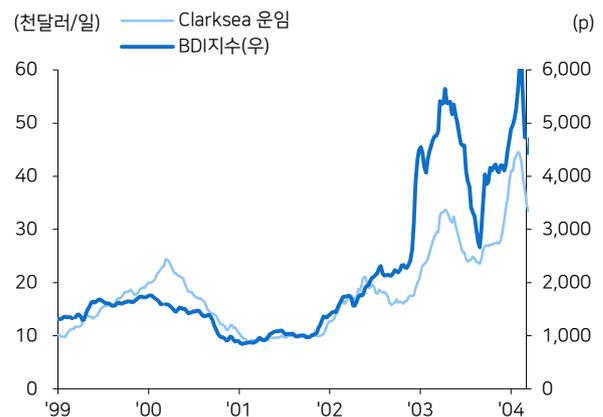
주: 2020년 4월 24일 기준, PC운임-유가 상관관계는 0.10
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림108 저유가시기 국내 조선 3사 합산 시가총액과 유가



주1: 2020년 4월 24일 기준
 주2: 한국조선해양, 현대미포조선, 삼성중공업의 합산 시가총액 기준
 자료: Bloomberg, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림109 저유가시기 선박운임 추이



주: 2020년 4월 24일 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

수급과 무관하게 5배 폭등한
탱커 운임, 감산합의와
저장수요 감소의 시그널은
탱커운임 하향 안정화

탱커는 원유(Crude Oil)나 석유·화학제품(Product, Chemical)을 운반하는 선박이다. 전세계 공급이 축소(감산, 구조조정)되거나, 수요가 증가(경기 회복)함에 따라 탱커의 운임은 유가에 비례하여 변동한다. 최대 210만배럴의 원유를 운송하는 VLCC의 2019년 4월 5일주 Spot Rate WS(World Scale, 사우디 Ras Tanura-중국 Ningbo 노선)지수는 37.5p였지만 2020년 4월 3일주는 185p로 4.9배 폭등했다. VLCC Spot 운임은 1년전 일평균 35,000달러에서, 지난 3월 32만달러까지 폭등한 이후 현재 18만달러 수준을 형성하고 있다. 유가가 폭락하고 원유 교역이 급격히 위축된 상황에서, 탱커운임의 폭등은 정상적인 상황이 아니다.

5월부터 감산 합의가 이행 데이터로 확인되고 VLCC 등 탱커 운임이 하향 안정화 되면서 실질적인 공급축소가 확인되어야 한다. 원유 수요가 일일 최대 3천만배럴 까지 감소하면서 육상 저장 설비가 포화 상태에 치닫고, 해상 저장을 위한 VLCC 용선이 급증하면서 VLCC 등 탱커운임은 비정상적으로 폭등했다. 4월 현재 전세계 VLCC 선대는 815척이며 이 중에서 약 10%의 VLCC가 저장용으로 용선되었다고 추정된다. 1998~2003년 저유가 시기에 VLCC운임, PC운임과 유가의 상관관계는 +0.66이었다. 감산합의가 데이터로 확인되면 물동량(Q) 감소와 저장능력 포화상태가 개선되면서 비정상적인 탱커의 운임이 하향 안정화된다. 유가가 정상적인 흐름으로 회귀한다면, CAPEX 투자의 완만한 회복을 기대할 수 있다.

중국 Lockdown = LNG선 운임 ↓
중국의 정상화 = LNG선 운임 ↑

2) 중국의 Lockdown 시행 이후 운임이 가장 크게 하락한 선종은 LNG선이다. IMO2020 시행에 따른 Fuel 대체 수요와 중국·유럽 등 에너지 소비국의 친환경 정책으로 전세계 LNG 수요는 지속적인 증가가 예상된 상황이었다. 중국이 1분기 불가항력을 선언하며 LNG 수입을 일시 중단했고, 투입처가 일시에 사라진 LNG 선 Spot운임은 61% 급락했다. 반면 국제유가의 폭락 대비 미국 천연가스 가격은 상대적인 강세를 유지하고 있다. 미국 Shale Gas를 아태지역으로 수출 시 액화 처리 비용과 운송 비용은 MMBTU당 2.5~3.0달러가 추가되며, 아태지역 수입국들의 기존 LNG수입은 유가 연동제다(LNG Price=(0.13~0.15) x Oil Price + α).

그림110 WTI와 미국 천연가스 가격 추이 - 유가의 1/6~1/8 Band를 유지했던 LNG, COVID-19 이후 급락한 유가 대비 견조세



주: 2020년 4월 24일 기준, Henry-Hub LNG 가격은 단위인 달러/MMBtu를 달러/배럴로 환산한 가격
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

천연가스 고평가 < WTI 과매도, 이론적 WTI 적정밴드 27~39달러 추정, LNG선 운임 반등이 필수적

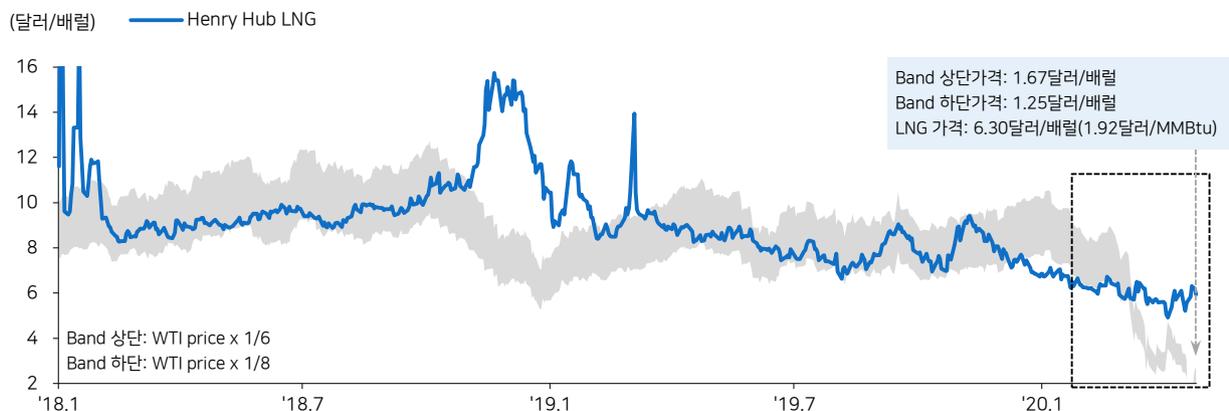
일반적으로 유가의 1/7 수준에서 LNG 도입단가가 산정되어 왔고 미국 천연가스 가격인 Henry Hub가 1.5~1.9달러 수준임을 감안하면, WTI의 적정밴드는 배럴 당 27~39달러로 추정된다. WTI가 17달러 수준인 현 상황은 유가의 과매도 국면이거나, 천연가스 가격의 고평가 국면일 수 있다. 천연가스는 운송수요 비중이 작고 채고 이슈가 없기에, 현재 고평가 구간으로 보기 어렵다. 중국의 LNG 수입이 정상화되고 친환경 기조가 훼손이 없다면 LNG선 운임은 다시 반등할 것이며, 이는 Lockdown 이후의 정상화와 LNG 프로젝트의 지연 우려를 완화시킬 수 있다.

표6 현재 건설중인 LNG 액화플랜트에 소요되는 LNG선 신조 수요는 85척

프로젝트명	위치	가동시작	생산량(MTPA)	LNG선 요구량(척)
Cameron T3	US East	2020	4	6
Freeport Train 3	US East	2020	4.6	7
PFLNG 2	Asia Pacific	2021	1.4	2
Corpus Christi T3	US East	2022	4.5	7
Tangguh Phase 2	Asia Pacific	2022	4.5	7
Calcasieu Pass	US East	2023	8	13
Coral FLNG	East Africa	2023	3.4	6
TortueFLNG	West Africa	2023	2.4	4
Arctic LNG-2	Russia	2023	19.8	32
Sabine Pass T6	US East	2023	4.5	7
LNG Canada	Canada West	2024	14	23
Mozambique LNG (Area 1)	East Africa	2024	11.2	18
NLNG T7+expansion	West Africa	2024	8	13
Golden Pass	US East	2025	15.6	25
총계				172
현재 Orderbook				80
가용 선박				7
예상 발주량				85

자료: GTT, 메리츠증권 리서치센터

그림111 WTI와 미국 천연가스 가격 추이 - 20년 3월부터 급격히 추세를 이탈하고 있는 WTI



주: 2020년 4월 24일 기준, Henry-Hub LNG 가격은 단위인 달러/MMBtu를 달러/배럴로 환산한 가격
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

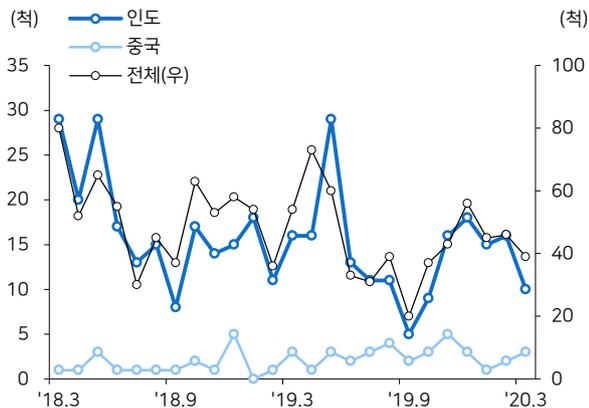
폐선 M/S 81%인 방글라데시와 인도의 뒤늦은 Lockdown, 공급 축소(폐선)에 따른 개선은 지연

3) IMO2020이 규제를 통한 교체수요 창출의 Trigger라면, 공급 축소에 따른 시황개선의 신호는 폐선에서 나와야 한다. 전세계 폐선량의 80.8%를 담당하고 있는 방글라데시와 인도는 미국, 유럽보다 1달 이상 늦게 COVID-19 영향권에 포함, Lockdown이 진행 중이다. 저임금 노동력을 대규모 투입하는 폐선(Scrap) 특성상, Lockdown이 해제되더라도 과거 평균으로 돌아가기에는 시간이 더 필요하다.

화물선 중 20년 이상 선령 비중은 척수기준 37%, 톤수기준 9%

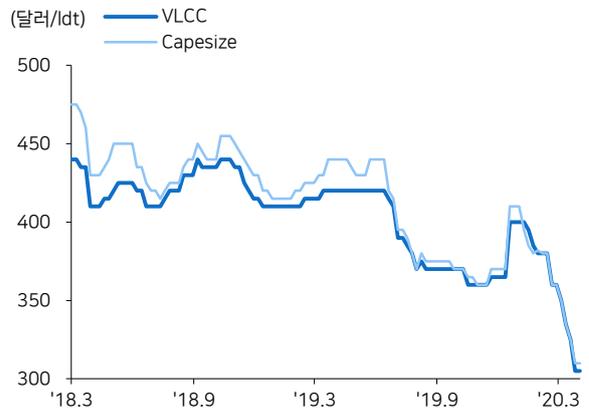
폐선을 팔려는 주체보다 중개업자나 폐선업체의 가격 협상력이 높아지면 폐선가격(Scrap Value)은 하락하며, 이는 중고선 잔존가치 하락으로 이어질 개연성이 있다. 2000년 이전 건조된 선령 20년 이상 화물선은 총 20,526척, 1.14억GT로 전체 화물선 중 척수기준 36.5%, GT 기준 8.8%를 차지한다. 이 노후선박이 3년간 폐선된다고 가정하면 전체 선복량의 3%가 매년 감소하는 셈이다. 총 화물선 56,222척을 기준 단순히 매년 3%(GT 기준)라면 2020년 예상 발주량의 80% 선박이 해체된다는 의미다. Lockdown 이후 폐선량 증가세 확인이 필요한 이유다.

그림112 지역별 폐선량 추이 - 중국, 인도 Lockdown 영향



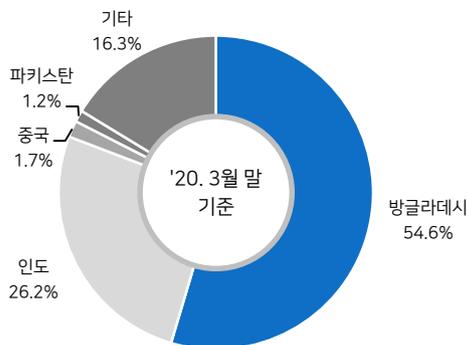
주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림113 인도의 선종별 스크랩 가격, 4월 Lockdown 시작



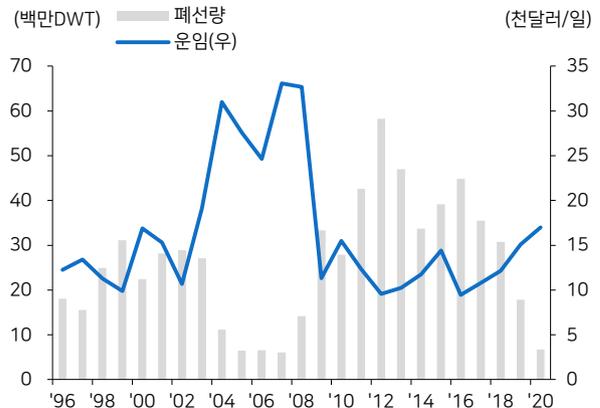
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림114 국가별 폐선량 점유율 - 방글라데시, 인도가 압도적



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림115 폐선집행량과 Clarksea 운임 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

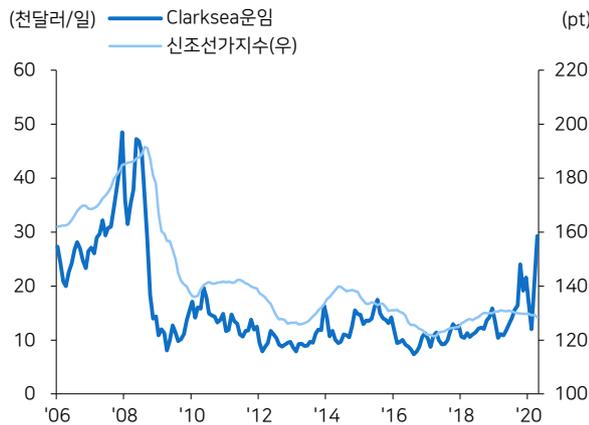
3) '희망회로'를 다시 돌리기엔 성급, Outperform은 무리

유동성 공급 → Risk-on → 선박
금융시장 회복에는 시간이 필요,
Valuation 상단의 하향은 불가피

이탈리아, 스페인 등 유럽 COVID-19 확산세가 정점을 지나고 전세계 감염자의 1/4 이상을 차지한 미국의 확산세가 기대대로 4월에 Peak-out을 한다면 리스크 완화의 기대감이 주가의 빠른 회복으로 이어질 수도 있다. 그럼에도, 경기 회복에 따른 교역 재개와 중앙은행들의 유동성 공급이 상업은행들의 여신재개로 확산되고 실물투자의 Risk-on이 확산되기에는 시간이 필요함은 분명하다.

과거와 같은 '경제성장→해상 물동량 증가→운임 상승→발주 증가→선가 상승→수익성 개선→Valuation Re-rating'은 기대하기 어렵다. COVID-19의 충격이 완화되면서 조선업종이 지난 20년간 유지해온 Valuation 저점 PBR 0.37배는 지지된다. 저유가 시대를 인정한다면 Valuation 고점이 하향되어야 함도 자명하다.

그림116 운임과 신조선가 지수 간 상관관계 +0.83



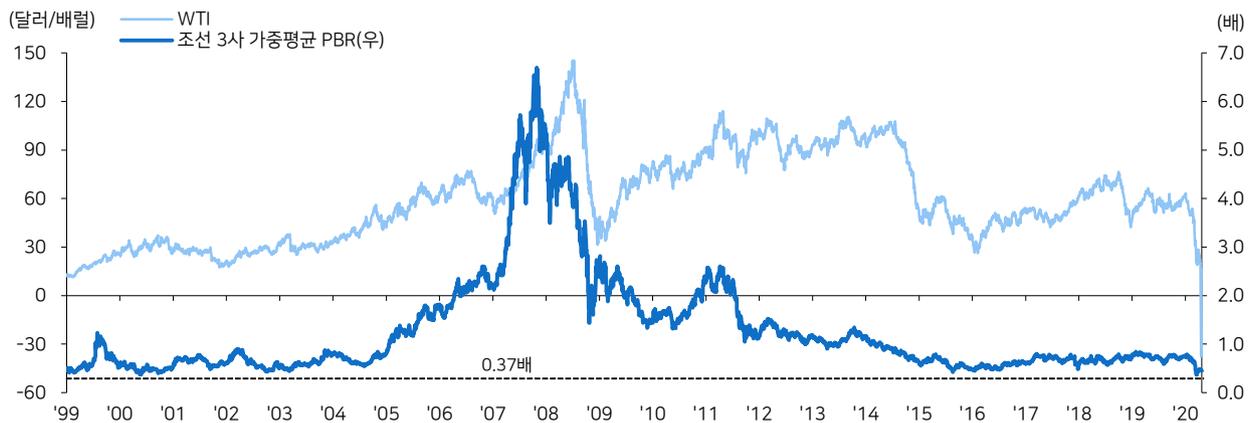
주: 2020년 4월 24일
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림117 신조선가 지수와 조선업종 지수 간 상관관계 +0.62



주: 2020년 4월 24일
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림118 조선업종 가중평균 12개월 선행 PBR 추이 - 장기 지지선 PBR 0.37배는 지지, 밴드 상단의 하향 조정은 불가피



주: 2020년 4월 24일 기준, 한국조선해양, 현대미포조선, 삼성중공업의 가중평균 Fwd. PBR 기준
자료: Bloomberg, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

국제유가는 5월 감산 시행이 확인되면서 바닥을 잡을 것, 저유가로 IMO2020 효과는 희석될 전망

원유 선물의 근월물 롤오버(Roll-over)에 따른 사상 초유의 마이너스 유가가 재현될 가능성도 일부 존재하나, 5월부터 OPEC+의 감산효과가 확인되면서 유가는 바닥을 잡을 가능성이 높다고 본다. 당사는 WTI는 2분기 평균 배럴당 28달러, 연말 기준은 37달러로 예상하고 있다. 배럴당 40달러 이하의 저유가 상황이 지속된다면 IMO2020에 따른 연료 대체나 친환경선박 발주의 기대감은 상당기간 뒤로 밀려야 한다.

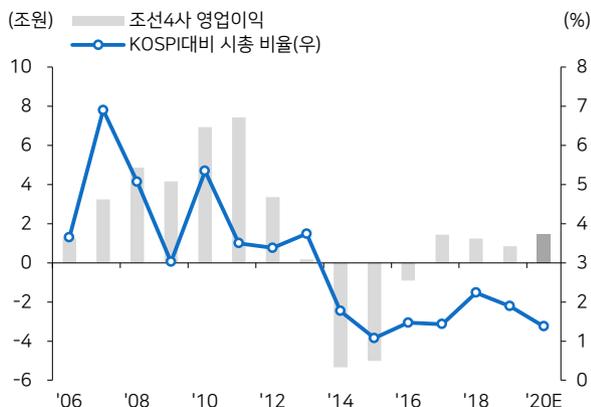
IMO2020 규제시행에 대한 기대감이 유효하더라도 'Pandemic', 'Lockdown', 'Free fall'의 충격에서 조선업종이 자유로울 수는 없다. 특히, 금융시장에 리스크가 확대되는 구간에서는 어김없이 전 업종 중 가장 큰 폭의 추가하락을 보여왔다.

석탄, 철광석, 곡물 등 고체 Raw Material을 운반하는 벌크선은 중국 등 신흥국의 경기에 민감한 영향을 받는다. 원유 및 화학/정유제품을 운반하는 탱커와 LNG, LPG를 운반하는 가스선은 전세계 에너지원 수급과 투자에 영향을 받음은 자명하며, 소비재를 운반하는 컨테이너선은 주요 국가들의 소비경기에 민감하다. 한 마디로 전세계 모든 실물경제의 실사판이 조선업의 신규 발주, 중고선 매매, 노후선 폐선인 셈이다. Lockdown과 Pandemic의 결과로 GDP가 하락하고, 각국의 기준금리 인하와 유가 급락은 발주자로 하여금 신규 발주를 주저하는 원인이 될 수밖에 없다. 해운업계 영업현금흐름의 원천인 운임도 물동량(Q)이 줄어드는 상황에서는 빠른 상승을 기대할 수도 없다. 현재 눈 앞에 보이는 모든 외부변수는 조선업종에게 있어서는 암울한 방향을 가리키고 있다.

08년, 11년, 14년 위기를 겪으며 국내 업계는 Downsizing 진행

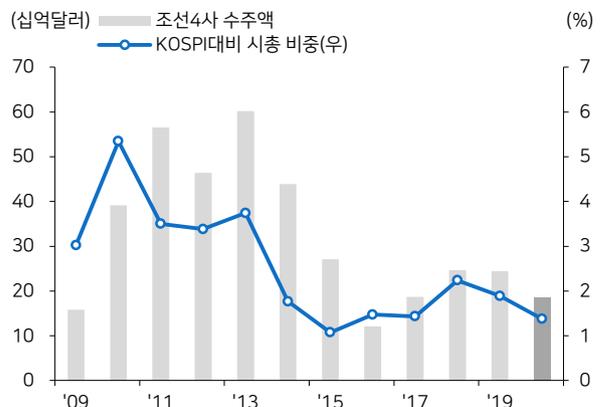
여러 번의 위기에서도 경쟁력을 유지하면서 버텨왔던 국내 조선업종에게 희망은 없는 것일까? 다행스러운 점은 2008년 미국발 금융위기와 2011년 PIIGS발 유럽 금융위기, 2014년 유가 급락기를 거치면서 조선업종의 Downsizing이 진행되어왔다는 점이다. 영업이익 규모는 미미하지만 2013~16년의 대규모 적자의 수렁에서 벗어났다. 수주 또한 2016년 최저점을 지나 완만하게 회복되어 왔다.

그림119 조선4사 영업이익과 KOSPI대비 시가총액 비율



주: 2020년 4월 24일 기준, 2020년 영업이익은 당사 전망치
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림120 조선4사 수주와 KOSPI대비 시가총액 비중



주: 2020년 각 사 수주목표액의 60% 달성 가정
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

COVID-19가 조선 업계의 경영 실적에 직접적인 영향은 없음. Cash flow 악화가 문제

특히 국내 대형 조선사들은 자본확충과 자산매각 등 경영합리화를 통해 슬림화된 체질개선을 진행했다. 그 과정에서 노동자들이 일자리를 잃는 고통을 겪었지만, 구조조정 이후 LNG선 특수로 수주가 개선되면서 최악의 국면은 지나왔다. 1분기 조선업체들의 경영실적으로 확인되겠지만, COVID-19로 인해 실적에 영향은 없다.

Worst Case는 기존 수주분 인도 지연이나 발주취소 가능성

과거 위기처럼 조선업계가 부진한 현금흐름으로 재무건전성이 악화될 가능성도 현재로서는 우려되지 않는다. 극단적인 Worst Case로 가정하여 기존 수주분, 즉 수주잔고 중 30%가 인도지연 및 발주취소가 발생할 경우에만 9~12개월 후에 보유 현금의 소진 리스크가 부각될 수는 있다. Lockdown에 따른 수주활동 위축으로 수주가 6~9개월 지연된다고 해도, 현금흐름의 급격한 악화는 제한적이다. Worst Case인 인도지연 및 발주취소가 발생하지 않는다면 위기마다 부각되었던 재무 건정성 악화와 이에 따른 자본확충 우려가 재발될 가능성은 낮다.

재무건전성은 업계 전반적으로는 양호, 현대미포 > 한국조선해양 > 대우조선해양 > 삼성중공업 순

2019년말 연결 기준 한국조선해양이 보유한 현금및현금성자산과 단기금융자산은 3.71조원이며, 부채비율은 93.8%(2017년말 145.8%)이다. 자회사인 현대미포조선은 현금및현금성자산과 단기금융자산 0.42조원을 보유, 부채비율은 43.6%(-5.9%p YoY)인 순현금상태로 재무구조가 매우 안정적이다. 대우조선해양은 현금성자산 2.43조원을 보유하고 있고, 부채비율은 200.3%(2017년말 282.7%)로 다소 높다. 그러나, Restructuring을 마치면서 총차입금은 3.05조원으로 순차입금이 0.62조원에 불과, 재무 리스크는 없다. 삼성중공업은 현금성자산 0.86조원, 부채비율은 159.1%(2017년말 138.3%)으로 경쟁사 대비 보유 현금이 적다.

표7 16년 이후 조선 4사 주요 자본확충 사례

(십억원)	한국조선해양	현대미포조선	삼성중공업	대우조선해양
시가총액(4/24)	5,407.07	1,158.32	2,627.10	1,897.54
19년 자본총계	12,926.30	2,354.00	5,444.90	3,761.00
자본확충	1,235.80	0	2,522.50	2,332.10
유증 1			1,392.00	
자본금			1,200.00	
주식발행초과금			192	
발행주식수(백만주)			240	
유증 2	1,235.80		1,130.50	
자본금	70.5		795.6	
주식발행초과금	1,165.30		334.8	
발행주식수(백만주)	14.1		159.1	
신증자본증권				2,332.10
자본확충 전 19년 자본총계	11,690.50		2,922.40	1,428.90
유증 1 전			4,052.90	
유증 2 전			2,922.40	

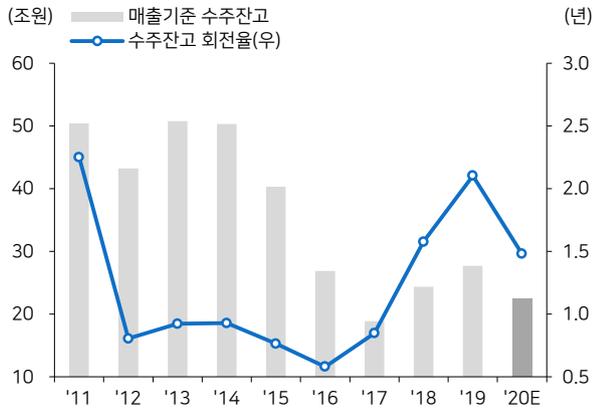
자료: 메리츠증권 리서치센터

하락이 불가피한 수주잔고회전율, 업체별 1.1~1.7년 물량으로 추정

COVID-19에 따른 발주 전망치 하향을 반영하고 LNG 프로젝트들 중 일부가 2021년으로 지연됨을 적용하면, 2020년 국내 조선업계의 수주목표 달성률은 평균 60~70%로 예상된다. 2020년 수주목표 달성률을 국내 조선업체 기준으로 동등하게 60%로 가정하면, 업체별 수주잔고 회전율(당해년도 매출기준 수주잔고/전년도 매출액)은 0.9~1.7년 수준이다.

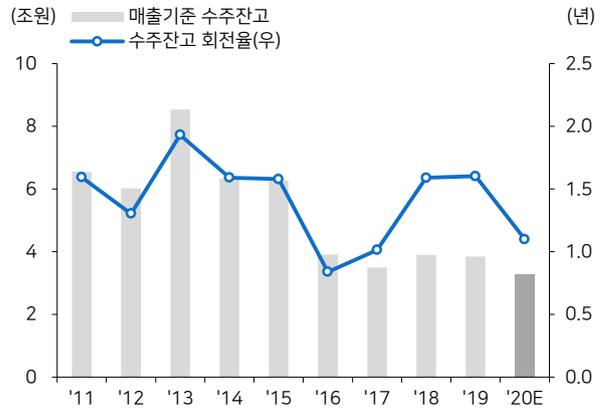
2020년말 예상 기준 한국조선해양의 매출기준 수주잔고(19년말 잔고+20년 신규 수주-20년 매출액)는 22.5조원, 수주잔고 회전율은 1.5년 수준으로 추정한다. 현대미포조선의 매출기준 수주잔고는 3.3조원, 수주잔고 회전율은 1.1년으로 추정한다. 삼성중공업의 매출기준 수주잔고는 12.6조원, 수주잔고 회전율은 1.7년으로 전망하며, 대우조선해양의 매출기준 수주잔고는 7.5조원, 수주잔고 회전율은 0.9년으로 전망한다. 대우조선해양은 2020년까지 매출액이 감소하기에 예상 매출액으로 환산하면 1.1년이며, 방산부문 수주를 감안하면 1.3년 전후로 추정된다.

그림121 한국조선해양(연결) 수주잔고 및 수주잔고 회전율



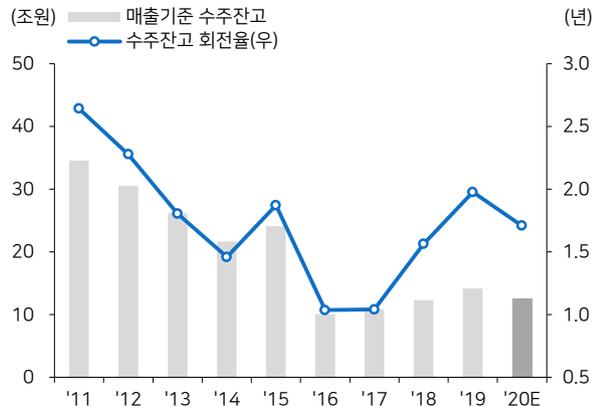
주: 2020년 수주목표액 60% 달성 가정
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림122 현대미포조선 수주잔고 및 수주잔고 회전율



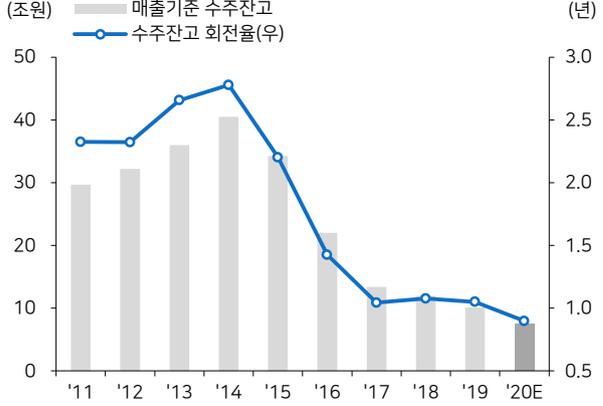
주: 2020년 수주목표액 60% 달성 가정
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림123 삼성중공업 수주잔고 및 수주잔고 회전율



주: 2020년 수주목표액 60% 달성 가정, 19년 Drillship 취소분 반영 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림124 대우조선해양 수주잔고 및 수주잔고 회전율



주: 2020년 수주목표액 60% 달성 가정
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

수주잔고 감소로 물량확보를 위한 수주확대가 필요할 것, 이는 선가 상승을 제한하는 부정적 요인

2016년을 최저점으로 2019년까지 수주잔고 회전율이 빠르게 개선되어왔던 상황에서, COVID-19에 따른 불가피한 수주지연으로 회전율이 다시 하락하는 점은 증가에 긍정적일 수는 없다. Lockdown에 따른 일시적인 하락이라고 해도, '수주 증가→잔고 증가→선가인상 시도 + 매출액 증가→선가 인상→수익성 개선'의 선순환고리 기대도 지연되어야 하기 때문이다. 안정적인 일감 유지가 조선업계 경영활동의 첫 번째 과제이기에, Lockdown에 따른 수주지연은 수주잔고 감소로 이어지고 물량(Q) 확보를 위한 수주 확대가 다시 요구될 수 밖에 없다.

결국, 당연한 이야기이지만 향후 조선업종 주가 상승의 전제조건은 수주이며 그렇기에 카타르(Qatar)의 LNG선 발주의 방향성이 중요할 수밖에 없었다. 지난 4월 22일 Tradewinds와 중국 현지언론에 따르면 QatarGas가 중국 1위 조선업체인 Hudong-Zhonghua에 175,000CBM LNG선 16척(8+8)에 대한 건조 슬롯(Dock Reservation)을 예약했다고 알려졌다. 선가는 1.8억달러로 추정되며, 2024~2025년 인도 예정으로 알려졌다.

QatarGas, LNG선 일부를 중국에 발주, 중국의 LNG 수입량 확대가 발주에 영향을 줬을 것

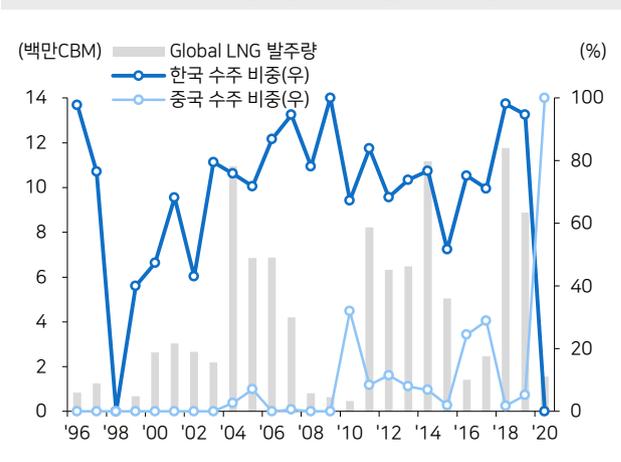
카타르 현지의 North Field Expansion, 미국에서 ExxonMobil과 J/V를 설립하여 진행 중인 Golden Pass LNG와 기존 보유선대의 교체발주에 필요한 LNG선 발주를 위해 QatarGas는 2019년부터 40+40척(최대 120여척) 건조 문의를 진행해왔다. 초기 입찰은 국내 3개사와 일본 2개사만 초청되었지만, 일본업체의 입찰포기와 LNG선 건조포기로 국내 3사와 Hudong-Zhonghua 4개사만 Short-List로 선정되었다. 예상과 달리 중국업체가 우선 선정된 배경에는 중국의 LNG 수입 급증이 작용했다고 판단한다. QatarGas는 중국과 2040년까지 3.4MTPA의 LNG 공급 계약을 체결한 바 있다. 세계 2위 LNG 수입국인 중국의 脫석탄·가스 확대 정책을 감안하면 미국, 호주, 러시아 및 모잠비크 등 LNG 생산국과의 수출경쟁에서 중국은 포기하기 어려운 Big Buyer이다. LNG 생산량을 현재 77MTPA에서 2025년까지 110MTPA로 확대중인 카타르는 중국向 수출 확대와 저선가 활용을 위해 중국이란 카드를 Option으로 선택했다고 판단한다.

표8 Qatar LNG프로젝트 상황

프로젝트명	운영업체	MTPA	Start-up	LNG선 요구량(척)
Qatargas I~IV	QatarGas	40.8	Existing	45
RasGas I~III	RasGas	36.3	Existing	40
North Field Expansion T1~4	QatarGas	31.2	2025	40
North Field Expansion T5~6	QatarGas	15.6	2027, 2028	20
총계		123.9		145
QatarGas 보유 LNG선				29
예상 발주량				116

주1: RasGas는 2018년 QatarGas에 합병
 주2: 현재 FEED 진행 중인 프로젝트는 평균 1MTPA 당 LNG선 요구량 1.1척
 자료: Upstream, TradeWinds, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림125 전세계 LNG선 발주량과 국가별 수주 비중



주: Qatargas LNG선 8척 발주 물량 포함
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Positive)

- ① 저유가+COVID-19에도 발주 확인
- ② 최대 120척 대규모 발주

지난 2004~07년 카타르는 Rasgas, Ras Laffan 등 LNG 생산 J/V를 설립, 이에 필요한 53척의 LNG선을 분할 발주했던 사례가 있다. 대우조선해양 26척(50%), 삼성중공업 19척(35%), 현대중공업이 8척(15%)을 모두 수주, 'LNG=한국'의 지위를 구축한 중요한 이벤트였다. 운임 급락과 유가 폭락에 따른 Oil·Gas 투자위축 우려에도 2위 LNG 수출국인 Qatar의 LNG선 발주가 재확인된 점은 긍정적이다. 중국과 첫 Slot Reservation을 체결했지만, 40+40척 발주의 잔여 80%는 국내 업계의 몫임이 재확인되었다. 최대 120척 발주의 80~90%를 가정 시 국내 업계의 Qatar發 수주는 14.2~23.1조원으로 추정된다. 극심한 수주 부진의 상황에서 3사 평균 5조원의 물량이 2~3년에 걸쳐 순차적으로 수주로 이어진다,

Negative)

- ① 중국의 LNG선 시장 침투
- ② 선가상승 기대 소멸 우려

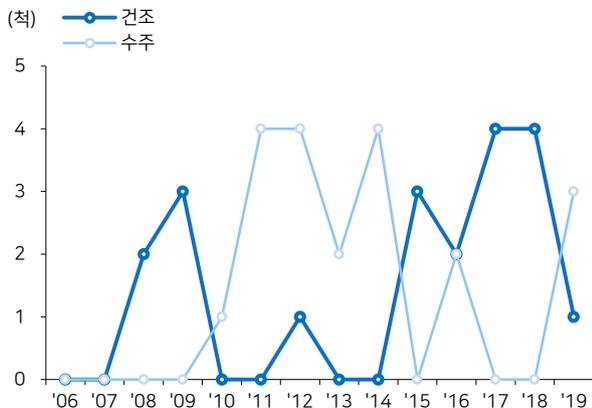
반면, 이번 중국의 LNG선 수주는 조선업종 주가에 부정적인 요인이 더 크다고 본다. LNG선은 2006~07년 전세계 발주의 89.6%, 2018년 98.1%, 2019년 92.7% 수준까지 국내 업계가 독식해온 효자 선종이다. 자국발주를 제외하고는 실질적 LNG선 수주가 전무했던 중국의 LNG선 시장 침투는 부정적이다. 특히, 1위 LNG 생산 국영기업인 QatarGas가 중국 1위 국영조선소를 건조 파트너 중 하나로 인정했다는 점에서 'LNG=한국'이라는 등식이 희석될 수 있다. 2040년까지 LNG 소비 증가의 핵심 축이 중국이기에 카타르의 결정에 Bargaining Power가 영향을 줬다면, 타 LNG 생산국들의 프로젝트 진행에서도 중국의 침투를 배제할 수는 없다. 척당 1.8억달러의 LNG선 가격이 향후 본계약에 그대로 확정된다면, 중국의 진입으로 LNG선 선가 상승이 제한될 리스크도 존재한다. 2019년 4분기 국내 LNG선 건조 조선 4사(현대, 삼성, 대우, 현대삼호)의 수주선가는 평균 1.875억달러였다. 2024년부터 3~4년간 인도예정인 Qatar의 LNG선 발주분의 의미있는 선가 상승이 없다면, 가격(P) 상승에 따른 수익성 개선 기대는 무리다.

결론)

수주 증발의 우려는 완화, 업종 Overweight을 위한 모멘텀으로는 부족

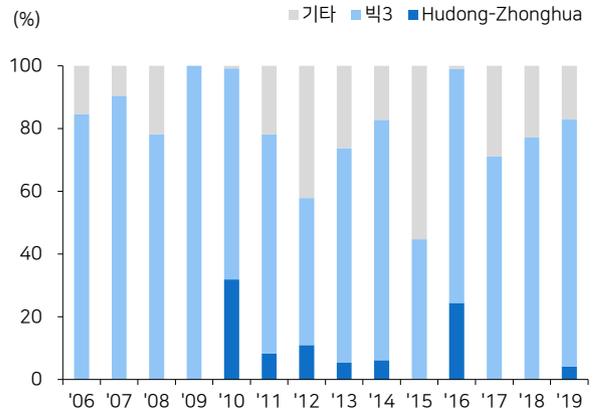
반복건조(Q)에 따른 이익 개선을 기대하는 것이 현실적이다. 타 선종의 수주 모멘텀이 일시 소멸된 현 상황에서 LNG선의 선가 상승까지 어렵다면, 선가상승 기대감은 소멸될 수 밖에 없다. 선가상승 기대감 소멸과 중국과의 경쟁 우려 재부각, 후발주자의 침투 리스크에 따른 De-rating에서는 자유롭기 어렵다.

그림126 Hudong-Zhonghua LNG선 수주 및 건조 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림127 국내 3사, Hudong-Zhonghua LNG선 수주 점유율



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

과거 위기와는 달라진 조선업 Valuation, PBR 1.0배는 넘어서기 어려운 허들

2008년 리만브라더스 파산이 촉발한 미국 서브프라임 mortgage 금융위기, 2011년 PIIGS의 국제 리스크가 촉발한 유럽 mortgage 금융위기, 2014년 유가급락에 따른 공급과잉 충격 등 그때 당시에는 미증유(未曾有)의 리스크를 경험해왔다. 2008년의 조선업종은 5년여간 지속된 China Effect와 BRICs 성장에 힘입은 자본축적으로, 위기를 충분히 극복할 수 있다는 기대감이 주가의 빠른 반등으로 이어졌다.

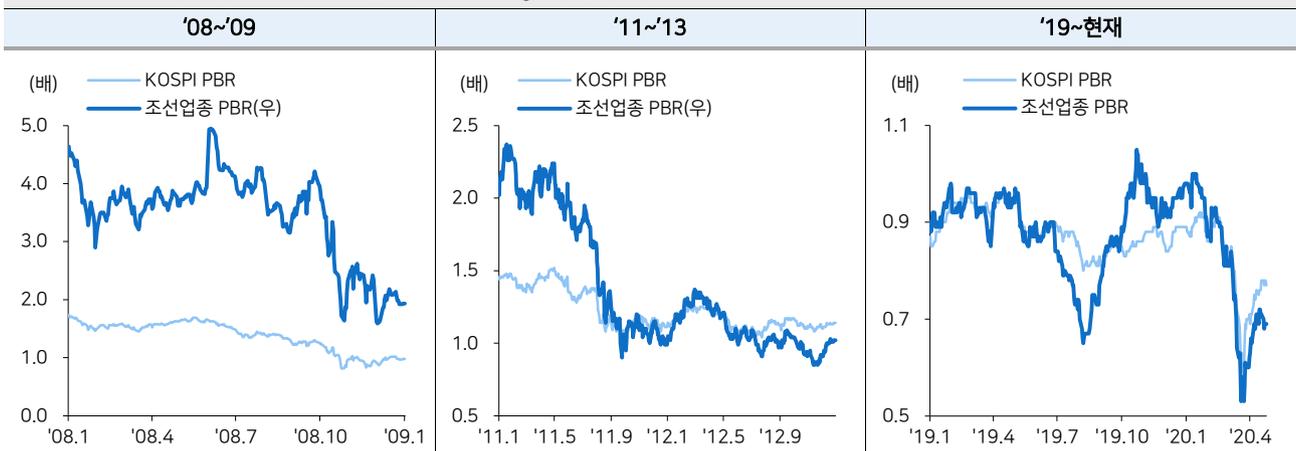
2011년 3월 일본에서 대지진이 발생하면서 일본 전력생산의 32%를 차지하던 원자력발전소 운영이 중단되었다. 사고 이후 일본 정부의 대체 발전원 확보 노력이 본격화되면서 세계 1위 LNG 수입국인 일본의 LNG 수입증가는 전세계 LNG 시장에 기회요인으로 작용했다. 이후 8월 PIIGS mortgage 유럽 금융위기가 발생하면서, LNG선 등 고부가선종에 경쟁력이 없던 2nd Tier 조선업계의 구조조정 빌미로 작용했다. 발주처들의 자금 조달의 원천인 선박금융의 대부분이 유럽 상업은행들로부터 조달되었던 상황에서, 유럽 신용 리스크는 발주 급감은 물론 기존 발주분의 계약취소로 이어졌다. 이로 인해 2011년 8~9월 국내 조선업종은 평균 36% 급락한 바 있다(대우 -39.2%, 미포 -37.7%, 삼성 -35.4%, 현대 -31.1%).

- 현재 장부가치의 훼손 가능성
- 1) 수주 중단 장기화, 현금 소진
 - 2) 기 수주분의 발주 취소 발생
 - 3) 시추설비의 추가 상각 가능성

지난 12년간 3차례 위기를 겪어오며 조선업종의 Valuation 레벨은 지속적으로 De-Rating 되어왔다. 2008년 미국 mortgage 금융위기 시 조선업종 주가의 가중평균 PBR(12개월 Trailing)은 5.0배에서 1.8배로 하락한 이후 2.0배 수준으로 반등했다. 2011년 유럽 mortgage 금융위기에는 PBR 2.4배에서 0.8배 수준으로 하락한 뒤 평균 1.0배에 수렴했다. 2019년 이후 현재는 PBR 1.0배가 고점으로 고착화되었다.

이제 확인해야 할 이슈는 현재의 장부가치(PBR 1.0배)의 추가 훼손 가능성 여부다. 장부가치가 훼손될 수 있는 가능성은 1) 수주 중단이 장기화될 경우 현금 소진 우려, 2) 기 수주분의 발주 취소, 3) 해양 시추설비 추가 자산상각 가능성이다.

그림128 KOSPI와 국내조선업종 PBR(12개월 Trailing 기준) 추이



주: 2020년 4월 24일 기준
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

해양 시추업계 전반에 걸쳐 Default Risk 확산 중

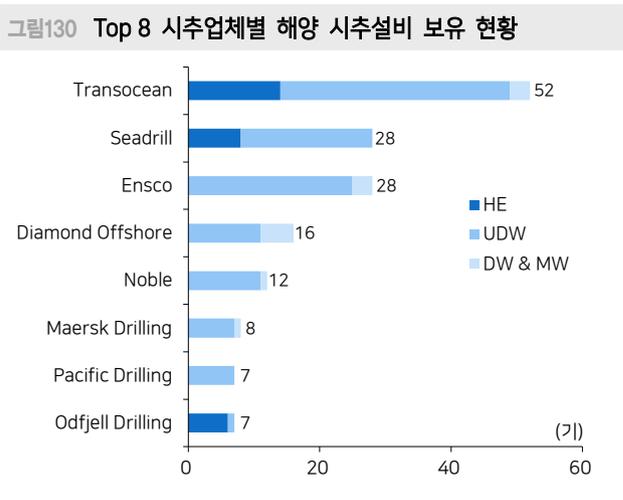
2008년 미국발 금융위기로 선박 발주가 자취를 감춘 이후, 2010~13년 국내 업계의 효자품목 중 하나가 해양시추설비(Drillship, Semi-Rig)였다. 해양시추설비는 해저 유전의 E&P 침투작업에 소요되기에, 에너지원 가격에 민감하다. 거대 자본을 투입하는 Oil Major와 시추전문업체와의 용선계약에 맞춰 공급이 확정되는 특수선종이다. 해양 시추기업들의 CDS 프리미엄이 4개월만에 4.7~22.5배 폭등하면서, Default Risk가 해양 시추업계 전반에 확대되고 있다.

Drillship 미인도 분의 Risk 점검이 필요, 시추설비 추가 상각 가능성 매우 높음

2018년부터 시추설비 가동률이 완만히 개선되던 상황에서 COVID-19로 더 이상 개선을 기대할 수 없다. 2건의 인수합병(TransOcean의 Ocean Rig 인수, Ensco와 Rowan의 합병)이 진행되면서 시추시장은 Top 8 체제로 재편되었다. Fleet 기준 1위, 3위 TransOcean과 Ensco 합산 시가총액은 9천억원을 하회한다. 삼성중공업이 재고자산으로 반영한 Drillship 3기의 가치에 불과하다. 현재 자본시장의 평가를 냉정히 반영하면 미인도 시추설비의 추가 자산상각의 가능성은 매우 높다.



주: Water Depth 8천ft 이상
자료: 메리츠증권 리서치센터



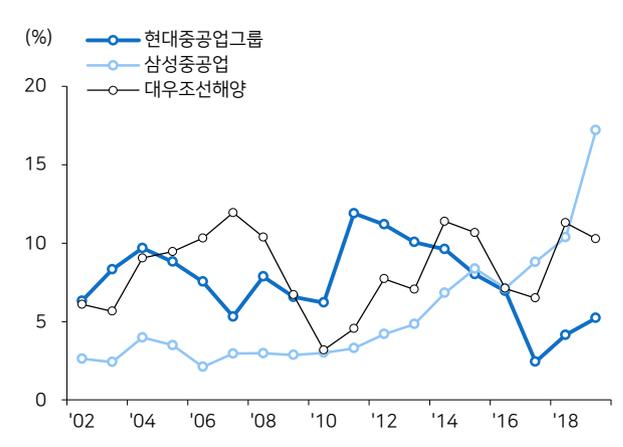
주: DW=Deep Water, MW=Mid Water, UDW=Ultra Deep Water, HE=Harsh Environment Floaters
자료: TransOcean, 메리츠증권 리서치센터

표9 국내 조선사의 시추설비 보유현황(미인도 및 해지분)

업체명	발주처	계약금액	수취 (억달러, %)	재고	비고
DSME	Ensco	5.6	3.9(70)		2021년까지 인도 연장
	Ensco	5.7	4.0(70)		2022년까지 인도 연장
	West Cobalt	6	0.5(7)		Nothern Drilling에 3.5억달러 재매각, 취소
	Seadrill	5.6	1.1(20)		Nothern Drilling에 3억달러로 재매각
	Seadrill	5.6	1.1(20)		Nothern Drilling에 3억달러로 재매각
SHI	PDC	5.2	1.8(35)	3.0	기 재고자산으로 분류
	Seadrill	5.2	1.6(30)	3.0	기 재고자산으로 분류
	Seadrill	5.2	1.6(30)	3.0	기 재고자산으로 분류
	TransOcean	7.2	3.4(48)	3.4	'19년 계약해지, 재고자산
	TransOcean	7.1	1.8(25)	3.4	'19년 계약해지, 재고자산

주: TransOcean은 OceanRig를 '18년에, Ensco는 Atwood를 '17년에 인수
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림131 조선 3사의 총자산대비 재고자산 비중 추이



주: 2019년 기준, 현대중공업그룹은 한국조선해양+현대미포조선 합산
자료: 메리츠증권 리서치센터

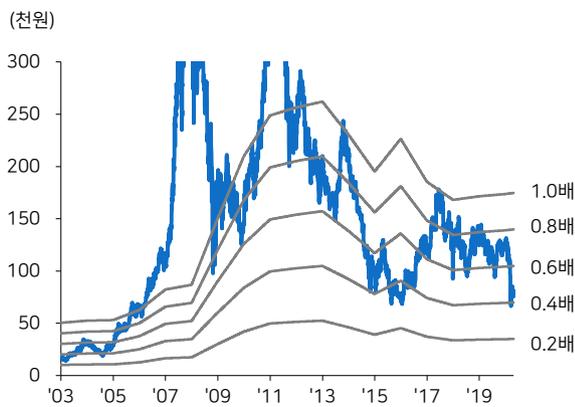
16년 이후 국내 업계는 6.1조원 자본확충에 성공, 매출액 규모는 13년 대비 30~50% 축소

12년간 3차례 위기를 겪어오면서 국내 조선업계는 비핵심자산 매각, 비주력사업 정리, Downsizing이라는 고통스러운 과정을 지나왔다. 2016년 이후 한국조선해양(舊현대중공업), 삼성중공업, 대우조선해양은 합산 6.1조원의 자본확충을 통해 재무 건전성을 확보해왔다. Downsizing 이전 Big 3 조선업체별 평균 15조원 규모의 매출 체제에서 현재는 7~10조원 수준으로 30~50% 축소되었다.

한국조선해양, 현대미포조선은 Book Value 훼손 우려와 무관

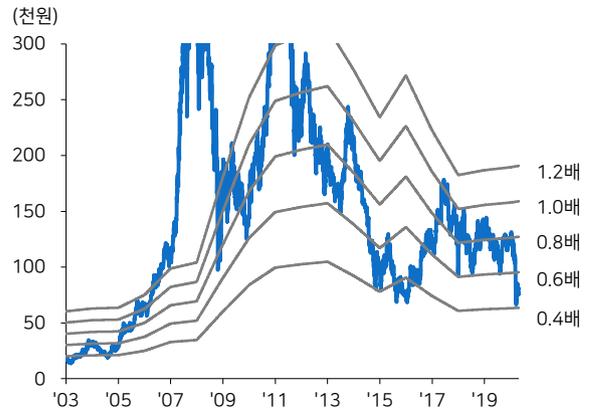
2020년 현재 한국조선해양과 현대미포조선에게 재무 리스크가 재연될 가능성은 극히 희박하다. 양 사 모두 해양 시추설비 잔고가 없으며, 차입금을 충분히 상환할 수 있는 현금을 확보한 상황이다. Book Value에 대한 훼손 우려에서 자유롭다.

그림132 한국조선해양 12개월 선행 PBR Band



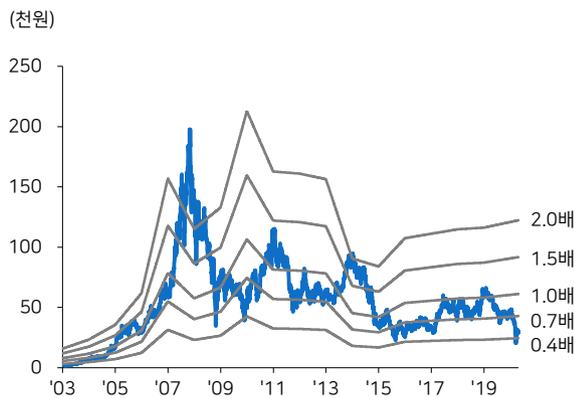
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림133 자본확충 효과를 제거한 12개월 선행 PBR Band



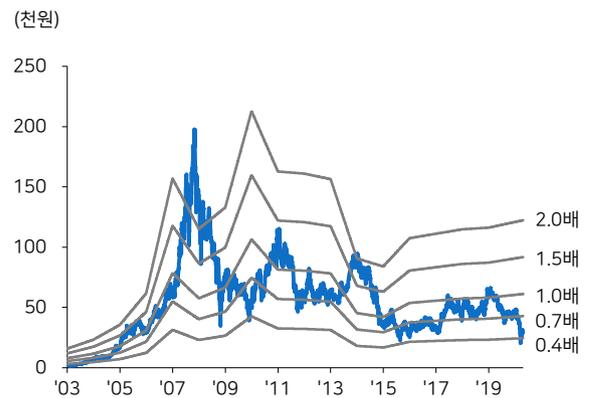
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림134 현대미포조선 12개월 선행 PBR Band



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림135 자본확충 효과를 제거한 12개월 선행 PBR Band



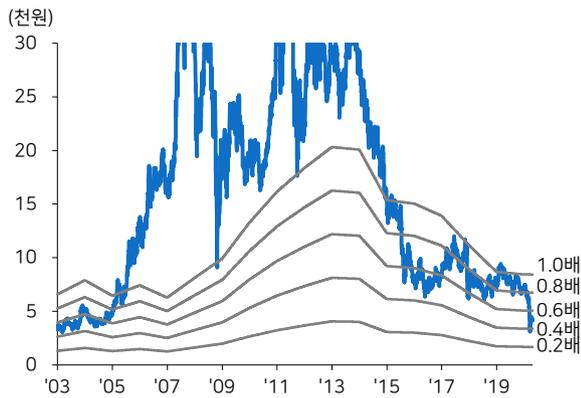
주: 2018년 자산재평가적립금을 재원으로 무상증자 실시 외 증자 없음
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업, 대우조선해양은 보유 시추설비의 재고자산 상각 우려를 해소해야 함

삼성중공업은 2016년 이후 두 차례의 유상증자를 통해 2.52조원의 자본을 확충하였고, 대우조선해양은 2.33조원의 자본을 확충했다. 현재 주가 수준은 경쟁사와 동일하게 PBR 0.37~0.5배 수준에서 횡보하고 있다. 대우조선해양은 보유 시추설비 잔고 5기 중 1기가 2019년 3분기에 계약 해지되었다. 해당 설비가 재고자산으로 분류됨에 따라 2019년말 기준 총자산에서 재고자산의 비중은 10.3%를 차지한다. 잔여 4기 해양시추설비의 추가 인도 지연 리스크는 분명 존재하나, 계약 취소 이전에 자산 상각의 리스크가 발생할 개연성은 낮다.

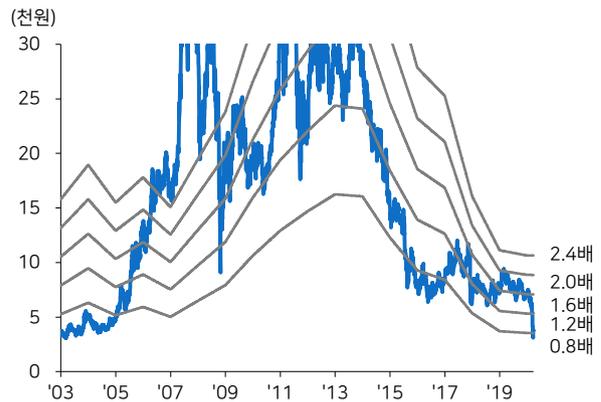
반면, 삼성중공업은 보유 시추설비 잔고 5기가 모두 계약취소 됨에 따라 2019년말 기준 재고자산은 2.34조원으로 증가했다. 삼성중공업은 총자산에서 재고자산 비중이 17.2%(+6.9%p YoY)로 동종업계에서 가장 높은 수준이다.

그림136 삼성중공업 12개월 선행 PBR Band



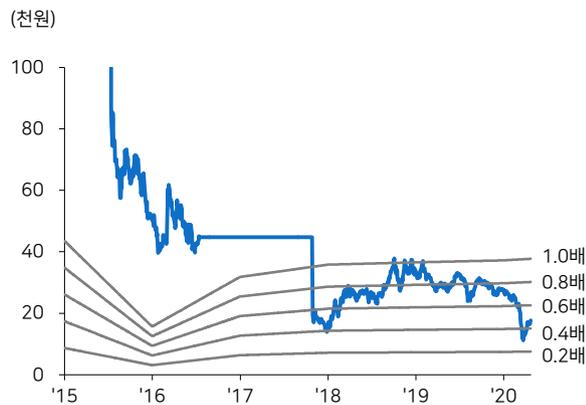
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림137 자본확충 효과를 제거한 12개월 선행 PBR Band



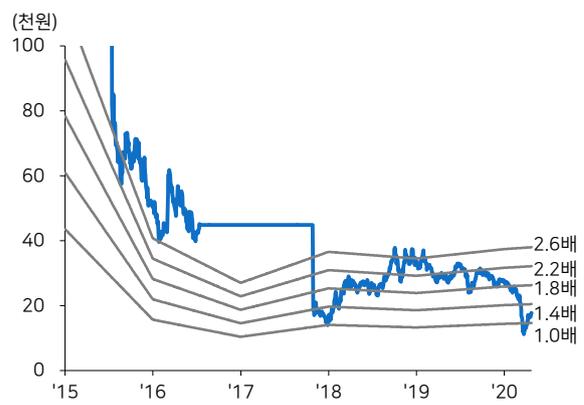
주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림138 대우조선해양 12개월 선행 PBR Band



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림139 자본확충 효과를 제거한 12개월 선행 PBR Band



주: 2020년 4월 24일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

<p>단기 경영실적의 리스크는 없지만, 수주활동 지연에 따른 가격협상력 약화 우려는 불가피</p>	<p>2020년 상반기 조선업계 경영실적은 COVID-19에 따른 가동 중단 없이 원화 약세와 건조물량 증가에 따른 매출액 증가가 이익개선으로 이어질 수 있다. 문제는 건조 실적이 아닌 수주활동 중단이다. 수주 협상이 중단되면 신규 수주지연에 따른 선수금 유입감소도 있지만, 수주잔고 감소에 따른 가격협상력 약화가 우려된다.</p>
<p>해양시추설비 시장의 Default Risk 확인이 필수적</p>	<p>2020년 국내 조선업계의 수주계약이 10/10/10/10/60 Payment Schedule이라고 가정하면, 수주 지연에 따른 선수금 유입 감소 우려는 크지 않다. 향후 6개월간 빠른 수주 회복이 없다면, 조선업체는 1년 전후의 임계치까지 잔고가 감소한다. 발주가 예정된 LNG선의 대부분은 2022년 이후부터 인도가 시작될 전망이다. 따라서, 2021~22년 납기분 Slot 확보에 필요한 물량에 있어서는 선가의 반등을 기대하기 어렵다고 판단한다. 해양 시추업계의 Default Risk 우려가 해소되지 않는다면, 시추설비 잔고를 보유한 삼성중공업과 대우조선해양의 Book Value 훼손 우려는 부각될 개연성이 높다.</p>
<p>COVID-19의 Lockdown 해소 후, 脫세계화로 전환 가능성은 확인할 과제</p>	<p>세계 4위 컨테이너선사인 CMA-CGM의 CEO는 최근 인터뷰를 통해 전세계 컨테이너 선대가 4월말 이후 30% 이상 운항률이 감소한다고 밝혔다, 중국 제조업체 가동률이 100%에 육박하는 회복세로 전환되었지만 유럽과 미국 소비시장 침체로 5월부터 급격히 부진할 것으로 전망하고 있다. COVID-19 이후 교역 시장이 정상화되더라도 지나친 세계화(Globalization)는 수정될 필요가 있으며, COVID-19가 역내 항로 발전의 촉매제가 된다고 예상했다. 특히, 헬스케어 제품을 포함한 전략적 상품의 생산기지가 아시아에서 역내로 이동할 가능성을 언급했다.</p>
<p>COVID-19 전으로 정상화된다면, 수주의 물꼬는 역시 LNG</p>	<p>COVID-19 이후를 가정한다면, De-Globalization에 대한 우려를 배제하기는 어렵다. 물론, 전세계 교역량의 23%를 차지하는 중국이 Lockdown 이전 수준으로 정상 가동한다면, 전체 교역량의 3~5% 수준의 일시적 감소는 충분히 감내할 수 있는 수준으로 보인다. COVID-19가 2분기 중에 확산세가 Peak-out하고 3분기부터 글로벌 경제활동이 정상수준으로 회복한다고 가정하면, 조선업계의 수주 재개는 Qatar를 포함한 LNG Project가 물꼬를 틀 가능성이 높다.</p>
<p>지금은 희망회로를 재가동할 시기가 아니라고 판단 업종 의견 Neutral, Top Pick 한국조선해양</p>	<p>조선산업이 COVID-19 이전의 회복 시나리오로 복귀하려면 가정해야 할 것도, 확인해야 할 것도 많다. 역사적 밸류에이션 저점인 PBR 0.37배를 확인하고 반등에 성공했지만, 타 산업대비 주가 흐름이 Outperform 하기에는 불확실성이 너무 크다. 업체별 Book Value 훼손의 리스크도 아직 해소되지 않았다. 성급하게 '희망회로'를 재가동할 시점은 결코 아니다. 조선업종에 대한 투자의견은 Neutral을 제시하며, Book Value 훼손의 리스크가 희박하고 불확실성을 감내할 체력이 있는 한국조선해양을 Top Pick으로 제시한다.</p>

기업분석

종목	투자판단	적정주가
한국조선해양 (009540)	Buy	100,000
현대미포조선 (010620)	Buy	36,000
삼성중공업 (010140)	Hold	4,500

Industry Indepth
2020. 4. 28

한국조선해양 009540

전략은 옳았다

▲ 조선/기계

Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

- ✓ 19년 부채비율 93.8%(+5.2%p YoY)로 상승, 리스크에 대비한 자금조달로 판단
- ✓ 19년말 현금성자산+단기금융자산 3.71조원 보유, 유동성은 안정적인 수준
- ✓ 3월말 본사 조선부문 매출기준 잔고는 10조원, 1.6년치 일감으로 추정
- ✓ 20년 해양 매출 5,091억원(-12.8% YoY), 플랜트 매출 5,919억원(-25.3%) 전망
- ✓ 투자 의견 Buy, 업종 Top Pick 유지 - 적정주가 100,000원 제시

Buy

적정주가 (12개월) **100,000 원**
현재주가 (4.27) **77,300 원**
상승여력 **29.4%**

KOSPI	1,922.77pt
시가총액	54,708억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	63.74%
외국인비중	16.11%
52주 최고/최저가	131,500원/66,300원
평균거래대금	311.5억원

주요주주(%)	
현대중공업지주 외 15 인	33.96
국민연금공단	11.20
케이씨씨 외 1 인	6.61

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-38.4	-37.2
상대주가	-10.7	-33.1	-28.8

주가그래프



설사 위기가 오더라도, 가장 마지막까지 버틸 수 있는 선제적 대응

3 월까지 연결기준 수주액은 17.3 억달러로 목표치의 8.9%에 불과하다. 해양 목표 18.3 억달러의 달성을 0%로 가정하면, 20 년 수주 목표는 176.6 억달러다. 조선 3 사 매출기준 잔고는 186.6 억달러로 20 년 연결 매출 목표인 13.8 조원 (특수선 포함)과 비교하면 상대적으로 여유가 있다. 19 년말 기준 현금및현금성 자산과 단기금융자산 3.71 조원을 보유, 선박 수주 달성률을 목표치의 50%로 가정해도 인도 지연만 없다면 현금 소진 리스크는 없다. 경쟁사와 달리 Drillship 발주 취소분을 2019 년에 매각 완료하여, 재고자산에 대한 리스크도 없다.

해양 · 플랜트부문의 매출감소는 불가피하나, 현 상황에서는 옳은 전략

조선부문은 안정적인 조업을 통해 연간 3.4%의 영업이익률 달성을 예상한다. 조선부문은 더 이상 고정비 부담에 따른 손익 악화는 없다고 본다. 전사 손익 악화의 주요인이던 해양부문의 20 년 매출은 전년대비 12.8% 감소를 전망하며, 플랜트부문 매출은 25.3% 감소를 예상한다. 매출기준 해양 잔고는 5.4 억달러, 플랜트는 3.1억달러에 불과, 유가 급락에 따른 사업 리스크도 제한적이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 100,000원 - 조선업종 Top Pick 유지

한국조선해양에 대해 투자 의견 Buy, 조선업종 Top Pick 을 유지한다. 2020 년 발주 전망치를 38% 하향하며 업종의 적정 PBR 을 0.6 배로 적용, 적정주가는 100,000 원으로 하향한다. No.1 거함임에도 불확실성에 대한 선제적 대응은 가장 기민하고 옳은 방향이었다. 대우조선해양 인수와 관련한 EU 의 기업결합 심사는 COVID-19 로 연기되었지만, Consolidation 의 순기능은 변함이 없다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	13,161.1	-481.4	-489.1	-7,296	-116.4	167,892	-17.6	0.8	-115.7	-4.3	88.6
2019	15,182.6	290.2	164.1	2,318	-144.5	163,436	54.6	0.8	17.5	1.4	93.8
2020E	15,928.4	277.4	127.5	1,802	-22.3	164,846	42.9	0.5	12.7	1.1	94.2
2021E	16,105.3	386.1	169.4	2,393	20.3	166,332	32.3	0.5	10.9	1.4	90.0
2022E	17,269.0	519.1	261.4	3,693	54.3	168,606	20.9	0.5	9.4	2.2	89.1

표10 한국조선해양 1Q20 실적 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	3,725.7	3,268.5	14.0	4,341.9	-14.2	3,710.8	0.4	3,725.7	-
영업이익	63.5	28.1	125.8	169.9	-62.6	83.0	-23.5	63.5	-
세전이익	62.7	27.4	128.3	-5.5	흑전	26.5	136.4	62.7	-
지배주주순이익	37.2	2.8	178.6	-25.3	흑전	11.0	237.7	37.2	-
영업이익률(%)	1.7	0.9		3.9		2.2		1.7	-
순이익률(%)	1.0	0.1		-0.6		0.3		1.0	-

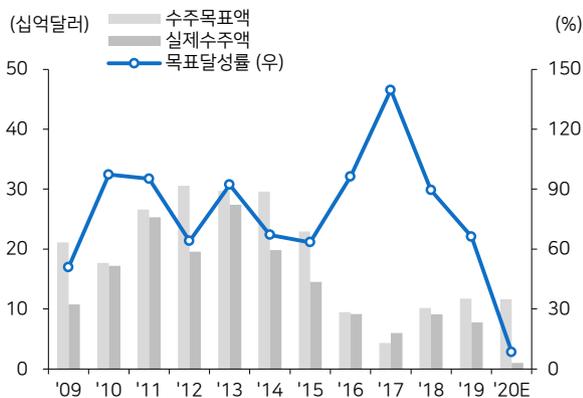
자료: 메리츠증권 리서치센터

표11 한국조선해양의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	3,042.5	3,124.4	3,241.9	3,752.2	3,268.5	3,929.3	3,642.7	4,341.9	3,725.7	4,190.7	3,703.1	4,309.0	13,161.0	15,182.6	15,928.4
영업이익	-123.8	-175.7	28.9	-210.8	28.1	61.9	30.3	169.9	63.5	84.1	58.8	71.0	-481.4	290.2	277.4
세전이익	-199.0	-300.9	-20.2	-333.9	27.4	38.7	29.3	-5.5	62.7	69.4	40.9	42.1	-854.0	89.9	215.0
지배주주순이익	12.4	-235.7	-51.5	-214.3	2.8	188.2	-1.6	-25.3	37.2	41.1	24.3	25.0	-489.1	164.1	127.5
매출액증가율 YoY	-36.7	-32.5	-14.8	68.5	7.4	25.8	12.4	15.7	14.0	6.7	1.7	-0.8	-14.9	15.4	4.9
QoQ	36.6	2.7	3.8	15.7	-12.9	20.2	-7.3	19.2	-14.2	12.5	-11.6	16.4			
영업이익증가율 YoY	적전	적전	-69.1	적지	흑전	흑전	4.7	흑전	125.8	35.8	94.2	-58.2	적전	흑전	-4.4
QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	120.3	-51.1	461.3	-62.6	32.4	-30.1	20.9			
영업이익률	-4.1	-5.6	0.9	-5.6	0.9	1.6	0.8	3.9	1.7	2.0	1.6	1.6	-3.7	1.9	1.7
순이익률	0.4	-7.5	-1.6	-5.7	0.1	4.8	0.0	-0.6	1.0	1.0	0.7	0.6	-3.7	1.1	0.8

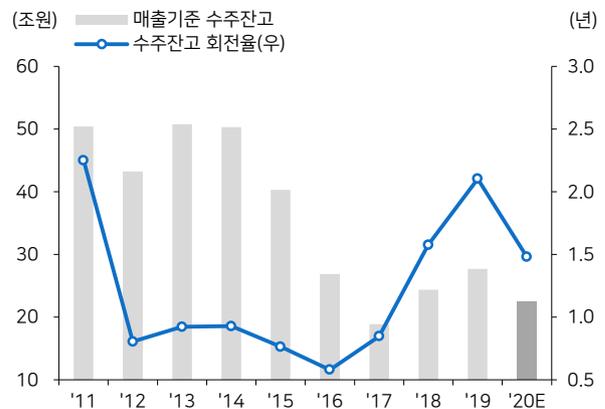
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림140 수주목표 달성률 추이 - 20년 목표액 116억달러



주: 2020년 3월 말 IR 자료 기준, 현대중공업(본사) 기준:
 자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림141 수주잔고(매출기준) 추이 - 20년말 잔고 22.5조원



주: 2020년 수주목표액의 60% 달성 가정
 자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

한국조선해양 (009540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,161.1	15,182.6	15,928.4	16,105.3	17,269.0
매출액증가율 (%)	-14.9	15.4	4.9	1.1	7.2
매출원가	12,763.2	14,191.2	14,915.4	14,975.4	15,952.4
매출총이익	397.9	991.4	1,013.0	1,129.9	1,316.6
판매관리비	879.2	701.2	735.7	743.8	797.6
영업이익	-481.4	290.2	277.4	386.1	519.1
영업이익률	-3.7	1.9	1.7	2.4	3.0
금융손익	-276.7	-302.8	-37.1	-103.4	-96.9
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-96.0	102.5	-25.3	-24.1	-22.9
세전계속사업이익	-854.0	89.9	215.0	258.8	399.3
법인세비용	-209.1	-123.1	49.5	59.5	91.9
당기순이익	-453.6	213.1	165.6	199.3	307.5
지배주주지분 손이익	-489.1	164.1	127.5	169.4	261.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,316.7	12,546.0	12,966.1	12,755.6	13,058.4
현금및현금성자산	3,041.8	2,225.1	2,227.5	1,940.4	1,740.4
매출채권	1,149.4	1,192.7	1,245.4	1,255.1	1,318.6
재고자산	1,009.1	1,318.3	1,376.6	1,387.3	1,457.5
비유동자산	12,413.2	12,509.4	12,408.7	12,317.2	12,297.2
유형자산	10,269.0	9,946.7	9,879.8	9,839.5	9,824.9
무형자산	89.5	115.4	100.9	88.5	77.8
투자자산	618.8	731.8	762.3	769.5	817.1
자산총계	24,729.9	25,055.4	25,374.7	25,072.8	25,355.7
유동부채	9,410.3	8,941.9	9,014.0	8,889.0	8,996.8
매입채무	1,230.3	1,460.0	1,531.7	1,548.7	1,660.6
단기차입금	1,928.5	2,506.9	2,406.9	2,256.9	2,106.9
유동성장기부채	930.3	304.4	284.4	264.4	244.4
비유동부채	2,208.7	3,187.1	3,296.6	2,984.6	2,952.6
사채	0.0	596.4	596.4	346.4	346.4
장기차입금	781.4	1,653.7	1,753.7	1,703.7	1,653.7
부채총계	11,618.9	12,129.1	12,310.6	11,873.5	11,949.4
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4
기타포괄이익누계액	1,020.9	1,027.4	1,035.0	1,041.6	1,047.2
이익잉여금	16,043.7	16,180.6	16,272.7	16,371.4	16,526.7
비지배주주지분	1,228.7	1,359.4	1,397.5	1,427.4	1,473.5
자본총계	13,111.0	12,926.3	13,064.2	13,199.2	13,406.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	126.5	-1,464.1	261.9	445.8	411.2
당기순이익(손실)	-453.6	213.1	165.6	199.3	307.5
유형자산상각비	375.5	390.3	386.9	376.3	367.4
무형자산상각비	19.5	12.9	14.5	12.4	10.7
운전자본의 증감	413.5	-2,063.2	-208.8	-56.6	-193.9
투자활동 현금흐름	-5.7	-329.6	-215.1	-196.4	-298.8
유형자산의증가(CAPEX)	-225.8	-404.7	-320.0	-336.0	-352.8
투자자산의감소(증가)	-276.2	-113.0	-27.1	-4.5	-45.4
재무활동 현금흐름	-329.4	973.3	-39.8	-532.2	-308.1
차입금의 증감	-1,381.9	1,617.6	-28.7	-486.3	-227.5
자본의 증가	1,504.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-197.9	-816.6	2.4	-287.2	-199.9
기초현금	3,239.7	3,041.8	2,225.1	2,227.5	1,940.4
기말현금	3,041.8	2,225.1	2,227.5	1,940.4	1,740.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	196,331	214,524	225,063	227,563	244,006
EPS(지배주주)	-7,296	2,318	1,802	2,393	3,693
CFPS	-3,636	9,221	8,665	9,178	10,993
EBITDAPS	-1,289	9,797	9,591	10,949	12,676
BPS	167,892	163,436	164,846	166,332	168,606
DPS	0	0	500	1,000	1,500
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.6	1.3	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	-17.6	54.6	42.9	32.3	20.9
PCR	-35.3	13.7	8.9	8.4	7.0
PSR	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	-86.4	693.4	678.8	774.9	897.1
EV/EBITDA	-115.7	17.5	12.7	10.9	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.3	1.4	1.1	1.4	2.2
EBITDA 이익률	-0.7	4.6	4.3	4.8	5.2
부채비율	88.6	93.8	94.2	90.0	89.1
금융비용부담률	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
이자보상배율(x)	-3.5	1.8	1.4	2.1	3.0
매출채권회전율(x)	10.2	13.0	13.1	12.9	13.4
재고자산회전율(x)	14.2	13.0	11.8	11.7	12.1

Industry Indepth
2020. 4. 28

현대미포조선 010620

No Risk, 작은 거인

▲ 조선/기계

Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

- ✓ 19년말 기준 순차입금 -1,621억원의 순현금상태, 안정적 재무구조는 더욱 부각
- ✓ 1Q20 수주액 5.46억달러(+25.8% YoY), 인도 잔량 44.6억달러, 매출기준 1.0년
- ✓ 유가 급락에도 3월 PC선 5척 수주에 성공, LPG선의 상대적 호조도 기대 가능
- ✓ 20년 매출액 2,97조원(-0.8% YoY), 영업이익 970억원으로 전년수준 유지 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 업종 적용 PBR 0.6배로 하향하며 적정주가 36,000원 제시

Buy

적정주가 (12개월) **36,000 원**
현재주가 (4.27) **29,450 원**
상승여력 **22.3%**

KOSPI	1,922.77pt
시가총액	11,763억원
발행주식수	3,994만주
유통주식비율	56.89%
외국인비중	11.15%
52주 최고/최저가	57,600원/20,500원
평균거래대금	81.0억원

주요주주(%)	
한국조선해양 외 5 인	42.86
국민연금공단	12.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.8	-34.6	-47.7
상대주가	0.8	-29.0	-40.7

주가그래프



1등의 생존전략이 필요한 춘궁기, 순현금상태의 재무구조 부각 전망

COVID-19 에 따른 수요 실종과 산업재 기업들에 대한 Credit Risk 부각에서 가장 자유롭다. 2019 년말 기준 부채비율 43.6%, 순차입금 -1,621 억원으로 순현금상태의 우량한 재무구조를 보유하고 있다. 해양설비를 건조하지 않기에, 유가 폭락에 따른 사업구조의 훼손 리스크도 없다. 수주잔고의 64%가 주력인 PC 선이며, 고부가선종인 LPG 선과 LNG Bunkering 선박의 잔고도 9%이다.

비정상적인 탱커 운임의 안정화 이후, PC선과 LPG선 수주에 기대

예측 가능한 리스크는 두 가지로, 1) 비정상적으로 폭등한 탱커 운임이 하향 안정화될 경우 PC 선 수요 위축 우려가 발생할 수 있고, 2) 매출기준 잔고가 가장 짧기에(1.0 년 추정) 수주활동 중단이 장기화되면 잔고 소진의 리스크가 크다는 점이다. 3 월까지 PC 선 14 척 5.46 억달러의 수주에 성공하였고, 유가 급락기인 3 월에 PC 선 5 척을 수주했다. 탱커 운임 하락은 단기적 리스크로 보이며, 고부가선종인 LPG 선의 호조는 유력하다. 주력선종의 평균 건조기간이 1.0 년 내외로 짧기에 하반기에 수주만 재개되어도 잔고소진 우려는 해소된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 36,000원 제시

현대미포조선에 대해 투자의견 Buy 를 유지한다. 2020 년 발주 전망치를 38% 하향함에 따라 업종의 적정 PBR 을 0.6 배로 적용, 적정주가는 36,000 원으로 하향한다. 조선업종 적정 PBR 의 상향 시 가장 우선적으로 Outperform 할 기업으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,403.0	70.9	85.0	2,128	-72.9	57,322	28.2	1.0	17.7	3.8	49.5
2019	2,994.1	92.6	53.3	1,333	-49.3	58,022	34.5	0.8	11.8	2.3	43.6
2020E	2,969.7	97.0	79.2	1,982	43.8	59,585	14.9	0.5	6.4	3.4	39.7
2021E	2,921.9	98.8	80.5	2,014	1.7	61,126	14.6	0.5	5.8	3.3	36.0
2022E	3,259.4	123.0	97.4	2,439	21.1	63,036	12.1	0.5	4.7	3.9	35.7

표12 현대미포조선 1Q20 실적 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	744.2	705.0	5.6	726.2	2.5	712.9	4.4	744.2	-
영업이익	27.1	26.2	3.5	10.8	149.7	26.9	0.9	27.1	-
세전이익	27.8	29.1	-4.5	-0.8	흑전	44.0	-36.8	27.8	-
지배주주순이익	18.8	19.6	-4.2	-7.4	흑전	28.8	-34.8	18.8	-
영업이익률(%)	3.6	3.7		1.5		3.8		3.6	-
순이익률(%)	2.5	2.8		-1.0		4.0		2.5	-

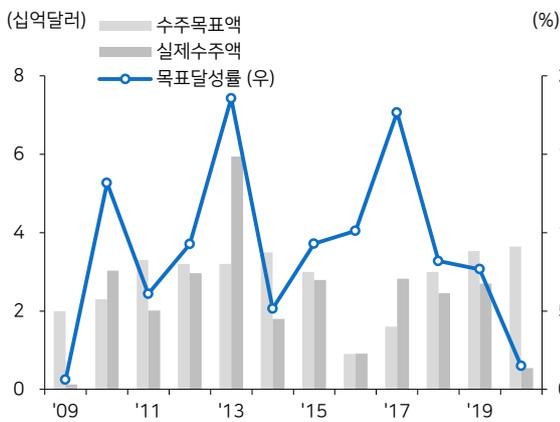
자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 현대미포조선의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	
매출액	545.4	547.7	582.2	727.6	705.0	831.6	731.3	726.2	744.2	740.6	756.8	728.1	2,403.0	2,994.1	2,969.7	
영업이익	23.0	18.7	21.5	7.7	26.2	31.9	23.7	10.8	27.1	24.4	25.8	19.7	70.9	92.6	97.0	
세전이익	115.0	-61.6	54.7	9.3	29.1	24.0	33.2	-0.8	27.8	32.0	32.0	25.5	117.5	85.6	117.3	
지배주주순이익	85.9	-30.5	42.0	-12.4	19.6	17.5	23.6	-7.4	18.8	21.6	21.6	17.2	85.0	53.3	79.1	
매출액증가율	YoY	-44.7	-36.4	-16.6	흑전	29.3	51.8	25.6	-0.2	5.6	-10.9	3.5	0.3	-2.1	24.6	-0.8
	QoQ	흑전	0.4	6.3	25.0	-3.1	18.0	-12.1	-0.7	2.5	-0.5	2.2	-3.8			
영업이익증가율	YoY	-55.1	-33.1	-67.0	흑전	13.9	70.8	10.2	40.0	3.5	-23.6	8.8	82.1	-34.3	30.6	4.7
	QoQ	흑전	-18.7	15.0	-64.0	237.8	22.0	-25.8	-54.2	149.7	-10.0	5.7	-23.4			
영업이익률		4.2	3.4	3.7	1.1	3.7	3.8	3.2	1.5	3.6	3.3	3.4	2.7	3.0	3.1	3.3
순이익률		15.8	-5.6	7.2	-1.7	2.8	2.1	3.2	-1.0	2.5	2.9	2.9	2.4	3.5	1.8	2.7

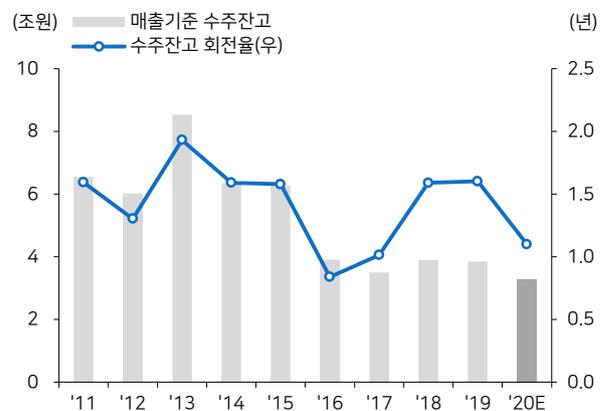
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림142 수주목표 달성률 추이 - 20년 목표액 36억달러



주: 2020년 3월 말 IR자료 기준
 자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

그림143 수주잔고(매출기준) 추이 - 20년말 잔고 3.3조원



주: 2020년 수주목표액의 60% 달성 가정
 자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,403.0	2,994.1	2,969.7	2,921.9	3,259.4
매출액증가율 (%)	-2.1	24.6	-0.8	-1.6	11.6
매출원가	2,231.5	2,803.1	2,768.8	2,716.2	3,022.9
매출총이익	171.5	191.0	200.9	205.6	236.5
판매관리비	100.6	98.3	103.9	106.9	113.5
영업이익	70.9	92.6	97.0	98.8	123.0
영업이익률	3.0	3.1	3.3	3.4	3.8
금융손익	18.0	-43.0	11.6	12.3	14.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	28.6	35.9	8.7	5.9	3.7
세전계속사업이익	117.5	85.6	117.3	116.9	141.5
법인세비용	29.6	24.4	29.3	27.5	33.3
당기순이익	120.7	61.2	87.9	89.4	108.3
지배주주지분 순이익	85.0	53.3	79.2	80.5	97.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	518.5	-72.4	108.3	132.0	126.2
당기순이익(손실)	120.7	61.2	87.9	89.4	108.3
유형자산상각비	46.4	52.7	57.2	55.9	54.9
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	378.5	-214.6	-18.8	2.7	-22.1
투자활동 현금흐름	-10.7	76.7	-23.0	-21.6	-39.6
유형자산의증가(CAPEX)	-477.1	-82.5	-57.2	-51.5	-52.8
투자자산의감소(증가)	270.6	6.2	0.0	0.1	-0.3
재무활동 현금흐름	-797.7	-85.2	-74.1	-80.2	-39.9
차입금의 증감	-177.2	-39.0	-60.1	-60.3	-18.0
자본의 증가	99.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-281.8	-80.6	14.0	32.9	49.3
기초현금	562.2	280.5	199.8	213.8	246.7
기말현금	280.5	199.8	213.8	246.7	296.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,801.4	1,744.8	1,767.8	1,788.4	1,911.4
현금및현금성자산	280.5	199.8	213.8	246.7	296.0
매출채권	29.4	71.8	71.5	70.9	74.2
재고자산	160.1	166.3	165.6	164.3	173.8
비유동자산	1,662.4	1,635.8	1,620.9	1,604.5	1,593.2
유형자산	1,518.9	1,528.6	1,528.7	1,524.3	1,522.3
무형자산	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9
투자자산	20.9	14.8	14.8	14.7	15.0
자산총계	3,463.7	3,380.6	3,388.7	3,392.9	3,504.6
유동부채	1,076.4	1,001.6	938.4	872.2	896.3
매입채무	190.2	214.5	213.6	211.9	224.1
단기차입금	241.6	229.8	169.8	109.8	89.8
유동성장기부채	41.4	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	70.2	25.1	25.1	25.0	25.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,146.6	1,026.7	963.5	897.2	921.8
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	231.8	232.7	236.0	239.0	241.8
이익잉여금	1,816.7	1,843.6	1,902.9	1,961.4	2,034.9
비지배주주지분	27.6	36.5	45.3	54.2	65.0
자본총계	2,317.2	2,354.0	2,425.2	2,495.7	2,582.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	60,162	74,961	74,350	73,152	81,602
EPS(지배주주)	2,128	1,333	1,982	2,014	2,439
CFPS	3,763	3,592	3,950	3,901	4,438
EBITDAPS	2,945	3,648	3,868	3,878	4,460
BPS	57,322	58,022	59,585	61,126	63,036
DPS	700	350	500	550	600
배당수익률(%)	1.2	0.8	1.7	1.9	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	28.2	34.5	14.9	14.6	12.1
PCR	15.9	12.8	7.5	7.6	6.6
PSR	1.0	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	117.6	145.7	154.5	154.9	178.1
EV/EBITDA	17.7	11.8	6.4	5.8	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	2.3	3.4	3.3	3.9
EBITDA 이익률	4.9	4.9	5.2	5.3	5.5
부채비율	49.5	43.6	39.7	36.0	35.7
금융비용부담률	0.7	0.3	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	4.2	9.6	12.2	16.6	26.5
매출채권회전율(x)	21.5	59.2	41.5	41.0	44.9
재고자산회전율(x)	18.8	18.3	17.9	17.7	19.3

Industry Indepth
2020. 4. 28

삼성중공업 010140

Pause, 희망회로

▲ 조선/기계

Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

- ✓ 19년말 기준 순차입금 3.56조원, 부채비율 159.1%(+47.4%p YoY) 재무구조 약화
- ✓ 1Q20 매출액 1,83조원(+25.3% YoY), 영업적자 478억원, 당기순손실 2,270억원
- ✓ 또 다시 반복된 일회성 손실(?), 10개분기 연속 영업적자는 근본 경쟁력에 의문
- ✓ 20년 매출액 7.7조원(+4.7% YoY), 영업적자 1,233억원으로 6년 연속 적자 전망
- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 4,500원으로 하향. 재무건전성 확인이 우선

Hold

적정주가 (12개월) **4,500 원**
현재주가 (4.27) **4,175 원**
상승여력 **7.8%**

KOSPI	1,922.77pt
시가총액	26,303억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	70.54%
외국인비중	15.80%
52주 최고/최저가	8,540원/3,115원
평균거래대금	288.1억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 9 인	21.88
국민연금공단	9.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	-46.4	-49.5
상대주가	-1.2	-41.8	-42.8

주가그래프



연이은 일회성(?) 손실, 10분기 연속 영업적자는 근본 경쟁력에 의문

1 분기 매출 1.83 조원(+25.3% YoY), 영업적자 478 억원(적자확대), 당기순손실 2,270 억원(적자확대)의 부진한 실적을 기록했다. 중국 공장 가동 중단에 따른 영업손실 140 억원, 해양 설계 작업량 감소와 나이지리아 Yard 고정비 부담 240 억원(신규 수주 부재 시 분기당 110 억원 손실), 수당확대와 인력 총원관련 140 억원, Drillship 추가비용 70 억원 등 590 억원이 영업비용에 일회성으로 반영되었다. 영업외수지는 Drillship 선물환 평가손실 1,033 억원이 반영되었다.

수주목표 84억달러 달성에 희망적일 순 있으나, 재무구조는 비관적

반복되는 일회성은 더는 실수가 아니다. 10 개 분기 연속 영업적자라는 현실은 삼성중공업의 건조부문 경쟁력에 근본적 의문을 갖게 한다. 경쟁사가 구조조정을 통해 해양부문을 축소했음에도, LNG 선과 해양이란 주력 선종에 지속적인 투자를 하는 점은 인정받아야 한다. 그러나, 전략에 대한 평가는 실적으로 입증해야 하며, 실적이 후행한다면 수주로 보여줘야 한다. 수주목표 84 억달러 달성에 희망적일 수는 있지만, 현재 재무구조는 비관적으로 보인다.

투자 의견 Hold, 적정주가 4,500원으로 하향

투자 의견 Hold 로 하향하며, 적정주기도 4,500 원으로 하향한다. 19 년말 총자산 대비 재고자산 비중은 17.2%로 급증했다. 경쟁사 적정 PBR 0.6 배 대비 할인이 불가피하다. 사측 발표대로 미지급금 확보와 수주분의 선수금 유입으로 자금수지는 개선될 수도 있다. 1 분기 순차입금이 17 년 대비 2 조원 급증했고, 영업현금흐름 개선은 확인되지 않는다. 재무건전성 확인이 투자보다 우선이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,265.1	-409.3	-387.9	-694	-9.9	10,694	-10.7	0.7	-55.3	-6.2	111.7
2019	7,349.7	-616.6	-1,310.8	-2,081	200.8	8,324	-3.5	0.9	-27.2	-21.9	159.1
2020E	7,692.7	-123.3	-331.3	-526	-74.7	7,565	-7.9	0.6	32.0	-6.6	179.7
2021E	7,744.9	77.1	18.7	30	-105.6	7,407	141.0	0.6	15.8	0.4	171.1
2022E	8,088.0	196.8	137.8	219	637.9	7,476	19.1	0.6	10.9	2.9	159.8

표14 삼성중공업 1Q20 실적 Review

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	1,826.6	1,457.5	25.3	2,157.1	-15.3	1,710.0	6.8	1,772.3	3.1
영업이익	-47.8	-33.3	적지	-215.0	적지	-34.0	40.7	-35.6	34.1
세전이익	-220.1	-68.7	적지	-161.1	적지	-60.1	266.2	-60.1	266.3
지배주주순이익	-226.3	-98.7	적지	-318.2	적지	-50.7	346.6	-46.6	385.2
영업이익률(%)	-2.6	-2.3		-10.0		-2.0		-2.0	-
순이익률(%)	-12.4	-6.8		-14.8		-3.0		-2.6	-

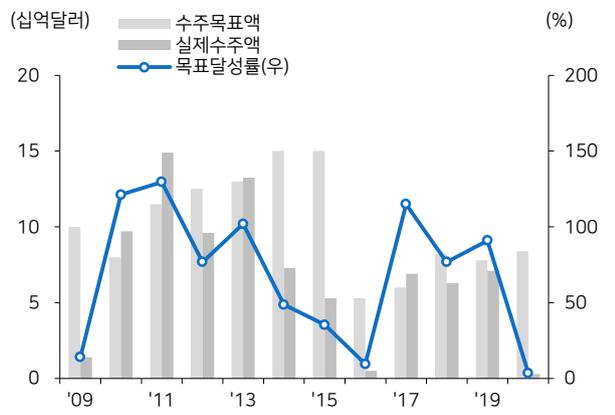
자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 삼성중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	1,240.8	1,346.6	1,313.8	1,363.9	1,457.5	1,770.4	1,964.6	2,157.1	1,826.6	1,858.4	1,916.8	2,091.0	5,265.1	7,349.7	7,692.7
영업이익	-47.8	-100.6	-127.2	-133.7	-33.3	-56.3	-312.0	-215.0	-47.8	-41.0	-16.4	-18.1	-409.3	-616.6	-123.3
세전이익	-90.7	-173.3	-116.1	-117.4	-68.7	-321.9	-587.6	-161.1	-220.1	-89.5	-59.2	-22.4	-497.6	-1,139.2	-391.1
지배주주순이익	-58.8	-146.7	-84.4	-98.0	-98.7	-313.7	-580.2	-318.2	-226.3	-60.0	-35.6	-9.5	-387.9	-1,310.8	-331.3
매출액증가율 YoY	-49.1	-41.4	-25.0	-3.4	17.5	31.5	49.5	58.2	25.3	5.0	-2.4	-3.1	-33.4	39.6	4.7
QoQ	-12.2	8.5	-2.4	3.8	6.9	21.5	11.0	9.8	-15.3	1.7	3.1	9.1			
영업이익증가율 YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지										
영업이익률	-3.8	-7.5	-9.7	-9.8	-2.3	-3.2	-15.9	-10.0	-2.6	-2.2	-0.9	-0.9	-7.8	-8.4	-1.6
순이익률	-4.7	-10.9	-6.4	-7.2	-6.8	-17.7	-29.5	-14.8	-12.4	-3.2	-1.9	-0.5	-7.4	-17.8	-4.3

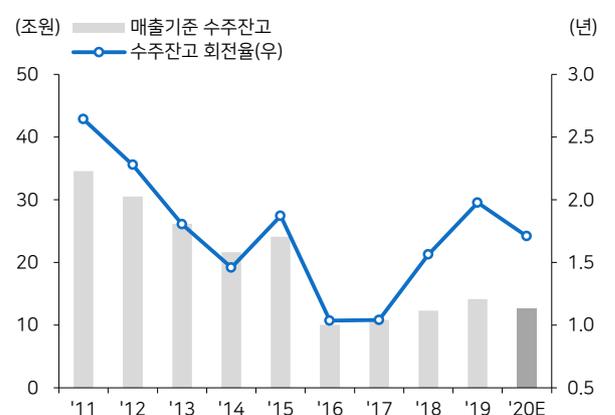
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림144 수주목표 달성률 추이 - 20년 목표액 84억달러



주: 2020년 3월 말 IR자료 기준
 자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림145 수주잔고(매출기준) 추이 - 20년말 잔고 12.6조원



주: 2020년 수주목표액의 60% 달성 가정
 자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,265.1	7,349.7	7,692.7	7,744.9	8,088.0
매출액증가율 (%)	-33.4	39.6	4.7	0.7	4.4
매출원가	5,269.3	7,288.4	7,165.3	7,012.7	7,207.1
매출총이익	-4.2	61.3	527.4	732.2	881.0
판매관리비	405.1	677.9	650.7	655.1	684.1
영업이익	-409.3	-616.6	-123.3	77.1	196.8
영업이익률	-7.8	-8.4	-1.6	1.0	2.4
금융손익	-114.4	-137.1	-233.9	-99.2	-85.8
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	26.2	-385.6	-33.9	46.4	67.4
세전계속사업이익	-497.6	-1,139.3	-391.1	24.2	178.4
법인세비용	-109.4	176.1	-58.7	5.4	40.1
당기순이익	-388.2	-1,315.4	-332.5	18.7	138.3
지배주주지분 순이익	-387.9	-1,310.8	-331.3	18.7	137.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,405.5	6,929.5	6,932.2	6,467.9	6,249.5
현금및현금성자산	946.0	384.3	372.8	290.8	129.9
매출채권	508.3	201.0	221.1	221.8	226.7
재고자산	1,481.8	2,339.6	1,988.7	1,591.0	1,431.9
비유동자산	6,877.4	6,670.6	6,409.4	6,190.4	5,995.6
유형자산	5,882.3	5,727.3	5,495.1	5,306.6	5,126.7
무형자산	58.8	46.2	27.7	16.6	10.0
투자자산	189.8	285.6	297.5	299.4	311.3
자산총계	14,282.9	13,600.1	13,341.6	12,658.3	12,245.1
유동부채	6,267.1	7,089.1	6,925.0	6,746.5	6,732.5
매입채무	635.9	651.2	681.6	686.2	716.6
단기차입금	1,448.1	1,692.3	1,442.3	1,342.3	1,292.3
유동성장기부채	835.7	1,413.6	1,313.6	1,213.6	1,163.6
비유동부채	1,269.5	1,262.1	1,647.4	1,241.8	798.6
사채	84.9	269.7	-30.3	-120.3	-150.3
장기차입금	546.1	431.8	1,131.8	831.8	431.8
부채총계	7,536.6	8,351.2	8,572.4	7,988.3	7,531.1
자본금	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,797.0	1,796.8	1,796.8	1,796.8	1,796.8
기타포괄이익누계액	-39.0	-234.1	-381.4	-499.3	-593.5
이익잉여금	2,800.1	1,502.2	1,170.9	1,189.6	1,327.3
비지배주주지분	7.9	3.7	2.6	2.6	3.1
자본총계	6,746.3	5,248.9	4,769.2	4,670.1	4,714.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	165.5	-681.2	601.7	662.3	532.4
당기순이익(손실)	-388.2	-1,315.4	-332.5	18.7	138.3
유형자산상각비	256.0	297.5	287.3	248.9	246.5
무형자산상각비	38.9	19.4	18.5	11.1	6.7
운전자본의 증감	289.2	-462.0	580.8	403.7	158.8
투자활동 현금흐름	369.3	-117.7	-668.3	-133.2	-154.0
유형자산의증가(CAPEX)	-69.0	-77.2	-55.0	-60.5	-66.6
투자자산의감소(증가)	2.1	-95.8	-12.0	-1.8	-12.0
재무활동 현금흐름	50.4	365.7	65.1	-601.1	-529.2
차입금의 증감	-1,454.4	1,614.2	65.1	-601.1	-529.2
자본의 증가	1,372.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	592.5	-561.7	-11.5	-82.0	-160.9
기초현금	353.5	946.0	384.3	372.8	290.8
기말현금	946.0	384.3	372.8	290.8	129.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	11,666	12,211	12,294	12,838
EPS(지배주주)	-694	-2,081	-526	30	219
CFPS	203	-445	134	595	808
EBITDAPS	-205	-476	290	535	714
BPS	10,694	8,324	7,565	7,407	7,476
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-10.7	-3.5	-7.9	141.0	19.1
PCR	36.6	-16.3	31.1	7.0	5.2
PSR	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
EBITDA	-114.4	-299.6	182.5	337.1	450.0
EV/EBITDA	-55.3	-27.2	32.0	15.8	10.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.2	-21.9	-6.6	0.4	2.9
EBITDA 이익률	-2.2	-4.1	2.4	4.4	5.6
부채비율	111.7	159.1	179.7	171.1	159.8
금융비용부담률	2.3	1.7	1.9	1.8	1.5
이자보상배율(x)	-3.3	-5.0	-0.8	0.5	1.6
매출채권회전율(x)	12.3	20.7	36.5	35.0	36.1
재고자산회전율(x)	3.9	3.8	3.6	4.3	5.4

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

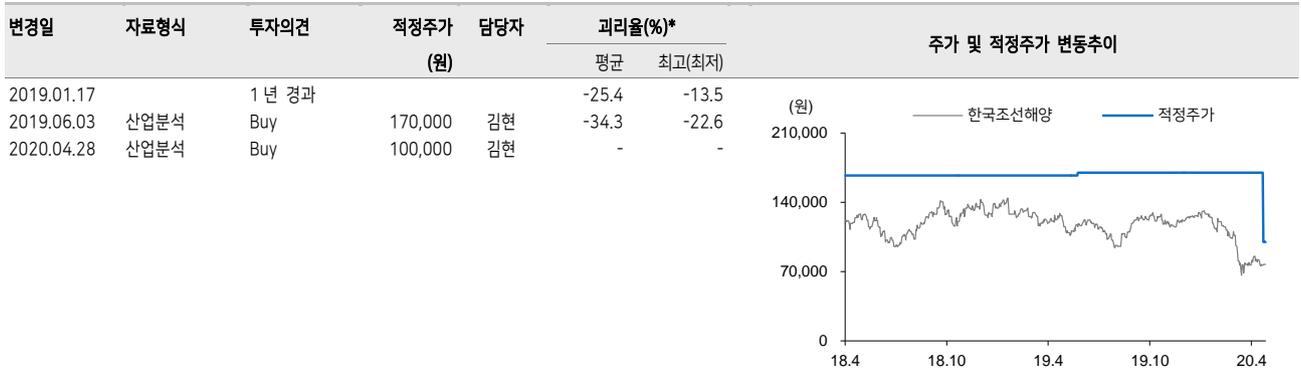
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

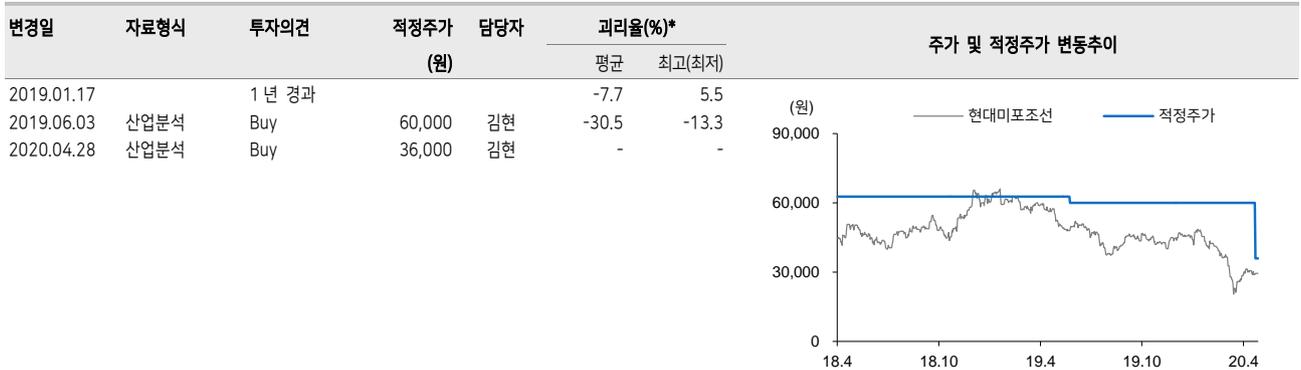
한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.01	기업브리프	Buy	10,000	김현	-20.7	-5.5	
2019.11.01	1년 경과				-28.5	-26.6	
2019.11.19	산업분석	Buy	9,300	김현	-24.1	-19.5	
2020.02.04	기업브리프	Buy	8,400	김현	-39.4	-18.5	
2020.04.28	산업분석	Hold	4,500	김현	-	-	