

Issue Comment

2023. 1. 4

조선

2023년 현대중공업그룹 계획



운송/조선/기계

Analyst 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA 오정하

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

현대삼호중공업 상장 계획 철회

현대삼호중공업의 상장 의무가 계약 당사자인 현대중공업그룹과 IMM PE 간 합의에 따라 해소됨. 1) IPO 시장의 위축과 2) 상장의 자금 조달 효과가 미미할 개연성을 두고 양측의 실익이 제한적이라는 판단에 따른다. 한국조선해양은 IMM PE(트리톤 1호)가 보유한 현대삼호중공업의 지분 15.15%를 취득할 예정임. 대금 지급 방식으로 2가지 안이 고려 중이며 1) 현금 지급 2,667억원 + 현대중공업 주식 1,430억원 또는 2) 현금 4,097억원 지급임

한국조선해양의 주주가치 제고

거래 양측이 합의한 현대삼호중공업의 공정가치는 2.7조원으로 역산 가능함. 현대삼호중공업의 지분이 95.69%로 확대되고, 기존에 상장 가능성을 두고 받았던 NAV 할인율을 제거되기 때문에 한국조선해양 주주가치 제고됨. 1) 현대삼호중공업 지분 95.69%의 가치 + 2) 대금 지급 후 순현금만으로도 4.2조원이며 전일 한국조선해양의 시가총액 4.9조원의 85%를 설명함

현대중공업 오버행 우려는 기우

IMM이 대금 수취 방안을 두고 현대중공업 주식을 고려하고 있는 상황이 향후 현대중공업 주가에 오버행 이슈를 야기하기에는 그 규모가 미미함. 전일 종가 기준으로 1.25% 수준

2023년 현대중공업그룹 내 조선 3사 수주 및 매출 계획

2023년 현대중공업의 수주 목표는 118.57억달러, 현대미포조선은 37.00억달러, 현대삼호중공업은 26.00억달러. 3사의 2022년 실제 수주 실적 대비 -20.9%, -2.6%, -70.0% 수준임. 2022년 수주 물량 확대의 기저효과 때문임. 당초 수주 목표와 비교하면 +4.5%, +2.8%, -43.5% 수준임

매출 목표는 현대중공업 12.12조원, 현대미포조선 4.15조원, 현대삼호중공업 6.05조원임. 2022년 실제 매출 실적 대비 +30.3%, +13.0%, +29.3% 수준임. 당초 매출 목표와 비교하면 +19.1%, +15.3%, +34.7% 수준임

LNG선의 경우 20척+ α 를 기대하며 카타르향 LNG선의 건조선가의 경우 재협상이 예상됨. 컨테이너선의 경우 국내 및 대만의 대형 프로젝트향 물량이 여전히 남아있음. 탱커의 경우 조선소-선주 간 건조선가에 대한 입장 차이로 발주 확인이 지연되고 있으나, 문의는 증가하고 있음

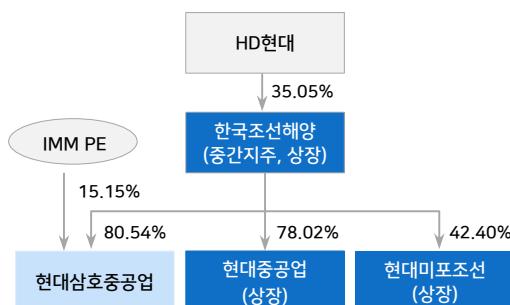
현대삼호중공업의 상장 의무 해소. 향후에도 계획 없음

상장 계획이 철회됐고, 향후에도 상장 계획은 없다. IMM PE와의 현대삼호중공업 상장 의무 계약이 있었으나 1) IPO 시장의 위축과 2) 상장을 진행하더라도 높은 구주 매출 비중을 고려시 자금 조달 효과가 미미할 개연성 등을 고려하여 상장 의무 해소 합의가 진행됐다.

2017년 6월 29일 현대삼호중공업은 IMM에 대하여 4,000억원 규모의 제3자배정 유상증자를 결정하고 배당우선 전환주식 7,142,858주를 발행한 바 있다. 이때 5년 이내 현대삼호중공업의 상장, 2) 미이행시 원금 + 연 이자 9.5% 보상 조항이 체결 됐다. 이후 현대중공업그룹의 지배구조 개편 과정에서 IMM은 현대삼호중공업의 주식 일부를 한국조선해양 주식(1,398억원)으로 교환 받았다.

IMM PE와의 현대삼호중공업 상장 의무 해소 합의안에 따르면, 한국조선해양은 IMM으로부터 현대삼호중공업의 지분 15.15%를 취득하게 된다. 취득 방법은 2가지 안으로 나뉘며 1안은 현금 지급 2,667억원 + 현대중공업주식 1,430억원치를 지급하는 방법이다. 2안은 현금 4,097억원을 지급하는 방법이다.

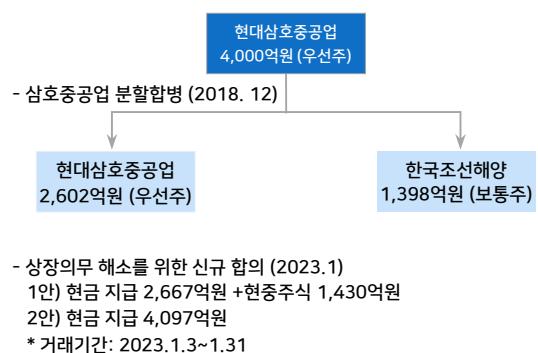
그림1 3Q22 기준 지배구조도



자료: 다트전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대삼호중공업 상장 의무 해소 합의안 내용

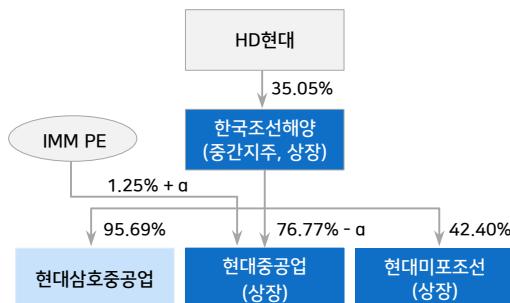
- 최초 투자 유치 (2017. 7)



주: 상기 거래기간 중 상호 합의한 날에 1안 방식으로 매매하되, 상호합의가 어려워 매매 원료되지 못할 경우 2월 1일에 2안 방식으로 매매하여 거래종결

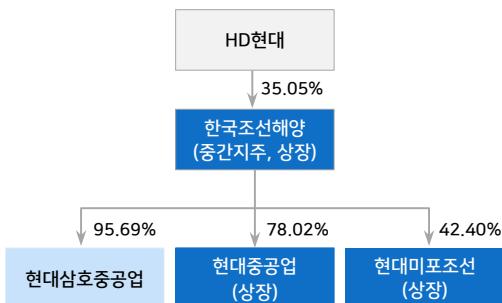
자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림3 시나리오 1안) 지배구조도 변화 예상



자료: 다트전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림4 시나리오 2안) 지배구조도 변화 예상



자료: 다트전자공시, 메리츠증권 리서치센터

한국조선해양 주주가치 제고

현대삼호중공업의 향후 상장 계획도 없다고 확인되면서 한국조선해양 주주가치는 제고됐다. IMM의 현대삼호중공업 보유 지분 15.15%를 현금 4,097억원으로 취득하는 2안을 역산하면, 양사가 합의한 현대삼호중공업의 공정가치는 2.7조원이다. 한국조선해양의 2022년 3분기말 순현금 2.0조원을 감안했을 때 대금 지급 후에도 순현금 1.6조원이다. 1) 현대삼호중공업 예상 지분 95.69%의 가치 + 2) 예상 순현금 = 4.2조원으로 전일 한국조선해양의 시가총액 4.9조원의 85%를 설명한다.

IMM이 현대삼호중공업 지분 처분에 대하여 대금 지급 일부를 현대중공업 주식으로 수취할지 여부는 1월 31일까지의 현대중공업 주가에 달려있다. 거래 양측이 합의한 현대삼호중공업의 공정가치 2.7조원은 2022년 3분기말 자본총계 대비 P/B 1.67배이다. 전일 시가총액과 3분기말 자본총계로 환산한 현대중공업의 밸류는 1.87배이다.

현대중공업 오버행 우려는 기우

IMM이 대금 수취 방안을 두고 현대중공업 주식을 고려하고 있는 상황이 향후 현대중공업 주가에 오버행 이슈를 야기하기에는 그 규모가 미미함. 전일 종가 기준으로 1.25% 수준이다. 9월 30일까지의 IMM이 매각 가능한 한국조선해양 보유 지분은 약 1.8%로 추정한다.

표1 한국조선해양 조선 3사 2023년 수주 및 매출계획

구분		2022년		2023년		
		계획	추정실적	계획	YoY	
수주 (백만달러)	현대중공업	조선	6,950.0	10,414.0	7,000.0	-32.8%
		특수선	1,393.0	1,193.0	1,213.0	1.7%
		해양플랜트	1,084.0	19.0	1,224.0	6342.1%
		엔진기계	1,919.0	3,363.0	2,420.0	-28.0%
		합계	11,346.0	14,989.0	11,857.0	-20.9%
	현대미포조선		3,600.0	3,799.0	3,700.0	-2.6%
	현대삼호중공업	조선부문	4,500.0	8,626.0	2,600.0	-69.9%
		산업설비	105.0	36.0	-	-
		합계	4,605.0	8,662.0	2,600.0	-70.0%
	총계		19,551.0	27,450.0	18,157.0	-33.9%
	3사 조선부문		15,050.0	22,839.0	13,300.0	-41.8%
매출 (십억원)	현대중공업	조선	6,443.1	-	7,600.3	-
		특수선	705.0	-	454.0	-
		해양플랜트	1,294.3	-	1,312.3	-
		엔진기계	1,665.1	-	2,682.0	-
		기타	67.8	-	72.3	-
		합계	10,175.3	9,304.4	12,120.9	30.3%
	현대미포조선		3,602.0	3,674.2	4,152.4	13.0%
	현대삼호중공업	조선부문	4,325.4	-	-	-
		산업설비	166.0	-	-	-
		합계	4,491.4	4,679.8	6,051.0	29.3%
	총계		18,268.7	17,658.4	22,324.3	26.4%

자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

한국조선해양 Conference Call Q&A

Q1 2023년 수주 계획은 2027년까지의 납기 물량 기준인지?

- A1**
- 수주목표는 납기 기준으로 수립하며, 최근 선가 상승세를 감안했을 때 일반상선(컨테이너선, 텡커 등)은 2026년까지의 납기 물량만 추진해도 충분히 달성할 수 있는 금액임.
 - LNG선의 경우 약 20척 가량의 수주를 가정했는데 카타르향 물량을 포함했으며, 모잠비크향 물량은 포함하지 않았음

Q2 텡커 시장 분위기는? 후판가격의 인하 정도는? 원재료가격 인하에 따른 호가 인하 가능성은?

- A2**
- 텡커의 수주잔량이 낮고, 운임은 견조할 전망에 따라 텡커에 대한 관심은 여전히 높은 상황
 - 국내 조선소들이 원가 인상분을 반영한 선가를 제시하며 시장 기대선가와 차이가 있는 상황임. 그러나 한국 조선소들이 선가를 인하하며 서두를 유인이 없음
 - 후판 가격 인하는 긍정적이나 임금 상승 압력이 상쇄됨. 후판가 인하가 텡커 호가 인하를 의미하진 않음

Q3 카타르 프로젝트 발주 예정 LNG선 물량이 어느 정도 남아있는지?

- A3**
- 10척 정도 남아있음. 조만간 2차 발주 협상 진행을 예상함. 선가는 재협상할 예정

Q4 현대삼호중공업 수주목표 26억달러에 모잠비크 9척 발주 물량이 포함되어있는지?

- A4**
- 수주목표액에 포함되어있지 않음. 모잠비크 슬롯을 뒤로 미루면서 생긴 슬롯은 이미 매각된 상황. 모잠비크와의 재협상은 2023년 상반기 중 종료 예상하며 현재 높아진 LNG선 시황을 반영할 계획임

Q5 LNG선 발주 옵션분이 몇 척 정도 있는지?

- A5**
- 없음. 선주들의 요구에도 옵션을 제공하지 않는 이유는 단계적 선가 인상에 방해되기 때문임
 - LNG선 건조 슬롯이 한 선주에게 묶이는 상황을 피하기 위함

Q6 2023년 현대미포조선 수주목표 중 선종별 비중은 어떻게 달라졌는지?

- A6**
- 현대미포조선 2022년 수주내역은 컨테이너선(피더선)>MR/PC>LR2>RoRo선>LPG선>벌크선 순임
 - 2023년은 MR/PC에 중점을 두고 계획함. LCO2(액화이산화탄소) 운반선 등 新선형도 수주할 계획임
 - 차이점은 피더선과 MR탱커 비중이 바뀌었다는 점

Q7 텡커 선주/선사들의 실적이 좋고 운임이 견조한데, 선주들은 오로지 선가 때문에 발주를 주저하는 건지?

- A7**
- 첫 번째 이유는 선가. 두 번째는 선형별로 시장이 나뉘는 특징 때문. 선형별 활동지역, 플레이어, 친환경 적 요소 적용 방식 모두 상이
 - VLCC는 대부분 Spot 계약으로, 중동에서 극동으로 운항하는 특성을 지님. 장기용선을 하지 않아 투기 성 발주가 이루어짐. VLCC는 BEP를 크게 상회하는 수준의 수익성 유지 중. 단, CAPEX를 크게 들여 환경규제에 대응하는 방안에는 보수적임. 선주들은 컨테이너선 호황이 일단락 됐을 때 국내 조선소들의 선가 인하할 가능성을 기대하고 있음
 - VLCC는 2026년 인도로 발주해야 되는데 장기적인 수익성을 보고 투자하는 선종이 아니기에 선뜻 발주하기 어려움. 반면, 중고 S&P시장은 활황. 중고 VLCC는 1억 2천달러를 상회함
 - Aframax는 북해, 흑해 등 유럽 쪽에서 많이 쓰이기에 LNG-DF 등 친환경 솔루션이 필요하고, CAPEX 비용이 상대적으로 적어 관심도가 높음
 - 그리스 등 주요 투자자가 먼저 발주하면 트리거로 작용하여 텡커시장은 따라 움직일 것으로 예상함

Q8 해양플랜트부문에서 목표하고 있는 프로젝트가 있는지?

- A8**
- 2022년 해양플랜트 수주는 없었으나, 2023년은 입찰 건 수가 전년대비 두 배 이상
 - 2023년에는 3~4건 수주를 목표함

Q9 최근 enquiry 들어오는 텡커 사양은? 선주들 사이 친환경 인식은 어느 정도인지?

- A9**
- 텡커 enquiry를 보면 친환경 솔루션에 대한 관심은 높으나, 친환경 이중연료 옵션 많지 않음.
 - 첫째, LNG가격이 비싸졌고, 둘째는 여전히 LNG 이중연료 엔진을 장착하는 가격은 부담스러움
 - 컨테이너선은 CO2 배출량, 유럽/미국으로 운항하는 점을 고려하면 할만함

Q10 2023년 수주 목표액 중 선종별 비중은?**A10**

- 컨테이너선은 2022년정도의 모멘텀은 아니지만, 여전히 선사들의 관심은 유효하다고 봄
- Tonnage provider와 선사들은 enquiry를 계속 보내고 있음. 국내, 대만 대형 프로젝트도 규모가 상당함. MSC, Maersk의 친환경 선박 교체 수요가 있고, CMA-CGM는 메탄올 DF 채택을 선언한 바 있음. 선사들은 2026년도 슬롯 관련 전략을 짜는 중
- 컨테이너선은 친환경 규제에 직격탄을 맞아 발주할 수 밖에 없고, 얼라이언스를 통한 독과점 형태로 수급 불균형을 극복할 것으로 예상함
- 세계 경기침체로 신조 발주량은 약 2년간 감소세를 예상. 2년간 현재 성과를 유지하면서 2년반치 물량을 채우는 전략. 2023년말 2026년 슬롯을 채워도 여전히 3년치 물량을 확보한 셈
- 2년반 물량을 채우면 절대적으로 공급자 우위 시장 유지됨.
- 선종 관계 없이 수익성을 유지하며 전체적인 물량 확보하는 전략 유효

Q11 2023년 수주목표 2022년 실적보다 줄었는데, 보수적으로 책정한 목표인지? 초과달성을 여력이 있는지?**A11**

- 2023년 키워드는 인플레이션, 경기침체인데, 깊은 침체가 조선소에게는 수혜. 침체 후 반등 국면에서 조선소는 이미 2~3년치 물량을 채웠기에 친환경 수요와 함께 맞물려 반등하는 힘이 더 클 전망
- 이에 맞춰 2023년 목표는 2026년 납기 기준으로 보수적으로 설정했음. 추가 수주여력은 충분

Q12 엑손모빌 일부 선박이 바이오연료 병커팅에 성공했는데, 저가연료로 환경규제에 단기 대응이 가능할지?**A12**

- 대체연료에 대한 선주들의 관심은 높으나 시장에 큰 의미는 없다고 봄
- 친환경 솔루션들은 비싸고, 일회성인 부분도 있고, 병커팅 인프라 구축의 어려움이 있음
- 예를 들어, 메탄올 연료도 Tank-to-wake 관점에서는 친환경이 아님. Well-to-wake 관점에서 그런 메탄올로 전환 시에만 의미가 있음. IMO는 Tank-to wake 관점만 고려하기 때문에 해당되지 않음. Maersk가 메탄올을 고수하는 이유는 EU의 'Fit for 55'에 대한 준비

Q13 현대삼호중공업 상장의무 해소 합의안 1안 결정 시 현대중공업 주식에 락업이 걸리는지? 오버행으로 주가가 빠지면 더 많은 주식을 주어야할지?**A13**

- 거래단가가 고정 되어있지 않아 양쪽에서 한 달간 협의 후 적절한 가격을 정할 예정. 락업 조건은 없음. 1.4% 정도 물량으로 약간의 오버행 이슈는 있으나 큰 충격은 없을 것
- 현대중공업 지분 1.4%는 한국조선해양이 보유 지분에서 지급됨

Q14 2안의 현금 지급액 4,097억원은 이자 비용으로 늘어난 건지?**A14**

- 총 4,000억원을 빌려서 2안으로 지급시 총 이자율을 환산하면 약 5.9% 수준
- 4,097억원은 현대삼호중공업의 적정가치를 따로 평가한 공정가치이며 양사가 합의한 금액임

Q15 IMM PE가 보유한 한국조선해양 지분 1,398억원이 9월 30일까지 매도되지 않으면 어떻게 되는지?**A15**

- 9월 30일까지 의무적으로 매도하게 되어있음

Q16 현대삼호중공업 향후 상장계획이 있는지?**A16**

- 현대삼호중공업은 향후 3년간 호실적이 예상되며 상장 계획 없음

Q17 두 가지 합의안이 마련된 배경은? 한국조선해양은 STX중공업 인수 추진 계획 등 기존 투자전략에 영향은 없을지?**A17**

- 조선 실적이 좋았기에 기대치가 남아있음. 현대중공업 주식으로 초과 수익을 내려는 전략으로 판단됨
- 한국조선해양은 2조원 규모의 순현금을 보유, 투자 전략에 대한 영향은 없음

Compliance Notice

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 발생 할 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.