

2020년 전망 시리즈
메리츠 조선/기계

18

Shift



조선/기계

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

조선 Overweight

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한국조선해양(009540)	Buy	170,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	9,300원
현대미포조선(010620)	Buy	60,000원

기계 Neutral

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
현대중공업지주(267250)	Buy	450,000원
태광(023160)	Buy	15,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
현대일렉트릭(267260)	Buy	14,500원
두산밥캣(241560)	Buy	40,000원
현대건설기계(267270)	Buy	43,000원
성광벤드(014620)	Buy	14,000원
하이록코리아(013030)	Buy	23,500원
현대엘리베이터(017800)	Hold	90,000원
현대로템(064350)	Hold	18,000원

Contents

Part I	Energy Shift	9
Part II	Fuel Shift(IMO2020)	31
Part III	Asset Shift	47
Part IV	Valuation Shift	73
Part V	Power Shift	85
Part VI	NEXTopia?	117
기업분석	한국조선해양(009540) First Mover	138
	삼성중공업(010140) 해양리스크는 이미 반영, LNG 경쟁 기대	141
	현대미포조선(010620) 수주 외에 걱정할 것이 없다	144
	현대중공업지주(267250) IMO규제의 All Round Beneficiary	147
	태광(023160) 경쟁사를 앞서가는 수주	150
	현대일렉트릭(267260) 유증-무증-유증의 악순환, 끝은 보인다	153
	두산밥캣(241560) 안정적 실적 + 저평가 < 모멘텀 부재	156
	현대건설기계(267270) 인도의 회복 지연이 아쉽다	159
	성광벤드(014620) 기다리기만 하면 된다	162
	하이록코리아(013030) 다시 회복한 10%대의 이익률	165
	현대엘리베이터(017800) 본업으로만 평가할 시기	168
	현대로템(064350) 반복된 부진은 일회성이 아니다	171

1 Energy Shift

- 다국적에너지기업, 非핵심자산 매각을 통한 주력 시장 집중 지속(미국계-Shale Gas, 유럽계-LNG)
- 보수적·선별적 E&P 투자와 Oil에서 Gas로 투자중심 이동 → 시추설비 가동률 부진, 생산설비 경쟁 심화
- 생산설비: 무리한 수주, McDermott은 재무리스크 부각, 싱가포르 2대 해양업체 합병가능성 부각
- 시추설비: 19~20년이 보릿고개, 21년 회복 예상
- LNG선 호황 필연 → 20~22년 177척 이상 발주 예상

2 Fuel Shift(IMO2020)

- IMO2020 시행의 파급력은 3월 전후 판가름 예상, 러시아의 시행 지연 우려는 변화가 두려운 Noise
- 이미 19년 하반기부터 IMO 규제의 효과는 가시화 → B-C 마진 급락, 저유황유 공급 급증
- IMO2020 시행에 따른 연료비 증가는 불가피, 운임 전가의 성공 여부가 핵심 → 전가 시 저유황유 호조 + 점진적 발주, 실패 시 감속운항+폐선 확대 예상
- 선박의 대형화가 투자 효율성 측면에서 유리하나 한계 수준. Cascading 과정 예상 → 국내 업계 긍정적

3 Asset Shift

- 선박(유형자산) 발주의 Factor: 금리, 선가, 운임, 수급
- 금리: 20년 미·유럽금리 인하 없을 것 → 대기 발주 ↑
- 선가: 20년 Key는 탱커로 예상, Cost Push는 제한적
- 운임: IMO2020이 변수, 매력도: 탱커>LNG>컨테이너
- 수급: 19년 폐선정체, 규제시행에 따른 증가여부 주목
- 효율성(무형자산) 제고는 대형화+연비효율성이 핵심
- E&P, 장비제조, EPC, Drilling, Service업계도 유형자산 효율화와 무형자산 가치 차이로 주가·실적 양극화

4 Valuation Shift

- 02~03년 수준으로 되돌아간 전세계 발주 시장
- PBR 0.6~1.0배의 장기박스권, 결국 핵심은 Order Size
- 16~18년 자산매각, 유상증자로 Book Value만 증가한 조선업계 → ROE 구조적 하락의 원인
- ROE 개선 조건: 수주 확대로 매출 증가와 자본 활용
- 조선업체의 무형가치 평가는 결국 수주선가와 M/S
- 수주분이 인식되는 시기의 현금창출능력, 매출증가를 통한 자산의 효율적 활용이 가치평가의 기준이 될 것

5 Power Shift

- 100년간 조선업의 패러다임 변화: 재질·공법변화 → 증설 → 침체 → 구조조정 → 집중화 or 다각화 → 합병
- Quantity에 주력한 중국, 동일 Quality에 주력한 일본
- 한국: '구조조정 이후, LNG·친환경 집중, 비조선 축소
- Final Step, 합병: 중국업계 합병, 현대·대우, 싱가포르
- 조선업은 유형자산 확장 한계성이 명확, 조선·중공업 On-Line이란 MRO Service, Life-cycle System 관리
- 투자매력: 한국조선해양 > 삼성중공업 > 현대미포

6 NEXTopia?

- 19년 중국·인도 등 신흥국 투자위축이 중공업·기계 업종 수출 부진, 실적 악화를 초래
- 20년 중국 건설기계 시장 둔화 우려는 합리적, 분쟁 해소와 인프라 투자의 실질 기대는 하반기 예상
- 분쟁 해소 시 우선 수혜는 CAPEX가 견인할 공작기계
- 19년 중동의 투자 지연은 아람코 IPO를 변곡점으로 20년 회복 기대로 이어질 것
- Top Picks: 현대중공업지주, 태광, 현대일렉트릭

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. IMO2020 시행	▪ 각국의 규제 미시행 제재	러시아·인도 등 신흥국의 자국 규제시행 유예	유럽·미국의 강력한 규제 시행	중국·동남아 등 신흥국도 강력제재 동참
		▪ 연료비 상승의 운임 전가	운임 인상에 모든 선종 실패, 투자 불확실성 증대	컨테이너 운임 일부 인상, 탱커·벌크 미인상	컨테이너선·탱커·벌크선 모두 인상에 성공
		▪ 저유황유, LNG 공급이슈	저유황유 기준정립 실패, LNG Bunkering 미흡	주요 항만 저유황유 공급, 미·유럽 LNG 공급	주요 원양항로 항만의 LNG 공급설비 확대
		▪ 감속운항 시행	감속운항 미 실시, 운임 동결과 치킨게임	컨테이너선부터 감속운항 실시	운임인상 과정과 감속운항이 병행
	2. 분쟁완화·LNG	▪ 미·중 무역분쟁	분쟁 장기화, 중국의 미국 LNG 수입 축소	점진적인 해결	미국 대선 이전 전격적 해결, LNG 수입 확대
		▪ 미국·유럽의 시중 금리	대선·경기 침체로 추가 인하	추가 인하 가능성 낮다는 컨센서스 형성	20년 상반기 Bottom-out 기대감 확산
		▪ LNG 프로젝트 발주	주요 프로젝트 발주 하반기 지연	20년 예정 프로젝트 발주	신규 프로젝트 추가 승인
	3. 합병 과정	▪ 현대중공업, 대우 인수	EU의 불허	EU의 조건부 승인	승인요청국가 모두 승인
		▪ 중국, 싱가포르 합병	싱가포르 업체 독자생존, McDermott 수주 경쟁	중국 합병완료, 싱가포르 합병 논의	중국, 싱가포르 모두 합병 완료
		▪ McDermott 재무 리스크	채권단, 정부의 강력한 지원	Chapter 11 등 Re-structuring 진입	Default 상황 직면, EPC 경쟁 완화
	4. 신흥국 투자	▪ 사우디 등 중동 투자 재개	예산 집행 지연 지속	19년 지연된 예산의 순차적 집행	19~20년 예정 프로젝트의 적시 발주
		▪ 중국 건설경기, 인프라	무역분쟁 지속, 주택착공 감소세 역전	20년 하반기 Peak-out	무역분쟁 해소와 인프라 투자 확대
		▪ Oil → Gas 투자 중심 이동	Gas 프로젝트 지연, 심해 Oil 광구 투자 위축	Gas 광구 E&P 확대, 시추시장 부진 유지	LNG Fuel 수요 확대, Gas 생산설비 발주
산업 투자 전략			비중 축소	비중 확대	비중 확대
			1분기 중 해운업계의 운임인상 성공 여부가 Key - IMO2020 시행효과가 낮다면, 방어주에 집중 - 연료의 변화나 폐선이 나타나지 않는다면, 선주들은 Retrofit에 주력할 것 - 현대중공업지주 - 무역분쟁 장기화는 기계업종에 매우 부정적	- 운임-금리-선가-발주의 상관관계 상 본격 회복 사이클 진입. 1등에 투자하는 전략 - 점진적인 운임 인상은 신규발주와 Retrofit 양극화로 진행될 전망 - Gas 사이클의 수혜는 LNG선, 동성화인텍/한국카본이 직접적 수혜	- Top Tier의 Valuation 레벨 상향으로 이어질 전망. 이는 기자재업체 전반에 수혜 - Best Scenario 전개 시 턴어라운드 종목 관심 예상 - 현대일렉트릭, 피팅 - 무역분쟁 해소 시 조선 > 공장기계 > 플랜트 기자재 > 건설기계 순의 투자 매력 예상
Top-Picks			현대미포조선, 현대중공업지주	한국조선해양, 현대중공업지주, 삼성중공업	한국조선해양, 현대일렉트릭, 태광

Part I

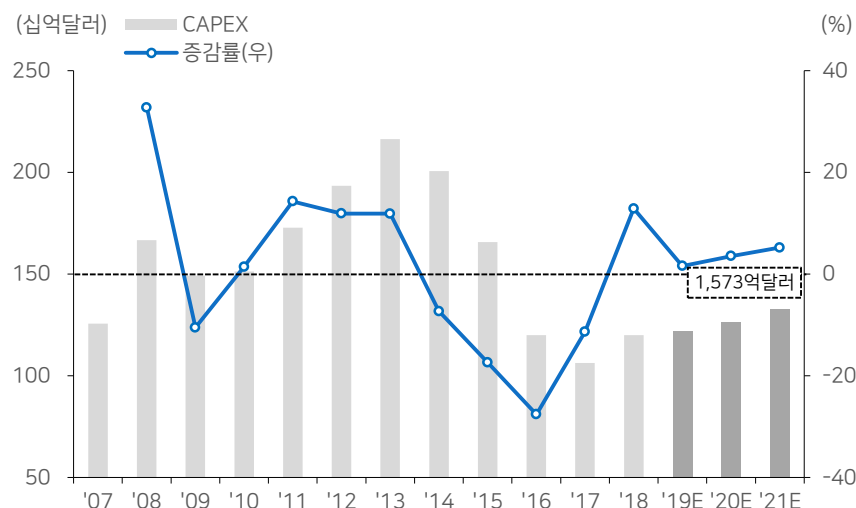
Energy Shift

Oil Major, 자본투자(CAPEX)는 소폭의 증가세로 전환

BEP Level을 낮추고, OPEX 절감과 효율적 CAPEX 집중

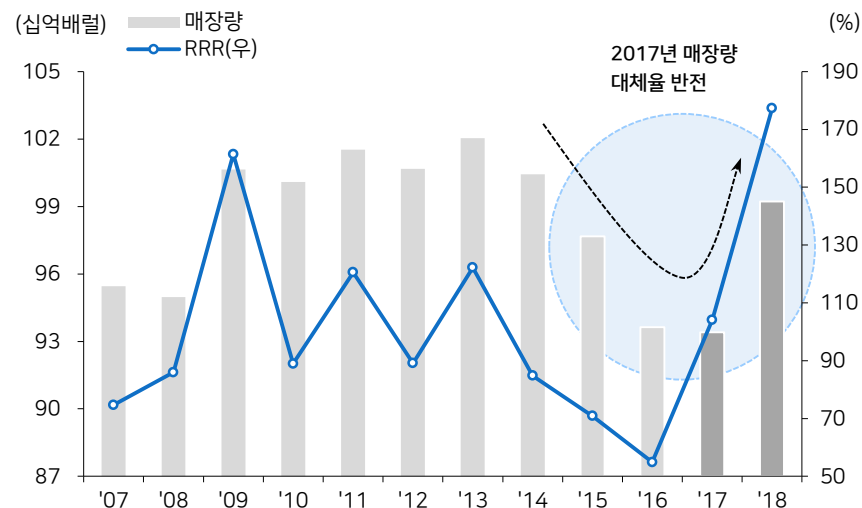
- 생산량 Top 9 Oil Major합산 CAPEX는 18년 반등에 성공했지만, 21년까지 연평균(CAGR) 4.4% 더딘 증가
- 20년 예상 CAPEX는 1,262억달러로 13년 최고치의 58.3%, 07~18년 평균(1,573억달러)의 80.2%에 불과
- Top 9 Major 보유매장량 대체율(RRR)은 18년 다시 100%를 상회하였지만(17년은 생산량 축소), 미국 Shale 매장량 확대(Permian, Bakken Basin)를 제외 시 정체 구간
- Oil에서 Gas(Shale 포함)로 투자 중심이 이동, 구조적인 해양 E&P 개선은 20년에도 가시성 낮음

9대 Oil Major 합산 연간 CAPEX – 연평균 4.4% 증가하나, 12년 평균치의 80%



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Equinor, Woodside 합산 수치
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

9대 Oil Major 매장량 대체율(RRR) 추이 – 18년 정상화는 Shale이 요인



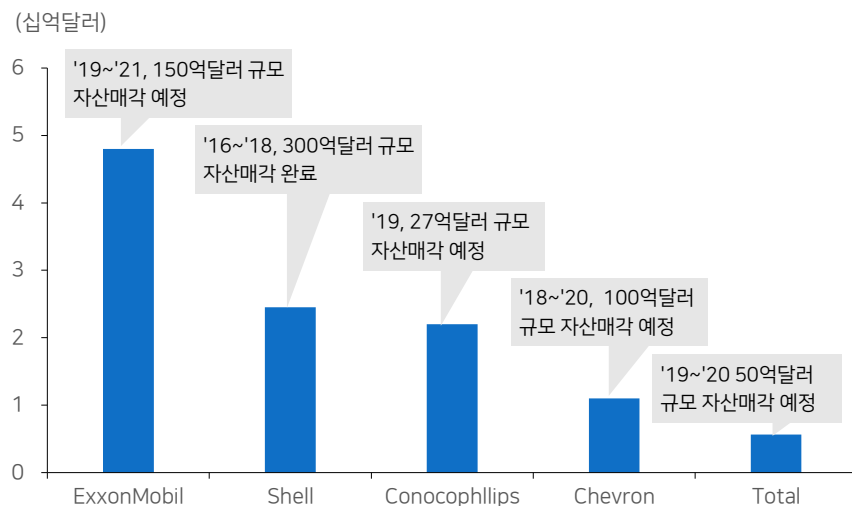
주1: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, ConocoPhillips, Equinor, Woodside 합산 수치
주2: RRR(Reserve Replacement Ratio)은 매장량 확보분/생산량 증가분
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil Major, 2020년 자본투자(CAPEX)는 보수적·선별적

20~23년 완만한 CAPEX 증가,
Upstream 개발·현금 흐름의
BEP 수준 하향에 주력

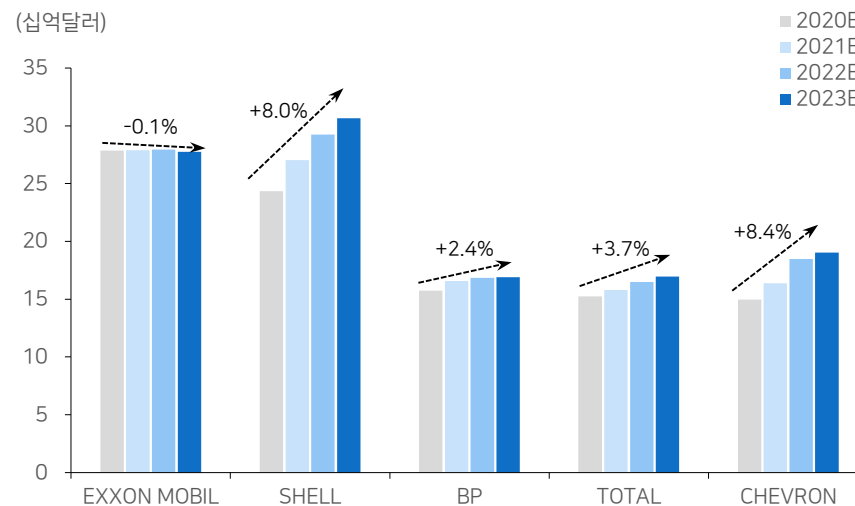
- 18~19년 Oil Major의 투자는 Oil 일변도에서 Gas로의 투자 확대와 비핵심광구 매각 지속
- 18년 Chevron은 북해 Rosebank 지분을 노르웨이 Equinor에 매각, 19년 Anadarko는 모잠비크 가스전 지분을 Total에 매각, ConocoPhillips는 호주 지분 매각 추진 → 미국 Permian Basin 등 Shale투자로 전환
- 개발단가(BEP)를 낮추는 과정 지속, 20~23년 CAPEX는 소폭 증가 → BP는 4년간 45% 단가 절감 진행, ExxonMobil은 유가 40달러 기준 사업계획, Total은 50달러 IRR>15%, Chevron은 51달러 Cash-flow BEP
- ExxonMobil, Total, Equinor 등은 탐사부문의 점진적 투자확대 계획, 해양시추시황의 완만한 회복 기대

Global Oil Major 19년 자산매각 - 3분기까지 111억달러 매각



자료: ExxonMobil, Shell, ConocoPhillips, Chevron, Total, 메리츠증권증권 리서치센터

Global Top 5 Oil Major들의 20~23년 CAPEX 전망



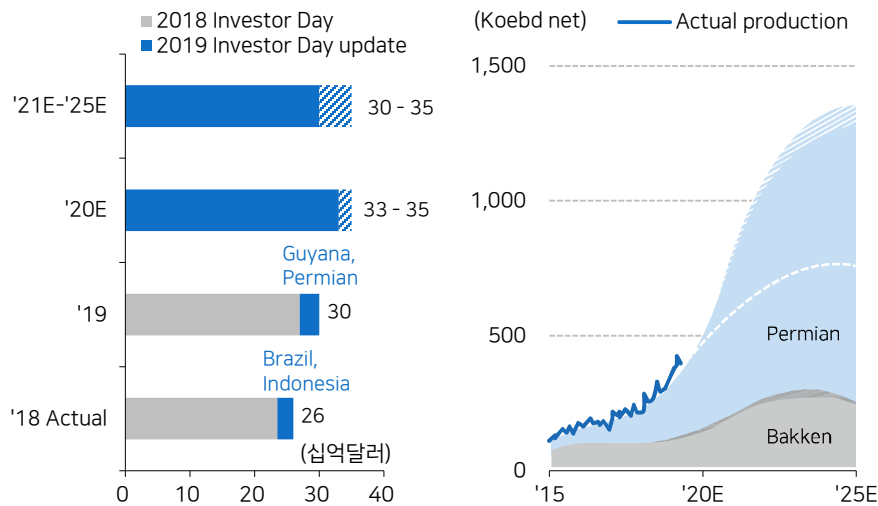
자료: ExxonMobil, Shell, BP, Total, Chevron, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil Major, Oil에서 Gas로 투자의 무게중심 이동

미국계 Major, Non-US 광구 매각 후 Shale 투자 확대

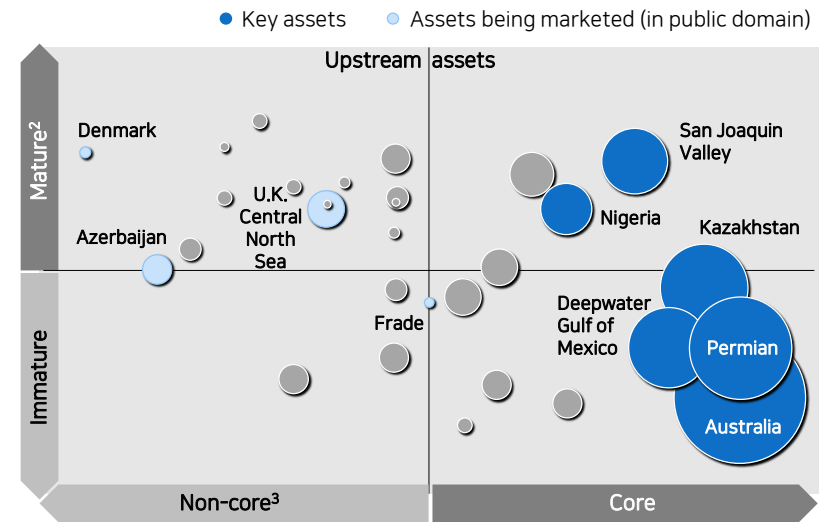
- 미국 ExxonMobil, 19~21년 150억달러의 비핵심자산 매각 진행, 아제르바이잔·말레이시아 광구 및 BEP가 높은 GoM 지역의 광구까지 매각대상에 포함 → Non-operated Field의 매각이 중심
- 미국 Chevron, 아제르바이잔·나이지리아·North Sea 광구매각 진행 → Shale, 호주 LNG, GoM 심해 집중
- 미국 ConocoPhillips, 19년 27억달러 규모의 North Sea(영국), 호주 서부 지역 자산매각 진행
- 미국계 Oil Major들은 미국 이외의 광구자산 매각, Permian Basin 및 미국 LNG 투자확대에 주력

미국 ExxonMobil Upstream Portfolio – Shale(Permian, Bakken) 집중



자료: ExxonMobil, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 Chevron의 Upstream Portfolio – 호주·나이지리아 LNG, Shale



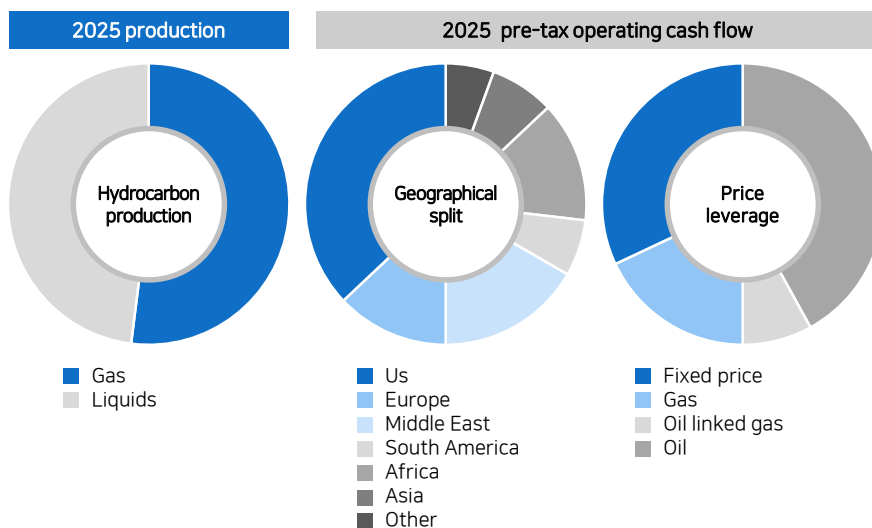
자료: Chevron, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil Major, Oil에서 Gas로 투자의 무게중심 이동

유럽계 Major, 아프리카, 오세아니아 Gas 투자 확대. Oil 개발은 기존 지역에 집중

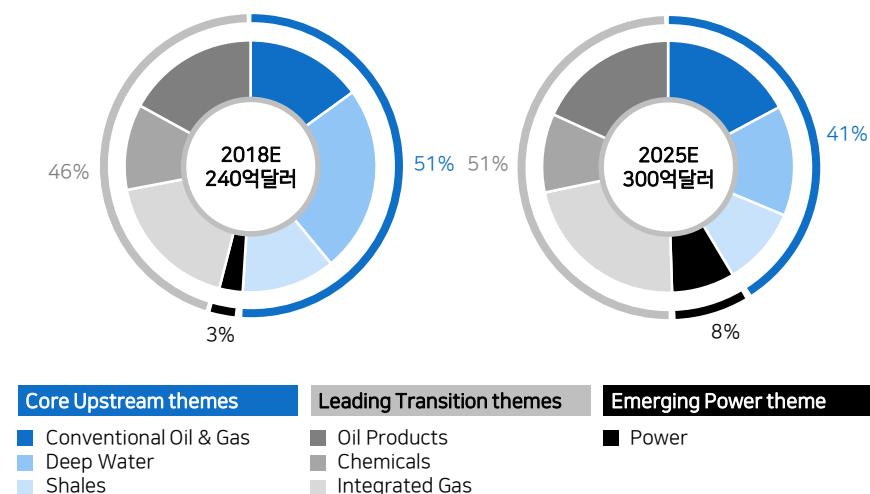
- 영국 BP, 광구 개발의 최종투자승인(FID)은 16년 6개 → 17년 3개 → 18년 9개 → 19~21년 20개 발표. Oil은 기존에 투자가 진행중인 GoM, North Sea 중심, 오세아니아지역은 LNG 투자가 Major Project
- 네덜란드 Royal Dutch Shell, 16~18년 300억달러의 Divestment 완료. 19년에는 덴마크 Upstream 자산, GoM의 Caesar-Tonga Field 지분 매각, 사우디아라비아 SASREF 합작회사 지분 매각 진행
- Shell의 20년 CAPEX 계획은 240~290억달러, 21~25년 평균 300억달러로 발표. 18년 대비 25년까지 CAPEX 비중이 가장 증가하는 섹터는 Gas

영국 BP(British Petroleum)의 Upstream Business 투자 Portfolio



자료: BP, 메리츠증권증권 리서치센터

네덜란드 RDS(Royal Dutch Shell)의 Upstream Business 투자 Portfolio



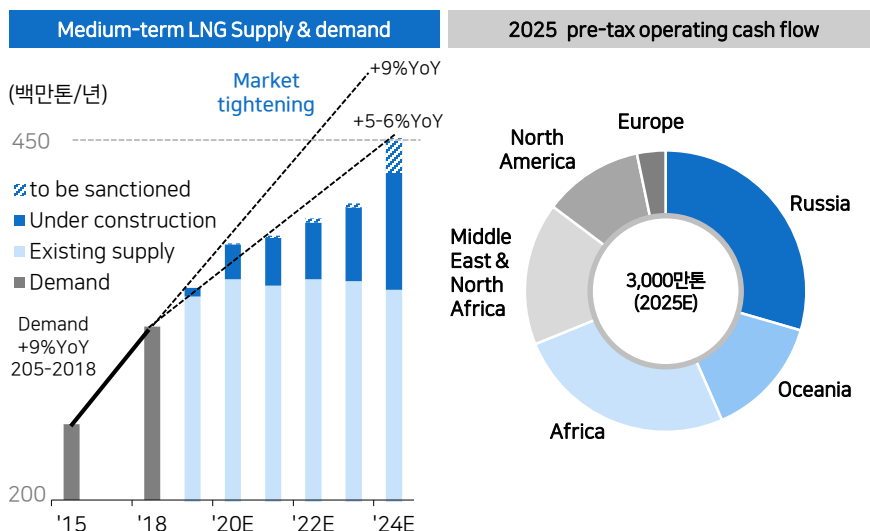
자료: Shell, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil Major, Oil에서 Gas로 투자의 무게중심 이동

낮아진 투자수익률, 20년에도
개발단가가 낮은 광구 중심의
투자 예상

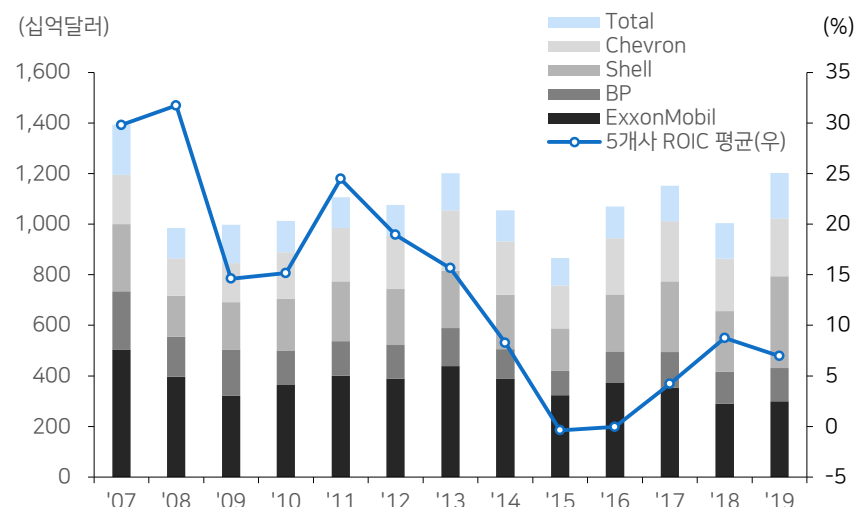
- 프랑스 Total, 19~20년 50억달러의 Divestment 계획 진행 중. 비핵심자산 매각을 통해 확보한 현금을 LNG 투자에 집중, 25년 천연가스 생산량을 18년의 2배 수준으로 증산 진행. 25년 LNG 생산은 30MTPA
- 전세계 상위 5개 다국적에너지기업(ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total)의 ROIC는 07~08년 평균 30.8% → 09~13년 17.8% → 14~17년 3.0%으로 급격히 악화, 유가 안정화 이후 18~19년은 7.8% 반등
- 1,573억달러 CAPEX를 집행했던 과거 평균 ROIC 19.8% 대비 낮은 수준, BEP 수준이 낮은 Gas 투자 확대

프랑스 Total의 Upstream Business 투자 Portfolio



자료: Total, 메리츠증권증권 리서치센터

Global Top 5 Oil Major들의 합산 시가총액, ROIC(투자자본이익률) 추이



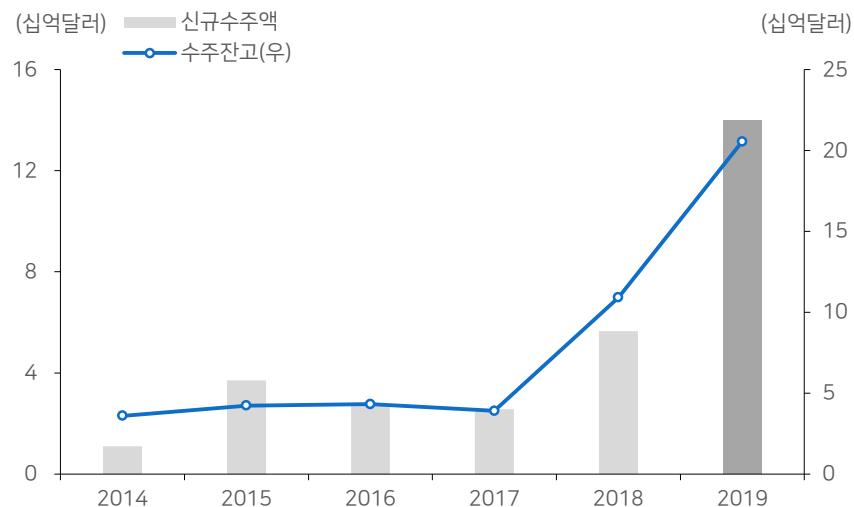
주: ROIC=Return on Invested Capital, ROIC 평균은 5개사 ROIC 단순 평균
자료: Bloomberg, ExxonMobil, Shell, BP, Total, Chevron, 메리츠증권증권 리서치센터

보수적·선별적 E&P 투자, 해양생산설비 경쟁 → 최종 승자는?

**Deepwater 부문 E&P 투자는
정체국면, 해양생산설비 경쟁
심화에 대한 우려는 불가피**

- 심해 광구개발은 신규 광구에는 보수적 접근, 기존 매장량이 확인된 광구의 선별투자 양상
- 미국 EPC 업체 McDermott은 미국 LNG Terminal 수주 이외에도 사우디 Marjan 등 공격적인 수주 진행
- McDermott은 18년 4분기 27.7억달러의 순손실을 기록. 19년 3분기도 매출액 21.2억달러, 18.7억달러의 대규모 순손실 기록 → 11월 만기채권의 1개월 유예 및 CFO 교체 발표
- McDermott 주가는 YTD -90%, 사우디·UAE·카타르·러시아·아프리카 등 육·해상 프로젝트에 무리한 경쟁 진행 중. Johan Castberg 등 생산설비 저가 수주에 나섰던 싱가포르 Keppel과 SembCorp도 합병 가능성

미국 McDermott의 신규 수주액, 수주잔고 추이



주: 2019년 2분기 말 회사 자료 기준
자료: McDermott, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 McDermott의 영업이익률, 주가 추이 – 주가는 Default 수준



주: 2017년 1월 2일 주가(22.17달러) 100p 기준, 2019년 11월 14일 종가 0.64달러
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 McDermott, 18~19년 무리한 수주 → Default?

3분기 완전자본잠식, 시가총액
1.2억달러로 급감. 재무구조
우려를 넘어선 Default Risk?

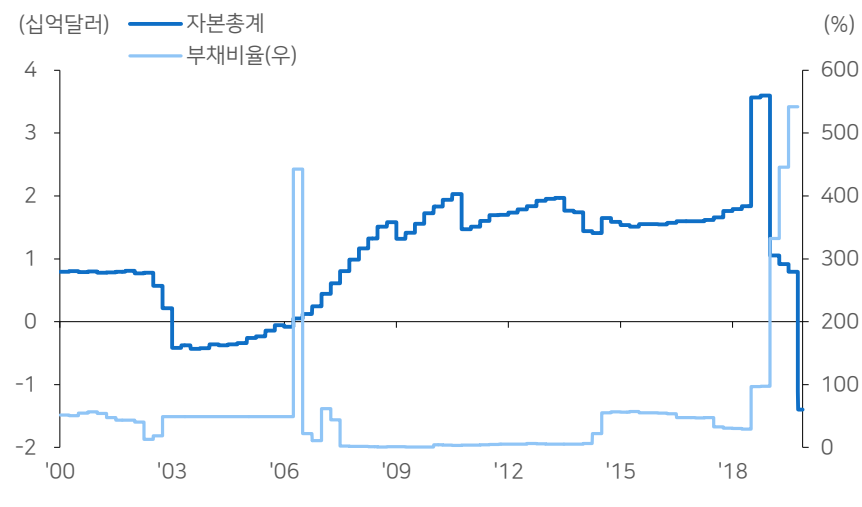
- 육상·해양플랜트 EPC 전문업체인 McDermott: 08년 시가총액 150.2억달러 → 18년말 11.8억달러 → 19년 11월 14일 기준 1.2억달러로 1/130 급감. 주가는 102.7달러에서 0.64달러로 99.4% 폭락
- 18년 엔지니어링업체 CB&I를 45.7억달러에 인수(영업권 39.3억달러), CB&I가 수주했던 미국 Calpine, Freeport, Cameron LNG 플랜트에서 18~19년 대규모 적자 기록 – 허리케인, 인력부족, 공기지연 지속
- 19년 9월 자본총계 -11.1억달러로 완전자본잠식에 빠짐. 총부채 98.6억달러, 자산총계 87.5억달러 중 18년 CB&I 인수에 따른 무형자산 21.3억달러(상각 진행 중) → **자본시장에서의 재무조달에 의문**

미국 McDermott의 시가총액, 주가 추이 – 11월 현재 고점대비 -99%



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 McDermott의 자본총계, 부채비율 – 19년 3분기 자본잠식



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 McDermott Issue, 건설·해양 EPC 경쟁 완화 가능성

18~19년 중동 육상플랜트와 해양생산설비 대규모 수주, EPC 경쟁 완화+반사이익 가능

- 18년 CB&I 인수 후, 19년 사우디, 카타르, 미국, 말레이시아, 아프리카에서 육·해상플랜트 공격적인 수주
 - 국내 건설업계와 중동플랜트 경합, 현대중공업과 사우디 Marjan 해양플랜트 경합 후 수주. 저가 우려
- McDermott이 재무구조 개선에 실패한다면, EPC업계 수주경쟁 완화 및 프로젝트 재입찰 가능성도 존재

McDermott의 2018~19년 신규 가스 프로젝트 수주 현황 – Default Risk 부각 시 한국조선해양, 현대건설 등 경쟁업체 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

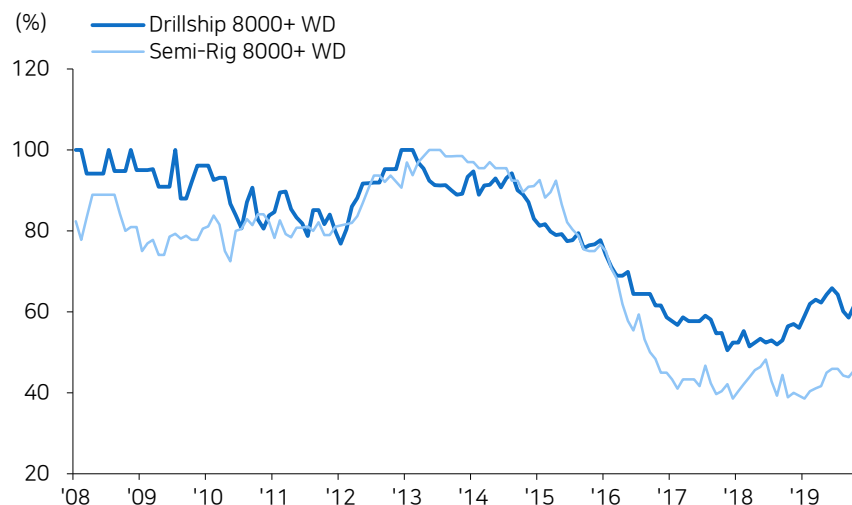
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil → Gas, 해양시추설비 가동률 하락 → M&A → 소폭 반등

자원개발(Upstream)의 탐사
투자 위축, Gas 투자 확대는
시추설비 가동률 부진을 초래
→ Consolidation 이후 반등

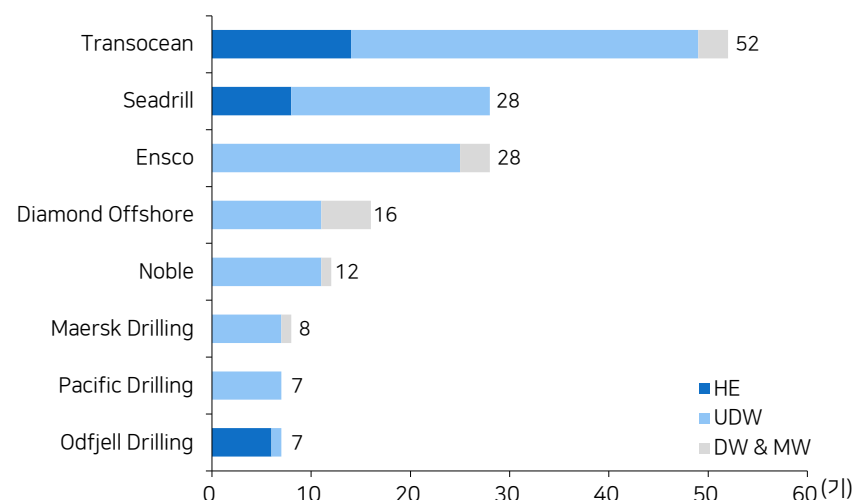
- 17년 38%, 50% 수준이던 Semi-Rig, Drillship 가동률은 19년 44%, 60%로 반등했지만 여전히 낮은 레벨
- 동기간 용선료는 Drillship +28.5%(18.9만달러/일) 상승, Semi-Rig의 용선료(15.5만달러/일)를 상회. Harsh 지역에 소요되는 Semi-Rig(멕시코만, 북해)보다 가용성 좋은 Drillship 수요 집중이 명확
- 'Oil Major CAPEX 증가 → 가동률 상승 → 용선료 상승'의 선순환 고리는 약화된 상황
- 18년 1위 TransOcean이 5위 Ocean Rig를 인수, 10월 3위 ENSCO와 10위 Rowan 합병 → Top 5의 극심해용 시추설비 보유 비중은 72%로 완전한 과점 시장

시추설비(Water Depth 8천ft 이상) 가동률 - Drillship 50.5% → 61.7% 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 Top 8 시추업체별 해양 심해 시추장비(Floater) 보유 현황



주: DW=Deep Water, MW=Mid Water, UDW=Ultra-Deep Water, HE=Harsh Environment Floaters, ENSCO와 Rowan합병 반영, TransOcean과 Ocean Rig 합병 반영 기준

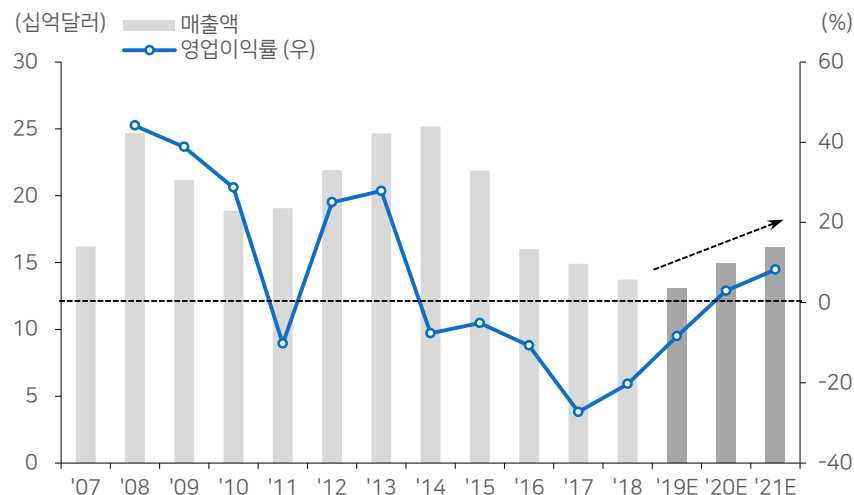
자료: Transocean, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil → Gas, 해양시추업계 수익성 악화

시추업체(Driller)의 영업실적 급격한 악화로 주가 부진

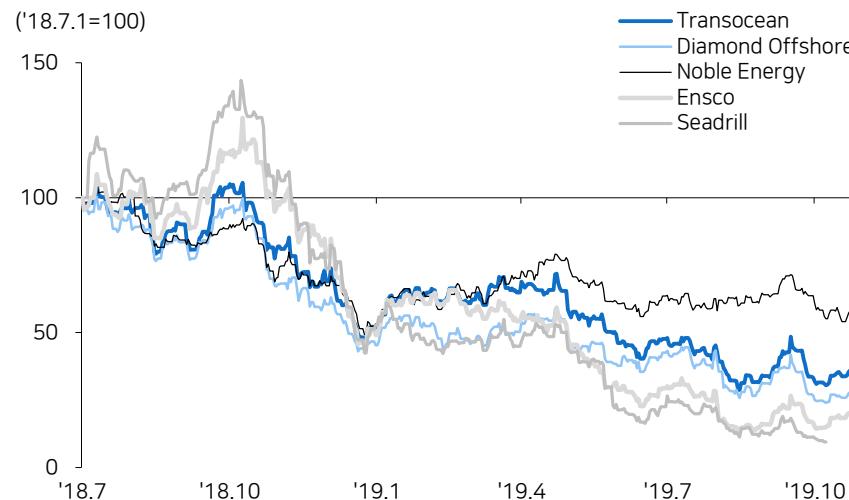
- 시추설비의 가동률 하락 → 용선료 하락 → 시추전문업체(Driller) 매출액 급감 → 수익성 악화를 초래
- Top 7 Driller 합산 영업이익률은 08년 44.1%의 최고치를 기록한 이후 14~19년 6년간 영업적자 기록
- 17년 -27.3% 영업손실을 기록한 후 적자 폭 축소, **19E -8.4% → 20E +3.0% → 21E +8.2%(Bloomberg)**

Global Top 7 시추업체들의 합산 영업실적 – 컨센서스는 20년 흑자전환



주: Top7은 TransOcean, ENSCO, Seadrill, Diamond, Noble, Rowan(ENSCO와 합병), Ocean Rig(TransOcean에 합병) 합산 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Global Top 5 시추업체들의 주가 – 18년 하반기 이후 50% 이상 급락



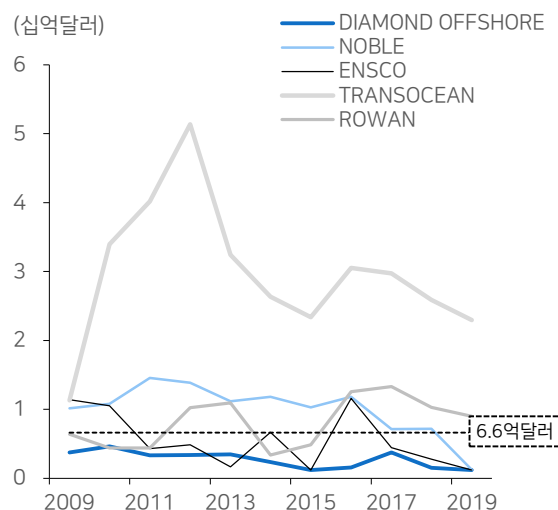
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

해양시추시장의 부진, 시추업계의 투자 위축 불가피

시추업계(Driller)의 보유 현금
감소, 순부채 증가 → CAPEX
위축 불가피

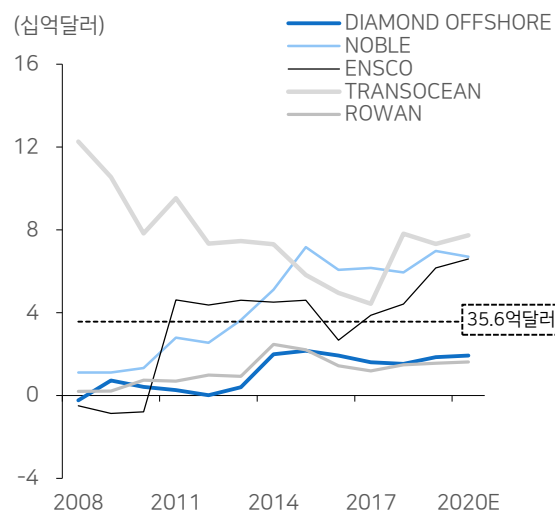
- 12~13년 해양시추설비의 가동률이 90~100%에 육박, 시추업체들은 경쟁적으로 대규모 발주 단행
- 발주 이후 14~16년 국제유가 급락으로 시추설비 가동률 급감, 보유현금 소진과 순부채 증가로 이어짐
- 1위 TransOcean은 12년 보유현금 51.3억달러에서 19년 23.0억달러로 감소 예상, 2~5위 합산 보유현금은 12년 32.3억달러에서 19년 12.6억달러로 61% 급감 전망
- 12~13년 시추설비 발주 증가로 Top 5 합산 CAPEX는 14년 133.4억달러로 급증, 19년 합산 CAPEX는 39.6억달러, 20E 37.8억달러, 21E 39.2억달러 예상 → **19~20년이 시추업계의 보릿고개일 전망**

Global Top5 시추업체들의 보유현금 추이



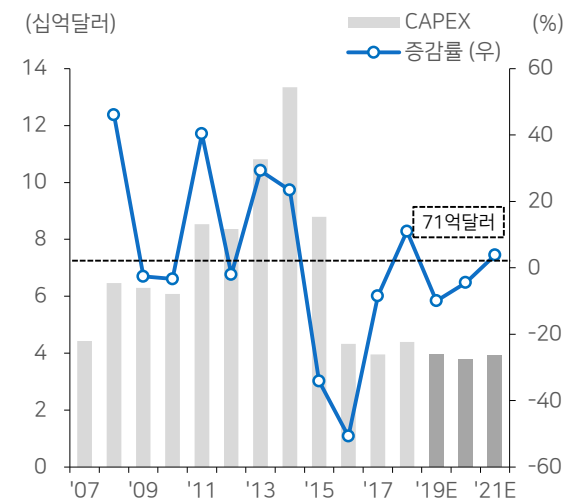
주: 19년은 추정치 기준, 평균값 계산 시 TransOcean 제외 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Global Top5 시추업체들의 순부채 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Global Top5 시추업체들의 합산 CAPEX 추이



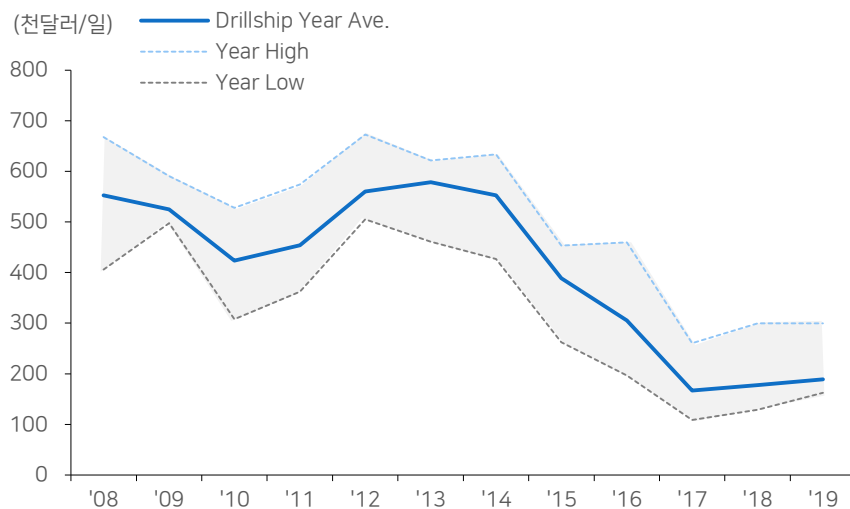
주: OceanRig는 TransOcean에 흡수 합병, 전년과 동일 가정
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

해양시추시장의 부진, Drillship 발주계약 해지를 초래

신규 용선계약 Rate는 17년
이후 완만한 반등세, 기 용선
계약체결분 용선 Rate도 19년
3월 이후 반등세 +18.4%

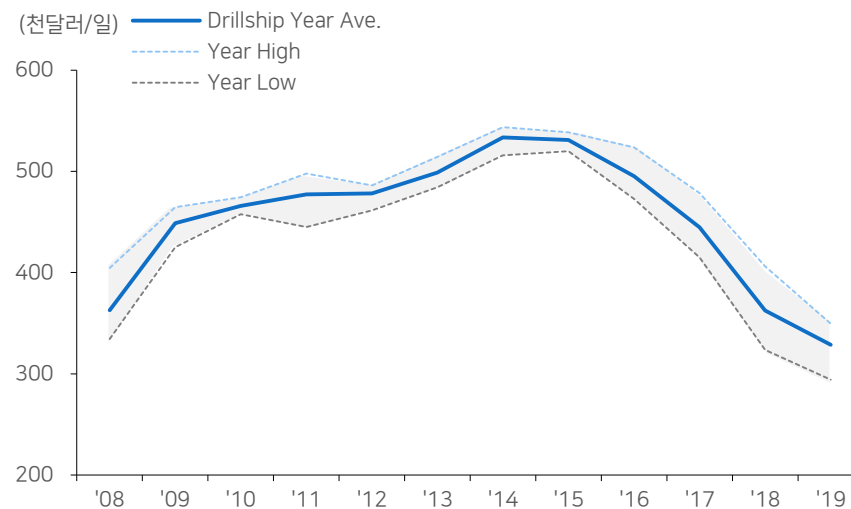
- 수심(Water Depth) 8,000ft 이상에서 시추가 가능한 극심해용 Drillship(6~7th Generation)의 신규 용선 계약체결 평균 용선료는 17년 저점(167,044달러/일)을 기록한 이후 19년 평균 반등(188,995달러/일)
- 19년 신규 계약체결 평균 용선료 밴드는 162,500~299,897달러/일 → 투입 광구, 용선기간에 따라 상이
- 용선계약이 체결되어 광구에 투입중인 극심해용 Drillship의 평균 용선료는 14년 고점(543,790달러/일) 이후 19년 3월 하락(294,093달러/일) → 19년 10월말 반등세 전환(348,292달러/일)
- 신규 용선료 하락에 후행해서 움직이는 기체결 계약 용선료 추세, 전반적인 용선료 저점은 확인

6~7세대 Drillship 신규 용선계약 용선료 추이 - 연중 High, Low, Average



주: Drillship Water-Depth +8,000ft 신규 용선계약 체결 용선료 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

용선계약 진행 중인 6~7세대 Drillship 용선료 추이 - 연 High, Low, Average



주: 용선계약이 진행되어 가동 중인 Water-Depth +8,000ft급 Drillship 용선료 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

해양시추시장의 부진, Drillship 발주계약 해지를 초래

삼성중공업과 대우조선해양,
보유 Drillship 건조계약 해지.
재고자산 증가+Cash-flow 악화

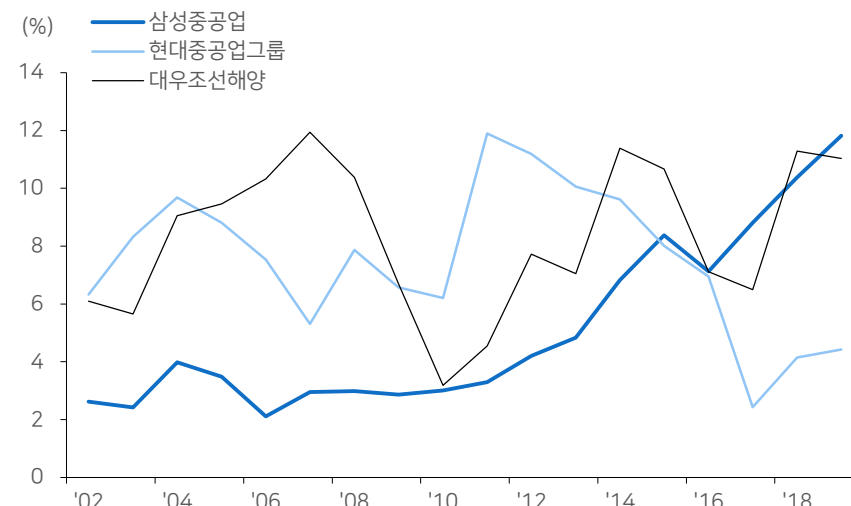
- 19년 10월 삼성중공업이 인도예정이던 TransOcean의 Drillship 2기 건조계약 취소 발생. 18년 4분기 TransOcean이 Ocean Rig를 인수하면서 Ocean Rig가 19~20년 인도예정으로 발주했던 Drillship이 취소
- 대우조선이 재매각 예정이었던 Drillship(West Cobalt)도 10월 취소 → 대우(1.2조원)+삼성(1.7조원)의 재고자산은 총자산 대비 각각 10%, 11% 수준 추정. **계약취소는 모두 13~14년 발주분**
- 재고자산 가치평가를 계약가의 50% 전후로 보수적 책정, 추가 손실 발생가능성은 낮지만 매각 지연될 경우 '운전자금 부담+유지·보수 비용+감가상각' 리스크 존재 → **빠른 매각 or 유동화 과정이 필요**

국내 조선사의 시추설비 보유현황(미인도분 및 해지분), 현대중공업 0

업체명	발주처	계약 금액	입금 (억달러,%)	재고 자산	비고
DSME	Ensco	5.6	3.9(70)		2021년까지 인도 연장
	Ensco	5.7	4.0(70)		2022년까지 인도 연장
	West Cobalt	6.0	0.5(7)		Nothern Drilling에 3.5억달러 재매각, 10월 취소
	Seadrill	5.6	1.1(20)		Nothern Drilling에 18년 3억달러로 재매각
	Seadrill	5.6	1.1(20)		Nothern Drilling에 18년 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	2019년 10월 29일 계약해지, 재고자산
	TransOcean	7.1	1.8(25)	3.4	2019년 10월 29일 계약해지, 재고자산

주: TransOcean은 OceanRig를 2018년 인수, Ensco는 Atwood를 2017년 인수
자료: 전자공시시스템, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 조선 3사의 재고자산, 총자산대비 재고자산 비중 추이



주: 2019년 3분기 말 기준, 현대중공업그룹은 한국조선해양(현대)+현대미포조선 합산
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

2020년 CAPEX, Gas 설비의 투자 비중 증가

**19년 YTD FID 완료 LNG 설비
63MTPA, 20년 69MTPA 이상
확실시**

- 19년 9월말까지 신규 LNG 생산프로젝트 중 FID(Final Investment Decision, 최종투자승인) 완료된 설비 용량은 63MTPA(연 6,300만톤), 20년 FID가 확실시 되는 설비는 최소 69MTPA(카타르 20년 승인 기준)
- 19년 완료된 Golden Pass(미국 Shale)는 국내 조선 3사 수주 확실 시(Qualification 통과), 러시아 Arctic 2 LNG는 삼성중공업이 채빙LNG선 15척(척당 4천억원)의 기본설계 계약 체결 → 수주 예정 분

전세계 신규 LNG 생산 Project – 19년 FID(Final Investment Decision) 생산량 63MTPA, 20년 69MTPA 이상

	프로젝트명	국가	시행사	생산용량
2019년 FID 완료	Golden Pass	미국	Exxon, Qatar Petroleum	15.6
	Sabine Pass T6	미국	Cheniere Energy	4.5
	Calcasieu Pass	미국	Venture Global	10.0
	Arctic LNG 2	러시아	Novatek, Total	19.8
2020년 FID 예정(확실)	Mozambique LNG-1	모잠비크	Total	12.9
	Qatar LNG Expansion	카타르	Qatar Petroleum	33.0
	Mozambique LNG-4	모잠비크	ExxonMobil	15.2
	PNG Expansion	파푸아뉴기니	ExxonMobil	8.0
추가 FID 예정(유력)	Port Arthur	미국	Sempra	11.0
	Cameron Expansion	미국	Sempra	5.0
	Freeport T4	미국	Freeport	5.1
	Corpus Christi Stage 3	미국	Cheniere Energy	9.5
	Lake Charles	미국	Energy Transfer	16.0
	Plaquemines	미국	Venture Global	10.0
	Woodfibre	캐나다	Pacific O&G	2.1
	Tortue Phase 2	모잠비크	BP	2.4
	Pluto Expansion	호주	Woodside	4.7

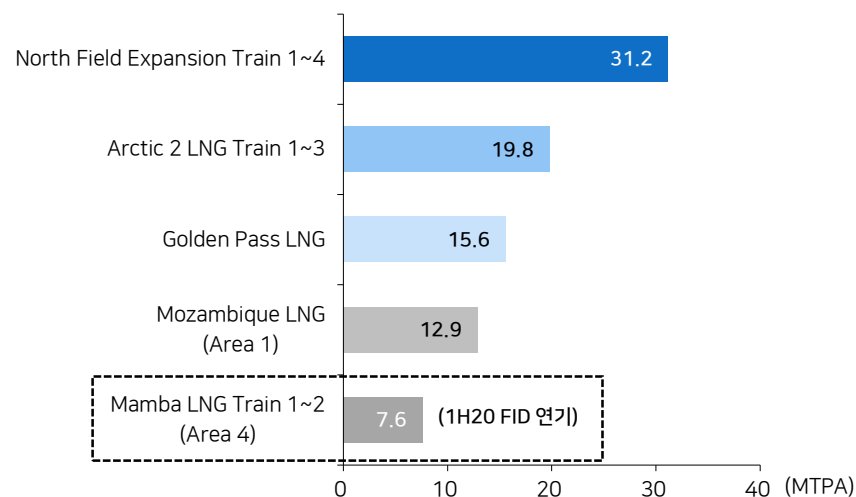
주: 2019년 10월 말 기준 63MTPA(Million Tonnes Per Annum)규모의 LNG프로젝트가 신규 승인됨, 음영표시는 국내 조선 3사의 수주 유력 프로젝트
자료: GTT, 메리츠증권리서치센터

2020년 CAPEX, LNG Big Market은 확실

주요 LNG 생산플랜트의 전용 LNG선만 100척 이상 필요

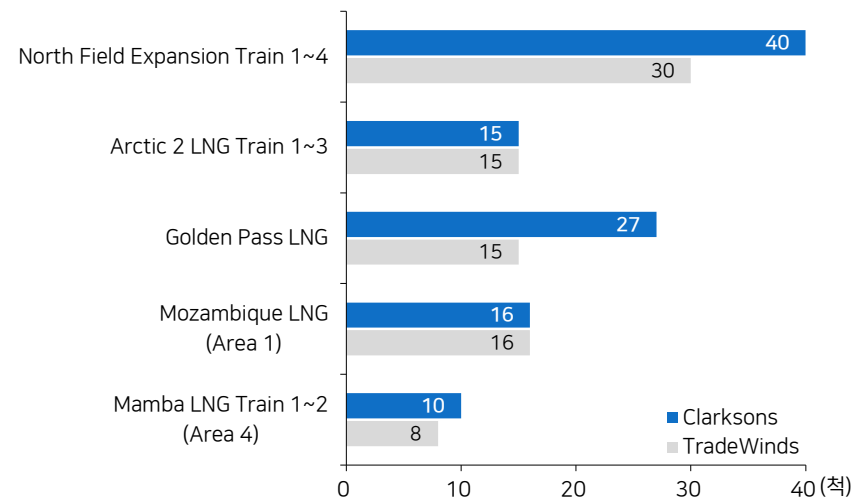
- 19년 최종투자승인(FID)이 완료·예정인 주요 LNG 프로젝트는 미국, 러시아, 카타르, 모잠비크에 집중
 - 모잠비크: Mamba LNG(FID 완료: ExxonMobil, ENI 진행), Mozambique LNG(6월 18일 FID – Total)
 - 카타르: North Field Expansion, Golden Pass LNG(FID 완료, 미국 Shale - ExxonMobil과 진행)
 - 러시아: Arctic 2 LNG(FID 완료: Novatek, Total)
- 5개 프로젝트 전용 LNG선은 최소 100척 → 19년 말~20년 상반기 조선 3사 수주 경쟁력 재입증 예상
 - Mozambique Area 1: 현대중공업과 삼성중공업 경쟁
 - 카타르 LNG: Big 3 분배 수주 유력, 러시아 Arctic 2 LNG: 삼성중공업과 러시아 Zvezda 공동수주 유력

19~20년 상반기 FID 완료·예정인 주요 LNG 프로젝트 – 합산 87.1MTPA



주: FID=Final Investment Decision, MTPA = Million Tonnes Per Annum(연간백만톤)
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 LNG 프로젝트별 소요 LNG선 추정 – 프로젝트 전용만 100척 상회



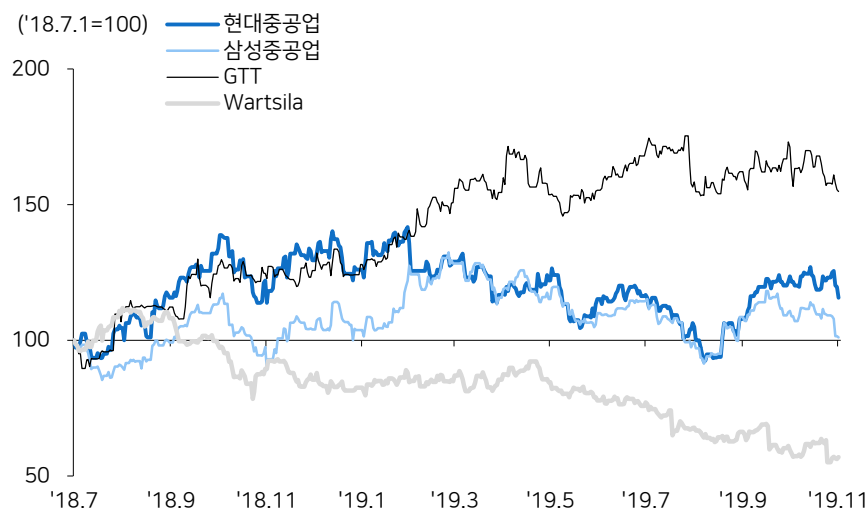
주: Mamba, Golden Pass LNG와 North Field Expansion은 FID 완료, North Field는 40+40 예상
자료: TradeWinds, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

2020년 CAPEX, Gas 설비의 투자 비중 증가 → LNG선 호황은 필연

여전히 Oil이 주류지만, Gas
시장 성장에 주목할 시기, LNG
멤브레인 특허권자 GTT의 호조

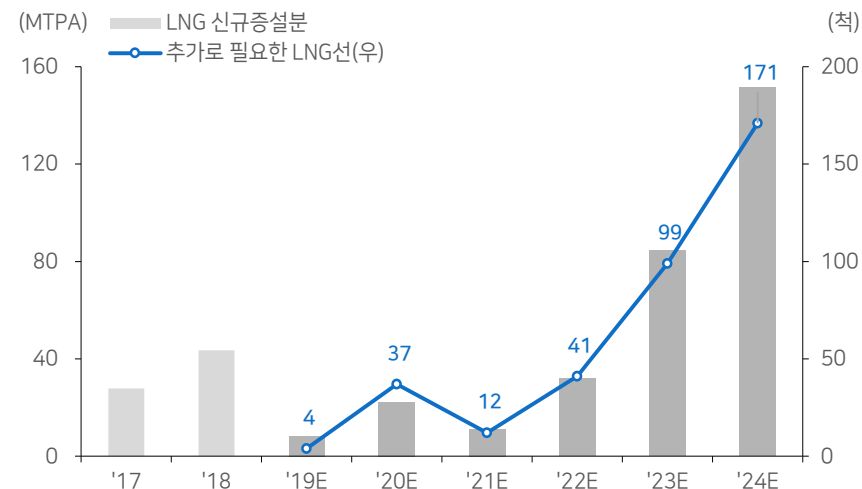
- 미국계 Major의 CAPEX가 Shale과 LNG 중심, 아프리카·동남아·태평양 지역의 E&P 투자 재개
→ 이동성이 좋은 Drillship의 우선적 수요 개선, 해당지역 중심의 생산설비 발주를 초래
- 18년 7월 이후 E&P Service, Driller, Equipment 기업 중 10% 이상 추가상승, GTT 유일(+54% 상승)
- 22~24년에 소요될 LNG선은 총 311척, 기 발주된 인도예정 선박은 134척 → 177척의 발주가 20~22년
진행될 예정, 연평균 59척 수준

현대·삼성중공업, GTT(LNG 화물창 특허권자), Wartsila(엔진) 주가 - LNG ↑



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 연도별 LNG 신규 생산량 증가분, 신규 소요 LNG선 추이 및 전망



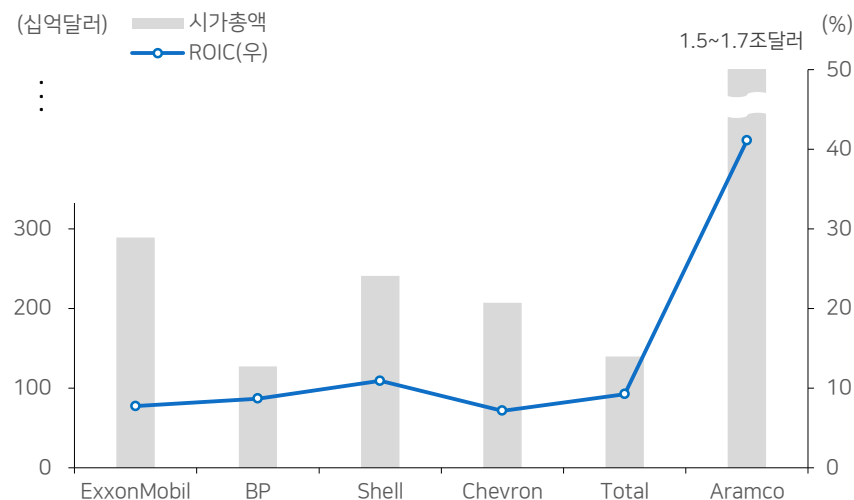
주: 2019년 10월말 기준 건설 중(Under Construction) 플랜트와 FEED 단계 플랜트 합산 기준
자료: Clarksons, Upstream, 메리츠증권증권 리서치센터

2020년 CAPEX, 변곡점은 Saudi-Aramco의 IPO

사우디아람코 상장을 통해 비석유부문을 확장하는 Vision 2030, 투자계획 구체화 예상

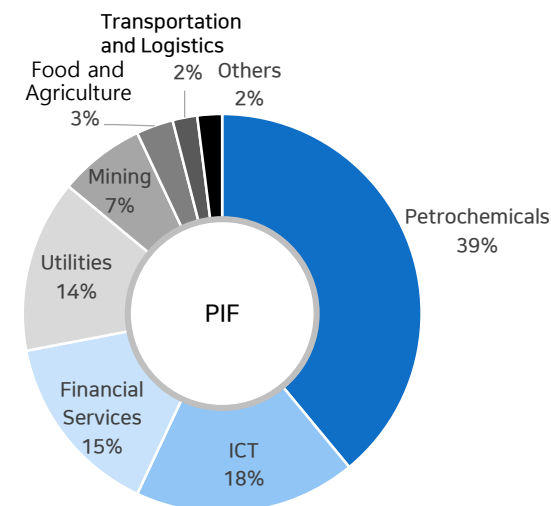
- 18~19년 Oil Major의 투자는 Oil 일변도에서 Gas로의 투자가 확대되는 양상 지속
- 19년 12월 11일 상장 예정인 사우디아람코의 예상 시가총액은 1.5조~1.7달러(배럴당 65달러 가정), 이는 Top 5 Oil Major(ExxonMobil, Shell, Bp, Chevron, Total) 합산 시가총액(1조달러)의 1.5~1.7배 수준
- 18년 사우디아람코의 ROIC(투자자본이익률, Return on Invested Capital)는 41.1%로 5대 다국적에너지기업 평균 8.7% 대비 월등. 아람코 상장 매각 자금을 SABIC 인수와 PIF에 투입
- 사우디아람코 IPO 시 투자계획이 구체화 된다면 Oil·Gas·Chemical 투자의 방향성 확인될 전망

Saudi Aramco, Top 5 Oil Major의 시가총액 및 ROIC(2018년 기준)



주: 사우디아람코는 예상시가총액(2019년 12월 11일 상장 예정), Oil Major는 10월말 기준
자료: Saudi-Aramco, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

사우디 국부펀드(PIF, Public Investment Fund)의 투자 Pool



자료: Saudi-Aramco, 메리츠증권 리서치센터

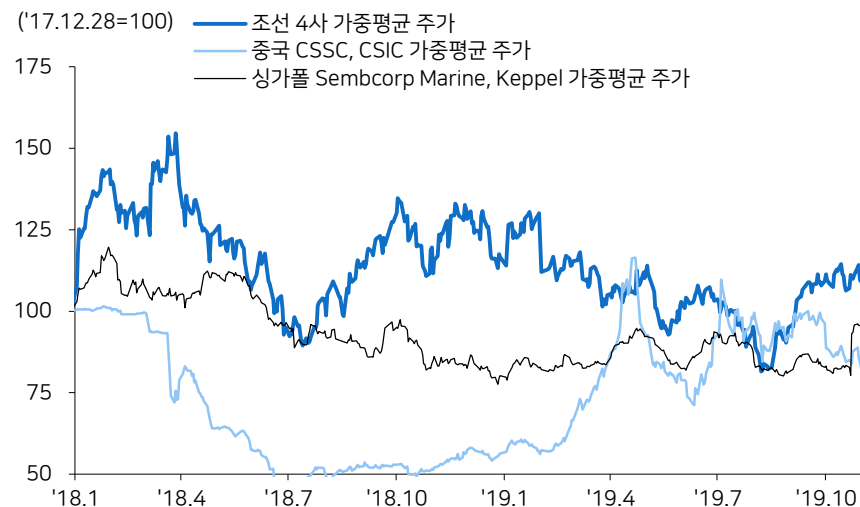
LNG DF 선박 수주가 되살린 주가 모멘텀

19년 상반기 / 하반기 주가
차별화는 결국 새로운 기대감

20년: 규제시행 파급효과 확인,
Big 이상의 Super LNG Cycle?

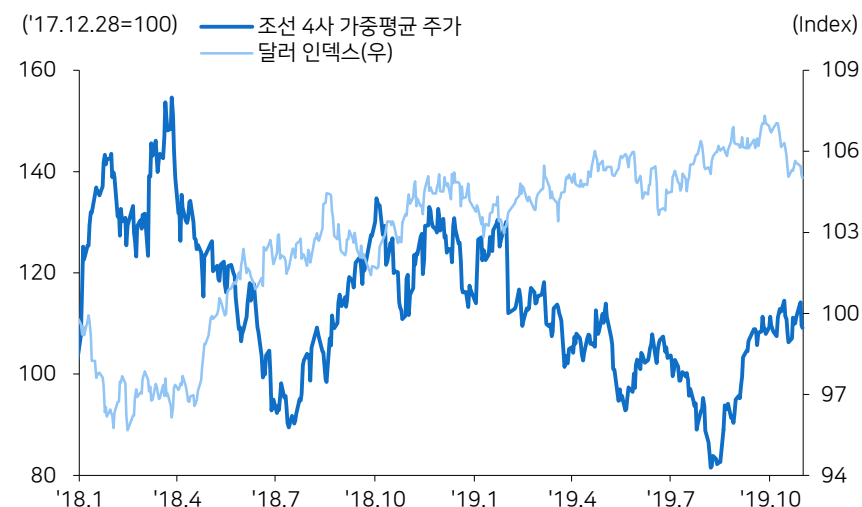
- 싱가포르 해양업체(Sembcorp, Keppel)의 최근 주가 급등은 1) Sembcorp과 Keppel의 기업결합 가능성, 2) 두 기업에 시추설비를 발주했던 Sete Brasil(파산위기)의 오버행 이슈 소멸 원인 → 해양업체도 합병?
- 19년 상반기와 19년 하반기 차이점? → 시장은 새로운 기대감을 반영한다는 명제를 재확인
 - LNG DF(Dual-Fuel) 친환경 탱커, 컨테이너선 등 상선수주 모멘텀 회복
 - IMO2020 규제를 적용한 사양을 채택하여 적당 수주선가 상승, 한국 M/S 급상승
- 20년의 새로운 기대감이란? → 규제시행의 파급효과 체감 + Big-Cycle을 넘어서는 Super LNG 여부

국내 조선업체, 중국, 싱가포르 업체 주가 추이 - 8월부터 반등세



주: 2019년 10월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미 달러인덱스와 조선업종 주가 추이



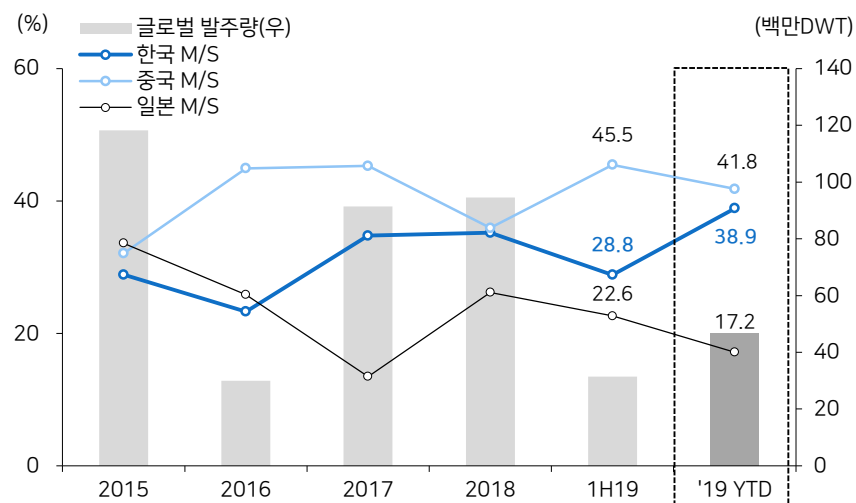
주: 2019년 10월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

수주 점유율 빠른 반등세, 2020년도 핵심은 LNG선

2018년 수주액 278억달러
2019년 YTD 200억달러

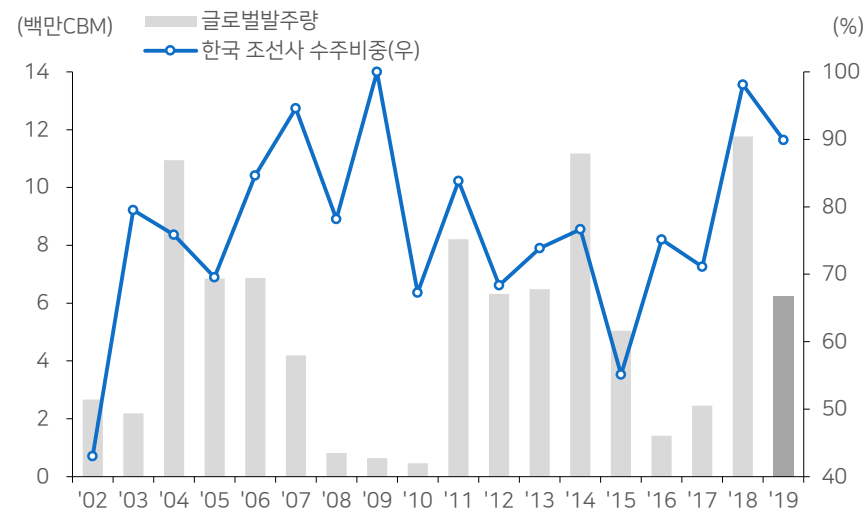
- 19년 10월, 국내 조선업계는 전세계 신조 계약의 93.4% 수주하며 초 격차 기록
→ 19년 국내 업계 수주 점유율은 38.9%로 18년 수주 점유율 37.1% 대비 +1.8%p 상승
→ 19년 상반기 대비 +10.1%p 반등(동기간 중국 -3.7%p, 일본 -5.4%p)
- 19년 국내 업계 척당 수주액(ASP)은 9,916만달러로 전세계 평균 7,081만달러 대비 +40.0% 상회
- 18년 LNG선 발주량은 77척 1,176만CBM으로 사상 최대, 한국 M/S 98.1% → 19년 89.9%(LNG 병커링선, 중국/러시아 자국발주 제외 시 사실상 100%)

전세계 선박 발주량과 한·중·일 M/S 추이 _ 상반기 대비 한국 M/S 상승



주: 2019년 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

전세계 LNG선 발주량, 한국 M/S → 06~07년 89.6%, 18년 98.1%, 19년 89.9%



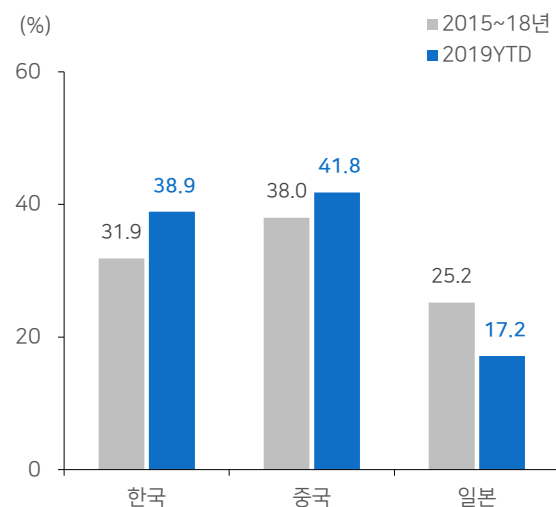
주: 2019년 10월 말 기준, 19년 글로벌 발주량에는 LNG Bunkering Vessel 포함
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

LNG선 독식, LNG DF 탑재한 컨테이너선·탱커 양호

15~18년 대비 M/S 상승국가는
한국(+7.0%p), 중국(+3.8%p)

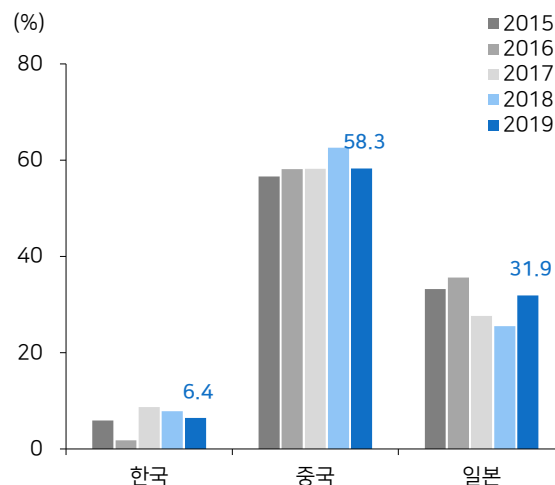
- 15~18년 평균 수주 점유율 대비 한국은 +7.0%p, 중국은 +3.8%p 상승, 일본은 -8.0%p
- 중국의 수주 점유율 성장이 한국보다 높았으나, 중국은 벌크선 기반의 성장, 한국은 LNG 기반의 성장
→ LNG선의 신조선가는 벌크선의 4배 수준으로 한국의 수주 성과는 질적 성장을 기록
- 19년 10월말 LNG선 수주잔고 점유율은 한국 88.9%, 중국 9.3%, 일본 0.9%. 컨테이너선 수주잔고 점유율은 한국 38.5%, 중국 36.0%, 일본 23.4% 기록 → 고부가가치 선박에 대한 한국의 수주실적 양호

한국, 중국, 일본의 수주점유율(15~19년)



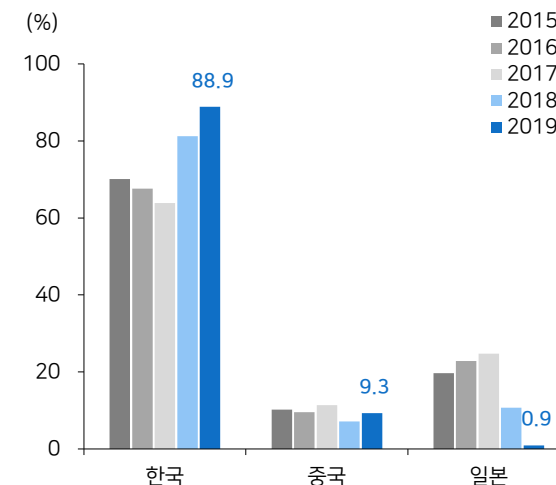
주: 15~18년은 평균, 19년은 10월 말 누계 DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

벌크선의 국가별 수주잔고 점유율 추이



주: 수주잔고는 당해년도 연말 DWT 기준(19년은 10월 말)
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG선의 국가별 수주잔고 점유율 추이



주: 수주잔고는 당해년도 연말 DWT 기준(19년은 10월 말)
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

Fuel Shift(IMO2020)

IMO2020 - 시행 파급력은 3월 전후 판가름 예상

20년 황산화물 규제 대응책

1) 저유황유(MGO)로 대체

2) 탈황설비(Scrubber) 도입

3) LNG/LPG 연료 추진선 도입

- 20년 1월 1일부터 시행되는 국제해사기구(IMO)의 선박에 대한 황산화물 규제 방안
 - 선박 연료의 일반해역 내 황함유량은 0.5% 이하(기존 3.5%), 배출규제해역(ECA)은 0.1% 이하 준수
- 저유황유:** 기존 연료만큼 사용한다고 가정했을 때, **OPEX 부담**(MGO가 Bunker 대비 40~50% 비쌈)
- Scrubber:** CAPEX 부담, 노후선 개조비용 및 Retrofit 제한적 → 이미 설치지연 발생, 신조 발주 Option
- LNG Fuel:** SOx, 규제는 물론 CO2 규제에도 일정기간 대응 가능한 이상적 대안 → **LNG-DF 발주 증가**

IMO의 황산화물 규제 대응방안 별 장단점, 조선산업에 미치는 영향 - 저유황유(LSFO, MGO) 사용 증가와 LNG Dual-Fuel 수요 증가 예상

Type	1) Low-Sulfur Fuel Oil (LSFO, VLSFO, MGO)	2) Scrubber 설치 (Retrofit)	3) LNG-fuel 도입 (LNG/LPG Dual-Fuel Engine)
장점	- 추가적인 설비투자(신조발주)가 필요하지 않음 - Cleaning 이후 기존 선대에도 바로 적용 가능	- 저렴한 기존 연료 사용 가능, 황산화물 규제 충족 - 투자금을 단기에 회수 가능(LSFO-HSFO 스프레드)	- SOx 규제를 포함해 NOx, CO2 규제까지 대응 가능 - 병커 대비 연료소모 적고, 가격 인하로 운영비 절감
단점	- 기존 연료 대비 40~50% 고가, 가격급등 Risk 존재 - 저유황유의 표준화 제조법이 없어 사용상 주의 필요	- 척당 200~800만달러에 달하는 투자비용 소요 - CO2 규제에 대응 불가, 스프레드 축소 시 매력 저하	- 선가의 최대 20~30%의 설비투자 비용 발생 - LNG 인프라 투자가 필수조건, 연료탱크 Size 이슈
조선산업 영향	신조선이 필요하지 않기 때문에 큰 영향은 없을 전망 (중립적) → PC 시황 개선에는 긍정적	스크러버 옵션 장착으로 선가 상승 (다소 긍정적) → 잔존가치가 낮은 노후선의 폐선을 유발	- LNG추진선 발주시, 대부분 국내 조선사 수주 예상 - 고가의 LNG추진선 수주로 선가상승 (긍정적)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IMO2020 규제 시행의 유예? 변화가 두려운 일부의 Noise일 뿐

러시아정부의 IMO2020 시행 유예 우려?

→ IMO, 공식적으로 부인

→ 원양항로의 영향력 사실상 0

- Bloomberg에 따르면 러시아 정부는 자국 영해에서 운항하는 선박의 IMO 규제 적용을 24년까지 연기 검토하고 있다고 발표, 연료유 가격 급등에 따른 자국 해운사의 부담을 경감하는 것이 이유
- 이로 인해, 러시아 이외 신흥국의 IMO2020 규제 도입 연기우려가 발생
- IMO는 공식적으로 부인, 174개 회원국들이 개별적으로 시행 여부를 결정할 수 있으나 실효성은 낮음
- 러시아 내 원양항로 항만은 Crude Oil/정유제품 6개(Primorsk, ST. Peterburg, UST-Luga, Vostochnyy, Kozmino, Nakhodka), 벌크 2개(UST-Luga, Vostochnyy), 컨테이너 1개(ST. Peterburg)로 6개소 뿐 → 러시아가 규제를 유예하더라도 IMO2020의 원양항로 적용에 대한 노이즈는 극히 제한적

러시아 Crude, 정유제품 원양운송 항만 - 6개



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

러시아 석탄, 철광석, 곡물 원양운송 항만 - 2개



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

러시아 컨테이너 원양운송 항만 - 1개



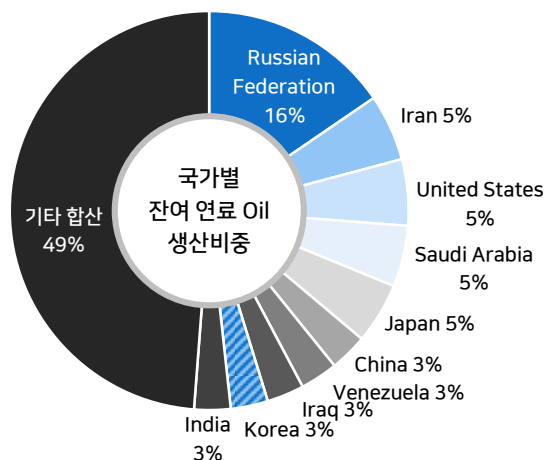
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

IMO2020 규제 시행의 유예? 러시아, 세계 최대 Bunker 생산국

러시아는 세계 1위 Bunker C
생산국, IMO2020 규제 시행 시
Bunker 수요 감소는 필연
싱가포르, 이미 IMO 효과 확인

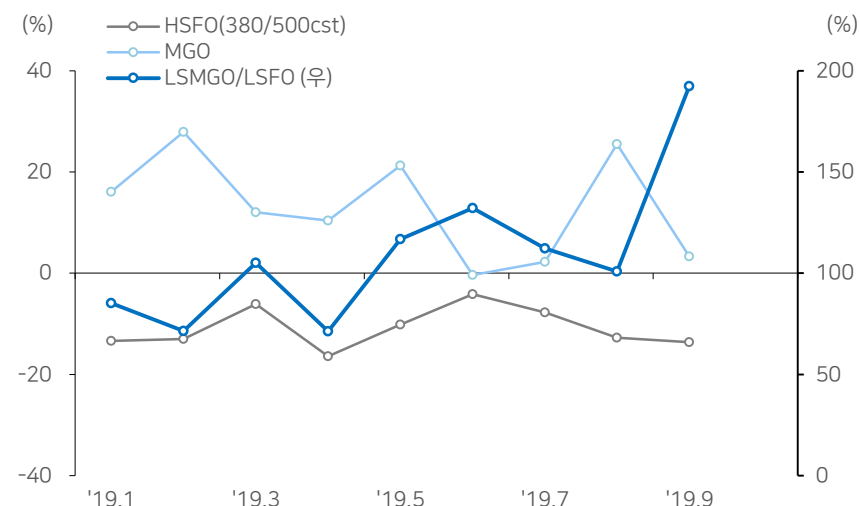
- 러시아 국영선사 Sovcomflot는 향후 모든 신조선에 LNG Fuel로 적용할 계획을 공식화
- 유예를 언급하는 이유? 1) Sovcomflot, LNG선 이외 준비 부족, 2) 자국 Bunker 생산의 수익악화 우려
- 15년 기준 전세계 잔사유(Bunker C 포함) 생산 비중은 러시아가 16%로 1위, 이란이 5%로 2위
- 19년 9월 싱가포르항의 저유황유(LSMGO, LSFO) 판매량은 전년대비 +192.5% 급증, MGO +3.3%, 반면 기존 고유황유(HSFO 380/500cst) 판매량은 -13.7%로 IMO 규제 효과 확인

전세계 국가별 잔사유(Residual Fuel Oil) 생산 비중 - 러시아 1위 16%



주: 잔사유(Residual Fuel Oil)에 Bunker-C유 포함, 2015년 기준
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

19년 싱가포르항의 고유황유(HSFO 380/500cst), MGO, LSFO 판매량 추이



주: HSFO(Heavy Sulphur Fuel Oil)는 380cst, 500cst 합산, LSFO는 180cst, 380cst 합산
자료: MPA, 메리츠증권증권 리서치센터

IMO2020, 규제의 효과는 19년 하반기부터 가시화

B-C 마진 급락, 선박용 연료가 (HSFO) 급락 Vs. 디젤, 휘발유 가격 반등 → IMO 효과 확인

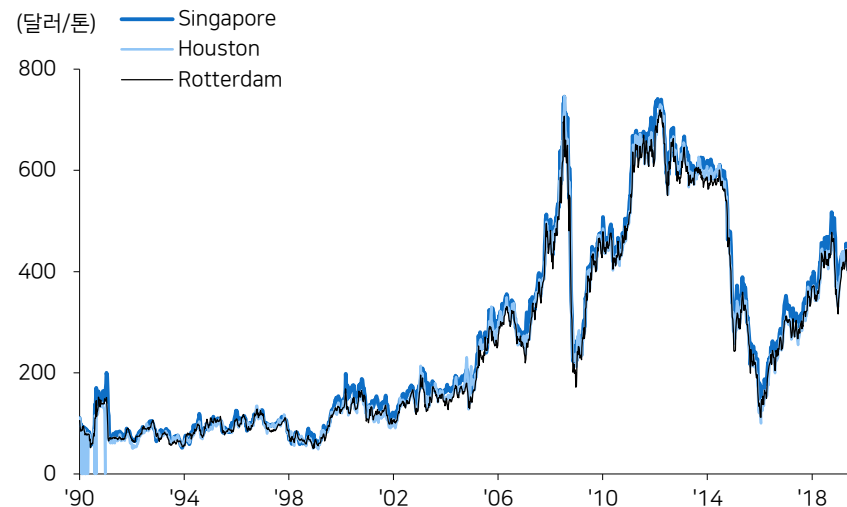
- IMO2020 황산화물 규제 이행률은 20년 80%, 21년 90%, 23년 100% 전망. 규제를 만족하는 저유황유(MGO, LSFO, VLSFO)의 항만별 공급 이슈와 규제 미이행 시 국가별 규제 강도가 불분명하기 때문
- 19년 9월 싱가포르 항에서 저유황유(LSFO) 판매 시작, 이후 Bunker C 마진은 급격히 악화됨
- 선박용 Fuel Oil(HSFO) 가격 급락과 Bunker C 마진 급락은 IMO2020 시행의 시그널로 해석 가능
- 중국 조선소의 Scrubber 장착 공정 지연, LNG/LPG Dual-Fuel 적용 확대 등 Bunker C의 약세 지속 전망

정유 제품별 마진 추이 – Bunker 마진 급락 Vs. 휘발유와 디젤 마진 개선



자료: ICIS, 메리츠증권증권 리서치센터

3개 항구별 선박용 Fuel Oil(380cst) 가격 추이 – 지역간 편차는 없음



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

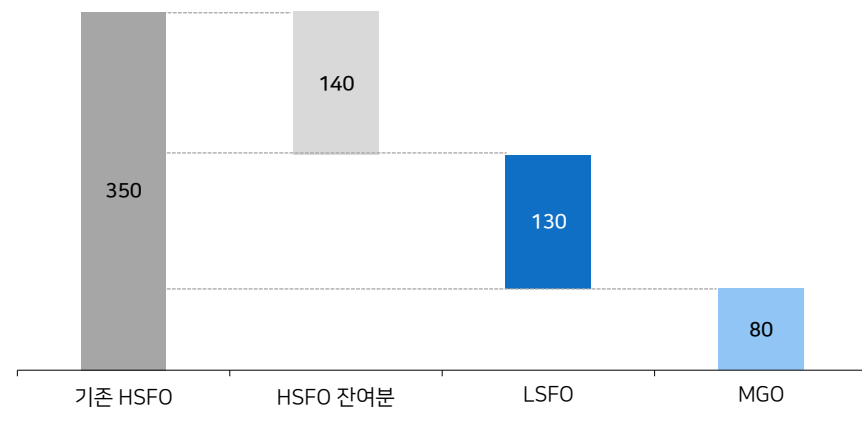
IMO2020, 기존 고유황유(HSFO)의 마진 악화로 이어질 것

당사 전망 20년 LSFO-HSFO 스프레드 28달러/배럴

- 규제 연료 조달여력: LSFO 4Q19 40만배럴 → 20년 100만 → 21년 160만, Blending은 150~250만 예상
- 고유황유 수요의 60%를 규제 충족연료(LSFO, VLSFO, MGO, LNG)가 대체할 가능성 높음. 이로 인해 고유황유의 마진 악화는 불가피 예상 → HSFO 마진은 19년 -11달러에서 20년 -17달러로 악화 전망
- 20년 당사 유가전망치: 두바이유 연평균 58달러/배럴, 저유황유(LSFO)-고유황유(HSFO) 스프레드는 19년 19달러 → 20년 28달러 → 21년 23달러, 20년이 Peak 예상
- 1월 1일 규제 시행 이후 1~2항차 운항 경과되면, 규제에 따른 손익과 선박가치 평가 계량화 가능 기대

2020년 선박 연료유의 수요 변화 예상 - LSFO, MGO 비중 증가 예상

(만배럴/일)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IMO2020 황산화물 규제 시행에 따른 제품별 마진 전망

(배럴/일)	'20E				'21E				'19E	'20E	'21E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
Dubai	59	58	58	57	57	57	57	56	60	58	56
HSFO 마진	-19	-18	-17	-16	-16	-14	-13	-12	-11	-17	-14
LSFO 마진	13	11	10	9	8	9	9	9	8	11	9
휘발유 마진	12	14	16	13	13	15	17	14	8.3	13	14
스크러버 HSFO	0.74	0.91	0.97	1	1.03	1.08	1.1	1.12	0	0.91	1.08
LSFO-HSFO 스프레드	32	29	27	25	24	23	22	21	19	28	23

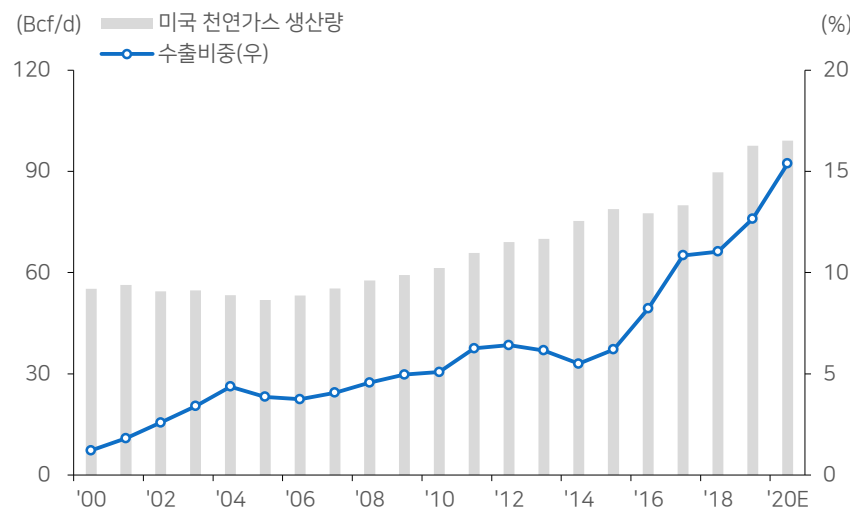
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

새로운 질서, 미국 - 자원 소비국에서 수출국으로 전환

세계 최대 자원 소비국이 최대
자원 생산국이자 수출국으로
변화한 계기, Shale

- 세계 최대 자원 소비국인 미국, 수평시추법과 수압파쇄법 개발을 통해 Shale Oil/Gas 생산량 급증
- 미국 O일 생산량은 06년 831만배럴/일 → 20년 생산량(2,128만배럴/일) > 소비량(2,089만배럴/일) 전망
- 미국 천연가스 생산량은 06년 일산 53.18Bcf에서 19년 97.57Bcf로 급증, 20년 생산량의 15.4%를 수출할 예정. 전체 수출량에서 LNG를 통한 수출비중은 06년 8.5%에서 20년 45.0%로 증가
- 결국, 국제유가와 천연가스 가격의 결정권이 산유국에서 미국으로 넘어갈 개연성 높음
- 20년 미국 대선, 자국 주요광구 손익분기점 수준을 감안하면 WTI는 50달러 전후로 안정 예상

미국 천연가스 생산량과 수출비중 추이 및 전망



자료: EIA, Short-term Energy Outlook(June 2019), 메리츠증권증권 리서치센터

미국 LNG, PNG 수출량 추이 및 전망



자료: EIA, Short-term Energy Outlook(June 2019), 메리츠증권증권 리서치센터

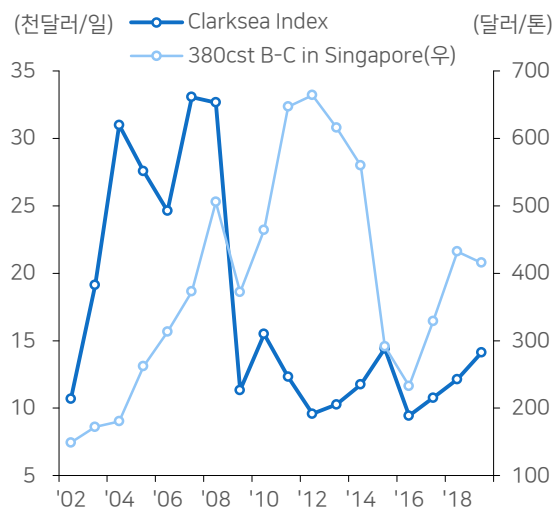
Fuel의 변화 - IMO2020이 운임에 반영될 것인가?

02~07년 연료비 운임전가 성공

11~14년 De-coupling, 19년은 B-C 하락에도 운임 반등(중국 Sanction), 20년은?

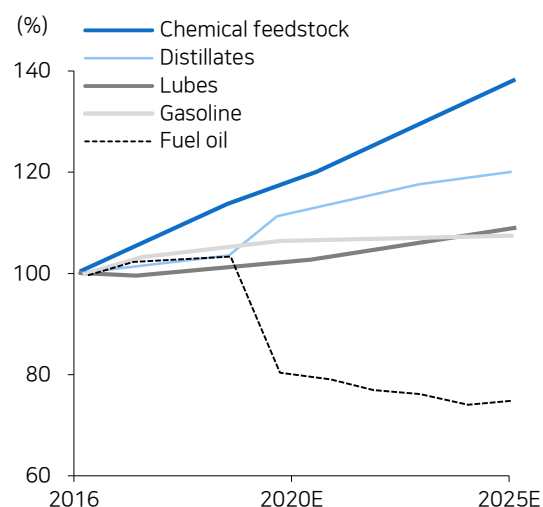
- 해상운임(Clarksea Index)과 선박 연료유(HSFO, 380cst B-C) 가격의 18년간 상관관계는 -0.27
- 반면, 해상운임과 선가의 상관관계는 +0.79. 운임 상승→발주 증가→선가 상승의 선순환은 명확
- 11~14년 연료가격과 운임의 De-coupling은 유럽발 위기가 원인, 19년 해상운임 강세는 미국의 COSCO Sanction에 따른 탱커 운임 폭등, LNG 운임 급등, 컨테이너 연료비연동요금제(MFR) 도입에 기인
- 기존 연료유(HSFO)의 수요가 70% 수준으로 감소(ExxonMobil), 가격이 높은 규제충족유(Distillates 등) 수요 증가 → 해운사들의 연료비 증가 불가피

해상운임과 선박 연료유 가격 추이



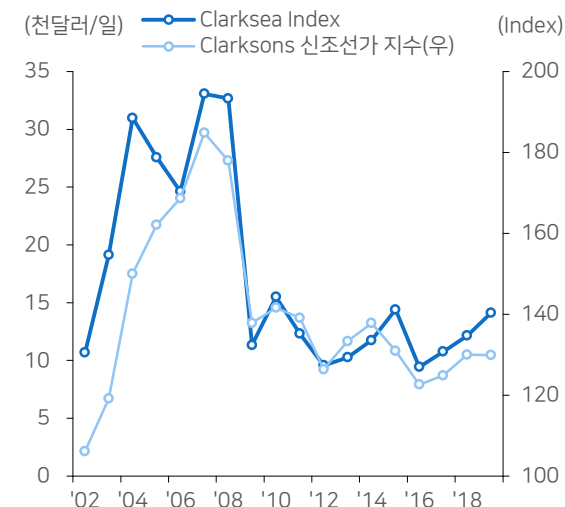
주: 2019년은 10월 말 집계 기준
자료: Clarkson, 메리츠증권리서치센터

액체연료(Liquid) 수요 전망 - Fuel Oil 급감



주: 2016년 1월 1일=100p 기준, Fuel Oil은 HSFO 기준
자료: ExxonMobil, 메리츠증권리서치센터

운임과 신조선가 추이 - +0.79 절대적 관계



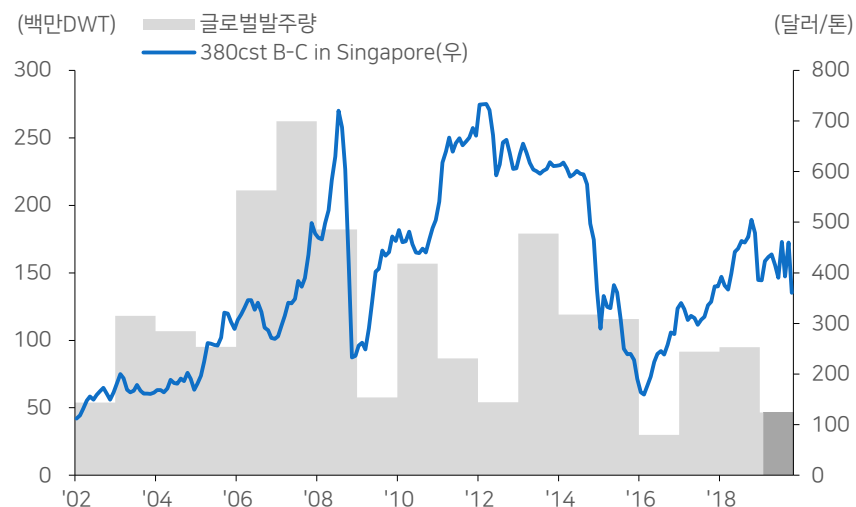
주: 2019년은 10월 말 집계 기준
자료: Clarkson, 메리츠증권리서치센터

연료비 → 운임 → 발주의 고리, IMO2020 후 운임전가 여부가 핵심

연료비 상승 → 운임 전가 →
운임 상승이 핵심. 발주는
운임에 민감

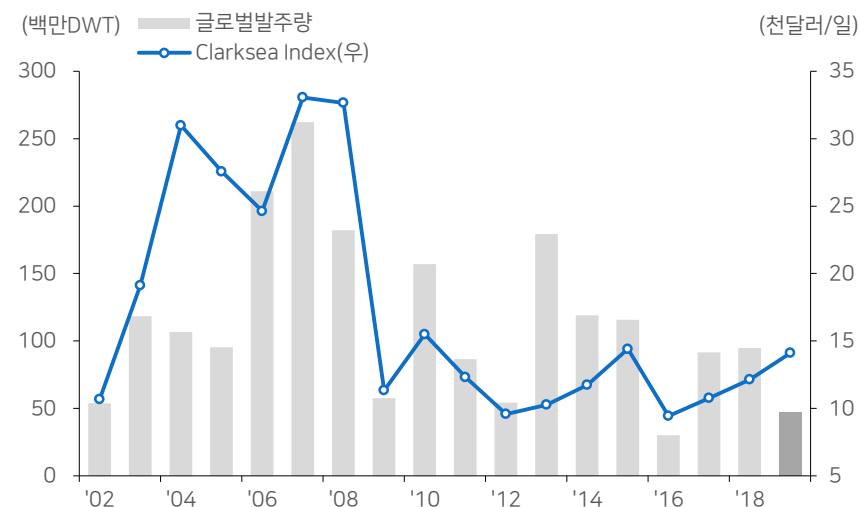
- 컨테이너선은 운임 인상에 성공 → Hapag-Lloyd 연료비연동제(MFR) 도입, Maersk 가이드선스 15% 상향
- 탱커와 LNG선은 계절적 요인 외에도 미국의 중국 Sanction으로 Spot 시장에서 운임 급등
- 문제는 IMO2020: 영업비용 중 연료비 비중 20~25%로 가정하면, 저유황유 사용시 8~13% 비용 증가
- 선사들이 연료비 전가에 성공 → 저유황유 사용 급증 → 연료가격 상승 → 감속 운항을 통한 비용 절감
- 운임 전가 실패 시 → Scrubber, LNG Fuel 채택, 감속 운항 → 노후선 효율성 급감 → 폐선량 증가

선박 벙커유 가격과 글로벌 선박 발주량 추이 - 연료비는 후행 변수



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

해상운임(Clarksea Index)과 선박 발주량 추이 - +0.63의 높은 상관관계



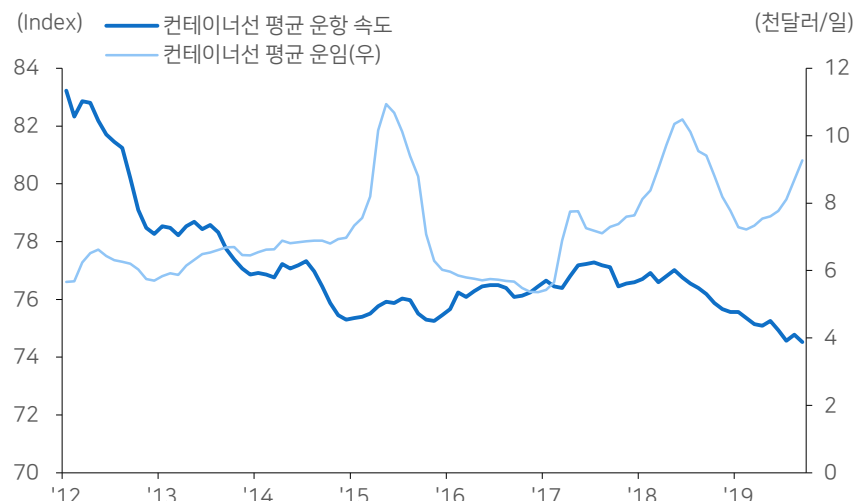
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Fuel의 변화 - 연료비 상승: 운임전가 실패 시 감속운항 예상

연료비 상승에 따른 운임전가
시그널은 컨테이너에서 나타날
개연성 큼. 탱커·벌커는 후행

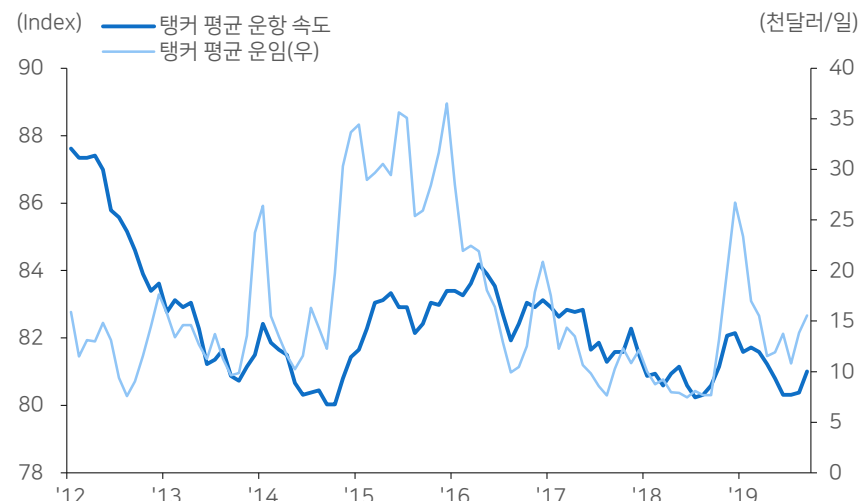
- 11년 하반기 유럽발 금융위기(PIIGS) 이후 컨테이너선사들은 감속운항(Slow Steaming)을 실시, 연료비 절감과 함께 공급량을 축소하면서 운임 상승을 유발. 12년 1월 5,660달러/일 → 15년 9월 10,935달러/일
- 18년 미·중 무역분쟁에 따른 컨테이너 시장 악화로 운임이 급락했지만, 19년 회복세(9,320달러/일) 전환
- **컨테이너**: 선사간 Alliance 체제로 감속운항, 선복량 조절, 운임 인상의 효과가 상대적으로 큼
- **탱커·벌커**: 완전 경쟁시장, 비용의 운임 전가의 힘이 미약. 오히려, 운임이 상승할 때 운항속도를 높여 수익을 극대화 하고, 비수기에 감속을 하는 경향이 강함

컨테이너선 평균 운항 속도, 운임 - 감속운항 → 운임 반등, 전반적 감속



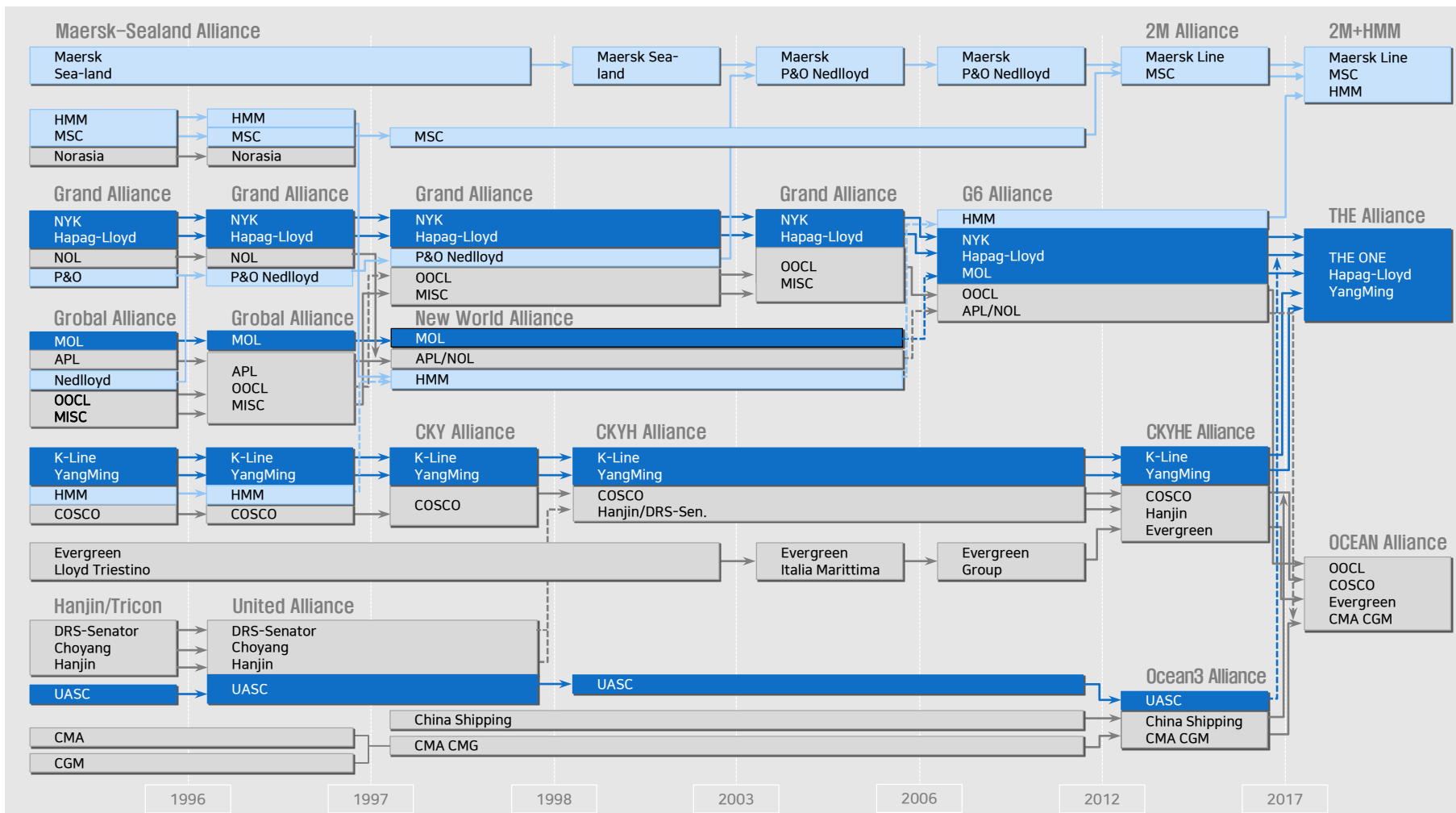
주: 운항속도는 2008년 평균 운항속도=100을 기준으로 측정된 데이터
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

탱커 평균 운항 속도, 운임 - 성수기에 증속, 비수기에 감속하는 패턴



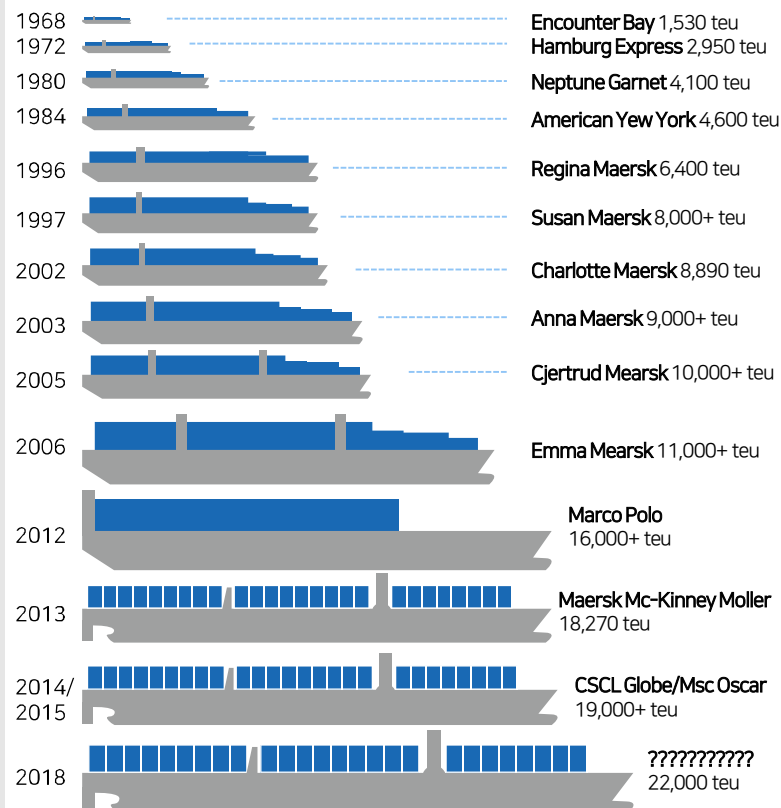
주: 운항속도는 2008년 평균 운항속도=100을 기준으로 측정된 데이터
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

컨테이너: 공급과잉 → 선사간 통합·얼라이언스 재편 지속



헤게모니 경쟁 = 선박의 대형화

컨테이너선 대형화 추이



자료: Allianz Global, 메리츠증권증권 리서치센터

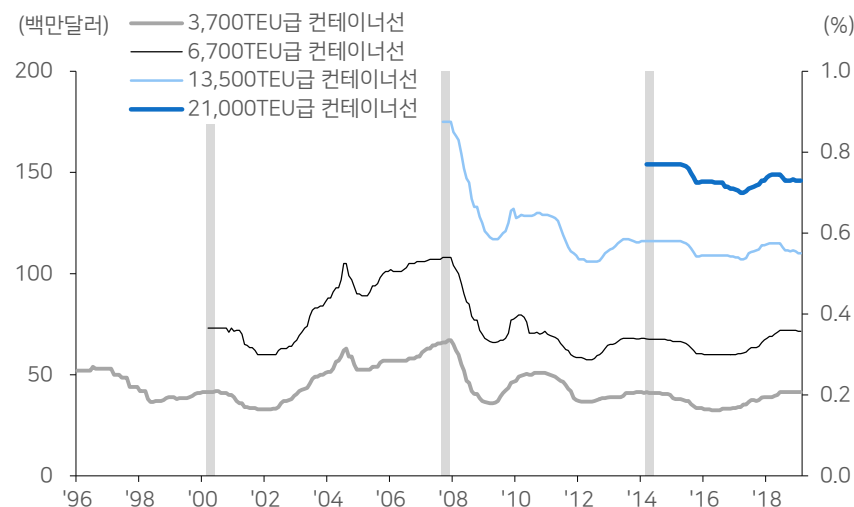
- 끝없는 구조조정의 원인은 대형화를 수반한 헤게모니 경쟁
 - 컨테이너선의 헤게모니의 역사는 곧 대형화의 역사
 - 대형화를 통한 규모의 경제 달성 → 경쟁사의 대형선 투입
→ 선복량 과잉 증가, 소석률 확보 경쟁 촉발 → 운임하락 → 구조조정
- 대형화가 유일한 답이었던 이유: 차별화가 어려운 서비스
 - 일반적인 차별화 방법은 크게 두가지: ①서비스 차별화, ②가격 차별화
 - 해운업의 특성상 서비스를 통한 차별화는 어려운 구조
 - 결국 가격(비용)을 통한 경쟁력 확보가 유일
 - 단위원가 절감을 위한 가장 손쉬운 방법은 선박의 대형화
 - 문제는 선박의 대형화는 타 선사가 쉽게 따라 할 수 있다는 점
- 지속적인 얼라이언스 통폐합도 결국엔 대형화에 근거
 - 지속적인 얼라이언스 재편 또한 선박의 대형화와 관련
 - 초대형 선박에 화물을 채우는데 어려움이 따르자
글로벌 선사들이 택한 방법이 공동 운항을 위한 공조체계 (Alliance)

선박의 대형화가 투자 효용성 측면에서 유리

TEU당 건조선가, 항차 당 운임 수입을 감안 시 대형화가 유리

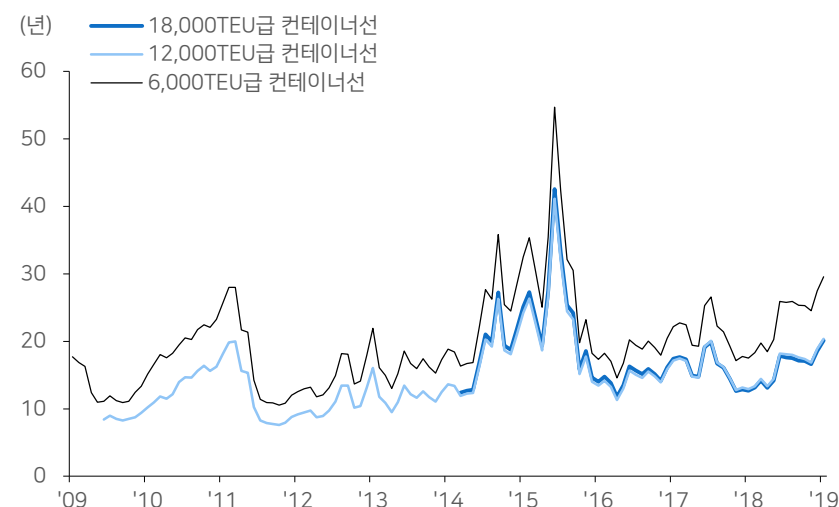
- 지난 24년 동안 컨테이너선 신조선가는 선형과 관계없이 동일한 변동 추이를 기록
- 19년 11월 기준 21,000TEU급 컨테이너선의 신조선가(1.46억달러)는 6,700TEU급의 2.04배, 13,500TEU급 신조선가(0.99억달러)는 6,700TEU급의 1.38배. TEU당 선가는 6,700TEU급 10,672달러/TEU, 13,500TEU급 7,296달러/TEU, 21,000TEU급 6,952달러/TEU → 이론상 동일 운임을 기준하면 21,000TEU 발주가 유리
- 19년 평균 신조선가로 신규 발주하여 동일 운임(19년 평균 TEU당 763달러)을 적용하면 6,000TEU급 발주의 투자금 회수기간은 평균 24.9년, 12,000TEU급 17.3년, 18,000TEU+급은 17.0년

컨테이너선 선형별 신조선가 추이는 동일한 흐름



주: 2019년 10월 말 집계 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 선형별 회수기간 추정 - 6,000TEU보다는 18,000TEU가 매력



주1: 2019년 10월 말 집계 기준, 상하이-유럽, 상하이-미주 노선 운임의 평균 적용
주2: 소석률 80%, GP Margin 10%, 연간 8항차 운항 월평균운임 가정 적용 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

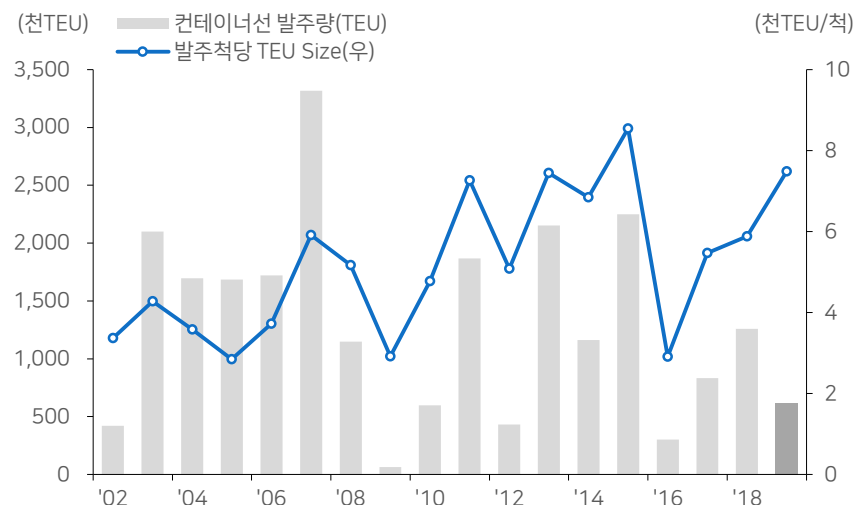
선박의 대형화는 한계 수준, Cascading 진행 예상

컨테이너: 23,000TEU 이상은
현실적 무리. Cascading 예상

탱커·벌커: VLCC, Cape가 한계

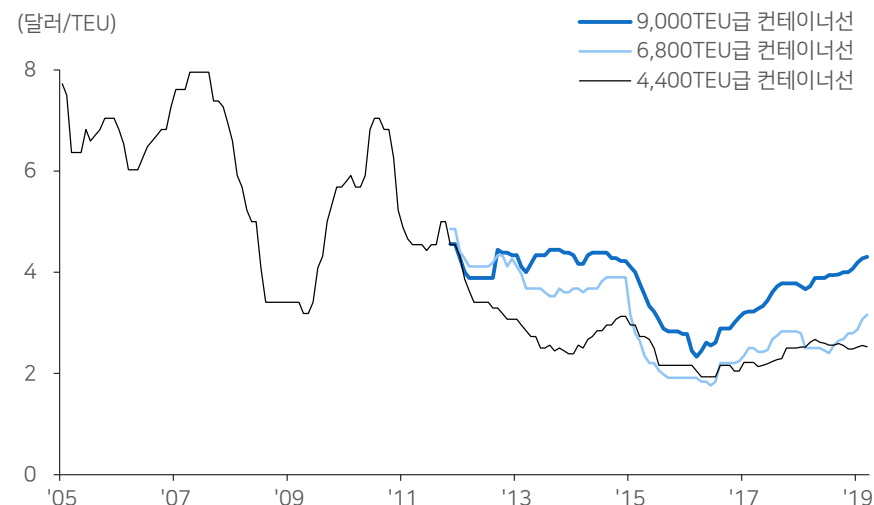
- 96년 4,000TEU급 → 00년 6,600TEU급 → 06년 9,000TEU급 → 08년 13,000TEU급 → 14년 16,000~20,000 TEU에서 23,000TEU로 컨테이너선의 대형화 발주 추세는 지속되어 옴
- 연도별 컨테이너선 척당 Size(연간발주 TEU/발주척수)는 15년 8,549TEU, 19년 7,488TEU 기록
- 주요 컨테이너 항만의 Crane Arm 처리능력을 감안하면, 23,000TEU 이상 대형화는 현실적으로 불가능
- TEU당 일일 용선료는 17년 1월 저점대비 4,400TEU는 +30.9%, 6,800TEU +79.2%, 9,000TEU +68.5% 상승
- 최고치를 경신하는 대형화보다는 항로 별 최적화된 평균 선형의 대형화 추세가 전개될 전망

컨테이너선 대형화 추이 - 7,000 → 14,000 → 18,000 → 23,000 → ?



주: 2019년 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 선형별 TEU 환산 일일 용선료 - 대형선 중심의 운임 반등



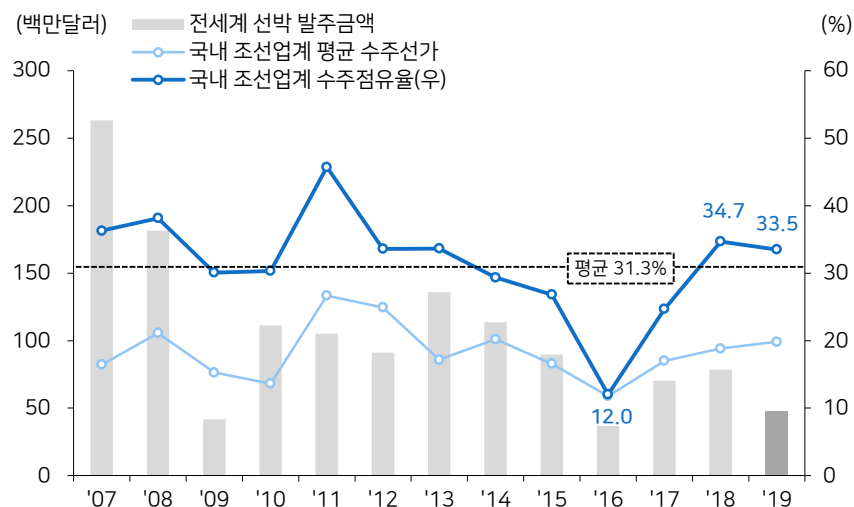
주1: 2019년 10월 말 집계 기준, 4,400TEU급은 5년, 6,800 및 9,000TEU급은 3년 용선료 기준
주2: 각 선형별 일일 용선료를 TEU로 나눈 단위 TEU당 용선료 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 조선업 - 친환경 위주 수주, 수주 점유율과 목표달성의 괴리

19년 평균 수주선가와 M/S는
상승. 수주목표 달성은 합산
60%대에 불과

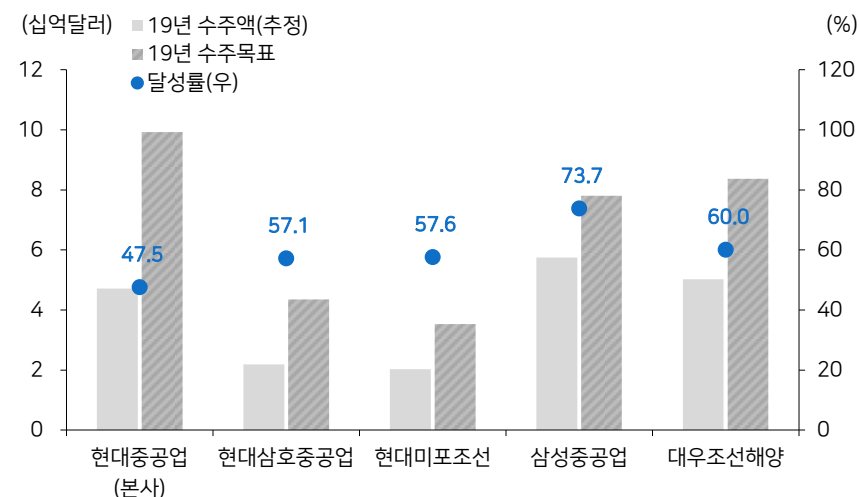
- 19년 조선 5사(현대, 삼호, 미포, 삼성, 대우) 조선·해양부문 합산 수주목표는 340억달러
- 19년 10월 국내 조선5사 누계 선박 수주액은 200억달러로 18년 수주액 278억 대비 72% 수준
→ 상반기 수주액: 98.3억달러, 7~10월 수주액: 101.3억달러(LNG선, Dual-Fuel 추진 선박 수주 증가)
- 현대중공업: LNG DF VLCC 10척 LOI, Shell의 LNG선 8척 LOI, LNG DF 15,000TEU 컨테이너선 11척 LOI → 실제 최종계약으로 이어진다면, IMO2020의 수혜가 수주로 확인될 이슈
- 삼성중공업: 러시아 Arctic 2 LNG 쇠빙 LNG선 17척 기술파트너 체결, Delfin F-LNG 설계

선박 발주액, 한국 점유율, 평균 수주선가 -M/S는 평균수준, 수주선가는 상승



주: 2019년 10월 말 기준, 계약 금액 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

조선업체별 19년 수주목표, 수주추정액, 달성률 현황



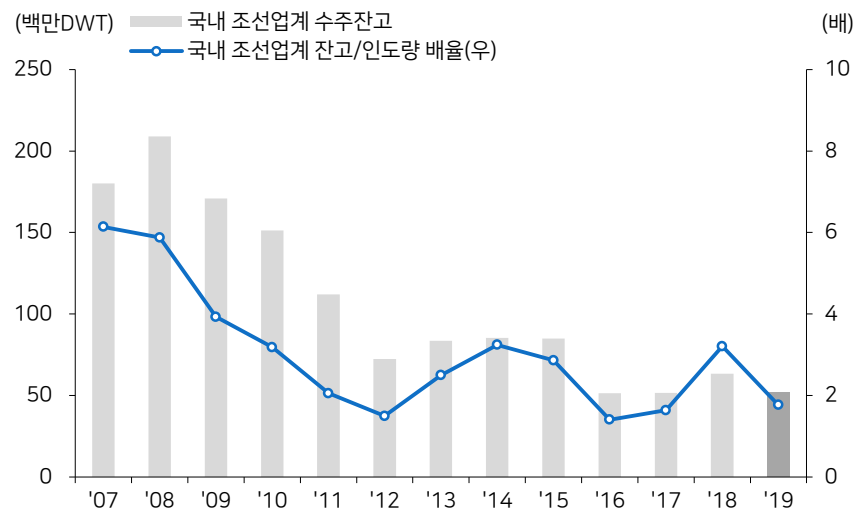
주: 현대중공업은 본사 조선/해양합산 기준, 수주액(추정)은 9월말 IR자료 및 11월 11일 기준
자료: Clarksons, Tradewinds, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 조선업 - 19년 매출 증가, 수주 부진으로 잔고 감소

발주시장 자체가 정체된 상황
하에서 수주목표 달성과 개별
수주 모멘텀의 괴리 발생

- 18년 말 합산 수주잔고 6,335만DWT로 4년 만에 증가세 전환. 19년 인도량 2,940만DWT로 증가가 예상되나, 연간 발주량 감소(-32.2% 예상)와 더딘 수주 달성으로 수주잔고 감소세
- Clarksons 기준 BIG3의 연간 인도척수 중 LNG선 비중: 20년 18.5% → 21년 41.0%. 질적 개선은 명확
- LNG Dual-Fuel 등 친환경 선박 수주로 수주 선가(P)는 상승. 남은 과제는 물량 증가(Q)
- 4Q19~1Q20 수주물량의 빠른 증가가 확인된다면, 20년 매출 증가와 수익성 개선은 충분히 실현될 것

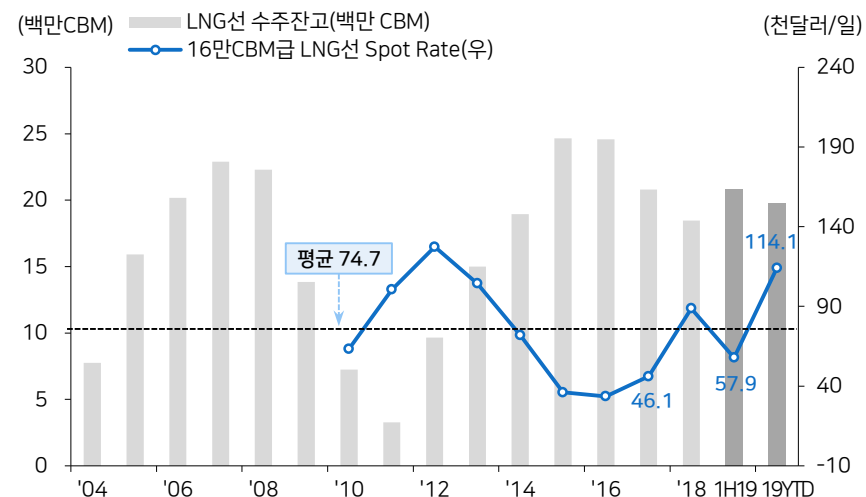
국내 조선업계 수주잔고, 잔고/인도량 배율 - 절대 건조물량은 부족



주1: 19년은 10월말 기준

주2: 잔고/인도량 비율은 해당 연도 연말 수주잔고를 해당 연도 연간 인도량으로 나눈 비율
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

LNG선 수주잔고, 160K CBM LNG선 Spot Rate - 19년 하반기 급등세 전환



주: 2019년 10월 말 기준, 1H19는 6월말 데이터 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

Part III

Asset Shift

2019년: 유로존 경기 > 유가, 결국 선박시황이 핵심 변수

유가, 유로화, 금리의 Macro에
밀접한 주가 → 18년 차별화된
강세 흐름 → 19년 다시 동조화

- WTI와 조선 3사 합산 시가총액의 상관관계수: 11~17년 (+)0.79, 18년 (-)0.21, 19년 (+)0.02 → **유가와 차별**
- 유로화 환율과 시가총액의 상관관계수: 11~17년 (+)0.83, 18년 (-)0.55, 19년 (+)0.55 → **유로화에 동조**
- 내수가 없는 조선, 0으로 수렴한 해양기대감. 영구 성장률(g)은 0 → 발주시장センチメント는 결국 Macro?
- 선박 발주결정의 Factor: 1) 금리, 2) 선가, 3) 운임, 4) 중장기 수급밸런스

조선 3사 합산 시가총액, WTI 추이 – 유가와 디커플링, 해양 기대감 0



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

유로화 환율, 조선 3사 합산 시가총액 추이 – 18년 차별화, 19년 다시 동조



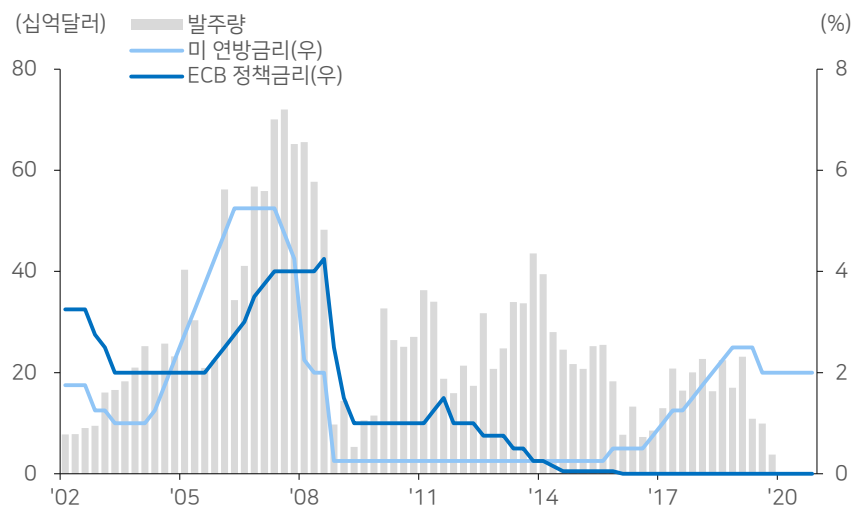
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

발주(유형자산)의 Factor 1) 금리, 추가 인하가 없다면..

발주결정의 Factor 1) 금리 금리 변곡점에 대기수요 출현

- 지난 18년간 금리와 선박 발주량의 상관관계는 +0.56으로 밀접(미 기준금리와 ECB금리 평균 적용)
- 당사는 20년 미국과 ECB의 추가금리 인하는 없다고 판단, 금리 Bottom에 대한 컨센서스 형성 시 발주자들의 'Wait and See' 전략의 변화 기대
- 선박금융(Ship Financing)의 주요 조달지역은 11년 유럽발 금융위기 이전에는 유럽이 압도적, 유로화와 발주량의 상관관계는 +0.61. 이후 북미, 아시아 지역의 Funding 비율 상승 중이나 여전히 유럽이 핵심

미국 연방금리, ECB 정책금리와 선박 발주량 추이 - 상관계수 +0.56



주1: 발주량은 2019년 10월 말 집계 기준
주2: 금리는 2019년 4분기 이후 당사 추정치 적용
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

유로화/달러 환율과 선박 발주량 추이 - 상관계수 +0.61



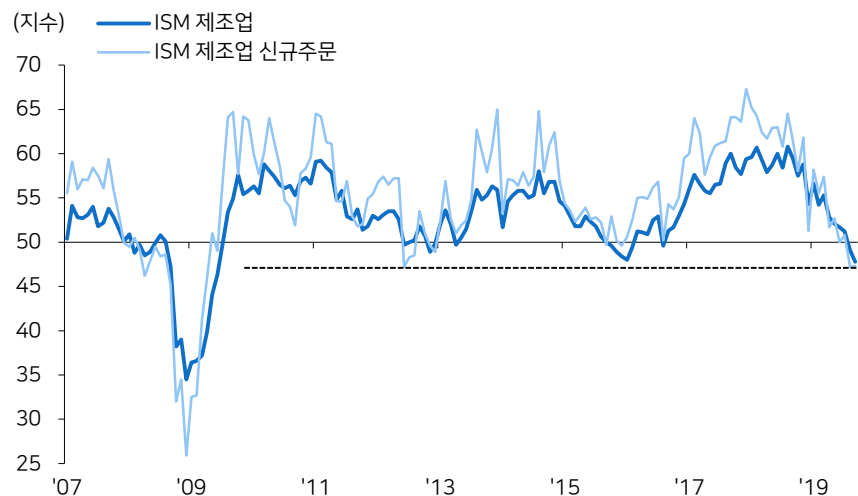
주1: 발주량은 2019년 10월 말 집계 기준
주2: 유로화/달러 환율은 2019년 4분기 이후 당사 추정치 적용
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

발주(유형자산)의 Factor 1) 금리, 경기 회복 시점은 2020년 2분기

미국 ISM 제조업 지수는 금융 위기 이후 최저 수준, 2Q20 Bottom-out 예상

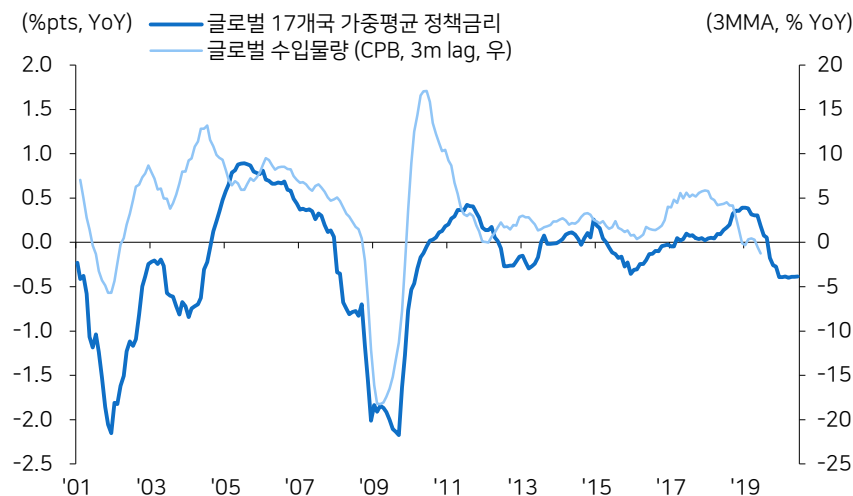
- 미·중 무역분쟁으로 인한 전세계 경제의 펀더멘털 부담은 19년이 Peak, 리스크 완화 기조로 전환 예상
- 전세계 경기 부양을 위한 주요국들의 통화정책을 감안하면 20년 상반기는 회복의 시점
- ECB, 미국의 기준금리 저점 확인 → 선박금융 조달비용 Bottom-out → 19~21년의 대기수요 발주 연결

미국 ISM 제조업 지수 - 09년 금융위기 이후 최저수준, 20년 회복 기대



자료: Institute for Supply Management, 메리츠증권증권 리서치센터

주요국 가중평균 정책금리, 전세계 수입물량 - 20년 물동량 추가감소 제한적



자료: 각국 중앙은행 및 통계청, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

발주(유형자산)의 Factor 2) 선가, 벌어진 간극

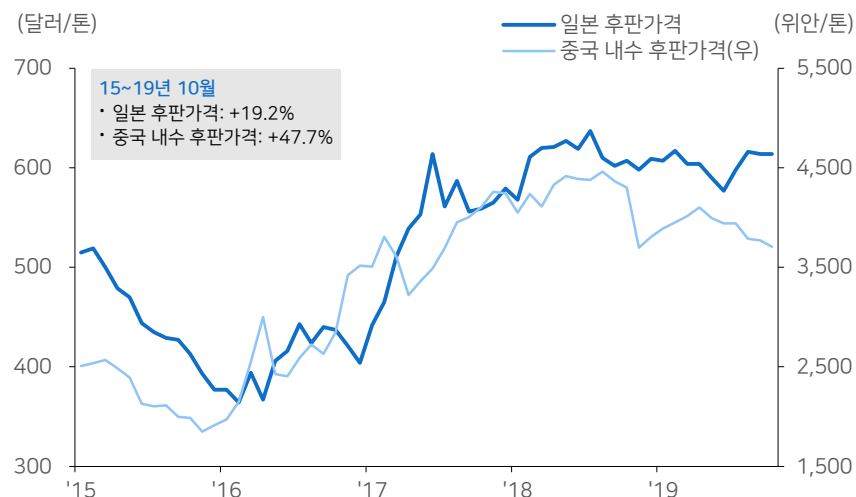
발주 정체, 선가에 대한 입장 차

→ 발주자: 달러강세, 원가정체

→ 조선사: 수익성 정상화

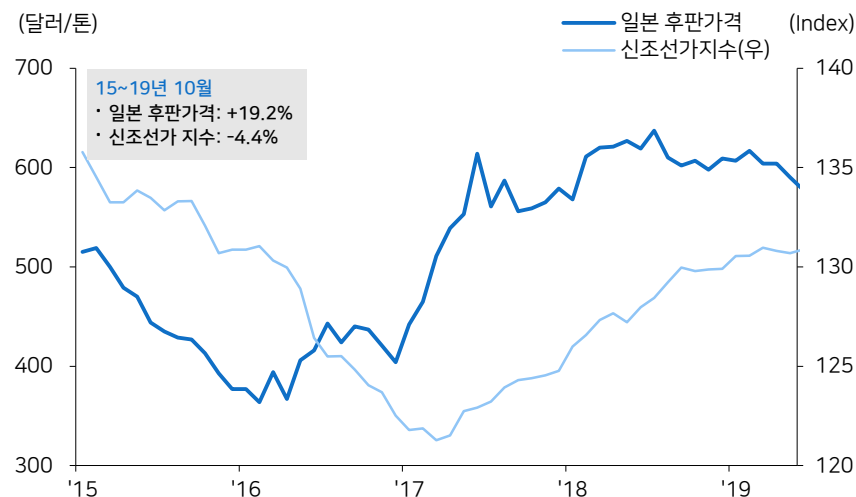
- 집을 구매하는 것보다, 선박을 발주하는 부담(비용, 가치변동)은 100배. 선가 전망이 발주의 핵심 변수
- 15년~19년 10월: 일본 후판가격 +19.2%, 중국 내수 후판가격 +47.7%, 신조선가지수 -4.4%
- 18년~19년 10월: 일본 후판가격 +8.1%, 중국 내수 후판가격 -8.5%, 신조선가지수 +3.4%
- 제조원가 중 후판비중 20%, 일본/중국産 평균 상승률 적용 - 발주처와 조선사의 눈높이 격차 존재
- 15년~19년 10월: 조선업체 수익성 -11.1% 악화, 18년~19년 10월: 수익성 +3.5% 개선

일본, 중국(내수) 후판가격 추이 - 18~19년 가격은 정체



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Clarksons 신조선가지수는 후판가격 상승 대비 1년 뒤 반등



자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

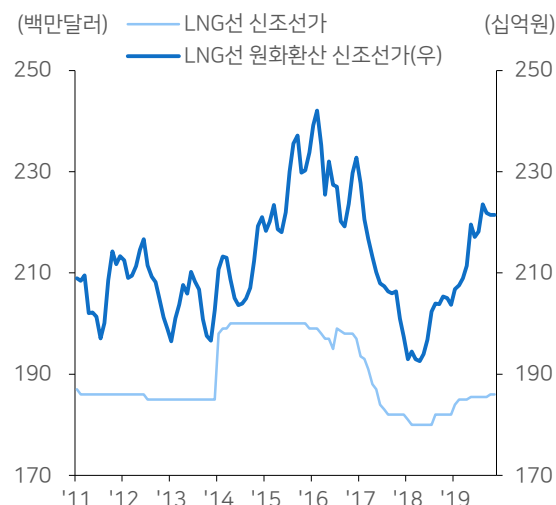
발주(유형자산)의 Factor 2) 선가, 2020년 Key는 탱커로 예상

19년 달러선가는 약보합, 원화
약세로 실질 선가는 상승

→ 선가 동결 압력으로 작용

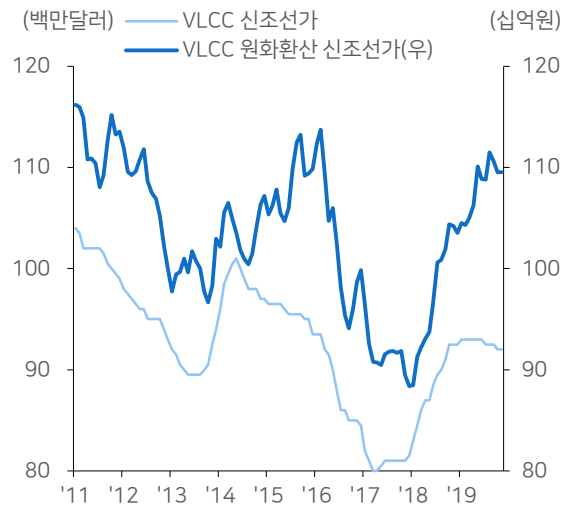
- 조선업의 계약은 달러기준, 달러 선가와 원화환산 선가의 차이도 조선업체에겐 중요
- VLCC(초대형원유운반선) 신조선가: 18년 1월 8,300만달러 → 19년 10월 9,250만달러, 11.4% 상승
- PC(Product Carrier) 신조선가: 18년 1월 3,450만달러 → 19년 10월 3,650만달러, 5.8% 상승
- 수주시점 환율로 환산 시: VLCC 25.0% 상승(885억원→1,106억원), PC 18.7% 상승(368억원→436억원)
- **BEST Scenario) 1) LNGC 선가 반등(\$190Mil → \$195Mil 이상), 2) Slot 여력 감소, 3) Tanker선가 반등**
- **WORST Scenario) 1) LNGC 발주 지연, 2) 수주잔고 감소, 3) 시장가로 Tanker 수주(선가인상 난망)**

LNG선 신조선가 vs 원화환산 신조선가



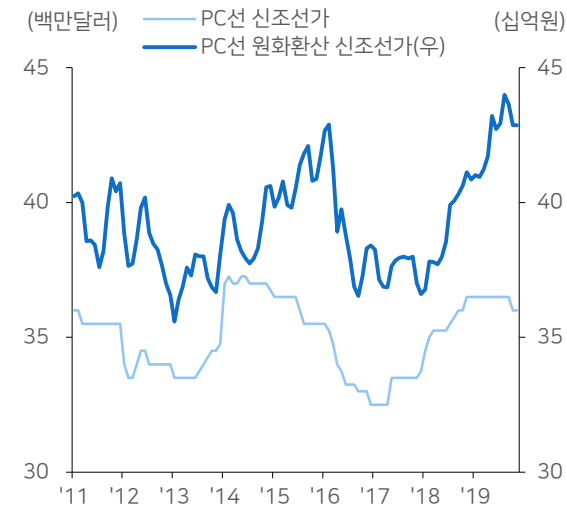
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC 신조선가 vs 원화환산 신조선가



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

PC 신조선가 vs 원화환산 신조선가



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

발주(유형자산)의 Factor 2) 선가, Cost Push는 어려울 것

20년 철강가격 상승은 제한적
→ 원가인상에 따른 Cost Push
보다는 운임, 공급축소가 선가
상승의 Key가 될 20년 전망

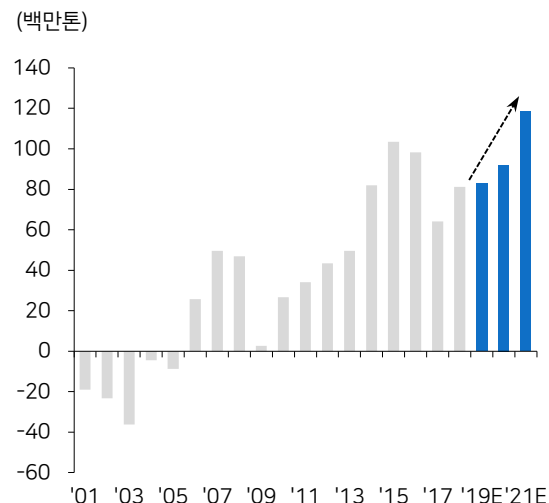
- 철강 제선의 원료비는 19년 Vale사 댐 사고(철광석 가격 급등) 이후 302.9달러/톤까지 치솟았으나, 10월 기준 225.9달러/톤으로 안정화. 19년 중국 철광석 순수입량은 전년대비 3.3% 감소 → 철강 원가 안정화
- 공급이 현재 수준을 유지할 경우 중국의 철강 초과공급은 21년에 1억톤을 다시 상회 → 공급증가 지속
- 후판의 명목수요는 20년 소폭 개선이 전망되나 수입량 동반 증가로 철강사의 협상력 개선은 어려울 것
→ 20년 후판 가격 상승은 제한적일 전망. 강재가격 인상에 따른 선가상승 가능성은 높지 않음

철강 제선 원료비 추이 - Vale 사태 이후 하락



자료: 제선 원료비 = 철광석 가격*1.6 + 원료탄*0.6
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 철강 초과 공급 추이 및 전망



자료: NBS, 중국해관총서, Bloomberg, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

후판 수입, 명목수요 추이 - 완만한 증가세 전망



자료: 한국철강협회, 메리츠증권증권 리서치센터

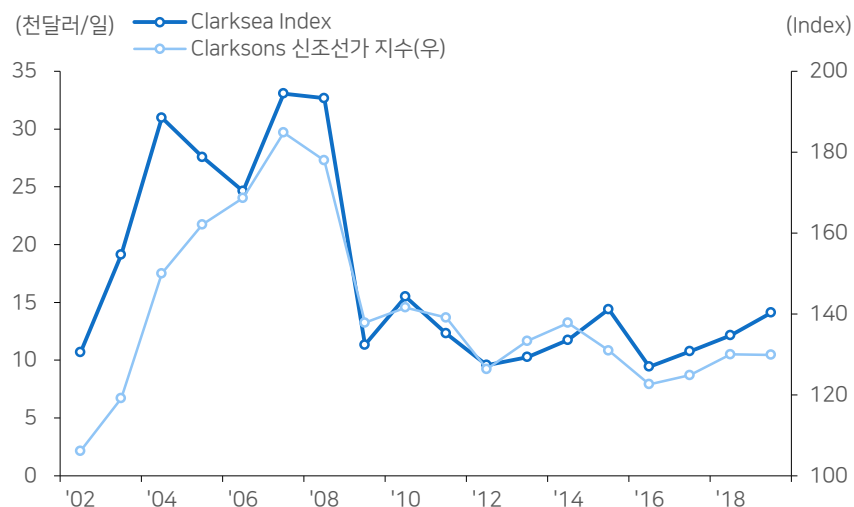
발주(유형자산)의 Factor 3) 운임

운임 = Cash-flow의 원천

20년 화물 수요증가에 따른
운임상승: 컨테이너, 탱커 기대

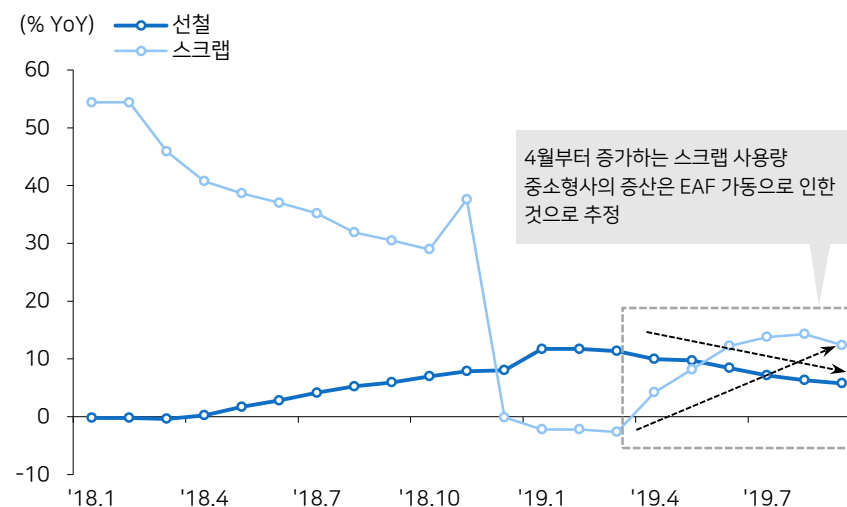
- Clarksea 해상운임지수와 신조선가지수의 상관관계는 지난 19년간 +0.79로 절대적인 연관성 유지
- 운임은 유형자산(선박) 투자 시 필수적으로 고려되는 미래 현금흐름의 원천
- 무역분쟁이 완화·해소된다면 교역량 증가 → 운임 반등 → 신조선 발주 증가, 발주량 증가 기대는 충분
- 19년 중국 철강업계의 선철 사용량 대비 스크랩 사용량 증가율 폭이 큼. 중소형사 중심의 증산이 원인으로 20년에도 벌크화물 수요의 증가세는 낮은 수준일 전망. 컨테이너와 탱커의 수요증가에 기대

Clarksea 해상운임지수와 Clarksons 신조선가지수 - 상관계수 +0.79



주: 2019년 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 선철 및 스크랩 사용량 증가율 추이



자료: NBS, CEIS, 메리츠증권증권 리서치센터

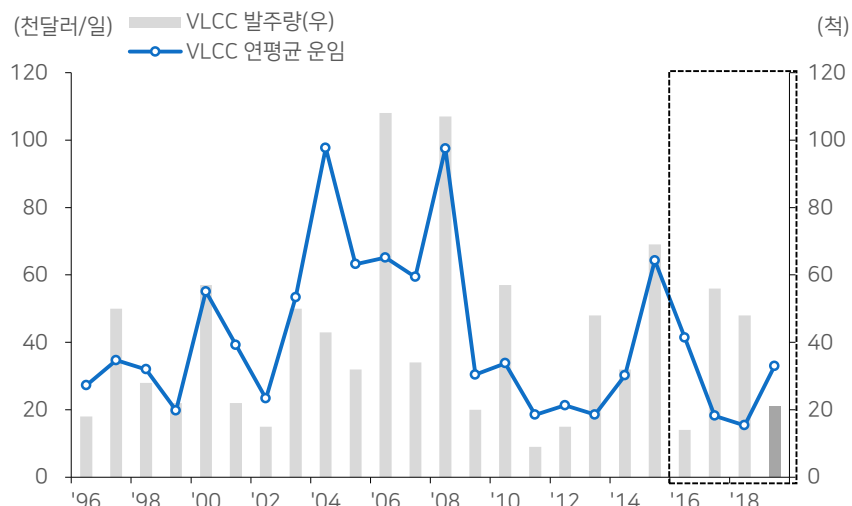
발주(유형자산)의 Factor 3) 운임, IMO2020이 변수

발주처의 투자를 이끄는 변수
: 선가, 금리, 운임, 수급

IMO규제, 탱커운임과 상관성 ↓

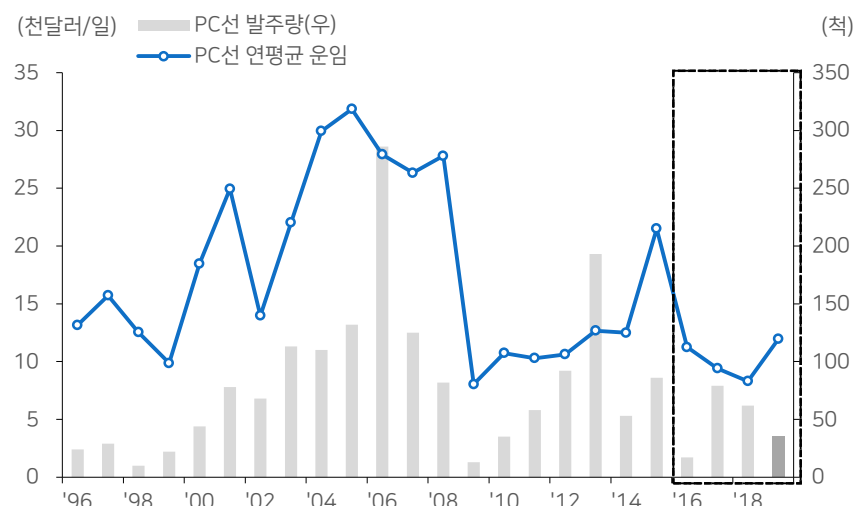
- 발주자에게 신조 발주는 자본투자 시점(계약)과 투자자산 운용 시점(인도)의 시차가 발생하는 Risk 존재
- IMO2020 황산화물 규제 등 환경규제의 강화로 10년 이상 선령 중고선 투자의 매력은 낮아지는 상황
- 발주자의 신조 발주는 결국 투자 수익성과 회수 가능성·기간 → 운임, 선가가 변수
- 탱커의 연평균 운임과 발주량은 양의 상관관계였으나 16년 이후 상관관계가 깨짐. 19년 10월 기준 평균운임은 VLCC와 PC선 모두 상승세 전환, 발주는 절반 수준에 불과
- IMO 규제가 발주의 주요 변수로 부상, 18~19년 달러강세와 미국·유로존 저금리로 발주동인 약화

VLCC 평균 운임과 발주량 추이 - 16년 이후 상관관계 깨짐



주: 19년은 10월 말 기준, VLCC 발주량은 ULCC급 선박 포함
자료: Clarksons, 메리츠총금증권 리서치센터

PC 평균 운임과 발주량 추이 - 16년 이후 상관관계 깨짐



주: 19년은 10월 말 기준, PC 평균 운임, PC 발주량은 4.0~5.5만DWT급 MR탱커 집계 기준
자료: Clarksons, 메리츠총금증권 리서치센터

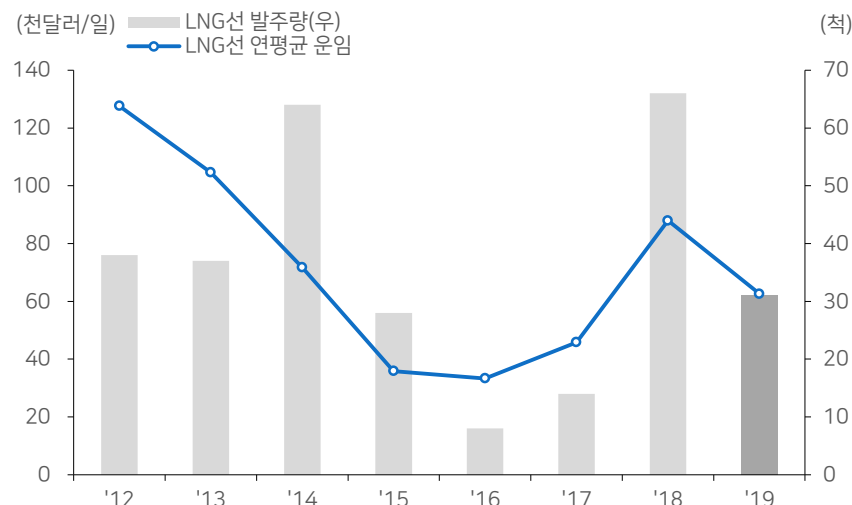
발주(유형자산)의 Factor 3) 운임, Spot 증가로 LNG선은 발주와 상관성 밀접

LNG선: 운임과 발주 상관성 ↑

컨테이너: Alliance, 대형화

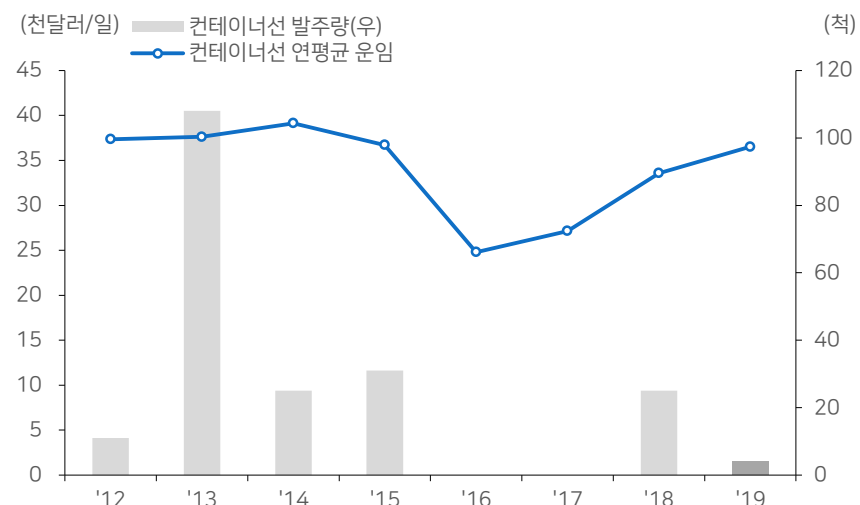
- LNG선 연평균 운임은 16년 대비 18년 2.4배 폭등(160K CBM, 74,825달러/일), 19년도 여전히 높은 수준
- 16만CBM급(160K) LNG선 신규 발주는 18년 66척으로 3년 평균의 4배 수준으로 급증. LNG 교역시장의 Spot 거래 비중이 급증, 운임 상승에 따른 Spot 발주(용선 미체결) 증가
- 컨테이너선 발주량은 운임과 상관관계를 찾기 어려움. Alliance 체제의 경쟁구도와 대형화 특성에 기인

LNG선 평균 운임과 발주량 추이 – Spot 발주로 인한 동일한 흐름



주: 19년은 10월 말 기준, 운임은 16만CBM급 Spot rate 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

컨테이너선 평균 운임과 발주량 추이 – 상관관계 없음



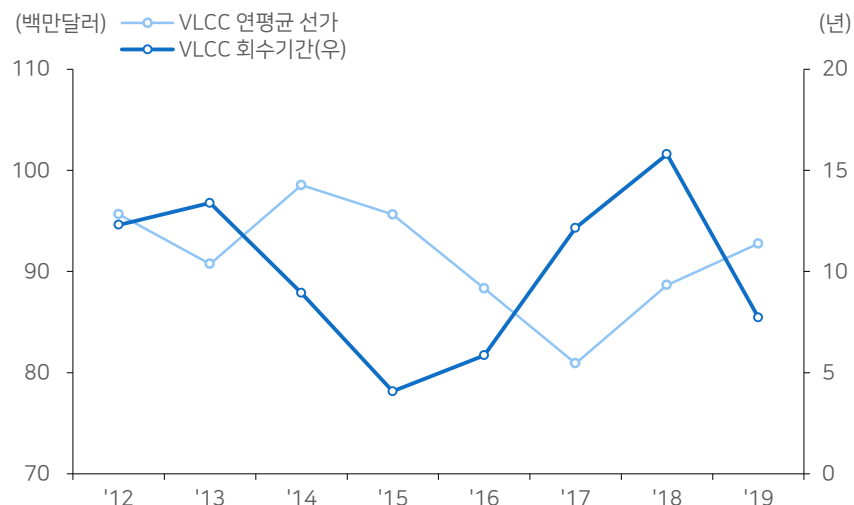
주: 19년은 10월 말 기준, 9,000TEU급 컨테이너선 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

발주(유형자산)의 Factor 3) 운임, 운임 > 선가 상승으로 매력 높아진 탱커

금리, 선가, 운임을 고려한 고차 방정식 풀이가 발주의 핵심

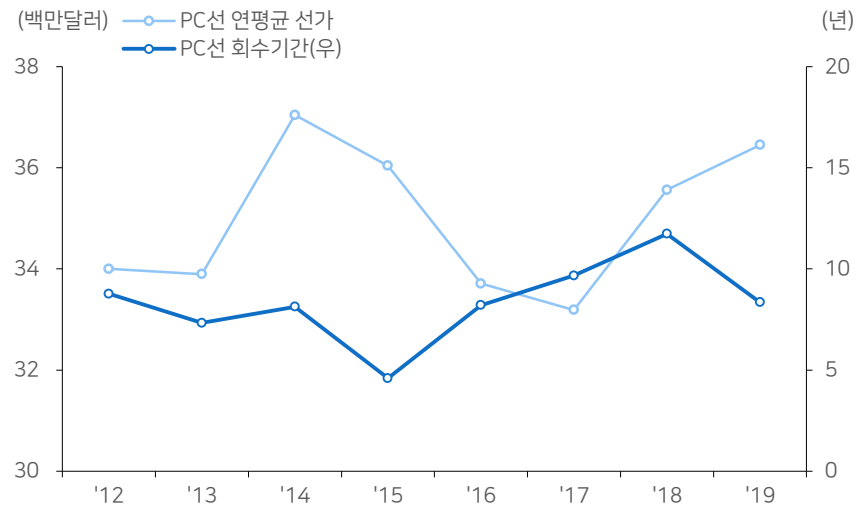
- 선종별 수급밸런스는 화물 수요와 선복량의 균형 문제, 선박수명(25년)을 감안 시 단기 수급이 발주시황에 미칠 영향은 낮음. 금리와 선가, 운임(Cash-flow)을 고려한 고차 방정식 풀이가 발주의 핵심
- 발주자가 투자를 결정하는 공통 명제는 결국 투자 회수기간 최소화. 선박금융(차입, 이자비용, IRR) 조건을 배제하고, 발주시점 선가를 당해 연환산 운임으로 나눈 값을 투자(발주금액) 회수기간으로 산출
- VLCC의 발주 회수기간은 18년 15.8년에서 19년 현재 7.7년으로 단축, PC는 11.7년에서 8.4년으로 단축
→ IMO2020 규제가 20년 1월 1일 시행된 후, 탱커시황 변화를 조선 업황의 Key로 보는 이유 중 하나

VLCC 선가 반등에도 회수기간은 단축, 운임 상승 Vs 더딘 선가 상승



주: 회수기간은 연평균 선가 / 연평균 운임, 19년은 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

PC 선가 반등에도 회수기간은 단축, 운임 상승 Vs 더딘 선가 상승



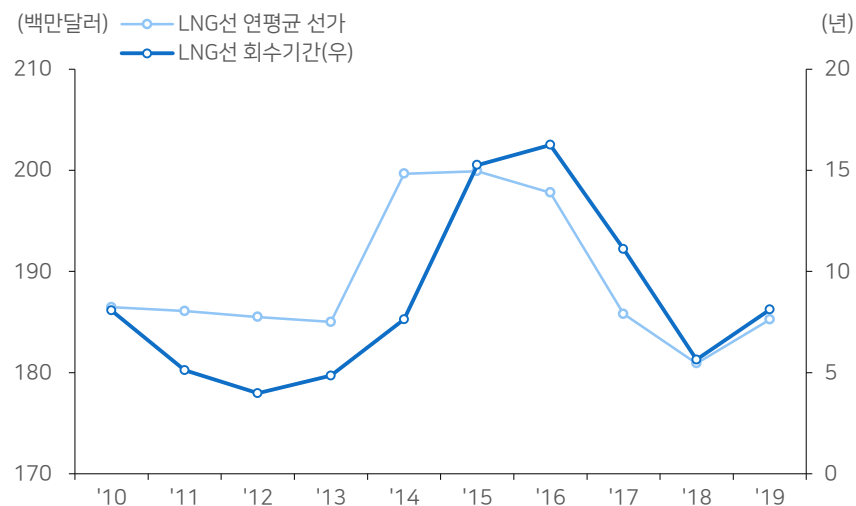
주: 회수기간은 연평균 선가 / 연평균 운임, 19년은 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

발주(유형자산)의 Factor 3) 운임, LNG선과 컨테이너선도 매력적 수준

LNG선과 컨테이너선도 운임 상승이 선가상승을 상회, 투자 회수기간은 평균수준으로 단축

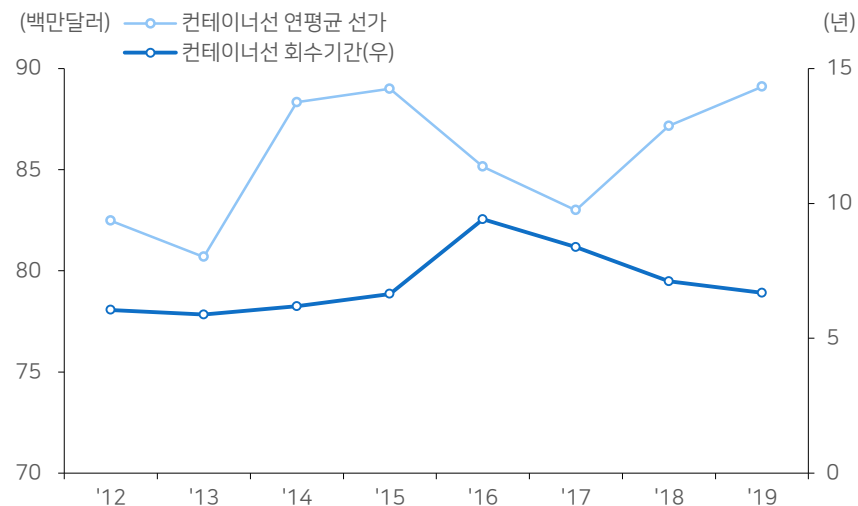
- LNG선 발주 회수기간: 16년 16.3년 → 18년 5.6년 → 19년 현재 8.1년, 컨테이너선도 6.7년으로 단축
→ 금융 조달금리 5% 가정, 단순 회수기간 대비 1.7배가 실제 회수기간: LNG선 13.8년, 컨테이너선 11.4년
- 19년은 운임 상승 폭이 선가 상승보다 큰 구간, 그럼에도 발주가 부진한 이유는 결국 불확실성, 금리 하락
- 20년에도 운임 상승은 유력 → IMO2020 시행에 따른 연료비 증가와 금리 저점 확인, 분쟁 불확실성 완화

LNG선 발주 시 단순 회수기간은 8.1년(실제 13.8년), 선가 상승여력 충분



주: Long Run Historical Series 기준, 회수기간은 연평균 선가 / 연평균 운임, 19년은 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

컨테이너선은 19년 운임상승 9%, 선가상승 2%으로 회수기간 단축 중



주: 9,000TEU Neo-Panamax 기준, 회수기간은 연평균 선가 / 연평균 운임, 19년은 10월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

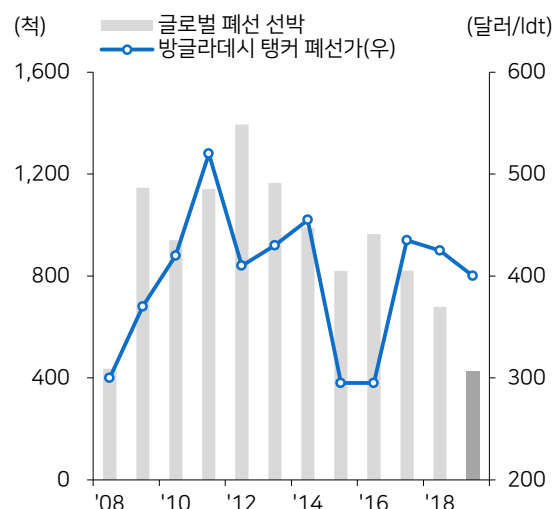
발주(유형자산)의 Factor 4) 공급조절, 폐선량 정체로 제한적 변수

Down Cycle: 운임하락→폐선

**Up Cycle: 폐선가 상승→폐선
증가→운임 상승. 20년을 주목**

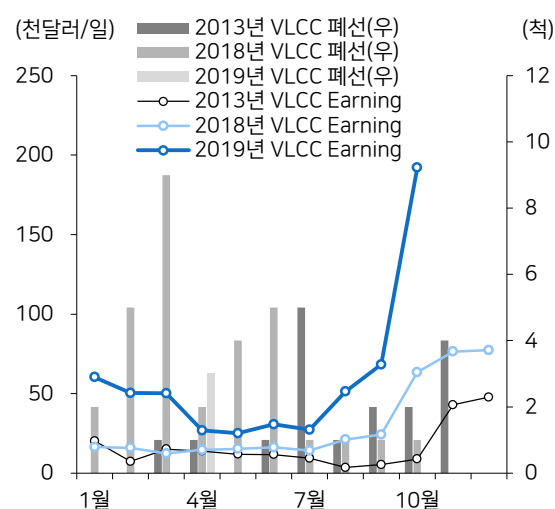
- Down-Cycle: 운임 하락→노후선 가치 급락→폐선량 증가(10~13년 상반기)
- Up-Cycle: 스크랩 가격 상승→폐선가격 상승 →폐선량 증가에 따른 공급 축소→운임 상승(18년)
- 19년은 18년 Up-Cycle의 연장선 상에 위치하나 폐선과 운임의 상관성이 낮아짐
- 폐선이 운임을 결정? Vs. 운임이 폐선을 결정? 19년은 IMO2020을 앞둔 과도기로 폐선량 급감
- 20년 IMO 규제 도입 이후 연료비 급증이 현실화된다면 노후선 폐선량이 급증할 가능성 높음

전세계 폐선량과 폐선가 추이



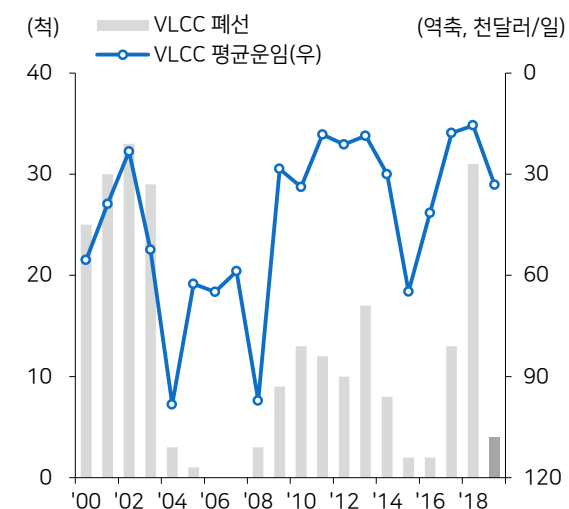
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC Earning과 폐선량 비교 - 19년 폐선량 급감



주: 9년 선령 VLCC Rotterdam-Singapore Route Earning 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

VLCC 폐선과 평균운임 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

발주(유형자산)를 통한 효율성(무형자산) 제고: 대형화 → 연비 효율성

1위 선사 Maersk, 3가지 선형 발주사례 - 대형선 연비 효율성 명확

- 브라질 Vale사의 초대형벌크선(Vale-max)을 제외하면, 벌크선과 탱커의 대형화는 10년 이전에 일단락
- 컨테이너선은 23,000TEU까지 대형화 진행 후 정체. 대형화는 규모의 경제, 연비측면에서 높은 효율성
- 선박의 대형화는 유형자산 투자의 초기 비용이 크지만, 투자 이후 운영과정에서 무형가치 극대화(연비, 운영 효율성) 가능하다는 장점 보유
- **세계 1위 컨테이너선사 Maersk Group:** 동일한 기술력(삼성, 대우)이 건조한 6,000TEU, 12,000TEU, 18,000TEU 컨테이너선의 일 환산 연료소모량 기준 **연료효율 지표는 18,000TEU가 압도적으로 우위**

6,000TEU급 예 - Rio de Janeiro	
항목	내용
발주사	Hamburg Sud(A.P.Moller)
건조사	대우조선해양
건조일	2008-06
TEU	5,905
연료	IFO 380(HSFO)
엔진	Diesel 2-Stroke
선급	ABS
비고	Ice Strengthened D0 Class

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

12,000TEU급 예 - Maersk Alfirk	
항목	내용
발주사	Maersk Line(A.P.Moller)
건조사	삼성중공업
건조일	2008-02
TEU	11,294
연료	IFO 380(HSFO)
엔진	Diesel 2-Stroke, Eco-Electronic Engine
선급	ABS
비고	

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

18,000TEU급 예 - Mary Maersk	
항목	내용
발주사	Maersk Line(A.P.Moller)
건조사	대우조선해양
건조일	2013-09
TEU	18,270
연료	IFO 380(HSFO)
엔진	Hybrid Mech/, Eco-Electronic Engine
선급	ABS
비고	BWTS, Scrubber

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

연료 효율 비교			
	6,000 TEU급	12,000 TEU급	18,000 TEU급
	Rio de Janeiro	Maersk Alfirk	Mary Maersk
선복량(TEU)	5,905	11,294	18,270
기준 속도 (kts)	23.3	24.0	23.0
연료소비 (톤/일)	163.0	250.0	195.5
일 환산 연료소모량 (톤/TEU)	0.028	0.022	0.011
연료효율 비교 지표	1.00	1.25	2.58

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

발주(유형자산)를 통한 효율성(무형자산) 제고: 대형화 → 연비 효율성

2위 선사 MSC, 3가지 선형 발주사례 - 대형선 연비 효율성 명확

- 세계 2위 컨테이너선사 MSC: 동일한 기술력(현대, 대우)이 건조한 12,000TEU, 14,000TEU 컨테이너선의 일 환산 연료소모량 기준 **연료효율 지표는 14,000TEU가 14% 효율적**
- Maersk와 MSC 모두 23,000TEU급 극초대형컨테이너선을 보유 중이나, 연료 소모량과 연비에 대한 자료는 모두 비공개
- 대형화는 23,000TEU에서 중단: Cascading Effect로 주요 항로의 평균 선형은 12~15,000TEU급으로 대형화 예상 → 연료비 증가와 잔존가치 하락으로 노후 중소형선박의 단계적 퇴출, 친환경선 교체 필수

12,000TEU급 예 - MSC Luciana	
항목	내용
발주사	MSC
건조사	현대중공업
건조일	2009-02
TEU	11,660
연료	IFO 380(HSFO)
엔진	Diesel 2-Stroke, Eco-Electronic Engine
선급	DNV GL
비고	Scrubber

자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

14,000TEU급 예 - MSC Rosa M	
항목	내용
발주사	MSC
건조사	대우조선해양
건조일	2010-12
TEU	14,000
연료	IFO 380(HSFO)
엔진	Disel 2-Stroke
선급	DNV GL
비고	Scrubber

자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

23,000TEU급 예 - MSC Arina	
항목	내용
발주사	MSC
건조사	대우조선해양
건조일	2019-09
TEU	23,656
연료	IFO 380(HSFO)
엔진	Diesel 2-Stroke, Eco-Electronic Engine
선급	DNV GL
비고	BWTS, Scrubber

자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

연료 효율 비교			
	12,000 TEU급	14,000 TEU급	23,000 TEU급
	MSC Luciana	MSC Rosa M	MSC Arina
선복량(TEU)	11,660	14,000	23,656
기준 속도 (kts)	24.0	24.1	N/A
연료소비 (톤/일)	250.0	262.2	N/A
일 환산 연료소모량 (톤/TEU)	0.021	0.019	N/A
연료효율 비교 지표	1.00	1.14	N/A

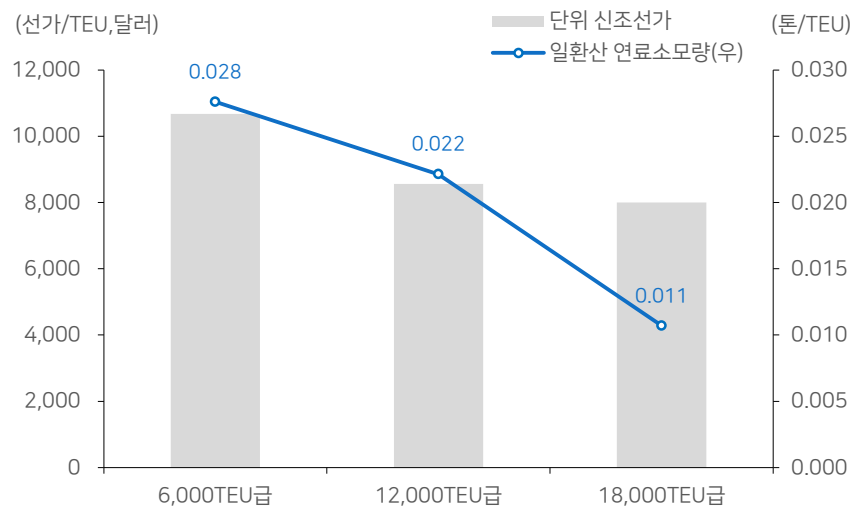
자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

발주(유형자산)를 통한 효율성(무형자산) 제고: 대형화 → 연비 효율성

선박의 대형화 – 초기 투자비용 크나 단위화물당 투자비, 연비 월등히 우월

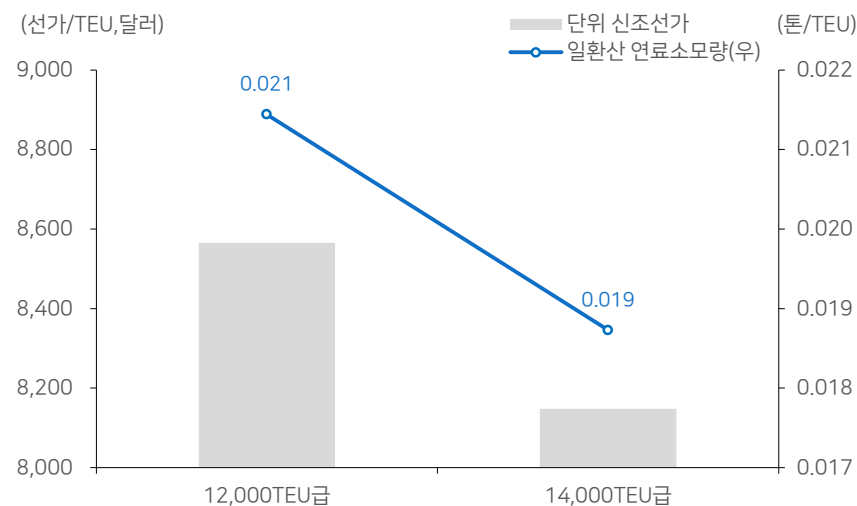
- 삼성중공업과 대우조선해양이 건조한 Maersk의 3개 선형 컨테이너선(6,000 / 12,000 / 18,000TEU)
 - 단위화물(TEU) 당 초기 투자비용(신조선가): 6,000TEU 10,672달러, 18,000TEU 8,000달러
 - 단위화물(TEU) 당 일일 연료 소모량: 6,000TEU 0.028톤, 18,000TEU 0.011톤
- 현대중공업과 대우조선해양이 건조한 MSC의 2개 선형 컨테이너선(12,000 / 14,000TEU)
 - 단위화물(TEU) 당 초기 투자비용(신조선가): 12,000TEU 8,565달러, 14,000TEU 8,148달러
 - 단위화물(TEU) 당 일일 연료 소모량: 12,000TEU 0.021톤, 14,000TEU 0.019톤
- 유형자산(선박) 투자에도 무형가치(단위화물당 투자비, 연료비용)를 크게 고려해야 할 이유

Maersk 3가지 선형별 컨테이너선 비교 – 단위 TEU 당 선가↓, 연비 ↑



자료:Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

MSC 3가지 선형별 컨테이너선 비교 – 단위 TEU 당 선가↓, 연비 ↑



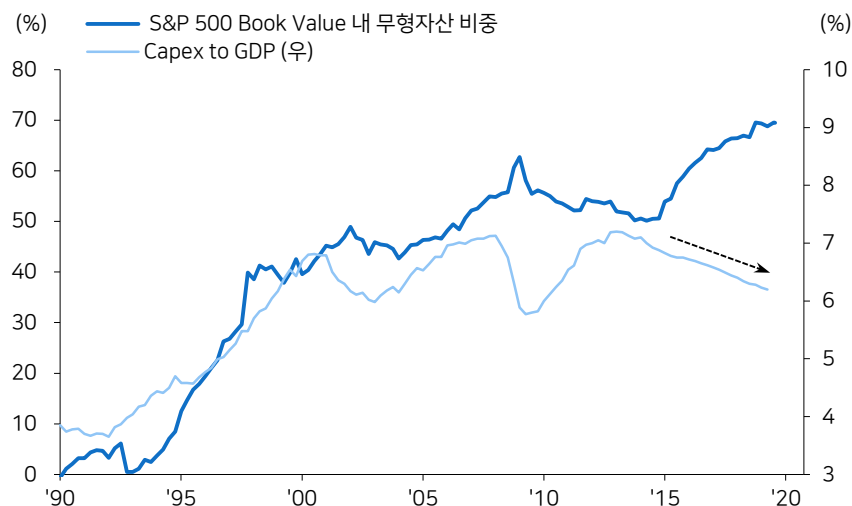
자료:Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

무형자산 가치의 중요성 부각, 제조업 비중 축소와 저성장

자원 소비국에서 수출국으로
변모한 미국, 컨테이너 운임
Level-down + 기업 무형자산
규모 급증

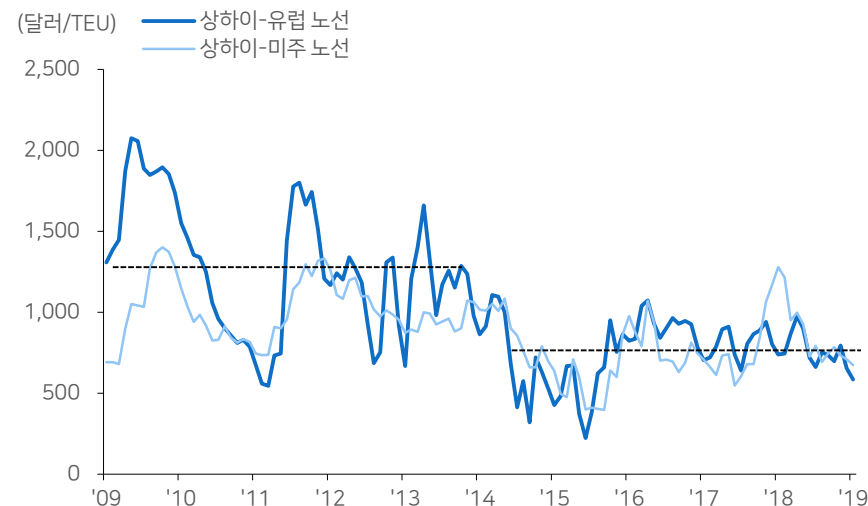
- 70년대는 유류·농산물 중심의 무역(벌크선, 탱커), 00년 이후 자동차, IT 비중(컨테이너선)이 빠르게 증가
- 16년 무역의 43%가 자동차와 IT. 원유·정유제품의 교역비중은 급감, 미국 생산이 내수를 만족하기 때문
- 미국 S&P500 기업들의 Book Value 대비 무형자산 비중은 14년 50.2%에서 19년 10월 69.5%로 급증
- 동기간 GDP 대비 CAPEX 비중은 7.1%에서 6.2%로 감소, 제조업 생산둔화와 투자 위축 → 저성장
- 중국 상하이-유럽노선 컨테이너선 운임은 09~13년 평균 1,290달러/TEU, 16년 이후 평균 783달러/TEU

2015년 이후 미국 S&P500 기업의 무형자산 규모 급증, 장부가치의 70%



자료: S&P, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 구주, 미주노선 화물운임 추이 - 16~19년은 09~13년의 60%



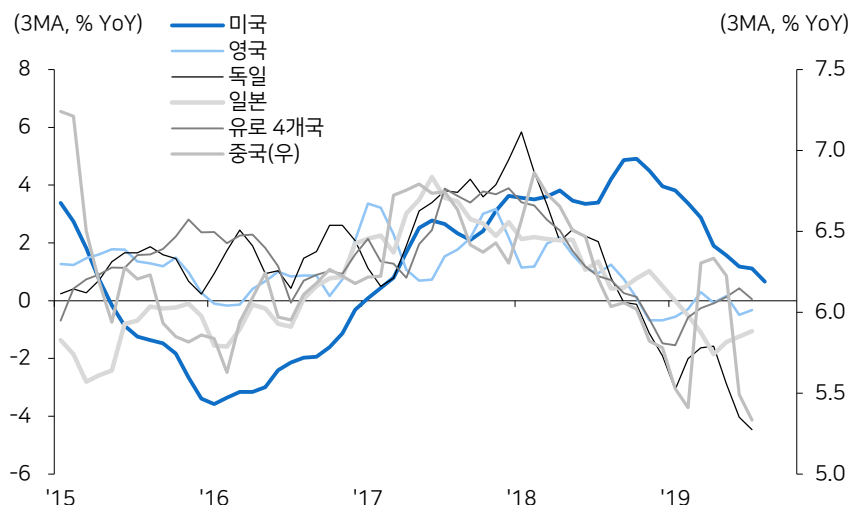
주: 2019년 10월 말 집계 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

무형자산 가치의 중요성 부각, 제조업 비중 축소와 저성장

과거의 호황 사이클 도래
기대는 무리, 脫化石연료
전환과정 과도기의 대안은 Gas

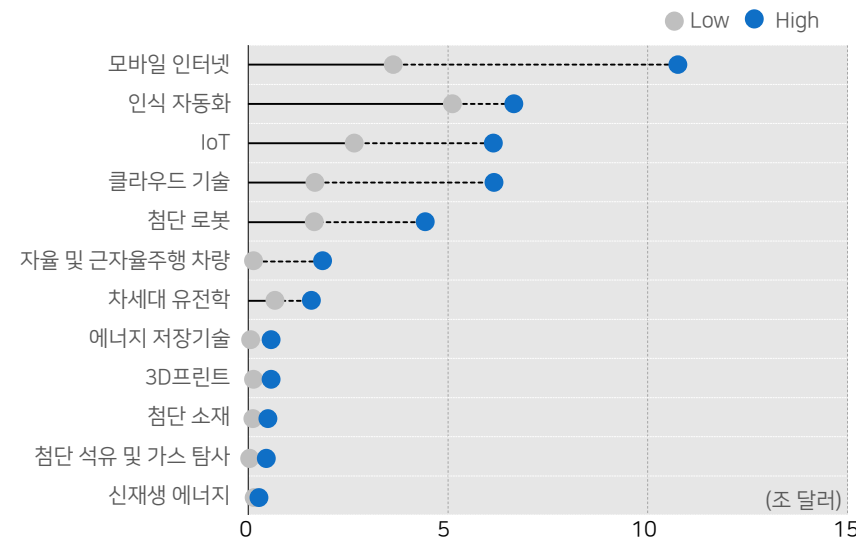
- 미국 기업내 무형자산 비중 급증은 CAPEX를 통한 유형자산 확대에서 IT, AI 등 무형자산을 기반으로 성장·투자하는 기업이 많아졌기 때문
- 해운업의 과거 호황 Cycle의 再도래는 어려울 것. 선박도 무형자산 관련(친환경, 규제) 투자 흐름에 주목
- 유형자산 투자 → 원자재 물동량 증가 → 해운 호황 → 선박발주의 과거 Cycle이 변화될 가능성을 시사

주요 지역 산업생산, 대부분 지역에서 증가율이 하락



자료: IMF WEO, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2025년까지 경제성장관련 주요 기술분야의 성장 전망도



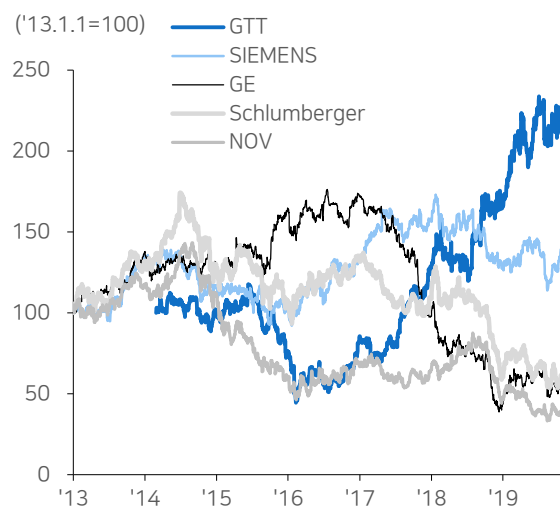
자료: McKinsey Global Institute, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 E&P, Equipment, EPC, Drilling, Service 업계도 양극화 뚜렷

무형자산을 투자한 기업들과 전통 제조업 집중 기업들의 양극화 명확

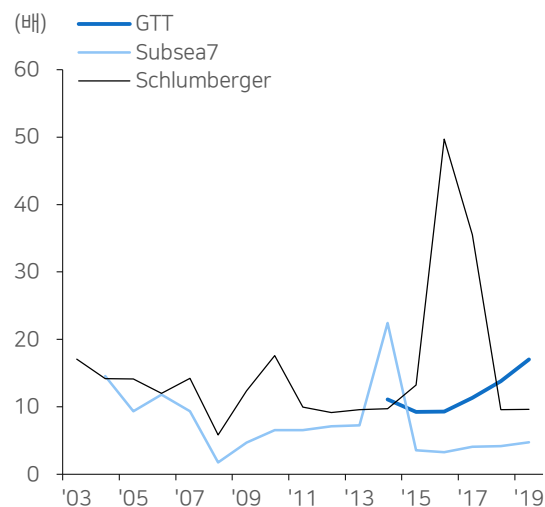
- 조선업과 관련된 6개 Peer Group의 주가와 경영실적도 무형자산(원천기술, 특허권 등)의 보유·투자에 따라 양극화 현상이 뚜렷함(E&P / Equipment / EPC / Drilling / Service / Shipping-Shipbuilding)
- 독보적 원천기술과 지속적 기술개발·특허 확대에 나선 GTT와 Siemens의 Outperform, 안정적 수익성
- 반면, 주력부문의 기술개발보다 타사업영역 확장에 주력했던 GE, 관련 산업의 신규기술 개발과 수요가 정체·감소 상황인 Schlumberger, NOV, Subsea7(피인수합병 유력)은 Underperform, 불안정한 수익성

전세계 주요 업체들의 주가수익률 - 양극화



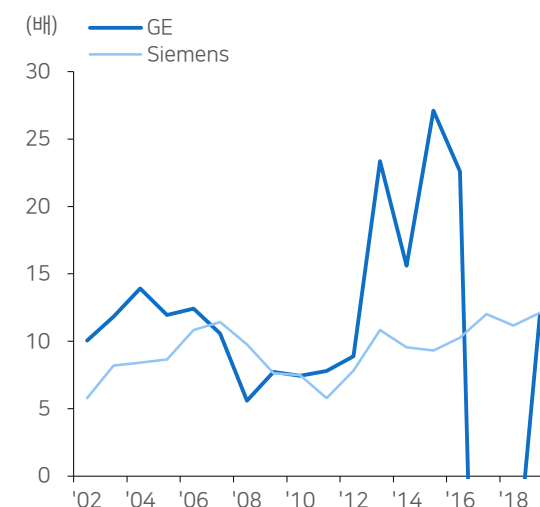
주: 2013.01.02 = 100 기준으로 해당주가를 환산한 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

GTT, Subsea7, Schlumberger EV/EBITDA 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

GE, Siemens 수익성(EV/EBITDA) 비교



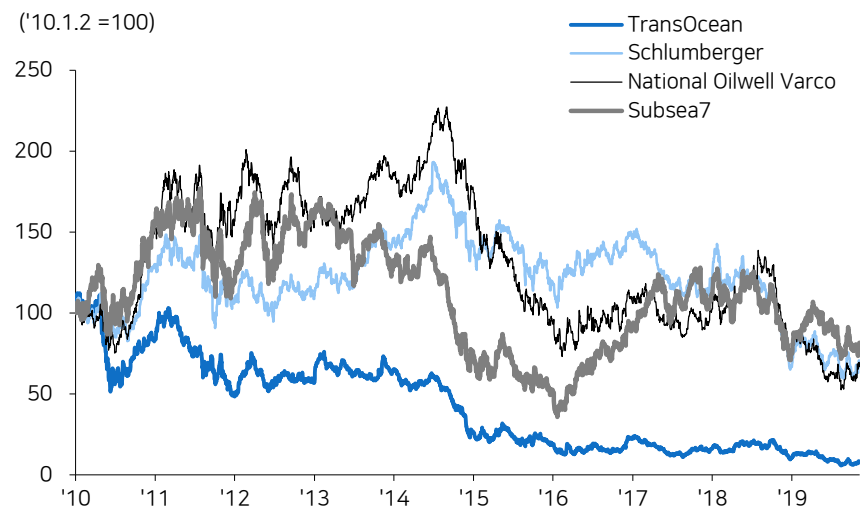
주: 2017년 GE의 EV/EBITDA는 -51.8배
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Drilling과 Service 업계의 부진 지속, 무형자산 정체

Drilling 업계보다 E&P Service 업계 주가는 상대적 양호하나 전반적 부진

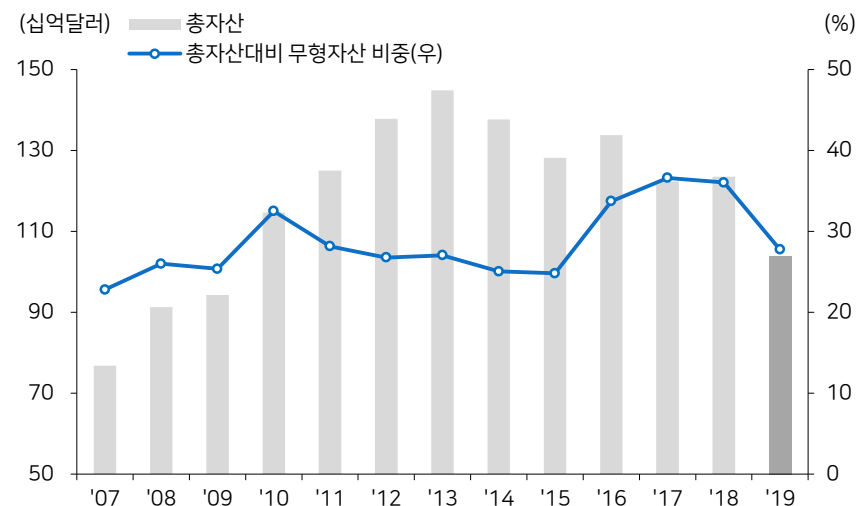
- 전세계 1위 시추전문기업 TransOcean, E&P 서비스기업 Schlumberger, Drilling Equipment 독점기업 NOV, 해저 Subsea 제조·설치업체 Subsea7 4개사의 주가는 11월 반등했지만, 전반적 약세 지속
- Oil Major의 해양 개발이 위축되면서 시추·서비스·Subsea 투자 부진이 원인. 4개사 중 Subsea7 주가가 상대적으로 견조, 신규 광구보다는 기존 광구 중심의 투자로 Subsea 투자는 상대적으로 견조했기 때문
- 4개사 합산 자산총계는 13년 1,448억달러에서 19년 1,039억달러로 감소. M&A 과정에서 무형자산은 일시 증가했지만, 19년 무형자산은 288억달러로 총자산의 27.8% 수준 감소

주요 시추업체(Drilling), E&P Service업체 주가 수익률 추이



주: 2010.01.02 = 100 기준으로 해당주가를 환산한 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 시추업체(Drilling), E&P Service업체 총자산, 무형자산 비중 추이



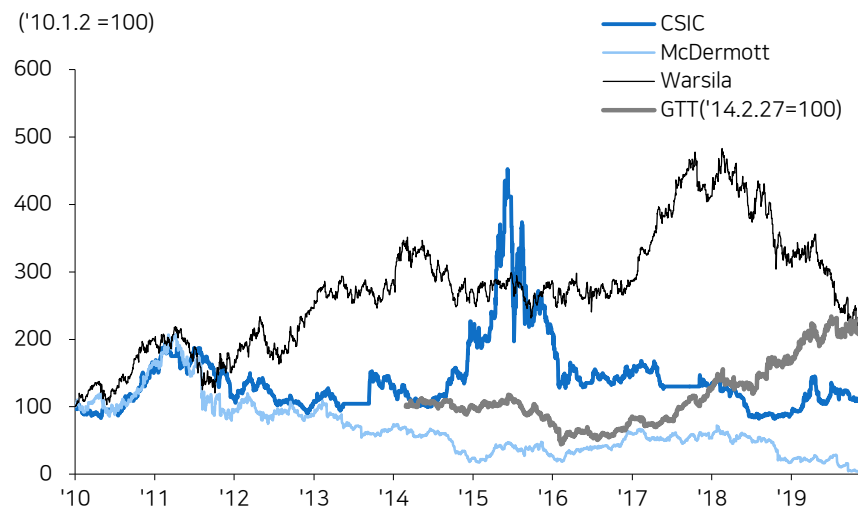
주: 2019년 YTD 집계 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

조선과 EPC업계의 부진 Vs. GTT 호조

선박엔진업체 부진, GTT는 무형자산 증가+주가 강세 지속

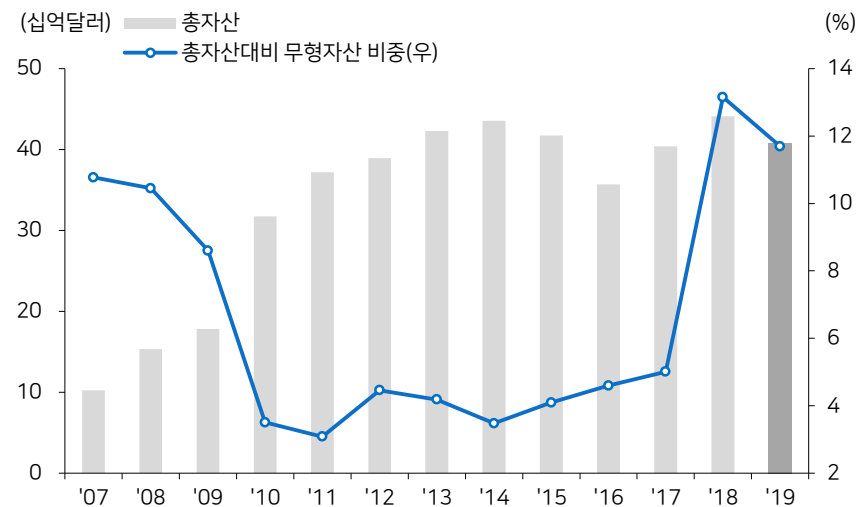
- 국영조선그룹인 중국선박중공업집단(CSIC), 미국 육·해상플랜트 EPC업체 McDermott, 선박엔진 제조업체 Wartsila, LNG Containment 특허권자인 엔지니어링업체 GTT 중 GTT의 주가흐름이 가장 양호
- 중국 CSIC는 합병이슈로 반등, Wartsila는 선박시황 회복 기대감으로 17~18년 상반기 반등했지만 19년 급락, McDermott는 사상 최저수준의 주가로 사실상 Default 수준
- 4개사 합산 자산총계는 19년 408억달러로 감소. McDermott이 18년 CB&I를 인수하면서 무형자산 급증, 19년 무형자산은 48억달러로 총자산의 11.7% 수준 → **GTT만 3년 연속 증가, 총자산대비 무형자산 21%**

조선관련 주요업체(조선, EPC, 장비, 엔지니어링) 주가 수익률 추이



주: 2010.01.02 = 100 기준으로 해당주가를 환산한 기준, GTT는 2014.02.27=100 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

조선관련 주요업체들의 합산 총자산, 무형자산 비중 추이



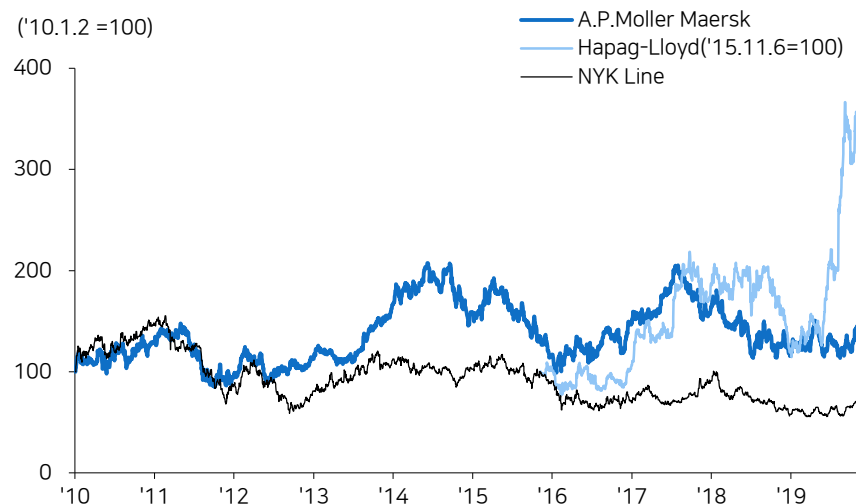
주: 2019년 YTD 집계 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

해운업계(Shipping), 19년 유럽업계 호조와 무형자산 증가

Hapag-Lloyd, Maersk의 주가 호조, 무형자산은 NYK만 감소, Hapag-Lloyd는 급증

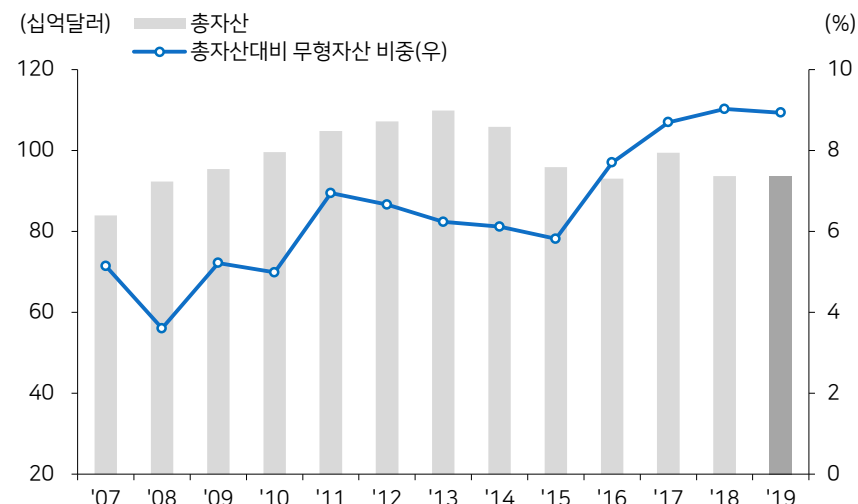
- 세계 1위 컨테이너선사 Maersk, 5위 선사 Hapag-Lloyd의 주가는 일본 1위 선사 NYK 대비 양호. Hapag-Lloyd(+196.9% YTD), Maersk(+25.3% YTD)의 호조세 두드러짐. **3사 중 NYK 무형자산 감소가 가장 큼**
- Hapag-Lloyd는 14년 CSAV 합병 후 경영권 분쟁 이슈로 주가 급등. 자산총계는 13년 95.8억달러, 19년 182.4억달러로 90.4% 성장, 무형자산 128.8% 급증, Maersk는 운임 인상과 EBITDA 가이던스 15% 상향
- 3개사 합산 자산총계는 13년 1,099억달러에서 19년 936억달러로 감소. 반면 무형자산은 13년 68.5억달러에서 19년 83.7억달러로 증가, 총자산 대비 무형자산 비중은 8.9%로 완만히 증가

전세계 주요 해운업체들의 주가 수익률 추이 - 유럽 업체의 호조



주: 2010.01.02 = 100 기준으로 해당주가를 환산한 기준, Hapag-Lloyd는 2015.11.06=100 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 주요 해운업체들의 합산 총자산, 무형자산 비중 추이



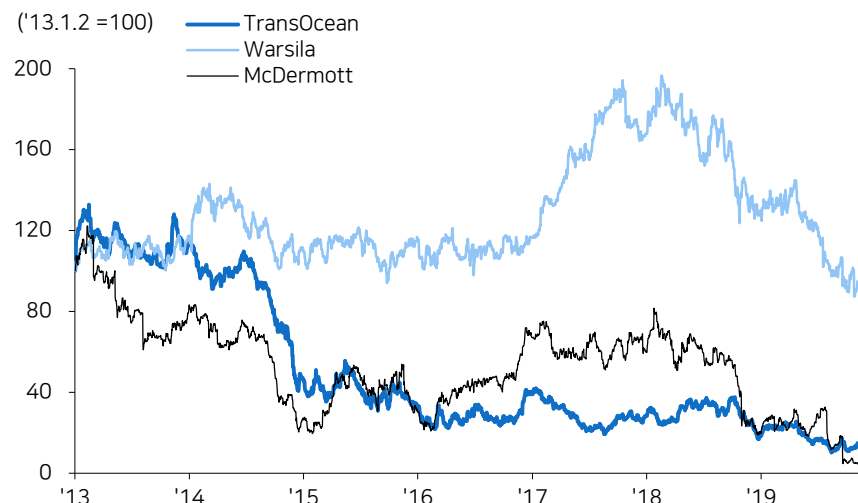
주: 2019년 YTD 집계 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

매출·기술 개발·수익성 개선이 없는 기업, 주가로 확인

엔진업체 Wartsila는 ROE 지속 하락, EPC업체 McDermott은 합병 후 Default Risk에 직면

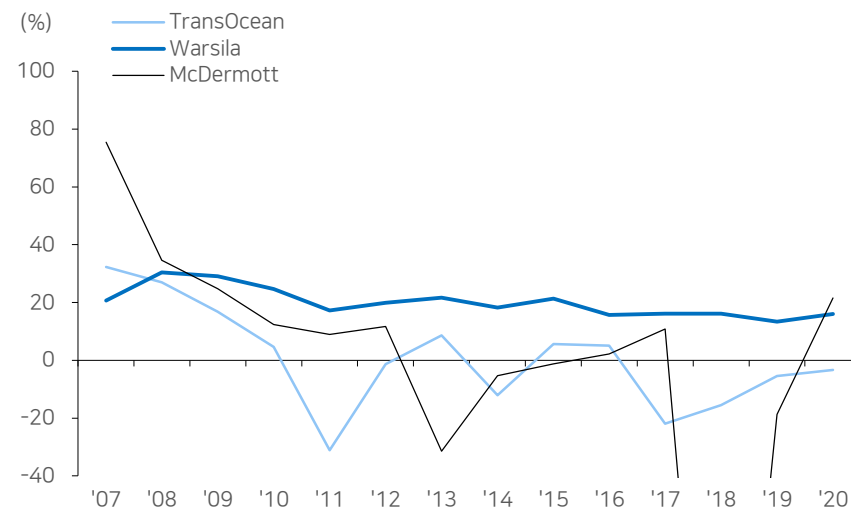
- 1위 시추업체 TransOcean, 2위 선박엔진업체 Wartsila, 미국 EPC업체 McDermott의 공통점은 1) 19년 주가 급락, 2) 수익성 부진(McDermott, TransOcean)/정체(Wartsila), 3) 전방산업 부진
- TransOcean의 ROE는 07년 32.3%에서 17~18년 평균 -18.7%, McDermott은 자본잠식, Wartsila는 08~09년 29.7%에서 19년 13.4%로 지속적인 하향세. EV/EBITDA는 12배 수준
- 19년 총자산 대비 무형자산 비중은 Wartsila 27.6%, TransOcean 2.7%, McDermott 24.3%이나, McDermott은 CB&I 인수효과 제거 시 무형자산 0 → 매출·기술·수익 개선이 없는 한계가 주가에 반영

TransOcean, Wartsila, McDermott 주가 수익률 추이 - 19년 급락



주: 2013.01.02 = 100 기준으로 해당주가를 환산한 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

TransOcean, Wartsila, McDermott의 ROE 추이



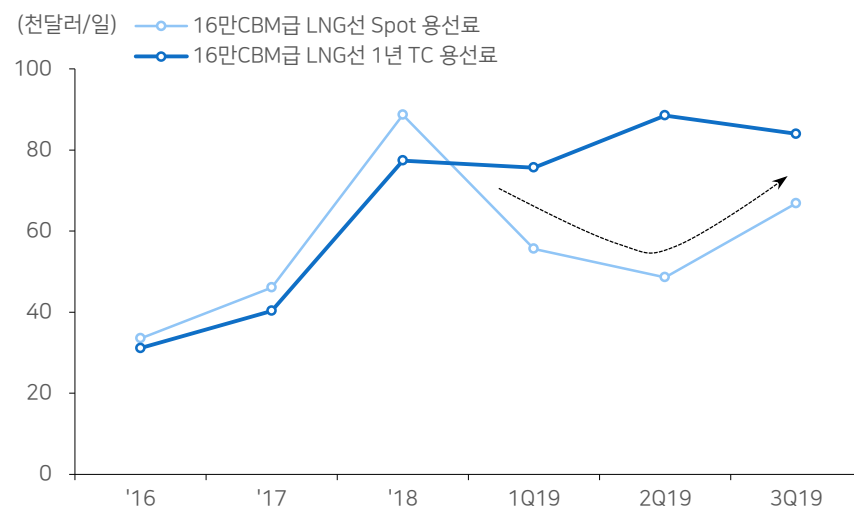
주: 2019~2020년은 추정치, 2018년 McDermott ROE는 -210%로 19~20년 추정치 하향 유력
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Energy·Fuel·Asset Shift → LNG에 대한 언급이 확대될 2020년

Oil에서 Gas로의 에너지기업
투자비중 변화, IMO2020 충족
LNG-DF와 LNG선 수요 ↑

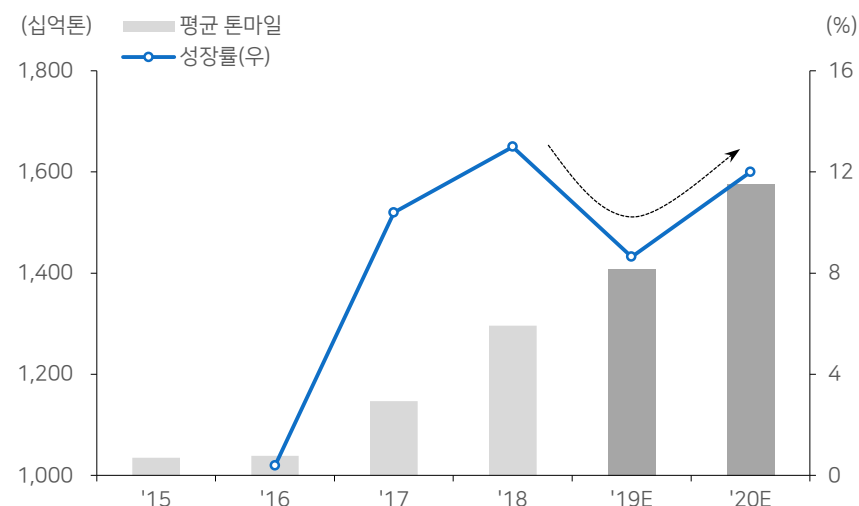
- LNG선은 계절성과 지역별 수급 이슈로 Spot Rate 변동은 벌크선과 탱커와 유사하게 심한 편, Cash-flow의 기준은 정기용선 → 18년 LNG선 발주 폭증에도 18~19년 정기·Spot 용선료의 동반 강세
- 1) Oil Major들의 Gas 투자확대, 2) IMO2020 시행에 따른 LNG의 연료수요 증가, LNG-DF 발주 → 단순 유형자산 투자(신조발주)에서 연비+환경+연료 변화 대응을 위한 무형 가치가 반영된 발주 Trend
- LNG선 수요의 근간은 톤마일, 17~20년 톤마일 증가율은 연평균 11.0%, 20년 +12.0%(19년 +8.6% YoY)
- Sanction+벙커링 수요 증가+저장설비 증설로 운임은 급반등 → 20년 톤마일 증가로 강세 지속 예상

16만CBM급 LNG선 Spot, 1년 T/C 용선료 추이 -3Q 반등세 전환



주: T/C는 Time Charter로 정기용선
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG선 평균 톤마일과 증가율 - 19년 +8.6%, 20년 +12.0% 증가 예상



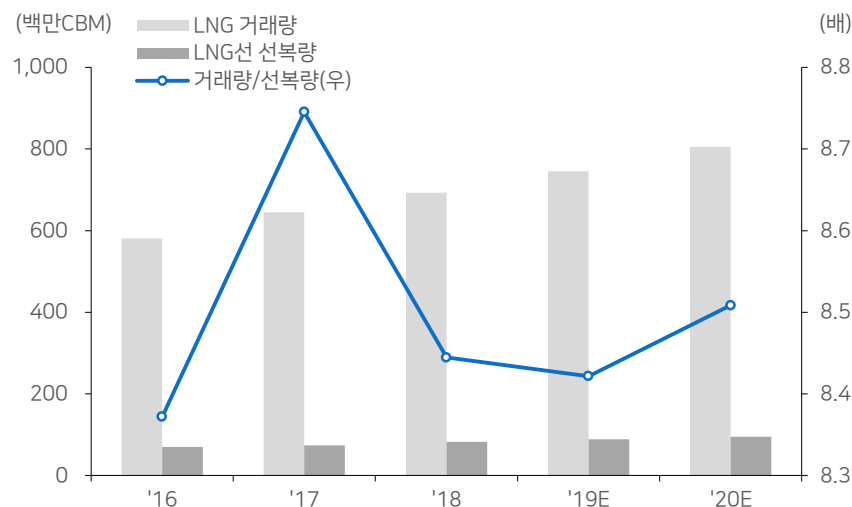
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Energy·Fuel·Asset Shift → LNG Super-Cycle은 명확

**20년 LNG선 수급 호조 예상.
LNG Dual-Fuel선 발주와 함께
BIG3의 경쟁력 입증 전망
LNG선 18.0%, 16년 이상 선령**

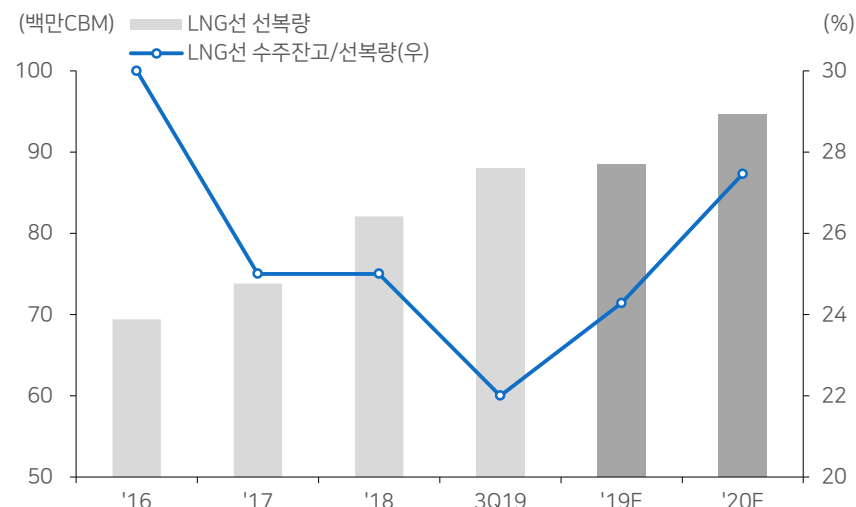
- 18년 말 561척의 LNG선(Bunkering 포함) 운영, 18년 신규 인도 LNG선은 57척 → 선령 16년 이상 101척
- 19년 LNG 예상 거래량은 745백만CBM, 선복량은 88.5백만CBM → 회전율 19년 8.42, 20년 8.51로 개선
- 현재 운영중인 588척의 LNG선 중 LNG 화물창 Type별로 GTT의 Membrane이 418척, Moss 135척, 기타(일본 IHI SPB) 35척 → 운영 중인 LNG선의 71%, 수주잔고의 87%가 GTT로 압도적(Moss는 1%)
- 일본의 SPB Type의 자국발주를 제외하면 사실상 99%가 GTT Membrane → 국내 BIG3의 LNG선 Type
- 20년 회전율 상승은 LNG선의 수급이 개선됨을 의미, 운임 상승에 따른 Spot성 발주 가능성 존재

LNG 거래량, LNG선 선복량, 회전율 추이 및 전망 - 20년 회전율 개선



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

LNG선 잔고/선복량 비율 - 20년 25% 발주 증가(YoY)를 가정해도 안정적



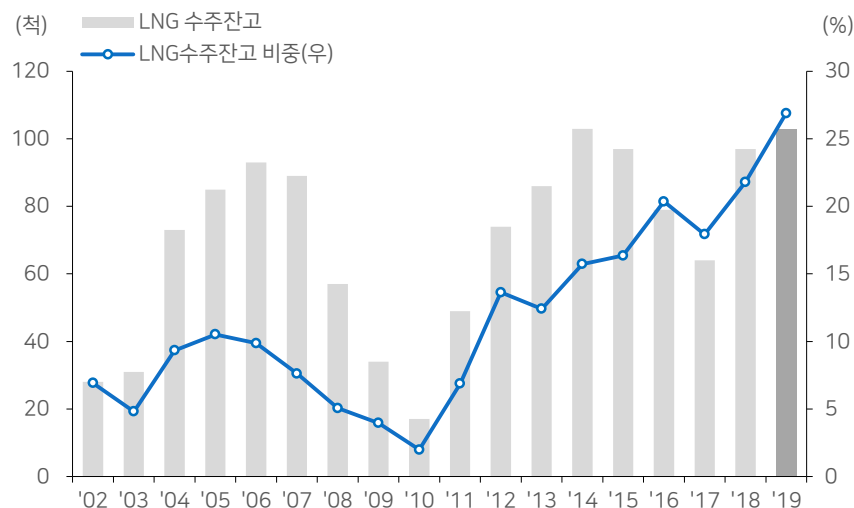
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 조선업, LNG=한국을 재임증할 2020년

사실상 100%의 LNG선 수주 점유율, 사상 최대치의 LNG선 잔고로 20~21년 수익성 개선

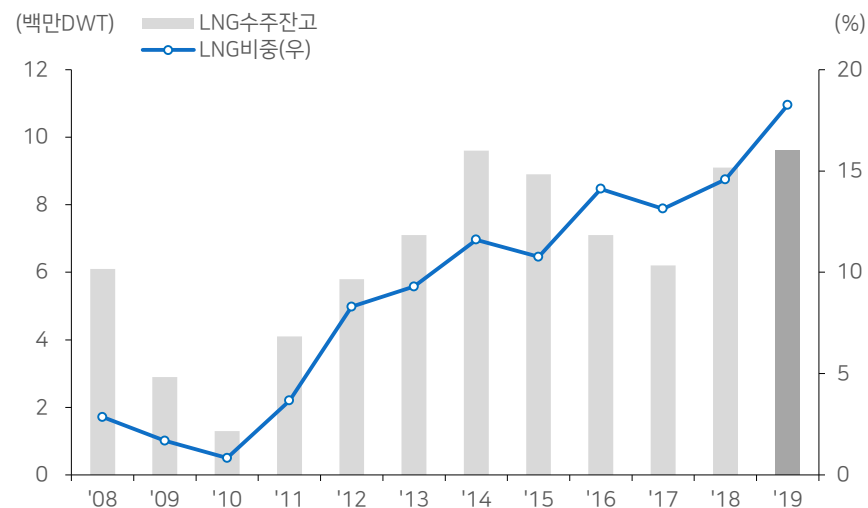
- 국내 조선업계의 LNG선 수주는 04년 52척, 18년 67척, 19년 현재 32척 → 카타르, 모잠비크, 러시아, 미국, PNG 발주 예정분만 100척 상회
- 18~19년 LNG 벙커링선과 중국·러시아 자국발주분 제외 시 사실상 100% M/S
- 18년 중국 국영조선사(후동중화조선)가 건조한 자국발주 LNG선을 2년 만에 폐선, 경쟁력 의구심 확대
- 국내 조선업계의 LNG선 수주잔고는 06년 93척에서 19년 103척으로 최대치, 척수 기준으로 LNG선의 수주잔고 비중은 26.9%, DWT 기준 비중은 18.3%로 사상 최대치 → 20~21년 수익성 개선의 근간

국내 조선업계의 수주잔고 중 LNG선 비중 (척수 기준)



주1: 2019년 10월 말 집계 기준
주2: 현대중공업그룹, 삼성중공업, 대우조선해양, STX조선해양 합산 수주잔고 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

국내 조선업계의 수주잔고 중 LNG선 비중 (DWT 기준)



주1: 2019년 10월 말 집계 기준
주2: World Shipyard Monitor 기준 한국 조선사 수주잔고 대비 LNG선 수주잔고의 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

Part IV

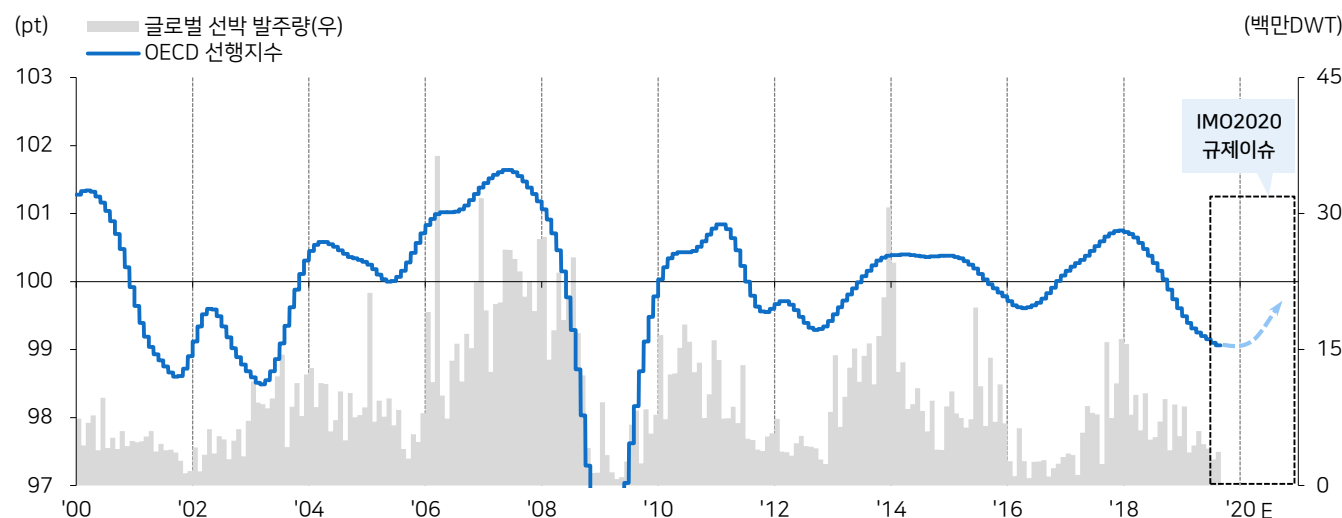
Valuation Shift

2019년 우려: 확연한 경기 둔화, 16년 전 수준의 발주

경기와 높은 상관성을 갖는
발주, Macro 부진을 이겨낼까?

- OECD 경기선행지수의 평균 순환주기는 40개월 내외, 확장과 수축이 각각 20개월 전후로 형성
- 16년 2분기부터 반등한 선행지수는 18년 1분기 하락, 19년 4분기~20년 1분기 저점 이후 반등 예상
- 20년간 발주량은 선행지수와 유사한 흐름(상관계수 0.53) → '선박=물동량=경기'(16~19년 0.68)
- Up-cycle 논리(수요-운임-발주 증가) 적용을 기대할 시기는 1Q20, IMO2020와 LNG Cycle 맞물릴 것

경기선행지수, 재고사이클을 감안한 Down-cycle의 마무리는 19년 4분기~20년 1분기 예상



자료: OECD, Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

2020년 Point: 발주시장의 회복 Vs. 시장점유율 상승

정상화의 전제조건

1) 연간 100조원 이상의 발주

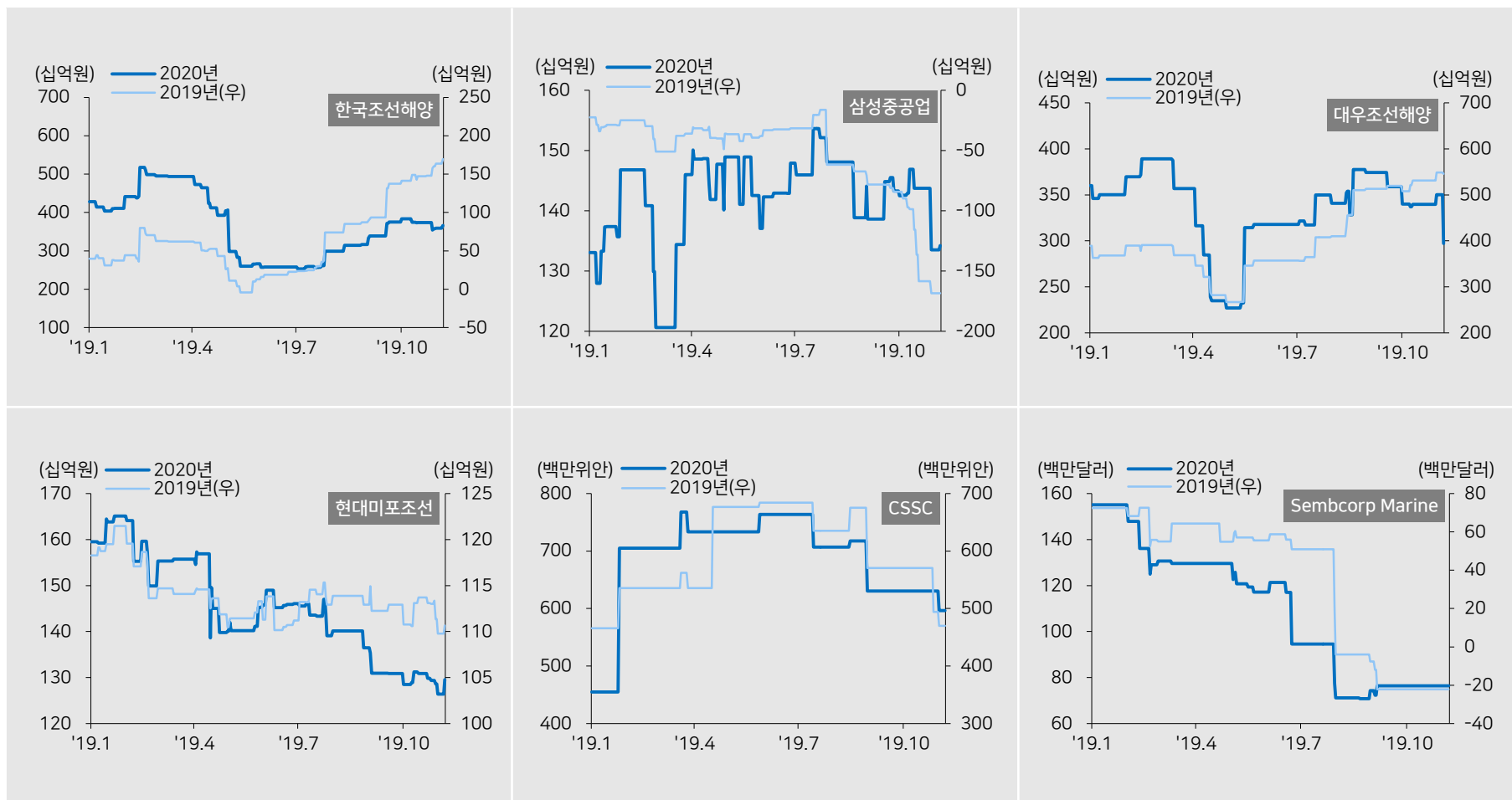
2) Big3의 M/S 35% 이상 상승

- BIG3의 연평균 매출(조선/해양 본사기준): 03년 4~5조원 → 07년 7~9조원 → 13년 15조원
- 13년 매출액과 CAPA Peak-out, 14~18년 Downsizing은 30% 수준 → 현재 평균 10조원 CAPA 추정
- 1) 시장이 연 100조원 이상 회복 → 출혈경쟁 없이 Full 가동: IMO2020 효과(교체발주) or 시황개선
- 2) 18년 시장규모(80조원) 유지 → BIG3 M/S 35% 이상으로 상승 필요 → LNG/LPG/친환경 발주

전세계 발주규모, 선가 추이 및 전망

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
신규 발주금액 (십억달러)	71.9	93.9	114.0	188.2	262.8	181.3	41.7	111.3	104.8	90.5	135.9	113.7	91.2	36.8	70.2	78.0	65.2	81.2
컨테이너선	22.2	21.4	28.0	26.1	47.8	17.5	0.9	7.0	19.8	4.1	18.8	10.2	19.4	2.8	6.1	11.3	6.5	6.5
벌크선	11.8	13.3	14.4	39.6	96.4	66.6	16.4	46.3	17.2	9.3	36.4	23.9	11.0	2.5	12.4	13.8	8.1	11.1
탱커	19.6	20.6	21.5	59.2	33.9	33.4	7.3	15.9	7.2	7.8	19.2	16.4	25.3	5.3	14.7	11.9	10.3	15.3
Gas선(LNG/LPG)	3.2	14.5	12.6	13.6	7.8	3.7	1.4	2.2	11.1	10.1	13.3	22.1	11.0	2.4	4.3	15.2	14.0	21.0
기타	10.3	16.9	21.3	19.0	23.9	15.9	4.4	10.3	2.3	5.2	3.7	12.8	13.8	19.4	24.7	19.3	20.0	18.0
Offshore	4.2	5.9	13.3	23.3	37.7	35.7	9.7	24.3	39.6	46.5	34.4	21.0	6.2	2.2	6.6	4.5	5.3	7.3
Other Offshores	0.5	1.3	2.9	7.3	15.3	8.5	1.6	5.3	7.6	7.6	10.1	7.2	4.5	2.2	1.5	2.0	1.0	2.0
상선 발주금액	67.1	86.7	97.8	157.6	209.8	137.1	30.4	81.7	57.5	36.5	91.5	85.5	80.5	32.4	62.1	71.4	58.9	71.9
해양 발주금액	4.8	7.2	16.2	30.7	53.0	44.2	11.4	29.5	47.2	54.1	44.5	28.3	10.7	4.4	8.1	6.6	6.3	9.3
신규발주액 증감률(%)	111.0	30.6	21.4	65.1	39.6	-31.0	-77.0	166.6	-5.9	-13.6	50.2	-16.3	-19.8	-59.6	90.6	11.1	-16.9	24.5
상선(YoY, %)	140.9	29.2	12.8	61.1	33.2	-34.7	-77.9	169.3	-29.6	-36.6	150.8	-6.5	-5.8	-59.8	91.7	15.1	-18.1	22.1
해양플랜트 (YoY, %)	-23.3	51.2	125.1	89.1	72.7	-16.6	-74.3	159.6	59.8	14.5	-17.7	-36.4	-62.2	-58.3	82.7	-19.3	-4.3	47.6
상선 발주량(백만DWT)	121.4	119.3	104.8	220.3	266.3	183.3	58.2	158.1	95.4	62.2	190.0	135.9	127.5	31.8	94.8	107.4	68.4	84.6
컨테이너선	26.2	20.9	21.3	21.0	39.3	13.7	0.8	7.3	21.9	5.0	24.6	12.9	24.7	3.6	8.5	13.7	8.0	10.1
벌크선	36.7	33.2	29.6	77.3	160.3	101.7	37.2	102.6	41.7	24.4	104.0	63.4	31.7	10.5	43.5	43.4	23.1	24.1
탱커	49.2	39.2	30.1	94.0	42.1	54.0	14.9	37.3	11.9	14.0	37.4	28.1	52.0	12.6	34.5	26.7	22.8	25.5
Gas선(LNG/LPG, 백만 CBM)	3.2	12.6	9.7	9.9	5.1	1.7	0.8	1.3	8.8	8.0	11.0	16.8	9.3	1.9	3.7	13.9	12.3	14.3
기타	6.1	8.4	12.1	16.6	11.1	4.0	8.7	6.1	6.2	6.4	4.7	4.2	2.2	2.4	2.0	2.2	6.1	10.6
YoY(%)	116.7	-6.2	-11.6	116.9	23.0	-31.0	-68.3	171.4	-42.4	-36.3	218.5	-31.4	-5.1	-74.1	201.4	8.4	-32.2	23.7
Clarkson 신조선가치수	119	150	162	169	185	178	138	142	139	126	133	138	131	123	125	130	131	135

국내 4사, CSSC(중국), Sembcorp(싱가포르) 19,20년 영업이익 컨센서스 추이



주: Sembcorp Marine 실적은 싱가포르 달러(SGD) 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

PBR 0.6~1.0배 지루한 박스권, Valuation ≠ Earning

조선은 수주 Size와 매출 성장
여부가 Valuation을 결정

Valuation ≠ Earning

- 15년 대우 회계 이슈, 17년 현대·삼성의 유증을 제외하면 5년간 주가는 PBR 0.6~1.0(-1 σ ~Avg)의 박스권
- 13년까지는 PBR 1.0배가 지지선, 14년 하반기 이후 PBR 1.0배가 상한선으로 작용
→ 03~13년까지 매출액 성장세 지속, 연 수주액 > 연 매출액
→ 14년부터 Downsizing, 연 수주액 < 연 매출액 : 해양발 Big Bath, 구조조정+재무 리스크 부각
- 조선업종 Valuation과 Earning의 연관성은? → 08~19년 상관계수 (-)0.75

국내 조선 3사(한국조선해양, 삼성중공업, 현대미포조선) 가중평균 PBR 추이



주: 가중평균은 각 회사의 PBR을 시가총액의 가중치를 반영해 산정, 대우조선해양은 거래정지기간에 따른 왜곡을 제거하기 위해 대상에서 제외
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

조선업종의 Valuation은 지난 12년간 사실상 Earning과 상관관계가 없었음



주: 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 합산 기준, 한국조선해양은 인적분할 이후 지주+중공업+일렉트릭+건설기계 합산 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

Market Cap $\approx$ Earning

Market Cap $\approx$ Earning

증자, 인적분할 후 어닝쇼크
마무리가 시가총액 상승 견인

- 조선 4사 시가총액은 11년 63.5조원에서 16년 11.0조원, 19년 11월 23.9조원 수준. KOSPI 전체 시가총액 대비 조선업종 합산 시가총액 비중은 1.9%로 02~03년 수준으로 회귀(07년 7.4%)
- 현대중공업 인적분할 이후, 조선업종 합산 영업이익은 정유부문의 기여도가 65%를 차지
- 조선업종 시가총액과 Earning의 연관성은? → 08~19년 상관계수 (+)0.72, 16~19년 (+)0.82
- 착시: 조선업종 주가는 Earning과 무관? → 시가총액은 철저히 Earning을 반영, 결국 재무구조 개선을 위한 자본확충(인적분할, 유상증자)과 Earning Shock 마무리가 시가총액 상승을 초래

조선업종의 시가총액, Earning과 높은 상관관계 - 16~19년 상관계수 (+)0.82



주: 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 합산 기준, 한국조선해양은 인적분할 이후 지주+중공업+일렉트릭+건설기계 합산 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 전체 대비 조선업체 합산 시가총액 - 16년 전으로 회귀한 비중



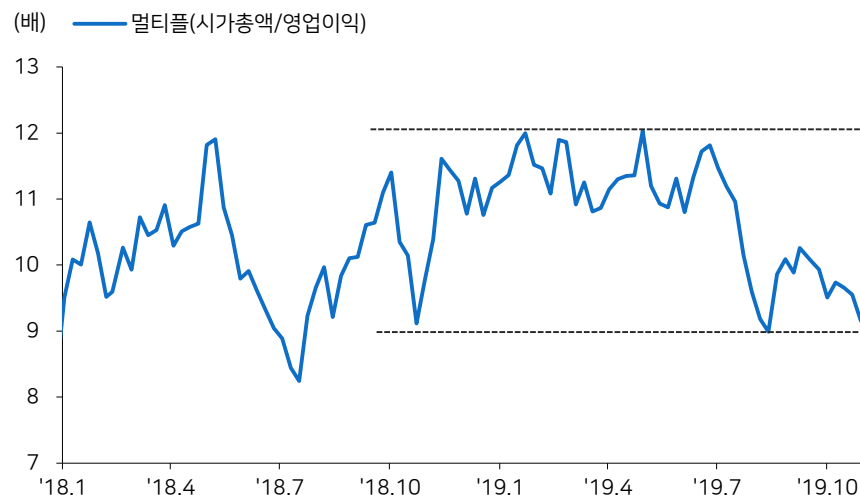
주: 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 합산 기준, 한국조선해양은 인적분할 이후 지주+중공업+일렉트릭+건설기계 합산 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

Valuation $\rightleftharpoons$ New Order

Valuation $\rightleftharpoons$ New Order
Market Cap $\rightleftharpoons$ Earning

- 03년 2월 조선 4사의 합산 순자본은 7.1조원, 07년 10월 15.2조원(12M FWD PBR 4.5배) → 이익 증가
- 15년 8월 합산 순자본 24.6조원, 19년 11월 39.2조원(12M FWD PBR 0.7배) → 증자 등 자본확충
- 조선 4사 시가총액은 11년 63.5조원에서 16년 11.0조원, 19년 11월 23.9조원 수준
- 08~19년 PBR과 발주 Size 상관계수 (+)0.57
→ Valuation Re-rating은 결국 발주시장의 성장. 수주 성장이 없다면, Earning에 따른 Box권 흐름

조선업종 Multiple(시가총액/영업이익) 추이 - 8.1~12.0배의 박스권



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

조선업종 12M FWD 순자본 기준 평균 PBR은 0.6→4.5→0.7배 수준



주1: PBR은 조선4사의 12M FWD 합산 순자본과 합산 시가총액 적용 기준

주2: 2019~2020년 신규 발주금액은 추정치 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

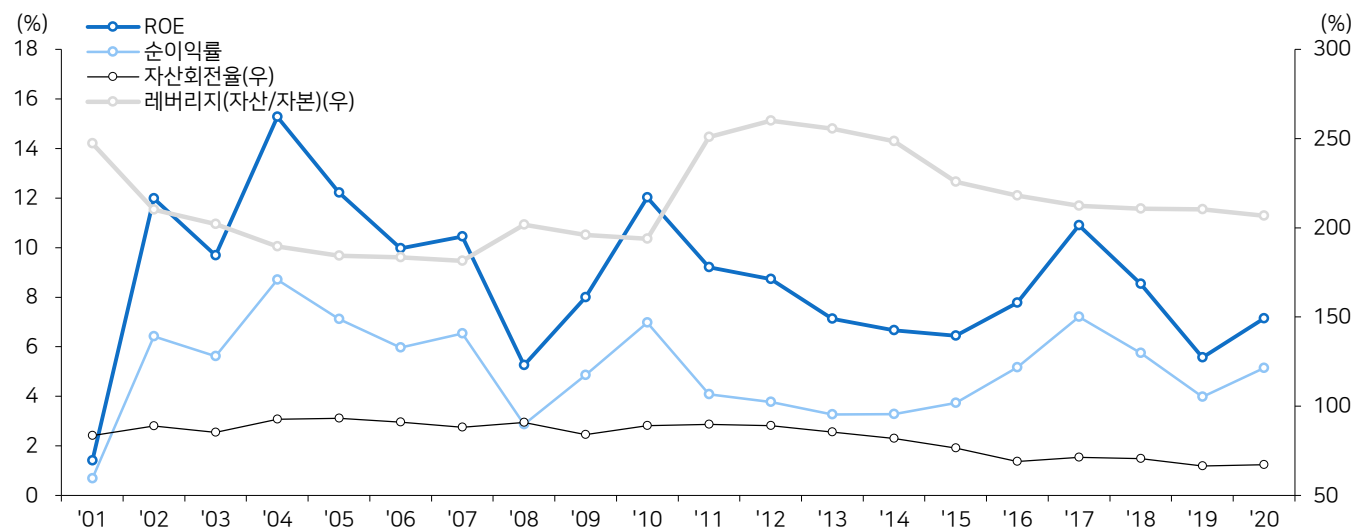
ROE 하락이 지속된 조선업, 매출증가와 자본활용이 개선의 열쇠

조선업 ROE Dupont Analysis

- 1) 순이익률 ↑ = 매출 ↑, 선가 ↑
- 2) 자산회전율 ↑ = 총자산 ↓
- 3) 레버리지 ↑ = 자본 ↓

- $ROE = \frac{\text{순이익}}{\text{자본}} = \text{순이익률} \left(\frac{\text{순이익}}{\text{매출액}} \right) \times \text{자산회전율} \left(\frac{\text{매출액}}{\text{자산}} \right) \times \text{레버리지} \left(\frac{\text{자산}}{\text{자본}} \right)$
- 국내 증시 19년 평균 ROE는 6.3%로 08년 수준까지 하락. 1) 순이익률의 하락, 2) 레버리지 비율 하락, 3) 자산회전율의 구조적 하락이 원인 → 효율적 자본 활용, M&A나 신사업 투자 등의 재무정책 필요
- 조선: 1) 순이익률: 14~19년 구조조정 과정의 부진 → 수주증가와 선가상승 필요, 2) 자산회전율: 20년 매출 성장, 14~18년 자산매각·차입금 상환으로 자산 감소, 개선 유력, 3) 레버리지: 증자로 자본 증가

KOSPI의 ROE 듀폰 분석: ROE 하락은 순이익률 하락, 레버리지 비율(자본 활용), 자산회전율(매출감소)의 구조적 하락 원인



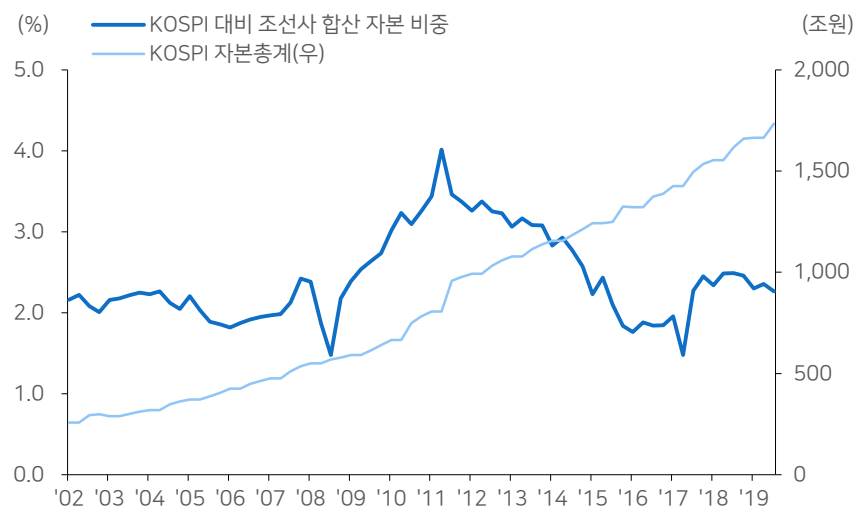
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

ROE 하락이 지속된 조선업, 매출증가와 자본활용이 개선의 열쇠

16~18년 유상증자로 자본증가,
유형자산의 평가절하 지속

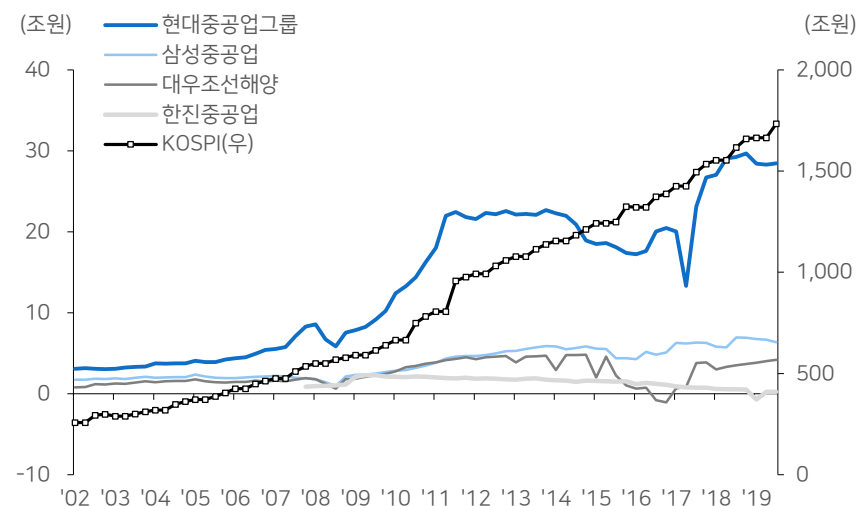
- KOSPI 자본총계 대비 조선업체 합산 자본 비중은 2.3%, 시총 비중 1.9%와 비교 시 20% Discount 수준
- 16~18년 조선업계의 유상증자, 자산매각 등 경영정상화 과정과 현대중공업 인적분할로 추가 확보한 자본증가분이 시장에서 적정 평가를 받지 못하며, 유형자산의 효용성에 한계가 있음을 의미
- 결국 ROE 개선은 수주증가를 통한 매출성장으로 순이익률을 개선하고 자본의 효율적인 활용이 핵심
- 20년 이후 적극적인 자본 활용·배당·신사업·재무정책이 가능한 기업 → 한국조선해양, 현대중공업지주

KOSPI 총자본총계 대비 조선 4사 합산 자본총계 비중 - 19년 2.3%



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 조선업체 및 KOSPI 자본총계 추이



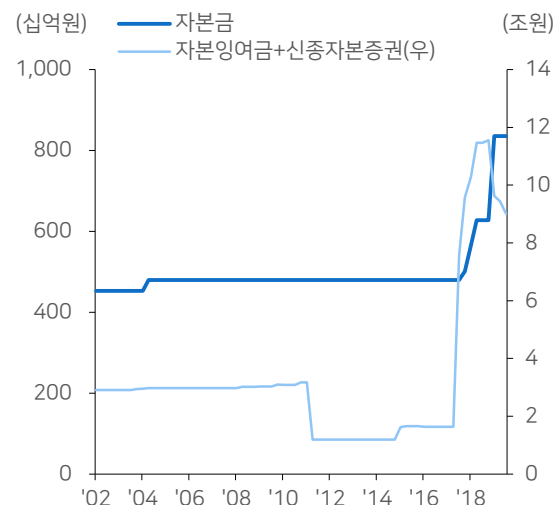
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

ROE 하락이 지속된 조선업, 매출증가와 자본활용이 개선의 열쇠

16~18년 유상증자로 자본증가, 유형자산의 평가절하 지속

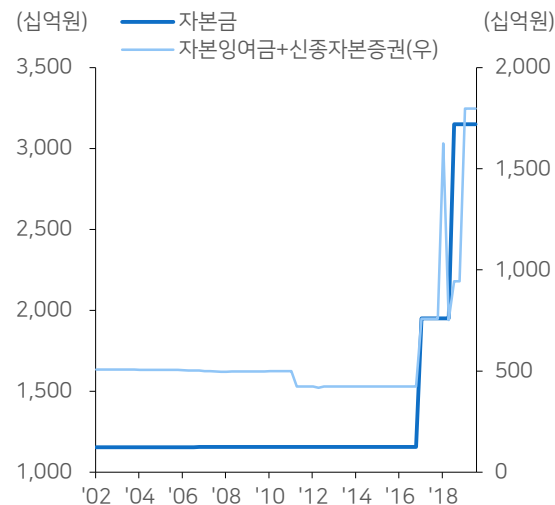
- 조선업은 유형자산(제조설비)은 확장 한계성이 명확, 전세계 소비재산업이 Off-Line에서 On-Line으로 패러다임이 변화 중이지만 조선·중공업 부문에게 On-Line이란 MRO Service, Life-cycle System 관리
- 선박의 대형화도 유형자산의 가치와 운송능력·효율성이 비례하지 않았음, 무형가치(연비) 증가가 큼
- 친환경 선박에 대한 투자, 동일 운임 하에서 차별화된 EBITDA 창출이 보이지 않는 무형자산 Value-up
- 유상증자·인적분할을 통한 Book Value 상승은 ROE의 구조적 하락과 Valuation 하락을 초래

현대중공업그룹 자본금 및 자본확충 추이



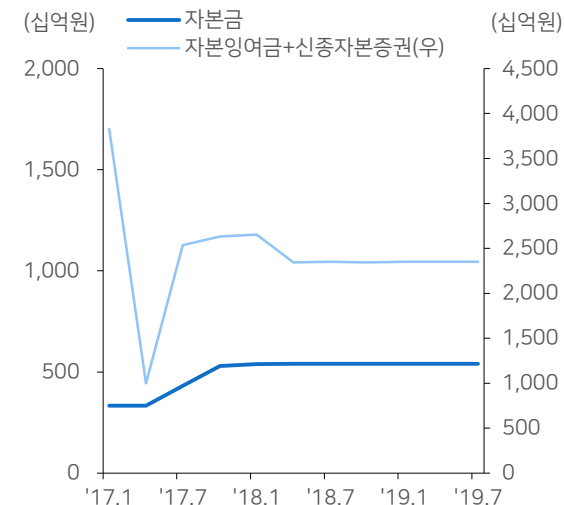
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성중공업 자본금 및 자본확충 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대우조선해양 자본금 및 자본확충 추이



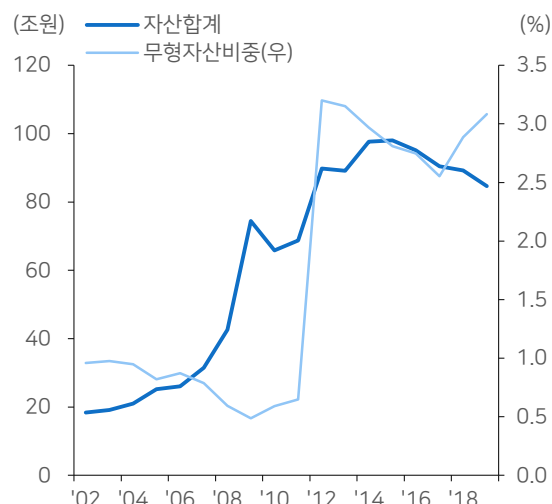
주: 시계열은 거래 재개일부터 시작
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

ROE 하락이 지속된 조선업, 무형가치의 평가는 결국 선가와 M/S

관련업계 Peer Group 무형자산 비중 대비 현저히 낮은 수준, 조선업 무형가치 평가는 수주

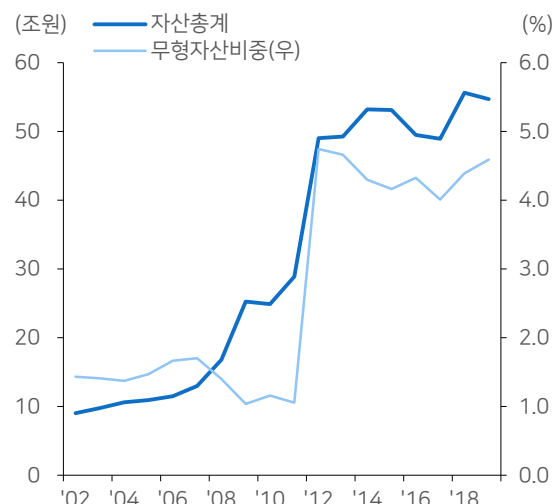
- 국내 조선 4사(현대중공업은 분할 4개사 합산)의 자산총계는 19년 84.6조원, 무형자산 비중은 3.1%로 소폭 증가. 한국조선해양+삼성+대우+미포 합산 자산총계는 54.7조원, 무형자산의 총자산 비중 3.9%
- 현대중공업의 인적분할로 기존 현대중공업이 보유했던 무형자산은 대부분 현대중공업지주로 이동
- 조선업 관련 글로벌 6개 Peer Group의 무형자산 비중(8.9~27.8%) 대비 현저히 낮은 수준의 무형자산 → 유형자산(제조설비)의 한계성 명확, 조선업종의 무형자산(Brand Value)의 계량화·차별화의 한계
- 결국, 조선업체의 무형의 경쟁력은 수주. 계량화·차별화는 수주선가와 점유율로 평가될 수 밖에 없어

국내 조선업체 합산 자산총계, 무형자산 비중



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

한국조선해양 합산 자산총계, 무형자산 비중



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

국내 조선업체 합산 기업가치(EV), EV/EBITDA



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

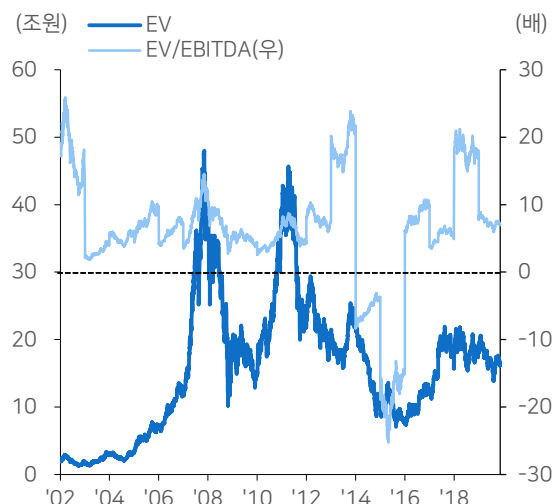
무형자산의 평가는 수주분이 인식되는 시기의 EBITDA 창출능력

해운: 동일 운임에서 EBITDA
창출능력의 차이가 무형가치

조선: 수주 차별성과 수주분의
건조 시 EBITDA 창출 능력

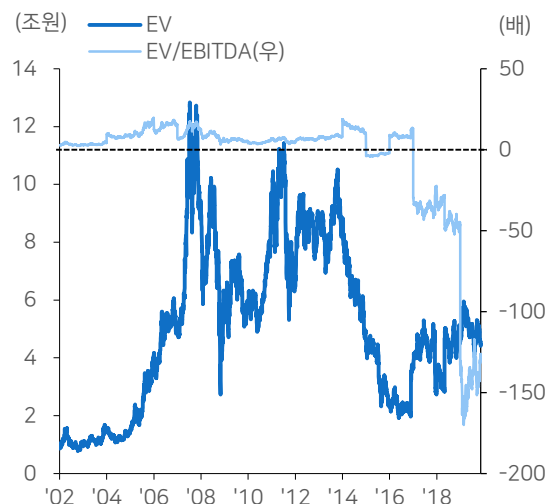
- End-User(화주, 소비자)와 Producer(판매자, E&P업체) 사이의 중간자인 해운업계, 제조업체인 조선
업계는 스스로 무형자산을 창출하기는 어려움
- MRO Business 동반자로 선박의 Life-Cycle 관리·제조업체로 변모할 필요성 증대, 이를 위한 자본활용
- 유형자산 확충→매출 성장이란 Quantity 전략 탈피, Value-up에 집중하는 명품업체로의 체질 전환 필요
- LNG, 친환경선 등 전방산업의 무형가치에 대한 투자 흐름에 주도적 역할을 한다는 것은 해당 선종의
M/S 상승과 수주선가 상승을 의미 → 수주분의 건조 시점에서 EBITDA 창출 능력에 기준을 맞출 시기

한국조선해양 기업가치와 EV/EBITDA



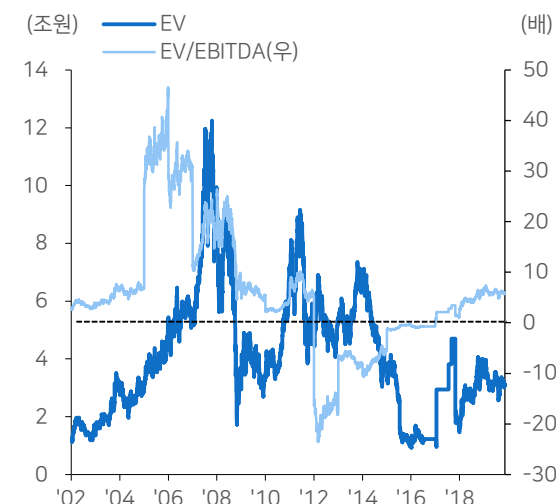
주: HH그룹 5사 합산 시총 및, 2019년 EBITDA 컨센서스 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성중공업 기업가치와 EV/EBITDA



주: 2019년 EBITDA 컨센서스 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대우조선해양 기업가치와 EV/EBITDA



주: 2019년 EBITDA 컨센서스 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

Part V

Power Shift

재질·공법변화 → 증설 → 업황침체 → 구조조정 → 집중화 or 다각화 → 합병

I 조선 - 중국)

15년간의 정부의 정책적 지원, 압도적 Capacity 확보, 선종 상향화에 실패, 자국 발주로 극복 시도 후 실패, 합병

- 전락육성사업 선정, 1단계(91~95년) 생산기초 구축 → 2단계(96~00년) 원자재 국산화, 기술 국제화, 대형선 건조 투자 → 99년 선박공업총공사 해체, CSIC과 CSSC로 분리 → 수주 물량 배분, 투자 및 자산·제비용 관리 → 00년 중점 장려지원 품목에 대형선, 고부가선박, 해양플랜트, 기자재 제조 및 설계 포함 → 대형화 등 양적 성장(06~10년) → 건조량 1위, 수주 등 질적 성장, 발주 보조금 지원(11~15년) → 14년 White List 선정, 대출·보조금 지원 본격화 → 구조조정, 19년 White List 폐지 → CSSC, CSIC 합병
- 건조능력은 한국+일본 합산의 1.2배, LNG 기술력 확보 실패, 해양플랜트는 제작하청으로 진입 확대 → 국영 중심 통폐합

II 조선 - 일본)

공법 선도, 다각화, 1~2차 구조조정 후 선종 특화+합병, 3차 구조조정 후 원가절감 실패, 선형개발 투자 위축으로 No.3

- 용접 방식 건조 → 철강업 성장 + Block 방식 건조 → GATT 체제 후 교역 급신장, 해운업 성장 → 1956년 세계 1위 → 1978~88년 1~2차 구조조정 → 비조선 사업부문 확대 → 조선소 Lay-out을 벌크선 전문으로 재투자 → 반복건조로 원가경쟁력 유지 → 엔지니어링 선도 → 90년대 이후 투자 정체 → 97~02년 시황 침체 → 정부의 지원 → 선종별 분할합병+부문별 통폐합 → 신선종으로 크루즈선 진출+해양 해외투자 → 대규모 손실로 사업 철수
- 건조방식의 개선이 없던 상황에서 신규 선형개발의 투자 위축, 단순 통폐합으로 원가절감 실패 → 자국발주에만 의존, 축소

재질·공법변화 → 증설 → 업황침체 → 구조조정 → 집중화 or 다각화 → 합병

III

조선 - 한국)

80~90년대 대규모 투자, 90~07년 LNG선, 10년대 해양플랜트로 상향화 성공, 14~18년 구조조정, 다각화 실패, 합병

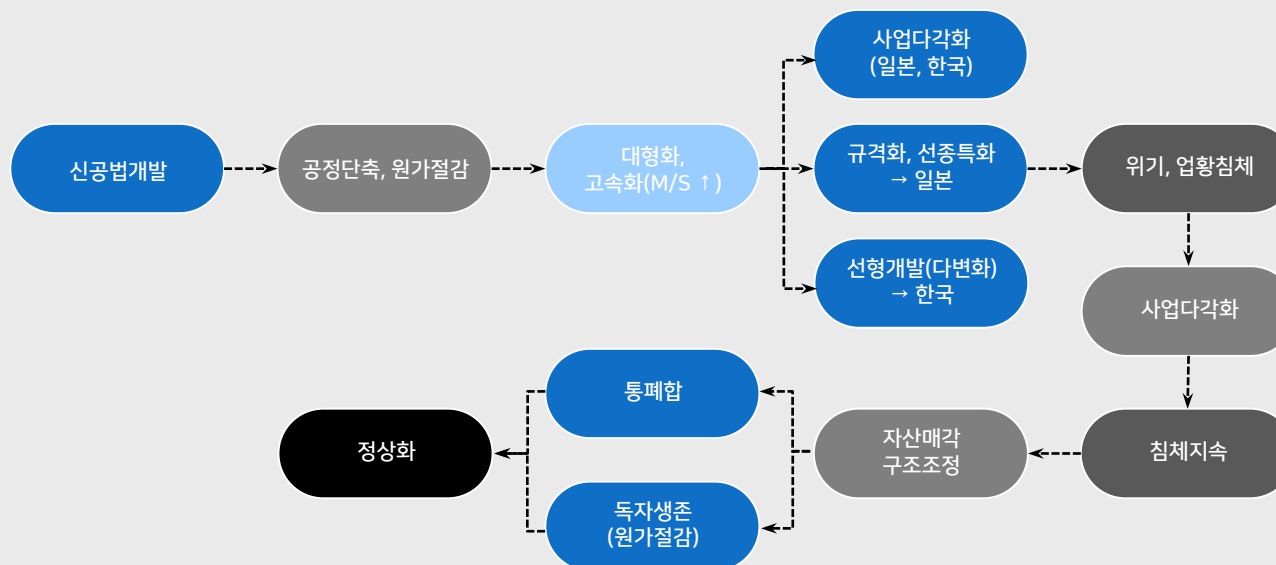
- 70~80년대 대규모 설비투자(Dock, 안벽증설) → 90년대 합리화 조치 → 탱커 중심의 설비 확충 → KOGAS와 함께 LNG 선형 개발, LNG 관련 투자 확대 → 04~07년 LNG선 Big Cycle 90% 수주 → 04~08년 초호황기: 1) 선종 특화, 전문화 및 다양화(해양), 2) 선박 대형화 추세에 맞춘 설비 증설, 아웃소싱 확대, 3) 태양광, 풍력, 육상플랜트 등 비조선 다각화 → 08년 미국발 금융위기, 09~10년 대형사 잔고 여유, 중소기업체는 Default 시작 → 11년 유럽발 금융위기+일본 대지진, 대형업체는 해양과 LNG 수주, 중소기업체는 Default 본격화 → 14년 유가급락, 해양플랜트 발주취소+대규모 손실 → 구조조정+자구책 시행+정부 지원 → 현대+대우 합병 → LNG Super Cycle + IMO2020 규제 시행
- LNG 투자 지속, 사업 다각화 이후 구조조정을 겪으며 조선부문 재무력, 현대+대우 합병 추진 → 규제에 맞춰 Ship Life-Cycle 관리
- 현대중공업그룹: 16년 인적분할 발표, 현대중공업지주-현대중공업-현대건설기계-현대일렉트릭 4개사 분사 뒤 지주회사체계 재편, 현대오일뱅크를 지주회사의 자회사로 재편하여 조선계열사는 조선에 집중하고 비조선부문은 지주회사가 관리, 현대글로벌서비스를 신설하여 환경규제관련 A/S+부품판매+Life-cycle 관리+연료유 판매 등을 담당. 19년 1월 대우조선해양 인수 발표, 기업결합심사 중
- 삼성중공업: 삼성엔지니어링과의 합병을 추진했지만 주주반대로 무산, 4년간 인력구조조정과 Floating Dock 매각 등 Downsizing 진행, 16년과 18년 2차례 유상증자로 재무건전성 개선, 비조선부문 매각 및 정리, LNG선+해양+대형컨테이너선+셔틀탱커 집중 전략
- 대우조선해양: 04~07년 LNG선 No.1 유지를 위한 내재화 투자 확대, 15년 분식회계 이슈, 17년 채권단 출자전환과 정부의 지원으로 재무건전성 회복, 비조선 계열사 모두 매각, 비조선부문 청산과 조선부문 Downsizing 진행, 방산 유지로 연매출 8조원 체제로 축소

재질·공법변화 → 증설 → 업황침체 → 구조조정 → 집중화 or 다각화 → 합병

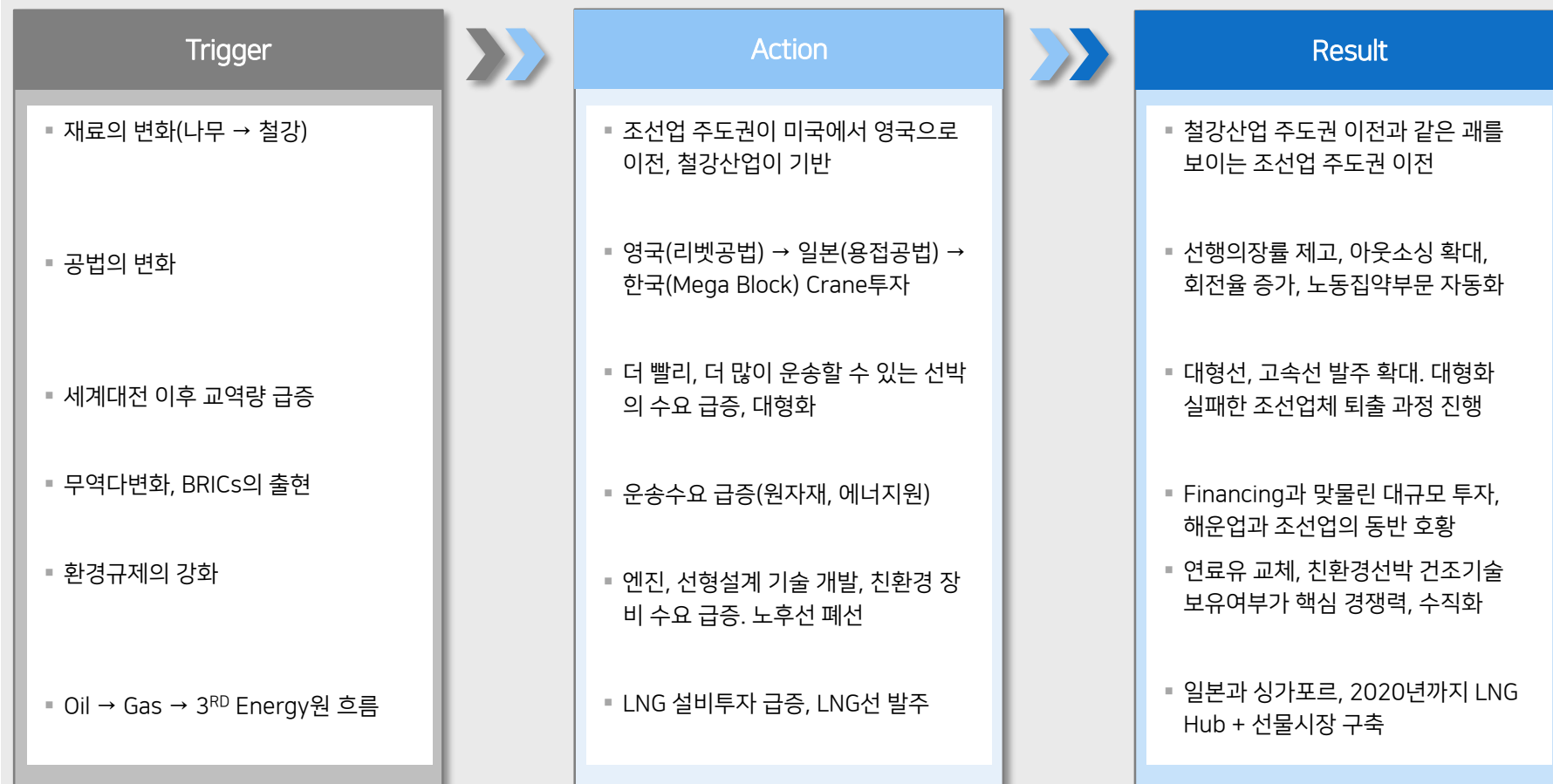
IV 반복되는 구조조정

선박의 한계수명 25년을 기준으로 한 장기 사이클, 주도권 이전과정에서 반복되는 구조조정은 필연

- [미국 → 영국 → 서유럽 → 일본 → 한국 Vs. 중국]의 주도권 이전의 과정은 재질변화, 공법변화, 증설, 구조조정의 흐름
- 추가적인 재질·공법의 개선이 없다면, 결국 Quality와 Quantity 문제 → 일본: 균질한 Quality를 위한 규격화, 중국: Quantity 헤게모니
- 한국은 다각화, 선형개발과 다변화, 대형화 과정을 모두 겪은 뒤, 사업다각화 철수+독자생존+주력선종+친환경 집중 전략으로 선회



재질·공법변화 → 증설 → 업황침체 → 구조조정 → 집중화 or 다각화 → 합병



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

조선산업의 History - 반복된 패러다임의 변화

80년 간 반복된 Paradigm Shift, 현재는 '시장 침체-원가 경쟁-구조조정'의 마무리 과정

- 단일 발주시장인 조선업은 '기술 경쟁력 확보 → 제품 다양화 → 비가격 경쟁력 우위 → 시장 침체 → 원가 경쟁력 우위 → 구조 조정'의 Paradigm Shift의 과정을 80여 년간 반복해 옴
- 일본: 78~80년 1차 구조조정(인력감축 51%), 87~88년 2차 구조조정(인력감축 41%), 2013년 이후 업체간 합병(JMU, Imabari) 및 전략적 제휴(MI-LNG)
- 중국: White List 선정으로 열위업체 구조조정, 대형업체의 흡수, 국영 양대그룹(CSSC, CSIC) 합병
- 한국: 대우, 한라중공업(현대삼호), 쌍용중공업(後STX), 한국중공업(後두산중공업) → 현대의 대우 인수

조선산업의 경쟁 패러다임 변화요인: 재질변화 → 공법변화 → 증설 → 업황침체 → 구조조정 → 집중화 or 다각화

	1940's	1950's	1960's ~ 1980's	1990's ~ 2000's	2010 ~
영국	리벳 건조공법 채용 규격화, 원가우위	제품 다양화 비가격경쟁력 우위	보조금 지급 국유화/폐쇄	민영화 설비 축소/해외 매각	
서유럽		가격경쟁력 우위	제품 전문화 구조조정	보조금 지급/특수선 특화 파산/폐쇄 증가	
일본		정부의 보호 및 육성 용접에 의한 블록공법 채용	가격경쟁력 우위	제품 다양화/차별화 비가격경쟁력 우위	제품 표준화/규격화 Consolidation
한국			정부의 육성 대기업 설비 투자	가격경쟁력 우위 설비 확대/제품 다양화	비가격경쟁력 우위 제품 차별화 본격화
중국				정부의 육성	가격경쟁력 우위 정부 지원 활성화

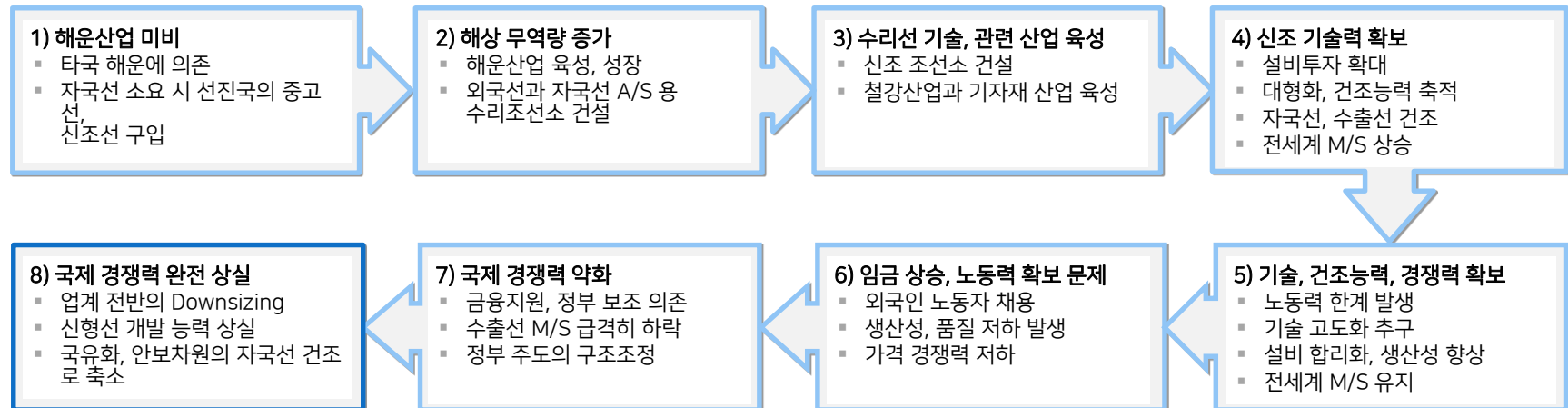
자료: 한국조선해양플랜트협회, M.E. Porter, 메리츠증권증권 리서치센터

조선산업의 History - 반복된 패러다임의 변화

조선업 변화의 역사: 자국 경제
성장에 따른 기간산업으로의
발전, 공급과잉, 구조조정 흐름

- 조선업 변화의 역사: 자국의 산업·경제발전 → 수출입 무역량 증대 → 해운산업 발전 → 정부가 주도하는 조선산업 육성 → 기간산업 발전 → 민간 투자 확대 → 공급과잉 → 구조조정 → 주도권 이전
- 조선업은 작업 환경이 상대적으로 열악하므로 1인당 GNP 가 증가하면 경쟁력이 하락
- 소재의 변화: 19세기 목재→철강(미국→영국), 1950년대 리벳 건조→용접+블록 건조(영국→일본)
- 영국, 미국은 8단계, 일본은 6-7단계, 한국은 5-7단계 혼재 중, 중국은 4-5단계 혼재 중

조선산업의 발전-쇠퇴 단계 (영국 → 서유럽 → 일본 → 한국/중국 이전과정의 전개도)



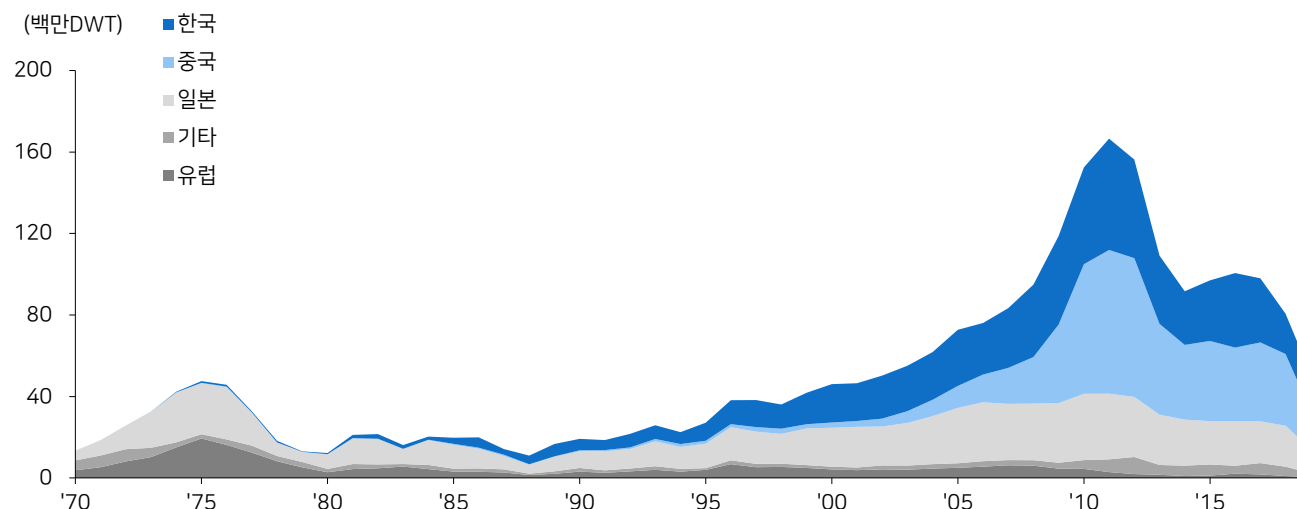
자료: 한국조선해양플랜트협회, 메리츠증권증권 리서치센터

조선산업의 History - 반복된 패러다임의 변화

영국→유럽→일본→한국/중국
주도권 변화의 과정은 재질과
공법개발, 설비확충, 정부지원

- 2차 대전 이후 정부의 육성책과 용접을 통한 블록건조공법을 개발한 일본이 조선업을 주도
- 오일 쇼크 후 70년대 중반부터 장기불황, 유럽 구조조정의 과정이 진행 → 일본 조선업 수혜
- 건조량 기준 일본의 점유율은 70년 35.6%에서 84년 60.0%로 상승
- 선박발주 위축 지속으로 일본도 2차례 구조조정을 실시, 선박의 대형화와 규격화 전략으로 선회
- 중국 조선업계의 성장 원인은 '국수국조(자국해운 수요는 자국선박 건조를 통해 해결)'
- 1~3단계 정책 실행을 통해 조선업 육성에 주력, 자국선사의 자국 발주 시 보조금 지원, White List 선정

국가별(한국, 일본, 중국, 유럽) 연간 선박 건조량 추이 - 영국 → 유럽 → 일본 → 한국/중국으로 주도권 이전



자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

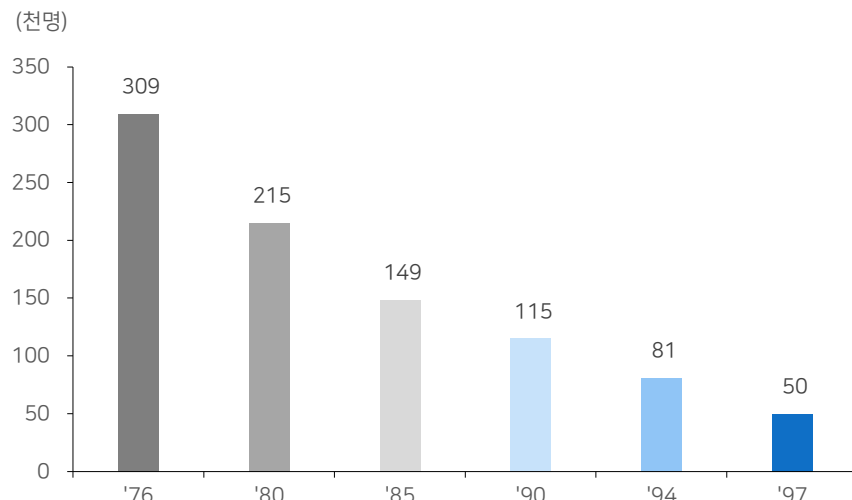
주도권의 이동: 70년대 유럽, 80~90년대 일본의 대규모 구조조정

유럽: 75년 건조능력 M/S 38%
이후 현재는 6% 수준

일본: 1~2차 구조조정 이후
고용 -69.6%, 생산능력 -52.3%

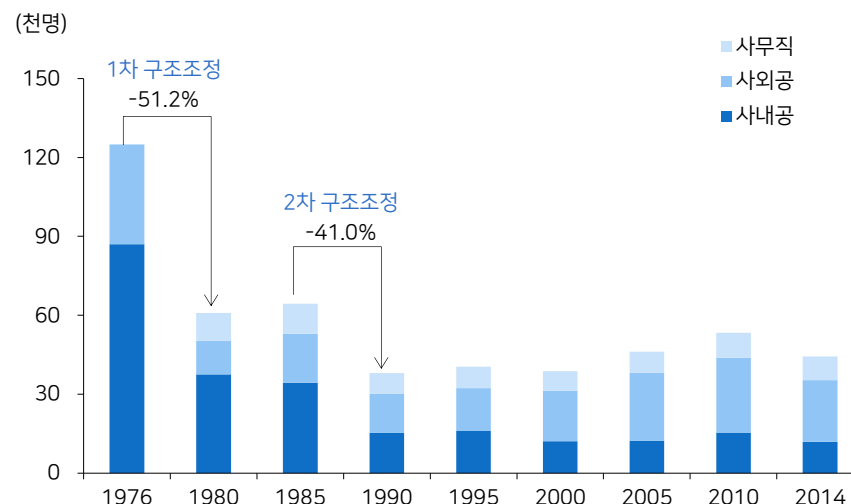
- 40~60년대 조선시장을 주도한 유럽, 70년대에 일본에 주도권을 뺏긴 이후 20년간 Downsizing
- 70~90년대 대규모 구조조정을 통해 각국 1개의 대형조선소와 소수의 중형업체로 재편, 96~03년 경기 침체로 잔여 대형업체도 파산, 폐쇄 과정을 겪음 - 상선분야의 원가경쟁력 상실, 선종개발 실패가 원인
- 일본 조선업계는 1차(78년 8월~80년 3월), 2차(87년 4월~88년 3월) 설비 합리화를 진행
→ 조선소 건조 Lay-out을 벌크선에 맞춰 전문화, 선형 규격화를 통한 반복건조로 생산단가 우위 확보
- 인력, 생산설비 축소로 일본 조선업계의 건조능력은 76년 977만CGT에서 87년 460만CGT으로 감소

유럽조선공업협회(AWES)의 조선산업 고용인력 변화 추이



자료: AWES, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 조선업계의 인력 현황 추이



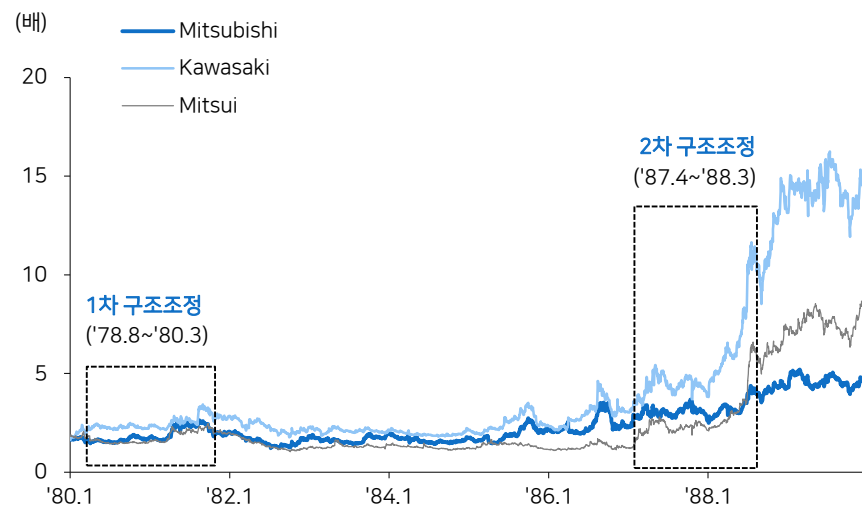
주: 1976년은 사내공은 사내공과 사무직 합산 기준
자료: 한국조선해양플랜트협회, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 일본 - 1978~88년 두 차례의 대규모 구조조정 단행

구조조정기에 주가는
**Outperform, 실적을 선행했던
Valuation Re-rating**

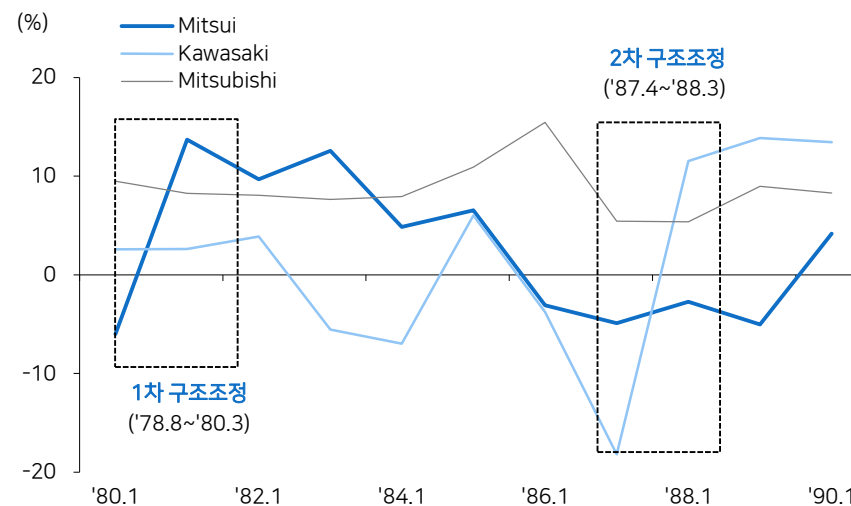
- 일본 3사(Mitsubishi, Kawasaki, Mitsui) 평균 ROE는 1차 구조조정 이후 80년 2.0%에서 81년 8.2%로 개선
- 2차 구조조정기였던 87년 3사 평균 ROE는 -5.9%였으나, 88년 4.7%, 89년 5.9%, 90년 8.6%로 개선
- 두 차례의 구조조정 과정에서 주가는 실적 개선에 선행, ROE 개선이 확인되면서 PBR은 Re-rating
- Re-rating 폭이 가장 기업은 Kawasaki 중공업. 생산능력 축소 후 사업 다각화에 가장 먼저 성공
- 2차 구조조정 이후 매출액 1.9% 감소, 경쟁사 Mitsubishi중공업(-49.2%), Mitsui조선(-17.8%)과 차별화

일본 산업 구조조정기의 조선 3사 PBR Multiple 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 산업 구조조정기의 조선 3사 ROE 추이



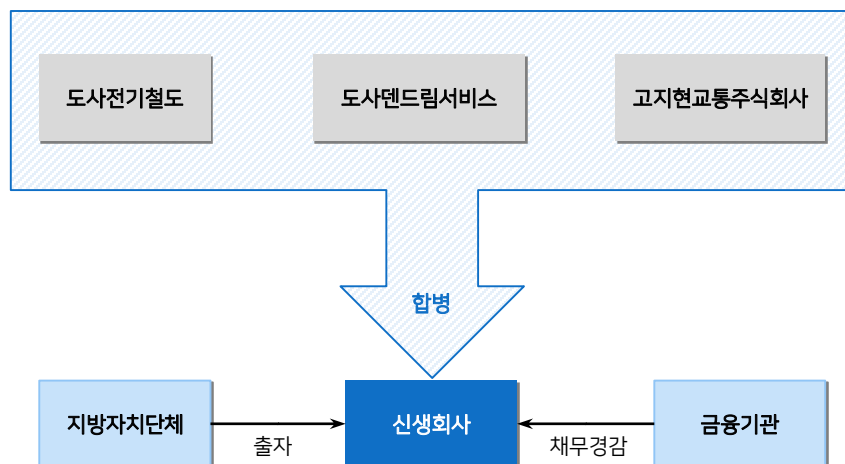
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 일본 - 산업활력재생법을 통한 정부의 사업재편 유도

일본 '산업경쟁력강화법' 사례

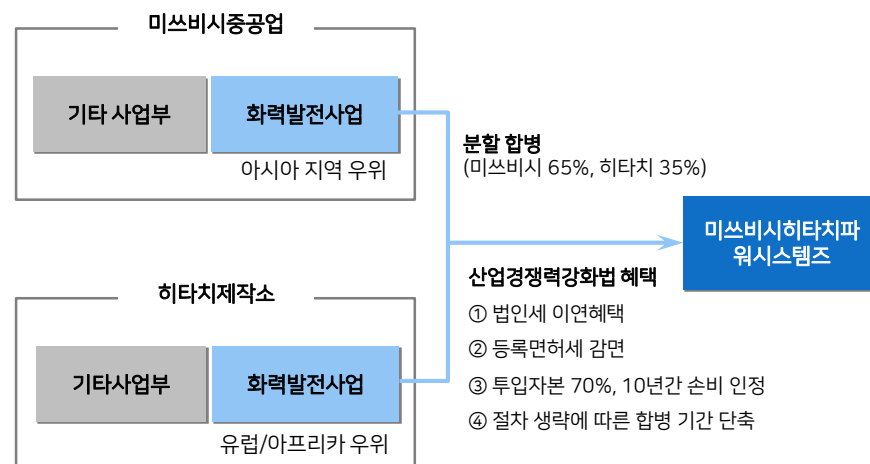
- 99년 10월 일본 정부는 구조조정을 통한 생산성 향상을 위해 '산업활력재생특별조치법(산활법)' 제정
- 제정 이후 4차례 개정. 13년 투자확대, 규제완화, 공급과잉 해소를 위해 '산업경쟁력강화법'으로 확대
- 일본의 '산업경쟁력강화법'은, 16년 8월 13일부터 시행했던 국내 기업활력제고법(원샷법)과 유사
- 09년 7월 관민공동펀드인 산업혁신기구(INCJ, Innovation Network Corporation of Japan)를 설립(재무성 지분 95.49%)한 것도 산활법이 근거. 15년간 한시적 운영 → JOLED, Sharp 지원, Toshiba 매각 등

일본 산업활력재생법을 통한 사업재편 사례: 도사덴교통주식회사



자료: 일본경제산업성, 메리츠증권 리서치센터

일본 산업활력재생법을 통한 사업재편 사례: 미쓰비시히타치파워시스템즈



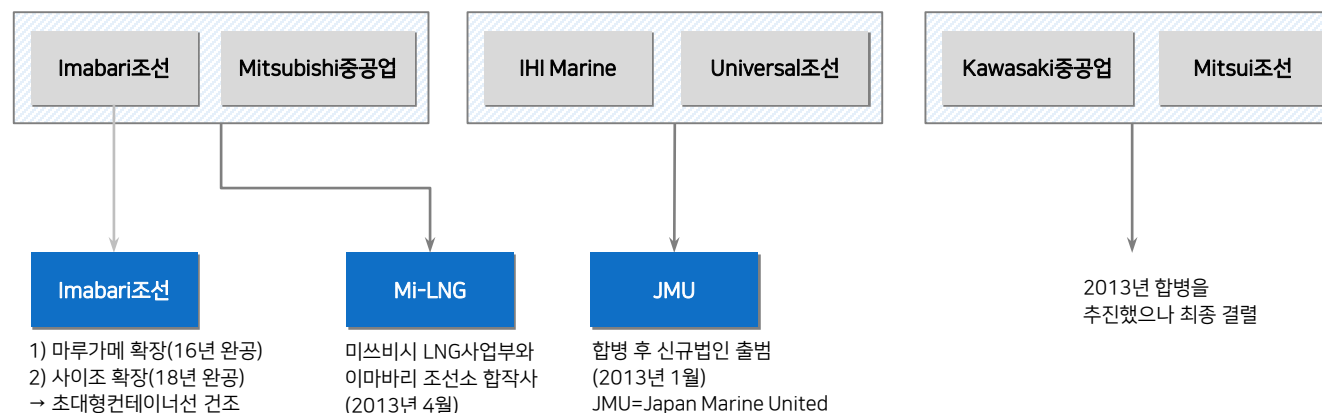
자료: 일본경제산업성, 메리츠증권 리서치센터

주도권의 이동: 일본 - 부문별 합병: 대형조선사는 사업 집중화, 중형은 통합

엔저효과를 활용, 업체간
합병과 J/V 설립 과정 전개
합병 초기에 M/S는 회복, 선종
육성과 원가절감에 실패

- 13년 이후, 우호적인 환율 환경에서 일본 조선업계는 경쟁력 강화를 위한 합병과 합작사 설립을 추진
 - 1) IHI Marine과 Universal조선 합병, 2) Imabari조선과 Mitsubishi중공업 합작사 MI-LNG 설립 등
- 일본 조선업계 합병은 선종별 특화된 수주 경쟁력 강화와 자재조달의 원가 절감을 위해 추진
- 합병 이후 13~15년 일본업계 수주 점유율은 반등했지만, 내수 이외의 해외 High-end 선종 육성에 실패
- 일본 조선업계 비우호적 환율과 수주 부진에 따른 사업 철수 및 통합 움직임 확인. Mitsubishi는 상선 설계, 개발 부문 분사 후 설계만 담당. Imabari, Oshima, Namura 조선이 건조 담당

13년 엔화약세 이후 일본 조선사들은 합병, 분할 합병, Joint Venture 설립으로 통합과정 전개



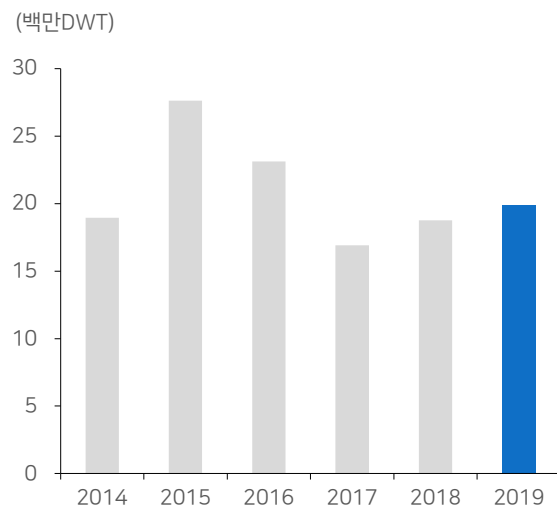
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 일본 - 합병 시너지 부재

합병 이후 5대 조선업체의 수주잔고 개선은 없음

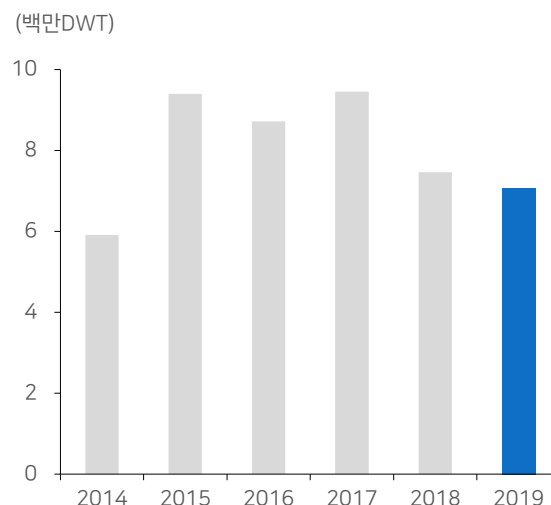
- Imabari, Oshima, Mitsubishi 조선사의 합산 수주잔고는 15년 2,763만DWT를 기록, 19년 1,992만DWT
- JMU의 수주잔고는 자국 발주에 힘입어 17년 수주잔고는 945만DWT로 증가, 19년 708만DWT
- Kawasaki의 수주잔고도 15년 1,072만DWT에서 19년 현재 절반 수준인 481만DWT로 급감
- 합병 이후에도 선형개발·생산성 향상 없이 자국 발주에 의존 → Fuel-Cell, 수소선박 등 선형 개발 진행

Imabari, Oshima, Mitsubishi 합산 수주잔고



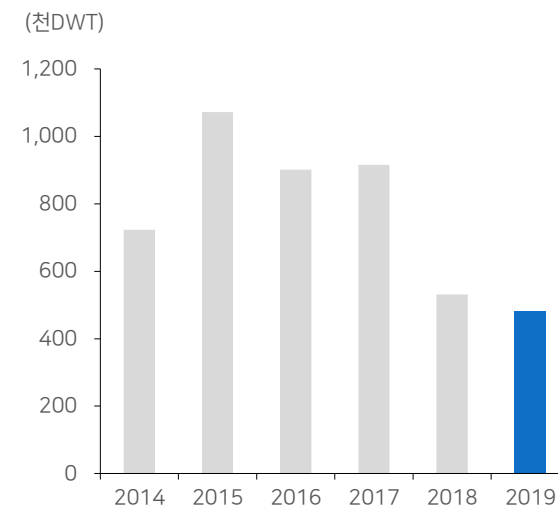
주: 2019년 9월 말 잔고 기준
자료: Clarksons, 메리츠총금증권 리서치센터

Japan Marine United 수주잔고



주: 2019년 9월 말 잔고 기준
자료: Clarksons, 메리츠총금증권 리서치센터

Kawasaki 수주잔고



주: 2019년 9월 말 잔고 기준
자료: Clarksons, 메리츠총금증권 리서치센터

주도권의 이동: 중국 - 00~10년대 정책적 지원, 국수국조(國輸國造)

'국수국조'를 표방하며 정부 주도의 조선업 성장

- 중국 조선업계의 성장 원인은 '국수국조(자국해운 수요는 자국선박 건조를 통해 해결)'
- 1단계: 정부 소유의 국방과학기술공업위원회를 CSSC와 CSIC로 분할 → 조선업계의 경쟁 유도
- 2단계: 제11차 5개년 계획(06~10년)에서 조선소 대형화와 점유율 확대 등 양적 측면에서 성장을 목표
- 3단계: 제12차 5개년 계획(11~15년)에 건조량 1위 달성으로 수주금액 등 질적 측면의 강화
- 대표적 정책: 중국 국적선 해체 후 자국 조선소에 발주하면 보조금 지급(발주량 톤당 1,500위안)

중국 조선해양산업의 11차 5개년 계획 (2005~2010년)

부문	목표
건조량	▪ 2011년까지 선박 건조량 5,000만톤 ▪ 선박용 저속 디젤엔진 생산량 1,200만마력
시장점유율	▪ 2011년까지 선박 인도량 세계 점유율 35% 이상 ▪ High Tech, 고부가가치 선박 시장점유율 20% ▪ 해양 엔지니어링 장비 시장점유율 10%
선박용 기자재 국산화	▪ 3대 주요 선종의 중국산 기자재 탑재율 65% 이상 상향 ▪ 선박용 저속 디젤엔진, 중속 디젤엔진 등 기자재 국산화를 80% 이상 달성
조선소 대형화	▪ 대형 조선그룹은 High-end 시장에서 경쟁력 확보 ▪ 해양 엔지니어링 업체도 규모의 경제 달성 ▪ 3대 조선기지(환발해권, 장강 유역, 주강 유역)를 세계적인 조선기지 육성
R&D	▪ 3대 주류 선종의 R&D와 설계의 체계화 및 표준화 실현 ▪ 고부가가치 선박과 해양 엔지니어링 장비 개발
품질 개선	▪ 3대 주요 선종의 평균 건조기간을 10개월 이내로 단축 ▪ 공업증가액 에너지 소비는 3년 누계기준 15% 감축, 강재 이용률 제고

자료: KIET, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 조선해양산업의 12차 5개년 계획 (2011~2015년)

(억위안, %)	2011	2015(목표)	CAGR(목표)
조선 매출액	7,232	12,000	13.5%
10대 조선업체의 건조비중(%)	47.3	70.0	10.1%p
선박기자재 매출	852	3,000	37.0%
해양플랜트 매출	300	2,000	60.7%
선박 수출액	418	800	17.6%

자료: KIET, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 중국 - 13년 이후 구조조정 전환

14년 White List 선정을 통한 선별 지원, 19년 폐지

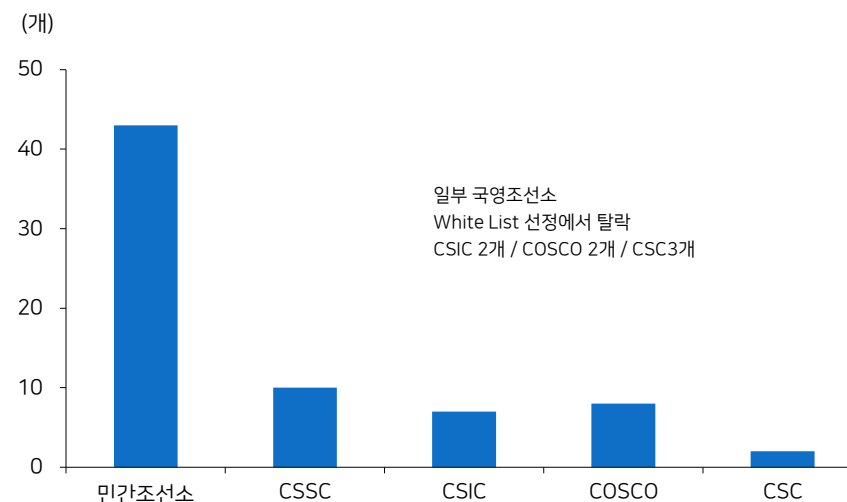
- 중국 정부는 13년 11월 '조선업 규범조례' 제정, 구조조정 논의와 신규 조선소 인가를 금지
- 14년 9월 White List(업종 내 우량기업)로 71개 조선소를 선정, 금융기관 대출과 보조금 지원 시작
- White List 조선소에서 건조되는 수출선에 대해 증치세(부가가치세) 환급 지원
→ 17%에 해당하는 증치세 환급, 중국 조선사는 10% 적자 견적에서도 약 7% 영업이익을 달성 가능
- List 선정 과정에서 일부 국영조선소도 탈락, List에 제외된 조선소를 중심으로 구조조정 가속화

중국의 조선해양산업 구조조정 및 지원정책 (2013년)

구분	주요 내용
노후선박 전환정리	▪ 노후선박 교체지원정책 15년까지 연장 ▪ 친환경 선박 건조 지원
금융지원 확대	▪ 해외 선주의 신용대출 장려 ▪ 대출경로 다원화를 통한 자금조달 지원 ▪ 주력 조선업체가 발행하는 채권 확대 ▪ 업무 프로세스 단순화
생산량 억제 및 구조조정 지원	▪ 신규생산, 수리 및 해양플랜트 시설 인가 금지 ▪ 해안 활용 및 환경 평가 관련 업무 중단 ▪ 지방정부는 규정 위반을 점검하고 조치

자료: KIET, 메리츠증권증권 리서치센터

White List 선정 업체 구분 (민간/국영 조선소)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 중국 - 13년 이후 구조조정 전환, 19년 White List 폐지

White List 폐지로 대형사 중심 Consolidation 예상

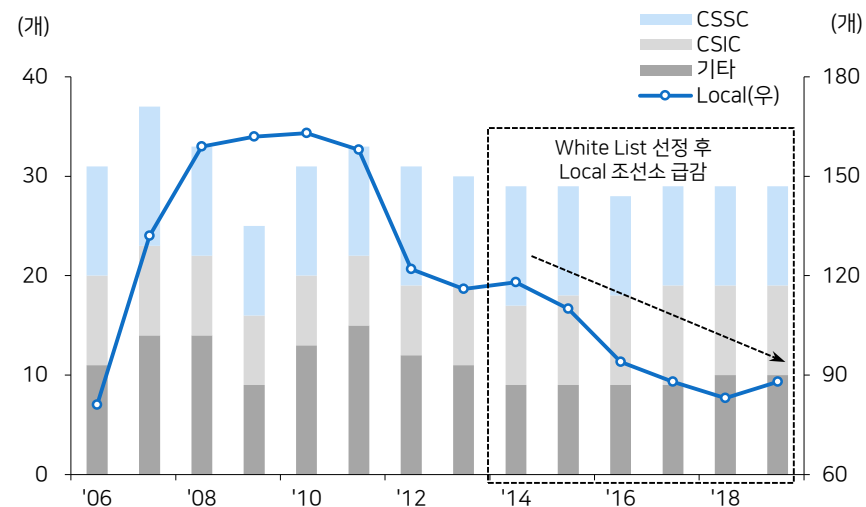
- 19년 4월, 중국 중앙정보 부처인 공업신식화부(MIT)는 13년 제정한 조선업 규범조례를 폐지
- 이는 White List 제도 폐지를 뜻하며, MIT는 추가로 향후 조선산업을 직접 관리하지 않겠다고 밝힘
- 중국은 White List 조선소에 정부 보조금과 금융기관 대출 지원, 14년 이후 List에 제외된 민간조선소 중심으로 구조조정 진행 → List 폐지로 개별 조선소는 재무구조 악화에 따른 파산과 수주경쟁력 약화

중국 조선산업 발전목표 (2016~2020년)

부문	목표
시장점유율	▪ 2016~20년 조선업 점유율 5% 향상 ▪ 해양플랜트 35%, 고부가가치 선박 40% 점유율 확보
구조조정	▪ 상위 10대 조선소의 건조비율 70% 이상 점유
기술개발	▪ 고부가가치 선박 설비 자국화 (벌크선 80%, 탱커선 60%, 컨테이너선 40%) ▪ 핵심기술 선진화를 위한 기업 영업이익의 2.5% R&D 투자
생산 및 품질 향상	▪ 핵심조선소 중심 Smart 생산을 위한 ERP 시스템 도입 ▪ 디지털 공구보급율 97%, 디지털 자동화율 90% 달성 ▪ White List 기업 대상 제조효율 15~20시간/CGT 달성

자료: 해양한국, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 CSSC, CSIC 그룹 및 Local 조선소 수 추이



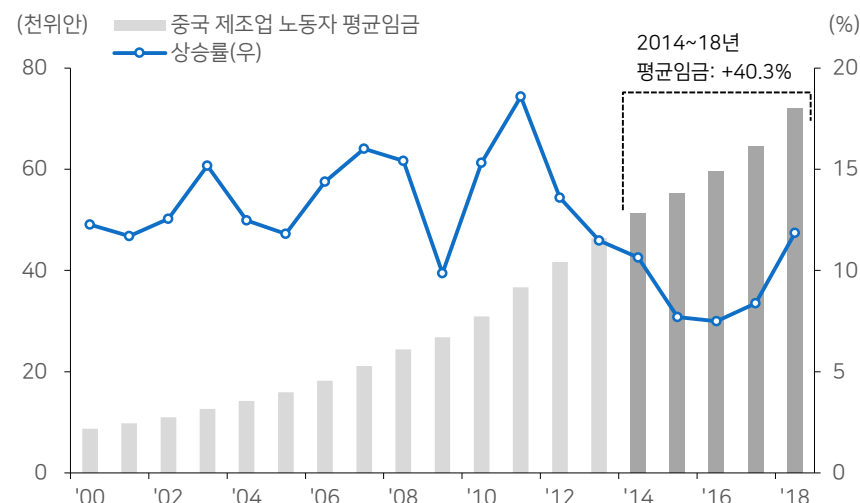
주: 기타에는 JV, Foreign Owned 조선소로 구성, 2019년은 5월 기준
자료: Clarkson's, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 중국 - 원가 상승을 보조금으로 지원, White List 폐지로 중단

5년간 평균 임금 40% 상승,
노후선 폐선+발주의 보조금을
통한 간접 지원

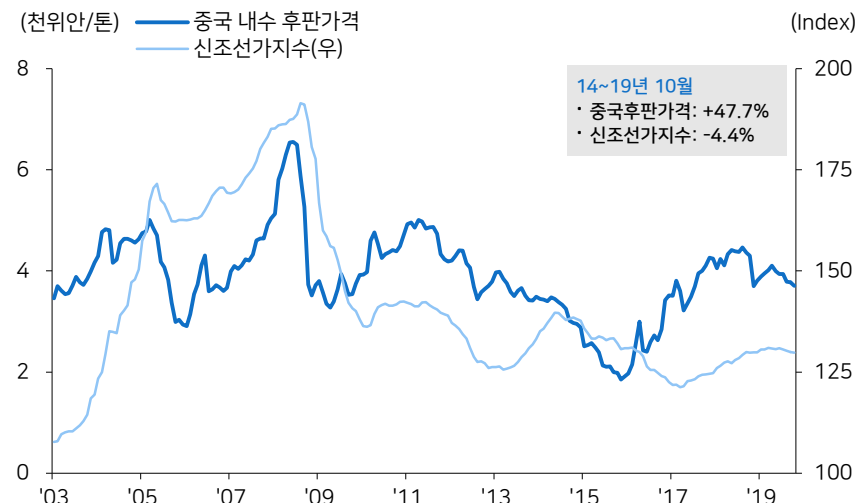
- White List 폐지에 따른 지원중단과 별개로 높아진 원가부담도 중국 조선사에 부담되는 요소
- 국내 조선사 기준으로 선박 총 건조원가 중 인건비는 25~30%, 후판은 20% 비중을 차지
- 14년 이후 중국 평균임금은 40.3%, 후판가는 47.7% 상승, 단순 환산시 원가율 약 19.6%p 상승
- 동기간 선가는 3.4% 하락해, 중국 조선사는 보조금을 감안해도 수익확보 불투명

중국 제조업 노동자 평균임금 추이



자료: 중국 국가통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

Clarksons 신조선가 지수와 중국 내수 후판가 추이



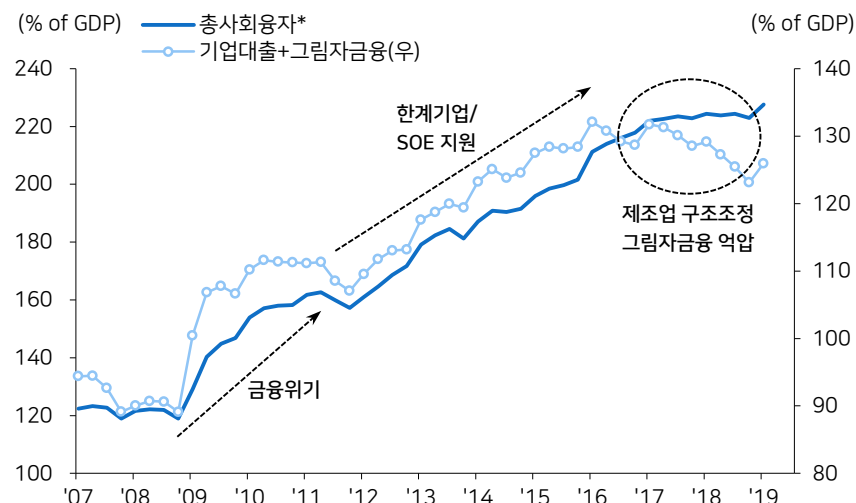
자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주도권의 이동: 중국 - 원가 상승을 보조금으로 지원, White List 폐지로 중단

간접적 방식을 통한 정부 주도 구조조정

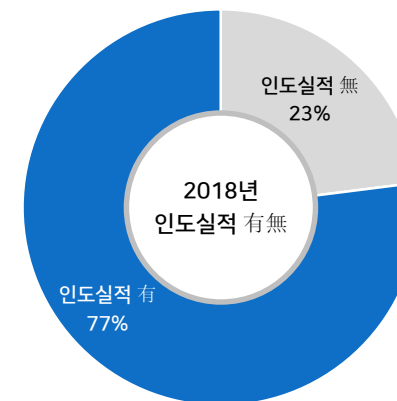
- White List 폐지에 따른 금융기관 대출지원 중단도 중국 조선사 존립에 치명적인 요소
- 선박 수주에서 금융기관이 발급하는 RG(Refund Guarantee: 선수금환급보증)가 필수
- 중국 정부는 17년 11월부터 디레버리징 진행, 건전성을 확보한 업체 중심으로 선별적 대출시행 예상
- White List 폐지 이후에는 잔고를 확보했고, 재무구조가 건전한 업체 중심의 RG 발급 가능성이 높음
- 수주잔고 기준 중국 상위 100대 조선소 중 18년 인도실적이 없는 조선사는 23%에 달하는 상황

GDP대비 총사회용자와 기업 간접금융 규모



자료: 중국인민은행, 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 상위 100대 조선사 중 2018년 인도실적 유무 현황



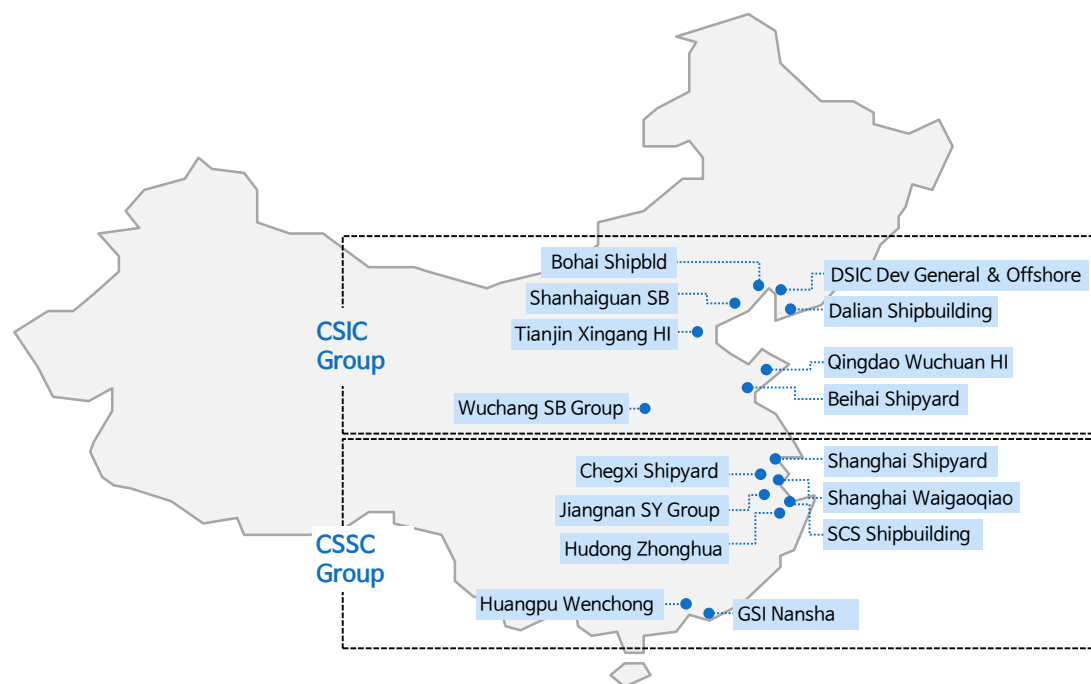
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 중국 - Final Step, 국영 조선그룹의 합병

국영 1, 2위 조선그룹의 합병,
중국정부의 최종 승인 획득

- 정부는 중국선박공업집단(CSSC)과 중국선박중공업집단(CSIC) 조선그룹에 대해 20년 만에 통합을 추진
- 18년 4월 보도 후 19년 7월 두 그룹은 합병 진행을 공식, 동시에 그룹 산하 조선소를 통·폐합 진행
- 10월 25일 중국 국유자산관리감독위원회(SASAC)가 합병 공식 승인 → 중국조선집단(CSGC) 출범

중국 CSSC, CSIC 그룹 산하 조선소 현황



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

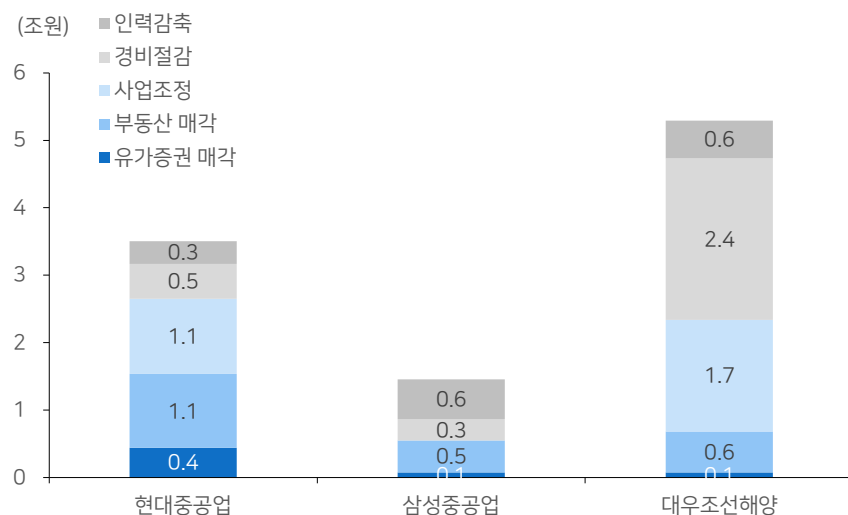
주도권의 이동: 한국 - 2014~15년 Big Bath, 대규모 자구계획안 진행

08년, 11년 위기 후 선박 발주
급감, 대형사는 해양플랜트
집중 수주로 상쇄 노력

14~15년 Big3 합산 영업적자
10조원 → 경영자구안 시행

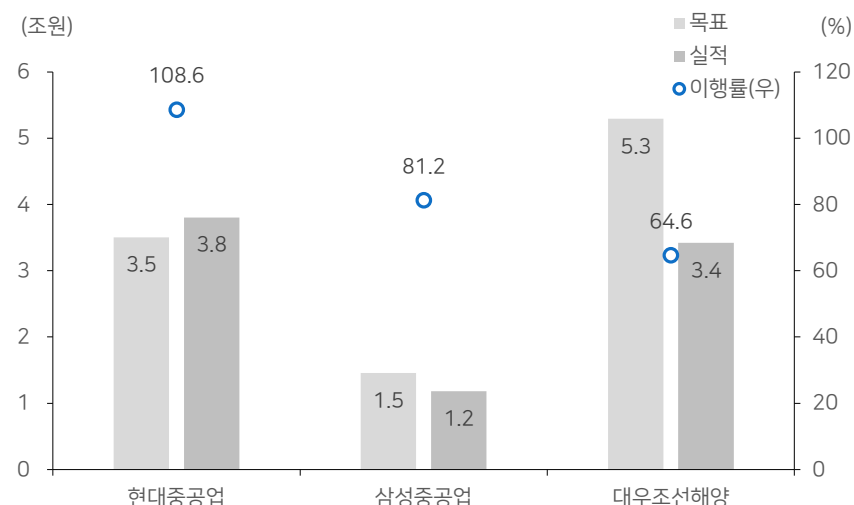
- 11~13년 수주한 해양시추설비(Drillship, Semi-Rig), 해양생산설비(FPSO, Fixed Platform)의 대규모 적자와 유가급락에 따른 발주취소로 BIG3 조선업계 대규모 손실 및 유동성 악화 직면
→ 13~15년 영업적자 현대 -4.9조원, 삼성 -1.3조원, 대우 -3.8조원
- 현대: 비조선부문(금융) 철수, 부동산 매각(1.1조원), 인력 3천명 감축, 오일뱅크 IPO로 3.5조원 조달 계획
- 삼성: 거제삼성호텔 등 부동산 매각, 고정비 30% 절감, 인력 1천명 감축, 유상증자로 1.5조원 조달 계획
- 대우: 14개 자회사 매각, 방산 분사(무산), 인력 3,500명 감축, 생산설비 추가 감축으로 2조원 조달 계획

조선 3사 자구계획안 내역



자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

조선 3사 자구계획안 목표 대비 이행률



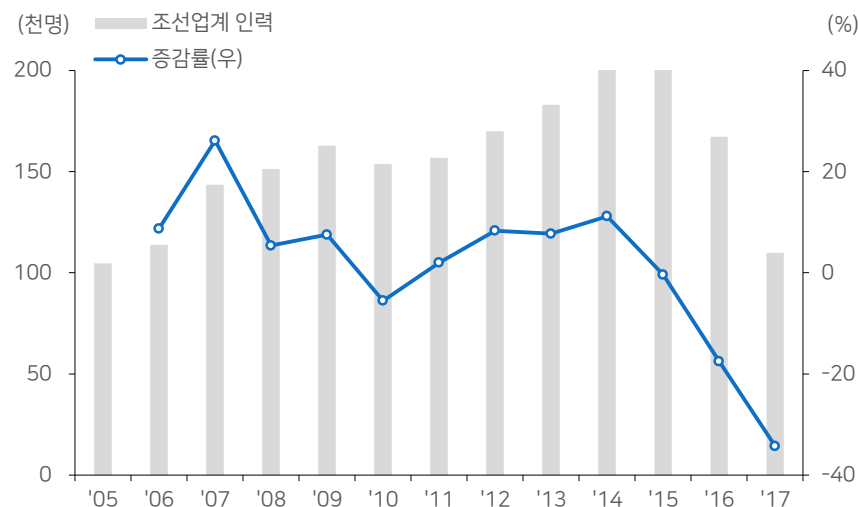
자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - Downsizing으로 인력 급감

국내 조선업계 고용인력은
14년 203,441명에서 17년
109,901명으로 46% 감소

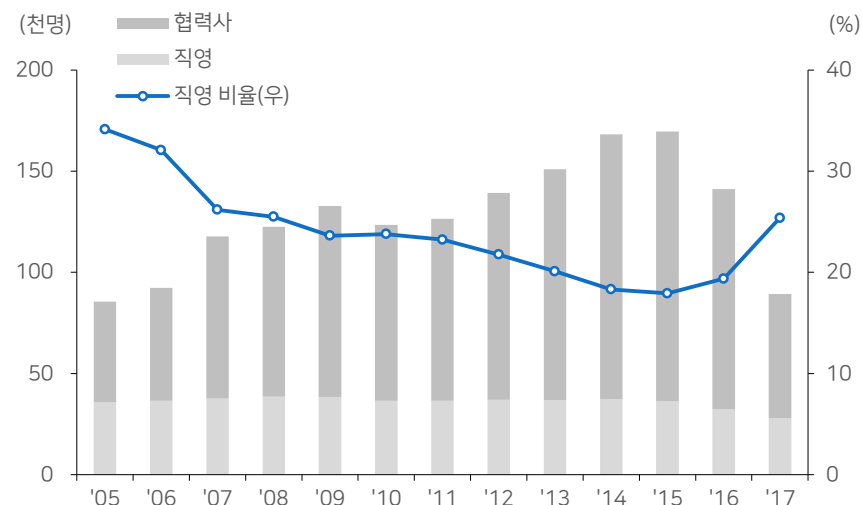
- 04~08년 수주 초호황기와 12~13년 수주 재개로 조선업계 고용인력은 14년 203,441명으로 급증
- 그러나, 14년 이후 실적악화, 유가급락, 경기침체에 따른 발주 침체로 인력구조조정 빠르게 진행
- 17년말 기준 조선업계 고용인력은 109,901명으로 14년 대비 46% 급감. 05년 수준으로 회귀
- 고용인력 중 협력사(하청) 비중은 05년 47.6%, 14년 64.4%에서 17년 55.9%로 감소
- 정규직 인력은 05년 49,831명에서 14년 72,466명으로 급증한 뒤 17년 48,436명으로 33.2% 감소

국내 조선업계 고용인력 추이



자료: 한국조선해양플랜트협회, 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 조선업계 협력사, 직영 고용인력, 직영인력 비율 추이 - 협력사 급감



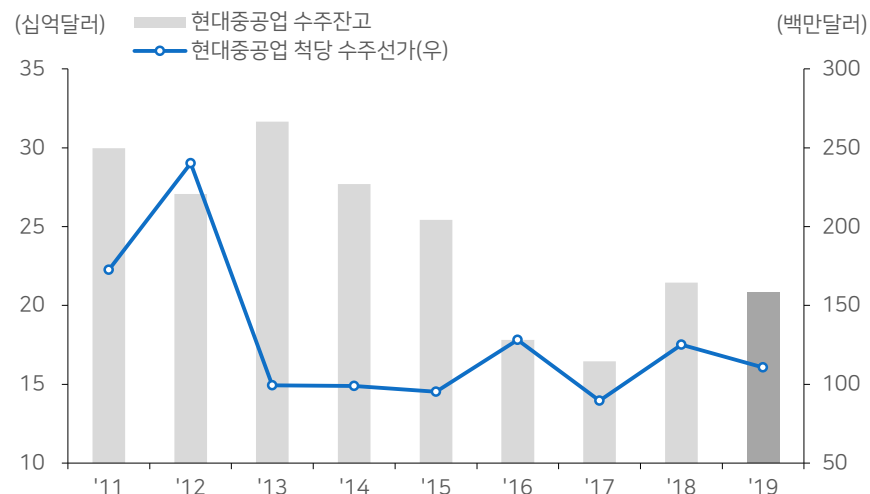
자료: 한국조선해양플랜트협회, 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - 구조조정 이후, 적당 수주선가 상승

BIG3 수주 수익성 개선 핵심은 LNG선. 키는 현대중공업에게

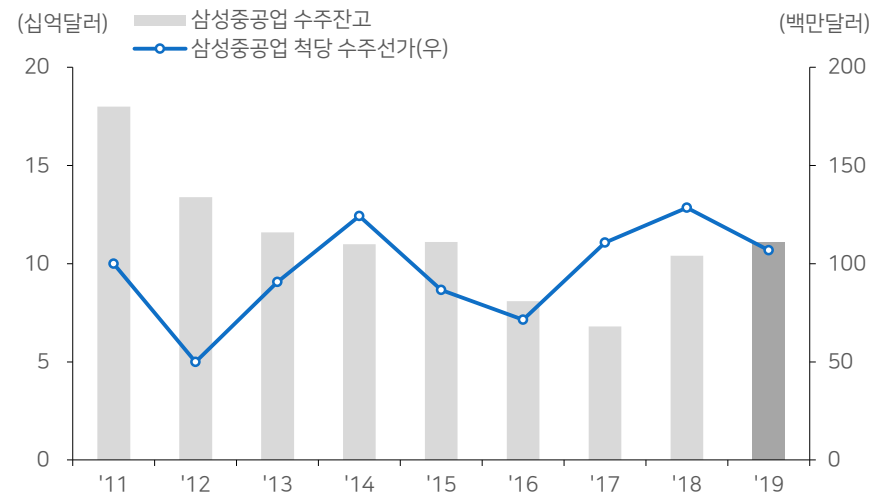
- BIG3의 전세계 수주 점유율 30% 기준, 20년 발주시장(812억달러 전망) 규모로는 CAPA의 90% 충족
- IMO2020 시행에 따른 폐선, 친환경선 발주로 Market Size 증가함은 필연이나 시기의 문제. **결국 PBR≥1.0배를 위한 조건 중 국내 업체의 M/S 상승이 우선적으로 필요**
- BIG3 수주 점유율이 35~40%로 상승한다면, 합산 수주는 연간 30~35조원 수준 가능 → **LNG, 친환경선**
- **건조능력 No.1 현대중공업의 19년 수주부진, 잔고 감소 → 친환경선 수주 확대가 조선주 반등의 키**

현대중공업 잔고, 적당 수주선가 - 19년 탱커수주로 적당 선가 소폭 하락



주: 삼호중공업 합산 상선 기준, 19년은 9월 말 기준, 적당 수주선가=연간 수주액/연 수주척수
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 잔고, 적당 수주선가 - LNG선 지연되며 적당 선가 소폭 하락



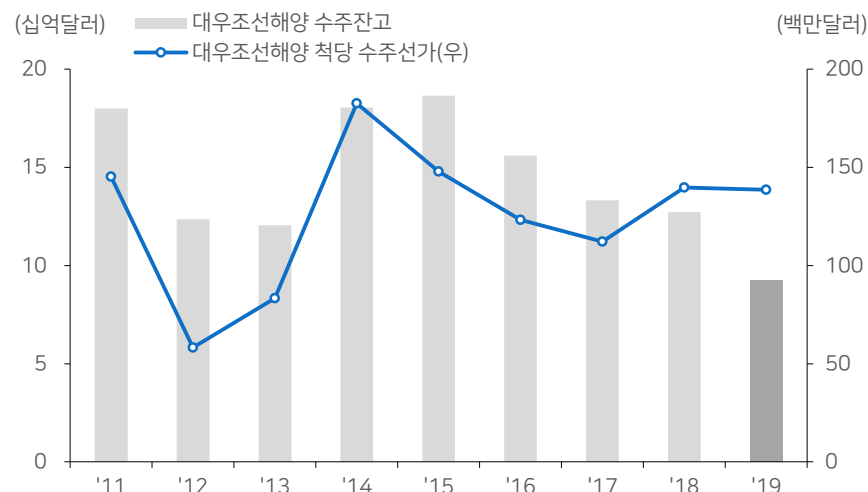
주: 상선 기준, 19년은 9월 말 기준, 적당 수주선가=연간 수주액/연 수주척수
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - 구조조정 이후, 적당 수주선가 상승

BIG3 수주 선가 상승의 핵심은 LNG선. 키는 현대중공업에게

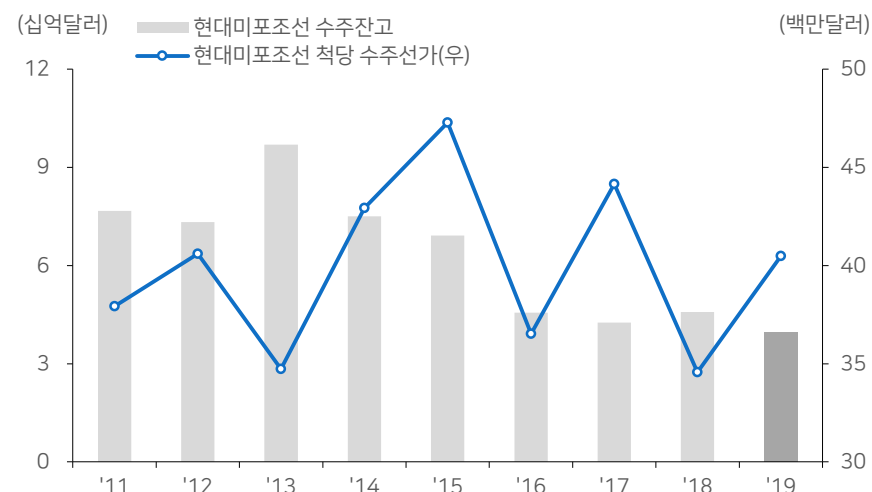
- 대우조선해양은 15~17년 회계이슈가 부각된 시기, 연평균 수주액 27억달러로 부진
- 이로 인한 수주잔고 감소는 19년까지 진행, 매출은 19~20년 감소 → 수익성 악화 불가피
- 현대미포조선의 평균 수주선가는 PC·LPG선 수주시기엔 반등, Feeder 등 기타선종 수주 시 하락을 반복
- 17년 PC 51척 등 총 64척 수주 → 18년 PC 40척, Feeder 26척 등 71척 수주 → 19년 9월 누계 PC 26척
- 대우조선의 적당 수주선가 상승은 LNG, 현대미포조선은 PC, LPG 수주가 결정할 것

대우조선해양 수주잔고, 적당 수주선가 - 19년 탱커, LNG선 수주



주: 상선 기준, 19년은 9월 말 기준, 적당 수주선가=연간 수주액/연 수주척수
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 잔고, 적당 수주선가 - 18년 Feeder 수주, 19년 PC선 중심



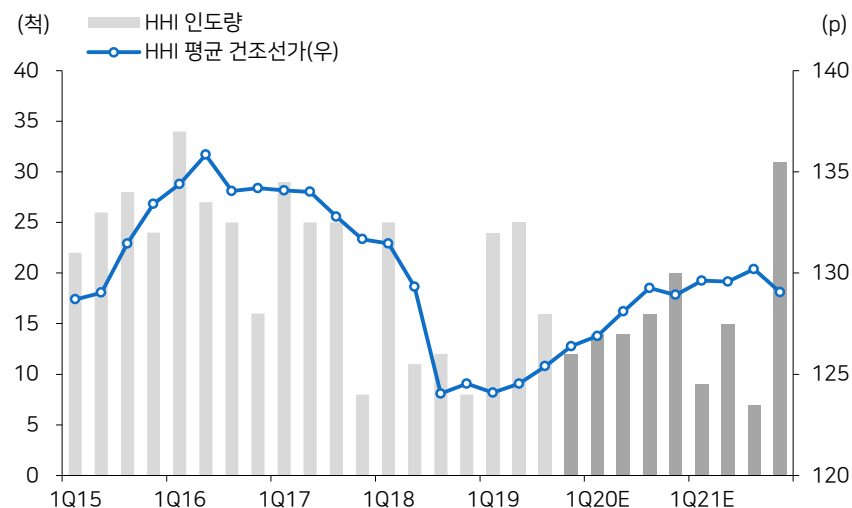
주: 19년은 9월 말 기준, 적당 수주선가=연간 수주액/연 수주척수
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - 척당 건조선가 상승

**Earning 악화에 따른 주가하락
리스크는 無 - 건조선가 상승**

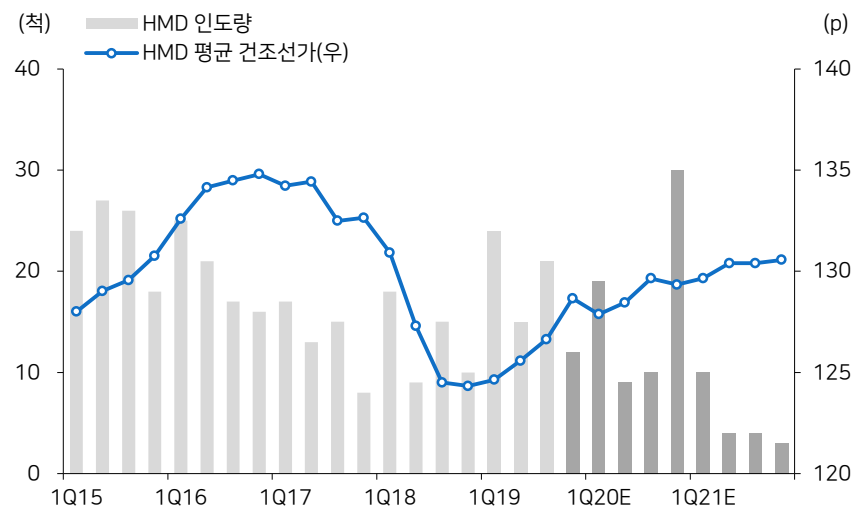
- 발주 회복이 가시화되지 않는다면, Box권 Valuation 내 시가총액의 방향을 결정하는 요인은 Earning
- Clarksons 집계기준으로 조선사별 수주분의 인도 예정시기를 반영, 평균 건조선가 Index 추정(수주 시점의 Clarksons Index를 인도시점에 반영, 인도 물량의 평균 Index를 가중 평균)
- 현대중공업(본사+삼호) 평균 건조선가 Index는 3Q18~1Q19 124.2p 횡보 후 상승, 2H20 129.1p 추정
- 현대미포조선 평균 건조선가 Index는 4Q18 124.3p로 저점, 2H20 129.5p로 상승 추정

현대중공업 인도량, 평균 건조선가 추정(Clarksons 기준 index)



주1: 본사+삼호/ 주2: Clarksons 참고 기준으로 추정, 인도시기가 미공개인 수주는 12월로 반영
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 인도량, 평균 건조선가 추정(Clarksons 기준 index)



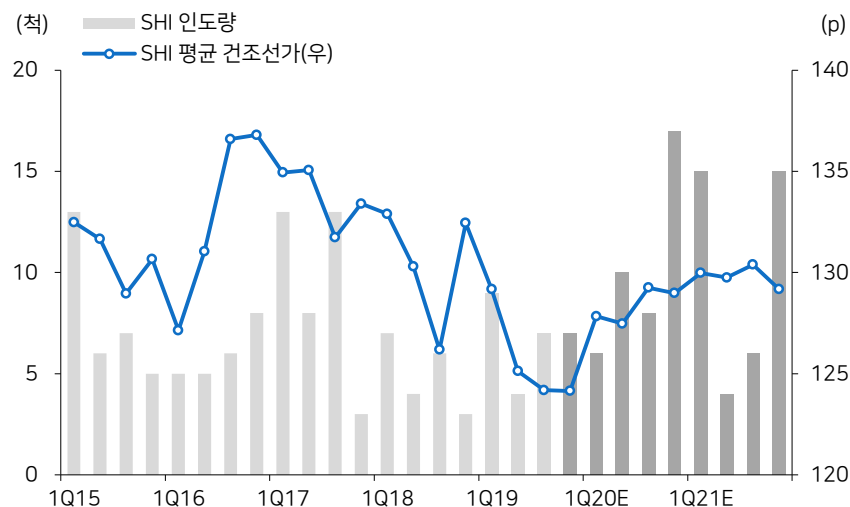
주: Clarksons 참고 기준으로 추정, 인도시기가 미공개인 수주는 12월로 반영
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - 척당 건조선가 상승

LNG관련 선박 수주로 조선4사, 2020년 턴어라운드

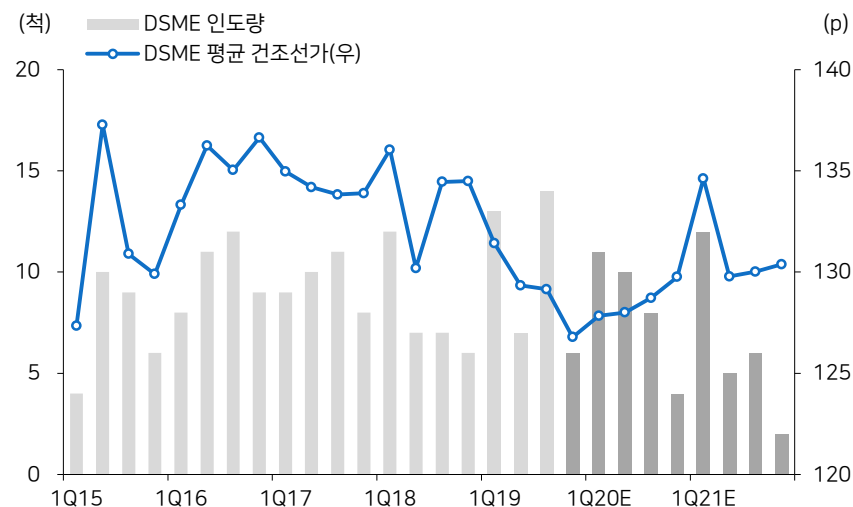
- 삼성중공업 평균 건조선가 Index는 3Q19 124.1p로 저점 기록한 뒤 상승, 2H20 129.2p 추정
- 대우조선해양 평균 건조선가 Index는 4Q19 126.8p로 저점 예상, 2H20 129.2p로 상승 추정
- 조선업체별 발표한 수주내역과 Clarksons 집계기준은 상이하나, 조선 4사를 동일 기준으로 단순화 비교
- 평균건조선가 Index기준 저점은 현대(3Q18) > 미포(4Q18) > 삼성(4Q19), 대우(4Q19) 순 추정
- 미인도 Drillship(삼성 5기, 대우 5기)에 대한 재고자산 손실반영은 3Q19 대부분 마무리. 20년 개선 예상

삼성중공업 인도량, 평균 건조선가 추정(Clarksons 기준 index)



주: Clarksons 참고 기준으로 추정, 인도시기가 미공개인 수주는 12월로 반영
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양 인도량, 평균 건조선가 추정(Clarksons 기준 index)



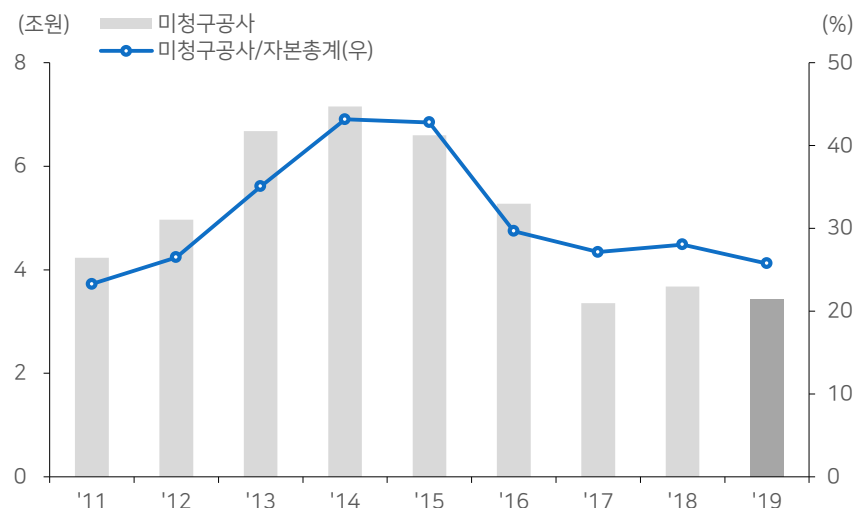
주: Clarksons 참고 기준으로 추정, 인도시기가 미공개인 수주는 12월로 반영
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - 미청구공사 감소, 자본확충으로 재무구조 안정

Heavy-Tail 계약분 건조 급증, 발주취소/인도지연으로 미청구공사 증가, 현재 정상화 단계

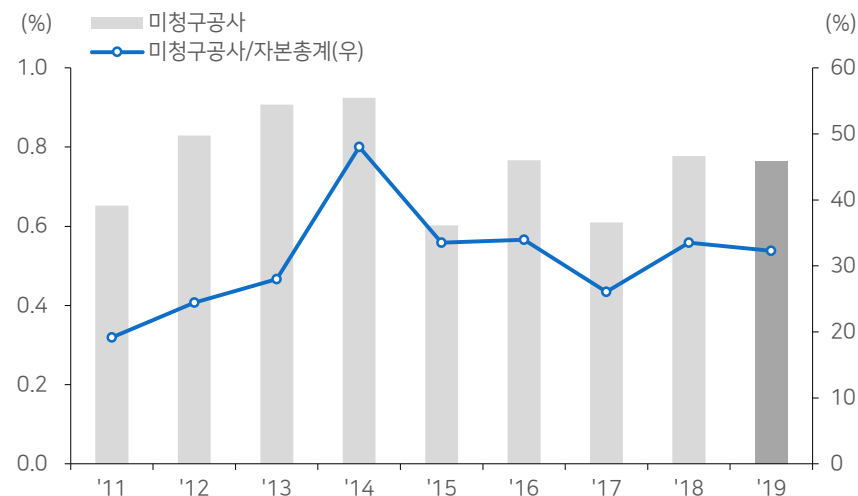
- 한국조선해양(舊현대중공업)의 미청구공사는 09년 4조 3,606억원에서 14년 7조 1,540억원으로 최고치를 기록, 이후 3Q19 기준 미청구공사(계약자산)는 3조 4,373억원
- 자본총계 대비 미청구공사 비율은 14년 43.2%에서 3Q19 기준 25.8%로 하락, 정상화 단계에 진입
- 현대미포조선의 미청구공사는 09년 6,846억원에서 14년 9,248억원으로 증가, 3Q19 7,633억원을 기록
- 자본총계 대비 미청구공사 비율은 14년 48.0%에서 3Q19 기준 32.3%로 하락

한국조선해양(현대중공업)의 미청구공사, 미청구공사/자본총계 비율 추이



주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대미포조선의 미청구공사, 미청구공사/자본총계 비율 추이



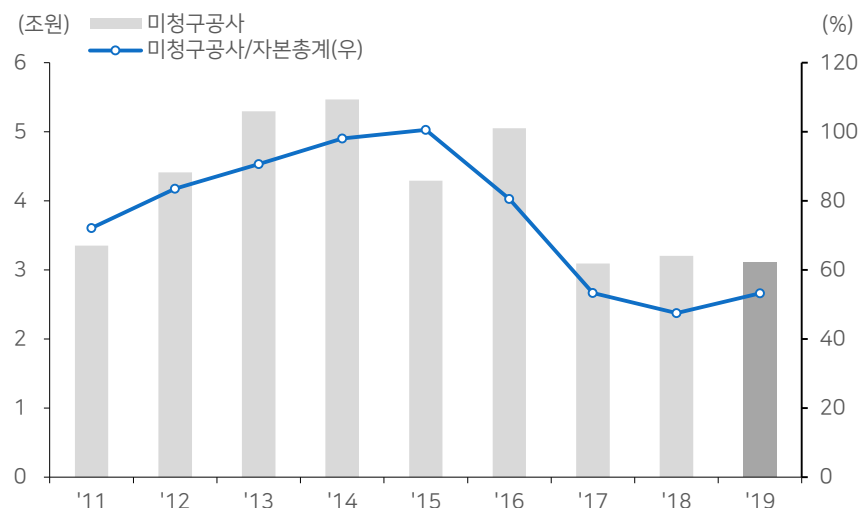
주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주도권의 이동: 한국 - 미청구공사 감소, 자본확충으로 재무구조 안정

Heavy-Tail 계약분 건조 급증, 발주취소/인도지연으로 미청구공사 증가, 현재 정상화 단계

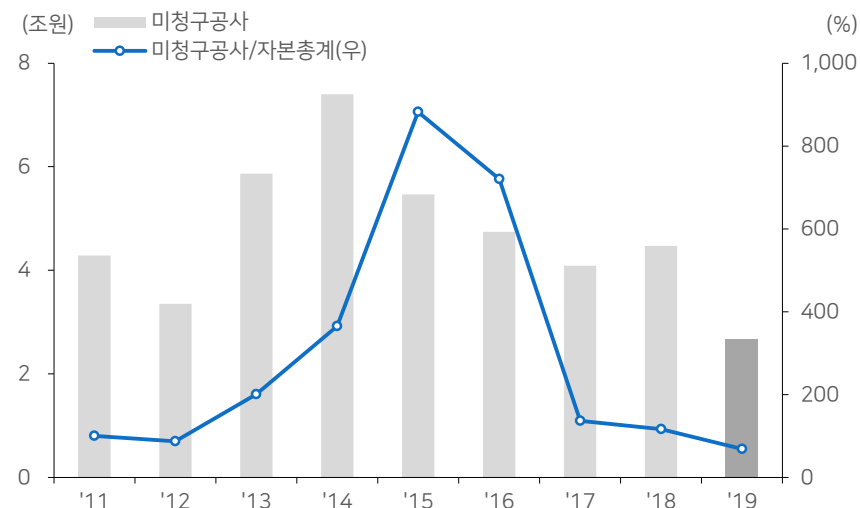
- 삼성중공업의 미청구공사는 09년 3조 1,838억원에서 14년 5조 4,682억원으로 증가, 3Q19 기준 3조 1,118억원 수준. 16년과 18년 두 차례 유상증자 실시
- 자본총계 대비 미청구공사 비율은 15년 100.6%에서 3Q19 기준 53.3%로 하락
- 대우조선해양의 미청구공사는 09년 4조 4,938억원에서 14년 7조 3,959억원으로 증가, 3Q19 기준 2조 6,732억원 수준. 17년 채권단 출자전환과 영구채 발행을 통해 대규모 자본 확충
- 자본 대비 미청구공사 비율은 15년 882.6%에서 3Q19 기준 68.7%로 하락, 상대적으로 높지만 안정세

삼성중공업의 미청구공사, 미청구공사/자본총계 비율 추이



주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대우조선해양의 미청구공사, 미청구공사/자본총계 비율 추이



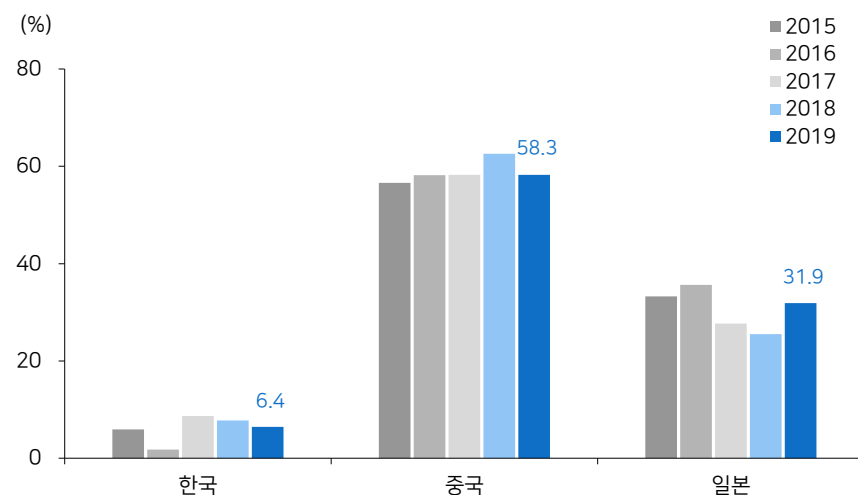
주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

19년 탱커는 한국·중국의 경쟁, 벌크선은 중국·일본 경쟁구도 유지

Low-end 선종인 벌크선, 탱커 경쟁구도는 변화 없음. 중국과 일본은 자국발주에 연동된 M/S

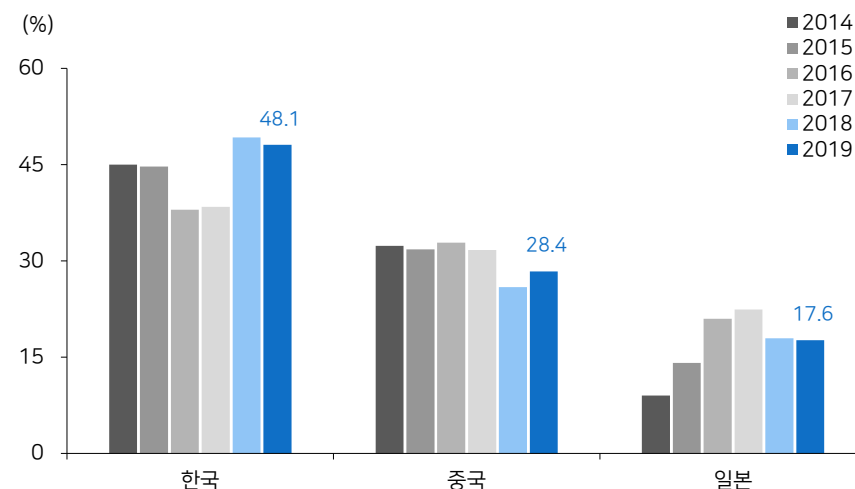
- 19년 10월말 기준 전세계 벌크선 수주잔고 국가별 M/S는 중국 58.3%, 일본 31.9%, 한국 6.4%
- 벌크선의 14~18년 평균 수주잔고 M/S는 중국 59.4%, 일본 29.8%, 한국 6.7% → 중국과 일본의 경쟁
- 19년 10월말 기준 전세계 탱커 수주잔고 국가별 M/S는 한국 48.1%, 중국 28.4%, 일본 17.6%
- 탱커의 14~18년 평균 수주잔고 M/S는 한국 43.1%, 중국 30.9%, 일본 16.9% → 한국과 중국의 경쟁
- 19년 탱커시장에서 중국 점유율 상승이 두드러짐, 20년 환경규제 시행 시 한국의 M/S 제고 여부 주목

벌크선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이 - 중국·일본의 경쟁, 자국 발주



주: 각 시점별 연말 기준, 19년은 10월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

탱커 잔고 중 국가별 점유율 추이 - 한국·중국의 경쟁, 19년 중국의 상승



주: 각 시점별 연말 기준, 19년은 10월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

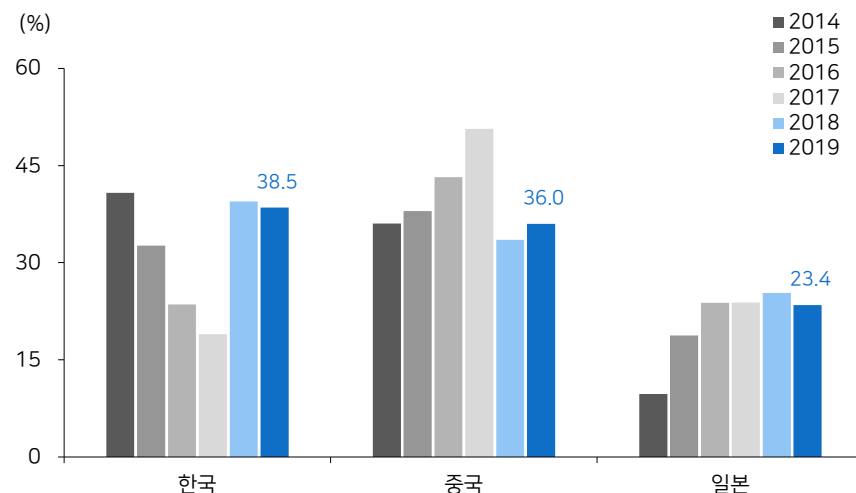
High-end 선종에서의 한국의 경쟁력은 굳건

**LNG=한국, 절대적 우위의
경쟁력 구축**

**컨테이너선은 Alliance에 따른
3개국 경쟁구도 유지**

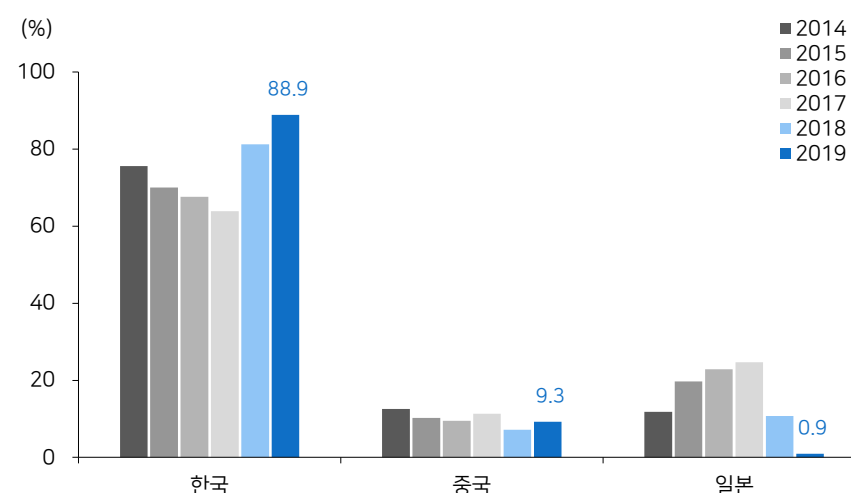
- 19년 10월말 기준 전세계 컨테이너선 수주잔고 국가별 M/S는 한국 38.5%, 중국 36.0%, 일본 23.4%
- 컨테이너선의 14~18년 평균 수주잔고 M/S는 중국 40.3%, 한국 31.1%, 일본 20.3% → 가장 치열한 경쟁
- 19년 10월말 기준 전세계 LNG선 수주잔고 국가별 M/S는 한국 88.9%, 중국 9.3%, 일본 0.9%
- LNG선의 14~18년 평균 수주잔고 M/S는 한국 71.7%, 일본 18.0%, 중국 10.2% → 한국의 절대적 우위
- 중국·러시아 자국발주를 제외하면 18~19년 LNG선 수주는 한국 100% → 'LNG=한국'

컨테이너선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이 - 3국간 가장 치열한 경쟁



주: 각 시점별 연말 기준, 19년은 10월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

LNG선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이 - 100%를 향한 비중 증가세



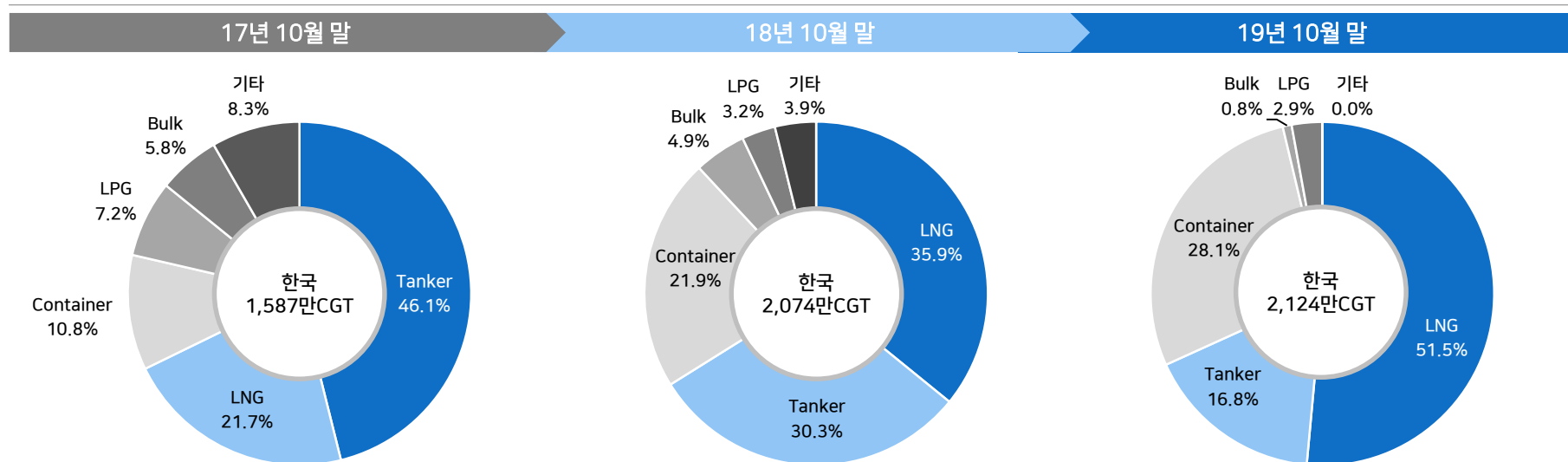
주: 각 시점별 연말 기준, 19년은 10월 말 기준, DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

한국: 수주잔고의 51.5%가 LNG선, 질적 개선은 지속

수주잔고 구성: LNG 51.5%,
컨테이너선 28.1%, 탱커 16.8%
→ LNG, 컨테이너선 비중 급증

- 19년 10월 말 기준 한국 조선업계 수주잔고는 2,124만CGT로 전년 동기 대비 2.4% 증가
- 17년 10월 선종별 잔고 구성은 탱커(46%) > LNG선(22%) > 컨테이너선(11%) > LPG+벌크(13%) 순
- 19년 10월은 LNG선(52%) > 컨테이너선(28%) > 탱커 (17%) > LPG+벌크(4%) 순
- 19년에 발주된 17만CBM급 이상 LNG선 35척 중 32척을 국내 조선사가 수주(18년은 100% 수주)
- 나머지 3척 중 2척의 선주는 중국 CSSC Shipping Leasing, 자국 내 Hudong-Zhonghua 조선소에 발주

한국의 수주잔고 선종별 비중은 LNG선과 컨테이너선 비중이 급증 - 17년 LNG선 비중 21.7% → 18년 35.9% → 19년 51.5%



주: 수주잔고는 CGT 기준

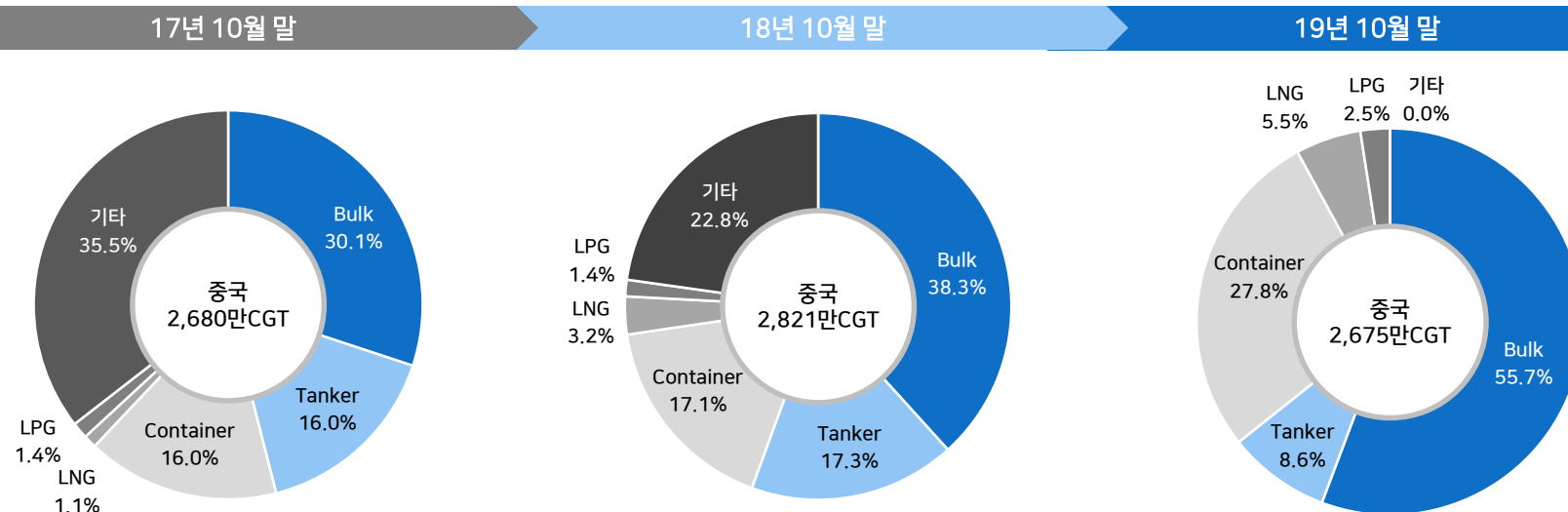
자료: Clarksons, 메리츠금융증권 리서치센터

중국: 수주잔고의 55.7%가 벌크선, 수주잔고 5.1% 감소

19년 잔고 구성: 벌크선 55.7%,
LNG 5.5%로 변화없는 Mix
→ LNG선은 자국발주에 의존

- 19년 10월 말 기준 중국 조선업계 수주잔고는 2,675만CGT로 전년 동기 대비 5.1% 감소
- 17년 10월 선종별 잔고 구성은 벌크선(30%) > 탱커(16%) > 컨테이너선(16%) > LNG(1%) 순
- 19년 10월 구성비는 벌크선(56%) > 컨테이너선(28%) > 탱커 (9%) > LNG(6%) 순
- 18년 79.8K CBM급 LNG선 2척, 7.5K CBM급 LNG선 2척 / 19년 17.4K CBM급 LNG선 2척 수주(자국 선주)
- 중화계 Alliance인 CMA-CGM의 컨테이너선 발주, 자국 벌크선 발주로 수주잔고 증가

중국의 수주잔고 선종별 비중은 벌크선 비중이 급증 - 17년 벌크선 비중 30.1% → 18년 38.3% → 19년 55.7%



주: 수주잔고는 CGT 기준

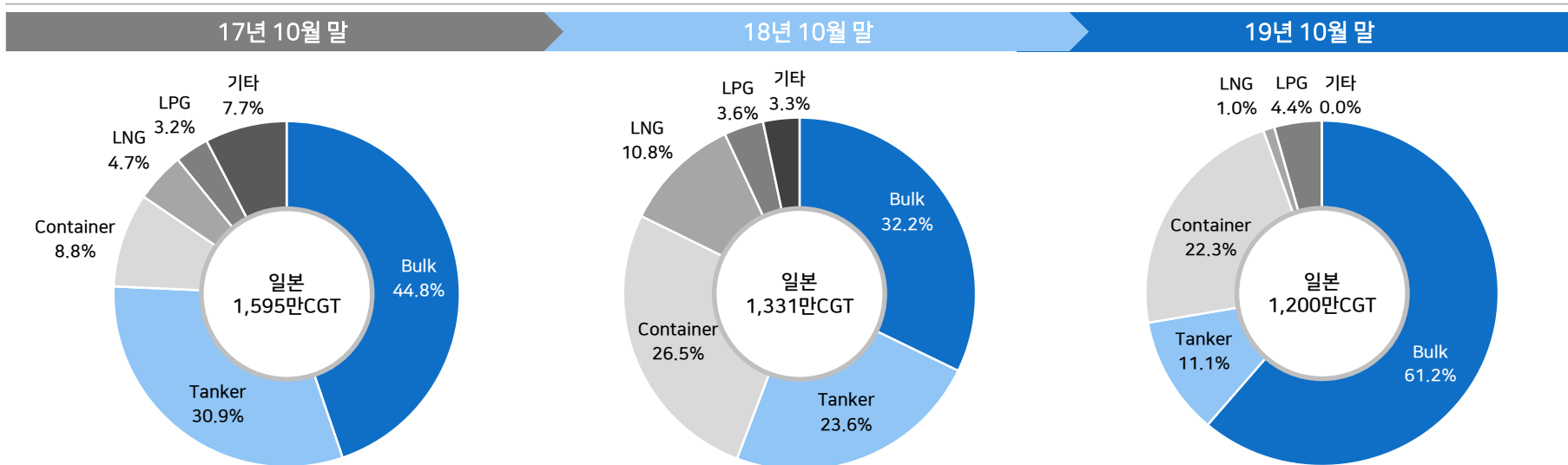
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

일본: 수주잔고 중 LNG선 비중은 1.0%, 수주잔고 9.8% 감소

19년 잔고 구성: 벌크선 61.2%,
LNG 1.0% → LNG선 비중
급감, 중국과의 벌크선 경쟁

- 19년 10월 말 기준 일본 조선업계 수주잔고는 1,200만CGT로 전년 동기 대비 9.8% 감소
- 17년 10월 선종별 잔고 구성은 벌크선(45%) > 탱커(31%) > 컨테이너선(9%) > LPG+LNG(8%) 순
- 19년 10월 구성비는 벌크선(61%) > 컨테이너선(22%) > 탱커(11%) > LNG+LPG(5%) 순
- 19년 누계 수주는 45억달러로 3국 중 가장 부진(한국 137억달러, 중국 160억달러). 자국 발주에만 의존

일본의 수주잔고 선종별 비중은 벌크선 비중 압도적, 자국의 벌크선+컨테이너선 발주 의존 - 17년 벌크선 비중 44.8% → 18년 32.2% → 19년 61.2%



주: 수주잔고는 CGT 기준

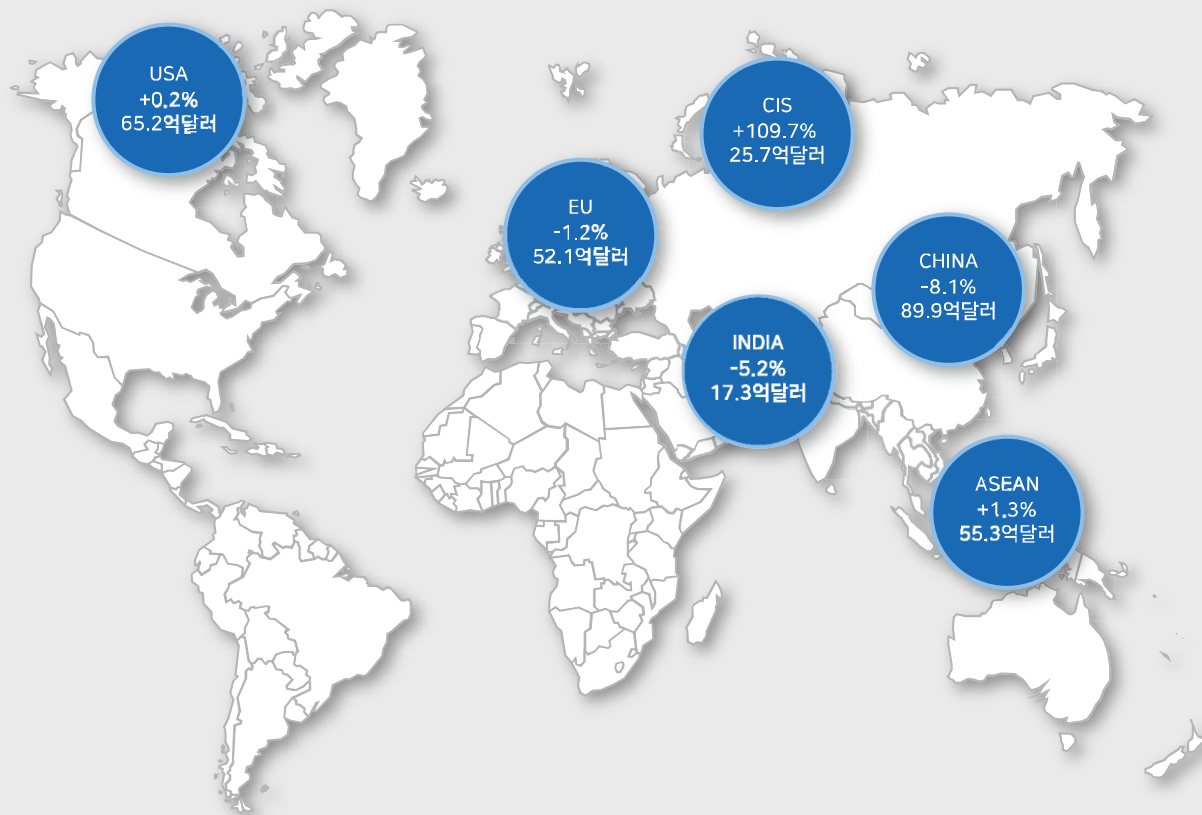
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Part VI

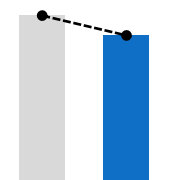
NEXTopia?

기대사회에서 사람들은 이미 했거나, 벌써 일어난 일에는 흥미를 잃는다. 대신 곧바로 다음 할 일에 더 주목한다. 어제 기대했던 '그날'이 오늘이었듯이, 이제 오늘의 새로운 관심사는 바로 '내일'이다. 제품의 출시를 예고하고 나면, 그 제품이 실제로 출시됐는지 또는 기업의 실제 실적과는 상관없이 해당 기업의 시장 가치가 급등한다. 놀랍게도 이러한 예고가 신빙성이 있는지의 사실 자체는 기업의 시장 가치에 아무런 영향을 미치지 않는 것으로 드러났다. 기대사회는 현재의 상태에 만족하지 못하게 하고 끊임없이 새로운 기대감을 품어야만 행복을 느끼게 만든다. **변화에 대한 기대가 곧 기업의 가치이다.** - 마이클 달렌 'Nextopia 미래에 중독된 사람들 중'

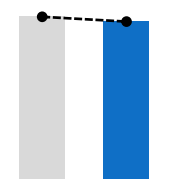
중국, 인도, EU의 부진 - 기계업종의 수출 둔화 지속



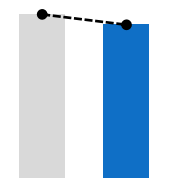
건설기계
-12.7%, 46.1억달러



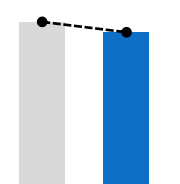
공작기계
-5.8%, 21.4억달러



금형
-6.8%, 21억달러



기계요소
-5.6%, 40.2억달러

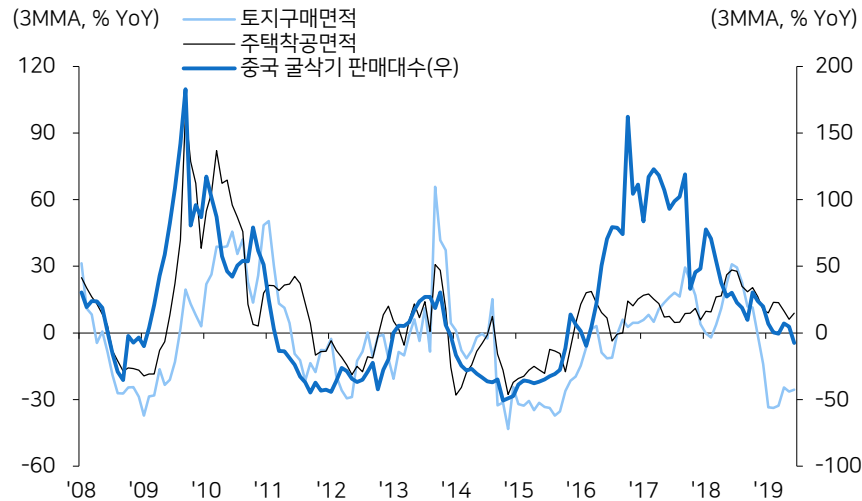


NEXTopia? - 미지의 인프라 투자, 건설기계의 기대치는 낮춰야

16~19년 건설기계 시장의 장기
호황, 미래 가치를 부여하기엔
불확실성이 큰 현실

- 현실에 대한 불만이 커질수록 심리적 방어 기제가 작용 - 미래에 대한 가치를 더 부여
- 최근 3~4년간 지속된 전세계 건설기계 시장 호조는 뚜렷한 하향세로 전환 → 중국 시장에서 해외기업 M/S 급락, 인도 등 신흥시장 판매 둔화. 제조업체들의 가이드선스 하향 지속
- 중국·인도·중동 등 신흥시장의 경기부양을 위한 인프라 투자 Vs. 미국·유럽의 경기 호조 → 불확실성 ↑
- 호황기의 Valuation 레벨의 하향은 불가피, 이미 경험한 자극에 사람은 똑같이 흥분하지 않음

중국 주택착공면적, 토지구매면적 및 굴삭기 판매 증감을 추이



자료: CEIC, 중국공정기계협회, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 건설기계 업체의 2015~19년 PBR 지수 추이 (2015.01.02 100p 기준)



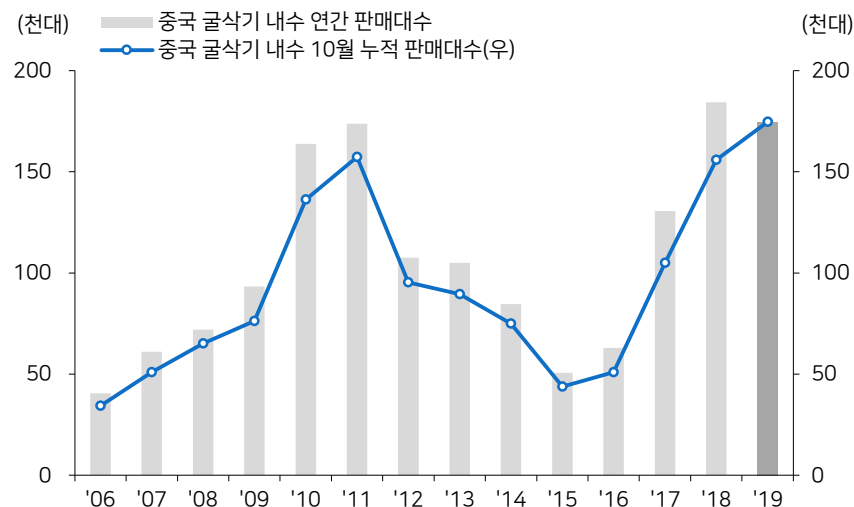
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 중국, Local 업체만 좋았다

19년 중국 건설기계, 최대 판매
갱신 유력하나 풍요 속 빈곤 -
Sany 판매량 +28% YoY, 두산·
현대·Caterpillar 판매는 역성장

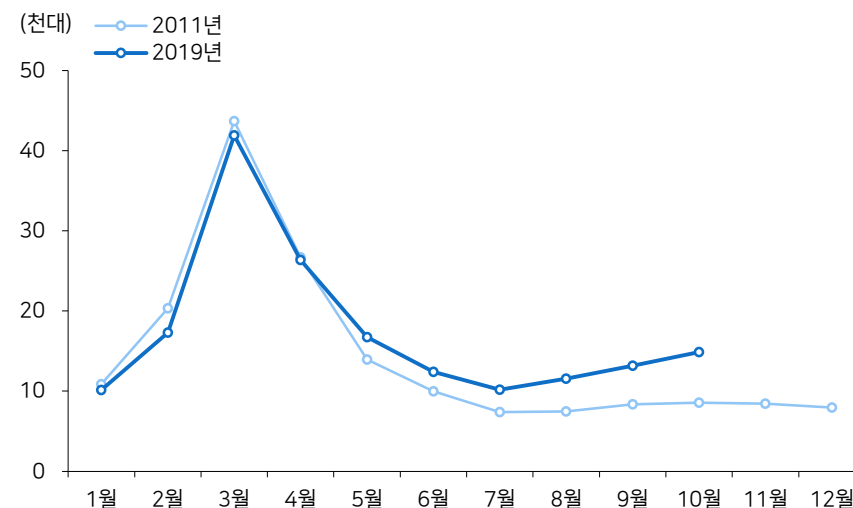
- 중국 굴삭기 판매는 18년 184,320대(+41.1% YoY)를 기록하며 사상 최대 판매량 기록
- 19년 10월 중국 굴삭기 내수 누적 판매대수는 174,680대(+12.1% YoY), 11년 이후 최대 판매량
- 19년 1~10월 판매량(평균 17,468대)과 11년 월간 판매량을 감안하면, 19년 판매량 20만대 돌파 가능
- 19년 건설기계 판매 호조의 Risk: 1) 20년 Tier 4 엔진규제 도입에 따른 선수요 가능성, 2) 10~11년 판매분 교체수요 가능성, 3) 중국 Local 업체의 시장점유율 확대(M/S 두산 7.4%, 현대 3.7%, Sany 24.9%)

중국 굴삭기 내수 연간 및 월 누적 판매대수 추이 - 4년간 성장세 지속



자료: 중국공정기계협회, 메리츠증권증권 리서치센터

2011년, 2019년 중국 굴삭기 내수 월간 판매량 비교 - 최고치 경신 확실 시



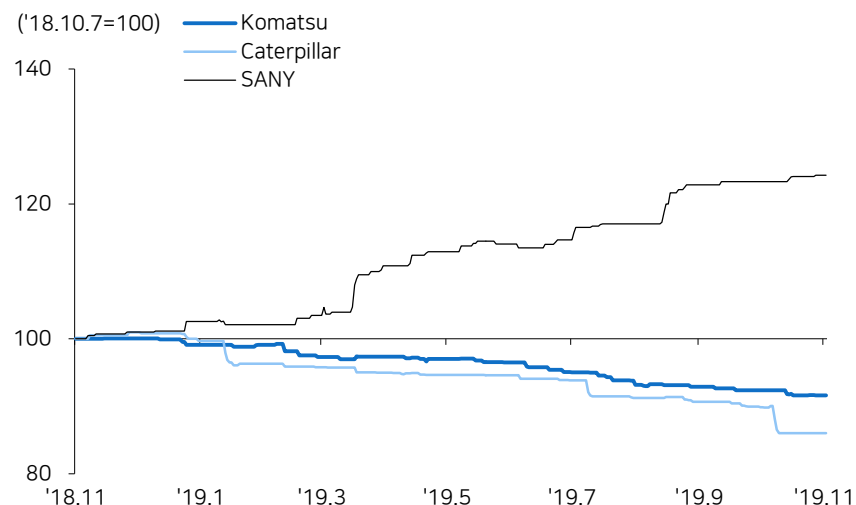
자료: 한국무역협회, 중국공정기계협회, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 건설기계, 시장의 눈높이는 Peak-out을 인정

컨센서스는 하향세, 중국 Peak-out과 경쟁 심화우려 반영.
국내 업체, 신흥국 Exposure가 불확실성으로 작용

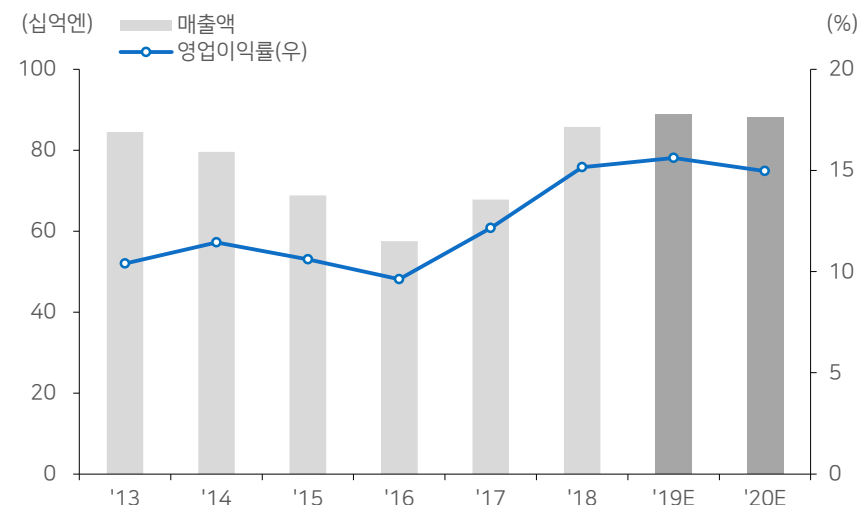
- 건설기계 업체들의 매출·영업이익 컨센서스는 18년 하반기 이후 하향세, 중국 SANY만 상향 추세 유지
- 19년 YTD 기준 주요 건설기계 업체 주가는 SANY +69.9%, Caterpillar +17.6%, Komatsu +15.8% 기록
- 반면, 미·중 무역분쟁이 시작된 18년 3월 이후, 건설기계 업체 주가는 Caterpillar +1.2%, 두산밥캣 +1.0%, 두산인프라코어 -38.0%, 현대건설기계 -64.6% 기록 → 신흥국 비중이 큰 업체의 주가 약세 뚜렷
- 1위 기업 Caterpillar도 경쟁심화에 따른 점유율 하락을 예상하며 중국시장에 대해 보수적 전망 제시

미국, 일본, 중국의 대표 건설기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주1: 2020년 컨센서스 기준, 주2: Komatsu의 경우 FY2020(2020.4~2021.3) 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국, 일본, 중국의 건설기계 3사 합산 매출액, 영업이익 컨센서스 추이



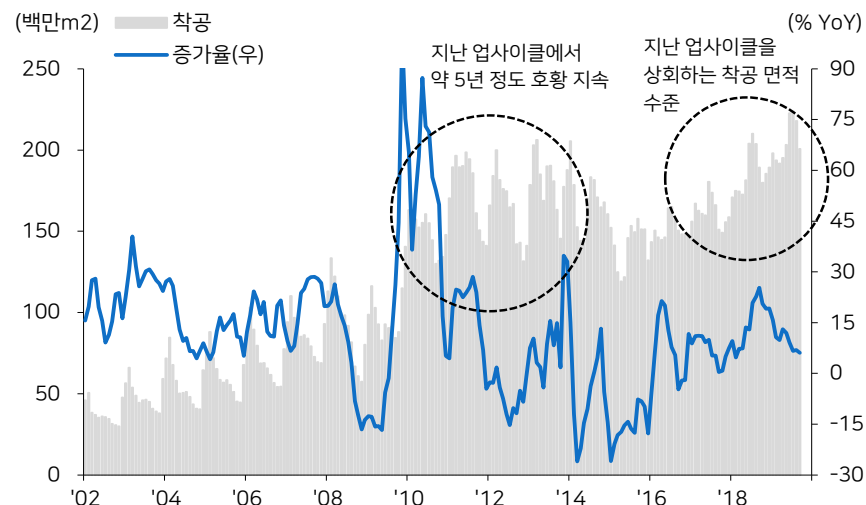
주: Komatsu, Caterpillar, SANY 회계 결산월 기준, 합산 매출액 및 영업이익 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 중국 시장의 성장은 확연히 둔화될 가능성

착공의 지속력은 토지 매입에 의해 결정, 20년 하반기 둔화 가능성 → 건설기계 수요 둔화

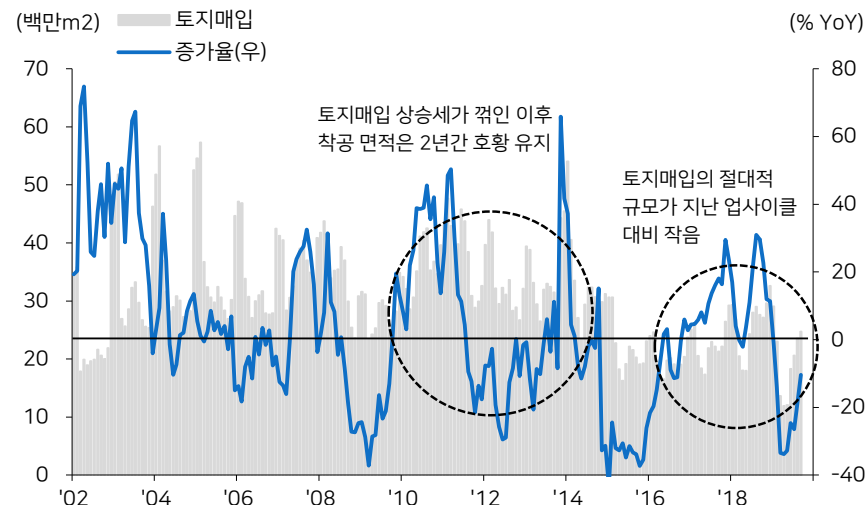
- 전세계 최대 건설기계 단일시장인 중국, 10년 이후 중국 건설경기는 2번의 호황기를 겪음. 각 호황기의 착공 면적은 100.7억m², 95.4억m²으로 05~09년 평균의 2.0배 수준 → **10년 고점을 상회한 19년**
- 반면, 19년 착공과 토지 매입의 괴리 확대, 이는 중단 프로젝트에 기인. 16~19년 중국시장의 호황은 토지 재고에 의한 착공 사이클로 해석, **신규 토지 매입의 증가가 없다면 Peak-out은 불가피**
- 주택·건축 수요 증가라면 중소형 건설기계(중국 Local, 두산밥캣), 인프라 수요 증가라면 중대형 건설기계(현대건설기계, 두산인프라코어) 회복으로 연결 → 19년 시장점유율은 Local(SANY)만 호조

중국 착공 면적 추이



자료: NBS, CEIS, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 토지 매입 면적 추이



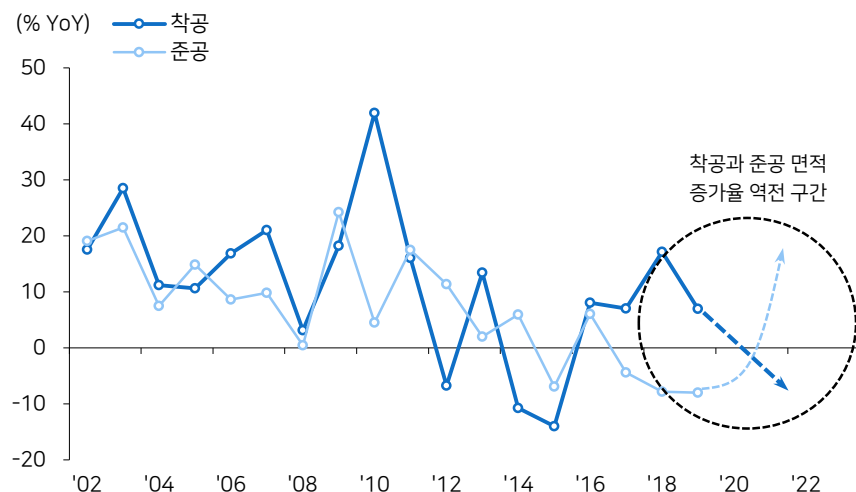
자료: NBS, CEIS, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 중국시장, 인프라가 없다면 성장은 없다

주택착공은 20년 하반기 둔화,
정부의 인프라 투자 확대가
중국 건설기계 시장 성장의 키

- 중국 인프라 부문 고정자산투자 증가율이 2018년 3분기 양수로 전환하며 중국 건설경기 하방을 만들었으며 2020년 초 인프라 투자 증가율은 6~7%까지 회복할 전망
- 중국의 주택 기성면적은 19년 7월부터 완만히 증가세 둔화 중, 신규 착공 감소와 준공 증가가 원인
- 20년 하반기에 중국 주택 착공면적은 감소세로 전환하여 준공면적과 역전될 전망 → 인프라투자 필요
- 20년 전인대에서 대규모 인프라 투자 발표가 없다면, 인프라를 통한 건설수요 증가가 주택수요 감소를 상쇄하기 어려울 것 → **20~21년 중국 굴삭기 수요는 평균 16~17만대(19년 19~20만대) 전망**

중국 주택 착공 및 준공 면적 증가율 추이 및 전망 - 2020년 하반기 둔화



자료: OECD, 메리츠증권리서치센터

중국 인프라 부문 고정자산투자 증가율 추이 - 추가 부양책 필요



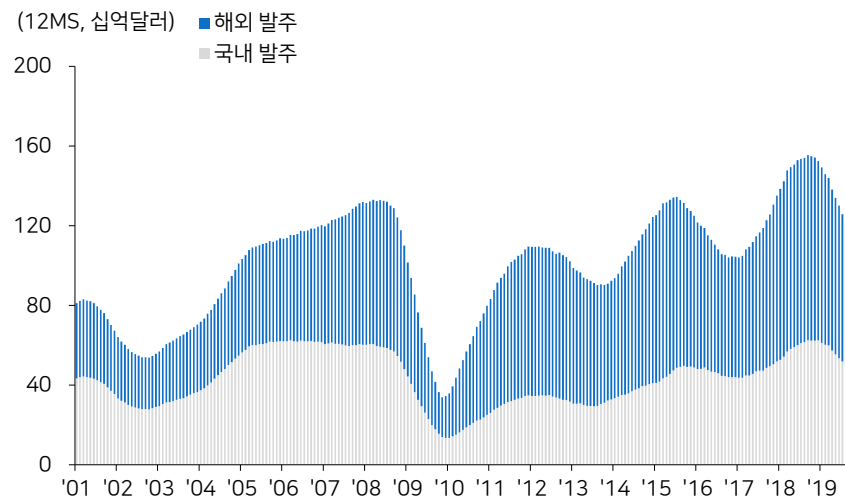
자료: WSA, 메리츠증권리서치센터

경기 우려 - 공작기계의 Down Cycle로 직결

일본 공작기계 해외 수주는
4Q18부터 급격히 둔화,
미·중 무역전쟁 리스크

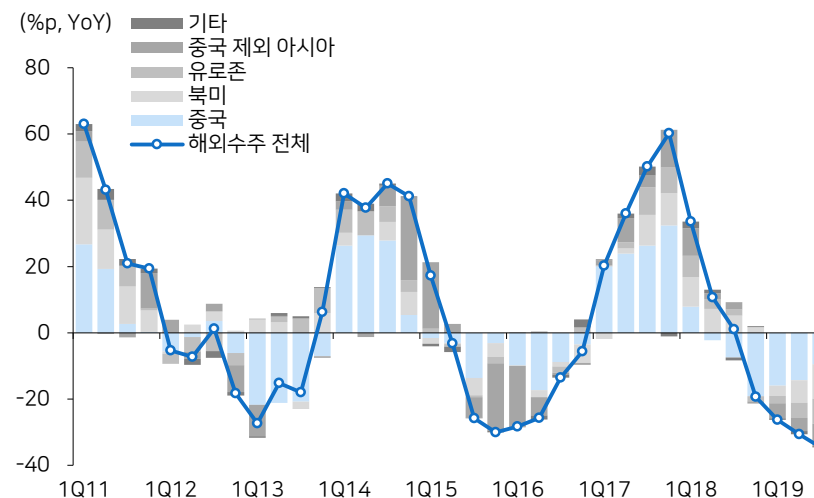
- 무역분쟁 리스크가 업황 악화로 가장 직결된 업종은 공작기계, 제조업 CAPEX 위축이 확연히 확인
- 19년 3분기 누계 기준, 일본 공정·공작기계업계의 신규 주문액은 전년 대비 31.1% 감소
- 동기간 일본 내수 주문량은 전년 대비 32.3% 감소, 해외 주문량은 전년 대비 30.3% 감소
- 해외주문 지역별 기여도는 유로존 -7.5%p, 중국 -9.5%p, 북미 -10.4%p로 전 지역에서 둔화되는 모습
- 전년 대비 해외주문은 18년 12월 -23.6% 19년 3월 -28.5%, 6월 -36.4%, 9월 -40.6% 감소하며 둔화 지속
동기간 중국향 주문이 18년 12월 -56.4%, 19년 3월 -44.0%, 6월 -59.7%, 9월 -42.1%로 하락의 주원인

일본 공작기계 수주액 추이 - 해외 수주는 21개월 연속 증가 후 감소세 지속



주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 해외발주 기여도 추이 - Down Cycle 주기상으로는 4Q19 저점 통과



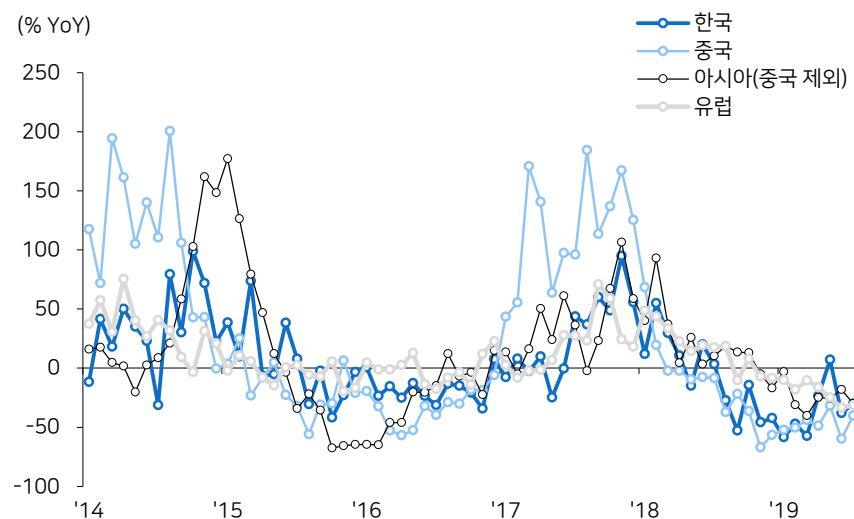
주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

경기 우려 - 공작기계, 전 지역의 CAPEX 위축 확인

공작기계의 Peak-out 우려도
중국이 주원인. 공작기계는 4년
주기를 반복, 1Q20 저점 전망

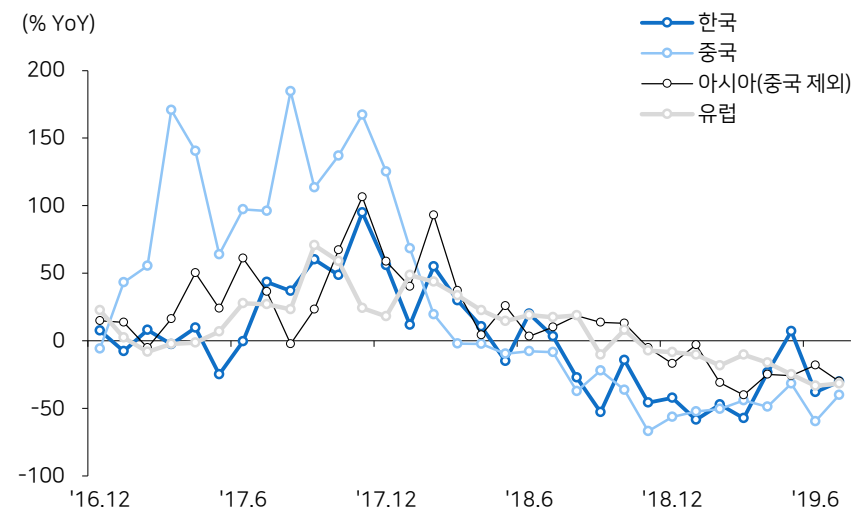
- 일본 공정·공작기계업계의 해외 수주는 전세계 제조업계의 CAPEX Cycle의 동행 지표
- 전세계 건설기계 부문을 제외하고, 19년 해외 수주는 전지역, 전수요처 모두 두 자릿수의 역성장
- 16년 말부터 진행된 Up-Cycle은 18년 불거진 미·중 무역분쟁으로 Down-Cycle 진입
→과거 Down Cycle 감안 시 회복까지 2년 소요, 주기상으로 **현재 Down-cycle 20년 1분기에 반등 예상**

14년 이후 일본 공작기계 주요 지역별 수주 추이



자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

16년 말 이후 일본 공작기계 주요 지역별 해외수주 추이



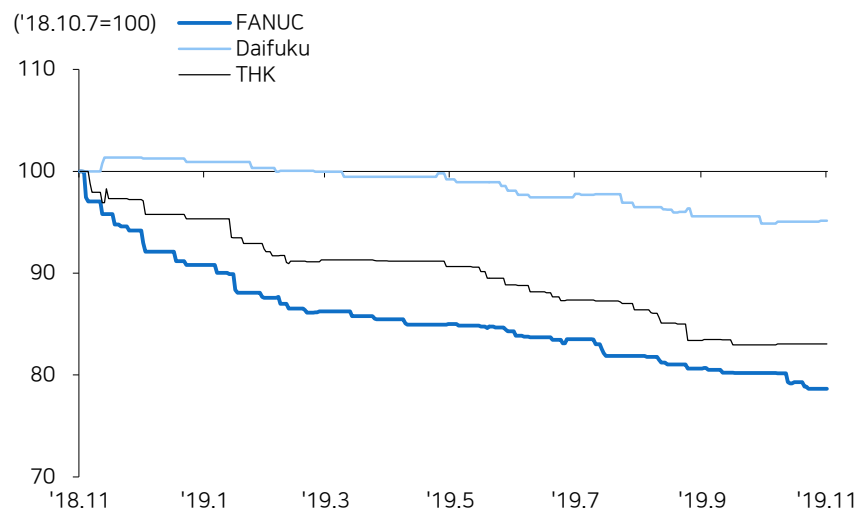
자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 공작기계, 낮아진 눈높이

일본 공작기계·Auto 업체의 실적 컨센서스는 하향 추세

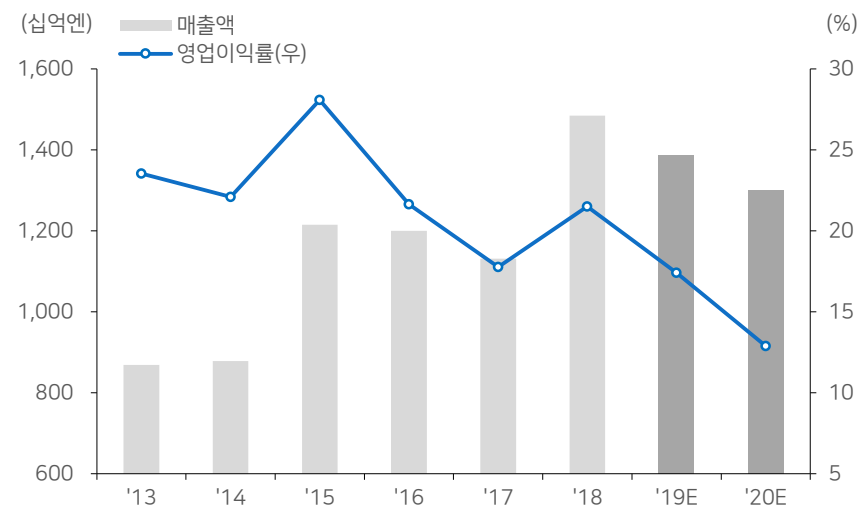
- 일본 공작기계 주요 업체들에 대한 매출액, 영업이익 컨센서스는 18년 이후 하향세 지속 중
- 반면, 19년 YTD 기준 일본 주요업체 주가는 THK +49.4%, FANUC +30.2%, Daifuku +26.1%로 회복
- 3분기까지 하향세가 지속되던 시장의 눈높이는 4분기에 저점을 확인 중, 19년 3사 합산 매출액은 전년 대비 23.3% 감소, 20년 컨센서스는 6.0% 감소 수준 → 영업이익률 컨센서스: 19년 13.4%, 20년 13.0%

일본 공작기계 업체의 매출액 컨센서스 추이



주: FY2020(2020.4~2021.3) 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 공작기계 업체의 영업이익 컨센서스 추이



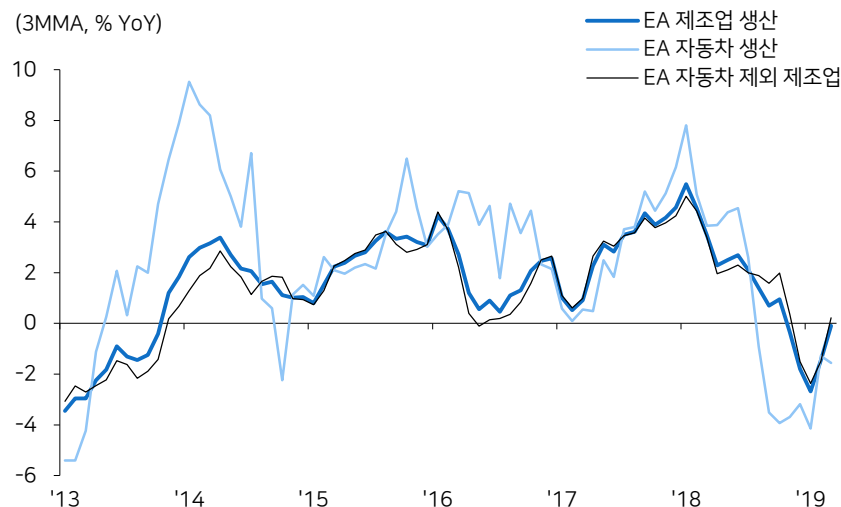
주: FANUC, THK, Daifuku 회계 결산월 기준, 합산 매출액 및 영업이익 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

경기 우려 - 공작기계, 4Q19~1Q20 저점을 통과할 전망

유로존, 자동차發 부진은 회복 전환. 제조업 부진이 문제, 재고 감안하면 4Q19~1Q20 저점

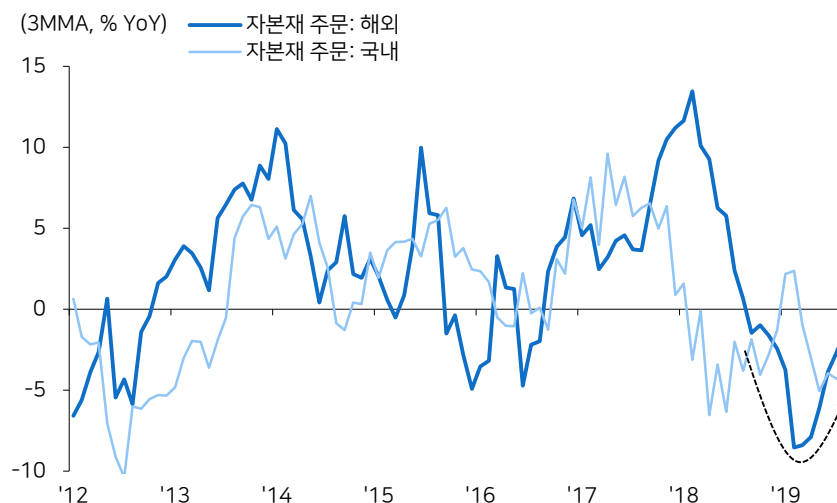
- 미국, 유로존의 경기 둔화 사이클, OECD경기선행지수로 보면 19년 3분기 저점 후 회복세 전환 기대
- 지난 25년간 미국 재고 사이클은 Up-cycle 평균 14개월, Down-cycle 13개월. 당사는 19년 4분기 Down-cycle 마무리 전망. **제조업 지수 하락이 12년 저점에 도달한 상황에서 자본재 해외 주문 반등 Signal** → 정치적 리스크 해소와 유럽지역 펀더멘털 회복 시 20년 1분기를 Down Cycle의 저점으로 판단
- 유로존과 미국의 생산, 재고 사이클 회복의 Signal은 공정공작기계의 회복에 직결될 가능성 높음 → **Signal은 High-end부문을 과점하는 일본업체의 해외주문 개선일 전망**

유로존 제조업 생산부진은 최악은 지나는 중, 4Q19 저점 기대



주: 자동차는 유로존 제조업 생산 내 운수장비 비중인 17%를 대입하여 추산
자료: Eurostat, 메리츠증권증권 리서치센터

독일 자본재 주문 증가율 - 해외 발주의 회복 가능성 높아짐



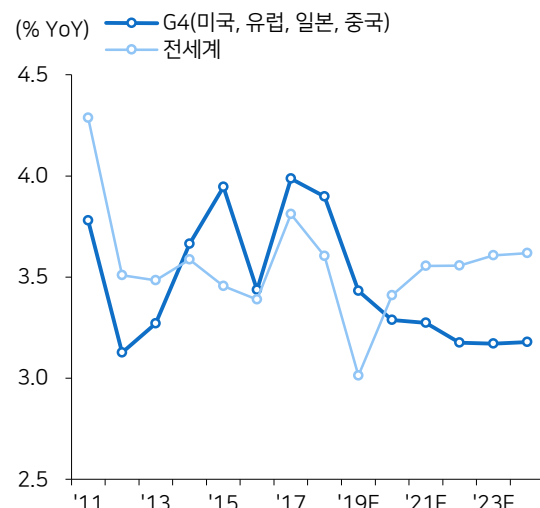
자료: 독일 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia! - 무역분쟁으로 인한 경기 회복은 2Q20 확인 전망

분쟁해소와 설비투자 재개를
위한 부양책이 Peak-out의 키.
당사는 2Q20 회복 확인 전망

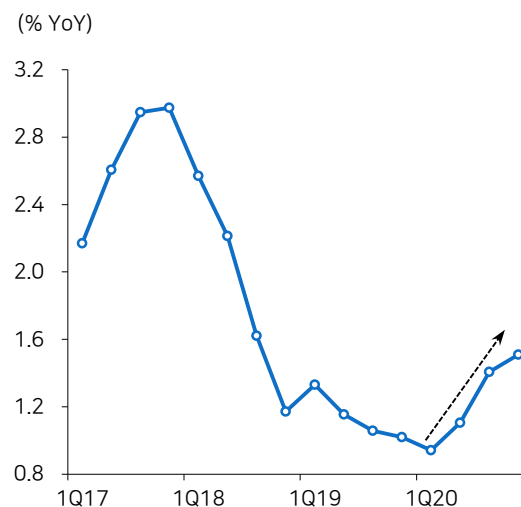
- 중국의 제조업 투자는 18년 하반기 +12.5%(YoY) 증가했지만, 무역분쟁 심화 이후 +2.5% 수준으로 급격히 위축. 설비투자는 마이너스로 전환 → **중국 정부의 추가 부양책없다면 Peak-out 유력**
- IMF는 전세계 경제성장률은 20년을 기점으로 회복 전망, 무역분쟁으로 경기 사이클이 변화하고 있음
- 미국 경기고점은 2Q18, 유로존 경기저점은 1Q20 → 미국·유로존·중국 모두 경기저점은 1Q20 전후
- 20년 무역분쟁 해소되고, 부양책 도입 → 제조업 실물지표 개선과 인프라 투자의 시차를 감안하면, **공작기계업종 투자 시기는 상반기, 건설기계업종 투자 시기는 하반기 예상**

글로벌 성장을 복원 및 G4의 영향력 약화



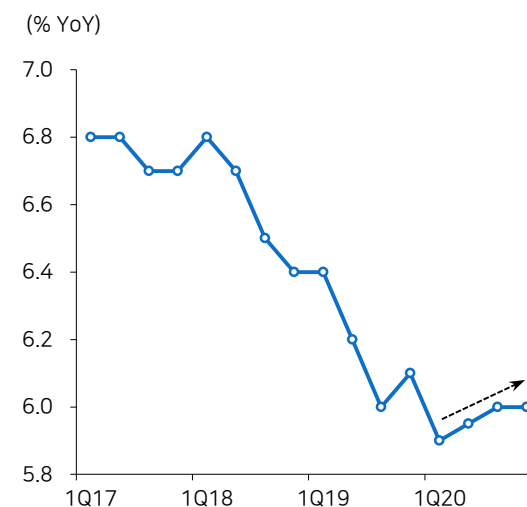
자료: IMF WEO, 메리츠증권증권 리서치센터

유로존 경기저점 시기는 1Q20 전망



주: GDP 성장률(YoY)기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 가파른 경기 둔화, 저점은 1Q20 전망



주: GDP 성장률(YoY)기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 플랜트기자재, 중장기 회복은 명확하나..

**Oil Major와 중동 국영기업
모두 Oil 비중 축소 투자 예상,
에너지원은 천연가스·신재생**

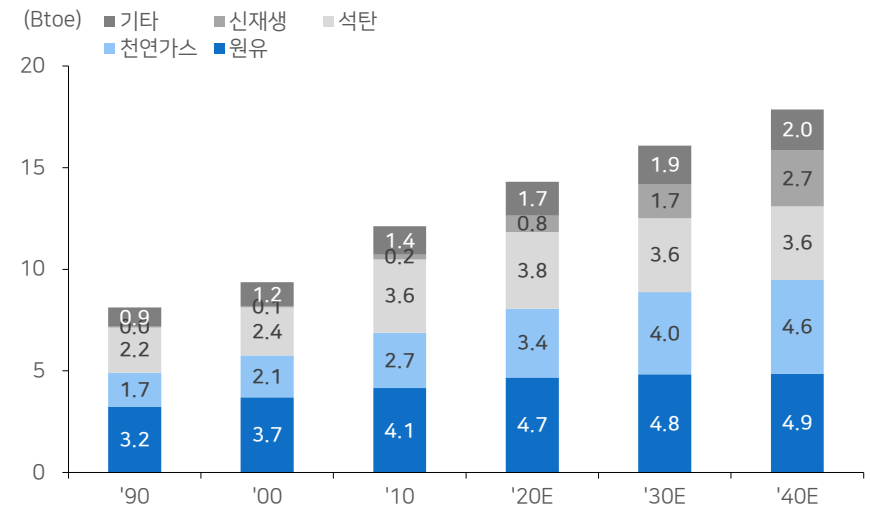
- 전세계 GDP 대비 CAPEX 규모는 19년 상반기 5.7%로 40년래 최저치, 미국의 GDP 대비 CAPEX 규모는 최근 10년 평균 수준인 5.9%에서 정체 중 → 공급과잉이 재고조정으로 확대될 수준은 아님
- 11월 독일 제조업 지표 Bottom-out 가능성 높음, 독일은 수출/최종수요 비중 34%, 제조업 비중 21%
- 에너지원 Mix: 17년 원유 39.2%, 천연가스 28.5%, 석탄 14.9%, 신재생 5.9%, 기타 11.6% → 40년 천연가스 35.2%, 원유 33.0%, 신재생 15.2%, 석탄 8.1%, 기타 8.6%로 구성
- 선진국과 신흥국 모두 전통 화석연료인 원유, 석탄에서 친환경연료인 천연가스와 신재생으로 변화

독일-미국 제조업 PMI 차이와 유로화 추이 - CAPEX, PMI 모두 저점



자료: Markit, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계 에너지원별 소비량 추이 및 전망



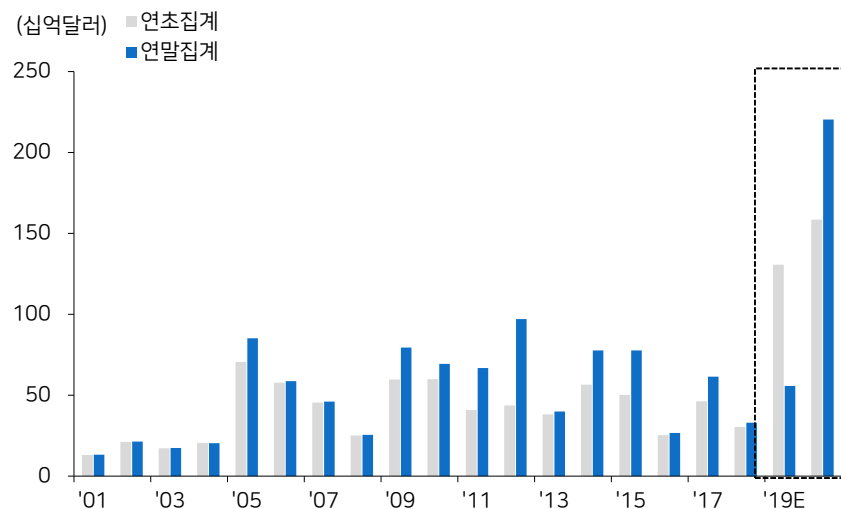
주: Btoe = Billion tonnes oil equivalent, 1TOE = 10,000,000kcal = LNG 766.9kg 기준
자료: BP, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia? - 플랜트, 19년 중동 발주예산의 60% 미집행

실제 집행률 40~60% 적용 시
19~20년 발주는 18년 대비
2~3배 급증하나, 대부분 지연

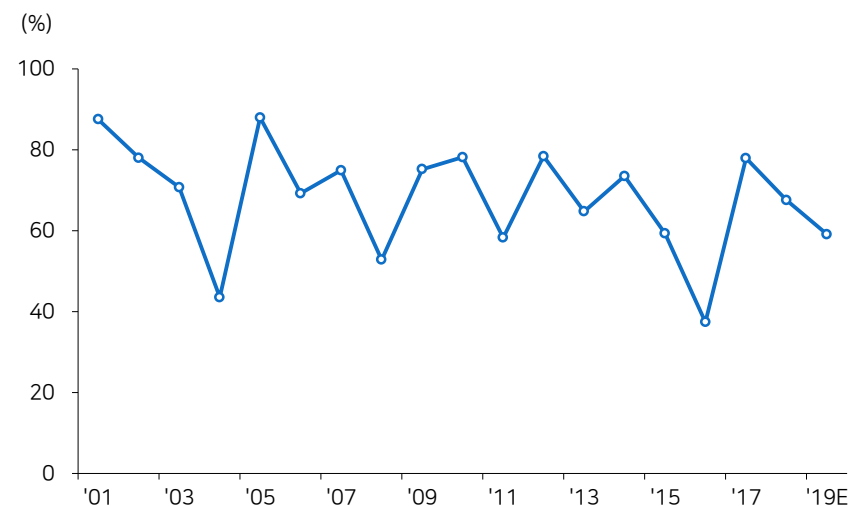
- 19~20년 책정된 MENA 지역 플랜트 예산은 과도한 수준으로 편성, 예산의 실질 집행률이 낮아 예산 계획의 신뢰성이 떨어지는 점이 문제
- 19~20년 Oil, Gas, Chemical 플랜트 발주 예산 규모는 각각 1,306억달러, 1,585억달러로 3년 평균의 4배
- 최근 10년간 예산대비 실제 집행률은 61.6%, 최저치는 40.7%(16년) 수준
- 연초와 비교해 볼 때 예산 계획의 60%가 현재 지연 상태, 20년 예산이 더 증가했지만 집행여부 불확실

중동 Oil, Gas, Chemical 플랜트 발주 예산은 역대 최대였으나 조정



자료: MEED, 메리츠증권리서치센터

Oil, Gas, Chemical 예산의 실제 집행률 추이 - 평균 62%, 최저 41%



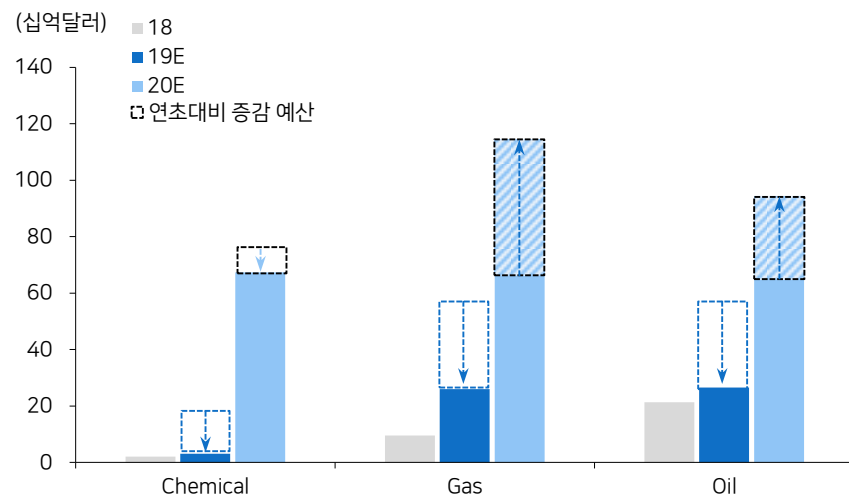
자료: MEED, 메리츠증권리서치센터

NEXTopia? - 플랜트, 19~20년 예산에 대한 신뢰는 아직 낮음

모든 부문에서 예산 집행이
계획보다 느려지고 있음, 특히
Oil 부문의 지연 규모가 큼

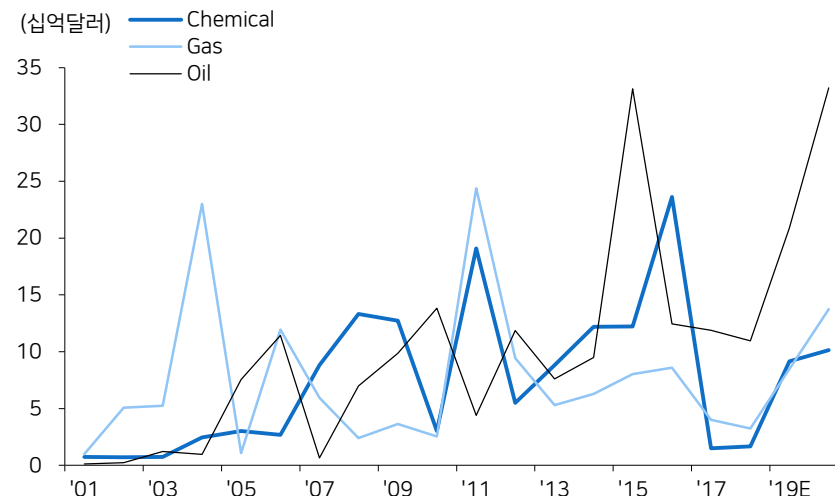
- 18년 국내 정유·석화업계의 대규모 설비투자로 20년까지 플랜트기자재 내수수요는 충분, 성장을 위해서는 중동지역 회복 필수. Oil, Chemical 및 Gas 플랜트 투자 예산 중 Oil 관련 투자 지연이 가장 큼
- Gas: 19년 연초 예산 590억 달러 → 260억 달러
- 19~20년 전체 프로젝트 규모는 1,144억 달러이며, 연초대비 취소/중단 프로젝트 200억 달러
- Oil 19년 연초 예산 560억 달러 → 260억 달러
- 19~20년 전체 프로젝트 규모는 945억 달러이며, 연초대비 취소/중단 프로젝트 530억 달러

2019~2020년 중동지역 공종별 예산 - 20년 증가가 가장 큰 공종은 Gas



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

중동지역 공종별 취소/중단 프로젝트 추이 - 에부문 투자지연이 가장 큼



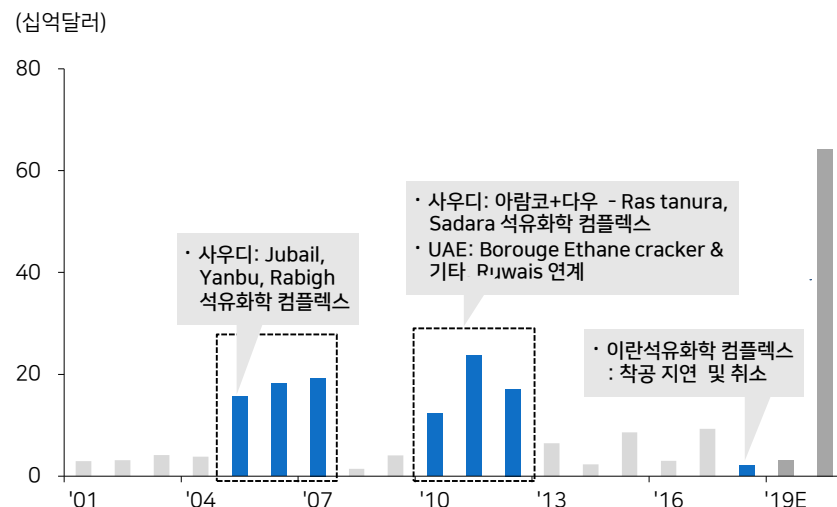
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia! - 플랜트 기자재, 19~20년 Chemical, Gas 발주 유력

중동지역은 발전 및 난방수요
증가로 Gas플랜트 발주 필수,
ECC기반 석화플랜트 동반 예상

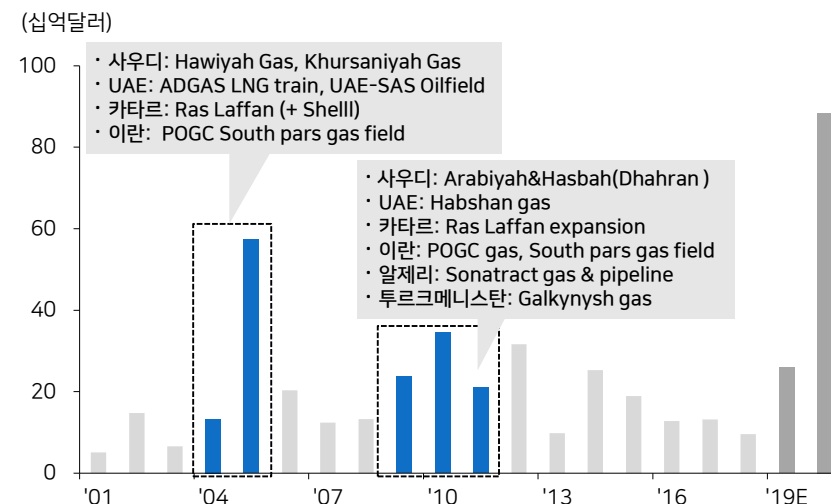
- 13년 이후 석유화학 플랜트 공백기, 19년 계획 예산의 미집행 리스크는 존재하나 **사우디아람코 상장을 변곡점으로 20년 발주 가시화 유력**. 사우디는 중동 석유화학 플랜트의 66%를 생산, UAE는 9% 수준
- NCC 기반 석유화학 플랜트 발주 확대, FEED가 늦어지는 점을 감안하더라도 20년에는 발주 증가
- **사우디, 쿠웨이트, UAE 모두 20년 대규모 석유화학 플랜트 예산 배정**
- 발전용 원유를 수출로 돌리고, 가스 발전 플랜트로 대체하려는 움직임 확대(기타 태양광, 원전 등)
- ECC 원가 경쟁력 강화 - FEED 부족에 따라 가스 플랜트가 먼저 지어져야 ECC 플랜트 발주 가능

10~12년까지 석유화학 플랜트 발주, 이후 5년간의 공백



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

카타르 단교+친환경+원유발전의 교체 - 중동 Gas플랜트 구조적 증가



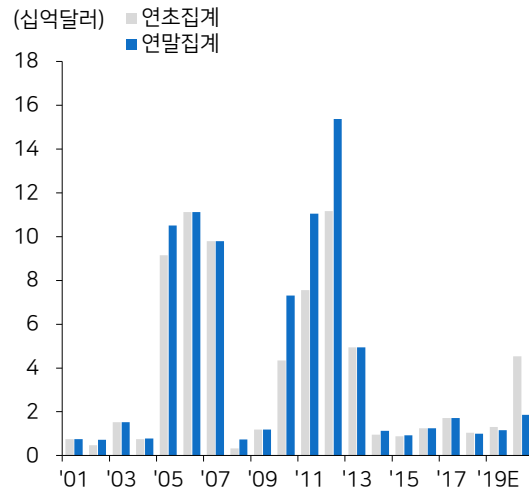
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia! - 플랜트 기자재, 사우디 발주는 Oil/Gas가 우선

19년 Oil/Gas플랜트 투자 확대
되고 있으며, 20년 Chemical
발주 가능성

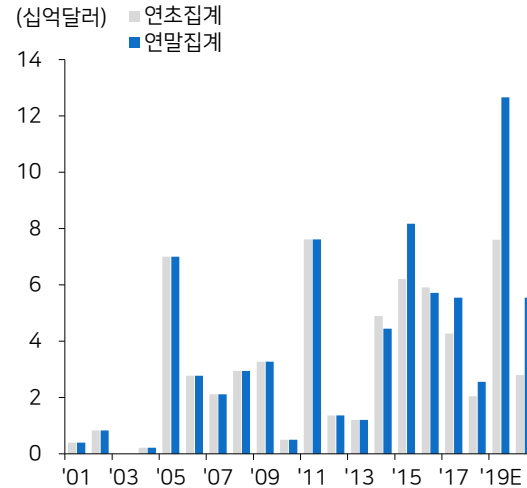
- 19년 사우디 프로젝트 예산은 Oil, Gas 분야에 집중
- Oil/Gas 분야 연초대비 연말 계획 예산 증가 – Marjan/Berri Field 프로젝트 규모 증가 및 신규 프로젝트
- 20년 석유화학 예산 감소 - Yanbu Crude Oil To Chemicals(50억달러) 중단
- 19년 계획 대형 프로젝트는 대부분이 실행 단계이며, 20년 대형 프로젝트는 FEED or PQ 단계 비중이 크기 때문에 예산 Data의 신뢰성은 증가 → 사우디의 플랜트 투자는 Fitting 3사와 현대일렉트릭 수혜

Chemical Project 예산



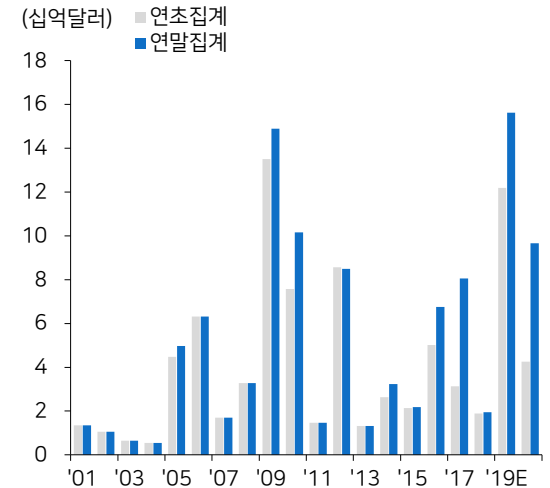
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

Gas Project 예산



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

Oil Project 예산



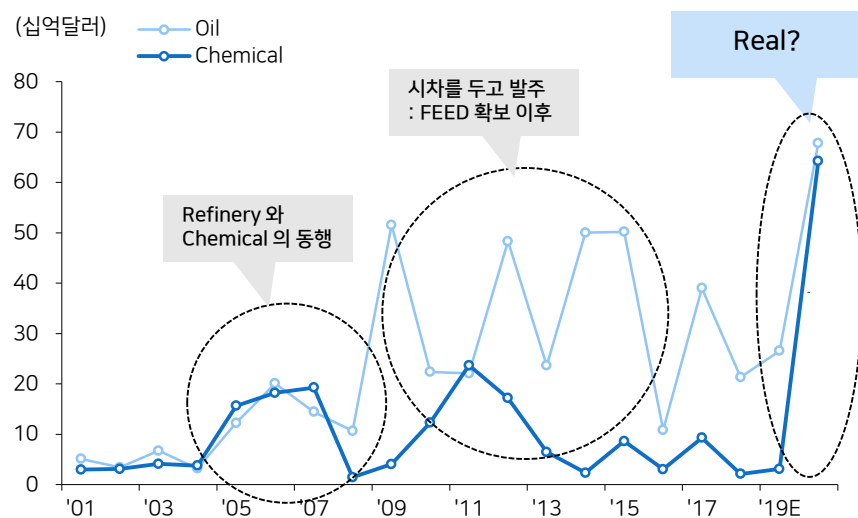
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia! - 플랜트 기자재, 20년 회복은 확실

**19~20년 건설업계 해외수주는
Chemical/Gas로 이동 예상.
18년 국내 정유·석화 증설 공사
수주는 20년 매출 증가 건인**

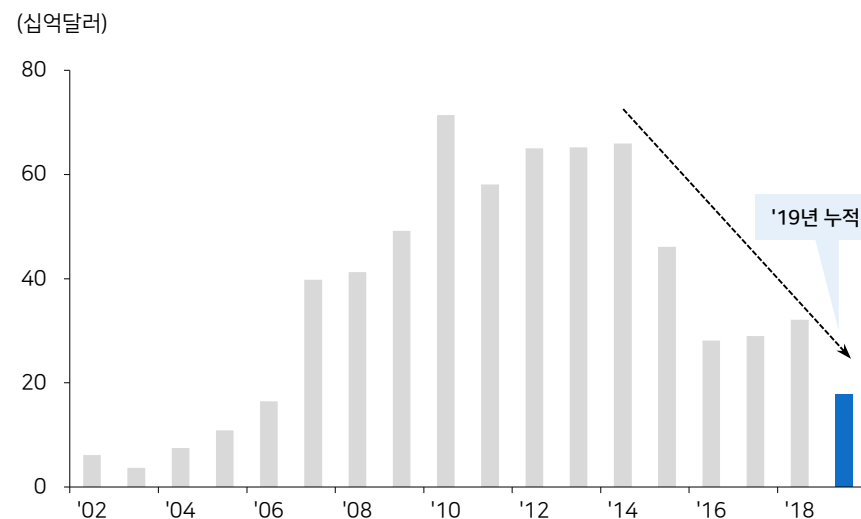
- 산유국(중동): '석유의 종말'이 공급이 아닌 '수요 감소'일 수도 → 경제 체질변화, 석유화학 투자 확대
- 국내 건설업계 05~15년 평균 수주액 481억달러, 해외손실 발생 이후 17년 290억달러, 18년 321억달러
- 해외부문에서 500억달러 이상의 수주가 건설업계 성장의 기본 가정(05~15년 평균 481억달러)
- Refinery와 Chemical 플랜트의 발주는 유사한 추세, 19년 이후 석유화학 플랜트 예산은 급증했지만 발주 부진. 반면, 18년 국내 정유·석화업계 대규모 증설분은 플랜트기자재 업계의 20년 매출성장 건인

중동 공종별 발주 - 정유/석화플랜트의 발주 동행은 11년 이후 De-coupling



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 건설사 해외 수주 추이 - 05~15년 연평균 수주액 481억달러



주: 2019년은 10월 누적기준

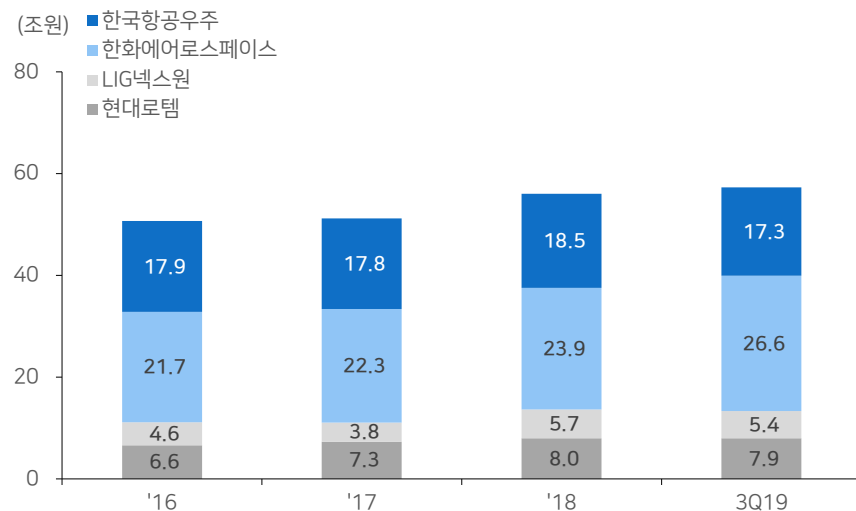
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

NEXTopia! 방위산업 - 불확실성은 해소, 재성장 구간 진입

중공업·기계부문 중 유일하게
안정적인 성장이 가능한 방산

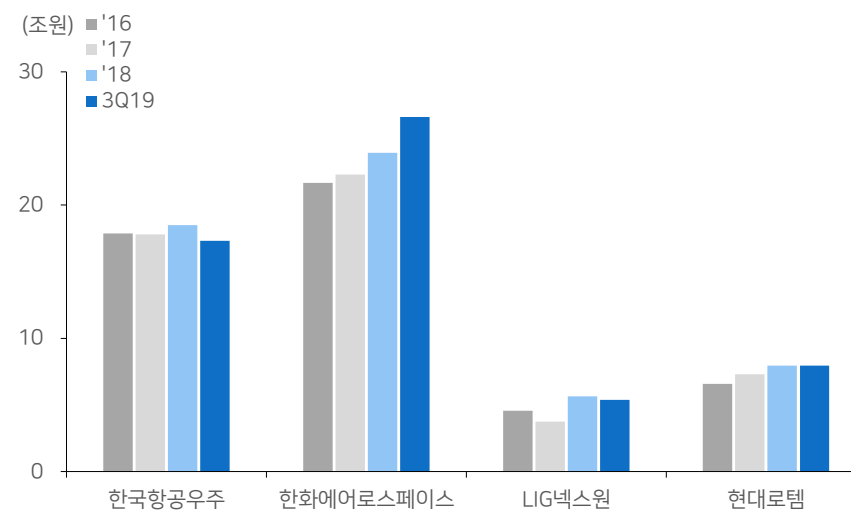
- 국내 방산 4사(한국항공우주, 한화에어로스페이스, LIG넥스원, 현대로템)의 합산 **수주잔고는 19년 3분기 말 기준 57조 2,485억원으로, 2018년 말 대비 2.2% 증가**
- 업체별로 한화에어로스페이스 26.6조원, 한국항공우주 17.3조원, 현대로템 7.9조원, LIG넥스원 5.4조원
- 18년 말 대비 수주잔고 증가율은 한화에어로스페이스(+11.3% YoY), 현대로템(-0.1% YoY), LIG넥스원(-4.9% YoY), 한국항공우주(-6.4% YoY) → 17~18년 회계이슈, 방산비리 등 기업가치 불확실성 이슈 해소

방산 4사 수주잔고 합산 추이



주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

방산 4사 업체별 수주잔고 추이



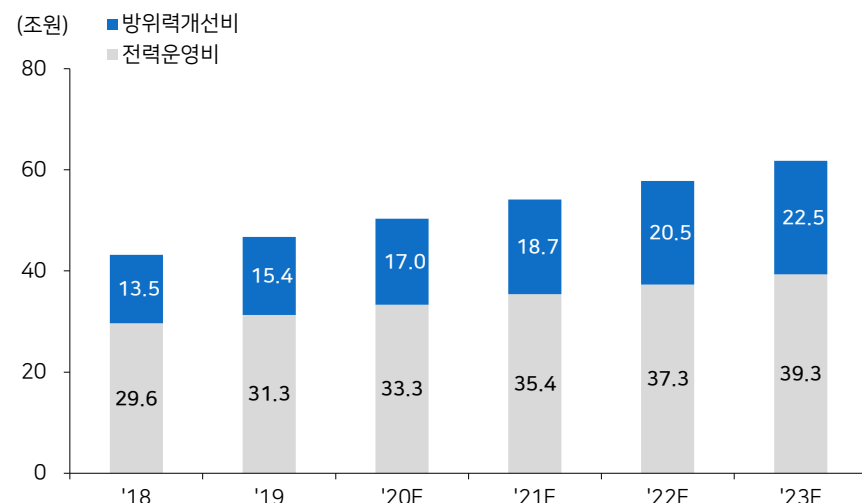
주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

NEXTopia! 방위산업 - 불확실성은 해소, 재성장 구간 진입

국방예산은 방위력개선비
중심으로 성장 예정, 방산업체
Q에 우호적 환경

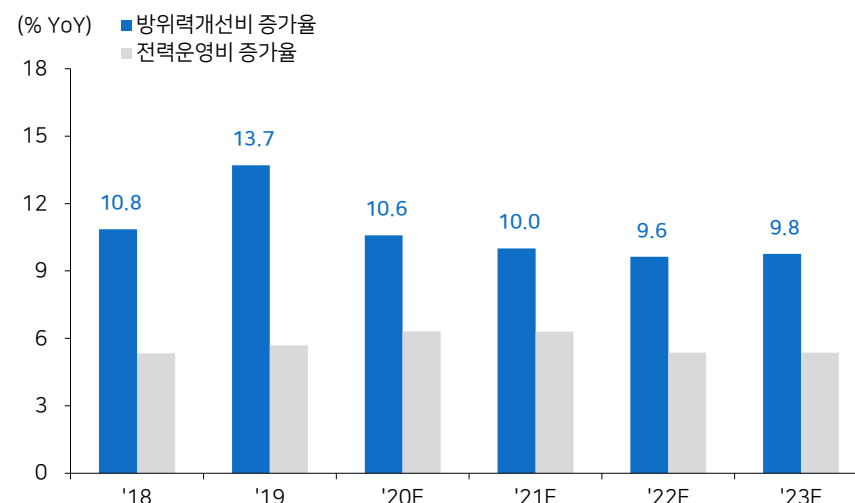
- 방위산업 Q는 정책에 결정되며 단기로는 해당년도 국방예산, 중·장기로는 국방중기계획이 결정
- 국방예산은 급여, 군수 등에 쓰이는 전력운영비와 신규 무기체계 획득에 쓰이는 방위력개선비로 구성
- 국방중기계획에 따르면 방위력개선비는 19년 15조 3,733억원에서 23년 22조 5,000억원으로 증가 예정
- 향후 국방예산은 방위력개선비 중심 성장, 방산업체 Q에 우호적인 환경이 조성됨

한국 국방예산 구성 내역 추이



자료: 국방부, 메리츠증권증권 리서치센터

전력운영비와 방위력개선비 증가율 비교



자료: 국방부, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
한국조선해양(009540)	Buy	170,000원
현대중공업지주(267250)	Buy	450,000원
태광(023160)	Buy	15,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성중공업(010140)	Buy	9,300원
현대미포조선(010620)	Buy	60,000원
현대일렉트릭(267260)	Buy	14,500원
두산밥캣(241560)	Buy	40,000원
현대건설기계(267270)	Buy	43,000원
성광벤드(014620)	Buy	14,000원
하이록코리아(013030)	Buy	23,500원
현대엘리베이터(017800)	Hold	90,000원
현대로템(064350)	Hold	18,000원

Buy

적정주가(12개월) 170,000원

현재주가 (11월 15일) 117,500원

상승여력 44.7%

KOSPI 2,162.18pt

시가총액 83,158억원

발행주식수 7,077만주

유동주식비율 62.58%

외국인비중 17.00%

52주 최고/최저가 144,500원/93,900원

평균거래대금 222.3억원

주요주주(%)

현대중공업지주 외 14 인 33.96

국민연금공단 10.21

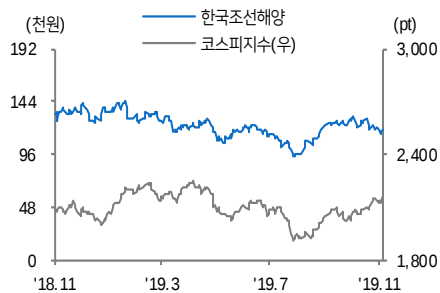
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -7.1 -11.2

6개월 5.4 2.0

12개월 -8.2 -11.4

주가그래프



Energy, Fuel, Asset, Power shift의 No.1 First Mover

- 저유황유와 LNG Fuel로 이동하는 연료의 변화의 핵심은 엔진, HSD엔진과 양강구도에서 차이는 Captive
- 19년 본사 조선·해양 수주목표(99.3억달러) 달성 불확실성이 주가 약세로 이어졌으나, LNG-DF VLCC와 대형컨테이너선, Shell의 LNG선, LPG선 수주가 4Q19~1Q20 확인되면서 우려 해소 예상
- 수주를 기대하던 사우디 Marjan 생산설비를 저가 수주한 McDermott, 최근 Default Risk 부각
- 해양·플랜트 저가수주 지양 정책을 유지 중인 한국조선해양에게는 또 다른 기회요인, 어닝의 신뢰 증가
- 대우조선 인수에 대한 EU의 승인 시 압도적 No.1 High-end Player 부각, 불허 시 주주가치 불확실성 해소

Gas Value-chain에 최적화된 All-round Player

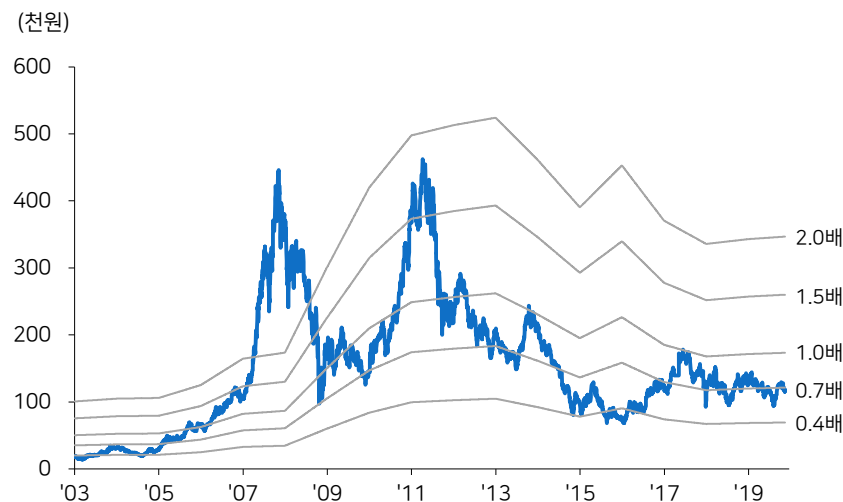
- 한국조선해양이 보유한 Upstream(해양플랜트)-Transportation(친환경선+엔진) 밸류체인이 돋보일 20년
- 현대글로벌서비스, 현대일렉트릭 등 관계사와 협업으로 선박의 Life-Cycle System 관리와 MRO로 변모할 수 있는 잠재력이 독보적. LNG Dual-Fuel 엔진의 선형개발의 유연성이 IMO2020과 맞물려 수주로 연결
- 14~18년 구조조정, 19년은 턴어라운드, 20년은 이익레벨은 낮지만 해양·플랜트 부진을 조선·엔진이 상쇄
- 20년 조선업종 Top Pick 제시, 적정주가 17만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	15,468.8	14.7	2,457.8	37,625	429.6	185,216	2.6	0.5	14.4	18.2	145.8
2018	13,119.9	-522.5	-489.1	-7,296	-116.4	167,892	-17.6	0.8	-78.4	-4.3	88.6
2019E	14,850.5	149.5	194.9	2,753	-152.5	171,475	42.7	0.7	18.1	1.6	84.6
2020E	15,928.4	270.5	135.4	1,914	-30.5	173,638	61.4	0.7	14.5	1.1	84.6
2021E	17,029.2	470.8	262.7	3,711	76.8	177,025	31.7	0.7	10.8	2.1	81.5

19년은 턴어라운드, 20년은 구조조정 이후 정상화의 원년

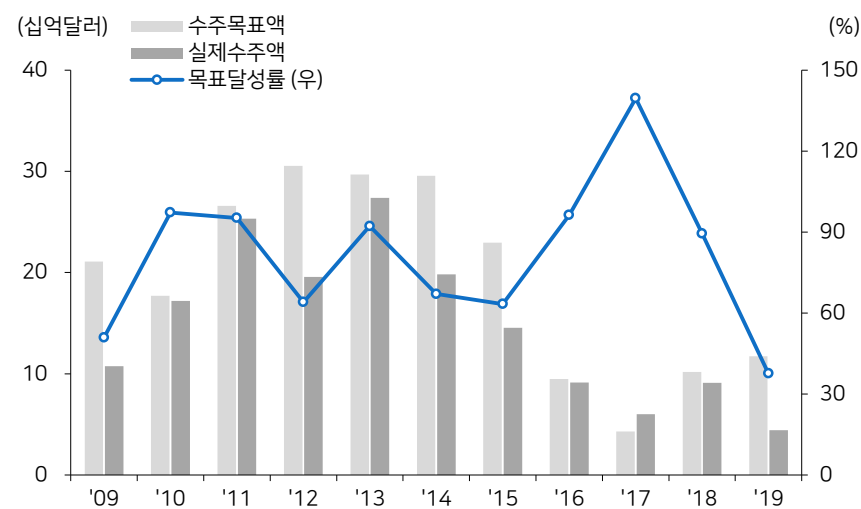
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		3,042.5	3,124.4	3,241.9	3,711.1	3,268.5	3,929.3	3,642.7	4,009.9	3,725.7	4,190.7	3,703.1	4,309.0	13,119.9	14,850.5	15,928.4
영업이익		-123.8	-175.7	28.9	-251.9	28.1	61.9	30.3	29.2	53.4	90.2	63.7	63.1	-522.5	149.5	270.5
세전이익		-199.0	-267.2	-11.5	-320.5	27.4	38.7	29.3	15.8	40.1	66.8	60.4	59.6	-798.2	111.2	226.9
당기순이익		25.8	-210.3	-21.6	-247.4	17.3	201.7	20.3	12.1	30.9	51.5	46.5	45.9	-453.6	251.4	174.7
지배주주순이익		12.4	-235.7	-51.5	-214.3	2.8	188.2	15.8	-11.9	23.9	39.9	36.0	35.6	-489.1	194.8	135.4
매출액 증가율	YoY	-36.7	-32.5	-14.8	66.6	7.4	25.8	12.4	8.1	14.0	6.7	1.7	7.5	-15.2	13.2	7.3
	QoQ	36.6	2.7	3.8	14.5	-11.9	20.2	-7.3	10.1	-7.1	12.5	-11.6	16.4			
영업이익 증가율	YoY	적전	적전	-69.1	적지	흑전	흑전	4.7	흑전	90.1	45.7	110.3	116.5	적전	흑전	81.0
	QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	120.3	-51.1	-3.6	83.2	68.9	-29.5	-0.8			
영업이익률		-4.1	-5.6	0.9	-6.8	0.9	1.6	0.8	0.7	1.4	2.2	1.7	1.5	-4.0	1.0	1.7
순이익률		0.8	-6.7	-0.7	-6.7	0.5	4.8	0.6	0.3	0.8	1.2	1.3	1.1	-3.5	1.7	1.1

한국조선해양 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한국조선해양 수주목표와 달성을 추이

주: 2019년 9월 말 IR자료 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한국조선해양(009540)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,468.8	13,119.9	14,850.5	15,928.4	17,029.2
매출액증가율 (%)	-30.6	-15.2	13.2	7.3	6.9
매출원가	14,434.9	12,763.2	13,810.0	14,702.3	15,536.6
매출총이익	1,033.9	356.7	1,040.5	1,226.2	1,492.6
판매관리비	1,019.3	879.2	891.0	955.7	1,021.8
영업이익	14.7	-522.5	149.5	270.5	470.8
영업이익률	0.1	-4.0	1.0	1.7	2.8
금융손익	957.2	-276.7	-424.6	-205.1	-223.7
종속/관계기업손익	22.2	41.2	33.0	32.0	31.0
기타영업외손익	-1,020.9	-96.0	353.4	129.6	123.2
세전계속사업이익	-26.9	-854.0	111.3	226.9	401.3
법인세비용	66.5	-209.1	-140.2	52.2	92.3
당기순이익	2,693.1	-453.6	251.4	174.7	309.0
지배주주지분 순이익	2,457.8	-489.1	194.9	135.4	262.7
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,663.7	12,316.7	12,242.8	12,797.2	13,068.4
현금및현금성자산	3,239.7	3,041.8	3,832.0	4,020.1	3,866.7
매출채권	1,436.3	1,149.4	1,264.3	1,319.4	1,383.2
재고자산	845.4	1,009.1	1,110.0	1,158.3	1,214.3
비유동자산	12,745.1	12,413.2	12,529.0	12,327.7	12,155.6
유형자산	11,046.3	10,269.0	10,073.7	9,901.3	9,750.7
무형자산	105.4	89.5	110.1	93.9	80.5
투자자산	342.5	618.8	683.9	724.5	765.9
자산총계	30,408.9	24,729.9	24,771.8	25,124.9	25,224.0
유동부채	15,614.9	9,410.3	8,149.9	8,303.3	8,406.7
매입채무	1,365.4	1,230.3	1,327.7	1,424.0	1,522.5
단기차입금	2,818.1	1,928.5	1,599.5	1,499.5	1,349.5
유동성장기부채	965.6	930.3	460.3	440.3	420.3
비유동부채	2,421.9	2,208.7	3,200.8	3,208.1	2,917.7
사채	64.9	0.0	350.0	350.0	100.0
장기차입금	832.2	781.4	1,541.4	1,491.4	1,391.4
부채총계	18,036.8	11,618.9	11,350.7	11,511.4	11,324.4
자본금	283.3	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	1,049.9	2,483.4	2,483.4	2,483.4	2,483.4
기타포괄이익누계액	1,478.1	1,020.9	1,079.7	1,132.6	1,180.4
이익잉여금	16,236.9	16,043.7	16,238.6	16,338.6	16,530.6
비지배주주지분	1,250.6	1,228.7	1,285.3	1,324.6	1,371.0
자본총계	12,372.0	13,111.0	13,421.1	13,613.5	13,899.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	593.3	126.5	114.5	378.0	454.3
당기순이익(손실)	2,693.1	-453.6	251.4	174.7	309.0
유형자산상각비	533.2	375.5	355.3	340.4	327.0
무형자산상각비	49.1	19.5	19.4	16.2	13.5
운전자본의 증감	-548.1	413.5	-389.3	-34.6	-86.9
투자활동 현금흐름	596.3	-5.7	417.2	35.7	-0.7
유형자산의증가(CAPEX)	-373.3	-225.8	-160.0	-168.0	-176.4
투자자산의감소(증가)	804.8	-235.1	-33.2	-9.4	-11.0
재무활동 현금흐름	-2,122.5	-329.4	292.4	-193.3	-576.3
차입금의 증감	-13,387.3	-1,383.4	308.6	-176.8	-525.9
자본의 증가	-171.7	1,504.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,086.8	-197.9	790.2	188.1	-153.3
기초현금	4,326.5	3,239.7	3,041.8	3,832.0	4,020.1
기말현금	3,239.7	3,041.8	3,832.0	4,020.1	3,866.7
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	236,809	195,717	209,833	225,063	240,616
EPS(지배주주)	37,625	-7,296	2,753	1,914	3,711
CFPS	22,081	-3,636	5,598	7,005	9,218
EBITDAPS	9,138	-1,903	7,406	8,860	11,463
BPS	185,216	167,892	171,475	173,638	177,025
DPS	0	0	0	500	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.4	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	2.6	-17.6	42.7	61.4	31.7
PCR	4.3	-35.3	21.0	16.8	12.7
PSR	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
EBITDA	596.9	-127.6	524.1	627.1	811.3
EV/EBITDA	14.4	-78.4	18.1	14.5	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.2	-4.3	1.6	1.1	2.1
EBITDA 이익률	3.9	-1.0	3.5	3.9	4.8
부채비율	145.8	88.6	84.6	84.6	81.5
금융비용부담률	0.6	1.1	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	0.2	-3.8	1.0	1.8	3.4
매출채권회전율(x)	5.4	10.1	12.3	12.3	12.6
재고자산회전율(x)	6.5	14.1	14.0	14.0	14.4

삼성중공업(010140) 해양 리스크는 이미 반영, LNG 경쟁력 기대

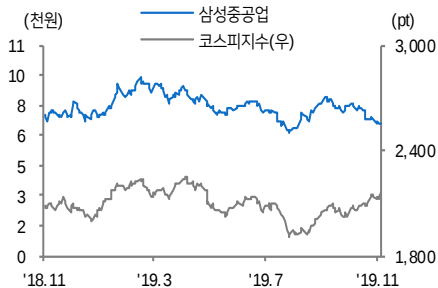
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	9,300원
현재주가 (11월 15일)	7,010원
상승여력	32.7%
KOSPI	2,162.18pt
시가총액	44,163억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	70.38%
외국인비중	19.21%
52주 최고/최저가	9,450원/6,520원
평균거래대금	213.8억원

주요주주(%)		
삼성전자 외 9인		22.05
국민연금공단		9.11
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-13.0	-16.8
6개월	-11.7	-14.5
12개월	-2.4	-5.7

주가그래프



19년은 해양발 삼중고 - 1) 기인도 Drillship 소송, 2) 해양생산설비 수주 실패, 3) 미인도 Drillship 2기 취소

- 11년 ENSCO에 인도했던 Drillship 1기와 관련 중재소송 판결 이슈로 2Q 2,100억원의 일회성 손실 발생
- 수주가 유력했던 호주 Barossa F-LNG는 Operator였던 미국 ConocoPhillips가 광구지분을 현지 Santos에 매각, 일본 MODEC+중국 컨소시엄에 실주. 해양 수주목표(20억달러) 미달 우려가 주가하락을 야기
- TransOcean이 Drillship 2기에 대한 계약을 10월 취소, Seadrill에 재매각 예정이던 Drillship 2기의 계약도 취소 → 보유중인 미인도 Drillship 5기에 대한 보수적인 자산가치 평가로 3Q 4,750억원의 일회성 손실
- 2~3분기 약 7천억원의 영업·영업외손실을 야기한 Drillship은 계약선가(총 29.9억달러)의 53% 수준으로 자산가치를 보수적으로 반영. 20년까지 매각 지연을 반영하여 추가 손실 가능성은 낮음

LNG의 경쟁력은 불변, 20년 실적 회복이 확인되면서 해양발 리스크 해소 예상

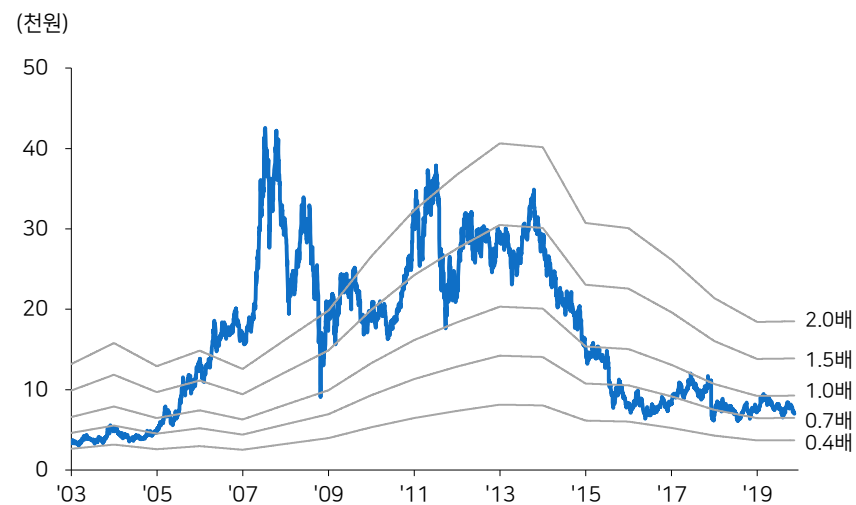
- Barossa F-LNG 수주 실패를 반영해도, 러시아 Arcti 2 LNG와 모잠비크 LNG, LNG선 옵션분과 LNG-DF 탱커 옵션분을 고려하면 연간 수주목표(78억달러) 달성 가능성이 가장 높음
- 투자 중심이 Gas로 이전하는 과정의 진통, 해결해야 하는 과제는 재고자산(Drillship)의 유동화 혹은 매각
- 투자의견 Buy 유지, Drillship 관련 재고자산 상각을 반영하여 적정주가 9,300원으로 7% 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	7,901.2	-524.2	-338.8	-766	76.2	13,087	-8.4	0.5	-28.2	-5.6	138.3
2018	5,265.1	-409.3	-387.9	-694	-9.9	10,694	-10.7	0.7	-55.3	-6.2	111.7
2019E	7,236.9	-410.3	-1,019.3	-1,618	134.3	9,207	-4.3	0.8	-38.3	-16.3	160.7
2020E	7,807.6	148.6	30.6	49	-103.0	9,259	144.5	0.8	15.0	0.5	162.1
2021E	8,470.2	319.0	161.8	257	429.7	9,519	27.3	0.7	9.9	2.7	156.8

19년은 해양發 삼중고, 20년은 턴어라운드 원년

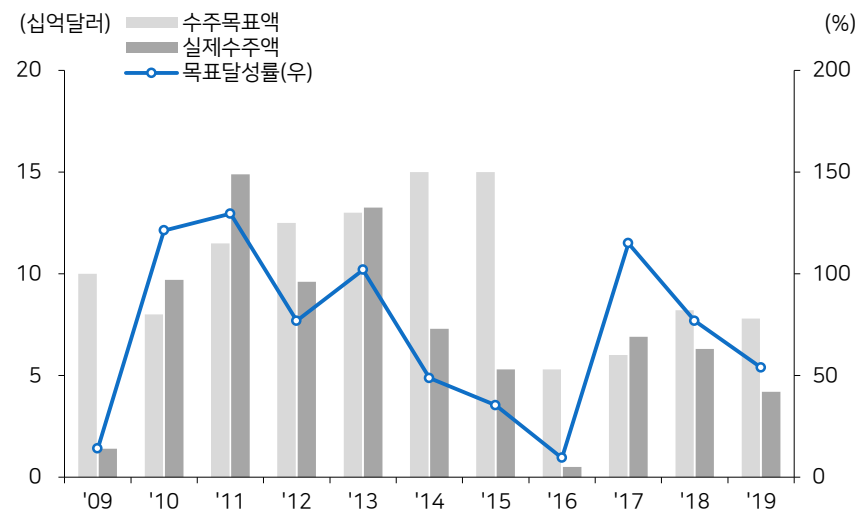
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		1,240.8	1,346.6	1,313.8	1,363.9	1,457.5	1,770.4	1,964.6	2,044.5	1,798.0	1,888.1	1,944.3	2,177.2	5,265.1	7,236.9	7,807.6
영업이익		-47.8	-100.6	-127.2	-133.7	-33.3	-56.3	-312.0	-8.7	28.3	51.1	42.0	27.1	-409.3	-410.3	148.6
세전이익		-90.7	-173.3	-116.1	-117.4	-68.7	-321.9	-587.6	-36.0	-7.4	27.9	12.6	6.9	-497.6	-1,014.2	39.9
당기순이익		-59.5	-142.7	-80.2	-105.7	-102.6	-309.4	-583.2	-29.2	-5.7	21.5	9.7	5.3	-388.2	-1,024.4	30.7
지배주주순이익		-58.8	-146.7	-84.4	-98.0	-98.7	-313.7	-580.3	-26.6	-5.7	21.4	9.6	5.3	-387.9	-1,019.2	30.5
매출액 증가율	YoY	-49.1	-41.4	-25.0	-3.4	17.5	31.5	49.5	49.9	23.4	6.6	-1.0	6.5	-33.4	37.5	7.9
	QoQ	-12.2	8.5	-2.4	3.8	6.9	21.5	11.0	4.1	-12.1	5.0	3.0	12.0			
영업이익 증가율	YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	80.9	-17.8	-35.4			
영업이익률		-3.8	-7.5	-9.7	-9.8	-2.3	-3.2	-15.9	-0.4	1.6	2.7	2.2	1.2	-7.8	-5.7	1.9
순이익률		-4.8	-10.6	-6.1	-7.8	-7.0	-17.7	-29.7	-1.4	-0.3	1.1	0.5	0.2	-7.4	-14.2	0.4

삼성중공업 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권리서치센터

삼성중공업 수주목표와 달성을 추이

주: 2019년 9월 말 IR 자료 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

삼성중공업(010140)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,901.2	5,265.1	7,236.9	7,807.6	8,470.2
매출액증가율 (%)	-24.1	-33.4	37.5	7.9	8.5
매출원가	8,051.7	5,269.3	7,140.7	7,112.5	7,558.3
매출총이익	-150.4	-4.2	96.3	695.1	911.9
판매관리비	373.7	405.1	506.6	546.5	592.9
영업이익	-524.2	-409.3	-410.3	148.6	319.0
영업이익률	-6.6	-7.8	-5.7	1.9	3.8
금융손익	43.0	-114.4	-182.2	-55.7	-56.8
종속/관계기업손익	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	17.5	26.2	-421.7	-53.0	-51.0
세전계속사업이익	-463.9	-497.6	-1,014.2	39.9	211.2
법인세비용	-123.2	-109.4	10.1	9.2	48.6
당기순이익	-340.8	-388.2	-1,024.4	30.7	162.6
지배주주지분 순이익	-338.8	-387.9	-1,019.3	30.6	161.8
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,779.9	7,405.5	8,342.5	8,665.5	8,921.0
현금및현금성자산	353.5	946.0	1,735.4	1,797.8	1,761.9
매출채권	344.5	508.3	482.9	501.9	523.2
재고자산	1,216.8	1,481.8	1,392.9	1,447.8	1,509.2
비유동자산	7,038.2	6,877.4	6,792.0	6,634.3	6,491.0
유형자산	6,162.9	5,882.3	5,725.2	5,584.2	5,453.0
무형자산	91.6	58.8	55.8	53.1	50.4
투자자산	192.0	189.8	252.5	269.4	289.1
자산총계	13,818.1	14,282.9	15,134.5	15,299.8	15,412.0
유동부채	7,145.3	6,267.1	7,452.1	7,786.0	7,883.9
매입채무	642.7	635.9	707.4	763.1	827.9
단기차입금	1,979.0	1,448.1	1,498.1	1,448.1	1,348.1
유동성장기부채	1,488.1	835.7	1,085.7	1,085.7	985.7
비유동부채	875.4	1,269.5	1,877.9	1,676.5	1,526.5
사채	91.8	84.9	499.9	399.9	299.9
장기차입금	524.5	546.1	646.1	546.1	496.1
부채총계	8,020.7	7,536.6	9,330.0	9,462.5	9,410.4
자본금	1,950.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,624.9	1,797.0	1,877.0	1,877.0	1,877.0
기타포괄이익누계액	-14.1	-39.0	-36.4	-34.4	-32.7
이익잉여금	3,198.4	2,800.1	1,780.8	1,811.4	1,973.2
비지배주주지분	7.9	7.9	2.8	2.9	3.7
자본총계	5,797.5	6,746.3	5,804.5	5,837.3	6,001.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	540.1	165.5	80.7	380.4	406.4
당기순이익(손실)	-340.8	-388.2	-1,024.4	30.7	162.6
유형자산상각비	279.5	256.0	222.1	212.5	209.8
무형자산상각비	34.9	38.9	27.9	26.5	25.2
운전자본의 증감	929.5	289.2	785.3	141.9	26.4
투자활동 현금흐름	-74.5	369.3	-286.0	-65.1	-92.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-107.9	-69.0	-65.0	-71.5	-78.7
투자자산의 감소(증가)	47.5	2.1	-62.7	-17.0	-19.7
재무활동 현금흐름	-956.7	50.4	1,009.7	-242.8	-339.6
차입금의 증감	-1,805.3	-1,454.4	929.7	-242.8	-339.6
자본의 증가	866.5	1,372.1	80.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-630.6	592.5	789.4	62.5	-35.9
기초현금	984.1	353.5	946.0	1,735.4	1,797.8
기말현금	353.5	946.0	1,735.4	1,797.8	1,761.9
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	17,865	9,414	11,487	12,393	13,445
EPS(지배주주)	-766	-694	-1,618	49	257
CFPS	-248	203	-984	514	785
EBITDAPS	-474	-205	-255	615	879
BPS	13,087	10,694	9,207	9,259	9,519
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.4	-10.7	-4.3	144.5	27.3
PCR	-26.1	36.6	-7.1	13.7	8.9
PSR	0.4	0.8	0.6	0.6	0.5
PBR	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
EBITDA	-209.8	-114.4	-160.3	387.6	554.1
EV/EBITDA	-28.2	-55.3	-38.3	15.0	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.6	-6.2	-16.3	0.5	2.7
EBITDA 이익률	-2.7	-2.2	-2.2	5.0	6.5
부채비율	138.3	111.7	160.7	162.1	156.8
금융비용부담률	0.7	2.3	1.6	1.6	1.4
이자보상배율(x)	-10.1	-3.3	-3.6	1.2	2.7
매출채권회전율(x)	21.5	12.3	14.6	15.9	16.5
재고자산회전율(x)	6.5	3.9	5.0	5.5	5.7

현대미포조선(010620) 수주 외에 걱정할 것이 없다

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

Buy

적정주가(12개월) 60,000원

현재주가 (11월 15일) 42,800원

상승여력 40.2%

KOSPI 2,162.18pt

시가총액 17,095억원

발행주식수 3,994만주

유동주식비율 56.89%

외국인비중 15.06%

52주 최고/최저가 66,100원/37,300원

평균거래대금 62.1억원

주요주주(%)

현대중공업 외 4인 42.86

국민연금공단 12.25

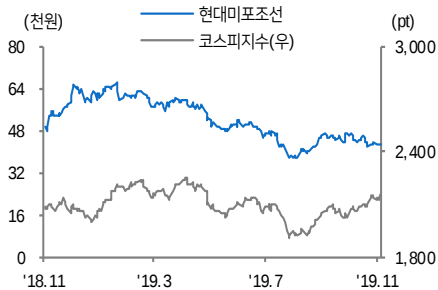
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -7.0 -11.0

6개월 -15.7 -18.5

12개월 -12.9 -15.9

주가그래프



너무나 조용해서 지지부진했던 주가

- 19년은 현대미포조선에게 있어서 실적, 재무구조, 수주 측면에서 너무나 조용했던 한 해
- 1) 3%대의 변동없는 영업이익률: 후판 충당금 환입효과 부재, 매출증가의 이익개선 효과 ↓
- 2) 17년 이후 사실상 순현금상태 지속: 턴어라운드 이슈도 소멸, ROE 개선의 키는 결국 매출 증가, 수주 ↑
- 3) 부진한 수주 달성률: 35.3억달러의 수주목표 중 9월까지 45%의 부진한 달성률, 수주잔고 감소의 우려 ↑
- 유일하게 시끄러웠던 이슈는 23년만의 노조 파업 이슈, 부분파업의 실질적 피해는 제한적

수주 외에는 걱정할 것이 없어, 연간 30억달러 이상의 수주 가시성이 주가 상승의 Trigger

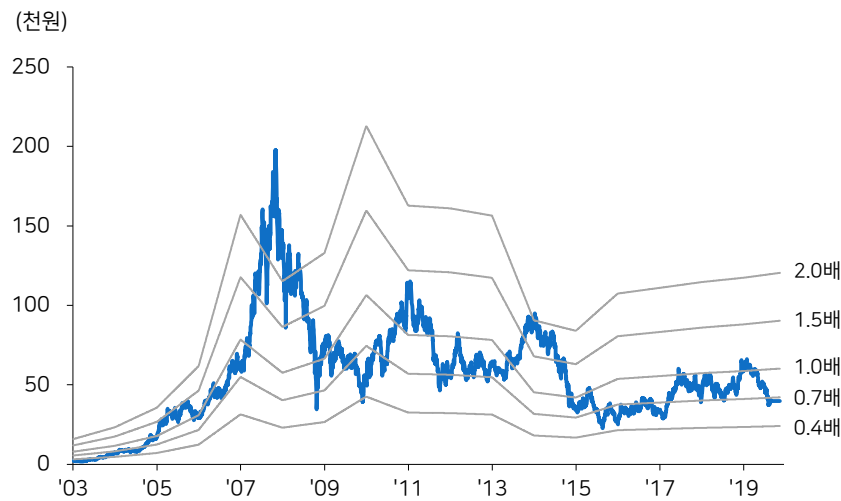
- 19년 예상 부채비율 45.1%, 순차입금비율 -16.7%(순현금), 보유현금 5,370억원으로 가장 우수한 재무구조
- 19년 예상 매출액 3.07조원, 20년 3.20조원을 기준으로 현재 보유중인 수주잔고 27~28억달러는 부족 상황
- 4Q19~1Q20 주력 PC, LPG선 수주에 성공시, 20년 규제에 따른 저유황유 수요증가 수혜주로 재평가 예상
- 투자의견 Buy, 적정주가 6만원 유지 - 연 수주 30억달러 이상만 확인되면, Top Pick이 되기에 충분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,453.4	108.0	436.9	10,939	1,024.1	55,500	3.6	0.7	9.9	20.0	255.7
2018	2,403.0	70.9	85.0	2,128	-72.9	57,322	28.2	1.0	17.7	3.8	49.5
2019E	3,065.9	118.2	91.0	2,277	-16.2	58,691	18.8	0.7	8.0	3.9	45.1
2020E	3,202.0	145.5	118.0	2,955	29.8	60,448	14.5	0.7	6.6	5.0	41.8
2021E	3,421.5	199.2	148.1	3,708	25.5	62,774	11.5	0.7	5.0	6.0	38.8

너무나 조용했던 19년, PC+LPG선 수주가 IMO 수혜주로 이끌 것

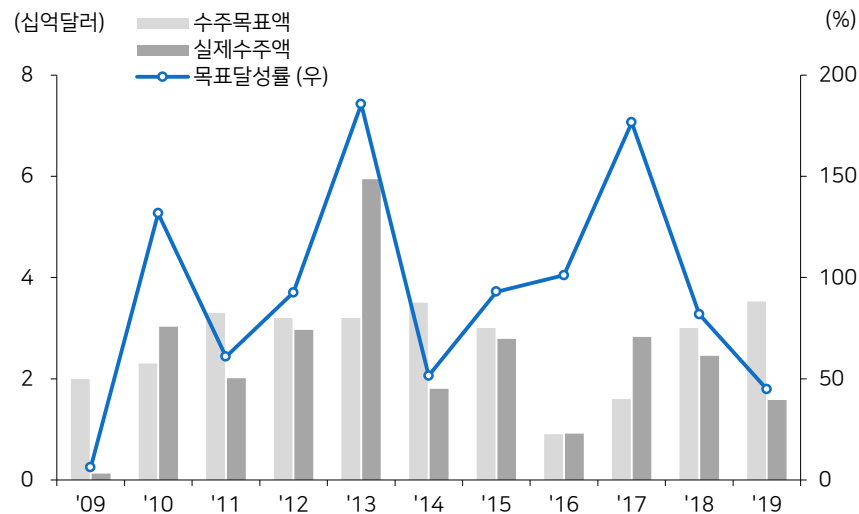
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		545.4	547.7	582.2	727.6	705.0	831.6	731.3	797.9	796.5	835.9	738.9	830.8	2,403.0	3,065.9	3,202.0
영업이익		23.0	18.7	21.5	7.7	26.2	31.9	23.7	36.4	39.2	44.9	30.3	31.1	70.9	118.2	145.4
세전이익		126.8	-27.8	63.7	16.9	29.1	24.0	33.2	44.9	39.4	55.0	34.7	41.2	179.6	131.2	170.3
당기순이익		90.4	-26.0	46.5	9.8	23.9	18.9	24.5	33.8	30.3	42.3	26.7	31.7	120.7	101.1	131.1
지배주주순이익		85.9	-30.5	42.0	-12.4	19.6	17.5	22.0	31.9	27.3	38.1	24.1	28.6	85.0	90.9	118.0
매출액 증가율	YoY	-44.7	-36.4	-16.6	흑전	29.3	51.8	25.6	9.7	13.0	0.5	1.0	4.1	-2.1	27.6	4.4
	QoQ	흑전	0.4	6.3	25.0	-3.1	18.0	-12.1	9.1	-0.2	4.9	-11.6	12.4			
영업이익 증가율	YoY	-55.1	-33.1	-67.0	흑전	13.9	70.8	10.4	370.0	49.8	40.5	27.7	-14.7	-34.3	66.7	23.0
	QoQ	흑전	-18.7	15.0	-64.0	237.8	22.0	-25.7	53.5	7.7	14.4	-32.4	2.5			
영업이익률		4.2	3.4	3.7	1.1	3.7	3.8	3.2	4.6	4.9	5.4	4.1	3.7	3.0	3.9	4.5
순이익률		16.6	-4.8	8.0	1.3	3.4	2.1	3.3	4.2	3.8	5.1	3.6	3.8	5.0	3.3	4.1

현대미포조선 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 수주목표와 달성률 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선(010620)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453.4	2,403.0	3,065.9	3,202.0	3,421.5
매출액증가율 (%)	-28.8	-2.1	27.6	4.4	6.9
매출원가	2,244.9	2,231.5	2,849.6	2,934.0	3,094.4
매출총이익	208.5	171.5	216.3	268.1	327.1
판매관리비	100.6	100.6	98.1	122.6	127.9
영업이익	108.0	70.9	118.2	145.5	199.2
영업이익률	4.4	3.0	3.9	4.5	5.8
금융손익	713.9	18.0	-71.1	10.3	8.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-88.6	28.6	84.1	14.6	7.3
세전계속사업이익	733.3	117.5	131.2	170.3	215.1
법인세비용	171.8	29.6	30.2	39.2	50.6
당기순이익	445.2	120.7	101.1	131.1	164.6
지배주주지분 순이익	436.9	85.0	91.0	118.0	148.1
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,776.2	1,801.4	1,800.8	1,830.8	1,893.7
현금및현금성자산	562.2	280.5	537.0	548.4	529.7
매출채권	194.6	29.4	37.5	38.3	39.6
재고자산	95.9	160.1	143.3	146.5	151.5
비유동자산	1,543.2	1,662.4	1,654.2	1,665.2	1,679.5
유형자산	1,089.8	1,518.9	1,534.7	1,552.7	1,573.1
무형자산	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
투자자산	291.5	20.9	26.3	26.8	27.5
자산총계	8,319.4	3,463.7	3,455.0	3,496.0	3,573.2
유동부채	5,904.6	1,076.4	986.9	943.9	910.6
매입채무	202.1	190.2	216.5	221.3	228.9
단기차입금	223.2	241.6	181.6	121.6	61.6
유동성장기부채	239.2	41.4	41.4	41.4	41.4
비유동부채	75.7	70.2	86.2	86.9	88.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,980.3	1,146.6	1,073.1	1,030.8	998.7
자본금	100.0	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.5	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	356.3	231.8	223.4	215.5	208.1
이익잉여금	1,718.9	1,816.7	1,879.7	1,957.8	2,058.1
비지배주주지분	122.4	27.6	37.7	50.8	67.3
자본총계	2,339.1	2,317.2	2,382.0	2,465.3	2,574.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-679.3	518.5	119.5	153.6	146.4
당기순이익(손실)	445.2	120.7	101.1	131.1	164.6
유형자산상각비	49.8	46.4	49.3	50.2	51.3
무형자산상각비	1.5	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	-854.9	378.5	-17.1	-8.5	-54.5
투자활동 현금흐름	741.4	-10.7	221.6	-55.4	-66.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-65.4	-477.1	-65.0	-68.3	-71.7
투자자산의 감소(증가)	1,004.8	270.6	-5.4	-0.5	-0.7
재무활동 현금흐름	-205.0	-797.7	-85.3	-87.4	-99.1
차입금의 증감	-4,950.9	-177.2	-57.3	-59.5	-59.2
자본의 증가	0.0	99.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-242.1	-281.8	256.5	11.4	-18.7
기초현금	804.4	562.2	280.5	537.0	548.4
기말현금	562.2	280.5	537.0	548.4	529.7
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	61,425	60,162	76,758	80,167	85,662
EPS(지배주주)	10,939	2,128	2,277	2,955	3,708
CFPS	4,560	3,763	4,034	4,865	6,091
EBITDAPS	3,985	2,945	4,201	4,905	6,276
BPS	55,500	57,322	58,691	60,448	62,774
DPS	0	700	700	1,000	1,200
배당수익률(%)	0.0	1.2	1.6	2.3	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	3.6	28.2	18.8	14.5	11.5
PCR	8.7	15.9	10.6	8.8	7.0
PSR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.5
PBR	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7
EBITDA	159.2	117.6	167.8	195.9	250.7
EV/EBITDA	9.9	17.7	8.0	6.6	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.0	3.8	3.9	5.0	6.0
EBITDA 이익률	6.5	4.9	5.5	6.1	7.3
부채비율	255.7	49.5	45.1	41.8	38.8
금융비용부담률	1.2	0.7	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3.8	4.2	21.2	33.0	62.0
매출채권회전율(x)	21.1	21.5	91.7	84.5	87.8
재고자산회전율(x)	19.0	18.8	20.2	22.1	23.0

현대중공업주(267250) IMO규제의 All Round Beneficiary

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

Buy

적정주가(12개월) 450,000원

현재주가 (11월 15일) 342,500원

상승여력 31.4%

KOSPI 2,162.18pt

시가총액 55,782억원

발행주식수 1,629만주

유동주식비율 56.46%

외국인비중 19.85%

52주 최고/최저가 401,000원/299,500원

평균거래대금 79.2억원

주요주주(%)

정몽준 외 6인 33.31

국민연금공단 10.66

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -3.4 -7.6

6개월 9.8 6.3

12개월 -7.3 -10.5

주가그래프



E&P(해양)+Transport(조선+엔진)+Refinery(정유+석화)+Distribution(일렉트릭)+Retrofit(글로벌서비스)

- 자원개발에서부터 최종소비자로 전달되는 일련의 과정·공정에 일관체계를 확보한 현대중공업그룹
- IMO 규제시행에 따른 저유황유 수요 증가는 정유부문(현대오일뱅크), LNG/LPG-DF 선박발주는 조선·엔진 부문(현대중공업), 기존선박 Retrofit과 신조선 유지·보수 수요는 친환경부문(글로벌서비스)의 수혜
- 조선업은 유형자산 한계가 명확, 조선에게 On-Line은 MRO, Life-cycle System 관리 → 현대중공업지주 최적
- 현대오일뱅크 지분 17%의 매각대금 유입 시 약 1.4조원 순현금 유입, 현대오일뱅크 장부가치(지분 91.1% 2.95조원)의 재평가 확실(사우디아람코 인수가격으로 역산 시 약 7.5조원)

IMO2020 시행에 가장 큰 수혜주, 일반 지주회사와는 다르다

- 현대중공업그룹의 지주회사로서 할인요인보다는 사업지주회사의 성장성 부각될 20년, 계기는 IMO2020
- 현대오일뱅크 매각대금 유입을 통한 차입금 상환, 배당재원 확보는 주주가치 제고에 긍정적
- 친환경 선박의 Retrofit과 Life-Cycle의 매개체는 현대글로벌서비스, 연매출액은 17년 2,381억원 → 18년 4,145억원 → 19년 6,811억원 → 20년 8,514억원으로 4배 수준 성장 유력
- 20년 기계·중공업 Top Pick 제시, 적정주가는 12개월 선행 BPS 기준 0.9배인 45만원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	14,299.5	843.0	933.5	86,646		459,786	4.4	0.8	12.1	12.5	106.8
2018	27,256.7	861.4	268.6	16,493	-81.5	474,469	21.0	0.7	10.9	3.5	121.2
2019E	26,561.4	787.1	317.0	19,462	21.3	477,531	17.6	0.7	12.5	4.1	139.4
2020E	28,436.9	1,185.5	617.8	37,935	94.9	497,955	9.0	0.7	9.9	7.8	135.0
2021E	30,254.7	1,400.6	774.0	47,520	25.3	526,416	7.2	0.7	9.0	9.3	128.5

현대중공업주(267250)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	14,299.5	27,256.7	26,561.4	28,436.9	30,254.7
매출액증가율 (%)		90.6	-2.6	7.1	6.4
매출원가	12,890.4	25,360.4	24,661.4	26,018.6	27,542.4
매출총이익	1,409.1	1,896.2	1,900.0	2,418.3	2,712.3
판매관리비	566.1	1,034.8	1,112.9	1,232.9	1,311.7
영업이익	843.0	861.4	787.1	1,185.5	1,400.6
영업이익률	5.9	3.2	3.0	4.2	4.6
금융손익	396.5	-231.7	-283.8	-310.1	-312.9
중속/관계기업손익	66.9	93.0	65.1	71.6	78.8
기타영업외손익	-107.2	-291.6	-96.4	-74.8	-74.0
세전계속사업이익	1,199.2	431.1	472.0	872.2	1,092.5
법인세비용	186.2	147.1	127.4	200.6	251.3
당기순이익	1,013.0	284.0	344.5	671.6	841.3
지배주주지분 순이익	933.5	268.6	317.0	617.8	774.0
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,827.2	8,884.2	10,451.1	10,368.7	10,434.4
현금및현금성자산	1,126.3	1,099.8	1,891.8	1,508.5	1,292.2
매출채권	2,915.0	2,259.1	2,485.0	2,572.7	2,655.0
재고자산	3,302.0	4,329.9	4,762.9	4,931.0	5,088.6
비유동자산	13,061.4	14,463.6	15,128.4	15,645.7	16,071.0
유형자산	7,233.9	7,885.7	8,356.8	8,723.1	9,001.5
무형자산	2,159.4	2,091.8	2,158.8	2,102.3	2,051.7
투자자산	3,480.4	4,147.8	4,230.7	4,439.6	4,638.1
자산총계	20,888.6	23,347.8	25,579.5	26,014.4	26,505.4
유동부채	6,528.7	8,660.2	8,908.0	9,062.0	9,155.8
매입채무	2,126.3	2,329.9	2,096.9	2,170.9	2,240.3
단기차입금	1,568.0	3,149.5	3,449.5	3,449.5	3,449.5
유동성장기부채	587.9	356.3	306.3	325.6	293.1
비유동부채	4,258.0	4,133.5	5,988.8	5,883.3	5,749.7
사채	1,913.8	1,938.3	2,708.3	2,688.3	2,638.3
장기차입금	1,478.1	1,386.7	1,986.7	1,936.7	1,886.7
부채총계	10,786.7	12,793.7	14,896.8	14,945.3	14,905.5
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	6,774.6	4,783.1	4,790.6	4,790.6	4,790.6
기타포괄이익누계액	186.0	104.0	107.3	114.6	125.8
이익잉여금	946.8	3,302.0	3,341.2	3,666.6	4,118.8
비지배주주지분	2,613.5	2,826.7	2,905.3	2,959.1	3,026.4
자본총계	10,101.9	10,554.2	10,682.7	11,069.1	11,599.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	815.0	668.1	-280.1	962.1	1,099.6
당기순이익(손실)	1,013.0	284.0	344.5	671.6	841.3
유형자산상각비	257.0	420.8	469.0	453.7	437.5
무형자산상각비	53.9	81.1	76.1	69.8	63.9
운전자본의 증감	-146.6	-112.8	-1,137.0	-181.6	-185.6
투자활동 현금흐름	-655.4	-1,785.2	-1,188.8	-991.5	-866.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-720.7	-890.1	-940.0	-820.0	-715.9
투자자산의 감소(증가)	-3,413.5	-574.5	-8.4	-127.0	-108.4
재무활동 현금흐름	395.6	1,092.9	2,225.1	-351.6	-447.0
차입금의 증감	6,402.0	1,477.6	2,488.2	-73.8	-154.5
자본의 증가	6,856.1	-1,991.5	7.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	554.2	-26.5	792.0	-383.3	-216.3
기초현금	572.1	1,126.3	1,099.8	1,891.8	1,508.5
기말현금	1,126.3	1,099.8	1,891.8	1,508.5	1,292.2
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	1,327,242	1,673,561	1,630,871	1,746,026	1,857,641
EPS(지배주주)	86,646	16,493	19,462	37,935	47,520
CFPS	114,463	80,895	76,819	100,472	112,377
EBITDAPS	107,105	83,711	81,797	104,926	116,784
BPS	459,786	474,469	477,531	497,955	526,416
DPS	0	18,500	19,000	20,000	22,000
배당수익률(%)	0.0	5.3	5.5	5.8	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	4.4	21.0	17.6	9.0	7.2
PCR	3.3	4.3	4.5	3.4	3.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDA	1,153.9	1,363.4	1,332.2	1,708.9	1,902.0
EV/EBITDA	12.1	10.9	12.5	9.9	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	3.5	4.1	7.8	9.3
EBITDA 이익률	8.1	5.0	5.0	6.0	6.3
부채비율	106.8	121.2	139.4	135.0	128.5
금융비용부담률	0.9	0.8	1.1	1.2	1.1
이자보상배율(x)	6.9	3.8	2.6	3.6	4.3
매출채권회전율(x)	4.9	10.5	11.2	11.2	11.6
재고자산회전율(x)	4.3	7.1	5.8	5.9	6.0

태광(023160) 경쟁사를 앞서는 수주

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

Buy

적정주가(12개월) 15,000원

현재주가 (11월 15일) 9,880원

상승여력 51.8%

KOSDAQ 668.51pt

시가총액 2,618억원

발행주식수 2,650만주

유동주식비율 53.60%

외국인비중 13.49%

52주 최고/최저가 13,650원/8,310원

평균거래대금 10.6억원

주요주주(%)

대신인터내셔널 외 10인 44.01

신영자산운용 외 1인 9.51

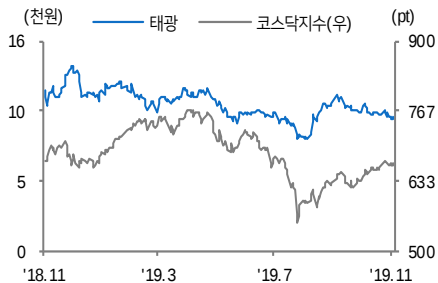
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -9.8 -12.7

6개월 -10.6 -2.4

12개월 -8.9 -7.2

주가그래프



9월 누계 수주액 1,619억원(+21.7% YoY), 국내외 수주회복이 실적에 반영되기 시작

- 19년 수주는 분기 평균 539억원을 기록, 17년 평균 433억원과 18년 459억원에서 계단식 증가세 기록
- 2Q19 매출액 487억원(+32.3% QoQ), 영업이익률 6.0%(+5.9%p QoQ)로 실적 개선에 성공, 계절성 감안해도 3Q19 매출액 479억원, 영업이익률 5.1%은 경쟁사 대비 양호한 수준
- 3Q19 수주액 602억원(+44.4% YoY) 기록하며 20년 상반기 실적회복은 확정적
- 19~20년 중동지역 Oil/Gas/Chemical 플랜트 예산규모는 평균의 4배 수준으로 시현 가능성을 40%로 감안해도, 양적 성장은 명확. 해외 수주비중이 높은 태광의 성장 모멘텀이 비교 우위로 작용할 것

투자의견 Buy 유지, 적정주가 15,000원 상향

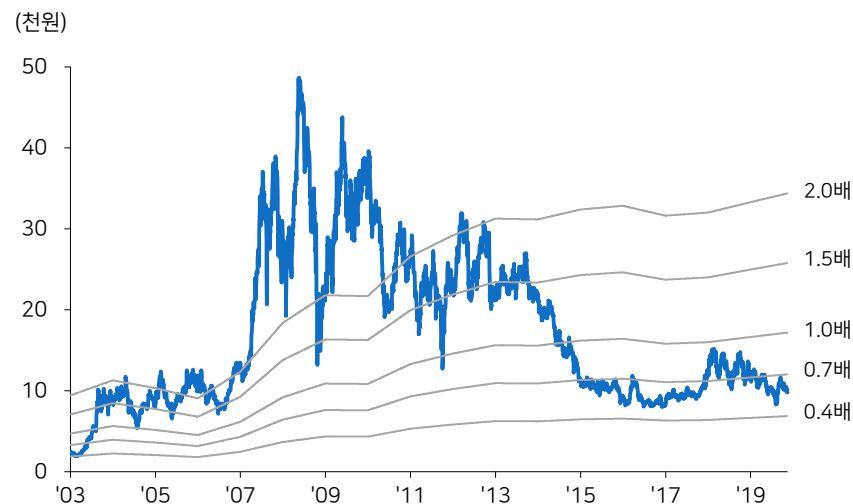
- 수주 호조에 따른 20년 매출 추정치를 4.8% 상향하고 영업이익도 8.0% 상향, 적정주가 15,000원으로 상향
- 20년 예상 부채비율 10.8%, 순차입금비율 -16.3%(순현금 748억원)으로 기자재 업계 내 두 번째로 안정적 재무구조 보유. 중동지역 발주 재개 확인 시 최대 수혜주로 부각될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	184.2	4.5	-16.2	-612	-304.9	15,818	-19.7	0.8	24.6	-3.8	8.3
2018	158.7	4.3	10.2	385	-162.9	16,007	30.4	0.7	24.5	2.4	7.8
2019E	186.5	7.9	14.6	551	43.0	16,649	17.9	0.6	15.3	3.4	9.6
2020E	217.8	13.5	19.1	721	30.9	17,272	13.7	0.6	10.4	4.3	10.8
2021E	256.9	19.8	24.7	933	29.5	18,108	10.6	0.5	7.3	5.3	12.1

매출 성장만 보면 된다

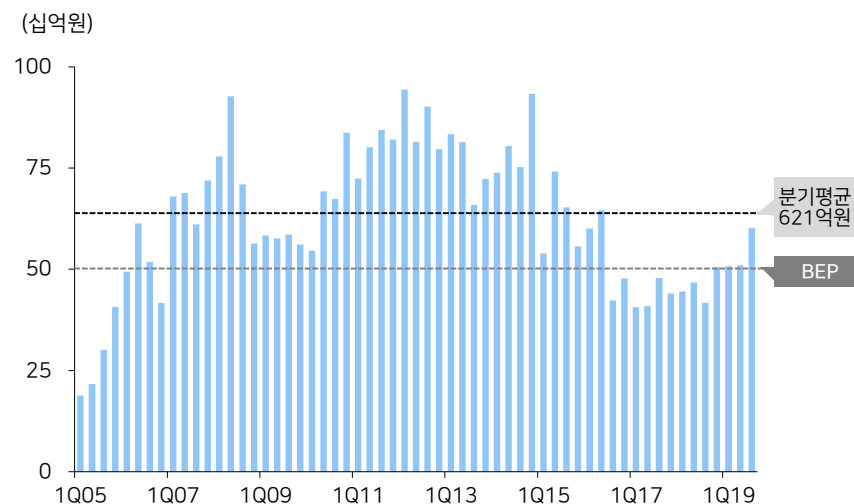
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		37.9	40.5	37.8	42.5	36.8	48.8	47.9	53.0	51.5	57.0	51.8	57.5	158.6	186.5	217.8
영업이익		1.3	4.1	1.1	-2.2	0.1	3.0	2.5	2.4	2.4	4.5	3.6	3.1	4.3	7.9	13.5
세전이익		2.8	8.8	1.5	0.3	4.4	5.5	4.6	4.6	5.2	7.5	6.4	6.1	13.3	19.1	25.1
당기순이익		3.1	5.4	0.9	0.8	3.9	3.8	3.5	3.4	4.0	5.7	4.8	4.6	10.2	14.6	19.1
지배주주순이익		3.1	5.4	0.9	0.8	3.9	3.8	3.5	3.4	4.0	5.7	4.8	4.6	10.2	14.6	19.1
매출액 증가율	YoY	-22.5	-19.7	-4.0	-6.7	-3.0	20.5	27.0	24.7	39.8	17.0	8.1	8.5	-13.8	17.5	16.8
	QoQ	-16.7	6.6	-6.7	12.5	-13.4	32.5	-1.7	10.5	-2.9	10.8	-9.1	10.9			
영업이익 증가율	YoY	6.9	436.2	117.6	적전	-93.9	-26.9	120.6	흑전	2,959.5	49.1	46.8	26.4	-5.1	86.1	69.9
	QoQ	-37.9	222.3	-72.8	적전	흑전	3,749.3	-17.9	-1.0	-2.2	87.5	-19.2	-14.8			
영업이익률		3.3	10.1	2.9	-5.2	0.2	6.1	5.1	4.6	4.6	7.8	6.9	5.3	2.7	4.3	6.2
순이익률		8.0	13.5	2.4	1.9	10.7	7.7	7.4	6.4	7.7	10.0	9.3	8.1	6.4	7.8	8.8

태광 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

태광 분기별 수주 추이

주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

태광(023160)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	184.2	158.7	186.5	217.8	256.9
매출액증가율 (%)	-24.8	-13.8	17.5	16.8	17.9
매출원가	159.6	135.8	157.5	179.3	207.8
매출총이익	24.5	22.8	29.0	38.5	49.1
판매관리비	20.1	18.6	21.1	25.1	29.3
영업이익	4.5	4.3	7.9	13.5	19.8
영업이익률	2.4	2.7	4.3	6.2	7.7
금융손익	-8.5	10.0	12.7	12.7	13.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.6	-1.0	-1.5	-1.1	-0.7
세전계속사업이익	-21.6	13.3	19.1	25.1	32.4
법인세비용	-5.4	3.1	4.6	6.0	7.7
당기순이익	-16.2	10.2	14.6	19.1	24.7
지배주주지분 순이익	-16.2	10.2	14.6	19.1	24.7
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	275.3	276.7	302.3	324.3	352.2
현금및현금성자산	48.8	55.5	33.6	39.8	49.6
매출채권	74.8	68.1	81.7	82.9	84.3
재고자산	117.5	125.9	150.1	162.8	177.4
비유동자산	178.7	180.3	181.2	182.8	185.9
유형자산	137.5	134.4	131.6	129.3	127.5
무형자산	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
투자자산	39.2	44.2	47.8	51.8	56.8
자산총계	454.0	457.1	483.5	507.1	538.1
유동부채	28.7	20.7	28.0	32.7	38.6
매입채무	9.2	7.4	9.9	11.6	13.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.2	12.2	14.3	16.7	19.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	34.8	32.9	42.3	49.4	58.3
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	38.8	38.8	38.8
기타포괄이익누계액	-2.0	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
이익잉여금	384.7	391.0	403.6	420.2	442.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	419.2	424.2	441.2	457.7	479.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	17.1	5.9	-20.2	5.3	10.8
당기순이익(손실)	-16.2	10.2	14.6	19.1	24.7
유형자산상각비	5.2	5.1	4.8	4.5	4.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	27.4	-11.8	-29.1	-7.7	-7.4
투자활동 현금흐름	-29.1	2.3	-4.1	2.9	1.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.8	-2.0	-2.0	-2.2	-2.4
투자자산의 감소(증가)	-17.3	-5.0	-3.6	-4.0	-5.0
재무활동 현금흐름	-0.5	-1.3	2.4	-1.9	-2.6
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	4.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-14.0	6.7	-21.9	6.2	9.8
기초현금	62.8	48.8	55.5	33.6	39.8
기말현금	48.8	55.5	33.6	39.8	49.6
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	6,949	5,987	7,037	8,220	9,694
EPS(지배주주)	-612	385	551	721	933
CFPS	-213	484	423	638	884
EBITDAPS	366	354	480	679	909
BPS	15,818	16,007	16,649	17,272	18,108
DPS	50	75	75	100	100
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	-19.7	30.4	17.9	13.7	10.6
PCR	-56.5	24.2	23.4	15.5	11.2
PSR	1.7	2.0	1.4	1.2	1.0
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	9.7	9.4	12.7	18.0	24.1
EV/EBITDA	24.6	24.5	15.3	10.4	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.8	2.4	3.4	4.3	5.3
EBITDA 이익률	5.3	5.9	6.8	8.3	9.4
부채비율	8.3	7.8	9.6	10.8	12.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	80.3	89.9			
매출채권회전율(x)	2.2	2.2	2.5	2.6	3.1
재고자산회전율(x)	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5

현대일렉트릭(267260) 유증-무증-유증의 악순환, 끝은 보인다

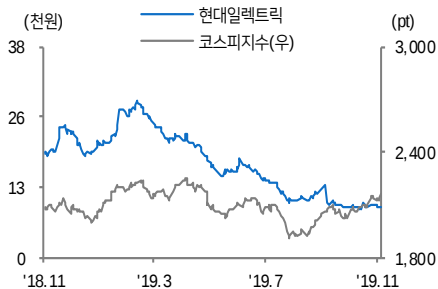
Analyst 김현 02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	14,500원
현재주가 (11월 15일)	8,960원
상승여력	61.8%
KOSPI	2,162.18pt
시가총액	1,824억원
발행주식수	3,605만주
유동주식비율	60.32%
외국인비중	4.86%
52주 최고/최저가	28,652원/8,803원
평균거래대금	16.1억원
주요주주(%)	
현대중공업지주 외 4인	37.26

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.8	-8.9
6개월	-46.5	-48.2
12개월	-51.8	-53.5

주가그래프



인적분할 이후 유상증자-무상증자-유상증자 과정에서의 피로감, 삼중고의 끝은 확인

- 17년 현대중공업의 인적분할로 출범한 이후, 반복된 자본 변화는 주주에게 불확실성으로 작용
- 12월 4일 유상증자 최종 발행가액이 확정될 예정이나, 현재 기준으로 주당 7,500원, 1,177억원의 자본 확충이 예상 → 기존 발행주식 대비 77.1%의 주식수 증가와 자본증가 고려시 BPS는 33% 희석 불가피
- 분할 후 실적 악화의 삼중고는 저점 통과 중
 - 중동 전력기기 침체 - 3Q 0.4억달러로 QoQ 개선, 사우디 발주 재개
 - Captive의 선박수요 감소 - 18년 조선관계사 수주 개선, 3Q 누계 2.2억달러 수주(+49% YoY)
 - 에너지 솔루션(ESS 등) 부진 - ESS 국내 발주 재개로 3Q 1.6억달러 신규 수주

투자의견 Buy 유지, 적정주가 14,500원으로 하향

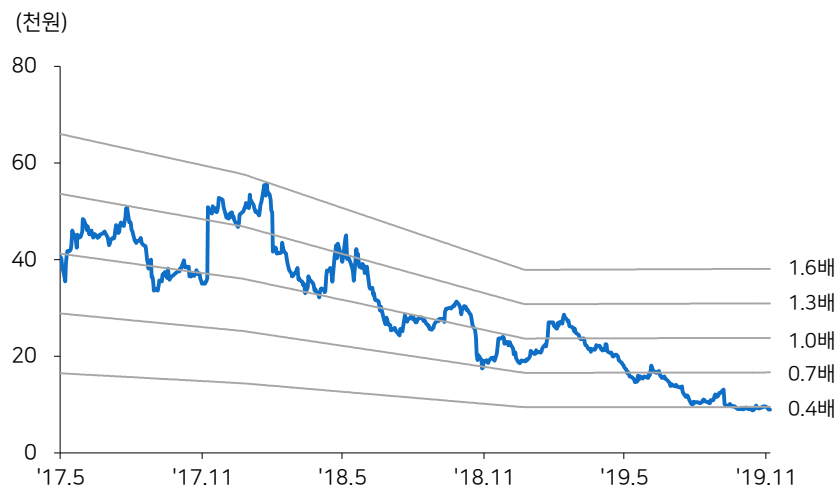
- 적정주가는 유상증자에 따른 희석효과를 반영, 12개월 선행 PBR 0.6배 적용(기존 0.7배)
- 19년 수주 가이드선 20억달러 달성은 회의적이나, 80% 달성에 성공하면 19년 예상 매출액 1.68조원 대비 20년 재성장은 가능. 추가로 악화될 리스크가 아닌 PSR 0.1배, 대주주의 Credit에 주목할 시기

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,449.6	62.4	14.3	988		44,074	50.0	1.1	15.3	1.4	101.4
2018	1,940.4	-100.6	-178.9	-7,583	-867.7	36,071	-2.5	0.5	-20.5	-18.9	173.2
2019E	1,680.0	-119.2	-116.8	-4,862	-35.7	23,687	-1.8	0.4	-8.9	-13.7	181.7
2020E	1,898.0	29.1	3.7	102	-102.1	23,842	87.9	0.4	9.7	0.4	183.4
2021E	2,068.4	82.2	46.8	1,297	1,172.5	25,188	6.9	0.4	5.8	5.3	174.1

상반기 영업이익 흑자 확인이 Trigger

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		430.1	507.5	440.2	562.6	417.9	405.2	385.7	471.1	441.5	480.1	439.4	537.0	1,940.4	1,680.0	1,898.0
영업이익		-30.8	3.7	-76.5	3.0	-32.0	-80.7	-4.0	-2.5	1.4	7.6	12.9	7.1	-100.6	-119.2	29.0
세전이익		-36.1	27.5	-105.0	-102.7	-32.0	-106.3	1.0	-9.3	-7.4	4.3	7.2	0.6	-216.4	-146.5	4.7
당기순이익		-27.6	23.3	-80.7	-93.9	-25.9	-85.0	1.2	-7.4	-5.8	3.4	5.6	0.5	-178.9	-117.2	3.7
지배주주순이익		-27.6	23.3	-80.7	-93.9	-25.9	-85.0	1.1	-7.1	-5.8	3.4	5.6	0.5	-178.9	-116.8	3.7
매출액 증가율	YoY	N/A	3.3	-6.1	15.0	-2.8	-20.2	-12.4	-16.3	5.6	18.5	13.9	14.0	33.9	-13.4	13.0
	QoQ	-12.1	18.0	-13.2	27.8	-25.7	-3.0	-4.8	22.1	-6.3	8.7	-8.5	22.2			
영업이익 증가율	YoY	N/A	-88.0	적전	107.5	적지	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
	QoQ	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	430.7	69.4	-45.1			
영업이익률		-7.2	0.7	-17.4	0.5	-7.7	-19.9	-1.0	-0.5	0.3	1.6	2.9	1.3	-5.2	-7.1	1.5
순이익률		-6.4	4.6	-18.3	-16.7	-6.2	-21.0	0.3	-1.6	-1.3	0.7	1.3	0.1	-9.2	-7.0	0.2

현대일렉트릭 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대일렉트릭 (267260)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,449.6	1,940.4	1,680.0	1,898.0	2,068.4
매출액증가율 (%)		33.9	-13.4	13.0	9.0
매출원가	1,254.6	1,787.7	1,513.5	1,568.9	1,675.5
매출총이익	195.0	152.8	166.4	329.1	392.8
판매관리비	132.6	253.3	285.6	300.1	310.7
영업이익	62.4	-100.6	-119.2	29.1	82.2
영업이익률	4.3	-5.2	-7.1	1.5	4.0
금융손익	-25.1	-5.2	-4.1	-2.7	-3.8
충속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.0	-110.6	-23.2	-21.6	-18.3
세전계속사업이익	22.4	-216.4	-146.5	4.7	60.1
법인세비용	8.1	-37.4	-29.3	1.0	13.2
당기순이익	14.3	-178.9	-117.2	3.7	46.9
자배주주지분 순이익	14.3	-178.9	-116.8	3.7	46.8
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,490.5	1,651.7	1,644.0	1,651.8	1,689.6
현금및현금성자산	241.4	376.3	494.5	428.7	358.0
매출채권	829.0	622.5	497.1	529.4	576.9
재고자산	357.6	424.7	467.2	497.5	542.2
비유동자산	604.1	674.4	761.1	783.9	799.5
유형자산	471.6	528.0	547.8	583.6	611.3
무형자산	55.5	17.4	57.2	51.5	46.5
투자자산	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1
자산총계	2,094.6	2,326.1	2,405.1	2,435.7	2,489.1
유동부채	588.8	1,123.3	1,026.9	1,058.8	1,079.3
매입채무	152.9	226.2	195.8	221.2	241.1
단기차입금	90.7	356.2	456.2	436.2	416.2
유동성장기부채	127.1	311.1	171.1	171.1	171.1
비유동부채	465.6	351.4	524.4	517.5	501.7
사채	299.8	199.3	144.3	69.3	69.3
장기차입금	0.0	40.0	240.0	290.0	260.0
부채총계	1,054.5	1,474.8	1,551.3	1,576.3	1,581.0
자본금	51.0	101.8	180.2	180.2	180.2
자본잉여금	925.5	874.2	913.4	913.4	913.4
기타포괄이익누계액	62.9	63.6	65.6	67.5	69.3
이익잉여금	15.6	-173.3	-290.2	-286.5	-239.7
비배주주지분	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.1
자본총계	1,040.1	851.3	853.8	859.4	908.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-4.4	-4.0	-0.7	23.3	17.9
당기순이익(손실)	14.3	-178.9	-117.2	3.7	46.9
유형자산상각비	21.6	40.8	36.2	37.7	38.5
무형자산상각비	10.1	12.6	6.3	5.6	5.1
운전자본의 증감	-94.3	34.9	96.9	-3.5	-53.6
투자활동 현금흐름	-71.6	-124.7	-105.8	-44.1	-38.6
유형자산의증가(CAPEX)	-38.2	-54.3	-115.0	-73.5	-66.2
투자자산의감소(증가)	-2.6	-0.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	108.6	261.9	222.7	-45.0	-50.0
차입금의 증감	517.6	389.5	105.0	-45.0	-50.0
자본의 증가	976.5	-0.6	117.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	32.0	135.0	118.1	-65.8	-70.7
기초현금	209.4	241.4	376.3	494.5	428.7
기말현금	241.4	376.3	494.5	428.7	358.0
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	100,272	82,247	69,899	52,652	57,379
EPS(자배주주)	988	-7,583	-4,862	102	1,297
CFPS	7,385	-834	-4,157	1,458	3,025
EBITDAPS	6,508	-2,000	-3,191	2,008	3,487
BPS	44,074	36,071	23,687	23,842	25,188
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	50.0	-2.5	-1.8	87.9	6.9
PCR	6.7	-23.0	-2.2	6.1	3.0
PSR	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2
PBR	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	94.1	-47.2	-76.7	72.4	125.7
EV/EBITDA	15.3	-20.5	-8.9	9.7	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-18.9	-13.7	0.4	5.3
EBITDA 이익률	6.5	-2.4	-4.6	3.8	6.1
부채비율	101.4	173.2	181.7	183.4	174.1
금융비용부담률	1.0	1.3	2.1	1.7	1.5
이자보상배율(x)	4.3	-3.9	-3.4	0.9	2.6
매출채권회전율(x)	1.7	2.7	3.0	3.7	3.7
재고자산회전율(x)	4.1	5.0	3.8	3.9	4.0

두산밥캣(241560) 안정적 실적 + 저평가 < 모멘텀 부재

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

Buy

적정주가(12개월) 40,000원

현재주가 (11월 15일) 32,800원

상승여력 22.0%

KOSPI 2,162.18pt

시가총액 32,882억원

발행주식수 10,025만주

유동주식비율 48.91%

외국인비중 26.40%

52주 최고/최저가 37,100원/30,150원

평균거래대금 43.7억원

주요주주(%)

두산인프라코어 외 2 인 51.06

국민연금공단 7.06

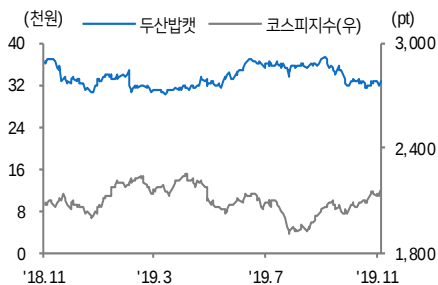
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 0.2 -4.2

6개월 -0.2 -3.4

12개월 -11.4 -14.4

주가그래프



3년 연속 매출액 성장 + 4년 평균 11.6%의 높은 영업이익률 + 주가는 PBR 0.8~1.0배 장기 박스권

- 전세계 건설기계 시장의 높은 변동성에도 16년 3.29조원의 매출에서 19년 4.33조원으로 성장세 지속
- 미국, 유럽 등 선진시장 비중이 높고 EMEA 지역의 채널강화로 점유율이 상승, 중국과 남미 Compact 호조
- 16~19년 평균 영업이익률이 11.1%로 국내 업계 중 가장 안정적, 그럼에도 주가는 PBR 0.8~1.0배
- 두산중공업 보유지분의 TRS 계약, 미국 시장의 호조세 둔화 우려, 그룹사 전반에 대한 재무우려로 저평가

투자의견 Buy 유지, 적정주가 40,000원으로 하향

- 19년 예상 DPS 1,100원을 가정하면 배당수익률은 3.4%로 기계업종에서 가장 양호한 수준
- 안정적인 현금흐름을 차입금 조기상환에 활용, 19년 신용등급이 BB-에서 BBB-로 2단계 상향
- 적정주가는 12개월 선행 PBR 1.0배 수준, 20년 예상 ROE 7.3%, 순차입금비율 15.3% 감안 시 상승여력 충분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,389.2	394.5	273.8	2,731	22.1	34,190	13.1	1.0	9.0	8.1	80.4
2018	3,970.8	459.1	264.5	2,638	-3.4	37,303	11.9	0.8	6.7	7.4	72.4
2019E	4,328.9	478.6	288.6	2,879	9.1	38,224	11.4	0.9	6.9	7.6	72.2
2020E	4,339.1	459.9	284.2	2,835	-1.5	39,265	11.6	0.8	7.1	7.3	69.1
2021E	4,373.2	446.5	276.4	2,757	-2.7	40,390	11.9	0.8	7.3	6.9	66.2

ROE=7~8%로 PBR 밸류에이션이 설명되는 업체

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		870.3	1,038.5	1,035.3	1,026.7	1,062.4	1,190.6	1,128.0	947.8	1,011.7	1,133.8	1,153.3	1,040.4	3,970.8	4,328.9	4,339.1
영업이익		94.3	138.9	122.9	103.0	113.3	157.1	110.4	97.8	97.4	118.1	140.2	104.2	459.0	478.6	459.9
세전이익		86.5	114.2	112.3	90.6	99.4	135.9	94.1	82.8	82.1	103.7	124.6	89.9	403.7	412.3	400.3
당기순이익		62.3	76.7	75.3	50.2	68.5	95.3	66.8	58.1	58.3	73.6	88.4	63.8	264.5	288.6	284.2
지배주주순이익		62.3	76.7	75.3	50.2	68.5	95.3	66.8	58.1	58.3	73.6	88.4	63.8	264.5	288.6	284.2
매출액 증가율	YoY	-6.4	-3.4	2.2	177.0	22.1	14.7	9.0	-7.7	-4.8	-4.8	2.2	9.8	17.2	9.0	0.2
	QoQ	134.8	19.3	-0.3	-0.8	3.5	12.1	-5.3	-16.0	6.7	12.1	1.7	-9.8			
영업이익 증가율	YoY	1.1	2.1	21.7	60.2	20.1	13.1	-10.2	-5.0	-14.0	-24.8	27.0	6.5	16.4	4.3	-3.9
	QoQ	46.7	47.2	-11.5	-16.2	10.0	38.7	-29.8	-11.4	-0.4	21.2	18.6	-25.7			
영업이익률		10.8	13.4	11.9	10.0	10.7	13.2	9.8	10.3	9.6	10.4	12.2	10.0	11.6	11.1	10.6
순이익률		7.2	7.4	7.3	4.9	6.4	8.0	5.9	6.1	5.8	6.5	7.7	6.1	6.7	6.7	6.5

두산밥캣 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산밥캣(241560)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,389.2	3,970.8	4,328.9	4,339.1	4,373.2
매출액증가율 (%)	3.1	17.2	9.0	0.2	0.8
매출원가	2,581.0	3,089.4	3,355.9	3,383.6	3,438.7
매출총이익	808.2	881.3	973.0	955.5	934.5
판매관리비	413.7	422.3	494.4	495.6	488.0
영업이익	394.5	459.1	478.6	459.9	446.5
영업이익률	11.6	11.6	11.1	10.6	10.2
금융손익	-67.9	-46.3	-46.6	-43.7	-42.9
종속/관계기업손익	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.5	-8.9	-19.8	-15.9	-14.3
세전계속사업이익	314.8	403.7	412.3	400.3	389.3
법인세비용	58.6	139.2	123.7	116.1	112.9
당기순이익	273.8	264.5	288.6	284.2	276.4
지배주주지분 순이익	273.8	264.5	288.6	284.2	276.4
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,651.2	1,683.7	1,579.2	1,603.0	1,632.8
현금및현금성자산	416.8	547.3	220.5	237.8	253.8
매출채권	243.0	268.9	295.8	296.5	298.8
재고자산	524.0	618.5	758.0	760.7	766.6
비유동자산	4,532.6	4,762.7	5,019.8	5,053.8	5,098.5
유형자산	408.4	431.0	486.9	530.8	571.0
무형자산	3,983.4	4,155.7	4,193.0	4,202.1	4,209.7
투자자산	35.0	23.1	38.4	37.9	37.4
자산총계	6,183.8	6,446.3	6,599.0	6,656.8	6,731.3
유동부채	853.7	963.5	1,148.1	1,150.1	1,156.5
매입채무	349.9	467.6	509.7	510.9	514.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	20.1	20.8	20.8	20.8	20.8
비유동부채	1,902.6	1,743.3	1,619.0	1,570.5	1,525.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,318.4	1,078.4	878.4	828.4	778.4
부채총계	2,756.3	2,706.7	2,767.1	2,720.6	2,682.2
자본금	46.2	48.2	48.2	48.2	48.2
자본잉여금	2,984.9	3,115.0	3,122.0	3,122.0	3,122.0
기타포괄이익누계액	-181.9	-223.3	-316.3	-385.9	-439.1
이익잉여금	769.5	999.1	1,177.4	1,351.4	1,517.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,427.5	3,739.6	3,831.9	3,936.3	4,049.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	376.6	616.6	438.9	385.5	376.1
당기순이익(손실)	273.8	264.5	288.6	284.2	276.4
유형자산상각비	59.7	59.8	59.1	51.7	47.3
무형자산상각비	45.5	36.9	32.7	32.9	33.1
운전자본의 증감	-35.4	65.6	39.4	-0.9	1.0
투자활동 현금흐름	-114.7	-67.9	-458.0	-204.0	-196.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-46.9	-75.3	-115.0	-95.6	-87.6
투자자산의 감소(증가)	-35.2	11.7	-15.3	0.6	0.5
재무활동 현금흐름	-179.0	-421.9	-303.3	-160.3	-160.3
차입금의 증감	-266.1	-246.7	-200.0	-50.0	-50.0
자본의 증가	-387.9	132.1	7.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	94.4	112.3	-326.8	17.3	16.0
기초현금	322.4	435.0	547.3	220.5	237.8
기말현금	416.8	547.3	220.5	237.8	253.8
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	33,808	39,609	43,181	43,283	43,623
EPS(지배주주)	2,731	2,638	2,879	2,835	2,757
CFPS	5,257	5,824	5,575	5,342	5,173
EBITDAPS	4,985	5,543	5,691	5,432	5,257
BPS	34,190	37,303	38,224	39,265	40,390
DPS	800	900	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	2.2	2.9	3.4	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	13.1	11.9	11.4	11.6	11.9
PCR	6.8	5.4	5.9	6.1	6.3
PSR	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EBITDA	499.7	555.7	570.5	544.6	527.0
EV/EBITDA	9.0	6.7	6.9	7.1	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.1	7.4	7.6	7.3	6.9
EBITDA 이익률	14.7	14.0	13.2	12.5	12.0
부채비율	80.4	72.4	72.2	69.1	66.2
금융비용부담률	2.1	1.3	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	5.6	8.8	11.2	12.3	12.7
매출채권회전율(x)	10.5	15.5	15.3	14.7	14.7
재고자산회전율(x)	5.5	7.0	6.3	5.7	5.7

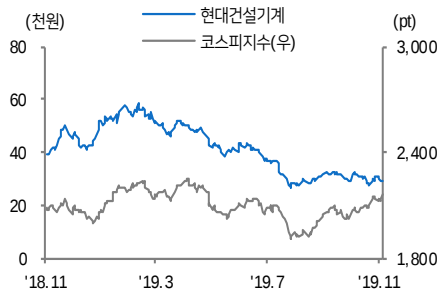
현대건설기계(267270) 인도의 회복 지연이 아쉽다

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

Buy

적정주가(12개월)		43,000원
현재주가 (11월 15일)		29,500원
상승여력		45.8%
KOSPI		2,162.18pt
시가총액		5,812억원
발행주식수		1,970만주
유동주식비율		55.56%
외국인비중		11.65%
52주 최고/최저가		58,200원/26,550원
평균거래대금		28.2억원
주요주주(%)		
현대중공업지주 외 7인		36.19
국민연금공단		7.79
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.7	-12.6
6개월	-32.2	-34.4
12개월	-25.1	-27.7

주가그래프



중국과 인도시장에서의 부진, 점유율 하락과 중국 Local 업체의 강세는 부담

- 중국 시장에서 해외 업체의 부진 지속되고 있으나, 10월 누적 판매량은 6,456대(-1% YoY)로 경쟁사 대비 선방(Caterpillar -8%, 두산인프라코어 -3%)
- 중국 건설 경기의 고점 논란은 불가피한 이슈, 4Q19 회복을 기대했던 인도시장의 침체 회복이 중요
- 인도 시장의 본격적 투자 재개 전까지 실적 모멘텀은 부재 → 중국·인도 인프라 투자 시 중대형 주력 부각
- 20년 이슈: 1) 선진시장에서 중대형 산업차량 판매 호조 여부, 2) 인도시장의 경쟁 심화 여부, 3) Stage V 등 신모델 출시 효과, 4) 부품사업의 매출 재성장 여부

투자의견 Buy 유지, 적정주가 43,000원으로 하향

- 적정주가는 12개월 선행 기준 PBR 0.7배 수준으로 중국 기업의 M/S 경쟁에 따른 매출 기대치 하향 조정
- No. 1 Caterpillar의 12개월 선행 기준 PBR은 5배, PER은 13배 수준임을 감안하면, 현재 PBR 0.4배, PER 8.9배 수준의 주가는 저평가 구간(12개월 선행 기준)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,886.8	95.2	46.6	3,835		59,475	22.1	1.4	14.3	4.0	90.3
2018	3,233.9	208.7	89.9	4,565	86.7	62,737	9.4	0.7	5.4	7.5	99.4
2019E	2,890.3	180.3	57.9	2,940	-39.1	66,085	10.0	0.4	5.4	4.6	106.4
2020E	2,954.8	171.0	65.3	3,317	12.8	69,577	8.9	0.4	5.5	4.9	97.7
2021E	3,236.0	204.0	88.5	4,490	33.4	73,780	6.6	0.4	4.8	6.3	89.5

매출의 터닝포인트는 하반기 예상

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		930.5	922.7	710.4	670.4	798.0	840.4	639.7	612.3	750.5	811.5	718.5	674.3	3,233.9	2,890.3	2,954.8
영업이익		61.8	75.1	37.3	34.5	62.7	50.4	37.8	29.3	49.1	44.0	40.7	37.2	208.7	180.3	171.0
세전이익		61.0	61.9	19.5	34.0	60.1	7.0	35.0	20.7	44.2	33.8	27.4	23.9	176.4	122.8	129.3
당기순이익		49.8	47.7	11.0	32.6	52.2	-8.2	25.8	16.2	33.1	25.3	20.6	17.9	141.1	85.9	97.0
지배주주순이익		30.5	33.3	6.6	19.5	36.6	-19.5	17.4	23.4	22.3	17.1	13.9	12.1	89.9	57.9	65.3
매출액 증가율	YoY	N/A	35.1	15.8	13.6	-14.2	-8.9	-10.0	-8.7	-6.0	-3.4	12.3	10.1	71.4	-10.6	2.2
	QoQ	57.6	-0.8	-23.0	-5.6	19.0	5.3	-23.9	-4.3	22.6	8.1	-11.5	-6.2			
영업이익 증가율	YoY	N/A	110.0	-15.8	126.8	1.5	-32.9	1.4	-15.0	-21.7	-12.7	7.6	26.8	119.2	-13.6	-5.1
	QoQ	306.1	21.6	-50.4	-7.3	81.7	-19.7	-25.0	-22.3	67.4	-10.4	-7.6	-8.5			
영업이익률		6.6	8.1	5.2	5.2	7.9	6.0	5.9	4.8	6.5	5.4	5.7	5.5	6.5	6.2	5.8
순이익률		5.3	5.2	1.5	4.9	6.5	-1.0	4.0	2.6	4.4	3.1	2.9	2.7	4.4	3.0	3.3

현대건설기계 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권리서치센터

현대건설기계(267270)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,886.8	3,233.9	2,890.3	2,954.8	3,236.0
매출액증가율 (%)		71.4	-10.6	2.2	9.5
매출원가	1,537.2	2,689.4	2,363.2	2,444.0	2,659.8
매출총이익	349.5	544.5	527.1	510.8	576.2
판매관리비	254.3	335.8	346.8	339.8	372.1
영업이익	95.2	208.7	180.3	171.0	204.0
영업이익률	5.0	6.5	6.2	5.8	6.3
금융손익	-14.7	-20.9	-4.1	-5.1	-10.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.7	-11.4	-53.4	-36.6	-21.0
세전계속사업이익	69.8	176.4	122.8	129.3	172.6
법인세비용	23.2	35.4	36.8	32.3	43.2
당기순이익	46.6	141.1	85.9	97.0	129.4
지배주주지분 순이익	46.6	89.9	57.9	65.3	88.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,553.5	2,203.9	2,427.8	2,497.5	2,606.2
현금및현금성자산	426.0	322.4	408.9	432.1	419.7
매출채권	363.1	404.7	477.5	488.2	534.6
재고자산	691.2	1,024.8	1,014.5	1,025.9	1,074.7
비유동자산	675.2	922.7	1,003.5	987.1	969.0
유형자산	539.0	650.5	684.8	695.6	700.3
무형자산	121.6	153.0	183.1	161.7	143.9
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	2,228.7	3,126.5	3,431.2	3,484.7	3,575.2
유동부채	785.6	945.1	1,121.8	1,160.9	1,120.4
매입채무	178.3	302.2	270.1	276.1	302.4
단기차입금	214.6	470.0	545.0	525.0	475.0
유동성장기부채	258.5	20.4	170.4	220.4	190.4
비유동부채	272.1	613.2	647.3	561.2	568.4
사채	139.7	349.2	349.2	159.2	119.2
장기차입금	60.9	126.2	121.2	221.2	251.2
부채총계	1,057.7	1,558.4	1,769.1	1,722.1	1,688.8
자본금	49.4	98.5	98.5	98.5	98.5
자본잉여금	1,024.1	974.5	974.5	974.5	974.5
기타포괄이익누계액	65.6	64.1	88.4	109.9	129.0
이익잉여금	45.0	125.6	167.3	214.5	278.2
비지배주주지분	-0.8	332.2	360.2	391.9	432.8
자본총계	1,170.9	1,568.2	1,662.2	1,762.6	1,886.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	7.5	-59.6	43.8	132.8	132.5
당기순이익(손실)	46.6	141.1	85.9	97.0	129.4
유형자산상각비	17.8	48.6	51.7	48.5	45.6
무형자산상각비	20.7	27.7	25.7	21.4	17.9
운전자본의 증감	-101.8	-257.0	-101.7	-20.7	-55.6
투자활동 현금흐름	-104.6	-257.1	-160.0	-32.5	-35.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.2	-71.1	-86.0	-59.3	-50.3
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	225.1	217.7	203.5	-76.2	-108.1
차입금의 증감	673.8	292.4	220.0	-60.0	-90.0
자본의 증가	1,073.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	130.3	-103.6	86.4	23.2	-12.4
기초현금	295.7	426.0	322.4	408.9	432.1
기말현금	426.0	322.4	408.9	432.1	419.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	155,231	164,153	146,709	149,983	164,256
EPS(지배주주)	3,835	4,565	2,940	3,317	4,490
CFPS	11,297	12,458	10,414	10,410	12,551
EBITDAPS	10,997	14,468	13,079	12,227	13,576
BPS	59,475	62,737	66,085	69,577	73,780
DPS	0	850	850	950	1,300
배당수익률(%)	0.0	2.0	2.9	3.2	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	22.1	9.4	10.0	8.9	6.6
PCR	7.5	3.4	2.8	2.8	2.4
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.4	0.7	0.4	0.4	0.4
EBITDA	133.7	285.0	257.7	240.9	267.5
EV/EBITDA	14.3	5.4	5.4	5.5	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	7.5	4.6	4.9	6.3
EBITDA 이익률	7.1	8.8	8.9	8.2	8.3
부채비율	90.3	99.4	106.4	97.7	89.5
금융비용부담률	0.8	0.9	1.5	1.4	1.2
이자보상배율(x)	6.7	7.2	4.2	4.2	5.4
매출채권회전율(x)	5.2	8.4	6.6	6.1	6.3
재고자산회전율(x)	2.7	3.8	2.8	2.9	3.1

성광벤드(014620) 기다리기만 하면 된다

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

Buy

적정주가(12개월) 14,000원

현재주가 (11월 15일) 10,200원

상승여력 37.3%

KOSDAQ 668.51pt

시가총액 2,917억원

발행주식수 2,860만주

유동주식비율 56.54%

외국인비중 20.64%

52주 최고/최저가 12,750원/8,690원

평균거래대금 9.4억원

주요주주(%)

안재일 외 3인 41.08

Somerset Capital Management LLP 9.69

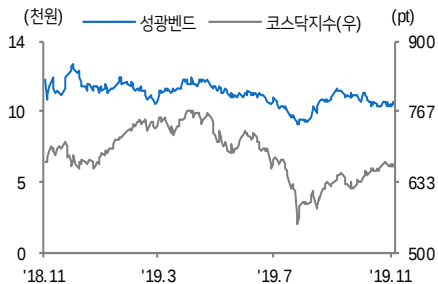
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -6.0 -9.0

6개월 -9.7 -1.5

12개월 -4.2 -2.4

주가그래프



예상보다는 더딘 수주 회복, 국내 정유·석화 증설분의 수주 확대가 우선

- 3분기 연결 누계 수주액은 1,499억원(전년 동기 수주액 1,494억원)으로 예상을 하회한 더딘 실적
- 1Q19부터 흑자전환에는 성공했지만, 수주 정체가 매출 성장 둔화로 이어져 수익성 개선은 지연
- 수출 지역의 Mix가 변화되면서 중동지역 매출 비중이 17.8%로 감소
- 중동 Oil/Gas/Chemical 플랜트가 계획 대비 발주가 지연되면서 하반기 큰 폭의 수익성 개선은 어려울 것

투자의견 Buy 유지, 적정주가 14,000원으로 3% 하향

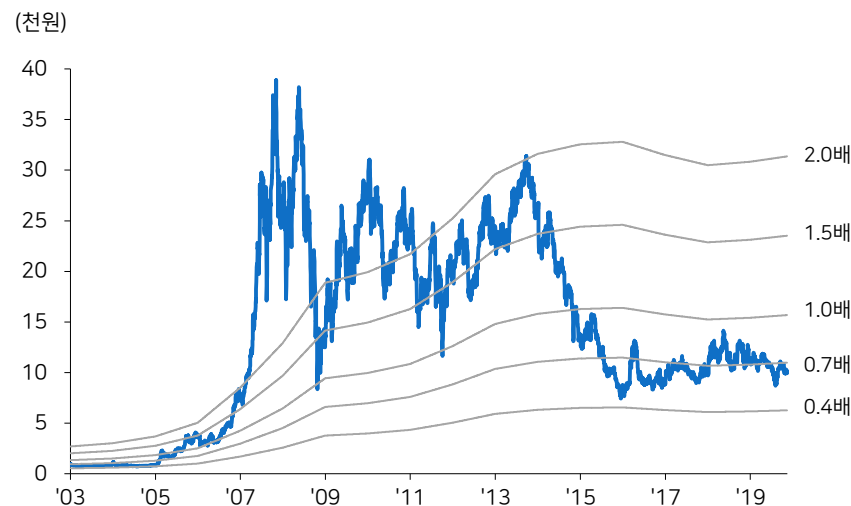
- 적정주가는 12개월 선행 기준 PBR 0.9배 수준, 19년말 예상 순현금 431억원으로 재무건전성은 불변
- 국내외 시장의 제한적인 경쟁 상황, Q만 회복되면 P(수주가격)와 M(수익성)은 계단식으로 회복될 것
- 19년 하반기 국내 증설분 수주 증가 → 20년 상반기 LNG선 물량의 소폭 증가 → 20년 하반기 해외건설 수주 증가의 선순환 고리가 확인되면서 12M FWD PBR 0.6배의 밸류에이션 매력 부각 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	145.8	-18.6	-16.3	-571	-457.7	15,747	-17.5	0.6	-14.5	-3.5	11.6
2018	169.9	-14.5	-8.3	-291	-48.9	15,246	-39.1	0.7	-26.4	-1.9	14.6
2019E	202.7	6.2	7.7	268	-192.1	15,416	38.0	0.7	25.8	1.8	14.1
2020E	220.0	10.9	11.5	404	50.4	15,722	25.3	0.6	17.2	2.6	13.5
2021E	247.9	15.1	15.1	527	30.5	16,151	19.4	0.6	13.1	3.3	13.0

하반기는 내수, 20년은 해외가 Q를 이끄는 점은 명확

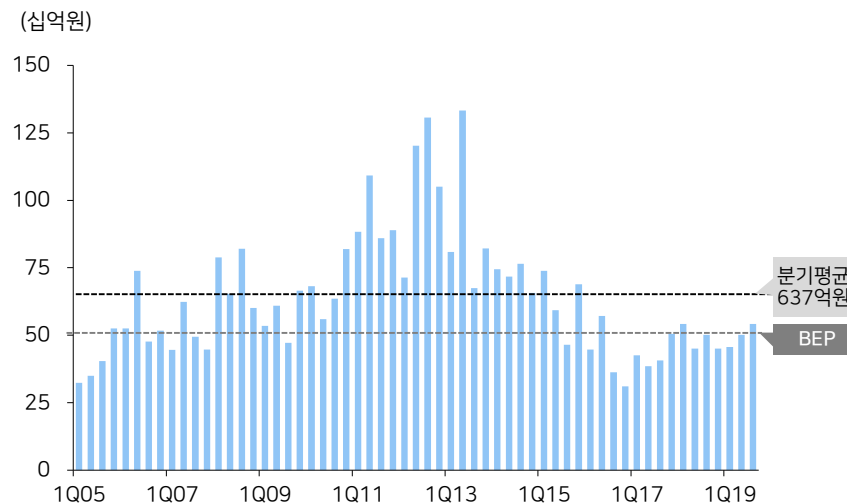
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		36.4	41.5	42.6	49.3	50.6	50.6	49.3	52.2	53.6	56.8	53.7	55.9	169.9	202.6	220.0
영업이익		-0.7	-2.7	-4.7	-6.4	0.9	2.2	1.4	1.7	2.5	3.4	3.0	2.0	-14.5	6.2	10.9
세전이익		-0.6	0.8	-4.5	-6.0	1.9	3.6	3.1	2.6	3.8	4.8	4.4	3.0	-10.3	11.1	16.0
당기순이익		-0.4	0.5	-3.7	-4.7	1.2	2.8	1.9	1.8	2.8	3.5	3.2	2.1	-8.3	7.7	11.5
지배주주순이익		-0.4	0.5	-3.7	-4.7	1.2	2.8	1.9	1.8	2.8	3.5	3.2	2.1	-8.3	7.7	11.5
매출액 증가율	YoY	4.1	2.7	10.1	56.2	38.8	21.8	15.6	5.8	5.9	12.4	8.9	7.1	16.6	19.3	8.6
	QoQ	15.3	13.9	2.8	15.7	2.5	-0.1	-2.5	5.9	2.6	6.1	-5.5	4.1			
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	194.2	53.4	121.8	13.1	적지	흑전	76.5
	QoQ	적지	적지	적지	적지	흑전	161.2	-38.9	28.1	44.0	36.2	-11.7	-34.7			
영업이익률		-2.0	-6.4	-11.0	-13.0	1.7	4.4	2.8	3.3	4.7	6.0	5.6	3.5	-8.5	3.0	4.9
순이익률		-1.2	1.2	-8.6	-9.6	2.4	5.5	3.8	3.4	5.2	6.1	5.9	3.8	-4.9	3.8	5.2

성광밴드 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

성광밴드 분기별 수주 추이

주: 2019년 3분기 말 연결 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

성광벤드(014620)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	145.8	169.9	202.7	220.0	247.9
매출액증가율 (%)	-28.2	16.6	19.3	8.6	12.7
매출원가	140.2	155.4	164.1	173.9	192.1
매출총이익	5.5	14.5	38.6	46.1	55.8
판매관리비	24.2	29.0	32.4	35.2	40.7
영업이익	-18.6	-14.5	6.2	10.9	15.1
영업이익률	-12.8	-8.5	3.0	4.9	6.1
금융손익	1.1	0.5	0.8	0.9	0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.8	3.6	4.2	4.2	4.3
세전계속사업이익	-24.3	-10.3	11.1	16.0	20.4
법인세비용	-8.0	-2.0	3.5	4.4	5.3
당기순이익	-16.3	-8.3	7.7	11.5	15.1
지배주주지분 손이익	-16.3	-8.3	7.7	11.5	15.1
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	246.8	240.7	245.4	253.7	266.5
현금및현금성자산	37.5	34.4	43.6	42.7	41.2
매출채권	47.6	48.3	45.8	47.8	50.8
재고자산	109.9	125.9	127.1	132.5	140.9
비유동자산	255.7	259.0	257.7	256.6	255.5
유형자산	249.6	252.4	250.9	249.7	248.5
무형자산	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
투자자산	3.9	4.4	4.7	4.8	5.0
자산총계	502.5	499.8	503.1	510.3	522.0
유동부채	40.0	31.6	25.3	25.5	26.4
매입채무	13.4	18.4	14.8	15.4	16.4
단기차입금	19.1	3.2	4.2	3.2	2.2
유동성장기부채	0.2	2.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.1	32.1	36.9	35.1	33.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	18.0	20.0	17.5	15.0
부채총계	52.1	63.7	62.2	60.6	60.1
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	445.7	431.8	436.7	445.5	457.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	450.4	436.0	440.9	449.7	461.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	10.7	-22.7	9.0	6.5	6.8
당기순이익(손실)	-16.3	-8.3	7.7	11.5	15.1
유형자산상각비	3.6	3.5	3.5	3.3	3.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	24.5	-17.5	0.4	-5.8	-9.0
투자활동 현금흐름	-25.4	17.9	1.8	-0.8	-1.8
유형자산의증가(CAPEX)	-0.5	-6.0	-2.0	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	1.9	-0.6	-0.2	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	-4.4	0.6	-1.6	-6.6	-6.6
차입금의 증감	0.1	3.9	1.0	-3.5	-3.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-21.6	-3.1	9.2	-0.9	-1.6
기초현금	59.1	37.5	34.4	43.6	42.7
기말현금	37.5	34.4	43.6	42.7	41.2
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	5,096	5,941	7,086	7,692	8,667
EPS(지배주주)	-571	-291	268	404	527
CFPS	-456	-221	377	540	689
EBITDAPS	-526	-384	337	496	641
BPS	15,747	15,246	15,416	15,722	16,151
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	-17.5	-39.1	38.0	25.3	19.4
PCR	-21.9	-51.5	27.1	18.9	14.8
PSR	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	-15.0	-11.0	9.7	14.2	18.3
EV/EBITDA	-14.5	-26.4	25.8	17.2	13.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.5	-1.9	1.8	2.6	3.3
EBITDA 이익률	-10.3	-6.5	4.8	6.4	7.4
부채비율	11.6	14.6	14.1	13.5	13.0
금융비용부담률	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	-418.1	-49.9	19.0	35.4	58.3
매출채권회전율(x)	2.7	3.5	4.3	4.7	5.0
재고자산회전율(x)	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8

하이록코리아(013030) 다시 회복한 10%대의 이익률

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

Buy

적정주가(12개월) 23,500원

현재주가 (11월 15일) 18,250원

상승여력 28.8%

KOSDAQ 668.51pt

시가총액 2,484억원

발행주식수 1,361만주

유통주식비율 60.46%

외국인비중 47.00%

52주 최고/최저가 20,450원/15,350원

평균거래대금 3.2억원

주요주주(%)

문후건 외 6인 39.54

Invesco Canada Ltd. 외 4인 17.86

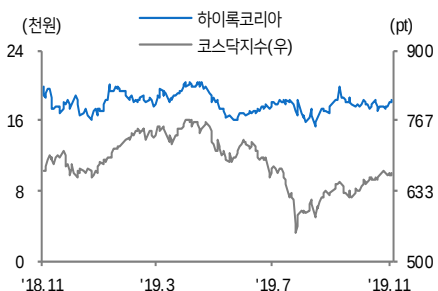
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -1.1 -4.3

6개월 1.4 10.7

12개월 -4.9 -3.1

주가그래프



하이록코리아의 Trade Mark였던 두 자릿수 이익률, 5분기 만에 회복

- 단조용 피팅업체(태광, 성광)의 수익률 부침이 심했던 11~17년에도 계장용 피팅 1위인 하이록코리아는 7년 평균 영업이익률 22.6%의 업계 최고의 수익성을 유지
- 공정 후반에 투입되는 특성상 전방(건설, 해양, 철도 등) 부진이 수주 부진으로 이어지는 속도가 늦기 때문
- 2Q18~1Q19 4분기 평균 영업이익률 6.8%로 최저 수준을 기록한 이후 2Q 14.9%, 3Q 10.2%로 상대적 양호
- 9월 누계 신규 수주액은 999억원(+2.1% YoY)으로 단조용 피팅업체 대비 더딘 회복세, 국내 정유·석화 대규모 증설분의 수주는 4Q19부터 확대를 예상. 해양플랜트와 발전설비의 발주 부진으로 Mix 개선은 무리

투자의견 Buy, 적정주가 23,500원 유지 - 수주 회복 속도는 상대적으로 느릴 전망

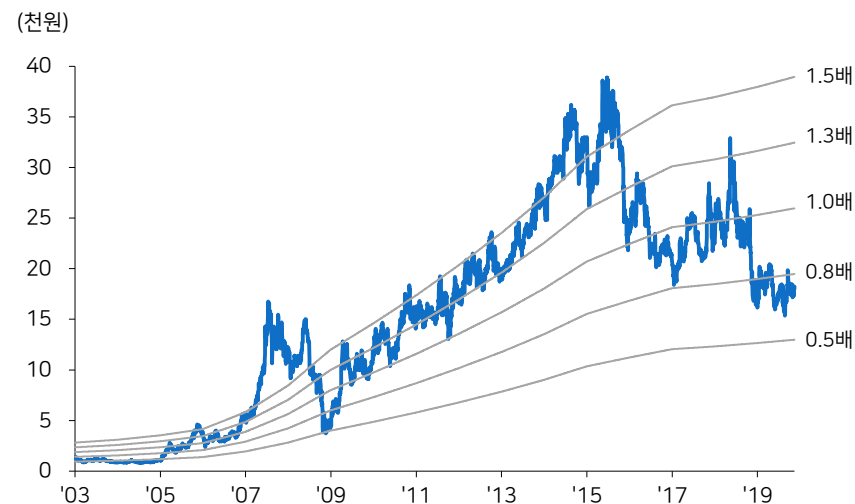
- 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.9배 수준, 유가 급락 마무리되고 전방 발주가 개선된 17년 주가 밴드의 하단
- 19년 예상 순차입금 -1,510억원(순현금)은 연간 매출액을 상회, 기자재 업계 내 No.1의 재무 건전성 → 자본의 효율적 활용을 통한 ROE개선이 Re-Rating의 조건

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	182.7	35.5	23.5	1,728	-21.8	24,092	13.0	0.9	4.4	7.4	13.3
2018	124.3	10.9	11.5	848	-48.3	24,637	19.4	0.7	5.9	3.5	8.4
2019E	138.4	15.1	15.8	1,162	37.1	25,306	15.7	0.7	5.1	4.7	8.8
2020E	149.6	16.7	17.0	1,250	7.6	26,063	14.6	0.7	4.3	4.9	8.8
2021E	170.2	20.4	19.6	1,441	15.3	26,911	12.7	0.7	3.4	5.4	8.9

순현금 > 연간 매출액, 자본의 효율적 활용이 필요

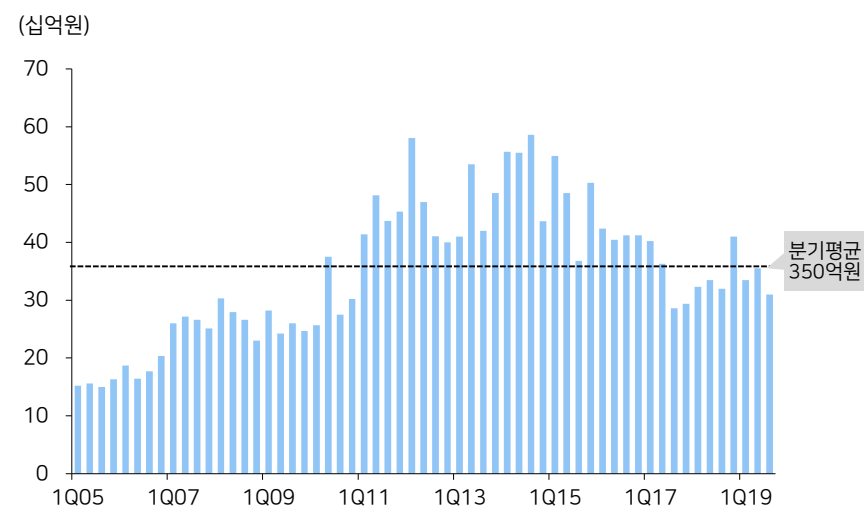
(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		34.6	30.5	29.0	30.1	32.5	36.1	34.2	35.6	36.2	38.8	37.3	37.2	124.3	138.4	149.6
영업이익		5.3	2.0	2.6	1.0	2.8	5.4	3.5	3.5	3.7	5.0	4.3	3.7	10.8	15.1	16.7
세전이익		6.1	5.6	2.7	1.7	4.1	6.9	5.6	4.8	5.2	6.6	5.9	5.3	16.1	21.4	23.1
당기순이익		4.7	4.4	2.3	0.8	3.1	5.5	4.4	3.7	4.1	5.2	4.6	4.2	12.2	16.7	18.0
지배주주순이익		4.5	4.2	2.0	0.8	2.9	5.4	4.2	3.4	3.9	4.9	4.3	3.9	11.5	15.8	17.0
매출액 증가율	YoY	-26.3	-36.7	-42.9	-17.9	-6.2	18.2	18.1	18.3	11.4	7.5	9.2	4.5	-32.0	11.4	8.1
	QoQ	-5.6	-11.8	-5.1	4.0	7.9	11.1	-5.3	4.1	1.7	7.2	-3.8	-0.3			
영업이익 증가율	YoY	-46.3	-79.2	-74.2	-84.0	-48.0	173.4	35.5	254.0	33.8	-6.6	22.4	5.5	-69.5	39.6	10.3
	QoQ	-14.3	-63.0	30.6	-61.3	178.5	94.4	-35.3	1.1	5.3	35.8	-15.2	-12.9			
영업이익률		15.4	6.4	8.9	3.3	8.5	14.9	10.2	9.9	10.2	12.9	11.4	10.0	8.7	10.9	11.2
순이익률		13.5	14.5	7.9	2.8	9.5	15.2	12.9	10.5	11.3	13.3	12.2	11.2	9.8	12.1	12.0

하이록코리아 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하이록코리아 분기별 수주 추이

주: 2019년 3분기 말 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하이록코리아(013030)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	182.7	124.3	138.4	149.6	170.2
매출액증가율 (%)	3.2	-32.0	11.4	8.1	13.8
매출원가	125.0	89.3	100.5	108.9	122.2
매출총이익	57.7	35.0	38.0	40.7	48.1
판매관리비	22.2	24.1	22.8	24.0	27.7
영업이익	35.5	10.9	15.1	16.7	20.4
영업이익률	19.4	8.7	10.9	11.2	12.0
금융손익	-0.5	3.3	4.1	4.3	4.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	2.0	2.2	2.1	2.0
세전계속사업이익	31.2	16.1	21.4	23.1	26.9
법인세비용	7.6	3.9	4.7	5.1	6.1
당기순이익	23.6	12.2	16.7	18.0	20.7
지배주주지분 손이익	23.5	11.5	15.8	17.0	19.6
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	261.5	252.3	268.6	283.3	299.0
현금및현금성자산	54.3	31.2	28.2	37.8	42.9
매출채권	53.0	46.3	40.3	40.9	42.0
재고자산	51.0	65.1	71.8	74.1	78.2
비유동자산	117.9	119.0	115.2	112.7	111.2
유형자산	84.6	85.1	82.1	79.7	78.3
무형자산	12.5	12.7	12.7	12.7	12.7
투자자산	0.9	0.5	0.5	0.5	0.6
자산총계	379.4	371.3	383.8	396.0	410.3
유동부채	34.3	18.6	16.8	17.2	19.9
매입채무	5.7	5.8	5.9	6.0	6.3
단기차입금	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.0	2.0	0.0	0.0	2.0
비유동부채	10.2	10.1	14.4	14.8	13.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	2.0	2.0	0.0
부채총계	44.5	28.7	31.2	32.1	33.7
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2
이익잉여금	297.9	305.2	314.2	324.4	335.9
비지배주주지분	7.0	7.3	8.2	9.1	10.3
자본총계	335.0	342.6	352.7	363.9	376.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	41.7	9.6	20.6	18.1	17.5
당기순이익(손실)	23.6	12.2	16.7	18.0	20.7
유형자산상각비	5.0	5.4	5.6	5.4	5.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	8.1	-5.4	1.5	-2.2	-5.2
투자활동 현금흐름	2.8	-12.5	-16.8	-1.7	-5.6
유형자산의증가(CAPEX)	-6.2	-5.8	-2.5	-3.0	-3.6
투자자산의감소(증가)	5.3	0.5	-0.0	-0.0	-0.1
재무활동 현금흐름	-5.6	-20.8	-6.8	-6.8	-6.8
차입금의 증감	2.0	-15.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	36.9	-23.1	-3.0	9.6	5.1
기초현금	17.4	54.3	31.2	28.2	37.8
기말현금	54.3	31.2	28.2	37.8	42.9
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	13,421	9,128	10,169	10,989	12,505
EPS(지배주주)	1,728	848	1,162	1,250	1,441
CFPS	3,126	1,516	1,542	1,635	1,874
EBITDAPS	2,974	1,193	1,520	1,622	1,865
BPS	24,092	24,637	25,306	26,063	26,911
DPS	400	500	500	500	600
배당수익률(%)	1.8	3.0	2.7	2.7	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.0	19.4	15.7	14.6	12.7
PCR	7.2	10.8	11.8	11.2	9.7
PSR	1.7	1.8	1.8	1.7	1.5
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDA	40.5	16.2	20.7	22.1	25.4
EV/EBITDA	4.4	5.9	5.1	4.3	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	3.5	4.7	4.9	5.4
EBITDA 이익률	22.2	13.1	14.9	14.8	14.9
부채비율	13.3	8.4	8.8	8.8	8.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	69.6	28.2	186.8	205.9	251.4
매출채권회전율(x)	3.4	2.5	3.2	3.7	4.1
재고자산회전율(x)	3.1	2.1	2.0	2.1	2.2

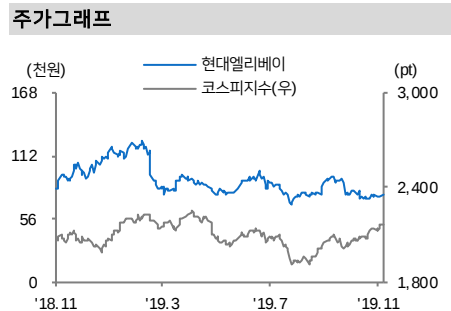
현대엘리베이터(017800) 본업으로만 평가할 시기

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

Hold

적정주가(12개월)	90,000원
현재주가 (11월 15일)	76,800원
상승여력	17.8%
KOSPI	2,160.69pt
시가총액	21,270억원
발행주식수	2,720만주
유동주식비율	74.85%
외국인비중	21.68%
52주 최고/최저가	125,500원/68,500원
평균거래대금	248.7억원

주요주주(%)		
현정은 외 14인	23.57	
Schindler Holding AG	15.50	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.5	-7.0
6개월	-5.7	-10.2
12개월	-13.0	-15.8



대북 이슈, 최대주주의 소송 이슈보다 본업에서의 회복 여부가 중요한 시기

- 남북경협에서 관광·개성공단·SOC·건설 등 7대 사업권을 독점 보유한 현대아산의 대주주(지분율 73.9%), 18~19년 대북 화해모드가 부각·결렬되는 과정에서 PBR 1.6~4.0배의 과도한 변동성을 보임
- 지난 10월 2대 주주 신들러의 최대주주에 대한 민사소송 2심 판결로 지분관련 노이즈 재부각
- 예측 불가능한 이슈보다 승강기제조업과 A/S부문의 성장 여부에 주목할 시기 → 3Q 누계 승강기제조부문 매출액은 전년 대비 6% 감소, A/S 부문 매출액은 14.7% 성장하면서 Bottom-out 확인
- 문제는 수익성 → 3Q 누계 A/S 영업이익률은 14.0%(-2.2%p YoY), 제조부문은 5.1%(+0.5%p YoY). 3Q 본사 영업이익률은 9.0%인 반면 해외 법인의 적자가 지속되며 연결 영업이익률은 6.9%

투자의견 Hold 하향, 적정주가 90,000원으로 10% 하향 조정

- 17~18년 해외법인의 경영효율화 과정이 마무리 수순으로 판단되나, 이익 시너지로 이어지기는 아직 무리
- 20년 예상 매출액 1.9조원(+2.8% YoY), 영업이익 1,295억원(+5.0% YoY), 지배주주순이익 656억원으로 소폭 개선 예상 → 현 주가는 12개월 선행 기준 PBR 2.2배, PER 38.4배
- Peer Group 대비 20% 낮은 ROE를 감안하면 적정 PBR은 2.5배, 상승여력 제한으로 투자의견 Hold 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,993.7	135.3	93.6	3,801	-32.4	33,952	14.3	1.6	9.0	11.6	173.9
2018	1,877.2	143.1	7.9	299	-98.3	33,916	357.9	3.2	17.6	0.9	155.0
2019E	1,880.0	123.3	43.8	1,611	2,451.2	34,607	48.5	2.3	14.0	4.7	155.9
2020E	1,932.3	129.5	65.6	2,411	63.9	36,046	32.4	2.2	13.6	6.8	149.5
2021E	2,033.4	144.1	81.0	2,979	23.6	37,950	26.3	2.1	12.5	8.1	143.1

PBR 2.5배 이상의 밸류에이션 부여는 무리

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		434.1	480.0	473.8	489.3	420.1	461.2	474.8	523.9	440.0	492.8	498.5	501.1	1,877.2	1,880.0	1,932.3
영업이익		19.3	41.5	42.4	39.8	21.5	38.5	32.7	30.5	21.5	38.0	37.5	32.4	143.1	123.3	129.5
세전이익		-32.5	10.4	1.1	40.3	36.3	-12.8	25.3	18.0	10.6	25.7	25.8	19.5	19.4	66.8	81.6
당기순이익		-27.8	5.3	0.3	23.7	26.9	-21.8	16.7	16.2	8.1	19.6	19.7	14.9	1.5	38.1	62.4
지배주주순이익		-26.4	7.0	2.5	24.9	29.0	-20.1	24.3	10.5	8.5	20.6	20.7	15.7	7.9	43.8	65.6
매출액 증가율	YoY	-4.7	-8.8	-11.7	2.9	-3.2	-3.9	0.2	7.1	4.7	6.8	5.0	-4.4	-5.8	0.1	2.8
	QoQ	-8.7	10.6	-1.3	3.3	-14.1	9.8	2.9	10.3	-16.0	12.0	1.2	0.5			
영업이익 증가율	YoY	-35.3	3.8	9.8	48.6	11.4	-7.1	-22.9	-23.5	-0.1	-1.4	14.6	6.4	5.8	-13.9	5.0
	QoQ	-27.9	114.4	2.4	-6.1	-46.0	78.9	-15.0	-7.0	-29.4	76.5	-1.2	-13.6			
영업이익률		4.5	8.6	9.0	8.1	5.1	8.4	6.9	5.8	4.9	7.7	7.5	6.5	7.6	6.6	6.7
순이익률		-6.4	1.1	0.1	4.8	6.4	-4.7	3.5	3.1	1.9	4.0	4.0	3.0	0.1	2.0	3.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대엘리베이터(017800)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,993.7	1,877.2	1,880.0	1,932.3	2,033.4
매출액증가율 (%)	13.4	-5.8	0.1	2.8	5.2
매출원가	1,615.0	1,504.0	1,512.3	1,555.5	1,629.0
매출총이익	378.7	373.2	367.7	376.8	404.4
판매관리비	243.4	230.2	244.4	247.3	260.3
영업이익	135.3	143.1	123.3	129.5	144.1
영업이익률	6.8	7.6	6.6	6.7	7.1
금융손익	-15.5	-94.8	6.5	-24.2	-21.8
종속/관계기업손익	-7.4	0.8	1.0	1.2	1.4
기타영업외손익	16.8	-29.7	-63.9	-24.8	-22.8
세전계속사업이익	129.2	19.4	66.8	81.6	100.9
법인세비용	50.2	17.9	28.7	19.2	23.7
당기순이익	79.0	1.5	38.1	62.5	77.2
지배주주지분 손이익	93.6	7.9	43.8	65.6	81.0
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	945.2	901.1	855.4	895.7	960.0
현금및현금성자산	323.9	338.2	278.4	294.6	311.8
매출채권	308.7	254.8	242.0	252.1	271.9
재고자산	38.4	62.6	59.5	62.0	66.8
비유동자산	1,342.4	1,473.7	1,564.6	1,553.2	1,543.1
유형자산	744.3	757.4	720.4	715.4	710.1
무형자산	174.8	170.2	181.3	174.8	168.8
투자자산	104.5	230.0	350.7	354.8	359.8
자산총계	2,287.7	2,374.8	2,419.9	2,448.9	2,503.0
유동부채	765.8	745.0	882.8	864.4	868.3
매입채무	183.1	170.1	153.1	148.5	152.4
단기차입금	116.0	105.9	245.9	240.9	225.9
유동성장기부채	110.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	686.6	698.6	591.5	602.8	605.1
사채	149.6	149.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	118.9	132.4	172.4	177.4	172.4
부채총계	1,452.4	1,443.6	1,474.3	1,467.2	1,473.4
자본금	123.2	135.8	135.8	135.8	135.8
자본잉여금	487.9	559.0	559.0	559.0	559.0
기타포괄이익누계액	-9.3	-9.5	-5.9	-2.4	1.0
이익잉여금	240.0	235.8	252.4	288.0	336.4
비지배주주지분	-1.1	10.1	4.4	1.3	-2.6
자본총계	835.3	931.2	945.7	981.7	1,029.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	92.7	168.6	89.8	74.1	97.8
당기순이익(손실)	79.0	1.5	38.1	62.5	77.2
유형자산상각비	26.3	27.5	33.0	30.3	28.5
무형자산상각비	0.0	0.0	6.9	6.4	6.0
운전자본의 증감	-73.4	-1.4	10.1	-33.6	-23.1
투자활동 현금흐름	-369.8	-136.4	-128.9	-32.5	-34.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-106.5	-43.4	-48.0	-25.3	-23.3
투자자산의 감소(증가)	-83.0	-124.8	-119.8	-2.9	-3.6
재무활동 현금흐름	114.8	-17.3	-20.6	-25.5	-46.6
차입금의 증감	150.3	-27.1	3.8	1.7	-16.7
자본의 증가	-12.5	83.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-166.0	14.3	-59.7	16.2	17.2
기초현금	489.9	323.9	338.2	278.4	294.6
기말현금	323.9	338.2	278.4	294.6	311.8
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,938	70,676	69,166	71,042	74,759
EPS(지배주주)	3,801	299	1,611	2,411	2,979
CFPS	7,011	6,540	4,530	5,232	5,851
EBITDAPS	6,560	6,422	6,003	6,111	6,567
BPS	33,952	33,916	34,607	36,046	37,950
DPS	500	900	1,000	1,100	1,200
배당수익률(%)	0.9	0.8	1.3	1.4	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	14.3	357.9	47.7	31.9	25.8
PCR	7.8	16.4	17.0	14.7	13.1
PSR	0.7	1.5	1.1	1.1	1.0
PBR	1.6	3.2	2.2	2.1	2.0
EBITDA	161.6	170.6	163.2	166.2	178.6
EV/EBITDA	9.0	17.6	13.8	13.4	12.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.6	0.9	4.7	6.8	8.1
EBITDA 이익률	8.1	9.1	8.7	8.6	8.8
부채비율	173.9	155.0	155.9	149.5	143.1
금융비용부담률	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
이자보상배율(x)	5.0	5.9	5.2	5.4	6.2
매출채권회전율(x)	6.9	6.7	7.6	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	40.5	37.2	30.8	31.8	31.6

현대로템(064350) 반복된 부진은 일회성이 아니다

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

Hold

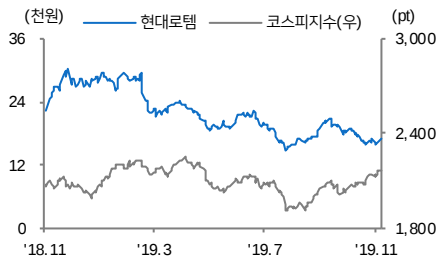
적정주가(12개월)	18,000원
현재주가 (11월 15일)	16,850원
상승여력	9.8%

KOSPI	2,160.69pt
시가총액	14,323억원
발행주식수	8,500만주
유동주식비율	56.19%
외국인비중	4.67%
52주 최고/최저가	30,150원/14,650원
평균거래대금	98.2억원

주요주주(%)	
현대자동차 외 2인	43.37
국민연금공단	6.13

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.4	-12.7
6개월	-14.9	-19.0
12개월	-27.8	-30.1

주가그래프



상장 이후 반복되는 일회성 손실(4Q14, 4Q15, 4Q17, 4Q18, 3Q19), 수주 급증=실적 회복의 성급했던 기대

- 2Q에 이어 3Q에도 주력부문인 철도사업의 대규모 적자(2분기 합산 2,230억원)로 어닝쇼크 지속
- 문제는 상장 이후 해외플랜트부문과 철도부문에서 반복된 일회성 손실이 지속된 점
- 16~18년 3년간 7.7조원의 수주를 기록한 철도부문, 해외프로젝트 설계변경에 따른 철도차량 매출인식과 예정원가율 상승이 원인 → 수주분의 매출인식 지연이 실적과 재무구조 악화를 초래
- 3분기 누적 수주액은 1.26조원으로 부진, 신규 수주보다는 기존 수주분의 매출인식 Catch-up이 선결과제
- 재무구조 개선과 유동성 확보를 위해 49년 11월 8일 만기의 1,060억원 영구채(신종자본증권, 이자율 연 4.5%) 발행 → 20년 만기도래 회사채 3,300억원, 자본으로 인정되지만 이를 감안해도 높은 부채비율

투자의견 Hold 하향, 적정주가 18,000원으로 하향

- 11월 발행한 1,060억원의 영구채는 21년 11월 이후 Step-up(2년만기 회사채+4.393% 가산), 따라서 2년 내 상환해야 한다고 판단. 현재 매출액의 3.2배(7.95조원)인 수주잔고의 빠른 인식과 흑자전환이 시급
- 17~19년 반복된 어닝쇼크 과정의 주가는 PBR 1.0~3.7배 수준 → 철도·방위산업 Peer Group 평균 대비 20% 할인한 PBR 1.7배 적정수준 제시. 이를 반영한 적정주가 18,000원, 상승여력 제한으로 투자의견 Hold 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,725.7	45.4	-47.4	-557	-299.9	15,811	-33.6	1.2	20.4	-3.5	187.9
2018	2,411.9	-196.2	-300.9	-3,539	565.9	12,282	-7.9	2.3	-29.4	-25.2	261.2
2019E	2,526.8	-153.2	-192.1	-2,260	-37.3	11,246	-7.5	1.5	-39.0	-19.2	300.5
2020E	2,797.5	50.7	6.0	71	-103.1	11,293	238.0	1.5	21.2	0.6	295.5
2021E	3,105.8	98.8	52.7	620	776.0	11,890	27.2	1.4	16.4	5.4	284.2

철도부문의 정상화가 최우선 과제

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		524.5	624.2	606.1	657.1	590.2	631.9	637.2	667.5	635.8	714.7	700.7	746.2	2,411.9	2,526.8	2,797.5
영업이익		5.1	18.0	-6.5	-212.9	1.1	-38.3	-96.6	-19.5	-4.2	19.2	19.3	16.3	-196.2	-153.2	50.7
세전이익		-13.4	-4.9	-55.8	-249.9	-9.7	-43.3	-113.2	-37.0	-13.6	7.5	8.6	3.8	-324.1	-203.2	6.4
당기순이익		-11.9	3.1	-54.8	-244.3	7.4	-57.2	-117.5	-25.7	-12.9	7.2	8.2	3.6	-308.0	-193.0	6.0
지배주주순이익		-10.8	4.6	-51.5	-243.1	7.7	-57.1	-116.9	-25.8	-12.9	7.1	8.2	3.6	-300.8	-192.1	6.0
매출액 증가율	YoY	-19.5	-6.7	-7.1	-12.7	12.5	1.2	5.1	1.6	7.7	13.1	10.0	11.8	-11.5	4.8	10.7
	QoQ	-30.3	19.0	-2.9	8.4	-10.2	7.1	0.9	4.7	-4.7	12.4	-2.0	6.5			
영업이익 증가율	YoY	-85.2	17.7	적전	적지	-77.7	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
	QoQ	흑전	251.0	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	0.5	-15.6			
영업이익률		1.0	2.9	-1.1	-32.4	0.2	-6.1	-15.2	-2.9	-0.7	2.7	2.8	2.2	-8.1	-6.1	1.8
순이익률		-2.3	0.5	-9.0	-37.2	1.3	-9.1	-18.4	-3.9	-2.0	1.0	1.2	0.5	-12.8	-7.6	0.2

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대로템(064350)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,725.7	2,411.9	2,526.8	2,797.5	3,105.8
매출액증가율 (%)	-8.7	-11.5	4.8	10.7	11.0
매출원가	2,543.4	2,427.6	2,477.9	2,531.4	2,767.9
매출총이익	182.2	-15.7	49.0	266.1	337.9
판매관리비	136.8	180.5	202.2	215.4	239.2
영업이익	45.4	-196.2	-153.2	50.7	98.8
영업이익률	1.7	-8.1	-6.1	1.8	3.2
금융손익	-43.7	-54.0	-38.2	-40.9	-40.5
중속/관계기업손익	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
기타영업외손익	-50.2	-74.7	-12.6	-4.1	-3.2
세전계속사업이익	-47.9	-324.1	-203.2	6.4	55.8
법인세비용	-1.6	-16.1	-10.2	0.3	2.8
당기순이익	-46.3	-308.0	-193.0	6.1	53.0
지배주주지분 순이익	-47.4	-300.9	-192.1	6.0	52.7
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,619.9	2,573.2	2,712.2	2,735.7	2,865.4
현금및현금성자산	435.8	367.9	388.4	362.2	324.9
매출채권	467.7	352.1	360.5	368.3	380.4
재고자산	195.0	208.5	271.1	276.9	298.2
비유동자산	1,464.0	1,429.0	1,368.5	1,310.1	1,261.4
유형자산	1,160.4	1,114.4	1,080.3	1,049.2	1,022.6
무형자산	139.8	117.8	95.5	74.3	57.8
투자자산	24.9	29.8	29.7	30.5	31.4
자산총계	4,083.9	4,002.2	4,080.7	4,045.8	4,126.7
유동부채	1,341.8	1,729.5	2,120.4	2,137.5	2,090.1
매입채무	352.7	340.0	344.8	374.4	407.4
단기차입금	98.7	109.6	389.6	369.6	349.6
유동성장기부채	218.9	356.0	536.0	586.0	566.0
비유동부채	1,323.8	1,164.7	941.3	885.4	962.6
사채	883.2	698.8	568.8	238.8	238.8
장기차입금	206.2	227.7	122.7	372.7	422.7
부채총계	2,665.6	2,894.2	3,061.7	3,022.8	3,052.7
자본금	425.0	425.0	425.0	425.0	425.0
자본잉여금	408.4	408.4	408.4	408.4	408.4
기타포괄이익누계액	-2.4	-4.1	-6.1	-8.1	-10.1
이익잉여금	512.9	214.6	22.6	28.6	81.3
비지배주주지분	74.3	64.0	63.1	63.1	63.4
자본총계	1,418.3	1,108.0	1,019.0	1,023.0	1,074.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	219.2	-14.2	-303.6	24.9	-41.9
당기순이익(손실)	-46.3	-308.0	-193.0	6.1	53.0
유형자산상각비	62.4	59.7	57.1	53.2	49.7
무형자산상각비	18.7	20.4	27.3	21.2	16.5
운전자본의 증감	66.1	7.6	-176.4	-37.8	-143.6
투자활동 현금흐름	31.2	-38.1	-6.9	-1.1	-5.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.0	-30.0	-23.0	-22.1	-23.1
투자자산의 감소(증가)	1.0	-4.1	0.9	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	-391.8	-19.5	331.0	-50.0	10.0
차입금의 증감	-405.8	-14.9	225.0	-50.0	10.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-144.4	-67.9	20.5	-26.2	-37.3
기초현금	580.2	435.8	367.9	388.4	362.2
기말현금	435.8	367.9	388.4	362.2	324.9
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	32,067	28,376	29,728	32,912	36,539
EPS(지배주주)	-557	-3,539	-2,260	71	620
CFPS	2,251	221	-1,097	1,297	1,784
EBITDAPS	1,489	-1,365	-809	1,472	1,941
BPS	15,811	12,282	11,246	11,293	11,890
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-33.6	-7.9	-7.3	231.6	26.4
PCR	8.3	126.0	-14.9	12.6	9.2
PSR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.4
PBR	1.2	2.3	1.5	1.5	1.4
EBITDA	126.6	-116.1	-68.8	125.1	165.0
EV/EBITDA	20.4	-29.4	-38.4	20.9	16.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.5	-25.2	-19.2	0.6	5.4
EBITDA 이익률	4.6	-4.8	-2.7	4.5	5.3
부채비율	187.9	261.2	300.5	295.5	284.2
금융비용부담률	1.8	2.0	2.1	2.0	1.8
이자보상배율(x)	0.9	-4.2	-2.9	0.9	1.8
매출채권회전율(x)	6.2	5.9	7.1	7.7	8.3
재고자산회전율(x)	13.1	12.0	10.5	10.2	10.8

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

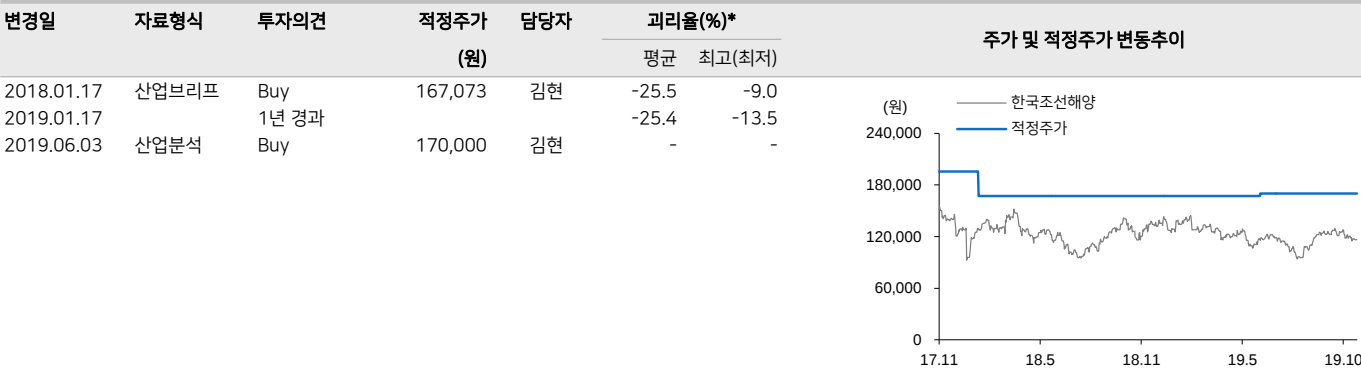
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

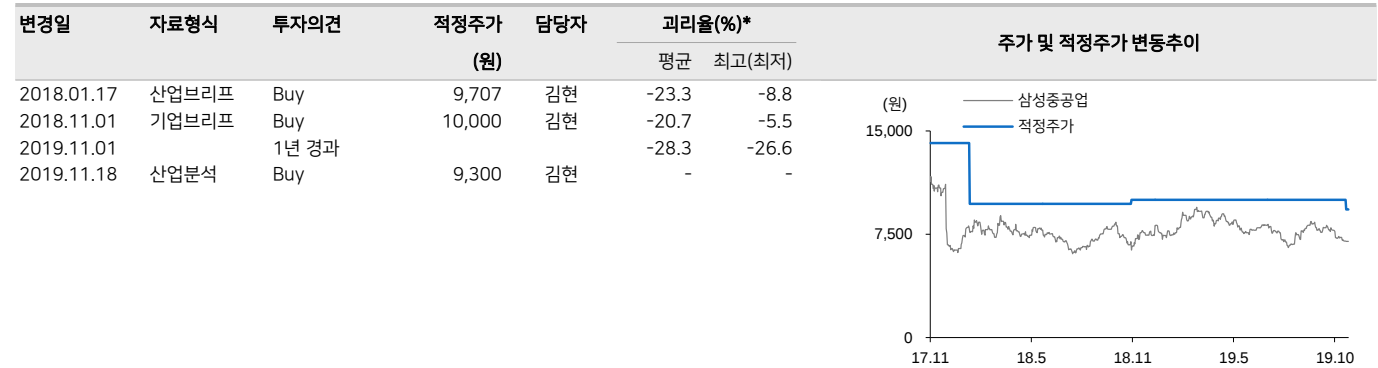
한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



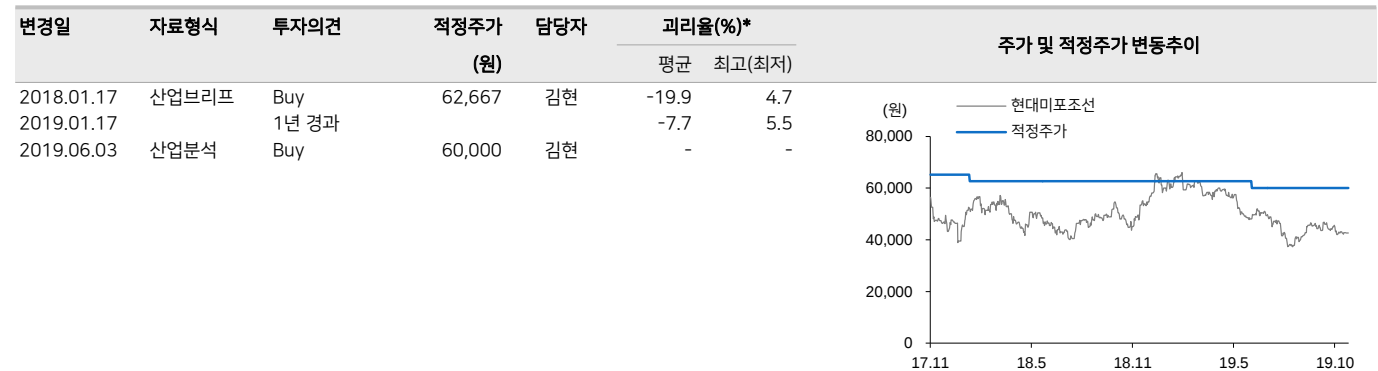
삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



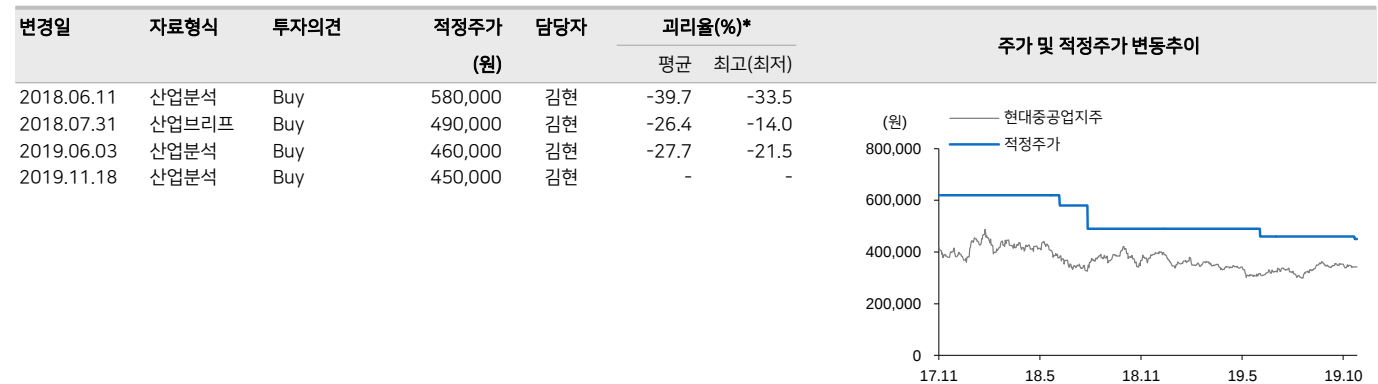
현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



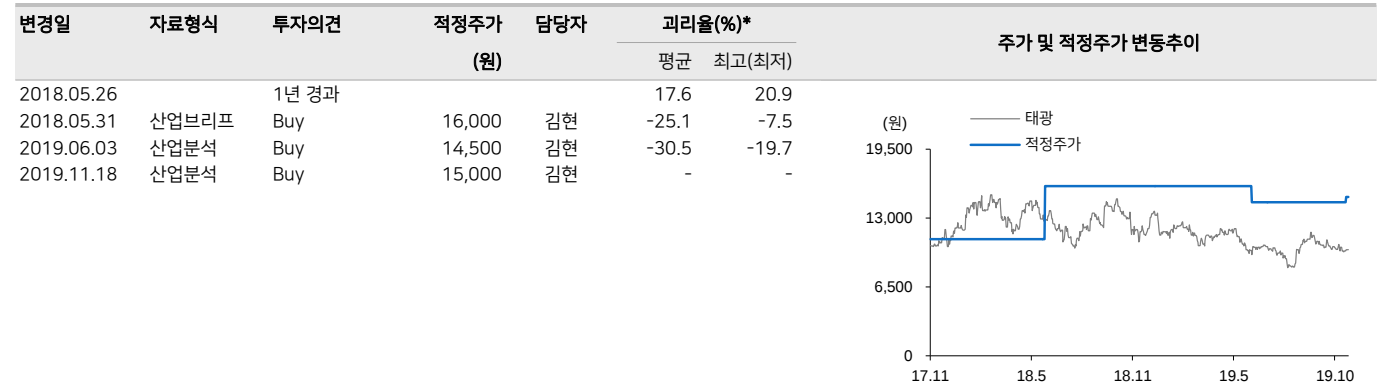
현대중공업지주 (267250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



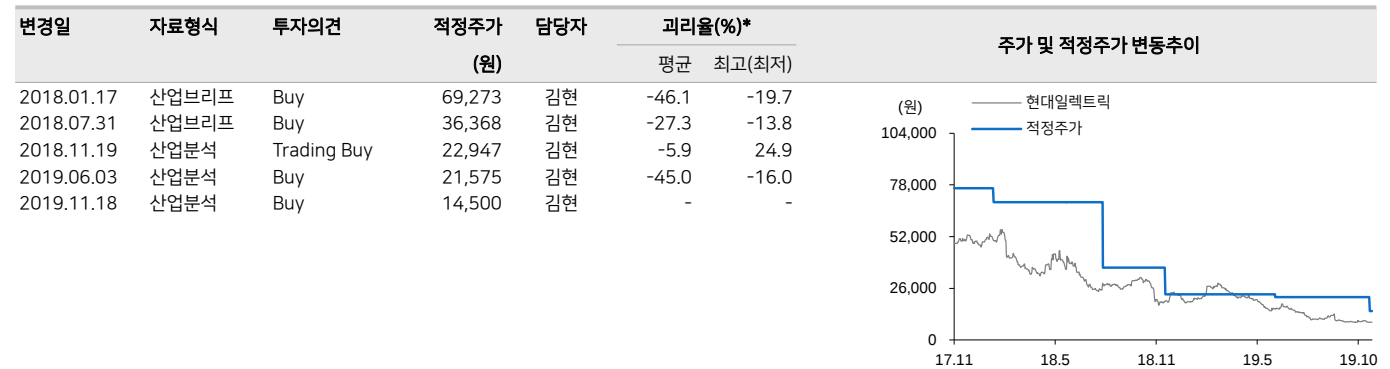
태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



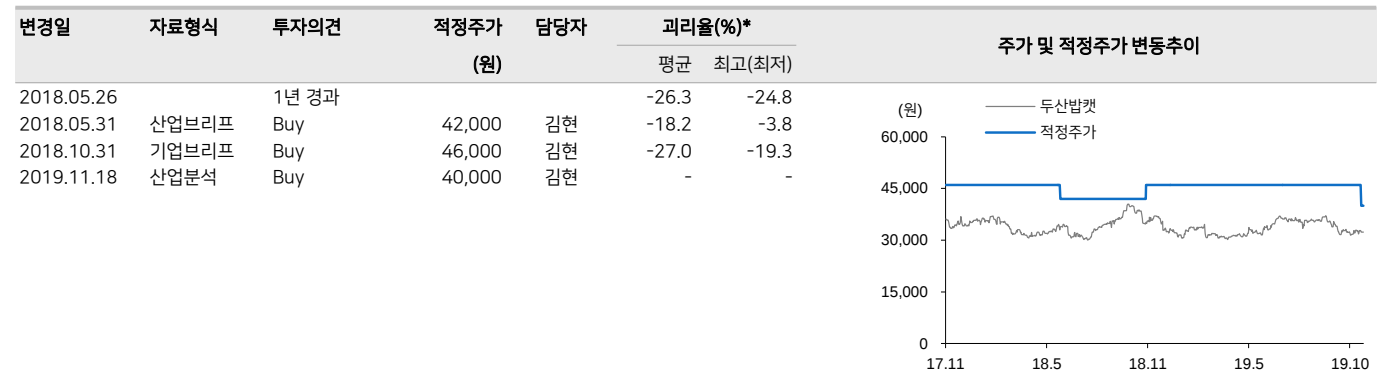
현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



두산밥캣 (241560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



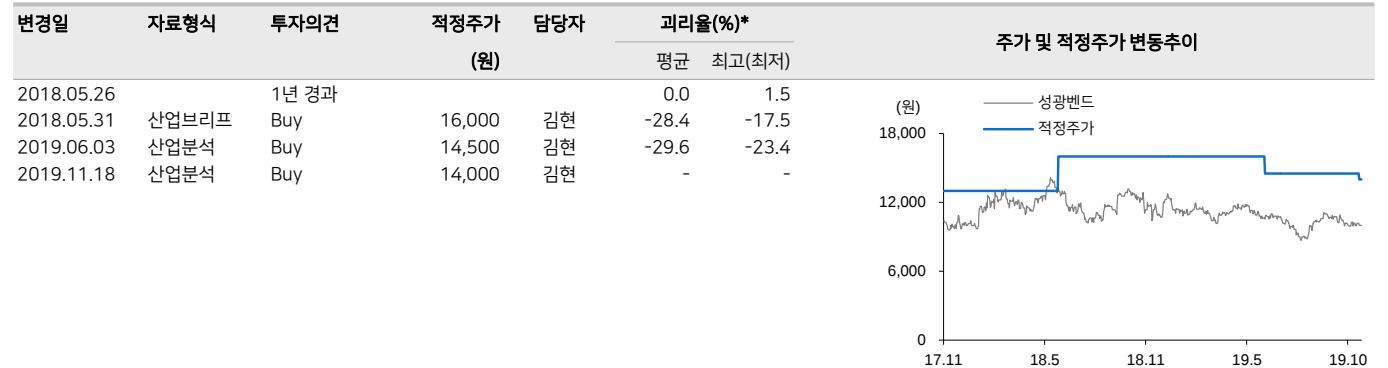
현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



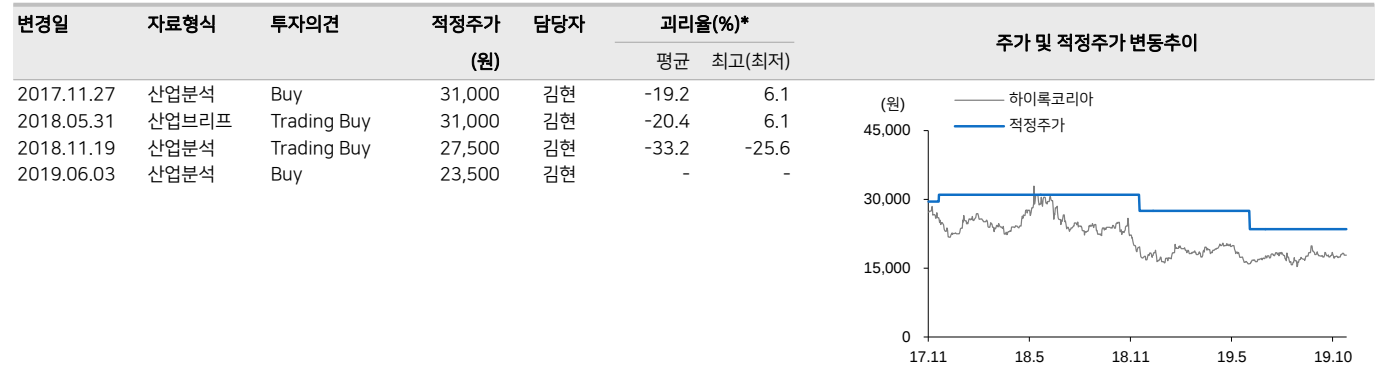
성광밴드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



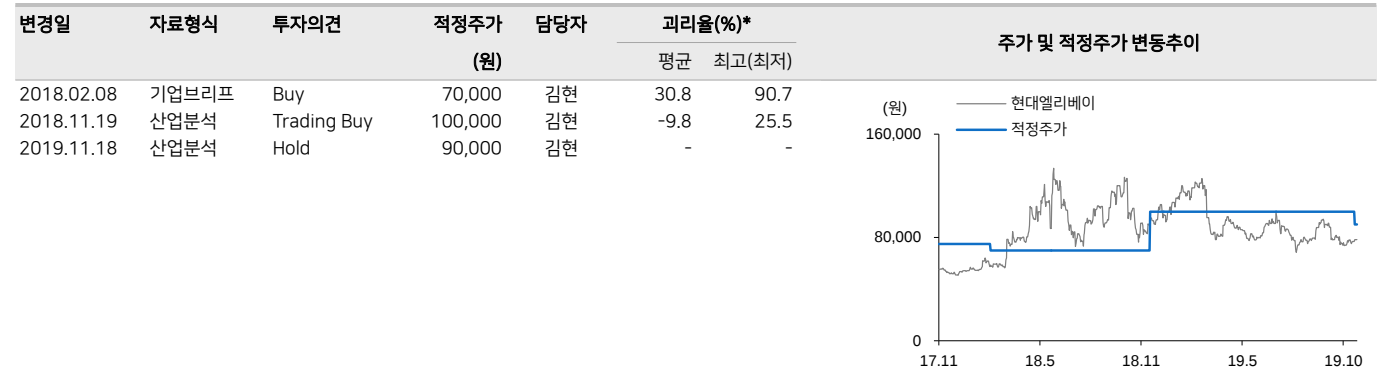
하이록코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대엘리베이 (017800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

