

2019. 12. 02

하이투자증권 DGB

[2020년 산업전망: 조선/기계]

연속건조의 마법과 10년만의 탱커

- 한국조선해양과 동성화인텍으로 공격, 피팅으로 방어

[조선/기계] 최광석 (2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Table of Content

I. 세상 확실한 것들 #6

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들 #20

III. 이루어지기를 바라는 것들 #40

IV. 기업분석 # 58

V. 부록 # 90

확실한 ①실적

- 가장 시장의 믿음이 낮은 실적을 첫 번째 투자포인트로 꼽는다. 당사 선포모델에 따르면 2020년 한국 조선업의 흑자 선박 건조 비중이 올라가, 실적 회복이 확산된다. 특히 LNG선 매출비중이 늘면서 MIX 개선을 받친다.
- 비단 흑자물량 비중 증가를 넘어서는 **연속 건조 효과**를 감히 예상한다. 기존 \$200m대의 LNG선 신조선가가 2018년 \$180m 초반으로 급락해, 수 많은 투자자들을 실망케 했다. 조선사들은, 이를 신조선가를 낮추어준 대신 연속 건조가 가능한 「동일 선형」 영업을 한 것으로 해명한다. 조선의 실적은 온갖 총당금과 환입으로 때로는 종잡을 수 없는데, 연속건조 효과도 한몫 한다. 2020년 LNG선 매출 비중이 느는 것 뿐만 아니라, **동일 선형의 연속 건조 효과**로 시장 컨센서스 및 당사의 보수적인 OPM 3%보다 훨씬 좋을 가능성이 열려있다. 물론 확인하고 싶으실 것이다.
- 또한, 장차 발생할 만약의 악재(일회성)들은 한국조선해양이 2018년부터 현재까지 쌓은 **1조원에 달하는 총당금**이 막을 것이며, 결과적으로 총당금이 보수적으로 설정되었다면 환입구간도 기대할 수 있을 터이다.

확실한 ②LNG

- LNG선 발주앨리는 길게 서술하지 않겠다. **100척**이 보인다. 카타르, 모잠비크 Area1, 러시아, LNG CANADA와 PNG 등에서 80척은 깔고 간다.
- 2018년 대규모 LNG선 수주 이후, 지속적으로 조선의 투자포인트가 LNG선이었기에, 지겹다고 느끼실 만하다.
- 그러나 지겹더라도, 실제로 100척이 확인되면 주가 임팩트는 강력할 것이다. 연중으로 기대보다 더딘 LNG선 모멘텀으로 주가가 빠지고, 프로젝트 하나가 나와주면 반등하고 했었던 것을, 기억하고 있다.
- 사실 2019년의 불황은 LNG보다 상선 때문이었다. 상선 발주 재개가 중요한데, “확실히”로 분류하지는 않겠지만, 희망이 보인다. 다음 단락...

아마도 ①탱커를 중심으로 상선 발주는 호황

- 2019년을 61백만DWT 안팎의 불황으로 마무리하지만, 당사는 **2020년 무려 132백만DWT의 신조발주를 예상**한다. 지난 10여년 Hit Ratio가 꽤 높았던 발주 전망 모델(정량)에 기인하며, 특히 IMO 황산화물 규제에 대한 관망세가 종료된다는 가정 하에, (정성적으로도) 기대할만하다.
- 탱커가 좋다.** 3대 선종 중 확연히 수요>공급이 펼쳐진다. 2020년 탱커 톤마일 증가 예상은 5.6%인데, 잔고에서 정해진 선박 증가는 4.3%이고, 해체로 실제 선박 증가율은 이보다 낮다. **10년만의 수요 과잉** 구간이 펼쳐진다. 탱커 선사는 돈을 벌고, 안 그래도 매력적이던 **Payback Period가 최근 운임 상승으로 5년 안팎**이다.
- 당사는 **탱커 발주금액 YoY +240%의 공격적 수치를 제시**한다. **탱커가 나오면 한국조선해양과 현대미포조선**이다.
- 탱커 발주는 비단 2020년에 끝나지 않는다. 2010년 이중선체 규제에 따라, **2007년부터 인도된 선박들의 15년 교체 발주 사이클**도 2020년부터 시작되기 때문이다.

아마도 ② IMO 관망 종료

- 선박들은 10월부터 저유황유를 사용하기 시작했고, 저유황유-고유황유 스프레드는 벌써 100%를 상회한다. 스프레드 50% 이상에서 Scrubber나 LNG-Fuel의 투자매력은 높다. 기존 선박의 해체 사이클 보다는, 우량 선주들을 중심으로 IMO 2020 Spec. 발주 사이클이 기대된다. 잔고도 역사적 최저로 낮다.
- 만약 스프레드가 별로 크게 벌어지지 않더라도, 발주는 나올 것으로 기대한다. 왜냐면, 스프레드가 크지 않을 것으로 예상하고 기다린 투자 세력도 있기 때문이다. 다만, 이 경우 발주는 2020년 하반기나 2021년으로 멀어질 수도 있다.
- 아무튼 "관망세"는 끝나 간다.

아마도 ③ LNG-Fuel의 확산

- LNG-Fuel에 대한 이야기는, 1) 한국 조선의 M/S 개선, 2) 수익성 제고로, 이미 전 산업자료에서 짚었다.
- 수혜 기자재로써, 기존의 1) LNG 물동량 증가에 따른 동성화인텍, 한국카본, 2) LNG연료탱커 시장에 진입하는 세진중공업에, 3) LNG선처럼 스테인레스 피팅이 증가하는 성광벤드, 태광을 추가로 추천한다.

이루어지기를 바라마지 않는...

- 1) 앞의 LNG선과 탱커를 비롯한 상선 발주 호황의 전망이 맞다면, 2020년 하반기부터 신조선가 상승을 기대할 수 있다. 그리고, 발주 회복이 IMO 관망세 종료 때문이라면, 탱커이중선체 교체발주가 맞물려 호황은 길게 진행되고, 신조선가는 2020년 하반기 반짝이 아니라, 꾸준히 오를 것이다.
- 2) 신조선가 상승에서, BIG2로의 재편도 보탬이 될 전망이다. 양사의 합병이 P에 큰 영향을 아니 미친다고 하더라도, 규모의 경제에 따른 원가 개선, 선종별 영업 정리로 좋아지는 부분이 많을 것이다.
- 3) 매년 타겟 해양플랜트 대여섯개를 들고 시작하지만, 지난 3년여 1~2개 수주에 그쳤다. 2020년도 마찬가지로 Bonga, Shwe3, Browse, Deflin FLNG, Bay du Norde 등을 노리고 있다. Bonga가 빨리 진행되어 삼성중공업이 수주하기를 바라며, 그 다음 Browse 쌍둥이 FPSO와 Delfin FLNR가 특히 중요하다.
- 4) 와중에 McDermott의 위기도, 그간 고생해온 한국 조선업의 수주 Hit Ratio에 큰 보탬이 될 전망이다. 극단적인 상황이 아니더라도, 높은 부채비율과 기존 사업 정리 등으로, McDermott이 좀 덜 활발하지 않을까 기대해본다.

조선업종 비중확대 의견 견지 + LNG-Fuel 주

- 2019년 주가는 제자리다. 우여곡절이 높고 낮았다. 죄송하지만 2020년 투자의견은 "비중확대" 3년차 이다. 다만, 수주와 실적 전망이 2019년보다 밝고, 확률이 높다. 조선에서 한국조선해양과 현대미포조선, LNG 수혜주로써 보냉재2사, LNG-Fuel 관련주로써, 세진중공업과 피팅2사를 추천한다.

2020년 조선 산업 전망

I. 세상 확실한 것들

- 1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업
- 2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

- 1) 신조선장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과수요
- 2) IMO가 실시되고, 이레도(Spread ▲) 저레도(Spread▼) 발주는 재개된다
- 3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??: 보냉재, 세진중공업과 피팅??

III. 이루어지기를 바라는 것들

- 1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작
- 2) BIG2의 재편
- 3) 해양 수주 늘어주기를
- 4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

IV. 기업분석

I. 세상 확실한 것들

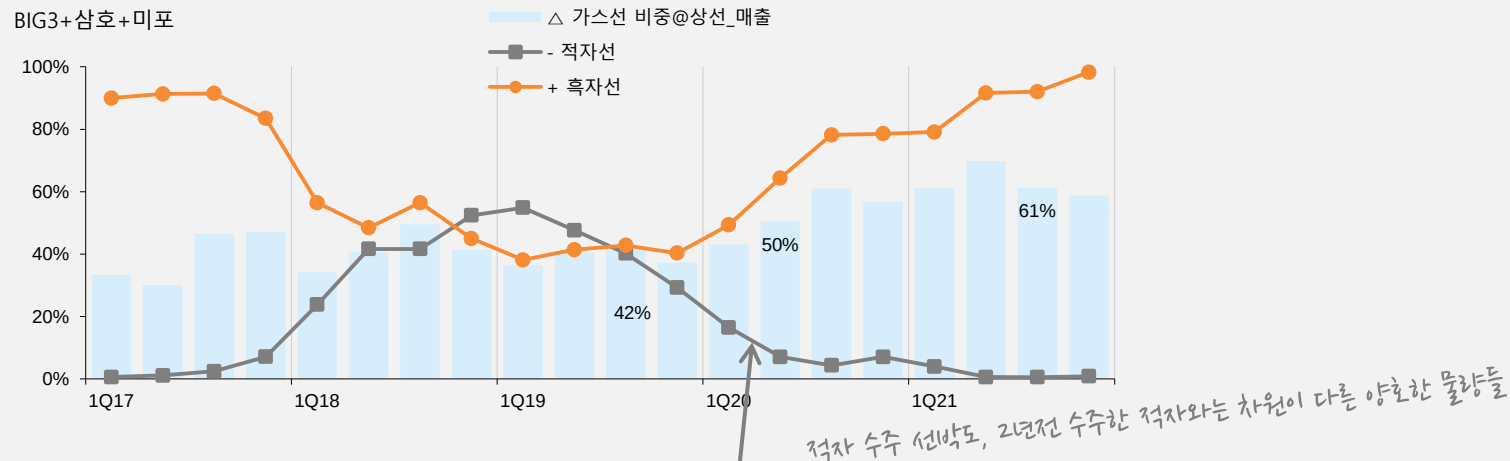
1) 2020년 실적은 연속건조 효과로, 컨센서스 및 여러분과 저의 예상보다 아주 좋을 것이며, 2) LNG선은 실제 100여척이 실현되면, 소위 식상함을 불식시킬 정도로 강력한 모멘텀입니다. 다음 단락의 “아마도 가능한 기대할 만한 것들”에서 제시하는 탱커 발주 강세와 맞물려 2020년 신조선시장 호황 전망을 제시합니다.

투자 포인트	설명
1) 실적 턴어라운드	- MIX가 개선된다 - 또한 2020년 도크에는 LNG선들도 많아 질 것이다. 거기에 더불어 LNG선 연속건조효과도 기대
1)-1 저가수주 물량 소진	- 2016년~2017년의 큰 폭의 적자 물량이 소진되고, 2018년의 BEP 안팎의 물량 건조 시작 - 그리고 가끔 2019년의 환 호기에 받은 흑자 물량도 건조됨
1)-2 LNG선 건조 비중 증가	- 조선사들의 LNG선 매출 비중 2020년 증가 LNG선은 불황기에도 흑자 선종임 - 그러나 2018년 2억\$가 1.8억\$초반으로 떨어진 것이 아쉽지만, 이는...
1)-3 LNG선 연속 건조 효과	- 2018년 LNG선 신조선가를 깎아주는 대신, 조선사들은 “동일 선형 영업”을 해옴 - 즉, 과거의 LNG선보다 선가는 낮지만, 연속건조 효과를 누릴 수 있는 물량들을 잔고에 들고 있다는 것
2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척	- 상선의 발주 전망은 아주 많은 것으로 계산이 나옴(다음 단락 참조) - 다만 틀릴 수도 있는 게 문제인데, 그러나 LNG선 발주 전망만은 너무 확실히 좋을 것 - 아주 많은 프로젝트들이 대기: 여러분들도 모두 잘 아는 카타르, 모잠비크 2개, 나이지리아, 러시아 등에서 캡티브 물량만 80여척 확정적

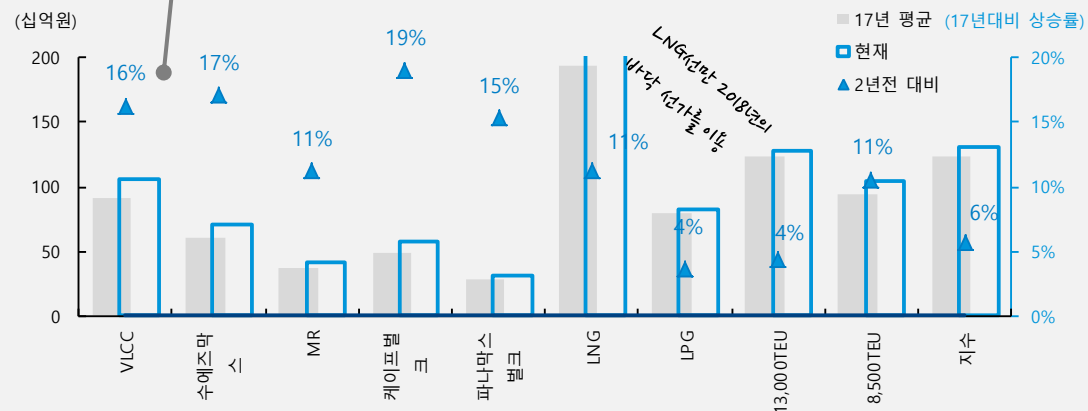
1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 주황색 선차트가, 본 연구원이 추정하는 분기 매출에서 “흑자선박”이 차지하는 비중인데,
- 2020년 조선사들의 도크에는 “적자선박”이 빠지고 흑자 기여 물량이 늘어난다
- 특히 2020년의 MIX 개선은, LNG선이 바닥을 받쳐주고 있어 확실하다. 그리고 과거 변곡점에서 이 선포 분석은 잘 맞아왔다

1 한국 조선업 매출 MIX: 2020년부터 흑자 선박 매출 비중 증가 & 적자도 소폭 적자물량일 것



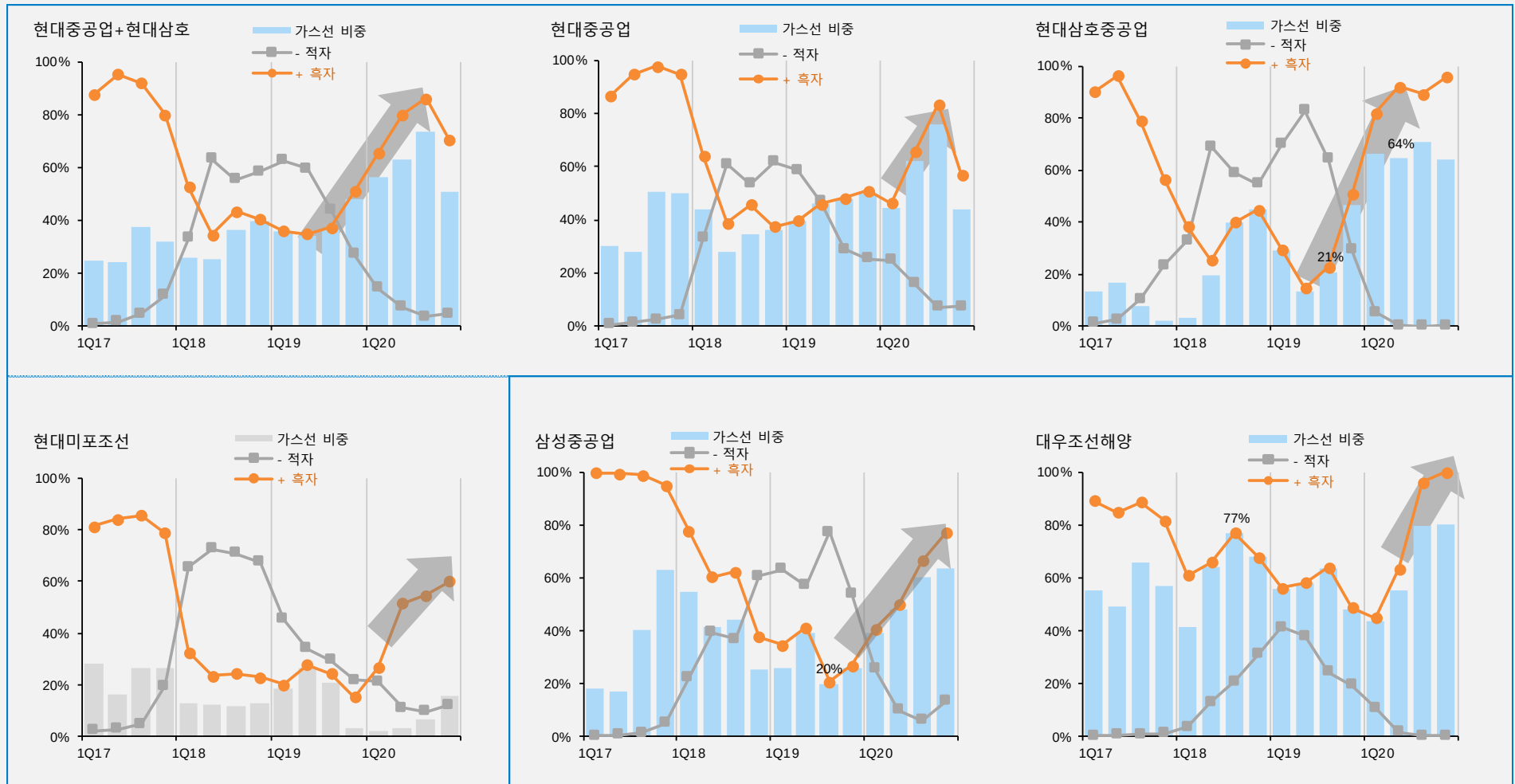
2 선종별 원화 신조선가는, 2017년~2018년 바닥 대비 10%~20% 상승



1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 조선5사별로, 그 턴업 시기와 기울기가 다소 차이가 있다
- 삼성중공업과 현대삼호중공업의 LNG선 매출 비중 턴어라운드가 가장 가파르고, 여태 Yamal 등으로 LNG선 매출 비중이 크게 올라갔던 대우조선해양은 밋밋하다
- 현대미포조선은 LNG선이 없지만, 대형사들의 2017년~2018년이 그래도 LNG선 매출 비중이 끌어주었던 기저효과에 비해, 가파르게 개선되는 것을 잡힌다

4 조선사별 MIX 흐름: 현대삼호중공업과 삼성중공업이 가파름



1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턱업

- 앞에 그림에서 보았던 그 MIX를 기반으로 조선 실적 예상 모델이 만들어진다
- 당사 추정 실적과 MIX를 함께 기재한 표는 아래와 같다. MIX에서 붉은색이 진해질 수록 좋다는 것으로 해석하시면 된다
- (참고로, 2015년~2017년은 해양 빅배쓰 때문에, 흑자선박 비중 → 조선의 OPM 연결고리를 무시하도 무방)

5-1 한국조선해양의 MIX → 실적 추정

(십억원)

회사	항목	2018				2019				Yearly						
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
현대중공업 BUY TP 170,000원	매출액	3,142	3,469	3,514	3,988	3,797	3,904	3,613	3,763	28,667	24,329	15,808	14,114	15,077	15,302	15,973
	영업이익	-124	-176	29	-252	28	62	30	92	-1,585	355	15	-523	213	537	752
	지배지분순이익	12	-236	-52	-214	3	188	-2	117	-1,350	-168	-172	-489	307	224	352
	영업이익률	-3.9%	-5.1%	0.8%	-6.3%	0.7%	1.6%	0.8%	2.5%	-5.5%	1.5%	0.1%	-3.7%	1.4%	3.5%	4.7%
	지배지분순이익률	0.4%	-6.8%	-1.5%	-5.4%	0.1%	4.8%	0.0%	3.1%	-4.7%	-0.7%	-1.1%	-3.5%	2.0%	1.5%	2.2%
조선3사	매출액	2,151	2,331	2,228	1,257	2,775	3,180	3,078	3,202	16,790	14,246	9,919	9,634	12,337	13,450	14,074
	영업이익	-156	-144	-305	-123	-13	133	121	128	-609	564	52	-727	370	571	707
	영업이익률	-7.2%	-6.2%	-14%	-9.8%	-0.5%	4.2%	3.9%	4.0%	-3.6%	4.0%	0.5%	-7.5%	3.0%	4.2%	5.0%
↳ 현대중공업_조선	매출액	969	1,159	1,040	1,443	1,297	1,437	1,467	1,443	8,584	6,931	4,694	4,611	5,644	6,348	7,007
	영업이익	-131	-80	-278	-16	-31	86	51	45	-309	199	-62	-506	152	265	358
	영업이익률	-13.6%	-6.9%	-26.8%	-1.1%	-2.4%	6.0%	3.5%	3.1%	-3.6%	2.9%	-1.3%	-11.0%	2.7%	4.2%	5.1%
↳ 현대삼호	매출액	637	624	605	-914	773	911	881	970	4,504	3,869	2,771	2,620	3,535	4,018	4,015
	영업이익	-47	-82	-48	-114	-9	16	46	47	-350	172	6	-292	100	161	177
	영업이익률	-7.5%	-13.2%	-7.9%	12.5%	-1.2%	1.7%	5.3%	4.9%	-7.8%	4.4%	0.2%	-11.1%	2.8%	4.0%	4.4%
MIX 비중	조선	72%	76%	82%	90%	91%	87%	86%	93%	60%	70%	78%	77%	85%	88%	92%
	흑자/조선2사	53%	35%	44%	40%	36%	35%	37%	51%	50%	77%	93%	44%	45%	64%	82%
	적자/조선2사	33%	63%	56%	59%	63%	60%	44%	27%	29%	1%	2%	55%	44%	13%	1%
	가스선/조선(현대+삼호)	26%	25%	37%	40%	36%	34%	36%	48%	49%	50%	39%	35%	45%	58%	51%
	해양	28%	24%	18%	10%	9%	13%	14%	7%	40%	30%	22%	23%	15%	12%	8%
	시추/(조선+해양)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
	생산/(조선+해양)	28%	24%	18%	10%	9%	13%	14%	7%	32%	29%	22%	23%	15%	12%	8%

1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 현대미포조선의 2020년 "흑자선" 42% 비중은, OPM 5%대의 2016년과 비슷한 수준이다
- 삼성중공업은, 역시 2015년~2017년은 해양의 빅배스 때문에 MIX 비중을 참고가 무의미하다

5-2 현대미포조선과 삼성중공업의 MIX → 수익성 추정

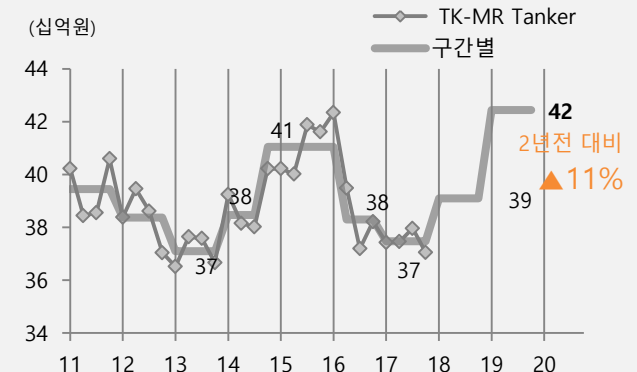
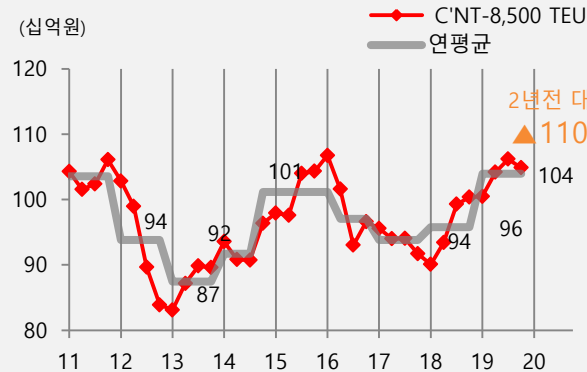
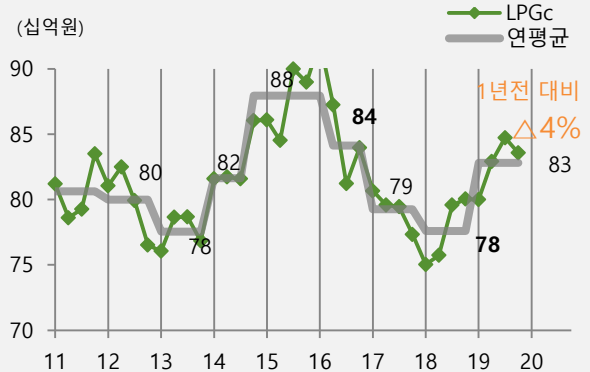
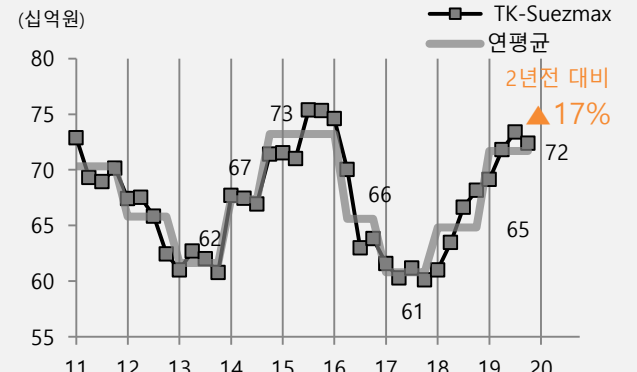
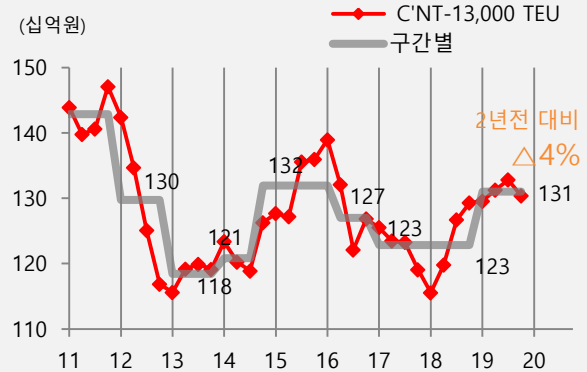
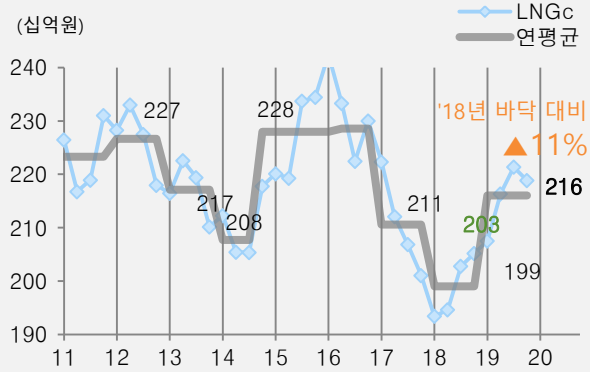
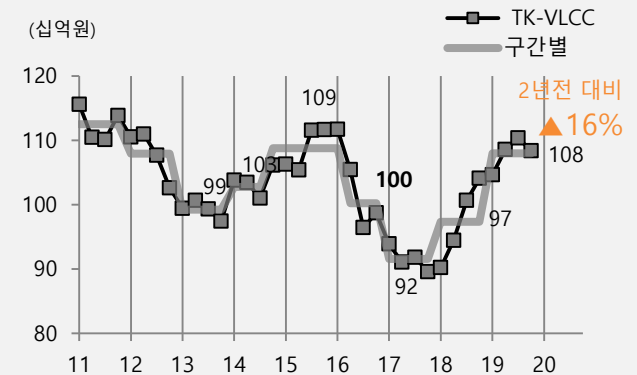
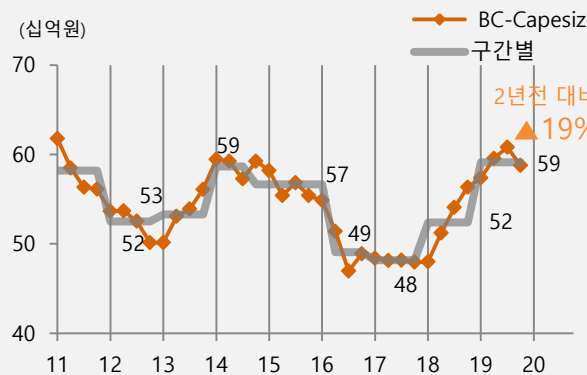
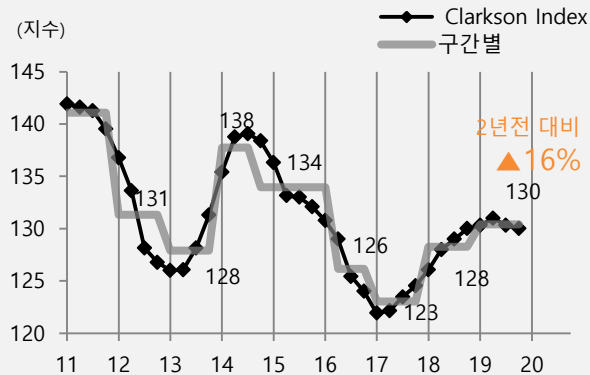
		2018				2019				(십억원)						
회사	항목	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
현대미포조선 BUY TP 65,000원	매출액	545	548	582	728	705	832	731	789	4,652	4,220	2,453	2,403	3,056	3,084	3,052
	영업이익	23	19	21	8	26	32	24	35	67	208	108	71	116	146	172
	지배지분순이익	86	-30	42	-12	20	17	24	27	38	35	437	85	88	101	120
	영업이익률	4.2%	3.4%	3.7%	1.1%	3.7%	3.8%	3.2%	4.4%	1.4%	4.9%	4.4%	3.0%	3.8%	4.7%	5.6%
	지배지분순이익률	15.8%	-5.6%	7.2%	-1.7%	2.8%	2.1%	3.2%	3.4%	0.8%	0.8%	17.8%	3.5%	2.9%	3.3%	3.9%
L 상선	매출액	545	548	582	728	705	832	731	789	3,702	3,446	2,453	2,403	3,158	3,084	3,052
	영업이익	23	19	21	8	26	32	24	35	50	193	108	71	116	146	172
	영업이익률	4.2%	3.4%	3.7%	1.1%	3.7%	3.8%	3.2%	4.4%	1.3%	5.6%	4.4%	3.0%	3.7%	4.7%	5.6%
MIX 비중	흑자	32%	23%	24%	23%	20%	28%	24%	15%	16%	41%	83%	25%	23%	51%	99%
	적자	65%	72%	71%	67%	45%	34%	30%	22%	39%	7%	7%	69%	33%	13%	1%
	PC+가스선	67%	77%	70%	64%	61%	60%	55%	56%	21%	41%	36%	34%	44%	19%	21%
	비나선	27%	17%	21%	24%	20%	20%	32%	34%	12%	13%	12%	22%	26%	15%	20%

		2018				2019										
회사	항목	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
삼성중공업 BUY TP 9,000원	매출액	1,241	1,347	1,314	1,364	1,457	1,770	1,965	1,899	9,714	10,414	7,901	5,265	7,091	7,767	7,702
	영업이익	-48	-101	-127	-134	-33	-56	-312	-1	-1,502	-147	-524	-409	-403	223	284
	지배지분순이익	-59	-147	-84	-98	-99	-314	-580	-3	-1,205	-121	-339	-388	-995	186	147
	영업이익률	-3.8%	-7.5%	-9.7%	-9.8%	-2.3%	-3.2%	-15.9%	-0.1%	-15.5%	-1.4%	-6.6%	-7.8%	-5.7%	2.9%	3.7%
	지배지분순이익률	-4.7%	-10.9%	-6.4%	-7.2%	-6.8%	-17.7%	-29.5%	-0.1%	-12.4%	-1.2%	-4.3%	-7.4%	-14.0%	2.4%	1.9%
L 조선/해양	매출액	1,223	1,335	1,306	1,372	1,452	1,761	1,958	1,893	9,609	10,344	7,849	5,237	7,064	7,732	7,666
	영업이익	-49	-102	-127	-128	-31	-60	-305	-1	-1,454	-138	-517	-405	-398	223	284
	영업이익률	-4.0%	-7.6%	-9.7%	-9.3%	-2.1%	-3.4%	-16%	-0.1%	-15.1%	-1.3%	-6.6%	-7.7%	-5.6%	2.9%	3.7%
MIX 비중	조선	48%	49%	67%	68%	58%	67%	67%	66%	39%	52%	64%	59%	64%	78%	82%
	흑자/조선	78%	60%	62%	37%	35%	41%	21%	27%	50%	63%	98%	57%	31%	59%	98%
	적자/조선	22%	39%	37%	61%	63%	57%	77%	54%	20%	4%	2%	42%	63%	12%	1%
	가스선/조선	54%	42%	44%	25%	26%	39%	20%	26%	46%	35%	34%	40%	28%	54%	69%
	해양	52%	51%	33%	32%	42%	33%	33%	34%	61%	48%	36%	41%	36%	22%	18%
	시추	16%	12%	4%	4%	4%	0%	0%	0%	29%	21%	11%	8%	1%	0%	0%
	생산	36%	39%	29%	28%	38%	33%	33%	34%	33%	27%	25%	33%	35%	22%	18%

1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 앞 장의 P to P, 외에 분기별로 원화 신조선가의 흐름도 확실히 2년 동안 반등해 왔음을 볼 수 있다

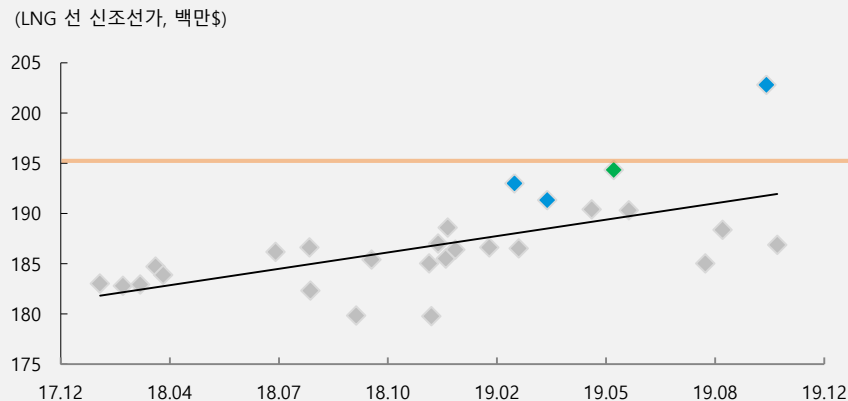
3 선종별로 (분기) 「원화」 신조선가 바닥 대비 크게 오름: 케이프 벌크, VLCC, 수에즈막스, 컨테이너선 등은 2015년의 불황기 이전 수준



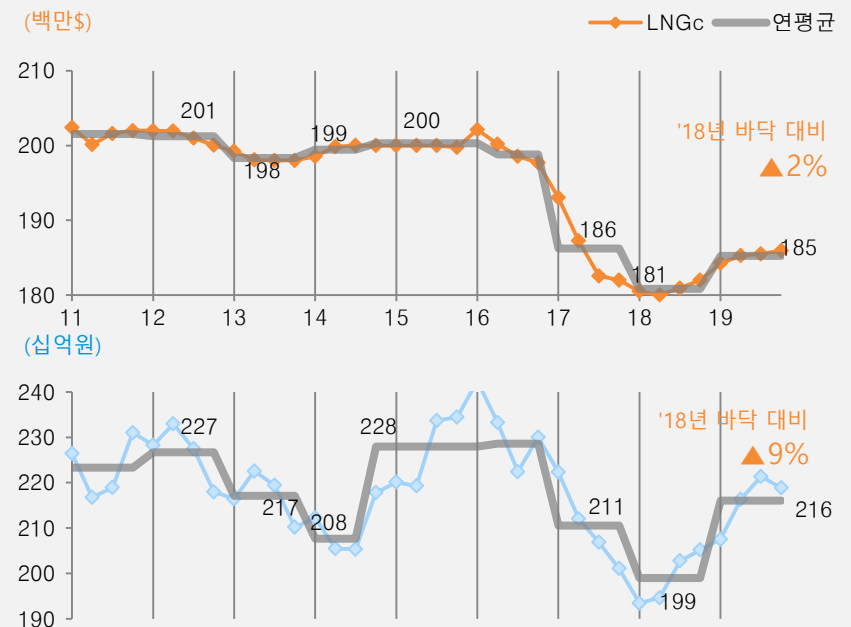
1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 2018년부터 한국 BIG3의 LNG선 수주가 크게 늘었고, 2020년 LNG선 매출이 늘어나는 것도 앞서 짚었다
- 그런데, 비단 MIX 비중 증가 뿐 아니라, 연속 건조 효과도 기대할 수 있다
- 2018년 대우조선해양의 \$180m 초반 LNG선 수주 때문에, 조선업 투자자들은 크게 당황하고 안타까워 했는데, 당시 DSME의 설명은 "동일 선형 영업"이었다
- 이를 비판했던 경쟁사들도 낮은 선가에서 LNG선을 수주하면서 비슷한 전략으로 따라갔던 것으로 판단한다
- 조선의 실적 추정은 온갖 총당금과 환입의 일회성으로 아주 어렵지만, 연속건조 효과도 외부에서 쉽게 절대값을 맞출 수 없게 만드는 요인 중 하나이다
- 불과 4Q18 현대미포조선의 어닝 쇼크 원인도 씨리즈 건조 종료 때문이라는 안내였고, 대우조선해양의 여태 호실적도 Yamal을 비롯한 LNG선 연속 건조 때문이었다
- 그리고 바로 얼마 전 3Q19에 현대삼호중공업이 OPM 5%대로 1Q의 적자, 2Q의 1.7%에서 크게 개선되었는데, 사측의 안내는 "LNG선 연속건조효과"란다
- 2020년부터 LNG선 건조 증가와 함께, "동일 선형 연속 건조 효과"과 발휘된다면, 외부에서 보수적으로 추정했던 OPM 3% 안팎보다 훨씬 높은 수익성을 목격할 가능성이 열려있다

6 한국 조선업이 수주 공시한 LNG선 신조선가: 2018년 겹하락 후 반등 중 & 최근 2억\$도 넘김



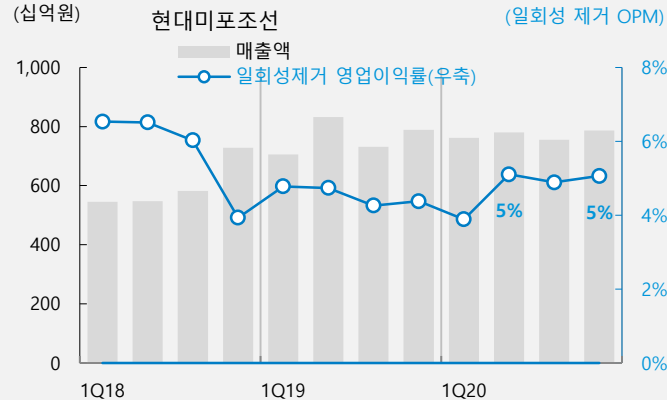
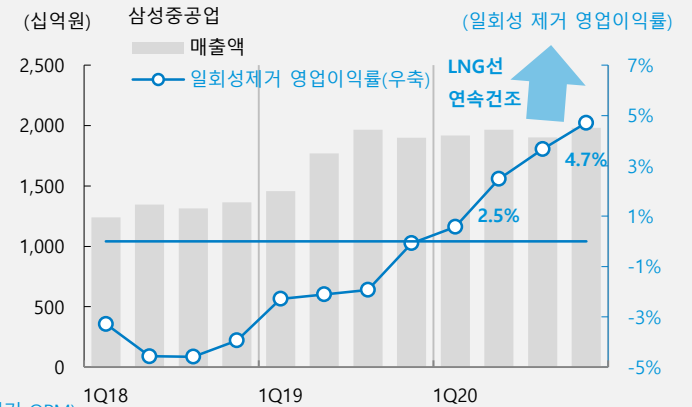
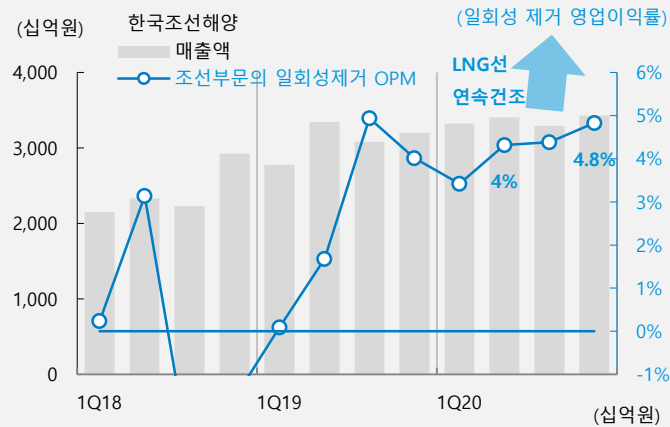
7 LNG선의 신조선가 과거 200m\$ \ \$180m 초반으로 하락



1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 복잡한 조선의 (알려진) 일회성을 제거한 영업이익률의 흐름은 아래와 같다
- 1) 2017년 바닥 낮은 선가 물량이 빠지고 적자이던 흑자이던 오른 물량이 건조되면서, 2) 건조량 효과를 발휘하면서 실적은 돌아서고 있다
- 여기서 미포만 다른 길을 가고 있는 것이 딱, 시리즈 효과로 판단하면 된다. 2020년은 플러스 연속건조효과를 기대해보자
- 앞서 언급한 연속건조 효과는 실적 예상에 반영할 수 없다. 즉, 당사나 시장 컨센서스보다 양호한 수익성을 목도할 수도 있다

8 조선사들의 일회성 제거 영업이익률 + LNG선 연속 건조 효과



1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업

- 또한 한국조선해양이 4Q17부터, **2년간 쌓아놓은 공사손실충당금이 누적 1조원에 육박**한다
- 조선의 리드 타임을 감안할 때, 향후 2년간 선박 건조에서 나쁜 일회성보다는 좋은 일회성이 더 많을 것이라는, 힌트이다

9 한국조선해양 8개 분기 동안 1조원의 수주 선박에 공사손실충당금 설정

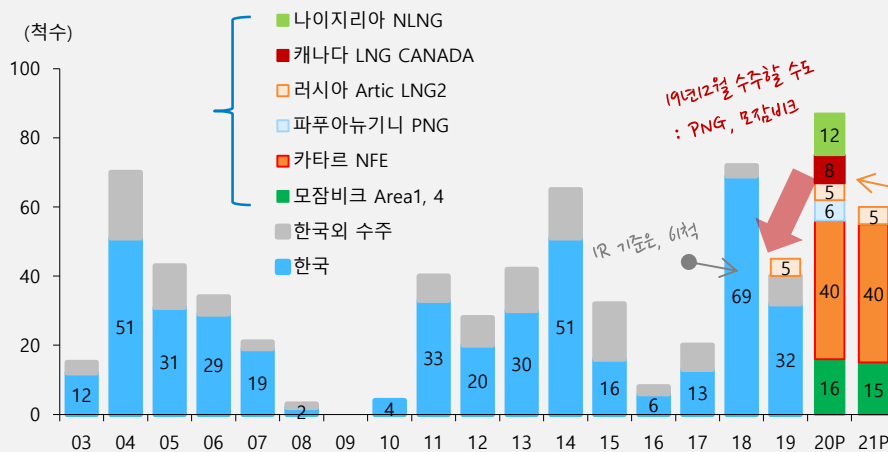
년도	월	현대중	현대삼호	미포	현대 3개사 수주 (백만\$)	환율 (원/달러)	월 수주 (십억원)	분기 / 년 수주 (십억원)	충당금 요인
2017년	10월	589	715	33	1,337	1133.7	1,515.8	11,185	잔고 전체에 충당금
	11월	94	169	141	404	1103.0	445.6	-375.9 공손충	
	12월	1285	507	227	2,019	1084.1	2,188.9	-3.4% 적자 수주	
2018년	1월	213	743	126	1,082	1066.0	1,153.4	2,875	
	2월	249	194	143	586	1079.1	632.4	-161.0 공손충	후판 15%P △ 가정
	3월	210	696	110	1,016	1072.4	1,089.5	-5.6% 적자 수주	
	4월	251	1148	278	1,677	1068.7	1,792.2	3,855	
	5월	990	1	214	1,205	1076.4	1,297.1	-233.1 공손충	
	6월	195	356	149	700	1093.4	765.4	-6.0% 적자 수주	후판 추가 10%P △
	7월	1375	233	386	1,994	1122.7	2,238.7	5,040	
	8월	215	121	110	446	1122.4	500.6	-115.9 공손충	
	9월	1721	26	310	2,057	1118.5	2,300.8	-2.3% 적자 수주	
	10월	183	318	54	555	1132.7	628.6	3,613	현중_조선 101억원
	11월	630	726	0	1,356	1127.4	1,528.8	-50.1 공손충	삼호 192억원
	12월	640	82	575	1,297	1122.2	1,455.5	-1.4% 적자 수주	미포 208억원
2019년	1월	0	321	221	542	1121.3	607.8	1,398	현중_조선 ZERO
	2월	263	0	100	363	1123.5	407.8	-16.2 공손충	삼호 87억원
	3월	4	221	113	338	1131.9	382.6	-1.2% 적자 수주	미포 75억원
	4월	264	196	110	570	1143.0	651.5	2,722	현중_조선 98억원
	5월	513	264	183	960	1183.3	1,136.0	-18.0 공손충	삼호 7억원
	6월	412	194	190	796	1174.4	934.8	-0.7% 적자 수주	미포 75억원
	7월	717	243	460	1,420	1177.1	1,671.5	4,342	현중_조선 12억원
	8월	1	338	0	339	1209.9	410.2	-21.4 공손충	삼호 84억원
	9월	981	709	202	1,892	1194.6	2,260.2	-0.5% 적자 수주	미포 118억원

-991.6
1조원의 충당금 설정

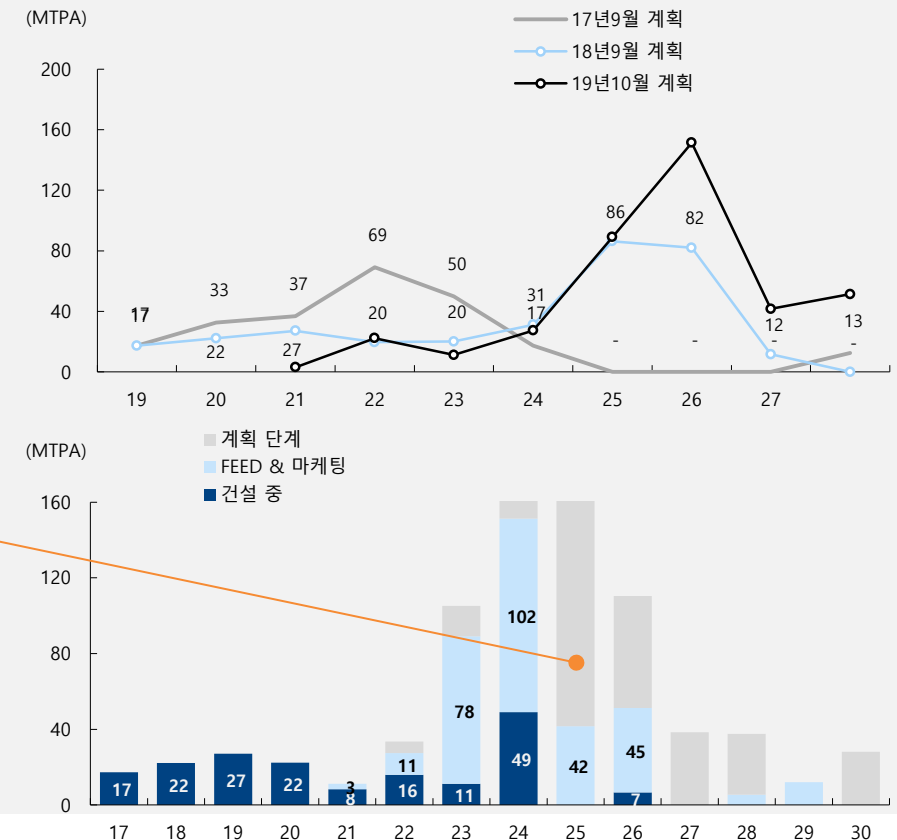
2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척

- 뒷 단락 "아마도 가능한, 기대할만한 것들"에서 짚겠지만, 2020년 상선 발주 전망을 긍정적으로 본다
- 본 연구원의 발주 전망은 간혹 틀린다(Hit Ratio 70%). 2020년 IMO 2020 황산화물 규제에 따른 "관망 종료", "탱커 교체 사이클"을 기대하지만, 또 한해 더 지켜볼 수도, 늦을 수도 있다
- 그러나 LNG선 발주만큼은 정말 확실하다. 참고로 본 연구원은 2018년 70척(한국 수주 61척) 이후 2019년 LNG선 전망을 60척으로 다소 보수적으로 제시한 바 있다
- 2020년은 카타르, 모잠비크, 나이지리아, 러시아 등에서 워낙 대규모 발주가 있어, **정말 100척도 가능**하다
- 모두가 아는 모멘텀이라고 무시할 것은 아니다. 투자자들은 2019년 대규모 LNG선 수주를 기대했다가 일정이 미뤄질 때마다 실망의 매도세가 펼쳐진 바 있기 때문이다. 실제 나오면 잔고는 반등하고 주가도 오른다
- Speculation 발주도 계속 나오면서 보탬이 된다

10 한국 조선업 2020년 80척 이상의 캡티브를 깔고 있음



11 LNG 터미널 건설중인 PJT 완공 계획과 설계/마케팅 PJT Onstream 계획



2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척

- 시장에서 기대하고 있는 (수출처가 LNG선까지 담당하는) LNG선 발주 프로젝트들은, 무려 190여척에 달한다
- 2019년 시장은 다소 빨리 LNG선 랠리를 기대했지만, 시장기대보다 천천히 갈 뿐이다

12 대형 LNG선 발주 프로젝트들: 190여척

프로젝트명	발주처	터미널 (MTPA)	조선사	척수	발주	가동	진척 경과	선박 계약 시점 예상
파푸아뉴기니 PNG	ExxonMobil	7.6	슬롯 예약 SHI 2척 HHI 6척	8척	SHI 2척	2024-	19.08 PNG 정부 승인 19.09 SHI 2척, HHI 6척 슬롯 배분(LOI) 19.10 MISC→SHI 2척 발주	남은 6척 연말~2020년 상반기
러시아 Arctic LNG2	Novatek	19.8	SHI 기술파트너	15척	Zvezda 1척	2023 - 2025	19.08 SHI와 Rosneft JV 설립 및 기술계약 체결 19.11 1호선 용선계약	19년말 1척? 2020년 14척 중 절반?
캐나다 LNG CANADA	Shell	12	HHI LOI	8척		2024 -	18.12 FID 12MTPA: 향후 28MTPA까지 확장 19.10 현대중공업 LOI 19.11 해운사 입찰 초청	Shell 연내 마무리 언급 그러나 '19년말~2020년 상반기
나이지리아 NLNG(train7)	NLNG	8	미정	12척		2023 -	19.09 EPC 선정: Saipem + 대우건설 19.11 FID	2020년 상반기
카타르 NFE[(North Field Expansion)]	Ocean LNG (QP + ExxonMobil)	33	BIG3 일본2사	40척		2024 -	19.02 QP 대표 60척 발주설 확인 19.04 Ocean LNG이 60~100척으로 19.04 EPC ITT 19.05 조선사 입찰 시작 19.12e EPC 선정: 3사 경합 19.12e 조선사 Slot Reservation > 해운사 결정	2019년말 슬롯예약 → 모멘텀
				40척				조선사들의 수주계약은 2020년 하반기
북미 Golden Pass	QP + ExxonMobil	16		20척		2024 -	19.04 NFE와 동시 발주설	카타르와 함께
모잠비크 LNG (AREA1)	Anadarko, Total	12.9	SHI, HHI 슬롯 결정	16척		2023 -	19.06 EPC 선정: CCS 컨소시엄 19.07 Total 참여 19.11 해운사 PQ 7사 선정	19년말보다는 2020년 상반기
모잠비크 Rovuma (AREA4)	ExxonMobil	15	미정	15척		2025 -	19.05 정부 사업 승인 → FID는 9월로 연기 19.10 FID 연기 & 가동도 2024년 → 2025년으로	2020년 하반기
미스터리 Project Helen	??		미정	15척		??	19.06 클락슨의 조선사 접촉 알려짐 모잠비크 Rovuma이거나 가장 긍정적인 것은 사우디, 그리스, 오일메이저설	??

189척

2) 수주 현황: 이제 외친다, LNG 100척

- 클락슨이 집계한 현재 시장에서 진행 중인 LNG 액화 터미널 프로젝트들(건설 중, 설계/마케팅)에서 필요한 LNG선은 2019년~2030년 480척에 달하고,
- 현재 잔고에는 137척 주문이 들어가 있다
- 즉, 2027년까지, 340척, 매년 50여척 발주가 필요하다는 이야기다

13 현재 시장에서 진행 중인 LNG 액화 수출 프로젝트들: 건설중, 설계/마케팅

가동 년도	건설중 MTPA	설계/마케팅		제안 단계		프로젝트 MTPA
		LNG선(e)	MTPA	LNG선(e)	MTPA	
20	22	37	-	-	-	-
21	8	9	3	3	-	-
22	16	22	11	11	6	9
23	11	14	78	93	16	18
24	49	63	102	108	59	66
25	-	-	42	45	136	136
26	7	5	45	51	59	63

480척

건설중: Cameron LNG Train 2/3, Freeport LNG Trains 2-3, PFLNG Dua, Portovaya LNG(FSU), Yamal LNG Train 4

건설중: Corpus Christi LNG Train 3

설계/마케팅: Eagle LNG, Port Fourchon LNG Phase 1

건설중: Calcasieu Pass LNG, Coral South FLNG 1, Tortue West Ahmeyim FLNG 1

건설중: Arctic 2 LNG Train 1, Sabine Pass Train 6

설계/마케팅: Driftwood LNG 1, 2, Freeport LNG Train 4, North Field Expansion Train 1, Plaquemines LNG, Plaquemines LNG Phase 2, Port Arthur LNG, Port Delfin FLNG 1, Rio Grande LNG Phase 1, Texas LNG, West Delta

건설중: Arctic 2 LNG Train 2, Golden Pass LNG Train 1,2,3, LNG Canada, Mozambique LNG

설계/마케팅: Annova LNG, Baltic LNG, Bear Head LNG, Commonwealth LNG, Djibouti FLNG, Equus FLNG, Goldboro LNG, Gulf LNG Phase 1, Leviathan FLNG, Magnolia LNG Trains 1-2, Monkey Island LNG, NewAge Cameroon FLNG, Nigeria LNG Train 7, North Field Expansion Train 2, 3

설계/마케팅: Gulf LNG Phase 2, Lake Charles LNG Train 1, Magnolia LNG Trains 3-4, Mamba LNG

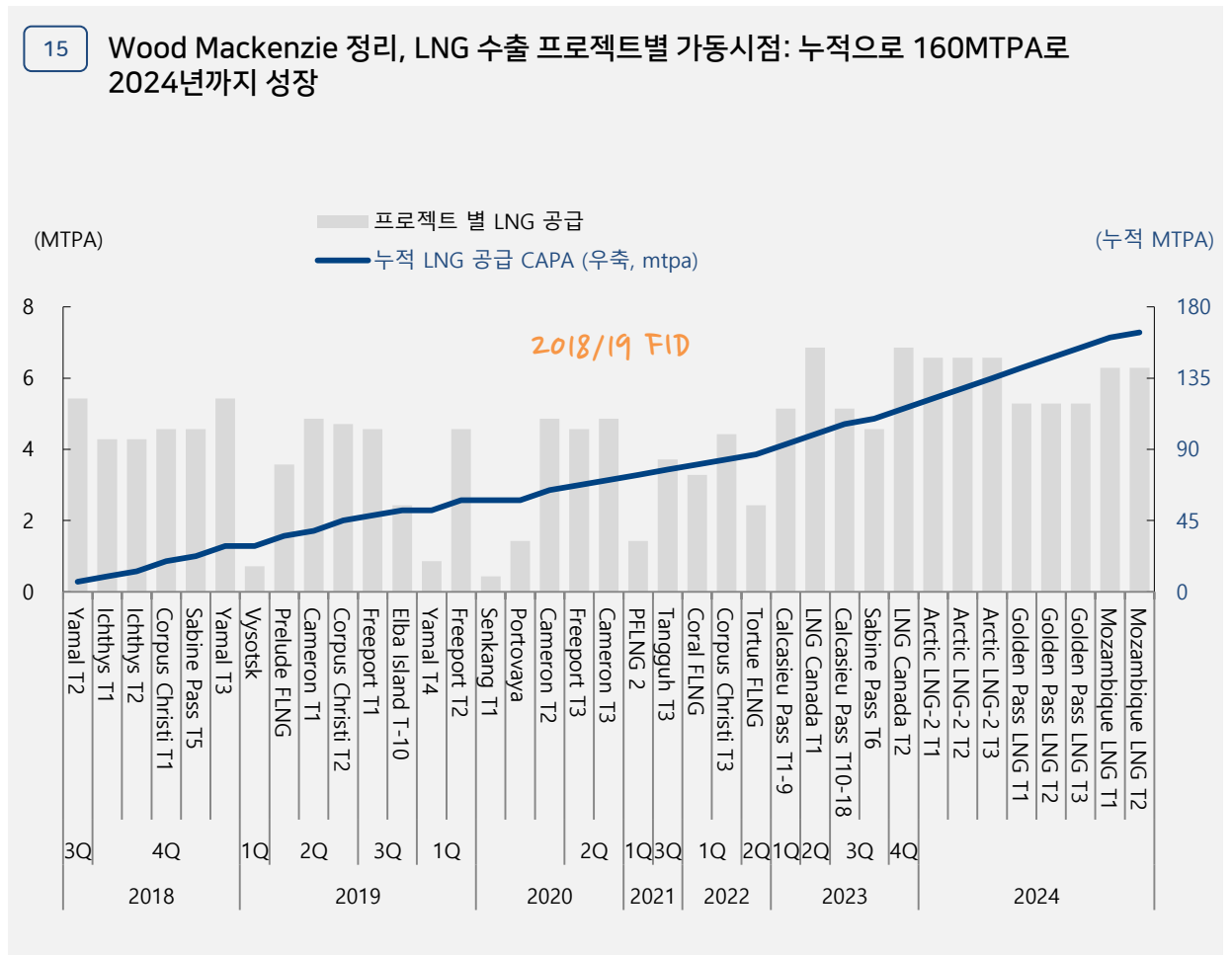
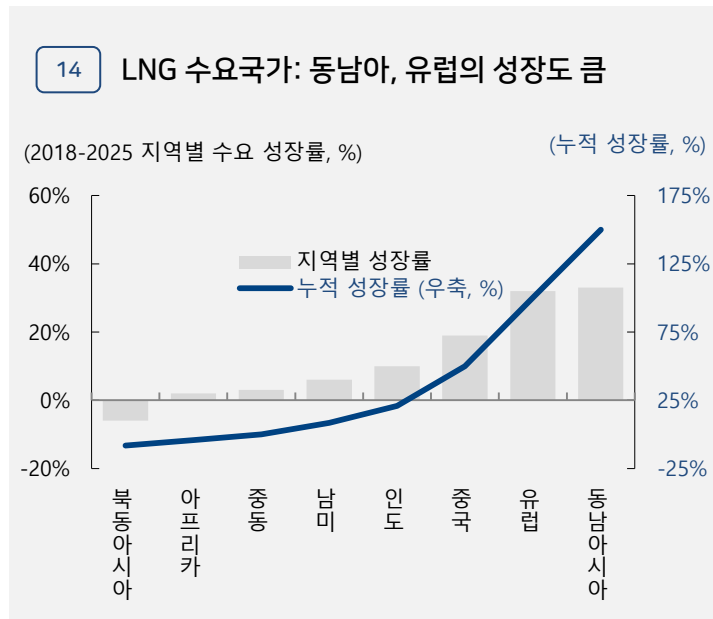
North Field Expansion Train 4, Pluto LNG Expansion (Scarborough), Pointe

건설중: Arctic 2 LNG Train 3

설계/마케팅: Lake Charles LNG Train 2, Main Pass FLNG, Rio Grande LNG Phase 2, Sakhalin I LNG

2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척

- 앞 장의 Clarksons 데이터와 함께 Wood Mackenzie 데이터를 비교해도, 비슷하다
- 단기로 **2024년까지 160MTPA**로, 240여척의 LNG선이 인도되어야 하는데 기발주는 137척으로, **100여척 발주가, 2020년~2021년 필요하다**
- 물론 2020년~2021년 수주에 2024년 이후 인도물도 있을 것이기 때문에, 향후 2년간의 LNG선 수요가 딱 100척이 아닌 그 이상이 될 터이다
- 또한 2025년까지 이 LNG 프로젝트를 소화해줄 수요국가로, 시장이 흔히 알고 있는 중국과 인도 외에, **동남아와 유럽을 주요 수입 증가 예정 지역**으로 꼽는다
- 수요 다변화는 긍정적이다



2020년 조선 산업 전망

I. 세상 확실한 것들

- 1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업
- 2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

- 1) 신조선장 호황 예상: 10년만의 탱커 초과수요
- 2) IMO가 실시되고, 이래도(Spread ▲) 저래도(Spread▼) 발주는 재개된다
- 3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??

III. 이루어지기를 바라는 것들

- 1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작
- 2) BIG2의 재편
- 4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

IV. 기업분석

한국조선해양 > 현대미조선 > 삼성중공업 |

동성화인텍, 세진중공업, 피팅2사

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

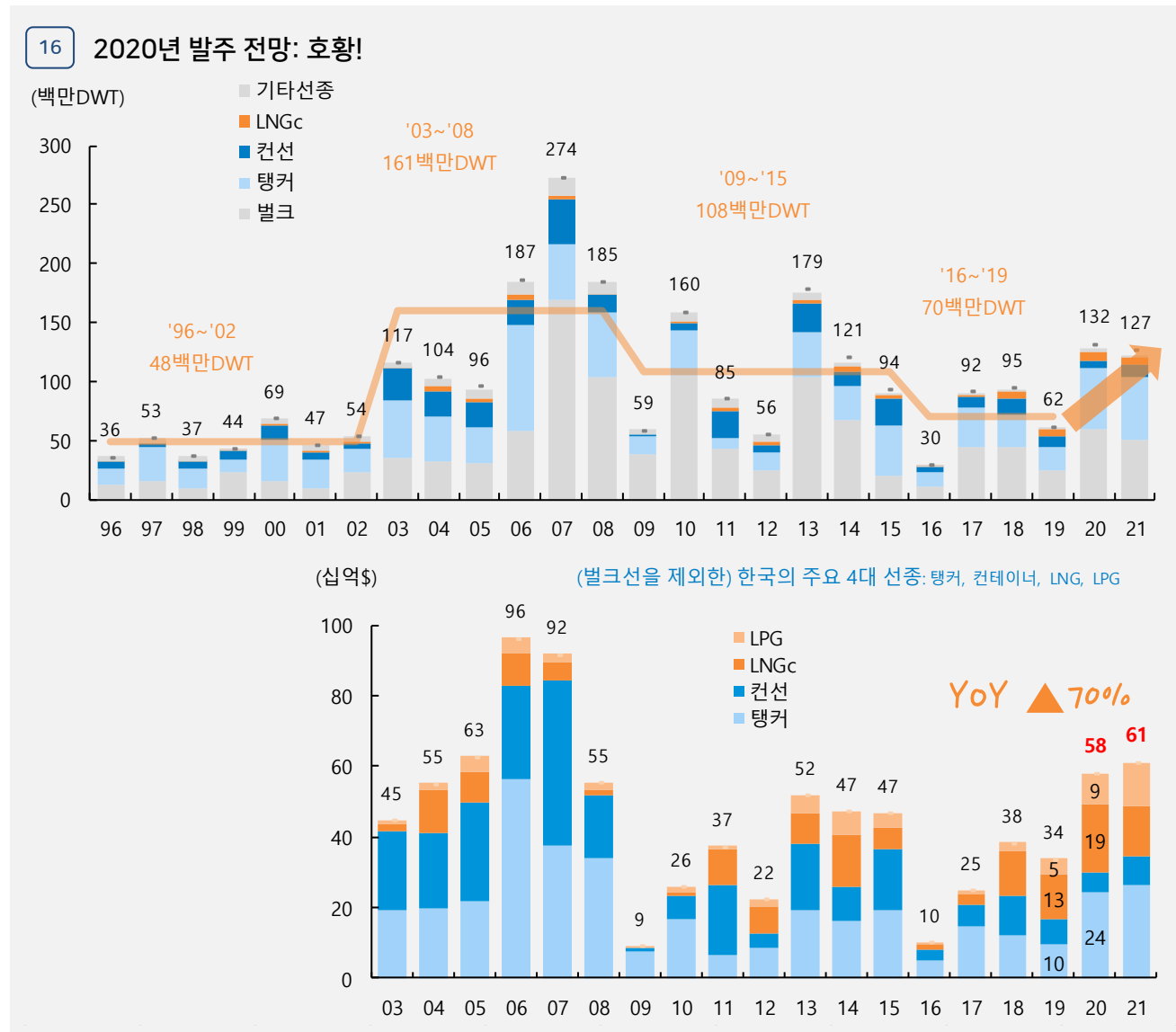
2020년 신조발주 132백만DWT로 2배 이상 증가 | 한국 전방의 발주 금액은 580억\$로 YoY 84% 증가합니다.
이는, 탱커와 IMO 실시에 따른 관망세 종료 때문입니다

투자 포인트	설명
0) 신조발주 전망	- (상세 내역은 부록을 참조) - 당사 2019년 발주전망이 틀렸음에도 더 큰 발주 전망치를 제시하는 것은, 낮아진 잔고(= 미래 공급 요인)과 높아진 수요(탱커 등의 톤마일 예상치) 때문
1) 신조시장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과 수요	- 2020년 탱커 [톤마일 증가 5.6%] > [선박 인도 4.3% - 해체 x.x%]로 수요 과잉 - 2010년 이후 첫 수요초과: 2017년~2018년은 불황에 따른 해체 증가 - 탱커 신조발주가 2배 이상 늘어나는(당사 +140%) 호황 예상: IMO 실시에 따른 관망 종료도 트리거가 될 것
② 더블헬 교체 사이클	- 내년 탱커 해운시장 호황이라면 25년 이상 노후선 해체는 낮을 것임 - 스크랩 & 빌드 대신 세일 & 빌드 사이클을 기대: 우량 탱커 선사들은 10년~15년 이상의 노후선들, 즉 장기 용선이 종료되고 용선 시장에서 인기가 없는 선박을 매각하고, 선대를 젊게 리뉴얼하는 전략을 자주 구사 - 공교롭게도 2010년까지의 탱커 이중선체 교체 발주 때문에 2005년~2010년 인도된 탱커들이 향후 3년여 교체발주 대상이 될 것
2) IMO가 실시되고, 이래도 저래도 발주는 크게 터진다	- 저유황유-고유황유 스프레드는 벌써 100%를 상회하며, 2020년 규제 실시 이후, (Scrubber나 LNG-Fuel을 갖춘) 최신 선박 발주가 늘 것 - 행여, 스프레드가 줄어들더라도, 스프레드가 그다지 크게 벌어지지 않을 것으로 예상해온 선주들은 예상이 맞았음을 즐거워하며 미뤄둔 발주를 단행할 것
3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??	- 2019년 연중으로 LNG-Fuel의 확산이 기대보다 빠르며, 이는 한국 조선의 M/S 상승과 수익성 개선으로 이어진다고 주장해왔고, 그 의견을 유지함 - 연관 기자재들 중 수혜주를 제시하자면 1) 세진중공업의 LNG 연료탱커 첫 수주를 기대하며, 2) 의외로 성광벤드, 태광이 LNG-Fuel 척당 1~2억원의 시장이 만들어짐

0) 들어가기 전에 신조시장 전망 Summary

- 당사는 2020년 신조 발주량은 132백만DWT으로 2019년 61백만DWT[10월까지의 발주 / 10 x 13로, 이보다 많을 가능성 많음] 대비 2배 이상 늘 것으로 예상한다
- 한국의 주력 시장이 아닌 벌크를 제외한, 발주금액도 580억\$로 2019년 대비 70% 늘 것으로 공격적으로 예상한다

- 발주 회복을 전망하는 핵심은 앞 단락에서 이미 짚은
1) LNG선 팽리와 더불어 2) 탱커 발주 회복 때문이다
- 바록 다음 꼭지에서 탱커 발주 강세를 예상하는 이야기를 짚겠다
- 그리고 전체 발주 전망은, 뒤의 부록에 첨부했다

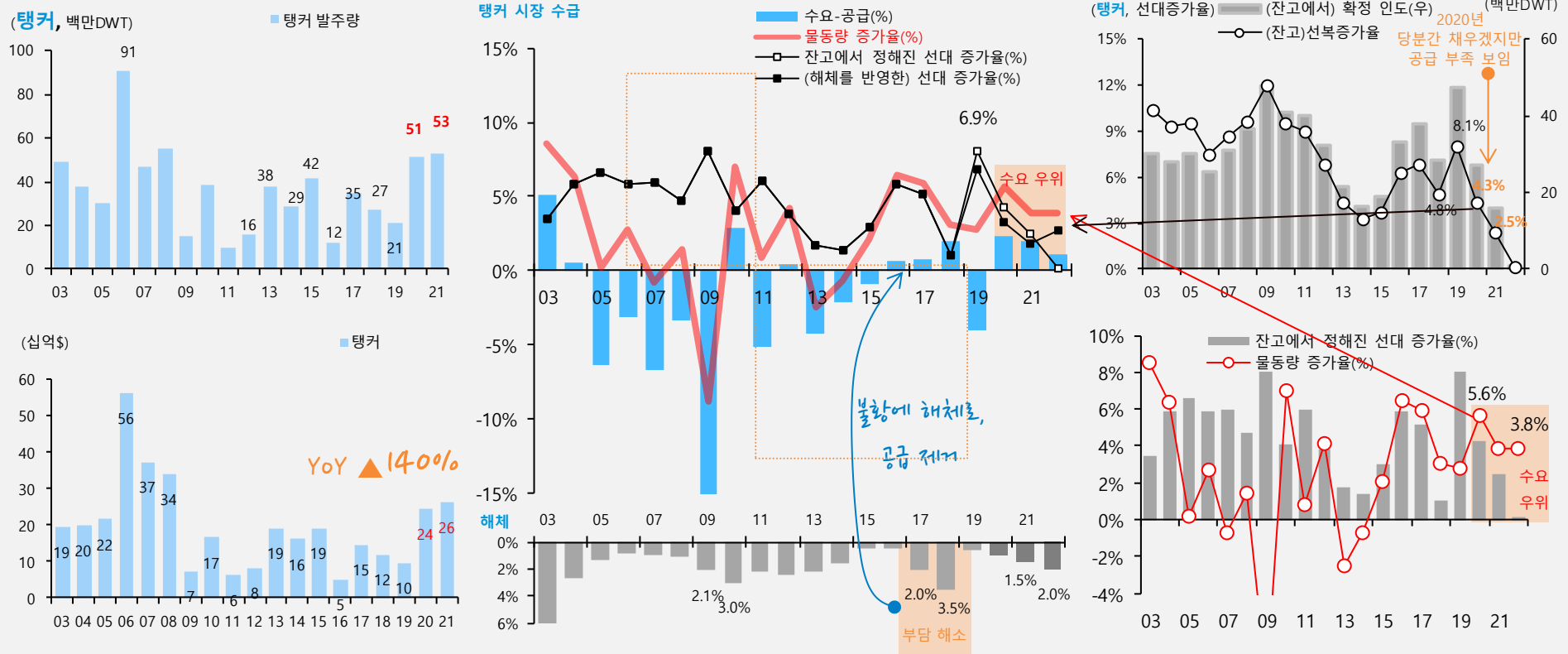


II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

1) 신조시장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과수요

- 탱커 발주 강세를 전망하는 이유 세가지 중, 첫 번째는 수요-공급이다
- 클락슨은 2020년 탱커의 톤마일 증가를 5.6%로 크게 성장하는 것으로 예상하는 가운데, 수주잔고에서 결정되어있는 선복 증가는 4.3%로 1.2%p의 초과 수요가 보인다
- 2010년 이후 10년만의 수요 과잉 구간이다. 2017년과 2018년 수요>공급이 연출되었지만, 이는 탱커 시장 불황에 따른 해체 증가 때문이다. 즉, 10년만의 수요>공급이 시작된다
- 수요초과, 운임상승, 투자매력도 상승의 환경을 맞이한 선주들 입장에서는, 8%를 하회하는 낮아진 잔고/선대 비율에서 장차 공급요인도 가볍다는 점이 눈에 띈다

17 탱커 해운시장의 10년만의 수요 > 공급

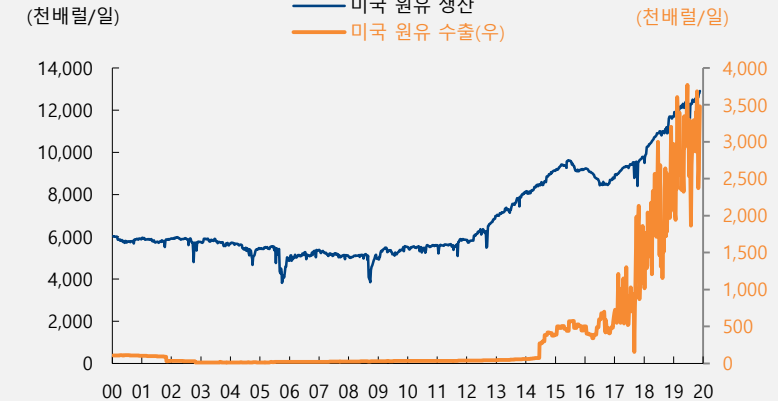


II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

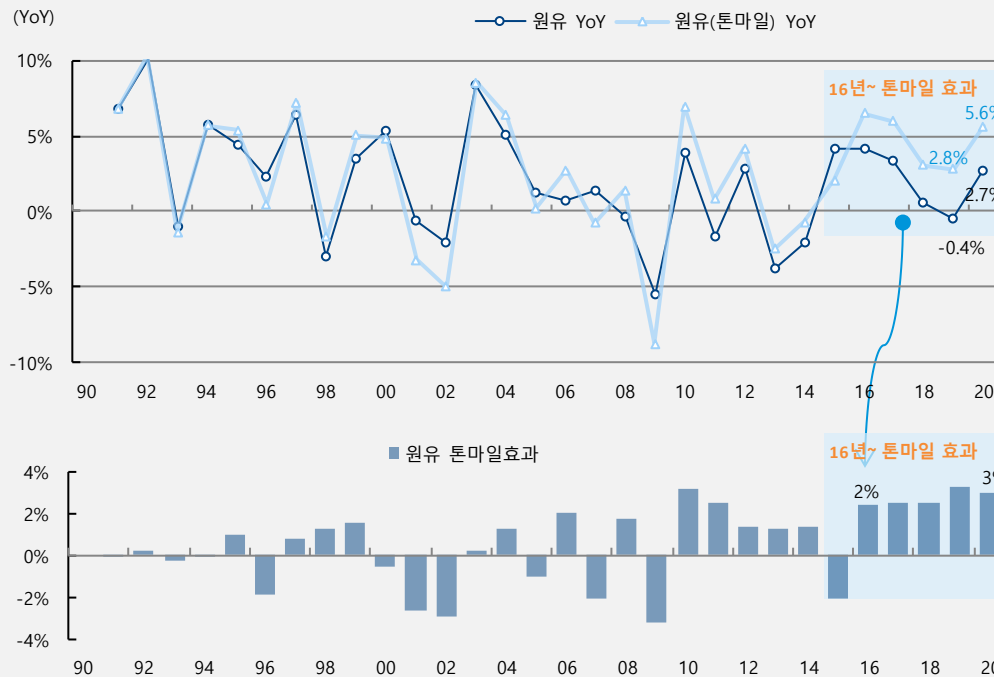
1) 신조시장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과수요

- 원유의 생산과 수요는 정체되고 있고, 해상 물동량에 대한 전망도 2% 안팎으로 낮을 수 밖에 없다
- 다만, 2016년부터 원유의 물동량(톤) 증가율과 톤마일 증가율 사이의 갭이 벌어지고 있는데
- 이는 미국의 2012년 타이트오일 생산 증가 후, 2016년부터의 순수출 전환 때문이다
- 그리고 미국이 수출하는 원유는 동북아와 유럽항로에서 톤-마일 효과로 작동된다
- 아무튼, 이러한 기조는 미국이 원유 순수출국에서 그 양을 늘릴 수록 더 커질 전망이다

19 미국의 원유 생산과 수출 증가가 톤마일 성장을 견인

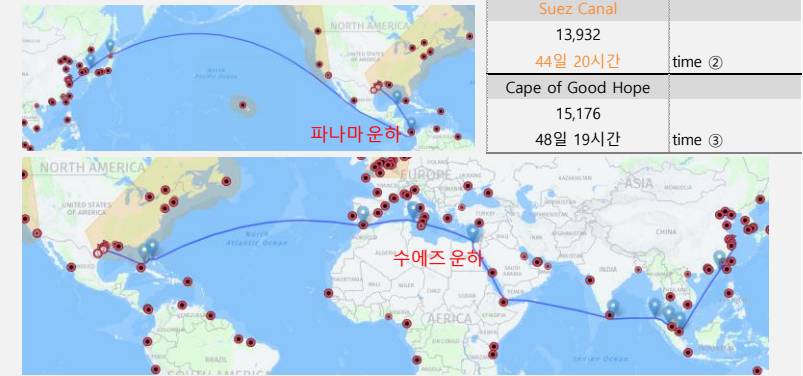


18 2016년부터 원유 물동량-톤마일이 벌어지기 시작



20 「미국 → 동북아」 > 「중동 → 동북아」: 미국 출발이 톤마일 2배

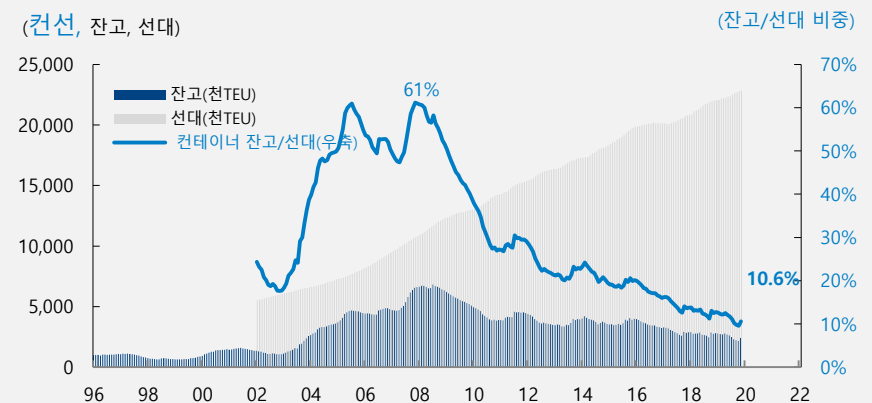
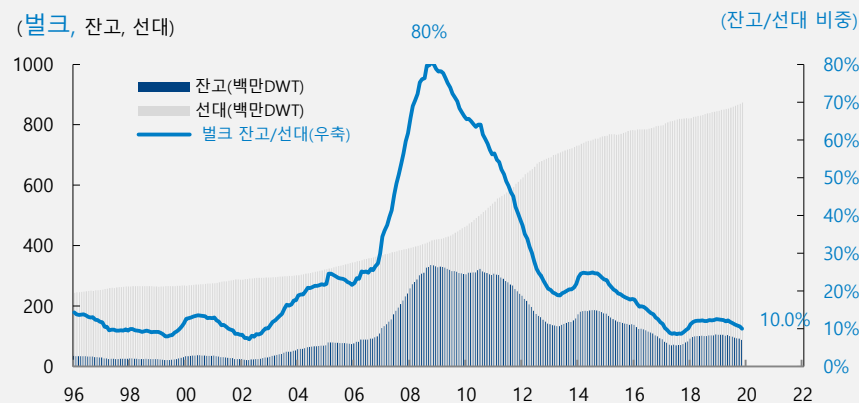
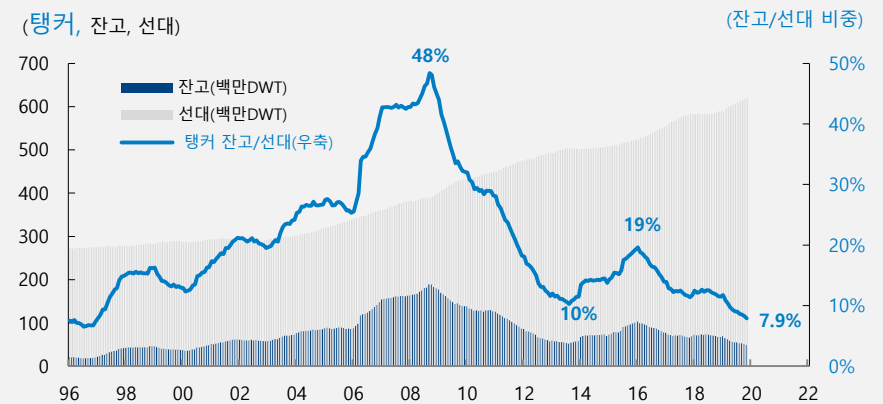
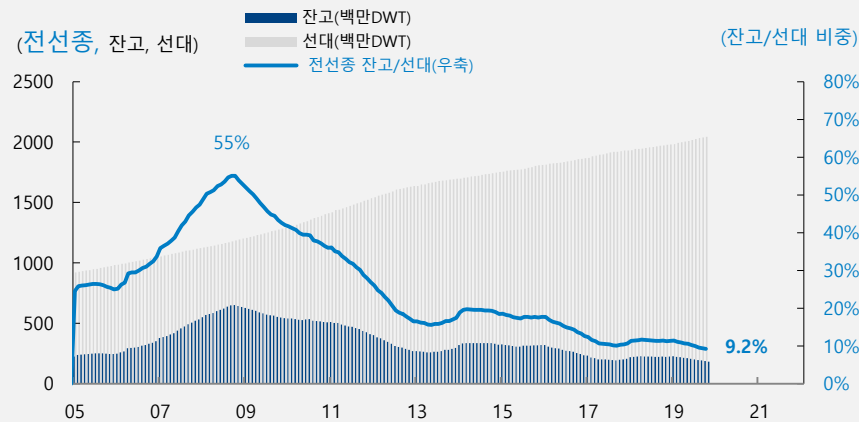
출발 국가 항구		도착 국가		출발 국가 항구
사우디아라비아 Jeddah	→	중국 Shanghai	←	미국 Corpus Christi
Vessel speed	12노트		12노트	
1가지 항로			Panama Canal	
Distance(nautical miles)	9,558		10,150	
time	21일 00시간		32일 13시간	time ①
			Suez Canal	
			13,932	
			44일 20시간	time ②
			Cape of Good Hope	
			15,176	
			48일 19시간	time ③



1) 신조시장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과수요

- 글로벌 잔고/선대 비율은 9.2%로 1996년 이래 최저이며, 선종별로도
- 탱커 7.9%, 컨테이너선 10.6%, 벌크, 10.0%, LPG 11.5%로, 특히 탱커가 역사적 최저를 갱신 중이며,
- 잔고/선대 비율을 얘기해 온지 어언 1년, 더 낮아질 수도 있겠지만, 미래 공급 요인은 갈수록 가벼워지고 있다

21 선종별 잔고/선대 비율: 1996년 이래 역사적 최저



II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

1) 신조시장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과수요

- 투자비회수기간 = 300일 용선료 / 신조선가

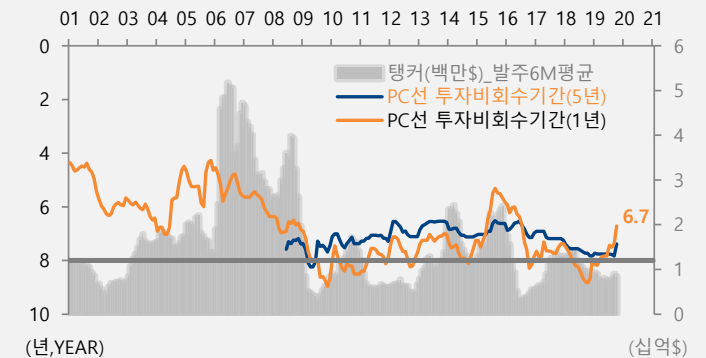
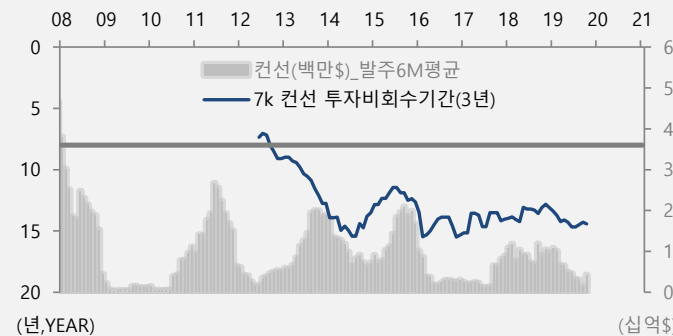
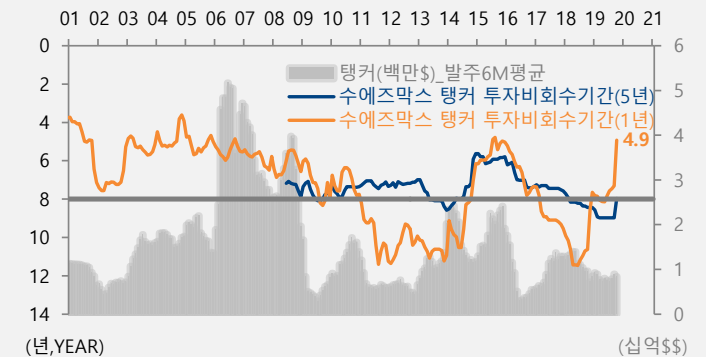
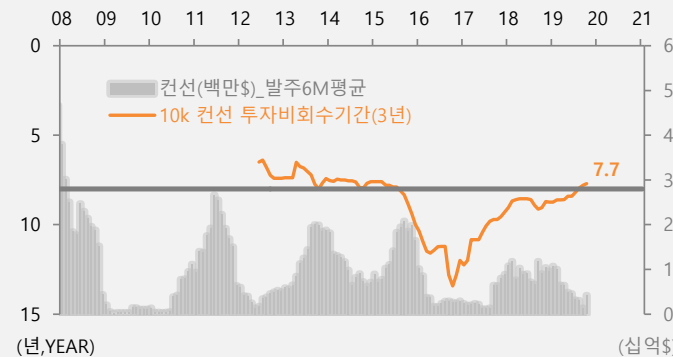
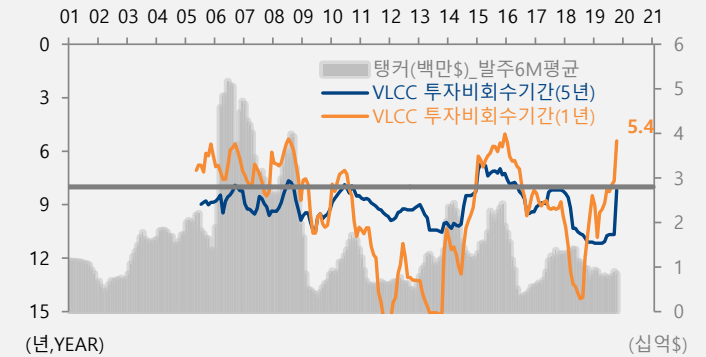
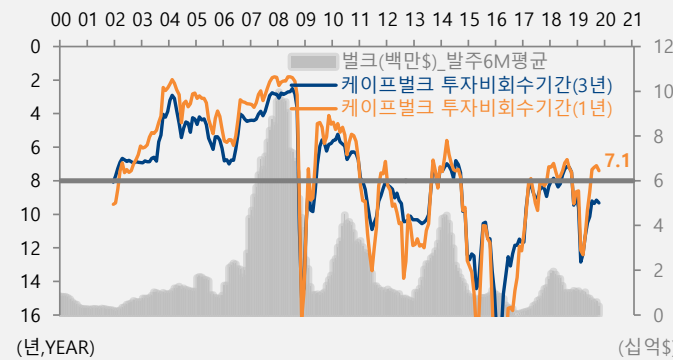
- 투자비회수기간 8년 안팎도 상당히 매력적인 수준임: 장기 용선 7년~8년에 신조선가 회수하고, 중고선 매각 및 이후 스팟 운영

- 최근 탱커 운임 급등으로 탱커 VLCC와 수에즈막스의 Payback Period는 무려 5년 안팎

- 위의 분석처럼, 2020년 수요>공급이 연출될 때, 투자매력은 5년 이하로, 과거 호황기 수준을 상회하게 됨

- 탱커 투자매력이 가장 높음

22 탱커의 투자비회수기간은 2019년 연중 7년 안팎에서, 최근 운임 급등과 함께 5년 안팎으로 개선



1) 신조시장 호황 예상 ② 더블헬 15년 교체 사이클 도래

- 원유유출 사건들이 발생해, 규제의 강제화가 굳어지고 적용 시점도 빨라졌는데, 특히 2010년 이전에도 미국의 OPA 90에 따라 이미 이중선체가 도입되어 왔다

23 탱커 이중선체 의무화 규정과 도입 배경

▽ 1989년 Exxon Valdez 원유유출 사건



▽ 1999년 Erika 좌초 사건



탱커 이중선체 의무화 규정

배경

- 1989년 초대형 유조선 엑스 발데즈(Exxon Valdez)호의 알래스카 연안 좌초 사고로 다량 기름 유출
- 발데즈 호 사고 이후 美 정부는 미국 연안을 항해하는 유조선에 대해 이중선체의무화 법안 제정
- 단일선체 유조선이 파선되어 원유 유출로 인한 해양오염 방지 차원목적

규정

I. OPA 90 (Oil Pollution of Act) - 미국

- 규정 안
 - 1) 1990년 이후 완공 선박 및 1994년 1월 1일 이전 인도 선박들은 이중선체 필수
 - 2) 1990년부터 기존 단일선체 선박은 순차적 이중선체 교체 시작
 - 3) 기존 선박들의 교체 시점은 선박 나이 및 톤수에 나뉨*
 - 4) 2015년까지 모든 탱커들의 이중선체로의 전환
 - 5) 美 정부는 IMO의 MARPOL 규정과 더불어 OPA 90과 함께 시행

II. Regulation 13 in Annex 1 of MARPOL - IMO

- 규정 안
 - 1) 1993년 6월 이후 주문 및 1996년 이전 인도 5,000 DWT 이상의 탱커 이중선체 필수
 - 2) 1995년부터 기존 단일선체 대규모 탱커 한에 순차적 이중선체 교체 시작
 - 대형 탱커: ① 20,000 톤의 원유, 중유, 해비디젤유, 윤활유 운반 선박
② 30,000 톤의 물건 및 제품 운반 선박
 - 3) 기존 선박들의 교체 시점은 선박 나이, 톤수, 밸러스트 탱크 규격에 나뉨*
- 규정 개정 안
 - 1) 1999년 에리카(Erika) 호 좌초 사고는 이중선체 변환 시점 가속
 - 2) 기존 2026년에서 2015년으로 모든 탱커들의 이중선체로의 전환
 - 3) 큰 사이즈의 탱커 이중선체 교체화 스케줄 단축 및 세부화
 - 4) CAS (Condition Assessment Scheme) 규정 맞춤 의무
 - CAS: 15년 이상의 단일선체 탱커 평가 규정
- 특이사항
 - 1) OPA90과 다르게 600톤 이하의 소형 유조선에 대한 규제 없음
 - 2) 국가 별로 소형 유조선 이중선체 의무화 실시 중

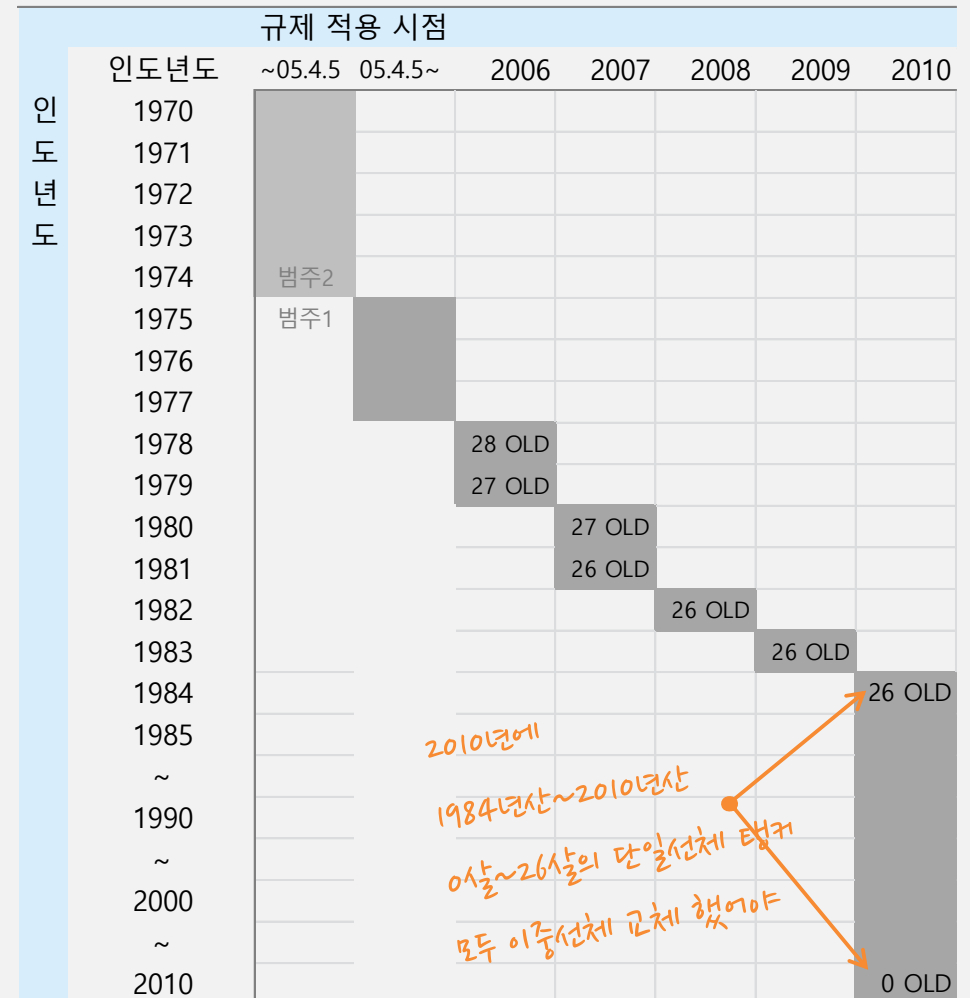
1) 신조시장 호황 예상 ② 더블헬 15년 교체 사이클 도래

- 2000년 중반 나머지 40%의 단일선체를 시장에서 퇴출시키고 교체발주를 이끌어낸, IMO의 기존선에 대한 규제 강제화로,
- 2005년~2007년 교체발주, 2008년~2011년 인도가 크게 늘었다

24 IMO의 2010년부터의 이중선체 규제

유조선의 범주	규제 적용 시점	선박 인도 시점
범주 1 유조선	2005년04월05일	1982년4월4일 이전에 인도 선박
	2005년	1982년4월4일 이후에 인도 선박
범주 2와 범주 3 유조선	2005년04월05일	1977년4월4일 이전에 인도 선박
	2005년	1977년4월4일 ~ 1978년 1월 1일 인도 선박
	2006년	1978년 ~ 1979년 인도 선박
	2007년	1980년 ~ 1981년 인도 선박
	2008년	1982년 인도 선박
	2009년	1983년 인도 선박
	2010년	1984년 이후로 인도 선박: 0살~26살

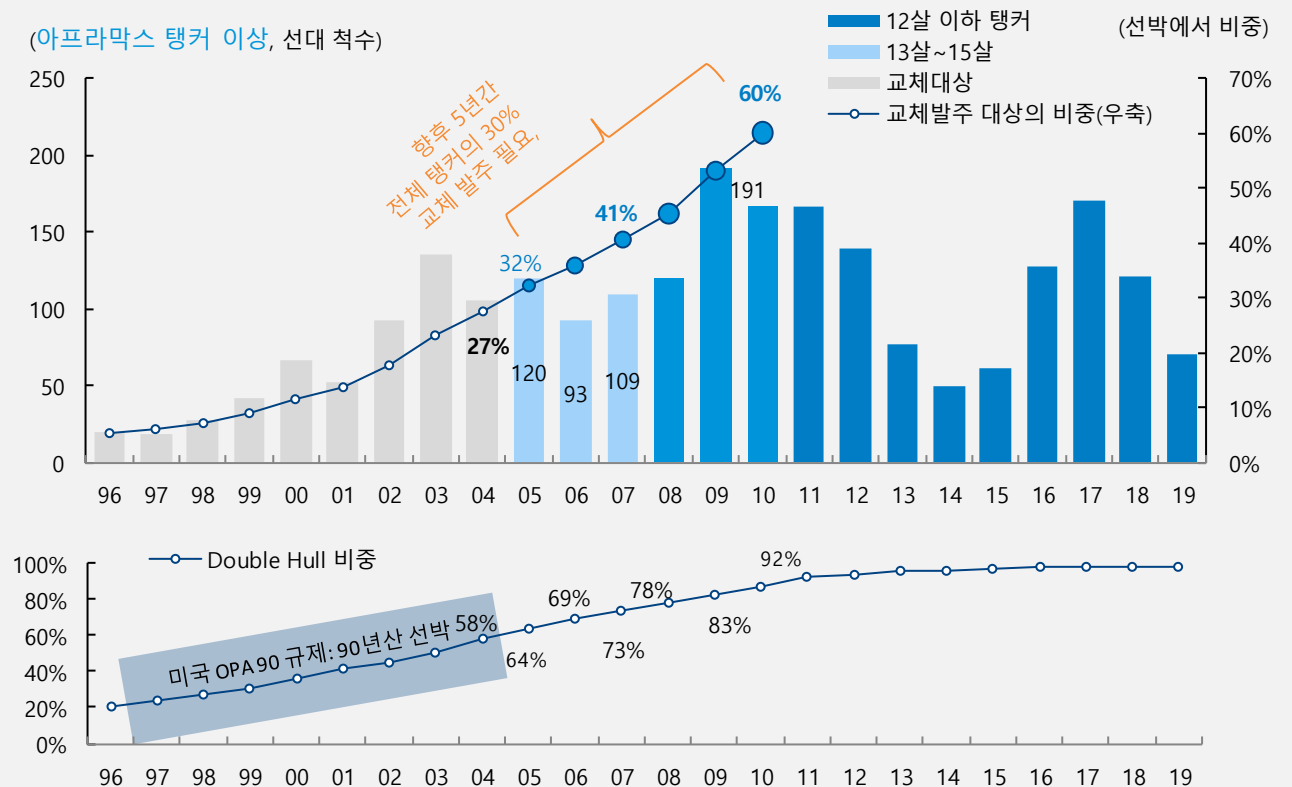
유형	IMO MARPOL 대상 선박
범주 1	MARPOL 협약 부속서 1의 제1(26)규칙에 정의된 신조선에 대한 요건을 만족하지 않는 선박 으로, 원유, 연료유, 중유 또는 윤활유를 운송하는 재화중량 2만톤 이상의 유조선 및 상기 이외의 기름을 운송하는 재화중량 3만톤 이상의 유조선
범주 2	MARPOL 협약 부속서 1의 제1(26)규칙에 정의된 신조선에 대한 요건을 만족하는 선박 으로, 원유, 연료유, 중유 또는 윤활유를 운송하는 재화중량 2만톤 이상의 유조선 및 상기 이외의 기름을 운송하는 재화중량 3만톤 이상의 유조선
범주 3	재화중량 5,000 톤 이상의 선박으로 카테고리 1 및 2에 명시된 재화중량톤 미만의 단일선체 유조선



1) 신조시장 호황 예상 ② 더블헬 15년 교체 사이클 도래

- 또한 탱커 Fleet도 장차, 교체 발주(Fleet Renewal)을 기대할 수 있게끔 하는 환경이며, 3여년 전부터 기다려온 바로 그 시점이 도래했다
- 앞서 설명했듯, 미국 OPA 90에 따라, 이중선체의 Fleet 비중은 2005년 이미 58%에 달했지만, 이후 IMO의 2010년까지 단일선체 강제 퇴출에 따라 대규모 교체발주가 추가로 펼쳐졌다
- 아래 탱커 선단의 연령(인도 년도) 데이터에서, 2005년~2007년에 인도된 이중선체 초기 대응선박을 시작으로, 2008년~2012년의 규제 시점 전후 인도 선박규모가 아주 많다
- 시장은 신조발주로 선대를 젊게 꾸려가는 "우량 고객"님과 노후선을 매입해서 스팟 시장 등에서 운영하는 "비고객"으로 나뉘는데,
- 한국 조선업이 자주 거래하는 탱커선단은 주로 더 좋아진 성능과 연비로써, 용선시장에서 선호하며 프리미엄을 받는 새 배를 좋아하는 "우량 고객"님들이다
- 이 "우량 고객"님들은 주로 10년 ~15년 된 선박들을 S&P 시장에서 처분하고, 신조로 선단(Fleet)을 리뉴얼하는 전략을 자주 구사한다
- 따라서 2000년중반~2010년대초까지 진행된 단일선체 교체 발주 선박들이, 이제 2020년에 10년~15년 선령에 들어온다
- 현재 탱커 선대에서 14%가 2005년~2007년 인도된 선박들이며, 그 다음은 그 비중이 더 크다
- 탱커 신조시장은 지금부터 5년여 호황을 달릴 것으로 예상된다.
- 당사는 앞 장에서 밝혔듯, 2020년 탱커 51백만 DWT으로 전년 21백만DWT의 두 배 이상, 발주금액으로도 240억\$로 140% 성장하는 탱커 시장을 전망한다
- 2019년 LNG만으로 달리던 시장에서 아쉬웠던 상선 공백을 확실히 메우는 2020년을 전망한다

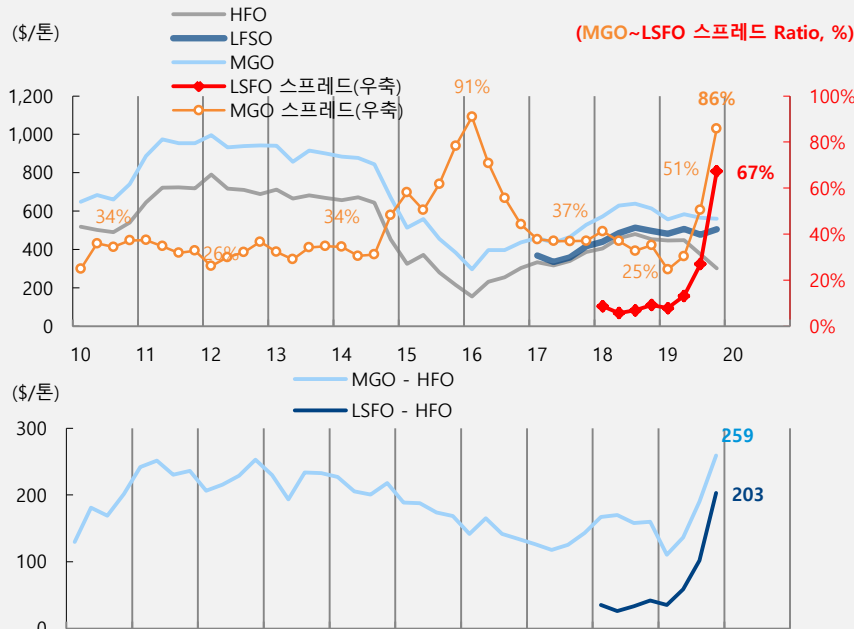
25 2005년~2007년 1차, 2008년~2010년 인도된 더블헬들의 매각 → 신조투자 사이클 기대



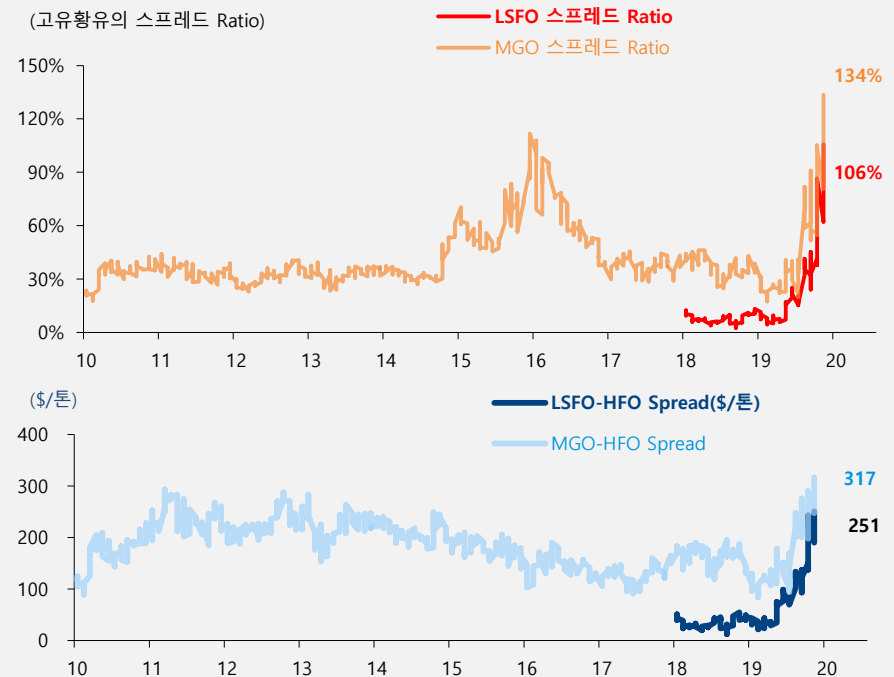
2) IMO가 실시되고, 이래도(Spread ▲) 저래도(Spread▼) 발주는 재개된다

- 아래의 왼쪽 분기별 LFSO, HFO 평균 가격과 스프레드는 4분기에 들어서면서 확실한 회복을 보여주고 있다: MGO 스프레드는 4분기 86%, LSFO는 67%로 확대 중
- LSFO 제품은 개발되어 제공되었지만 시험 운항이 대다수였고, 선대가 LFSO를 본격적으로 사용하기 시작하는 시작점이 10월 무렵이다
- 따라서 향후 방향성을 충분히 알려주고 있다
- 그런데, 분기보다 오른쪽의 주간 스프레드는 MGO(SOx 0.1%)-HFO가 134%, LSFO(SOx 0.5%)-HFO가 106%로 매주 확대되고 있다
- 저유황유-고유황유 스프레드 확대는, Scrubber 장착 또는 LNG-Fuel의, 즉 "새 배"의 매력이 높다는 것이기에 2020년의 신조시장을 설레게 한다

26 분기로는 4분기에 스프레드 크게 늘었는데



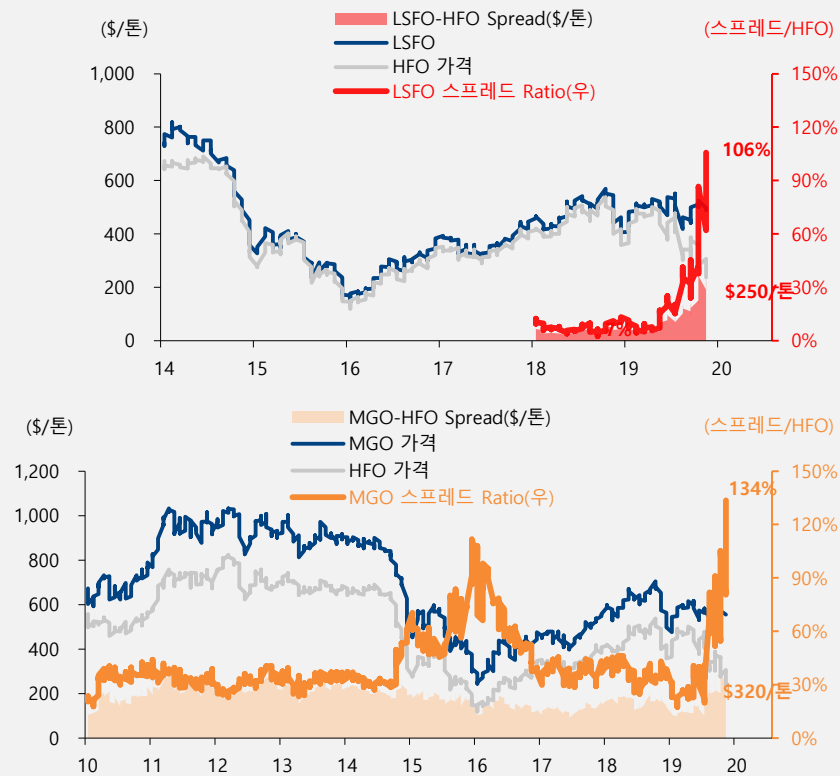
27 월별로는 최근 스프레드가 100%를 초과



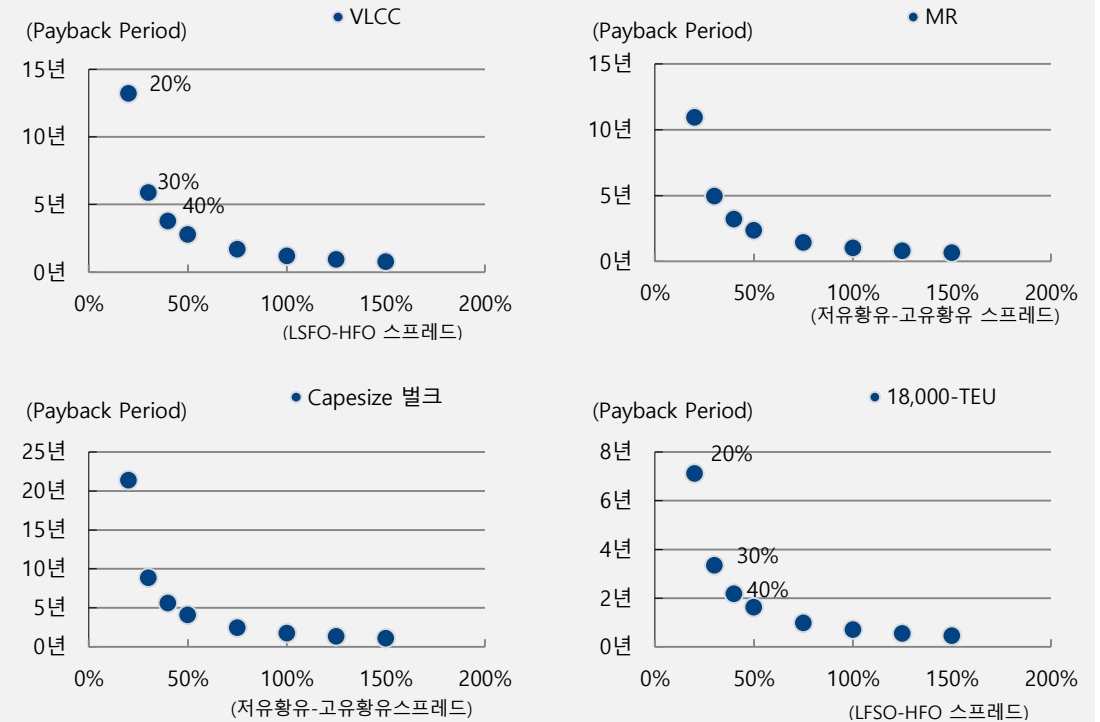
2) IMO가 실시되고, 이래도(Spread ▲) 저래도(Spread▼) 발주는 재개된다

- 물론 최근의 스프레드가 확대가, LSFO의 상승세보다는 HFO의 가격 하락에 기인한다는 점에서 100% 만족스럽지 않을 수 있다
- 그러나, IMO 2020 황산화물 규제 “무대응” 선박에게는, 어찌되었던 아니 좋은 것이다
- 2020년의 고유황유 가격이 2019년의 저유황유 가격과 비슷하다고 하더라도 Scrubber를 장착했을 때 기대할 수 있는 유류비 절감 효과를 볼 수 없기 때문이다

28 LSFO - HFO 스프레드는 100% 초과, \$250/톤에 달함!!



29 LSFO-HFO 스프레드에 따른 Payback Period: 50% 이상에서는 강통선박 위협

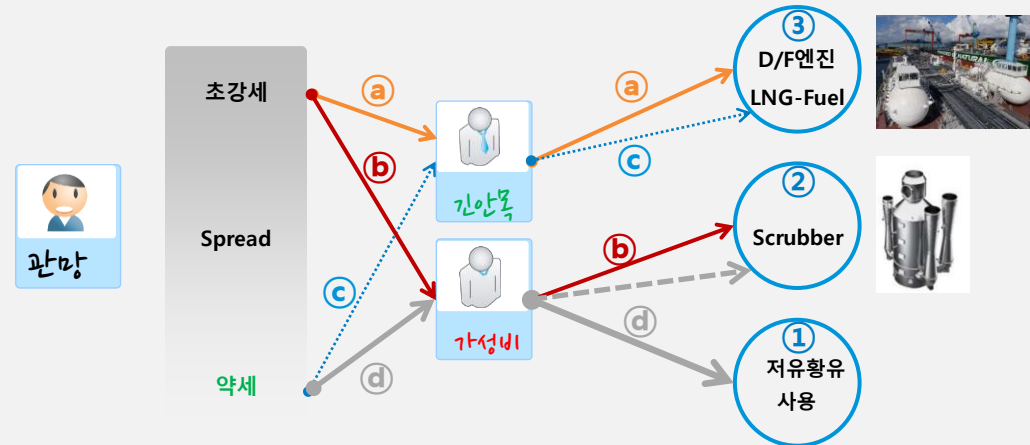


Payback Period								
MGO	302\$/톤	327\$/톤	352\$/톤	377\$/톤	440\$/톤	503\$/톤	566\$/톤	629\$/톤
HFO & scrubber(신조선)	252\$/톤	252\$/톤	252\$/톤	252\$/톤	252\$/톤	252\$/톤	252\$/톤	252\$/톤
MGO-HFO Spread	20%	30%	40%	50%	75%	100%	125%	150%
VLCC	12.3년	5.5년	3.5년	2.6년	1.6년	1.1년	0.9년	0.7년
MR	10.2년	4.6년	3.0년	2.2년	1.3년	1.0년	0.8년	0.6년
Capesize 벌크	19.7년	8.3년	5.2년	3.8년	2.3년	1.6년	1.3년	1.0년
18,000-TEU	6.7년	3.1년	2.1년	1.5년	0.9년	0.7년	0.5년	0.4년

2) IMO가 실시되고, 이래도(Spread ▲) 저래도(Spread ▼) 발주는 재개된다 하이투자증권 DGB

- 저유황유-고유황유 스프레드가 2020년 시작 전에 이미 100%에 도달했다. 이에 아래 네 가지 시나리오들 중 ③, ⑥로 시장이 전개될 가능성이 높다
- 2025년부터의 CO2 감축 등은, 그때 가서 고민하되 당장 선박 운영 OPEX를 감축할 수 있는 Scrubber를 선박에 채택하는 수요는 계속 꾸준할 터이다
- 2025년 이후의 CO2 감축을 신경 쓰는 고객들은, LNG-Fuel이 가능한 D/F를 선택할 것이다. D/F 선택은 이미 올해 여름 Shell의 24척 발주로 시작되었다
- 다만, 저유황유-고유황유 스프레드 확대는 지속되지 않거나, 심지어 줄어들 수도 있다
- Drewry 등은 스프레드가 2020년 최고를 기록한 후, 이후 저유황유 공급 확대와 Scrubber Retrofit 및 신조 인도에 따른 고유황유 공급 증가로, 이후 줄어드는 것으로 예상하고 있다
- 그러나, 스프레드가 다시 여러 가지 이유로 줄어들어서 "약세"가 되더라도 신조발주는 크게 늘 것으로 예상된다
- 이는, 다음 단락에서 처럼, IMO 2020 황산화물규제에 따른 변화를 지켜보자는 "관망"에 따른 "이연 수요"가 존재하고 있고,
- 즉, 스프레드가 줄면 주는데로, 이에 만족한, 이를 예견한 선주들이 ③, ⑥로 움직일 것이기 때문이다.

30 2020년 대응 시나리오: 현재로서는 ③, ⑥가 유력, ③, ④도 나쁘지 않지만 기다려야



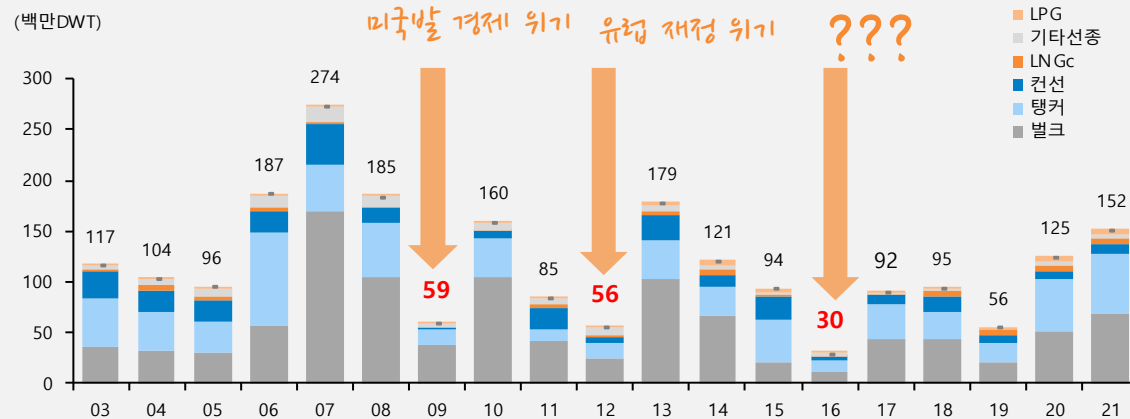
시나리오	저유황유-고유황유 Spread	x 투자 성향	선택	조선업 수혜
→ 시나리오 ③	높음	긴안목: 가격보다 품질/기술	길게 CO2 규제 30%까지 바라보는 선주들의 LNG-Fuel을 선택이 늘어날 것	최고 좋음
→ 시나리오 ⑥	높음	가성비: 일단 싸게 하고 보자	Scrubber를 장착하며 빠른 Payback Period를 선택	그래도 좋음
→ 시나리오 ③	약세	긴안목: 가격보다 품질/기술	CO2 규제 등으로, LNG-Fuel 선택하고 싶지만 상업성이 떨어짐 일부 LNG-Fuel 발주는 하겠지만 그 다음 기술을 기다리며 또다시 관망	아쉬움
→ 시나리오 ④	약세	가성비: 일단 싸게 하고 보자	일부 그래도 비상사태(다시 저유황유 가격 상승)를 우려해 Scrubber를 선택하는 경우도 일부 있을 수 있지만 주로 Conventional한 선박 그대로 발주하며, 2025년의 CO2 - Ready 상태로 건조할 것	그래도 좋음

2) IMO가 실시되고, 이래도(Spread ▲) 저래도(Spread▼) 발주는 재개된다

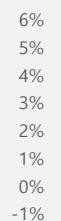
- 저유황유-고유황유 스프레드가 크게 벌어지던, 낮아지던 신조 발주는 재개된다
- 스프레드가 50% 정도만 형성되어도 선종별로 Payback Period는 5년 이하여서 신조선에 낄 만하다
- 다만 이 이하의 스프레드는 기존의 강통 선박을 투자해도 무방하다
- 사실 2016년부터 시작된 신조 경색은, IMO 황산화물규제에 대한 다양한 예상과 시나리오, 그리고 기술에 대한 검증 때문이다
- 기술은 검증되었고, 이제 예상 시나리오가 검증된다. 스프레드가 크다면, 선호도와 정책에 따라 LNG-Fuel을, 작다면 선주들은 추가 CAPEX가 필요 없다는 기존 본인의 전망에 만족하며 미루어뒀던 발주를 할 것이다
- 즉, 스프레드가 크게 벌어지면 LNG-FUEL의 확산에 도움이 되어서 좋겠지만, 아니더라도 신조선 시장은 2016년~2019년의 불황에 따른 이연 수요까지 쏟아지는 구간이 될 것으로 기대한다

31 신조발주: 2016년부터 시작된 IMO 황산화물 규제에 대한 고민 = 이연 수요

(백만 DWT)



(GDP)



3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??

- 당사는 2018년말 “2019년 연간 전망”과 2019년 8월 중간 업데이트 자료[9월9일 빨라지는 LNG-Fuel: 변곡점]에서
- LNG-Fuel 일반상선에서 해외 선주들의 선택지는 한국 조선이 우선이며 한국의 M/S 상승, 그리고 2) LNG-Fuel은 수익성이 더 높다는 주장을 해왔다
- 그러나, 최근 이 두 가지에 모두 다소 오해할 만한 나쁜 뉴스가 있었다

- **1) M/S:** CMA-CGM 다음으로 또 EPS가 유럽 선주로서 두번째로 중국 두 곳 조선사에 LR2와 수에즈막스 탱커를 발주했다

- 그러나 당사는 LNG-Fuel 선박도 “LNG선처럼” 한국조선이 80% 안팎의 점유율을 가져갈 것이라고 여전히 주장하는 바이다

- 어떤 선박이던 한국이 100% 할 수는 없다

- **2) LNG-Fuel 컨테이너선에 충당금:** 한국조선해양의 현대중공업은 3Q19에 신규 수주분에 대한 충당금 12억원을 쌓았는데, 해당 선박이 EPS가 발주한 LNG-Fuel 15,000-TEU인 것으로 안내한다

- “시장은 LNG-Fuel도 적자이구나”라고 쉽게 생각해버렸거나, 그렇게 생각하는 사람이 있을까바 악재로 받아들였다

- 전체 15억\$, 1.7조원 계약에서 1호선에만 1% 도 안되는 12억원을 쌓았을 뿐이다. 시리즈의 1호선에 보수적으로 약간의 충당금일 뿐이라는 점에서 오해를 푸시길 바란다

32 LNG-추진선 발주 현황: 중국도 CMA-CGM, EPS로 해외 선주로부터 수주했지만, 한국의 과점 성격 강함

발표 시점	선주	화주	선종	조선사	척	내용	프리미엄
	한국		중국 로컬 수주	중국 해외 수주			
17년3월	SCF	투기 → Shell	서틀탱커 (아프라막스)	현대삼호중공업	4	세계 최초 아프라막스에 D/F 채택: 연료탱커는 Type-C, XDF 2019년4월 첫 병커링 5월 6개 시리즈 모두 인도	△ 26%
17년 4월	말련 AET	투기 → Shell	서틀탱커 (아프라막스)	삼성중공업	2	2015년 발주한 시리즈 4척 중 3,4호선에 DF 엔진으로 변경 2018년10월 명명식: Shell에 용선 & 4월 로테르담에서 첫 병커링	
17년6월	CMA-CGM		23,000-TEU	중국 Jiangnan SY, SCS SB	9	신조선가는 강통 \$150m에 \$20m 추가(▲13%) 8월 중국 2개 야드(초기 후동중화, 외교교 → 이후 Jiangnan, SCS)로 기재	△ 13%
17년11월	ESL Shipping		벌크선 26k-DWT	중국 Sinotrans & CSC Jinling	2	2013년 가을 발주, 중국 벌크선 중 가장 큰 선박에 적용	N/A
18년7월	H-Line	포스코	케이프 벌크	현대중공업	2	향후 10년간 LNG-Fuel 20척 발주 계획 밝히면서, 1,2호선 계약 신조선가는 강통 \$48m에 \$12m 추가(▲25%)	△ 25%
18년8월	Teekay		서틀탱커	삼성중공업	2	신조선가는 \$120m	
18년9월	SCF	VEB	서틀탱커	러시아 Zvezda	2	Rosneft 20년 용선 기반	
18년11월	EPS	투기 → CMA-CGM	15,000-TEU	현대삼호중공업	6	11척 시리즈 중 5척 Scrubber(\$105m), 6척 LNG-Fuel의 D/F (\$120m) [19년9월] LNG-Fuel이 CMA-CGM에 용선	△ 18%
19년1월	Sovcomflot		51k-DWT MR탱커	러시아 Zvezda	3	CO2를 기존보다 27%, NOx를 85% 감축하는 스펙	
19년2월	CMA-CGM		15,000-TEU	중국 Jiangnan	5	후동중화 5척은 Scrubber, Jiangnan SB 5척은 LNG-Fuel 선택 가격은 각각 \$110m, \$130m으로 18% 정도의 프리미엄	△ 18%
19년4월	EPS		LR2	중국 New Times SB	2	4척 중 2척은 Scrubber, 2척은 LNG-Fuel 인도는 2021년	
19년5월	JP Morgan - Shell		MR탱커	현대미포조선	4	선급 승인 후, 바로 다음주 4척 수주 D/F에 프리미엄 \$8m~\$9m	△ 22%
19년7월	H-Line	포스코		현대중공업	2	18년7월 1,2호선 발주 때 밝힌 중장기 10척 중 3,4호선 신조선가는 \$59.5m으로 1,2호선과 동일	△ 25%
19년8월	장금상선	Shell	아프라막스 탱커	삼성중공업	10	Shell이 장금상선 용선으로 삼성중공업에 10척 발주 적당 신조선가 \$62m으로, 아프라막스 선가(클락슨) \$48m + 알파	△ 28%
19년9월	Capital Maritime	Shell	VLCC	현대중공업	10	Capital Maritime이 FrontLine, Euronav를 제치고 Shell의 용선사로 선정 현대중공업에 10척+4척: 옵션은 투기발주 성격	△ 22% △ 22%
19년10월	H-Line	현대제철	케이프 벌크	현대중공업	2	포스코와 같이 LNG-Fuel 벌크를 발주 철광석 수입: 포스코 5백만톤/연, 현대제철 2백만톤/연	
19년10월	EPS	CMA-CGM 설	케이프 벌크	현대중공업	5	15,000-TEU 11척을 모두 CMA-CGM에 용선을 완료하고 서프라이즈로 현대중공업에 또 LNG-Fuel 11척을 발주	
19년10월	EPS		MR탱커	현대미포조선	2	8월) STX는 19년초부터 디자인을 개발해, Lloyd's Register 승인 2) 10월) STX와 LOI를 깨고, 현대미포조선과 2척+옵션 2척 계약	△ 26%
19년11월	COSCO Tanker		VLCC	대원조선	1	기존 발주 4척 중 1척을, LNG-Fuel로 계약 변경 2021년말 인도	
19년11월	Proman Stena Bulk		50k-DWT 탱커	중국CSI	1	중국 GSI(Guangzhou Shipyard International)에 2022년 인도 Methanol-Fuel을, \$41m에 계약	△ 17%
19년11월	EPS		수에즈막스	중국CSI	2	중국 GSI(Guangzhou Shipyard International)에 2척 + 옵션 2척	△ 17%

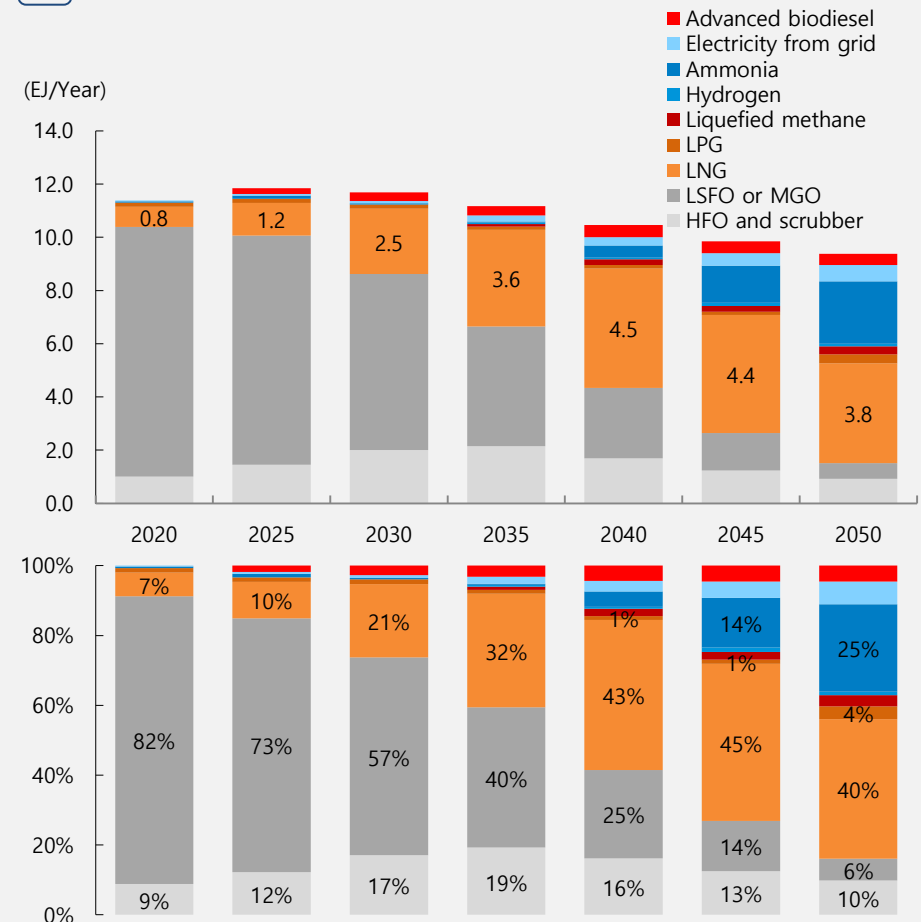
3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??

- 앞서 산업자료와 위클리 등에서, LNG-Fuel이 확산이 시작되고 있고, 이는 1) 한국조선업의 M/S 상승, 2) 수익성 제고로 이어질 것이라고 제안했다
- 8월의 Shell 아프라막스 탱커, 9월의 Shell VLCC 이후로도, EPS 컨테이너선 11척, 그리고 현대제철의 벌크선 발주가 있었지만 11월부터 다소 조용한 상태이다
- 본 연구원은 후속 BHP, Total, ExxonMobil을 기다리고 있어, 후속 모멘텀은 충분하다
- 11월 저유황유-고유황유 스프레드가 100% 이상이 벌어져서 투자매력도도 아주 높아, 2020년 LNG-Fuel의 확산 기운기가 더 가파를 것으로 기대된다

- DNV-GL은 장차 LNG Fuel의 가파른 확산을 전망한다

- 2020년 82%가 LSFO, MGO로 SOx 규제를 맞추고, 이후 Scrubber 확산으로 2035년까지 HFSO 사용량이 19%까지 늘어난다는 전망은 합리적으로 보인다
- 당사가 관심 있는 LNG-Fuel의 경우, 2025년 10%까지 3%p 늘어나고, 2040년에는 43%를 차지한다는 상당히 공격적인 전망이다
- 2025년까지 3%p는 8만척에서, 2,400여척 신조, 향후 3년간 800척 신조 LNG-Fuel을 의미한다
- 2020-2030 14%p 증가는 11,200척의 LNG-Fuel로써, 향후 10년간 매년 1,000척 이상의 LNG-Fuel의 신조 발주를 의미한다
- 상당히 공격적인 예상치여서, 한국의 신조 캐파 300~400척을 감안할 때, M/S는 분산될 수 밖에 없다. 아무튼 한국 조선업은 양질의 물량을 수주하는데 있어, 아무 걱정 없다
- 이쯤 되면, 이에 따른 수혜 기자재 업종을 찾고 싶어질 터이다
- 1) LNG 물동량 증가에 따른 보냉재의 동성화인텍, 한국카본
- 2) LNG 연료탱커를 담당할 세진중공업
- 그리고 새로운 발견 3) 피팅이다!

33 DNV-GL의 선박 연료 예상: LNG추진 비중 증가



3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??

- **Type-C LNG 연료탱커:** 여럿 상장 및 비상장사들이, LNG-Fuel 선박의 Type-C 탱커를 공급하고자 노력하고 있다. 한국조선해양은 내작과 비상장의 E사, 삼성중공업은 엔케이 탱커도 사용해본바 있다
- 당사가 커버하는 한국조선해양의 우량 협력사 세진중공업이, 현대미포조선의 소형 LNG선에 Type-C LNG 보관 탱커를 수주해 제작 중이며, 장차 한국의 Type-C 탱커를 담당하고자 한다. 동성화인텍도 보냉에 대한 이해와 설계 능력을 바탕으로, 제작사들과 함께 Type-C 탱커 시장에 진입한다.
- 당사는 세진중공업에 베틱하자는 전략을 제안한다
- **피팅2사:** 이번 성광벤드 NDR에서 첫 발견한 소식이다. LNG선에 5억원~6억원의 피팅을 공급하는 피팅2사는 LNG-Fuel 선박에도 추가로 2억원 정도의 피팅을 공급해야 한다
- LNG선 피팅은 연 60척에 300~360억원에, 양사에 150억원~180억원으로 매출의 10% 의미이지만, 수익성은 SUS로써 아주 높아 수주/매출 비중 이상의 의미이다. 이제 한국이 LNG-Fuel선을 1년에 50척 수주하면, 피팅이 100억원 늘어나며, 이는 LNG선 20척 수주의 기여이다. 피팅에 또 다른 성장동력이 붙는다

34 LNG-Fuel 수혜주들의 Valuation Table

회사명		한국카본	동성화인텍	세진중공업	성광벤드	태광
목표주가		13,000	14,000	7,000	15,000	16,000
증가(2019.11.28)		7,640	10,250	4,450	9,930	9,940
상승여력		70%	37%	57%	51%	61%
매출액	2016	2,576	3,350	4,274	2,031	2,448
(십억원)	2017	2,391	2,310	2,518	1,457	1,842
	2018	2,267	1,881	2,182	1,699	1,586
	2019E	2,423	2,172	3,031	1,992	1,882
	2020E	3,615	4,006	3,211	2,206	2,228
영업이익	2016	269	133	197	29	37
	2017	58	-252	71	-186	45
	2018	62	-85	84	-145	43
	2019E	153	300	144	60	75
	2020E	307	486	209	119	136
영업이익률	2016	10.4%	4.0%	4.6%	1.4%	1.5%
	2017	2.4%	-10.9%	2.8%	-12.8%	2.4%
	2018	2.7%	-4.5%	3.8%	-8.5%	2.7%
	2019E	6.3%	13.8%	4.7%	3.0%	4.0%
	2020E	8.5%	12.1%	6.5%	5.4%	6.1%
지배주주순이익	2016	165	90	141	46	79
	2017	83	-322	19	-163	-162
	2018	56	-100	18	-83	102
	2019E	108	174	72	66	141
	2020E	242	341	126	76	145

		한국카본	동성화인텍	세진중공업	성광벤드	태광
타겟 시총(조원)		0.57	0.38	0.27	0.97	0.97
현 시가총액(조원)		0.34	0.28	0.17	0.28	0.24
목표주가의 2020년 PER		24	11	21	56	29
EPS	2016	375	362	369	159	299
	2017	17	-1,147	49	-571	-612
	2018	-68	-453	46	-291	380
	2019E	246	645	189	230	534
	2020E	550	1,265	330	266	547
PER	2016	17	16	9	60	30
	2017	368	-5	69	-18	-16
	2018	-96	-16	91	-39	34
	2019E	33	15	24	43	19
	2020E	15	7	15	37	18
BPS	2016	7,189	4,432	4,133	16,401	16,426
	2017	7,059	3,199	4,092	15,747	15,818
	2018	6,908	2,740	4,048	15,246	16,001
	2019E	7,064	3,386	4,218	15,395	16,482
	2020E	7,521	4,651	4,527	15,563	16,932
PBR	2016	0.9	1.3		0.6	0.5
	2017	0.9	1.9	0.8	0.6	0.6
	2018	0.9	2.7	1.0	0.8	0.8
	2019E	1.1	2.8	1.0	0.7	0.6
	2020E	1.1	2.0	1.1	0.6	0.6

2020년 조선 산업 전망

I. 세상 확실한 것들

- 1) LNG선 연속 건조가 만들어줄 기대 이상의 실적 턴업
- 2) 수주 호황: 이제 외친다, LNG 100척

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

- 1) 신조선장 호황 예상 ① 10년만의 탱커 초과수요
- 2) IMO가 실시되고, 이레도(Spread ▲) 저레도(Spread▼) 발주는 재개된다
- 3) LNG-Fuel의 확산에 따른 수혜: 보냉재, 세진중공업과 피팅??

III. 이루어지기를 바라는 것들

- 1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작
- 2) BIG2의 재편
- 3) 해양 수주 늘어주기를
- 4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

IV. 기업분석

앞의 확실한 것들, 기대할만한 것들 보다는, 시기가 늦거나 불확실한 것들로, 아래 네 가지 꼭지를 꼽습니다. 1) 앞의 발주 전망이 맞다면 신조선가는 크게 오를 수 있는 환경이며, 2) BIG2로의 재편은 보탬이 될 것입니다. 3) 해양은 늘 대여섯 개의 POOL을 노리고 시작하지만, 지난 2년 1~2개에 그쳐서 기대감이 낮지만, 4) 최근 가열찬 수주를 해온 McDermott의 위기가 어떤 도움이 될지 궁금합니다.

핵심 변수	설명
1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작	- 신조선가는 2017년을 바닥으로 꽤 회복해주었지만, 2019년 발주 약세와 동북아 통화 약세로 FLAT - 향후 전망은 발주와 잔고의 방향성에 달려있는데, 글로벌 수주잔고 길이가 1.7년으로 2018년말에 반등을 노리던 때보다는 불리 - 다만 2020년 당사 수주전망은 아주 긍정적이며, 한국 조선업의 (인도) 백로그 길이는 2년 안팎으로 양호해 - 당사가 예상한 발주 증가가 확인될 경우, 2020년 하반기와 2021년 큰 폭의 신조선가 상승 랠리를 목도할 수 있을 것
2) BIG2로의 재편	- 유럽, 중국, 일본, 싱가포르의 기업결합 승인 여부가 2020년 상반기 중으로 확인됨 - 기업결합이 가능할 경우, 한국조선해양의 두 차례 유상증자 및 희석요인을 단기 주가에 반영하겠지만 - 중장기 한국 조선업의 Valuation 업그레이드에 보탬이 될 전망
3) 해양 수주 늘어주기를	- 2020년 나이지리아 Bonga FPSO, 호주 Browse 쌍둥이 FPSO, 미얀마 Shwe2 플랫폼, 미국 Delfin FLNG 3기, 캐나다 Bay du Nord Hull 등의 5개 타겟 프로젝트로 시작함 - 그러나 2018년과 2019년 2년 연속 비슷한 POOL에서 실주와 지연으로 1개의 수주만 해온 한국 조선업이어서, 해양 수주를 높게 보지는 않겠음 - 그래서, 꽤 많은 수주를 해줄 경우, 주가에 보탬이 되는 모멘텀이 될 전망
3)-2 McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?	- 여태 가열차게 수주를 싹쓸이해가던 McDermott이 빅배쓰를 하고, 주가도 1/10토막이 나며, 마치 5년전 한국조선업을 보는 듯 - 높은 부채비율과 차입금 상환 등으로, 최소 정상적으로 영업을 못하게 될 것

1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작

- 2017년 바닥을 짚고 차례대로 돌아선 중고선가와 신조선가는 2019년 상반기에 고점을 찍고, 2019년 연중으로 정체 중이지만, **LNG선은 뒤늦게 계속 상승 중**이다

35 2017년 바닥 → 2019년부터 정체, LNG선은 상승 추세 유지

(백만\$, 지수)

yy.mm	벌크선		탱커					컨테이너선				가스선		클락슨 선가지수	
	중고선가 (5y)	신조선가	중고선가 (5y)	신조선가	신조선가	중고선가 (5y)	신조선가	신조선가		중고선가 (5y)	신조선가	신조선가		중고선가	신조선가
	CAPE	Cape	VLCC	VLCC	Suezmax	MR_5Y	Handy	20,000TEU	14,000	4,000TEU	4,800 TEU	LPG	LNG	지수	지수
16.06	25.8	42.8	66.5	88.8	58.8	25.5	33.4	148.5	111.3	11.5	44.8	72.6	199.3	84.8	127.3
16.09	24.0	41.9	62.0	85.4	55.4	23.0	33.1	145.3	108.8	10.0	43.5	72.5	198.1	79.6	125.2
16.12	24.0	42.0	60.0	84.6	54.6	22.0	32.6	145.5	109.0	7.0	43.3	71.6	197.2	75.0	123.2
17.03	30.8	42.0	62.0	80.3	53.1	22.6	32.5	145.0	109.0	7.8	42.5	70.0	191.6	80.2	121.8
17.06	33.5	42.5	65.0	80.8	53.6	25.0	33.5	144.2	109.0	10.9	43.5	70.5	185.6	87.6	123.0
17.09	33.8	42.5	61.8	81.0	54.0	23.6	33.5	142.0	108.5	11.2	43.5	70.0	182.0	88.2	124.0
17.12	33.0	44.0	63.6	81.2	54.9	24.6	33.6	140.2	107.2	12.1	44.0	70.0	182.0	92.4	124.6
18.03	34.0	45.7	63.6	85.7	58.2	25.9	35.1	141.4	108.8	13.3	45.6	70.0	180.0	97.6	127.0
18.06	35.6	47.9	64.0	88.0	59.0	26.8	35.3	143.1	111.1	16.8	47.9	70.1	180.0	100.6	128.0
18.09	36.5	48.8	64.8	90.4	60.0	26.5	36.0	146.0	114.0	16.5	49.3	71.0	182.0	99.0	129.8
18.12	33.5	50.0	66.0	92.5	60.5	27.5	36.5	149.0	115.0	15.5	49.8	71.0	182.0	97.5	130.0
19.01	33.5	50.8	70.3	92.6	61.1	28.3	36.5	149.0	115.0	15.4	50.3	71.0	183.3	99.5	130.0
19.02	31.3	51.0	69.8	93.0	61.5	28.0	36.5	149.0	115.0	15.0	50.6	71.0	184.3	98.0	130.0
19.03	31.0	51.0	69.0	93.0	61.5	28.0	36.5	149.0	115.0	15.0	52.3	71.0	185.0	97.2	130.8
19.04	31.0	51.0	68.0	93.0	61.5	28.0	36.5	148.3	114.1	14.8	53.0	71.0	185.0	96.0	131.0
19.05	31.0	51.0	69.4	93.0	61.5	28.2	36.5	146.3	111.8	13.6	53.0	71.0	185.3	96.0	131.0
19.06	30.5	51.0	71.0	93.0	61.5	29.3	36.5	146.0	111.5	12.9	53.0	71.0	185.5	97.0	131.0
19.07	30.0	51.0	71.0	92.5	61.5	30.0	36.5	146.0	111.3	12.5	53.0	71.0	185.5	97.0	131.0
19.08	30.0	51.0	71.0	92.5	61.5	30.0	36.5	146.4	111.4	12.5	53.0	71.0	185.5	96.6	130.0
19.09	29.4	50.9	71.0	92.5	61.5	29.5	36.5	146.3	111.3	12.5	53.0	71.0	185.5	95.5	130.0
19.10	29.0	50.1	73.4	92.1	61.5	29.5	36.1	146.0	110.5	12.5	53.0	71.0	185.9	96.0	130.0
19.11	28.3	49.5	75.0	92.0	61.5	30.0	36.0	146.0	110.0	12.5	53.0	71.0	186.0	97.0	130.0
19.12															

회색 음영
중고선가
바닥

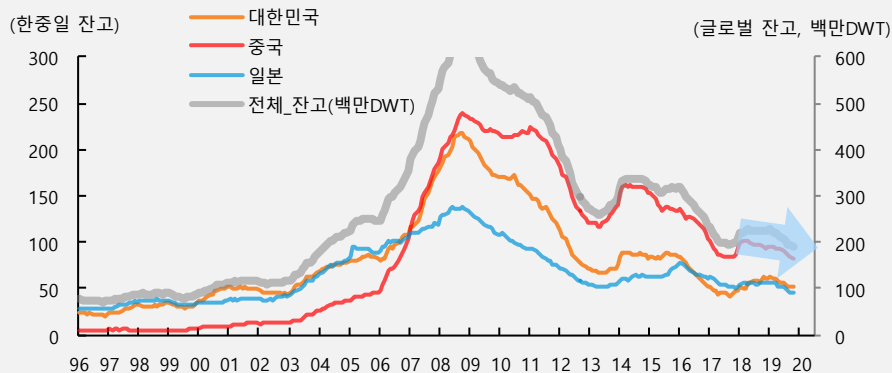
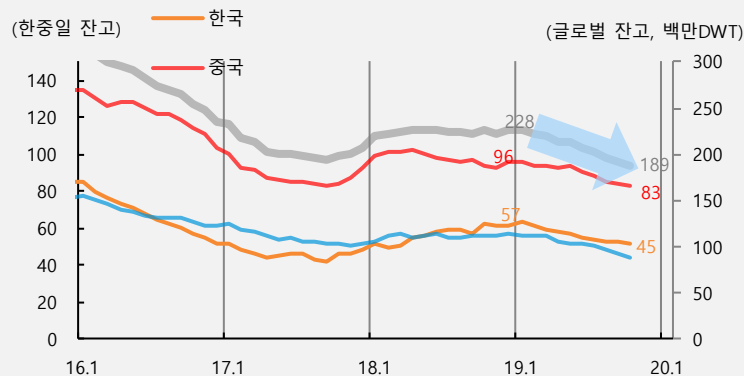
초록색 음영
신조선가
바닥

주황색 음영
신조선가
고점

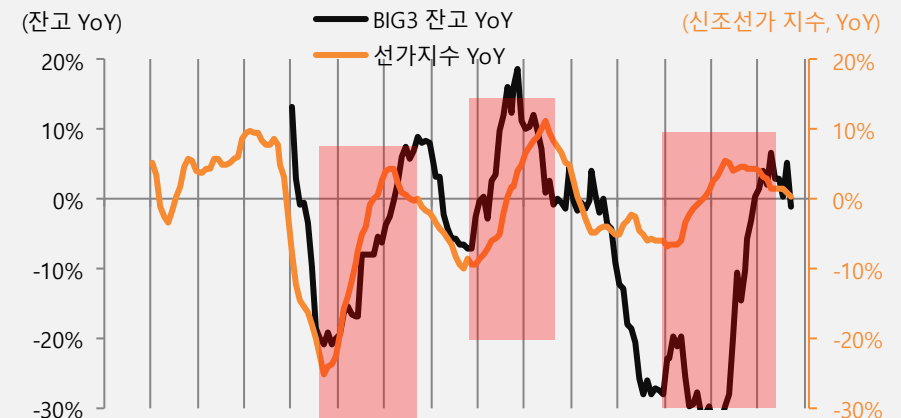
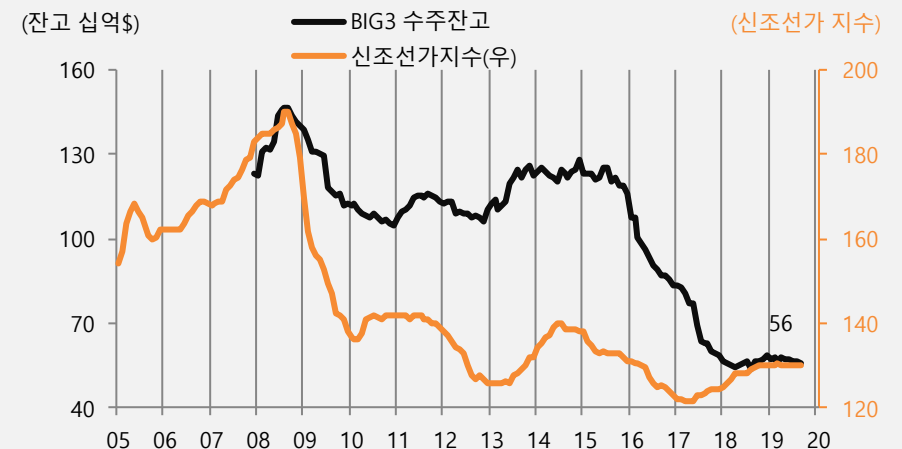
1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작

- 선가의 향방을 가늠하는데, 중고선거래량과 중고선가, 환율, 후판 등도 있지만, 결국 펀더멘탈리 신조선가는 수요와 공급의 결과인 수주잔고의 증감이 결정한다
- 2019년의 신조선가 정체는 결국 잔고의 정체 및 하락 때문인데, 글로벌 수주잔고는 하락세이지만, 한국 조선업의 잔고는 제자리를 지키고 있어서 반격을 노릴만하다

36 2019년 글로벌 수주잔고는 다시 감소



37 백로그 → 신조선가지수: 한국의 수주잔고는 FLAT한 수준



1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작

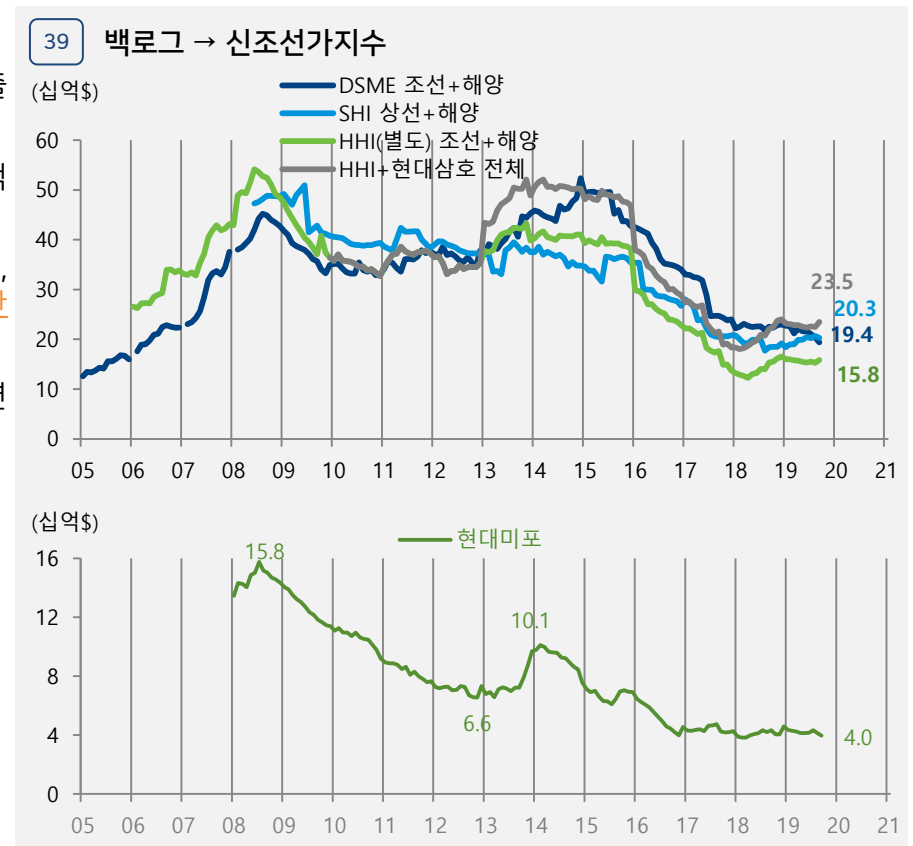
- 아래와 같이 2002년말 글로벌 백로그 길이는 1.9년으로 마치고, **2003년~2004년 신조발주가 크게 늘면서 2년 후 글로벌 백로그 길이는 3년에 육박했고**, 그 사이 신조선가는 13%, 25%로 2년간 50% 가까이 상승했다
- 앞서 발주 전망이 맞아 떨어진다면, 즉 LNG선이 100여척 쏟아지고, 상선 발주도 탱커가 주도하면서 132백만DWT로 크게 늘면, 즉, 한국 조선업 수주가 YoY 80% 성장한다면, 수주잔고는 늘어나고, 한국의 백로그 길이는 2년 중반을 향해 간다
- 그리고 **2021년에도 상선 발주가 계속 확산되면, 2020년-2021년은 2003년-2004년이 될 터**이다
- 일단 그 **시작점을 당사는 내년 하반기로 예상 및 기대**한다
- 결국 수주가 많아야 된다는 뻔한 이야기이긴 하지만, 최근의 리세일 선가 강세와 운임 반등을 볼 때, 약간의 시황 회복만으로 조선사 협상 우위 구간으로 넘어갈 수 있을 것으로 기대한다

38 백로그 길이 2년 → 3년으로 갈 때 폭발적 신조선가 상승: 어게인 2003-2004

주가-4사			업황			신조선가		백로그-세계			백로그-한국		
년도	기말시총(십억원)	주가 상승율	정의	신조 발주(십억\$)	지수(연말)	백만DWT (증감,%)	길이(년)	백만DWT (증감,%)	길이(Year)				
2002	3,796			34	105.0	-3%	115	1.9	44	1.9			
2003	7,609	100%	호황1년	71	119.0	13%	171	2.4	67	2.4			
2004	7,757	2%	호황2년	92	149.0	25%	217	2.9	78	3.1			
2005	16,441	112%	초호황	114	162.0	9%	242	2.9	82	2.8			
2006	22,693	38%	초호황	172	168.0	4%	336	3.7	109	3.1			
2007	58,557	158%	초호황	265	184.0	10%	516	4.5	178	4.1			
2008	26,018	-56%		180	179.0	-3%	624	4.1	212	4.5			
2009	24,183	-7%	불황	45	138.0	23%	537	3.3	170	3.1			
2010	54,617	126%	반등	113	142.0	3%	505	3.2	154	3.2			
2011	32,864	-40%	호황	105	139.0	-2%	409	2.5	117	2.1			
2012	35,029	7%		91	126.0	-9%	270	1.6	70	1.3			
2013	38,575	10%	반등	133	132.0	5%	201	1.8	75	1.4			
2014	18,309	-53%		113	138.0	5%	212	1.9	83	1.5			
2015	11,190	-39%		72	131.0	-5%	232	2.0	85	1.6			
2016	17,234	54%	불황vs실적	37	123.0	-6%	236	1.5	52	1.4			
2017	11,587	-33%	4Q 빅배쓰	70	125.0	2%	244	2.1	48	1.3			
2018	19,820	71%	LNG강세	78	130.0	4%	256	2.2	61	1.7			
2019e	17,502	-12%	관망	58	130.0	0%	160	1.6	59	1.6			
2020e		30%	IMO와	106			182	1.8					
2021e		50%	탱커 교체	124			259	2.6					

1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작

- 그렇다면 한국 조선업의 백로그 길이는 어떻게 되는가?
- 한국 조선사들이 공통적으로 발표하는 인도기준, 그리고 한국조선해양이 공표하는 매출 기준잔고를 함께 보더라도, 백로그 길이로 환산은 감이 떨어진다
- 이에 당사는, 몇 년째 FWD 1~3년의 [잔고에서 인도 예정 선박 / 건조 척수]로써, 직관적으로 판단하기 쉬운 백로그 길이를 제시하고 있다
- 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 대우조선해양, 삼성중공업의 합산 숫자로는, 2020년을 다채웠고 2021년도 캐파대비 80%를 가지고 있으며, 2022년도 16%로 **한국 BIG3의 백로그 길이는 2년을 소폭 넘는다**
- 앞 단락에서 밝혔듯, 여기서 2020년 LNG선과 탱커가 이끄는 일반 상선 발주까지 는다면, 백로그 길이는 2년 중반 이상으로 훌쩍 늘 수 있고,
- 협상력 제고를 바탕으로 신조선가 인상을 성공할 터이다
- 시점은 상반기보다는 하반기를 더 유력하게 보고 있다
- 여기에 다음 꼭지에서 다룰 BIG2로의 재편까지 이루어지면, 더 기대해 볼직하다



40-1 연간 인도척수로 체크해보는 한국 조선5사의 백로그길이= 2년

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
2019년11월15일 클락슨 데이터 기준														
BIG3 + 삼호 + 미포														
상선	279	243	251	210	192	170	226	232	189	141	199	145	99	14
LNG	27	18	8	3	13	25	17	23	21	35	28	42	50	13
드릴쉽	7	9	18	4	16	20	12	12	5	3	3	0	0	0
가중 합산	354	306	321	228	266	280	296	314	246	220	264	229	199	40
CAPA		327				86%	91%	96%	250	88%	106%	92%	80%	16%
									24% 감축				↑ 250척 대비	

1) 신조 호황 전망 맞으면, 하반기 신조선가 상승 랠리 시작

- 한국조선해양(현대중공업과 현대삼호중공업)은 2년 후인 2021년을 꼭 채웠고
- 삼성중공업도 2019년의 빠른 수주달성으로 2021년이 다 찬 상황
- 대우조선해양이 2021년의 ¼를 덜 채웠고
- 현대미포조선은 대형사들의 1.5년~2.0년 선박건조기간보다 짧은 1.1년~1.3년에서 비교적 짧은 백로그 길이의 상태[2021년의 절반을 확보]입니다

40-2

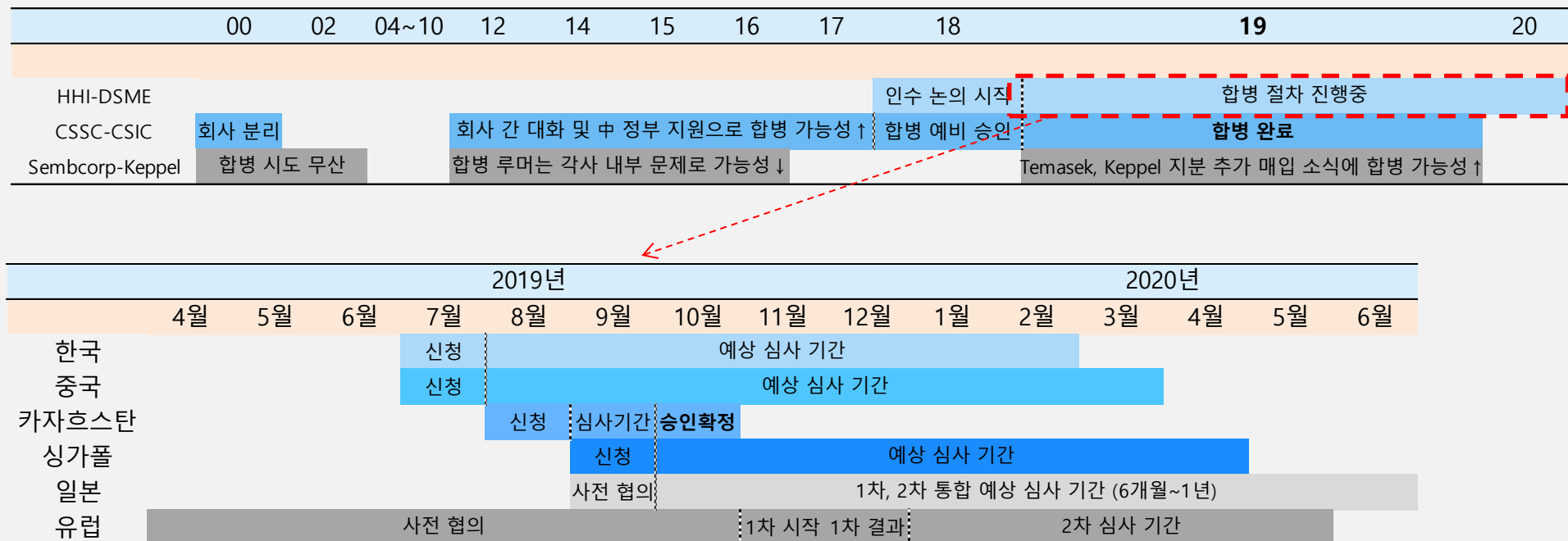
조선사별 백로그 길이: DSME는 2021년이 75%로 작고, 현대미포조선도 빠른 리드타임으로 비교적 짧은 상태 유지

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
현대중공업														
상선	101	69	70	44	40	39	56	51	46	29	46	28	26	3
LNG	3	1	0	0	2	5	4	9	4	6	5	7	8	3
드릴쉽	0	1	1	0	3	7	2	2	0	0	0	0	0	0
현대삼호중공업														
상선	32	37	40	30	28	28	34	39	31	25	40	18	19	4
LNG	1	1	0	0	0	2	4	4	0	0	2	12	11	1
드릴쉽	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
현대2사 합산	141	113	113	74	81	102	112	125	85	66	100	84	83	15
CAPA		122				83%	92%	102%	80	83%	125%	105%	104%	19%
									35% 감축				↑ 80척 대비	
삼성중공업														
상선	38	32	38	35	35	14	23	21	38	17	27	28	24	4
LNG	11	9	3	1	9	13	6	6	3	9	5	10	15	6
드릴쉽	4	5	12	3	8	10	5	3	3	1	2	0	0	0
가중 합산	72	65	80	46	77	70	50	42	53	38	43	48	54	16
CAPA		72				97%	69%	58%	50	76%	86%	96%	108%	32%
									31% 감축				↑ 50척 대비	
대우조선해양														
상선	45	51	38	32	41	27	27	43	24	17	21	21	10	2
LNG	12	7	5	2	2	5	3	4	14	20	16	13	16	3
드릴쉽	3	3	5	1	5	3	5	6	2	2	1	0	0	0
가중 합산	78	74	63	39	60	46	48	69	58	57	53	47	42	8
CAPA		72				64%	67%	96%	55	104%	96%	85%	76%	15%
									23% 감축				↑ 55척 대비	
현대미포조선														
탱커	47	31	31	15	16	39	72	51	31	38	49	42	13	0
LPG	9	3	0	0	3	5	4	16	14	11	12	2	4	0
컨선	1	2	0	0	4	4	5	4	2	0	13	18	2	0
기타	7	20	34	54	29	18	10	11	5	4	4	6	3	1
가중 합산	64	56	65	69	52	66	91	82	52	53	78	68	22	1
CAPA				84		79%	108%	98%	65	82%	120%	105%	42%	2%
									23% 감축				↑ 65척 대비	

2) BIG2로의 재편

- 현대중공업-대우조선해양의 인수 소식과 함께 글로벌 조선업계의 메가 합병 트렌드를 불러 일으키고 있다
- 최근 합병이 끝난 CSSC-CSIC도 1999년 회사 분리 후 여러 차례 추진 움직임이 보였으나 진전이 없었다가, 2010년대에 중국 정부의 활발한 국영기업 M&A로 인하여 작년 예비 승인이 되었고 그 후로부터 약 1년 반 만에 합병 완료가 되었다
- 싱가포르의 Keppel과 Sembcorp는 2001년 시도했지만 계약조건이 맞지 않아 무산되었고,
- Keppel (21%)과 Sembcorp의 모회사 Sembcorp Industries (49.5%)의 대주주인 Temasek이 Keppel의 추가 지분 매입으로 51% 지분율을 올리겠다는 Offering 소식과 함께 싱가포르 합병 가능성이 부각되고 있다

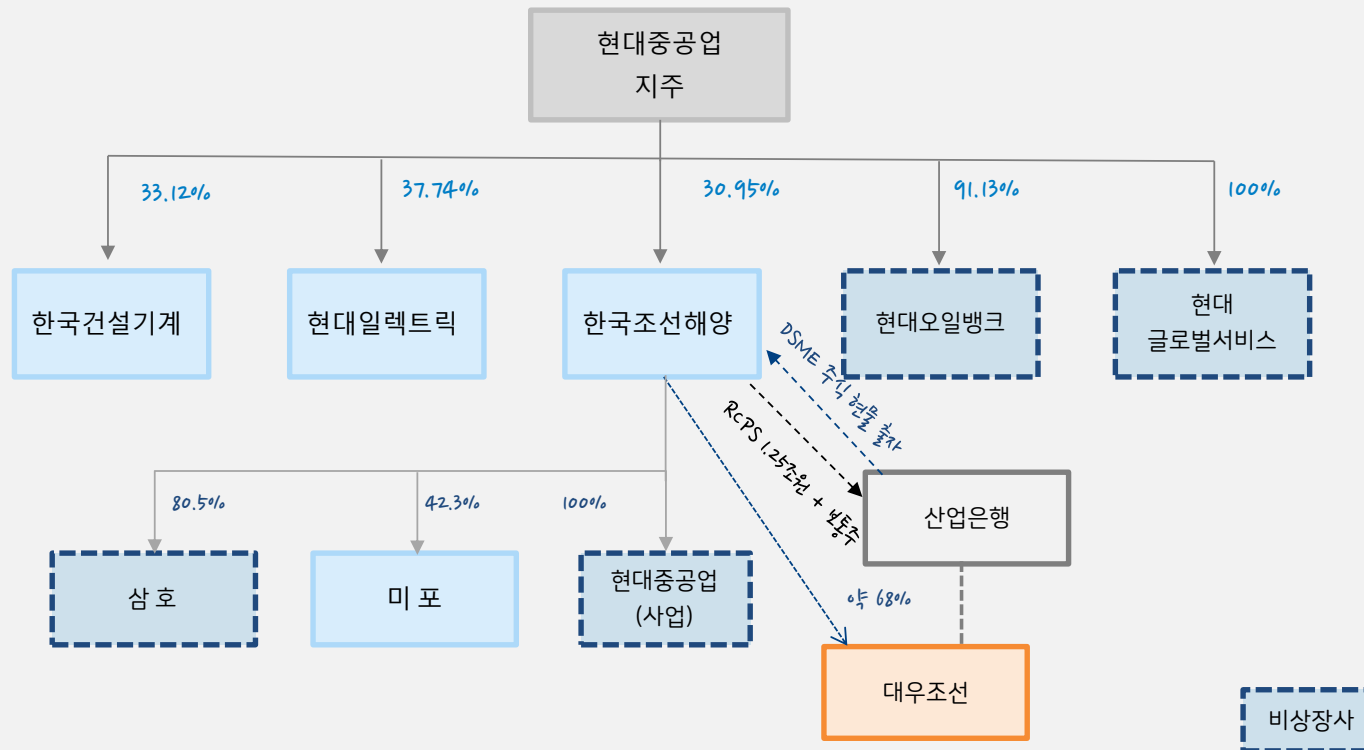
41 글로벌 조선사 M&A 및 현대중공업-대우조선해양 국가별 기업결합심사 타임라인



2) BIG2로의 재편

- 신조선가 상승에 또 보탬이 될, 한국조선해양의 대우조선해양 인수가 기다리고 있다
- 카자흐스탄의 기업결합승인을 득했고 유럽, 일본, 중국, 싱가포르의 승인을 내년 상반기까지 기다려야 한다
- 합병 효과를 선가 상승이라고 봤지만, 그러나 그들이 그렇게 생각한다면 기업결합을 승인하지 않을 터이다.
- 따라서, 더 정확히는 현대중공업과 대우조선해양의 공동구매, 선종 배분 등에 따른 효율성 제고라고 설명해두겠다. 공동구매에 따른 원가절감은 선주들에게도 좋은 것이다

42 현대중공업 그룹의 지배구조에 대우조선해양이 들어올 것인가?



- 1) 산업은행 → 한국조선해양: 대우선해양 주식 현물출자: 2.1조원(지배율 56%)
- 2) 한국조선해양 → 산업은행: RCPS 1.25조원과 보통주(신주) 0.8조원
- 3) 한국조선해양 주주배정 유상증자 1.25조원 → 대우조선해양에 투입
- 4) 대우조선해양 3자배정 유상증자 1.5조원

2) BIG2로의 재편

- 다만 2020년 상반기 중으로, 기업결합승인이 확정되었을 때의 주가는, 단기 한국조선해양 하락, 중장기 호재이다
- 하락은 양사 기업결합을 위해 대우조선해양 2.1조원 가치를 현물출자로 받고, 이에 상응하는 1) RCPS 1.25조원, 신주를 발행해주며
- 2) 대우조선해양에 1.5조원 유상증자에 3자 배정으로 자금을 투입해주기 위해, 3) 한국조선해양도 1.25조원 규모 유상증자를 할 예정이기 때문이다.
- 희석요인으로, 단기에 주가는 약세를 뛸 수 있지만, 그 다음을 보자
- 중간지주로서 한국조선해양의 VALUATION도 할인 요인은 6%에 불과하다. 당사가 인위적으로 적용한 15% 할인율에서도 적정주가는 목표주가 17만원과 동일하다

43 중간지주의 한국조선해양 VALUATION

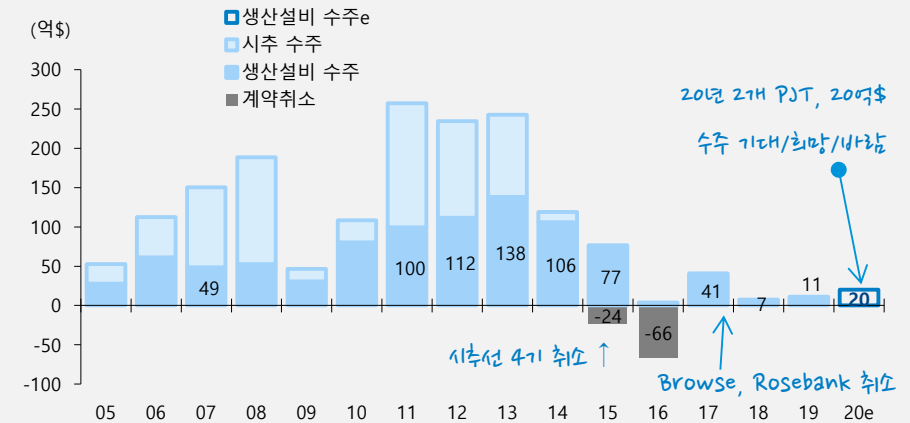
	2016	2017	2018	2019	3사 가치의 Ratio	2020
현대중공업(별도) 자본총계	13,820	10,495	11,399	11,710		11,841
타겟 PBR	1.0	1.0	1.0	1.0		1.0
적정 시가총액	13,820	10,495	11,399	11,710		11,841
지배율	100%	100%	100%	100%		100%
종속사 가치(십억원)	13,820	10,495	11,399	11,710	81%	11,841
현대삼호중공업 자본총계	2,919	3,282	1,937	1,990		2,012
타겟 PBR	1.0	1.0	1.0	1.0		1.0
적정 시가총액	2,919	3,282	1,937	1,990		2,012
지배율	80.5%	80.5%	80.5%	80.5%		80.5%
종속사 가치(십억원)	2,350	2,642	1,559	1,602	11%	1,620
현대미포조선 자본총계	2,142	2,217	2,290	2,349		2,430
타겟 PBR 1.1배	1.2	1.2	1.2	1.1		1.1
적정 시가총액	2,571	2,660	2,747	2,584		2,673
지배율	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%		42.3%
종속사 가치(십억원)	1,088	1,125	1,162	1,093	8%	1,131
종속사 가치 단순 합산(십억원)	17,257	14,263	14,120	14,405		14,591
NAV 할인				15%	← 전체 할인율 →	15%
	17,257	14,263	14,120	12,244		12,403
주식수(백만주)	76	57	71	71		71
적정 가치(원)	227,063	251,697	199,510	173,007		175,245
한국조선해양 그룹 3사의 자본총계 합산						16,283
한국조선해양 자본총계	11,398	11,121	11,882	12,207		12,343
한국조선해양 BPS	149,970	196,265	167,892	172,480		174,408
역산 PBR				1.00		1.00

3사	할인율	3사 가치 비중
	①	②
현대중공업 할인	0%	81%
삼호중공업 할인율	30%	11%
현대미포조선 할인율	30%	8%
가중평균 할인율	6%	← ①x②

3) 해양 수주 늘어주기를

- 2014년 드릴십 발주가 사라졌고,
- 2015년에 발주된 Browse FLNG는 2016년에 계약 취소를 맞았다
- 2017년말 삼성중공업이 Mad Dog2, Coral FLNG로 회복되는 듯 하더니,
- 2018년에는 Johan Casterburg와 Svedrup, Tortue, Vito 등의 해양공사를 각각 노르웨이, 엔지니어링하우스+중국, 싱가포르 등에 뺏기고, 현대중공업만이 King's Landing 5억\$를 수주했다
- 2019년에도 5개 정도 수주POOL을 들고 시작했지만, Marjan과 Barossa 실주와 기타 등은 사업 연기로, 삼성중공업만이 인도 Reliance MJ FPSO를 수주했다
- 즉, 2018년~2019년 2년 연속, 경쟁국의 공격적 영업과 사업연기로 수주가 작다
- 다시 또 2020년을 다음 단락의 십수개 중 **핵심 5개 프로젝트를 바라보며 시작**한다
- 2개, 10억\$ 정도는 수주하지 않을까 짚어본다

45 2020년 해양생산 5개 중 1.5개, 20억\$ 정도 수주를 가정



44 드릴십 4기 무사 인도 및, 6기 매각 필요한 한국조선

회사	상태	발주처 선종	잔여 기수	계약금액 (십억원)	계약금액 (백만\$)	선수금 수령	잔존가 (백만\$,십억원)	인도	비고
DSME	인도 연기 중	ENSCO[구 Atwood 합병]	1	624.2	557	83%		21.09	미청구공사 1,090억원, 99.42%
		ENSCO[구 Atwood 합병]	1	665.3	595	70%		22.12	미청구공사 1,986억원, 98.89%
	리세일 완료	Northern Drilling[구 Seadrill 취소]	1		456		501십억원	2021년	대손충당금 454억원
	미인도	Northern Drilling[구 Seadrill 취소]	1		459		505십억원	2021년	대손충당금 496억원
	리세일 추진	Cobalt[구 Vantage]	1	계약취소	계약취소		300.0		Northern Drilling 3.5억\$ 매입 후 계약취소
DSME 미인도			5척			Sonangol 상반기 모두 인도			
회사	선종	발주처 선종	잔여 기수	계약금액 (십억원)	계약금액 (백만\$)	선수금 수령	잔존가 (백만\$)	인도	
SHI	리세일 추진	PACD	1				300.0	취소	3Q19 매각 추진 실패 후
	리세일 추진	Seadrill	1				300.0	취소	400억원 장부가 감액 반영하고
	리세일 추진	Seadrill	1				300.0	취소	잔존가 3억\$로 평가
	리세일 추진	TransOcean[구 Ocean Rig]	1	계약취소	계약취소		340.0	취소	3Q19 계약취소 맞고, 미청구공사 -1900억원에
	리세일 추진	TransOcean[구 Ocean Rig]	1	계약취소	계약취소		340.0	취소	충당금 쌓고, 3.4억\$로 잔존가 평가
SHI 계약취소 및 리세일 추진			5척						

3) 해양 수주 늘어주기를

- Bonga FPSO는 나오면 삼성중공업 수주가 확실하고, **Browse FPSO는 쌍둥이여서 가장 중요**하지만 경쟁이 심하다
- Shwe3도 현대중공업이 2파전에서 이기기를 기원하며,
- 삼성중공업의 **Delfin FLNG가 실행된다면, 2010년의 Prelude FLNG와 같은 일대 사건**이다. 건투를 빈다

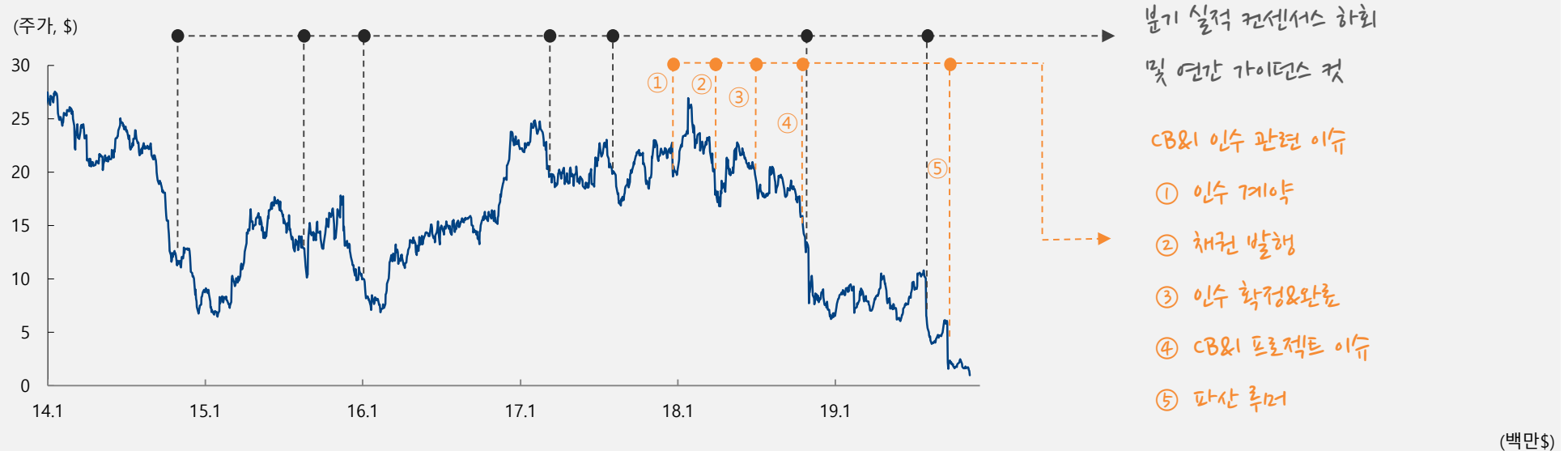
46 2020년 한국 조선의 해양 플랜트 수주POOL: Bonga 빨리, Browse 쌍둥이 FPSO와 Delfin FLNG 주목

지역	발주처	프로젝트명	현 대	대 우	삼 성	그 외	PJT 스케줄 시점e
2019년 수주							
인도	Reliance	MJ FPSO			◎	Modec, Technip+SBM	ITT 발송 및 PQ 5월 입찰 시작 18년8월 TB, CB 제출 18년10월 EPC사 선정 19년 4월
2020년 수주 POOL							
GOM	Chevron	Anchor		◎			19년 6월 Hull DSME에 발주 결정 → 연말 계약 FID 19년말~20년 초
나이지리아	Shell	Bonga SW "Lite"	○	△	◎	해외 4개	ITT: 19년2월 시작, EPC 선정: 2020년초 Onstream: 2023년
나이지리아	Shell	HI 프로젝트			○	7사 경합	개발 컨셉 제시: 6월말 상업입찰 3Q19~4Q19 2025년 Onstream
나이지리아	Eni + Shell	ZabaZaba 컨버전 FPSO			○	배타적 SHI-MCI	FID 2H18 → [연기] 본계약 3Q18
호주	Woodside >Shell	Browse FPSO 2기	△	△	△	중국3사, Sembcorp, Sapura 등 총 8개사	숏리스트(3사) 선정: 19년4월 Concept Design: 19년6월까지 T/B, C/B 3Q19
호주	Chevron	Jansz-lo Gorgon 연계	△	△	△	BIG3 + 1~2개 말레이 시아	ITT 19년 11월~12월
말레이시아	포스코대우	Shwe 3	○			HHI+Doris vs. McDermott	pre-BID 18년 12월 FEED 19년10월 시작 EPC사 선정 2020년
북미	Delfin	LNG-FLSO(3.5MTPA) 3기			○		FEED 2020년 중반 CI 계약: 삼성중공업과 협의 중
캐나다	Equinor	Bay du Nord Hull		○	○	Sembcorp	조선사 야드투어 19년4월 → 검토 FEED 2사 선정 19년08월 Hull EPC 20년1분기 선정 예정
캐나다	Equinor	Bay du Nord Topside				Aker Solutions- Kvaerner, Wood-Kwiet	Topside FEED: 20년 상반기 결정 FID 2020년말, Onstream 2025년
베트남	PetroVietnam	Block B	○	△		vs. McDermott	FID 1H18 → 연기 19년07월 20년1월 입찰 재개

4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

- 미국의 대표 EPC업체이자 우리 조선3사의 경쟁사 중 하나인 McDermott의 최근 실적 빅배쓰와 주가 흐름이 심상치 않다
- 1) 최근 4~5년간의 주가 추이를 보았을 때, 실적 발표와 함께 단기간 급락하는 경우가 잦았고
- 2) 2018년 Chicago Bridge & Iron Company (CB&I) 인수를 기점으로 현재까지 연일 하락세를 나타내며 흔들리는 McDermott

47 McDermott 주가 및 분기, 연간 실적 테이블

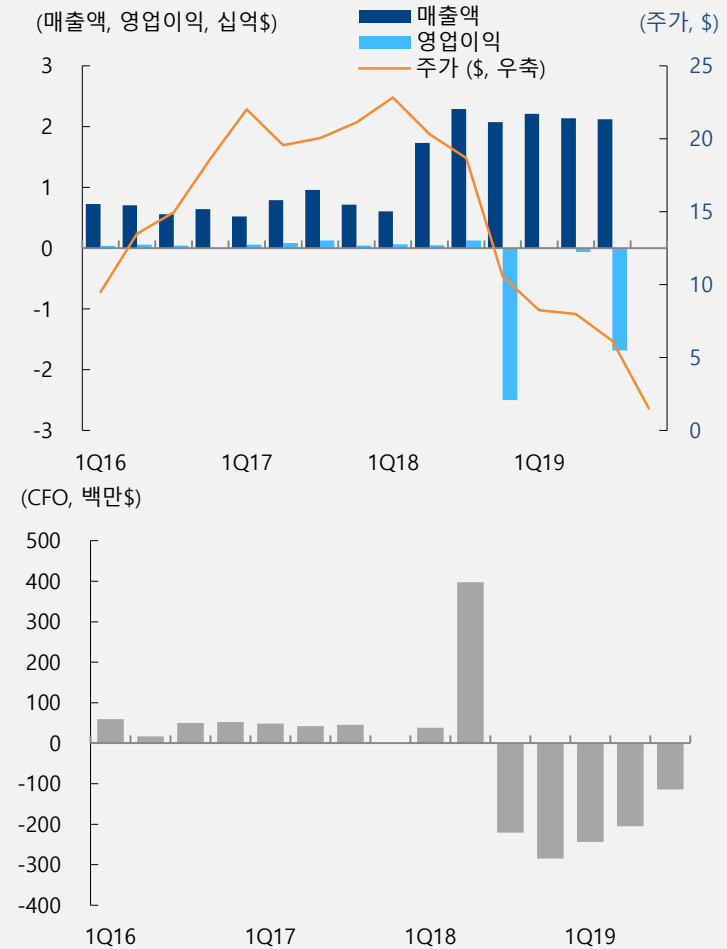
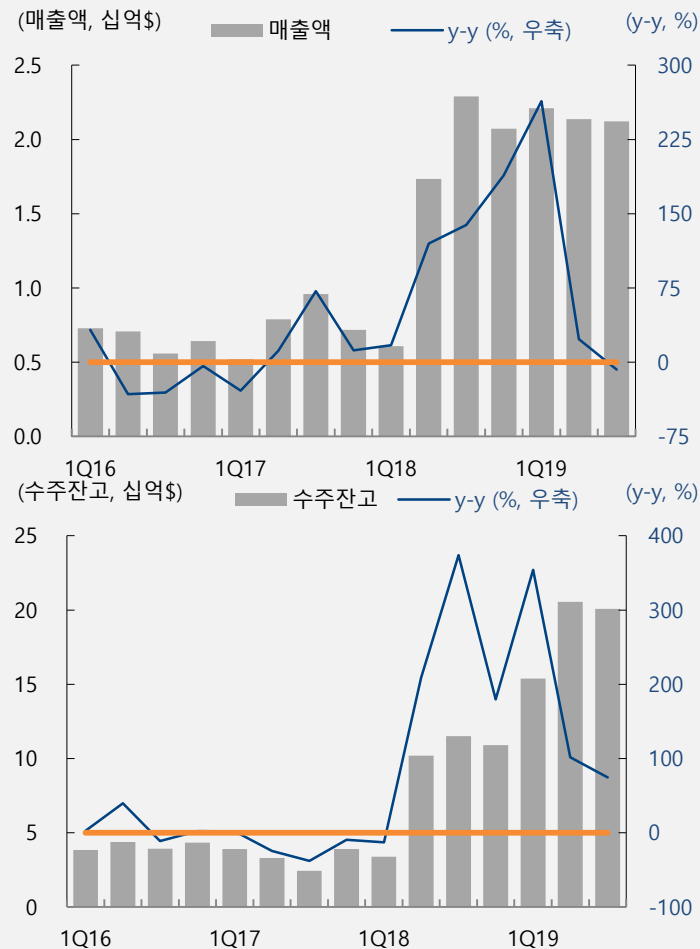


회사	항목	2018				2019									
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
McDermott International	매출액	608	1,735	2,289	2,073	2,211	2,137	2,121	2,811	3,070	2,636	2,985	6,705	9,493	11,418
	영업이익	65	49	129	-2,499	13	-61	-1,684	229	91	142	307	-2,256	266	321
	순이익	35	47	2	-2,771	-56	-132	-1,873	-32	-18	34	179	-2,687	-209	109
	영업이익률	10.7%	2.8%	5.6%	-120.5%	0.6%	-2.9%	-79.4%	8.1%	3.0%	5.4%	10.3%	-33.6%	2.8%	2.8%
	순이익률	5.8%	2.7%	0.1%	-133.7%	-2.5%	-6.2%	-88.3%	-1.1%	-19.7%	24.0%	58.3%	119.1%	-78.5%	33.9%

4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

- 최근 동사의 매출 과 수주잔고는 지속적인 증가 추세를 보였으나,
- 이익단, 현금흐름 등 2018년을 기점으로 큰 적자 폭을 나타내며 실적이 악화되었고,
- 또한 컨센서스를 하회하는 실적을 자주 기록하며, 연간 가이드는 하향 조정되었다

48 McDermott 매출액, 수주잔고, 영업이익, CFO 추이



4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

- 250백만\$의 시너지 효과로 인한 비용절감을 주장했지만, vs. CB&I가 가져온 다수의 문제적 프로젝트들을 무사히 마쳐야하는 숙제와 방대한 차입금
- 2018년 3분기 실적 발표를 통해 CB&I의 소위 말하는 'Legacy Projects' 들의 Cost Overrun이 문제

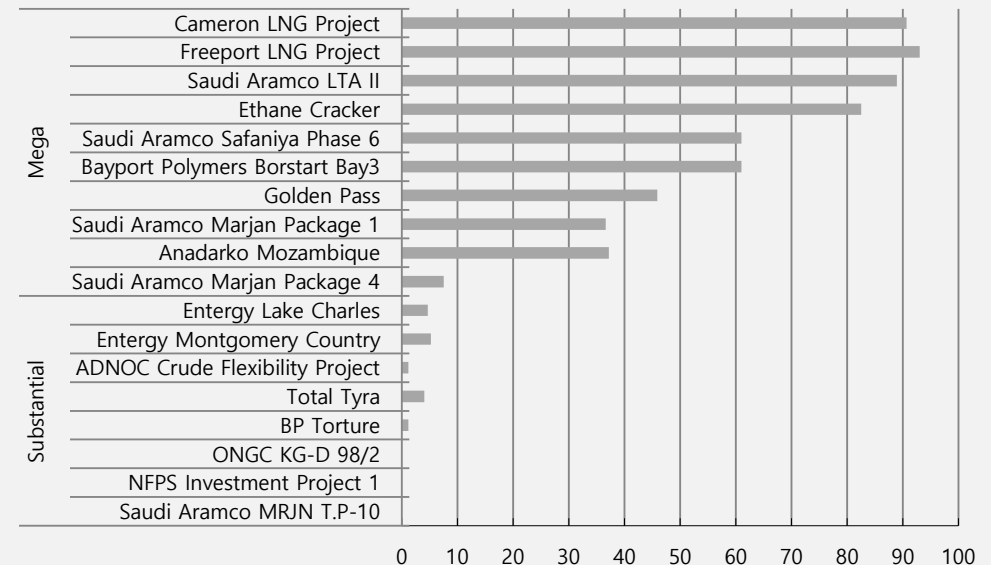
49 CB&I Legacy Project 분기 하이라이트 및 스케줄, McDermott 보유 포트폴리오 진행률

↓ Legacy Project들이 추가되면서 포트폴리오는 onshore-offshore 형태로 다각화 되었으나, 완공 여부는...?

(백만\$, %)

CB&I Legacy Project				
항목	분기	Freeport	Cameron	Calpine
진행률	3Q18	82%	83%	91%
	4Q18	88%	85%	95%
	1Q19	93%	90%	100%
	2Q19	95%	93%	-
GP 추정치 변화	3Q18	-194	-482	-68
	4Q18	-102	-168	-31
	1Q19	0	0	-
	2Q19	-38	110	-

(진행률, %)

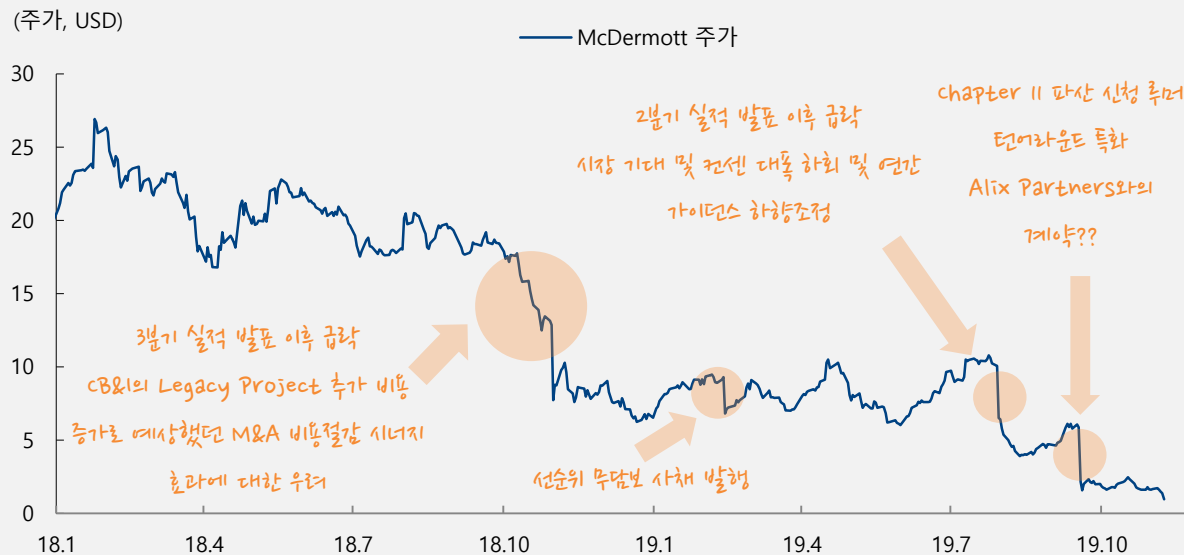


	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
스케줄	Freeport		Train 1		Train 2	Train 3
	Cameron	Phase 1		Train 2	Train 3	
	Calpine	완공				

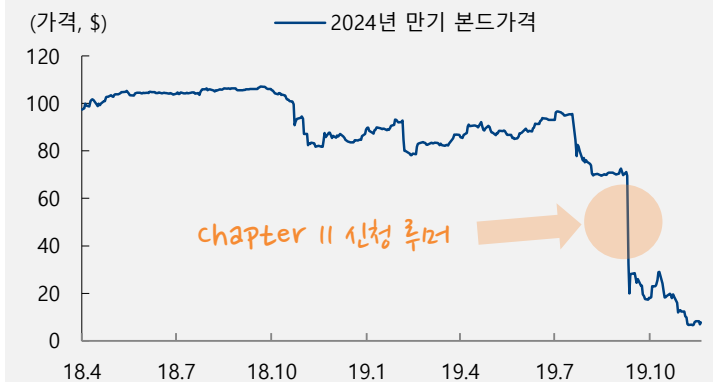
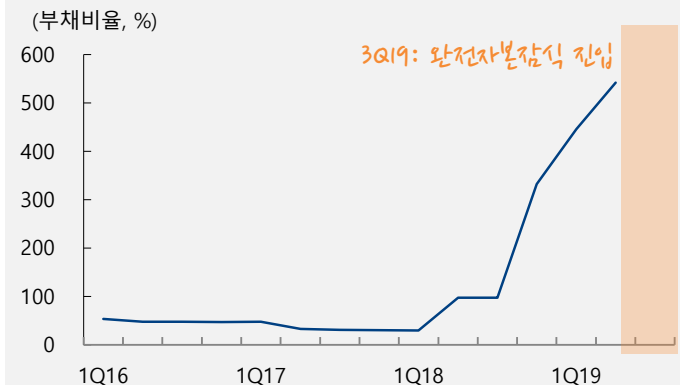
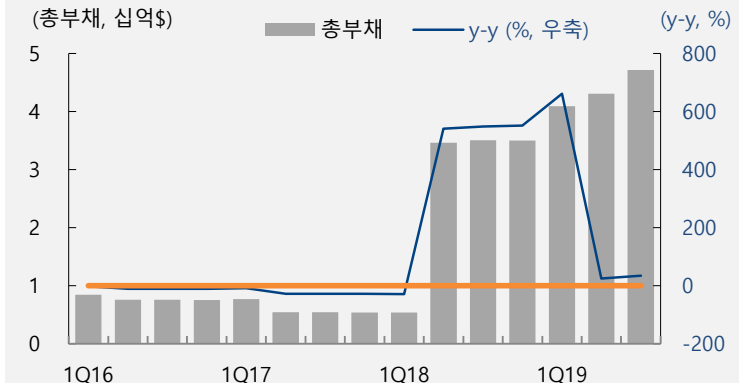
4) McDermott의 위기는 기회가 될 것인가?

- 또한, M&A를 위한 bond 발행과 CB&I의 부채를 동시에 짊어지게 된 McDermott의 부채 및 부채비율은 크게 늘었고,
- 2024년 만기 Bond에 대한 11월 1일자 payment를 미납하여 현재 1달 유예기간에 있는 상황이며, 채권 가격은 급속도로 하락하고 있다
- 월가에서는 **Chapter 11 Bankruptcy filing 루머**가 떠돌며 다시 한번 폭락을 이끌었으며,
- 현재(11월말)까지 약 3주간 주가는 1달러 밑을 돌고 있다: Nasdaq은 30일 연속 주가 1\$를 하회할 경우, 경고와 함께 최대 10일 유예기간을 부여하는데, 이 기간 안에 주가가 1\$ 이상으로 오르거나 주가 상승 계획을 제출하여 인정될 경우 상장폐지를 면할 수 있음
- 최근 McDermott은 한국조선업과 겹치는 사업영역에서도 공격적인 수주 행보를 보였는데, 최근의 위기를 해소하는 과정에 바빠, 최소 수주 경합에서 빠지거나 PQ 통과가 어려울 것으로 기대 해봄

50 McDermott 최근 2년 주가 동향



51 McDermott 총부채, 부채비율, '24년 만기 채권가격



2019년 조선 산업 전망

I. 세상 확실한 것들

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

III. 이루어지기를 바라는 것들

IV. 기업분석

한국조선해양: 탱커 신조 증가에는, 한국조선해양

현대미포조선: 짧은 백로그, 그래서 주가는 수주에 더 민감할 것

삼성중공업: 해양 악재를, 상반기 Bonga와 그 다음 Delfin으로 만회할 것인가

성광벤드: LNG-Fuel 수혜주로 편입

동성화인텍: 2020년 실적 성장 앞두고, LNG선 수주도 연말 쏟아질 것

세진중공업: 소형LNG선과 LNCBV로 학습하고, 곧 LNG-Fuel 연료 탱커도

VALUATION TABLE

- 조선업종에서 탑픽은, 2020년 탱커를 중심으로한 상선 발주재개를 예상하기 때문에, 한국조선해양과 현대미포조선이다
- 한국조선해양은 LNG선 연속 건조 효과를 기대할 수 있고, 현대미포조선은 불확실하지만 PC선 시장의 어게인 2013년에 베틱할 수 있다

1 조선3사 VALUATION TABLE

회사명		한국조선해양	삼성중공업	현대미포조선
투자의견		BUY	BUY	BUY
목표주가		170,000	9,000	65,000
종가(2019.11.28)		122,000	7,040	44,500
상승여력		39%	28%	46%
매출액	2016	23,713	10,414	4,220
(십억원)	2017	15,469	7,901	2,453
	2018	13,120	5,265	2,403
	2019E	14,604	7,091	3,056
	2020E	15,302	7,767	3,084
영업이익	2016	355	-147	208
	2017	15	-524	108
	2018	-523	-409	71
	2019E	213	-403	116
	2020E	537	223	146
영업이익률	2016	1.5%	-1.4%	4.9%
	2017	0.1%	-6.6%	4.4%
	2018	-4.0%	-7.8%	3.0%
	2019E	1.5%	-5.7%	3.8%
	2020E	3.5%	2.9%	4.7%
지배주주순이익	2016	-168	-121	35
	2017	-172	-339	437
	2018	-489	-388	85
	2019E	307	-995	88
	2020E	224	186	101
지배순이익률	2016	-0.7%	-1.2%	0.8%
	2017	-1.1%	-4.3%	17.8%
	2018	-3.7%	-7.4%	3.5%
	2019E	2.1%	-14.0%	2.9%
	2020E	1.5%	2.4%	3.3%

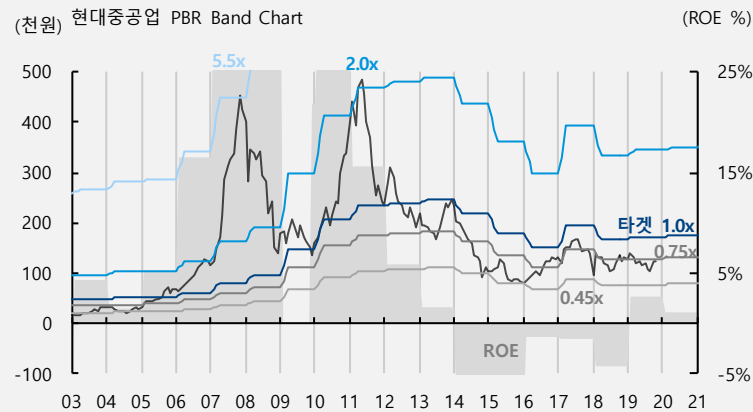
회사명		현대중공업	삼성중공업	현대미포
Target PBR 19		1.0	0.9	1.1
타겟 시총(조원)		12.0	5.7	2.6
시가총액(조원)		8.6	4.4	1.8
EPS	2016	-2,207	-311	1,729
	2017	-3,037	-868	21,847
	2018	-6,910	-616	2,128
	2019E	4,331	-1,579	2,195
	2020E	3,162	295	2,524
PER	2016	-54.5	-29.8	38.9
	2017	-52.9	-12.9	4.3
	2018	-17.7	-11.4	20.9
	2019E	28.2	-4.5	20.3
	2020E	38.6	23.9	17.6
BPS	2016	149,970	16,058	107,123
	2017	196,265	14,841	110,839
	2018	167,892	10,694	57,322
	2019E	172,200	9,249	58,931
	2020E	175,361	9,543	60,757
PBR	2016	0.8	0.6	0.7
	2017	0.8	0.8	0.8
	2018	0.73	0.66	0.78
	2019E	0.71	0.76	0.76
	2020E	0.70	0.74	0.73
ROE	2016	-1%	-2%	2%
	2017	-2%	-6%	20%
	2018	-4%	-6%	4%
	2019E	3%	-16%	4%
	2020E	2%	3%	4%

VALUATION TABLE

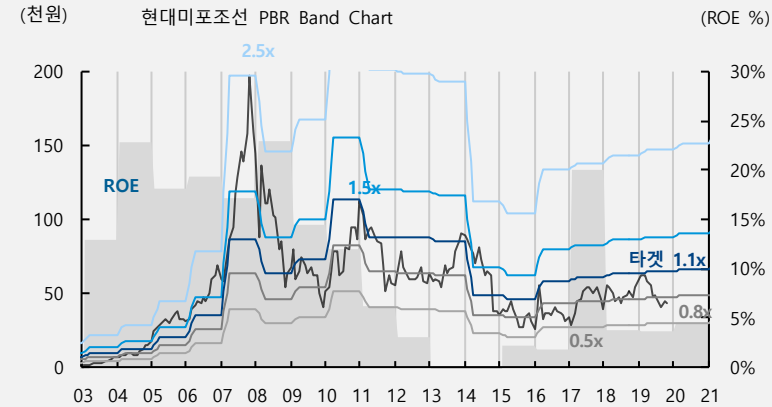
- 2014년 해양의 빅배쓰 등으로 PBR 1.0배를 갠 조선업종은 이후 0.5배~0.9배의 BAND에 갇혀있다.
- 2020년 상선 발주가 정상화되고, LNG선은 사상 유례 없는 호황에, 실적도 돌아선다. 흑자전환을 지켜보아야 하는 대형 조선사들의 타겟 PBR은 1.0배, 흑자의 현대미포조선은 1.1배이다

2 조선사들의 PBR BAND

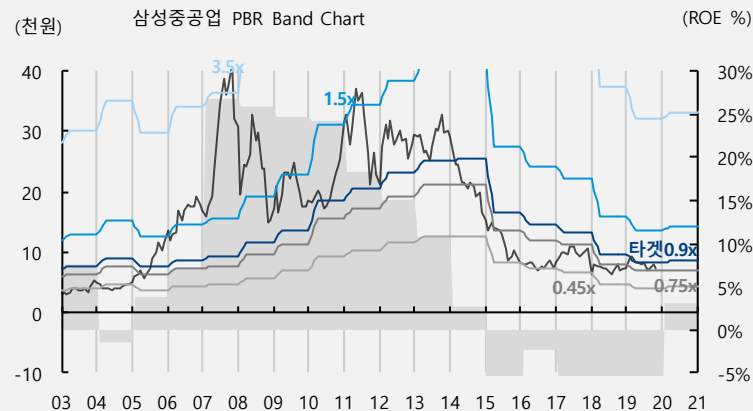
▼ 현대중공업



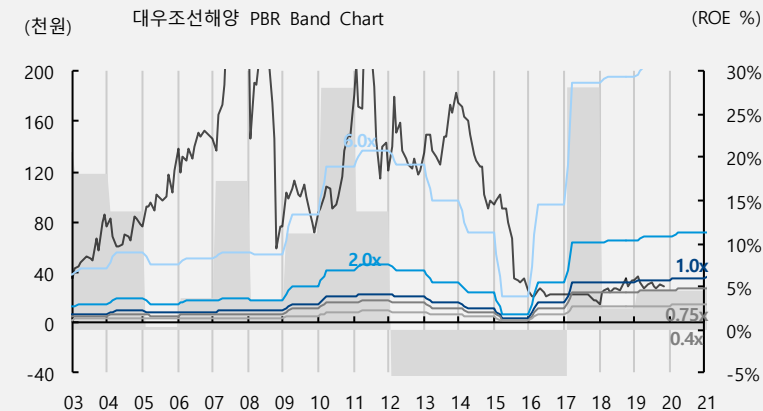
▼ 현대미포조선



▼ 삼성중공업



▼ 대우조선해양



탱커 신조 증가에는, 한국조선해양

[투자포인트]

> 2020년 탱커 신조 시장을 좋게 본다면, 한국조선해양

- 산업자료에서 짚었듯, 2020년은 탱커 톤마일 증가(5.6%), 「선복 증가율 4.3% - 해체율」로, 10년만에 해운 시장의 「수요>공급」 구간이 펼쳐지고, 당사는 탱커의 YoY 2.5배 발주 증가를 전망
- 탱커가 좋다면 한국조선해양을 매수해야 함: 현재 탱커 선단에서 VLCC의 25%, 수에즈막스의 35%를 한국 조선해양이 건조

> LNG선도 강자로써

- LNG선 시장에서도 과거 일반상선 호황기에 아니했던 전력을 쏟고 있음: 2018년 25척으로, S와 D사의 18척을 이겼고
- 2019년도 10월까지 11척 수주에, ExxonMobil 6척, Shell 8척~16척의 LOI에, 모잠비크 Area1의 16척을 S사와 함께 건조하기로 선정되어, 경쟁사를 압도 9척~13척(10월까지)를 또 압도할 전망

> 실적 흑자전환과 신조시장 강세라면, PBR 1.0배 가능하다

- 현대삼호중공업이 3Q에 이미 LNG선 연속건조 효과를 보여주고 있으며, 이는 더 강해지고, 울산으로도 전이될 것으로 예상
- 2년간 쌓아둔 1조원의 총당금에서, 실적 쇼크 리스크도 크지 않음

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	170,000원(유지)
증가(2019/11/29)	120,000원
상승여력	39.3%

Stock Indicator	
자본금	354십억원
발행주식수	7,077만주
시가총액	8,493십억원
외국인지분율	16.9%
52주 주가	93,900~144,500원
60일평균거래량	176,192주
60일평균거래대금	21.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	13.7	8.1	-14.2
상대수익률	-6.0	5.8	4.9	-13.0



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	13,120	14,604	15,302	15,973
영업이익(십억원)	-523	213	537	752
순이익(십억원)	-489	307	224	352
EPS(원)	-7,296	4,331	3,162	4,978
BPS(원)	167,892	172,200	175,361	180,339
PER(배)		27.7	38.0	24.1
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-4.3	2.5	1.8	2.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	10.2	5.4	3.6

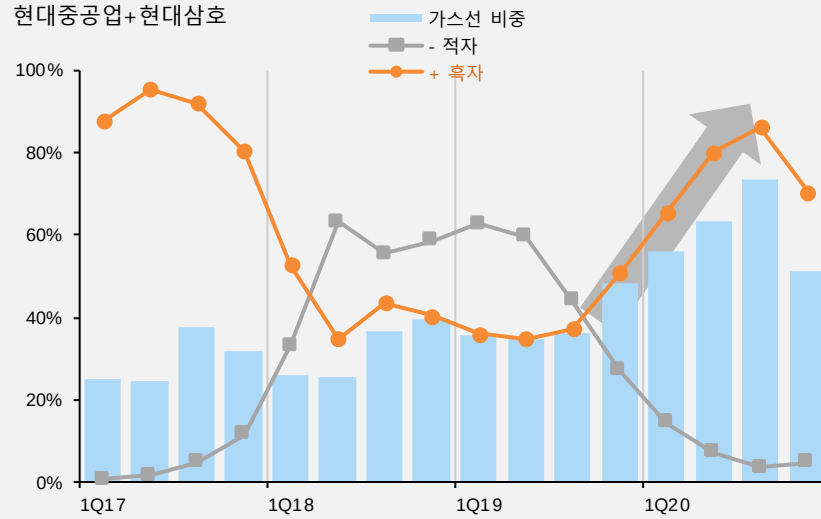
주: K-IFRS 연결 요약재무제표

▶ 3Q에 이미 삼호가 보여준 턱업은, MIX 개선 + 보이지 않는 연속건조 효과

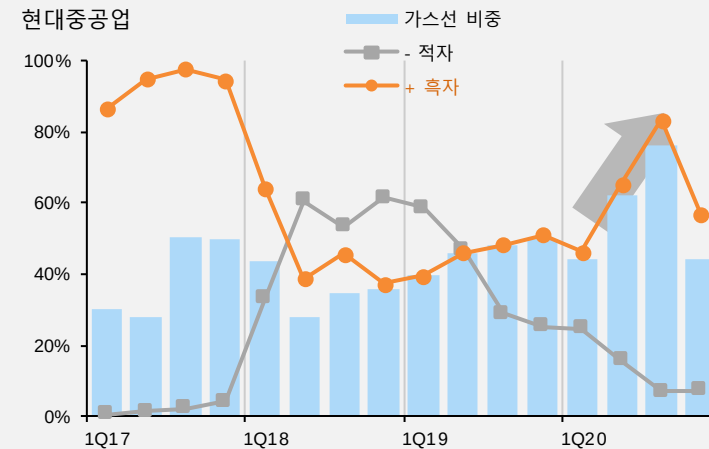
- 현대삼호중공업의 가파른 LNG선 건조 증가가, 전체의 MIX 개선을 견인하며, 현대미포조선도 2020년 하반기부터 개선될 것

3 투자포인트

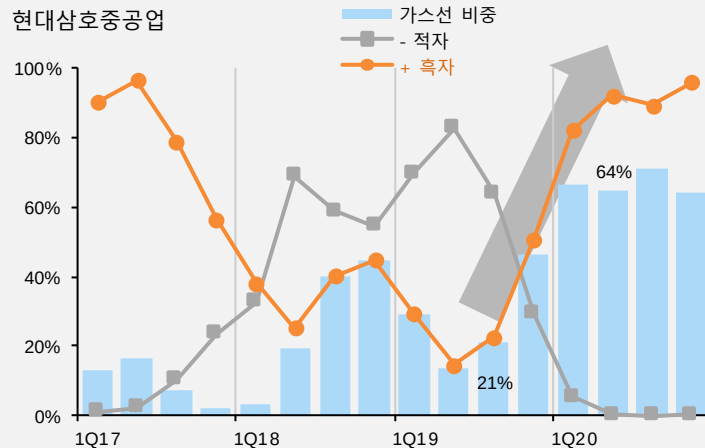
현대중공업+현대삼호



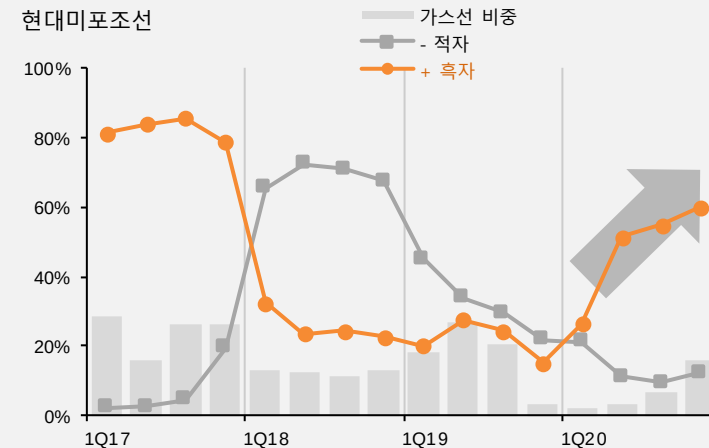
현대중공업



현대삼호중공업



현대미포조선



▶ 2020년 조선3사 탑라인 8% 안팎, 이익률 1.9%p 개선 예상치 제시하지만, 연속 건조 효과에 따라 더 좋을 수도

4 분기 및 연간 실적 예상: 2020년 흑자 턴어라운드 계속

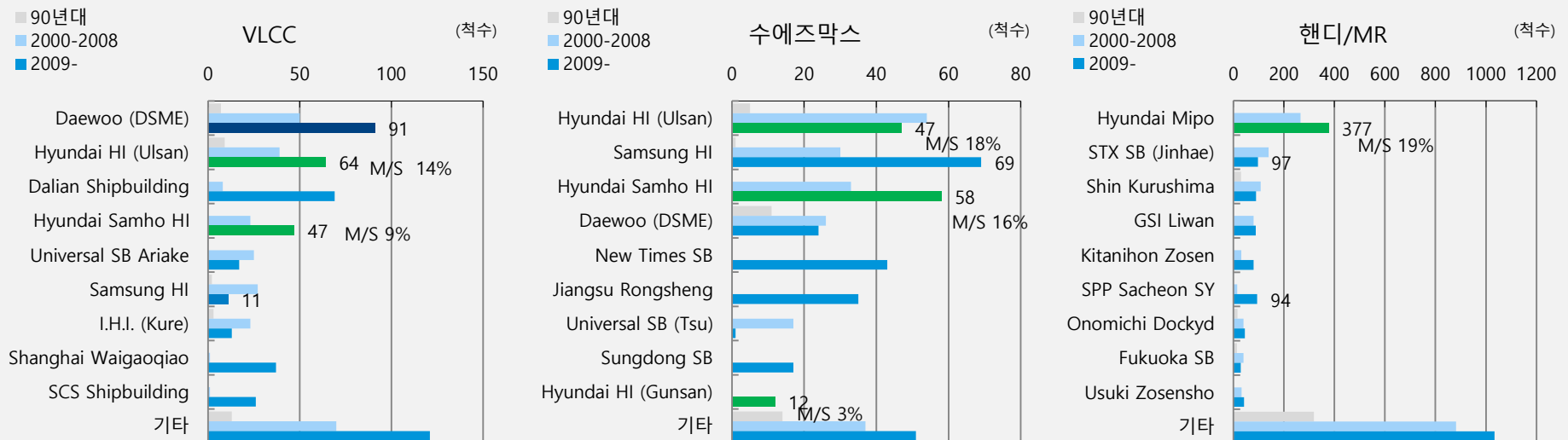
(십억원)

현대중공업	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2014	2015	2016	2017	2018	2019목표	2019	2020	2021
매출액(공표 기준)	3,269	3,929	3,643	3,763	3,762	3,863	3,743	3,934	52,787	46,318	23,713	15,469	13,120		14,604	15,302	15,973
QoQ	-12%	20%	-7%	3%	0%	3%	-3%	5%									
YoY	7%	26%	12%	1%	15%	-2%	3%	5%	-4%	-15%	-55%	-67%	-15%		11%	5%	4%
영업이익	28	62	30	92	102	134	138	163	-3,274	-1,585	355	15	-523		213	537	752
금융/기타영업외	-7	-17	-1	72	-155	-21	-13	-34	184	-238	-428	-64	-373		47	-223	-257
세전사업이익	27	39	29	164	-53	113	125	129	-3,116	-1,860	-74	-27	-854		260	314	494
지배주주순이익	3	188	-2	117	-38	81	89	92	-1,769	-1,350	-168	-172	-489		307	224	352
영업이익률	0.7%	1.6%	0.8%	2.5%	2.7%	3.5%	3.7%	4.1%	-12.5%	-5.5%	1.5%	0.1%	-3.7%		1.4%	3.5%	4.7%
지배주주순이익률	0.1%	4.8%	0.0%	3.1%	-1.0%	2.1%	2.4%	2.3%	-3.4%	-2.9%	-0.7%	-1.1%	-3.7%		2.1%	1.5%	2.2%
EPS(원)	40	2,659	-23	1,655	-530	1,140	1,256	1,296	-23,274	-17,761	-2,207	-3,037	-6,910		4,331	3,162	4,978
BPS	168,020	170,529	170,453	172,200	171,669	172,809	174,065	175,361	199,660	180,744	149,970	196,265	167,892		172,200	175,361	180,339
조선3(연결)																	
매출액	2,775	3,346	3,080	3,202	3,322	3,403	3,295	3,430	16,432	16,673	14,679	9,919	9,634	12,490 G	12,403	13,450	14,074
매출 YoY	29%	44%	38%	10%	20%	2%	7%	7%	-3%	1%	-12%	-32%	-3%	30% YoY	29%	8%	5%
영업이익	-14	90	82	128	114	147	145	166	-1,896	-609	564	52	-769		287	571	707
영업이익률	-0.5%	2.7%	2.7%	4.0%	3.4%	4.3%	4.4%	4.8%	-11.5%	-3.7%	3.8%	0.5%	-8.0%		2.3%	4.2%	5.0%
①본사 조선(역산)																	
매출액	1,297	1,437	1,467	1,443	1,568	1,606	1,555	1,619	9,130	8,584	6,931	4,694	4,611	6,085 G	5,644	6,348	7,007
영업이익	-31	86	51	45	49	66	70	80	-447	-309	199	-62	-506	32% YoY	152	265	358
영업이익률	-2.4%	6.0%	3.5%	3.1%	3.1%	4.1%	4.5%	4.9%	-4.9%	-3.6%	2.9%	-1.3%	-11.0%		2.7%	4.2%	5.1%
②현대삼호중공업																	
매출액	773	911	881	970	992	1,017	984	1,025	3,839	4,504	3,869	2,771	2,620	3,359 G	3,535	4,018	4,015
영업이익	-9	16	46	47	37	41	37	46	-502	-350	172	6	-292	28% YoY	100	161	177
영업이익률	-1.2%	1.7%	5.3%	4.9%	3.7%	4.0%	3.8%	4.5%	-13.1%	-7.8%	4.4%	0.2%	-11.1%		2.8%	4.0%	4.4%
③현대미포조선																	
매출액	705	832	731	789	762	780	756	786	3,317	3,702	3,446	2,453	2,403	3,046 G	3,158	3,084	3,052
영업이익	26	32	24	36	28	40	37	40	-946	50	193	108	71	27% YoY	118	145	172
영업이익률	3.7%	3.8%	3.2%	4.6%	3.7%	5.1%	4.9%	5.1%	-28.5%	1.3%	5.6%	4.4%	3.0%		3.7%	4.7%	5.6%
해양																	
매출액	359	71	78	136	96	98	95	99	4,653	4,466	3,449	2,588	1,297	607 G	645	388	402
영업이익	64	-31	-32	-27	-14	-14	-14	-15	-230	-1,294	150	116	357	-53% YoY	-26	-57	0
영업이익률	17.8%	-43.4%	-41.0%	-19.9%	-14.7%	-14.7%	-14.7%	-14.7%	-4.9%	-29.0%	4.4%	4.5%	27.6%		-4.0%	-14.7%	0.1%
플랜트/스크러버																	
매출액	248	187	196	110	112	99	86	92	2,409	4,186	2,422	1,456	970	508 G	741	389	389
영업이익	-23	-26	-17	-9	1	1	1	1	-1,131	-76	-212	88	-52	-48% YoY	-75	4	4
영업이익률	-9.2%	-13.9%	-8.5%	-8.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-46.9%	-1.8%	-8.7%	6.0%	-5.4%		-10.1%	1.0%	1.0%
엔진																	
매출액	124	118	109	197	130	140	159	194	1,577	1,688	1,888	787	575	1,381 G	548	623	652
영업이익	5	18	21	9	9	12	15	19	-11	67	277	120	22	(총매출 G)	53	55	77
영업이익률	4.1%	15.1%	19.7%	4.3%	7.0%	8.4%	9.1%	9.9%	-0.7%	4.0%	14.6%	15.3%	3.9%		9.6%	8.8%	11.8%

▶ 상선 발주가 재개된다면 한국조선해양

- 2019년의 슬로우한 수주와 주가는, 2018년과 마찬가지로 LNG선만의 발주가 지속되는 가운데, 상선 발주는 오히려 감소했기 때문
- 그러나 산업 자료에서 봤을듯, 2020년 신조 발주는 132백만DWT으로, 특히 탱커 발주 금액은 YoY +140% 증가를 예상
- VLCC 등, 글로벌 탱커 신조시장의 20%~35% M/S를 차지하는 한국조선해양이 단연 탑픽
- 현재 선대(Fleet)에서 한국조선해양(현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선)이 건조한 선박이 VLCC 25%, 수에즈막스 34%, 아프리카막스 16%, MR탱커 등이 19%를 차지
- 탱커 + LNG-Fuel의 조합은, M/S 강화와 수익성 제고로 이어질 것

5 탱커 시장에서 한국조선해양(현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선)은 시장을 과점
: 현재 선대(FLEET)에서 VLCC 25%, 수에즈막스 34%, 아프리카막스 16% 차지, 핸디막스/MR 19%



K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	12,317	14,131	15,287	16,346
현금 및 현금성자산	3,042	4,156	5,278	6,307
단기금융자산	1,290	1,264	1,239	1,214
매출채권	1,551	1,553	1,690	1,787
재고자산	1,009	1,682	1,563	1,469
비유동자산	12,413	12,562	12,772	12,976
유형자산	10,269	10,415	10,613	10,811
무형자산	89	73	61	51
자산총계	24,730	26,693	28,059	29,322
유동부채	9,410	10,929	12,038	12,909
매입채무	1,230	2,632	3,587	4,106
단기차입금	1,929	1,736	1,562	1,562
유동성장기부채	930	930	930	930
비유동부채	2,209	2,292	2,313	2,334
사채	-	-	-	-
장기차입금	781	742	705	670
부채총계	11,619	13,221	14,352	15,243
지배주주지분	11,882	12,187	12,411	12,763
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,483	2,483	2,483
이익잉여금	16,044	16,350	16,574	16,926
기타자본항목	-7,427	-7,429	-7,429	-7,429
비지배주주지분	1,229	1,285	1,297	1,315
자본총계	13,111	13,472	13,707	14,078

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	127	1,777	1,819	1,542
당기순이익	-454	363	236	371
유형자산감가상각비	375	404	402	402
무형자산상각비	20	16	13	10
지분법관련손실(이익)	41	0	-	-
투자활동 현금흐름	-6	716	666	665
유형자산의 처분(취득)	-162	-550	-600	-600
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-206	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	-329	-2,116	-2,094	-1,919
단기금융부채의증감	-	-193	-174	-
장기금융부채의증감	-	-39	-37	-35
자본의증감	1,228	-	-	-
배당금지급	-30	-30	-30	-30
현금및현금성자산의증감	-198	1,114	1,123	1,029
기초현금및현금성자산	3,240	3,042	4,156	5,278
기말현금및현금성자산	3,042	4,156	5,278	6,307

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	13,120	14,604	15,302	15,973
증가율(%)	-15	11	5	4
매출원가	12,763	13,799	14,322	14,761
매출총이익	357	805	980	1,213
판매비와관리비	879	592	443	461
연구개발비	67	74	78	81
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-523	213	537	752
증가율(%)	-3,668	-141	153	40
영업이익률(%)	-4	2	4	5
이자수익	80	101	132	154
이자비용	139	164	142	138
지분법이익(손실)	41	0	-	-
기타영업외손익	-96	664	-235	-296
세전계속사업이익	-854	260	314	494
법인세비용	-209	-103	79	124
세전계속이익률(%)	-7	2	2	3
당기순이익	-454	363	236	371
순이익률(%)	-4	3	2	2
지배주주귀속 순이익	-489	307	224	352
기타포괄이익	-98	-66	-66	-66
총포괄이익	-552	296	169	305
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-7,296	4,331	3,162	4,978
BPS	167,892	172,200	175,361	180,339
CFPS	-1,404	10,270	9,016	10,799
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		28	39	25
PBR	1	1	1	1
PCR	-92	12	14	11
EV/EBITDA	-	11	6	4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4	3	2	3
EBITDA이익률	-1	4	6	7
부채비율	89	98	105	108
순부채비율	-5	-15	-24	-31
매출채권회전율(x)	4	9	9	9
재고자산회전율(x)	14	11	9	11

짧은 백로그, 그래서 주가는 수주에 더 민감할 것

[투자포인트]

> IMO 2020의 최대 수혜라던데 왜? 어게인 2013

- 선주, 브로커 등이 IMO 2020에서 가장 수혜 선종으로 PC선을 자주 언급해옴: 저유황유와 고유황유 동시 사용에 따른 물동량 대비 필요 선복 증가 효과와 터미널의 선박 유류 탱커를 대체할 FSO 때문
- 그럼에도 불구하고, 동사의 2019년 수주도 10월까지 16.7억\$(달성율 47%, YoY -9%)로 약세
- 2020년을 대비한 선제적 투자를 하지 않았더라도, 여럿 전문가들의 전망이 옳다면, 수요 증가에 따른 운임 회복, 그리고 2020년 신조 투자가 늘지 않을까라는 기대할 수 있음
- 현대미포조선이 무려 135척의 PC선을 수주했던, 어게인 2013에 베틱해볼만할 것
- 당장 연말까지도 15억\$의 수주 가능 물량이 있다는 가이드언스여서, 단기 모멘텀도 양호

> LPG 사이클 기대 해봄

- LNG선 사이클에 후행하는 LPG 사이클도 기대할 만함

> 흑자 구조에 PBR 1.1배 타겟 유지

- 2018년 대비 2019년의 OPM이 떨어졌고, 특히 짧은 백로그에 따른 탑라인 불확실이라는 악재도 있지만
- 불황기를 지나고도 흑자기조를 이어가고 있는 동사의 경쟁력은 대단한 것임: 이에 타겟 PB 1.2배를 유지

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	65,000원(유지)
증가(2019/11/29)	45,000원
상승여력	44.4%

Stock Indicator	
자본금	200십억원
발행주식수	3,994만주
시가총액	1,797십억원
외국인지분율	14.6%
52주주가	37,300~66,100원
60일평균거래량	147,850주
60일평균거래대금	6.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	12.1	-6.0	-21.0
상대수익률	0.2	4.1	-9.2	-19.7



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	2,403	3,056	3,084	3,052
영업이익(십억원)	71	116	146	172
순이익(십억원)	85	88	101	120
EPS(원)	2,128	2,195	2,524	3,013
BPS(원)	57,322	58,931	60,756	63,071
PER(배)	28.2	20.5	17.8	14.9
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	3.8	3.8	4.2	4.9
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	17.4	7.7	6.4	5.3

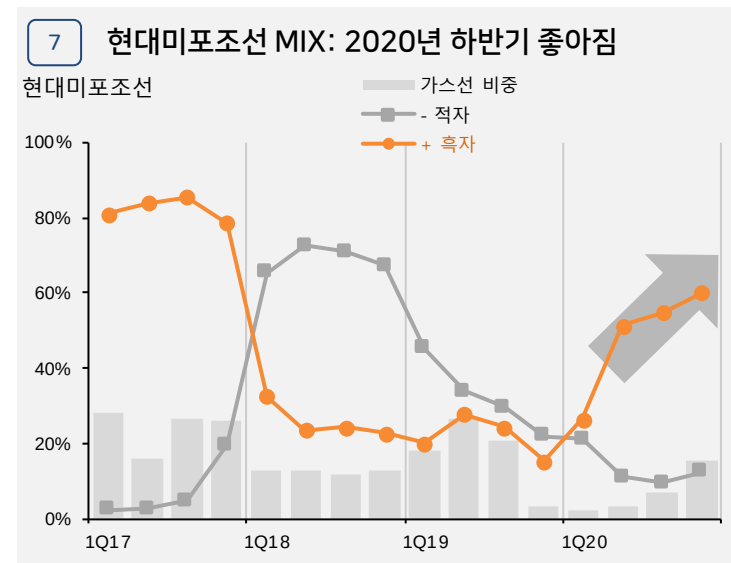
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

▶ MIX는 조선사들 중 상대적으로 늦게 2H20부터 턴업

- 대형조선사들에 비해 늦은 MIX 개선은, BIG3는 LNG선이 바닥을 깔아주면서, 씨리즈 건조도 이미 시작되었기 때문
- 다만, 동사는 시장 과점적 성격으로 불황기 선가 낙폭이 작고 뛰어난 원가 경쟁력으로, 여전히 흑자구조를 띄고 있음
- 2020년 하반기부터 MR 탱커 \$30M 후반대 물량들이 건조될 때 수익성을 지켜보고자 함

▶ 실적에서 단점

- 짧은 백로그로 2020년의 탑라인이 불확실
- 따라서, 더더욱 잔고를 늘리는 수주 재개가 주가에 중요해짐



6 분기 및 연간 실적 예상: 2020년 매출 FLAT으로 제시

현대미포조선	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	(십억원)							
가이던스 매출									2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	705	832	731	789	762	780	756	786	3,967	4,652	4,220	2,453	2,403	3,056	3,084	3,052
QoQ	-3%	18%	-12%	8%	-3%	2%	-3%	4%								
YoY	29%	52%	26%	8%	8%	-6%	3%	0%		17%	-9%	-42%	-2%	27%	28%	0%
영업이익	26	32	24	35	30	40	37	40	-868	67	208	108	71	116	146	172
금융/기타영업외	3	-8	10	6	7	-2	-2	-2	-29	-17	-17	625	47	11	1	3
세전사업이익	29	24	33	41	36	38	35	38	-896	50	191	733	118	127	147	176
지배주주지분 순이익	20	17	24	27	25	26	24	26	-633	38	35	437	85	88	101	120
영업이익률	3.7%	3.8%	3.2%	4.4%	3.9%	5.1%	4.9%	5.1%	-21.9%	1.4%	4.9%	4.4%	3.0%	3.8%	4.7%	5.6%
지배주주순이익률	2.8%	2.1%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	-16.0%	0.8%	0.8%	17.8%	3.5%	2.9%	3.3%	3.9%
EPS(원)	491	437	590	677	631	643	599	651	-31,642	1,910	1,729	21,847	2,128	2,195	2,524	3,013
BPS(원)	57,130	57,625	58,254	58,931	59,563	60,206	60,805	60,757	89,863	83,749	107,123	110,839	57,322	58,931	60,757	63,071

▶ 주가 트리거: 수주

- 2018년에도 2019년에도 목표대비 느린 수주, 연말 수주 몰림 그러나 목표대비 미달의 패턴을 보여옴
- 따라서, 흑자 기초의 동사에게 수주회복, 잔고 반등은 그 어느 때보다 중요한 투자포인트
- MR 탱커의 8%의 낮은 잔고/선대 비율, IMO 2020 하에서 PC선 시장 호황 전망 등으로 기대감은 높아왔지만
- 2013년의 MR 처럼, 2014년의 LPG처럼 예단키 어려운 호황도 2020년에 기대해 봄
- 선주, 브로커, 해운업 전문가들은, IMO 2020 환경 하에서 PC선이 최대 수혜 선종이라고 강조 중

8 어게인 2013~2014: MR탱커 135척!

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	~19.10	2020
수주(척수)	70	78	118	90	5	92	53	73	171	42	59	25	64	71	40	
탱커	28	62	65	38	-	11	16	43	135	18	31	21	51	40	27	??
LPG	-	12	-	-	-	1	2	6	10	18	11	1	-	3	4	??
컨선	42	-	8	-	2	4	9	1	8	2	2	-	-	26	7	
기타	-	4	45	52	3	76	26	23	18	4	15	3	13	2	2	
수주(백만\$)	3,170	3,786	6,331	4,623	124	3,029	2,010	2,964	5,941	1,803	2,790	913	2,324	2,455	1,669	
잔고(척수)	188	204	255	274	216	223	185	169	260	200	164	107	109	128	104	
탱커	105	142	164	162	104	49	41	69	186	141	96	62	77	82	65	
LPG	-	12	12	13	7	4	4	10	16	24	33	24	10	3	6	
컨선	83	46	30	3	4	6	13	9	9	9	6	2	-	26	21	
기타	-	4	49	96	101	164	127	81	49	26	29	19	22	17	12	
잔고(백만\$)	7,356	9,074	12,981	14,360	11,392	9,207	7,668	7,325	9,698	7,573	6,921	4,558	4,260	4,585	3,881	
매출잔고											5,635	2,980	2,824	3,183	2,686	

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,801	2,297	2,571	2,681
현금 및 현금성자산	280	297	326	406
단기금융자산	358	362	365	369
매출채권	84	509	701	677
재고자산	160	163	164	163
비유동자산	1,662	1,648	1,633	1,619
유형자산	1,519	1,501	1,483	1,465
무형자산	3	3	2	2
자산총계	3,464	3,944	4,204	4,301
유동부채	1,076	1,479	1,652	1,638
매입채무	190	661	822	796
단기차입금	242	162	162	162
유동성장기부채	41	41	41	41
비유동부채	70	74	79	85
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	1,147	1,553	1,731	1,723
지배주주지분	2,290	2,354	2,427	2,519
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	1,817	1,876	1,949	2,042
기타자본항목	191	195	195	195
비지배주주지분	28	37	47	58
자본총계	2,317	2,391	2,474	2,578

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	519	91	29	81
당기순이익	121	97	110	132
유형자산감가상각비	46	58	58	58
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-11	483	482	482
유형자산의 처분(취득)	-476	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	270	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-798	-906	-826	-826
단기금융부채의증감	-	-80	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-5	-5
현금및현금성자산의증감	-282	17	28	80
기초현금및현금성자산	562	280	297	326
기말현금및현금성자산	280	297	326	406

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,403	3,056	3,084	3,052
증가율(%)	-2.1	27.2	0.9	-1.1
매출원가	2,232	2,852	2,849	2,791
매출총이익	172	205	235	261
판매비와관리비	101	88	89	88
연구개발비	6	8	8	8
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	71	116	146	172
증가율(%)	-34.3	64	25.7	17.9
영업이익률(%)	3	3.8	4.7	5.6
이자수익	11	11	13	14
이자비용	17	10	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	29	68	-40	-40
세전계속사업이익	118	127	147	176
법인세비용	30	30	37	44
세전계속이익률(%)	4.9	4.2	4.8	5.8
당기순이익	121	97	110	132
순이익률(%)	5	3.2	3.6	4.3
지배주주귀속 순이익	85	88	101	120
기타포괄이익	-9	-10	-10	-10
총포괄이익	112	87	100	122
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	2,128	2,195	2,524	3,013
BPS	57,322	58,931	60,756	63,071
CFPS	3,298	3,663	3,985	4,468
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	28.2	20.3	17.6	14.8
PBR	1	0.8	0.7	0.7
PCR	18.2	12.1	11.2	10
EV/EBITDA	17.4	7.6	6.3	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	3.8	4.2	4.9
EBITDA이익률	4.9	5.7	6.6	7.6
부채비율	49.5	65	70	66.8
순부채비율	-15.3	-19.1	-19.7	-22.2
매출채권회전율(x)	5.1	10.3	5.1	4.4
재고자산회전율(x)	18.8	18.9	18.9	18.7

해양 악재를, 상반기 Bonga와 그 다음 Delfin으로 만회할 것인가

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	9,000원(유지)
종가(2019/11/29)	6,960원
상승여력	29.3%

Stock Indicator

자본금	3,151십억원
발행주식수	63,000만주
시가총액	4,485십억원
외국인지분율	18.5%
52주 주가	6,520~9,450원
60일평균거래량	2,756,471주
60일평균거래대금	21.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.6	-2.2	-7.0	-10.0
상대수익률	-9.4	-10.2	-10.1	-8.7



[투자포인트]

> 2019년 가장 양호한 수주로 마무리, 2020년도 러시아 1.7조원±알파를 깔고 시작

- 2019년을 10월까지 37척, 54억\$를 기록 중인 동사는 11월 러시아 Artic LNG2에서 15.2억\$(5척~6척 추정)을 따내 69억\$로 목표 78억\$의 88%를 달성했고, 연말 옵션 행사 등으로 목표 달성가능
- 러시아 Artic LNG2의 15척을 기술지원 예정이어서, 비슷한 규모의 1.7조원을 2020년에도 깔고 시작

> 해양에 베팅하는 포지션: Bonga, Delfin FLNG 연중으로 기대

- 경쟁사들의 해양 야드는 쉬고 있지만, 동사는 Coral FLNG, Mad Dog2, MJ FPSO로 상대적으로 양호
- 2019년의 Barossa 실주가 아쉽지만, 2020년 상반기 Bonga, 하반기 Delfin FLNG 등의 POOL을 가지고 기대할 만함
- 특히 Delfin LNG-FLSO 시리즈 3척은, 과거 Prelude FLNG와 같은 상징적인 프로젝트가 될 것

> 해양에서 더 이상 손실은 과하게는 없다, 6년만의 흑자전환 가능 = 타겟 PBR 1.0배

- 5년 연속 적자이며, 2019년에도 드릴쉽 계약 취소 등으로 손실 규모가 컸다는 점이 아쉬움
- 따라서, 더더욱 동사의 흑자전환은 주가에 더 큰 모멘텀이 될 것으로 기대
- 선포 MIX 개선 기울기가 가장 가파르며, LNG선 연속 건조 효과도 기대해볼 수 있음

FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	5,265	7,091	7,767	7,702
영업이익(십억원)	-409	-403	223	284
순이익(십억원)	-388	-995	186	147
EPS(원)	-693	-1,579	295	234
BPS(원)	10,694	9,249	9,543	9,777
PER(배)			23.9	30.1
PBR(배)	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	-6.2	-15.8	3.1	2.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	9.4	8.2

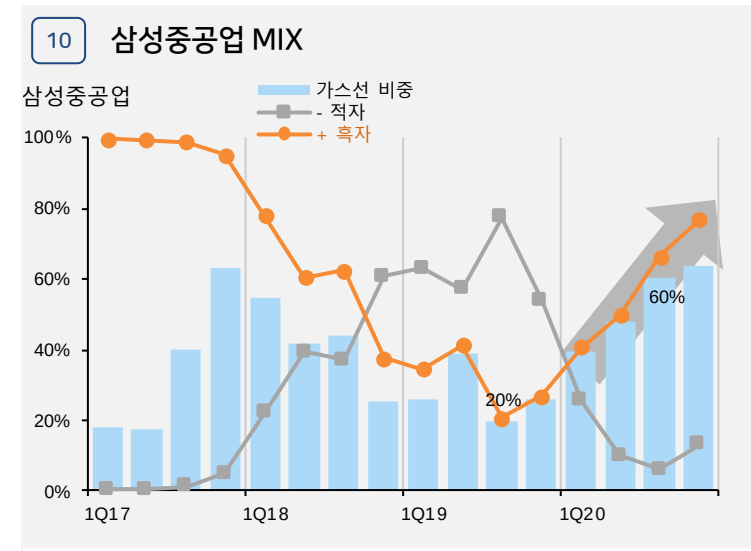
주: K-IFRS 연결 요약재무제표

▶ 2019년 흑자전환 예상에서 리스크

- (일회성 제거) 영업이익률이 개선되다가, 2019년 추가 투입인력들 중 미숙련공들의 적응 필요로 회복 기울기가 밋밋해진 점이 안타까움
- 다만, 이들의 생산성 발휘 시점을 예측하기 어려우며, 추가로 인력 투입이 계속되면서 비슷한 현상이 이어질 수도 있음
- 또한, 드릴쉽 5기를 모두 취소해서, 더 이상 대규모 손실은 없겠지만, 매년 재고자산 평가손실이 추가될 수 있다는 점을 염두에 둬야

▶ 조선사들 중 MIX 개선 기울기가 가장 가파르다는 매력

- 동사의 2020년 MIX와 LNG선 매출 비중 기울기가 가장 가팔라서, 실적 턴어라운드를 가장 잘 시현할 것으로 기대
- 또한 2020년 건조가 늘어나는 LNG선들에서 연속 건조 효과가 얼마나 나타나는지에 따라, 어닝 서프라이즈도 기대 가능



9 분기 및 연간 실적 예상: 2020년 흑자 전환으로 예상치 제시

									(십억원)							
삼성중공업	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
가이드스 매출													가이드스: 5,500	7,100		
매출액	1,457	1,770	1,965	1,899	1,919	1,965	1,903	1,980	12,879	9,714	10,414	7,901	5,265	7,091	7,767	7,702
QoQ	7%	21%	11%	-3%	1%	2%	-3%	4%								
YoY	17%	31%	50%	39%	32%	11%	-3%	4%			7%	-24%	-33%	35%	10%	-1%
영업이익	-33	-56	-312	-1	11	49	70	93	183	-1,502	-147	-524	-409	-403	223	284
금융/기타영업외	-35	-266	-276	-1	6	7	7	7	7	41	79	61	-88	-577	28	-79
세전사업이익	-69	-322	-588	-2	17	55	77	101	190	-1,462	-69	-464	-498	-980	250	204
지배주주 순이익	-99	-314	-580	-3	13	42	59	72	149	-1,205	-121	-339	-388	-995	186	147
영업이익률	-2.3%	-3.2%	-15.9%	-0.1%	0.6%	2.5%	3.7%	4.7%	1.4%	-15.5%	-1.4%	-6.6%	-7.8%	-5.7%	2.9%	3.7%
순이익률	-7.0%	-17.5%	-29.7%	-0.1%	0.7%	2.1%	3.0%	3.8%	1.1%	-12.5%	-1.3%	-4.3%	-7.4%	-14.1%	2.4%	1.9%
EPS(원)	-157	-498	-921	-4	20	67	93	114	646	-5,218	-311	-868	-616	-1,579	295	234
BPS(원)	10,575	10,068	9,258	9,249	9,269	9,336	9,430	9,543	23,973	18,344	16,058	14,841	10,694	9,249	9,543	9,777

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,405	7,307	7,999	8,185
현금 및 현금성자산	946	720	1,156	1,323
단기금융자산	492	487	482	477
매출채권	621	395	452	451
재고자산	1,482	1,817	1,990	1,974
비유동자산	6,877	7,152	7,360	7,521
유형자산	5,882	6,075	6,257	6,429
무형자산	59	34	19	11
자산총계	14,283	14,459	15,360	15,706
유동부채	6,267	7,355	8,066	8,260
매입채무	636	830	929	928
단기차입금	1,448	1,148	1,148	1,148
유동성장기부채	836	836	836	836
비유동부채	1,269	1,271	1,273	1,275
사채	85	85	85	85
장기차입금	546	546	546	546
부채총계	7,537	8,626	9,339	9,536
지배주주지분	6,738	5,828	6,013	6,161
자본금	3,151	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	1,797	1,797	1,797	1,797
이익잉여금	2,800	1,805	1,991	2,138
기타자본항목	-1,009	-925	-925	-925
비지배주주지분	8	5	7	9
자본총계	6,746	5,833	6,021	6,170

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	166	158	546	234
당기순이익	-388	-998	188	149
유형자산감가상각비	256	327	338	348
무형자산상각비	39	25	14	8
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-
투자활동 현금흐름	369	-516	-507	-502
유형자산의 처분(취득)	3	-520	-520	-520
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	0	-14	-5	1
재무활동 현금흐름	50	-300	-	-
단기금융부채의 증감	-2,126	-300	-	-
장기금융부채의 증감	784	-	-	-
자본의 증감	1,392	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의 증감	592	-226	436	168
기초현금및현금성자산	354	946	720	1,156
기말현금및현금성자산	946	720	1,156	1,323

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,265	7,091	7,767	7,702
증가율(%)	-33.4	34.7	9.5	-0.8
매출원가	5,269	6,757	6,707	6,588
매출총이익	-4	334	1,060	1,113
판매비와관리비	405	737	837	830
연구개발비	48	65	71	70
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-409	-403	223	284
증가율(%)	-21.9	-1.5	-155.2	27.4
영업이익률(%)	-7.8	-5.7	2.9	3.7
이자수익	21	30	22	33
이자비용	123	122	97	96
지분법이익(손실)	0	-	-	-
기타영업외손익	26	-331	120	-
세전계속사업이익	-498	-980	250	204
법인세비용	-109	18	63	55
세전계속이익률(%)	-9.5	-13.8	3.2	2.7
당기순이익	-388	-998	188	149
순이익률(%)	-7.4	-14.1	2.4	1.9
지배주주귀속 순이익	-388	-995	186	147
기타포괄이익	-26	-26	-26	-26
총포괄이익	-414	-1,023	162	124
지배주주귀속 총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-693	-1,579	295	234
BPS	10,694	9,249	9,543	9,777
CFPS	-166	-1,021	854	800
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	-	-	23.9	30.1
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7
PCR	-44.6	-6.9	8.2	8.8
EV/EBITDA	-	-	9.4	8.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-6.2	-15.8	3.1	2.4
EBITDA이익률	-2.2	-0.7	7.4	8.3
부채비율	111.7	147.9	155.1	154.6
순부채비율	21.9	24.1	16.2	13.2
매출채권회전율(x)	2.5	14	18.3	17.1
재고자산회전율(x)	3.9	4.3	4.1	3.9

LNG-Fuel 수혜주로 편입

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	15,000원(유지)
종가(2019/11/29)	9,830원
상승여력	52.6%

Stock Indicator

자본금	14십억원
발행주식수	2,860만주
시가총액	281십억원
외국인지분율	20.7%
52주 주가	8,690~12,750원
60일평균거래량	81,750주
60일평균거래대금	0.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	-3.6	-8.1	-10.2
상대수익률	2.1	-9.2	0.3	-1.2



[투자포인트]

> 2년전 대비 (완전히) 수주, 매출 회복과 흑자전환에도, 주가는 제자리

- 피팅의 수주는 2017년을 바닥으로 2년째 회복에 성공했고, 동사는 올해 BEP 이상 매출로 흑자전환도 성공
- 그러나 주가는 2018년 반등을 2019년 반납해, 2017년 수준으로 돌아감: 옳지 않음

> 스테인레스 재질 수주 비중이 확연히 증가: 가스~가스~가스

- 3분기 실적은 QoQ -39% 감익에, OPM도 2.8%(-1.6%p)를 기록해서 실망: 종속사 화진피에프의 부진 등
- 그러나 최근 수주들에서 카본 비중이 기존 55%에서 45%로 떨어지고, 스테인레스 비중이 10%p 개선
- 매출보다, 재질 비중[알로이 > SUS >> 카본]이 수익성을 결정: 4Q19와 2020년 초반 수익성 개선 기대
- 이러한 재질 변화는, LNG선, LNG 터미널 등, 천연가스 관련 프로젝트들 증가 때문이며, 지속 가능할 것

> LNG-Fuel 상선에, 피팅 2억~3억원 소요: IMO 2020의 수혜주로 편입

- 여태 IMO2020 수혜주로 얘기치 않았는데, 동사도 LNG-Fuel 확산의 수혜주로 추천 가능
- LNG선에 5~6억원의 피팅이 필요한데, LNG-Fuel 선박에도 2억원 안팎이 필요한 것으로 안내
- 따라서, 작년 60척의 LNG선에서 300억원~360억원의 피팅 수요가 만들어진 것처럼, 향후 연간 50척의 LNG-Fuel 선박에서 100억원이 더해지고, 이는 스테인레스 재질로 마진도 아주 좋음

FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	170	199	221	259
영업이익(십억원)	-15	6	12	18
순이익(십억원)	-8	7	8	11
EPS(원)	-291	230	266	391
BPS(원)	15,246	15,395	15,563	15,857
PER(배)		43.3	37.3	25.4
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	-1.9	1.5	1.7	2.5
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	-	25.6	17.3	13.8

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

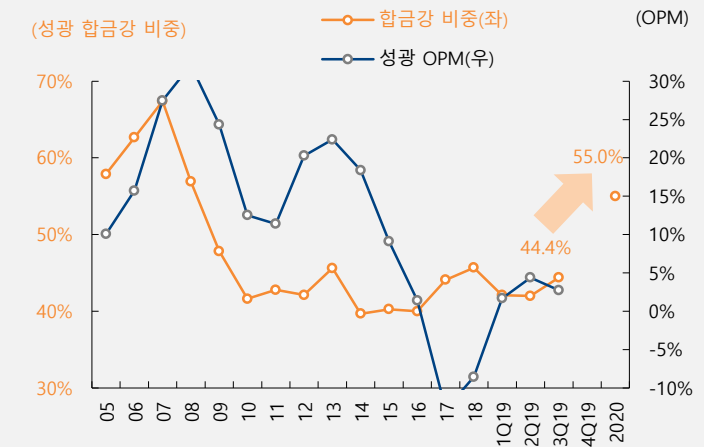
▶ 3Q19 수익성 하강은.. 아쉽지만

- 3분기는 자회사 화진피에프의 매출 감소에 따른 적자폭 확대, 조업일수 감소 등으로, 영업이익이 전분기대비 -39%로 부진, 그러나

▶ 최근 스테인레스 수주 비중이 매출 비중을 상회: 가스가스가스

- 동사의 3Q는 부진했지만, 최근 수주 재질에서 스테인레스와 합금강 비중이 50% 중반으로 늘: 3Q19 매출 비중은 45%
- 이는 주로 스테인레스가 주도하고 있는데, LNG선과 북미 등 LNG 액화터미널에서의 수요 증가 때문
- 스테인레스와 합금강의 수익성이 카본을 크게 상회해, 비중 증가는, 최근까지의 수주 증가에 따른 고정 비효과와 함께 수익성 개선으로 이어질 것

12 성광벤드의 스테인레스+알로이 매출 비중



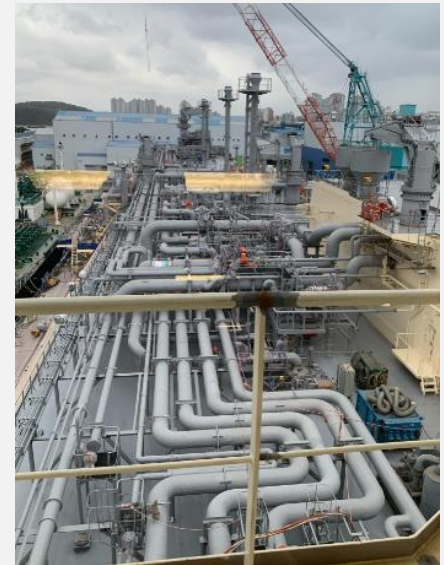
11 분기 및 연간 실적 예상: 2019년 흑자전환 성공, 2020년 흑자폭 확대

성광벤드	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	(억원)							
매출액	506	506	493	488	509	559	558	581	2,920	2,499	2,031	1,457	1,699	1,992	2,206	2,590
영업이익	9	22	14	15	33	31	36	18	537	228	29	-186	-145	60	119	179
금융/기타영업외	11	14	17	-5	-1	-2	-2	-2	37	37	32	-57	42	36	-6	-13
세전사업이익	19	36	31	10	33	30	35	16	574	265	61	-243	-103	96	113	166
순이익	12	28	19	7	22	20	23	11	441	195	46	-163	-83	66	76	112
지배주주순이익	12	28	19	7	22	20	23	11	438	195	46	-163	-83	66	76	112
영업이익률	1.7%	4.4%	2.8%	3.2%	6.6%	5.6%	6.5%	3.1%	18.4%	9.1%	1.4%	-12.8%	-8.5%	3.0%	5.4%	6.9%
지배주주순이익률	2.4%	5.5%	3.8%	1.4%	4.3%	3.6%	4.2%	1.9%	15.0%	7.8%	2.2%	-11.2%	-4.9%	3.3%	3.5%	4.3%
EPS(원)	43	98	66	24	76	70	82	38	1,533	680	159	-571	-291	230	266	391
BPS(원)	15,208	15,305	15,370	15,395	15,471	15,541	15,623	15,563	15,806	16,277	16,401	15,747	15,246	15,395	15,563	15,857
수주	456	502	541	550	615	615	615	615	2,579	2,377	1,689	1,722	1,944	2,049	2,462	2,574

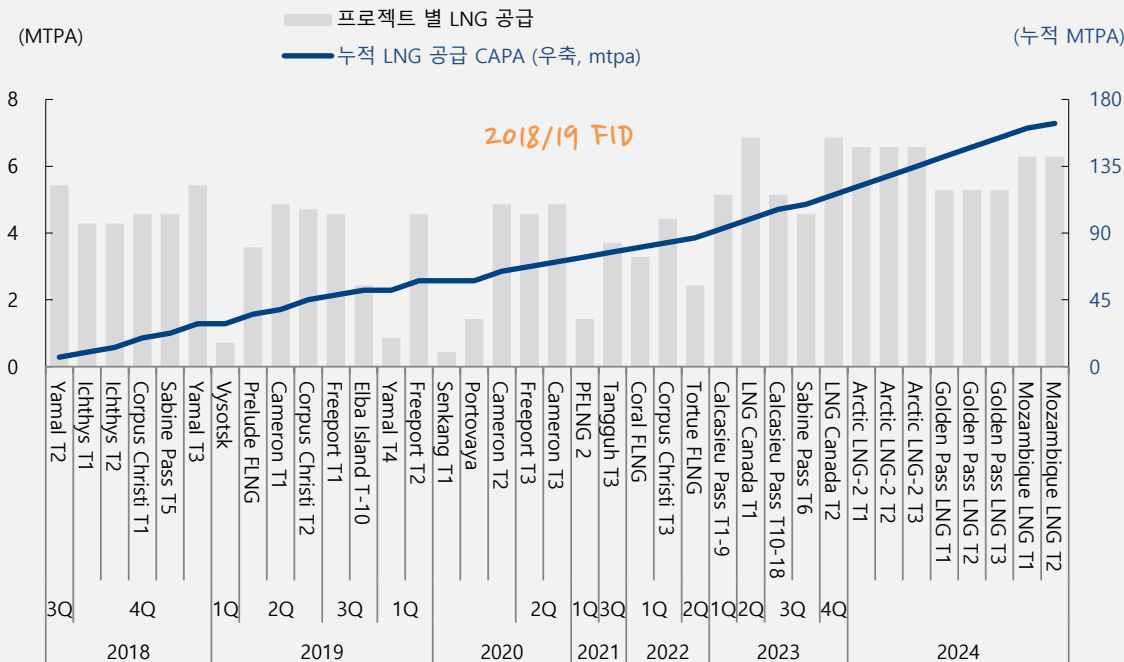
▶ 글로벌 LNG 터미널 증설, LNG선 발주 증가, 그리고 LNG-Fuel까지 스테인레스 강세 구도 지속 전망

- 동사는 Shell의 LNG CANADA 피팅을 따내면서 스테인레스 비중 증가에 한 몫: 향후 대우건설이 수주한 나이지리아 NLNG도, 한국 건설사로부터의 직수주가 가능
- 더하여, 1) 카타르 NFE 등 다수의 LNG 액화 터미널에서 당분간 스테인레스 비중은 강세 전망
- 더구나, 한국EPC의 직접 수주가 없는 LNG 터미널의 경우라도, 라이벌 이태리 피팅업체들은 스테인레스 피팅 캐파가 작아, 한국 피팅업의 수혜가 기대되는 대목
- 2) 조선사들의 2018년 LNG선 수주 증가에 따라, 매년 300억원 이상의 피팅 수요가 만들어지며, 해양 공백을 일부 상쇄 중이며, 2020년 LNG선 100척 수주에서 동사와 경쟁사 수혜는 지속 전망
- 3) 여기에 LNG-Fuel 선박이 늘어난다면, 여기서 적당 1억원~2억원 안팎의 피팅 수요가 추가로 생김

14 LNG선 위의 파이프와 피팅들



13 LNG 수출 프로젝트별 가동시점: 이 프로젝트들에서 다수 스테인레스 피팅이 발주



15 Saipem과 대우건설이 수주한 나이지리아 NLNG7 터미널



K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	241	273	293	328
현금 및 현금성자산	34	56	53	52
단기금융자산	25	25	24	24
매출채권	51	50	58	68
재고자산	126	138	153	180
비유동자산	259	266	272	279
유형자산	252	258	264	270
무형자산	1	1	1	1
자산총계	500	539	565	607
유동부채	32	47	50	86
매입채무	18	15	18	23
단기차입금	3	23	23	53
유동성장기부채	2	2	2	2
비유동부채	32	51	70	67
사채	-	-	-	-
장기차입금	18	37	55	52
부채총계	64	99	120	153
지배주주지분	436	440	445	454
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	4	4	4	4
이익잉여금	432	436	440	449
기타자본항목	-14	-14	-14	-14
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	436	440	445	454

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-23	-6	-9	-16
당기순이익	-8	7	8	11
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	18	-11	-11	-12
유형자산의 처분(취득)	-6	-10	-11	-11
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	1	36	15	24
단기금융부채의 증감	4	20	-	30
장기금융부채의 증감	-	19	18	-3
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-3	22	-3	-2
기초현금및현금성자산	37	34	56	53
기말현금및현금성자산	34	56	53	52

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	170	199	221	259
증가율(%)	16.6	17.2	10.7	17.4
매출원가	155	164	176	203
매출총이익	15	36	45	56
판매비와관리비	29	30	33	38
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-15	6	12	18
증가율(%)	-22.2	-141.2	99.1	50.6
영업이익률(%)	-8.5	3	5.4	6.9
이자수익	1	-	-	-
이자비용	0	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	4	4	-	-
세전계속사업이익	-10	10	11	17
법인세비용	-2	3	4	5
세전계속이익률(%)	-6.1	4.8	5.1	6.4
당기순이익	-8	7	8	11
순이익률(%)	-4.9	3.3	3.5	4.3
지배주주귀속 순이익	-8	7	8	11
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	-11	4	5	9
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-291	230	266	391
BPS	15,246	15,395	15,563	15,857
CFPS	-168	383	431	568
DPS	100	100	100	100
Valuation(배)				
PER		43.3	37.3	25.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	-68	25.9	23	17.5
EV/EBITDA	-	25.6	17.3	13.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-1.9	1.5	1.7	2.5
EBITDA이익률	-6.5	5.2	7.5	8.9
부채비율	14.6	22.4	27	33.8
순부채비율	-8.3	-4.2	0.6	7
매출채권회전율(x)	3.4	3.9	4.1	4.1
재고자산회전율(x)	1.4	1.5	1.5	1.6

2020년 실적 성장 앞두고, LNG선 수주도 연말 쏟아질 것

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	14,000원(유지)
종가(2019/11/29)	9,980원
상승여력	40.3%

Stock Indicator

자본금	14십억원
발행주식수	2,698만주
시가총액	269십억원
외국인지분율	6.9%
52주 주가	7,180~10,950원
60일평균거래량	310,816주
60일평균거래대금	3.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	30.6	9.3	14.3
상대수익률	-0.7	25.1	17.8	23.3



[투자포인트]

> 3Q19의 6%가 정상마진일까?

- 상반기 환입과, 중국 후동중화 고마진 물량으로 OPM 15%대 → 3Q 일회성 없이 OPM 6.0%
- 그러나 4Q19부터 보냉재 납품이 늘어, 상반기 80억원대의 영업이익으로 회귀 가능: 13.5% OPM 예상

> 2020년이 본 게임

- 2019년 8~9개 보냉재에서, 2020년 18개로 2배 성장: 이에 따라 동사 2020년 영업이익 80% 증익 예상치 제시 중
- 400억원 전환사채 발행에 따른 희석 -11%에도 목표주가 유지: BPS 증가 x ROE 하향에도, 적정주가는 14,000원 안팎 그대로이며, 오히려 재무구조 개선과 CAPA. 투자가 더 중요

> 주가는 연말~연초 쏟아질 대규모 LNG선이 결정할 것

- 주가는, 조선업의 LNG선 수주 타이밍 등 전망에 따라 크게 움직임
- 당사는 12월 LNG선 옵션과, Shell LNG선 등의 연내 발주, 카타르 Slot Reservation 등의 이벤트에 베팅 하자는 투자의견 제시
- 2020년 사상최대 100여척 LNG선도, 2020년 주가 릴레이팅을 예상하는 이유

FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	188	224	401	477
영업이익(십억원)	-9	28	50	62
순이익(십억원)	-12	15	35	43
EPS(원)	-453	567	1,289	1,596
BPS(원)	2,740	3,308	4,597	6,193
PER(배)		18.1	8.0	6.4
PBR(배)	2.8	3.1	2.2	1.7
ROE(%)	-15.3	18.7	32.6	29.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	9.2	5.8	4.3

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

▶ 3Q19 수익성 하강은, 상반기 역기저 때문

- 상반기 80억원대, 15%대의 영업이익과 OPM을 기록하던 동사는 3Q 36억원(OPM 6.0%)으로 부진: 그러나 1Q는 2018년 총당금에서 환입, 2Q는 후동중화 고수익성 물량 납품에 따른 기저효과
- 대신 동사는 4Q에 보냉재 납품이 몰려 있어, 매출 증가와 함께 상반기 수주의 영업이익이 가능할 것으로 예상: OPM은 13% 안팎

▶ 4Q19 OPM이 나침반 → 2020년 본 게임

- 올해 8~9개의 보냉재를 납품하는 동사는, 최근의 전환사채 발행 자원 등으로 CAPA 증설을 진행 중: 연간 캐파 12개 → 20개로
- 증설은 이미 물량 약속이 되었을 것이기 때문에 진행하는 것으로 추정됨: 2020년 18개 물량 소항
- 아무튼 2020년 보냉재 납품은 거의 2배 늘고, 이에 따른 정확한 OPM을 추정하기 어렵지만, 당사는 공격적인 13% 안팎의 OPM으로 2020년의 증익 예상치를 제시 중: 4Q19 물량이 많을 때의 OPM이 나침반이 될 듯

16 분기 및 연간 실적 예상: 2020년 보냉재 매출과 이익 +80% 성장 예상

									(억원)							
동성화인텍	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	512	523	608	597	810	952	992	1,252	4,208	3,459	3,350	2,310	1,881	2,241	4,006	4,770
영업이익	81	80	36	78	87	116	124	169	255	204	133	-252	-85	275	497	624
금융/기타영업외	-7	-64	-22	-12	-18	-18	-18	-18	-55	-30	-8	-65	-6	-105	-71	-70
세전사업이익	74	16	14	66	69	99	107	152	199	174	125	-317	-92	170	426	553
지배주주순이익	74	11	12	56	53	82	89	123	235	142	98	-309	-122	153	348	431
영업이익률	15.8%	15.2%	6.0%	13.1%	10.7%	12.2%	12.5%	13.5%	6.1%	5.9%	4.0%	-10.9%	-4.5%	12.3%	12.4%	13.1%
지배주주순이익률	14.5%	2.1%	2.0%	9.4%	6.5%	8.7%	9.0%	9.9%	5.6%	4.1%	2.9%	-13.4%	-6.5%	6.8%	8.7%	9.0%
EPS(원)	275	40	44	208	196	306	330	457	871	525	362	-1,147	-453	567	1,289	1,596
BPS(원)	3,017	3,056	3,099	3,307	3,503	3,808	4,138	4,596	3,816	4,200	4,432	3,199	2,740	3,307	4,596	6,191
MSI(LNG) 매출	447	464	543	535	749	880	925	1,190	3,952	3,261	3,095	2,024	1,582	1,988	3,743	4,496
YoY												-35%	-22%	26%	88%	20%
영업이익(e)	82	73	33	76	84	110	121	167		192	105	-275	-106	264	483	610
영업이익률	18.4%	15.7%	6.1%	14.1%	11.3%	12.5%	13.1%	14.1%		5.9%	3.4%	-13.6%	-6.7%	13.3%	12.9%	13.6%

▶ 전환사채 400억원 발행에 따른 VALUATION: 목표주가 유지

- 전환사채 400억원 발행(주식수 27백만주 → 30.4백만주)으로 EPS에서 -11% 희석 요인: ROE는 2020년 -27%, 2021년 -22% 낮아지지만, BPS는 각각 +17%, +10% 증가 요인
- 동일한 COE 6%에서 적정주가가 기존 14,300원에서, 13,700원으로 낮아지지만, 기존 목표주가 14,000원을 유지
- 오히려 유상증자를 통해, 동사의 900억원의 순차입금을 낮추는 재무구조 개선도 의미 있으며, 2020년의 실적에 결정되는 ROE가 더 중요

17 CB 발행을 반영한 VALUATION TABLE: 적정주가 비슷

계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
주식수(백만주)	27	27	27	27	27	27	27	27	27
↓									
주식수(CB 모두 전환 가정)	27	27	27	27	27	30	30	30	30
EPS	871	525	362	-1,147	-453	567	1,289	1,596	1,563
↓									
EPS(CB 모두 전환 가정)	871	525	362	-1,147	-453	543	1,143	1,415	1,386
BPS	3,816	4,200	4,432	3,199	2,740	3,307	4,596	6,191	7,754
↓									
BPS(CB 모두 전환 가정)	3,816	4,200	4,432	3,199	2,740	4,248	5,392	6,807	8,193
PBR(고)	3.5	2.1	1.6	2.6	3.4	3.5			
PBR	2.8	1.6	1.3	1.9	2.7	2.4			
PBR(저)	2.0	1.1	0.8	1.5	1.9	2.3			
ROE	25.1%	25.0%	7.7%	-31.3%	-12.5%	18.7%	32.6%	29.6%	22.4%
ROE(CB 모두 전환 가정)	25.1%	25.0%	7.7%	-31.3%	-12.5%	15.1%	23.7%	23.2%	18.5%
적용ROE	25%	16%	8%		8.7%	19.4%	23.5%	20.8%	18.5%
↳ FWD 2년	2Y	0~1Y	0Y		0~2Y	0~1Y	0~1Y		
COE(고)	7.1%	8.0%	-7.4%	-8.5%	2.6%	5.6%			
COE(평)	9.0%	10.4%	-9.2%	-11.5%	3.3%	8.0%			
적용ROE: 2020-2021					8.7%	19.4%	23.5%		
적용COE: TRL 참조					4.2%	6.0%	7.0%		
Target PBR					2.1	3.2	3.4		
적정주가						13,728	18,071		
목표주가						14,000			
증가(11.28)						10,250			
상승여력						37%			

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	84	100	164	225
현금 및 현금성자산	15	14	12	55
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	19	36	67	69
재고자산	45	45	80	95
비유동자산	121	126	132	137
유형자산	115	120	124	128
무형자산	1	0	0	0
자산총계	205	226	297	362
유동부채	116	122	157	179
매입채무	16	21	56	68
단기차입금	31	31	31	41
유동성장기부채	51	51	51	51
비유동부채	15	15	15	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	4	4	4
부채총계	131	137	173	195
지배주주지분	74	89	124	167
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	43	43	43	43
이익잉여금	20	35	70	113
기타자본항목	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	74	89	124	167

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	18	13	13	47
당기순이익	-10	15	35	43
유형자산감가상각비	6	10	11	11
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	1	-16	-18	-17
유형자산의 처분(취득)	-3	-15	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	1	0	-2	-1
재무활동 현금흐름	-19	0	0	10
단기금융부채의증감	-9	-	-	10
장기금융부채의증감	-9	0	0	0
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	0	0	-2	43
기초현금및현금성자산	14	15	14	12
기말현금및현금성자산	15	14	12	55

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	188	224	401	477
증가율(%)	-18.5	19.1	78.8	19.1
매출원가	175	177	316	373
매출총이익	13	47	85	104
판매비와관리비	22	20	35	42
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-9	28	50	62
증가율(%)	-66.2	-423	80.4	25.5
영업이익률(%)	-4.5	12.3	12.4	13.1
이자수익	0	0	0	1
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	-8	-5	-5
세전계속사업이익	-9	17	43	55
법인세비용	1	2	8	12
세전계속이익률(%)	-4.9	7.6	10.6	11.6
당기순이익	-10	15	35	43
순이익률(%)	-5.3	6.8	8.7	9
지배주주귀속 순이익	-12	15	35	43
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	-10	15	35	43
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-453	567	1,289	1,596
BPS	2,740	3,308	4,597	6,193
CFPS	-213	954	1,691	2,014
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		18.1	8	6.4
PBR	2.8	3.1	2.2	1.7
PCR	-36.2	10.7	6.1	5.1
EV/EBITDA	-	9.2	5.8	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-15.3	18.7	32.6	29.6
EBITDA이익률	-1.1	17	15.1	15.4
부채비율	177.4	153.3	139.2	116.9
순부채비율	96.8	80.4	59.4	24.4
매출채권회전율(x)	5.5	8.1	7.8	7
재고자산회전율(x)	5.1	5	6.4	5.4

소형LNG선과 LNGBV로 학습하고, 곧 LNG-Fuel 연료 탱커도

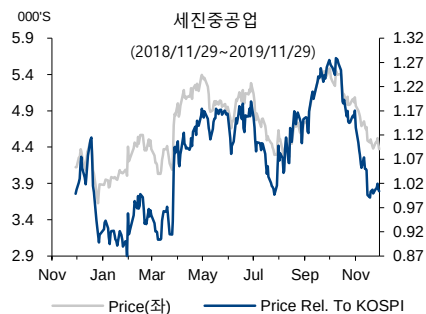
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	7,000원(유지)
종가(2019/11/29)	4,365원
상승여력	60.4%

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	3,837만주
시가총액	167십억원
외국인지분율	1.0%
52주주가	3,620~5,480원
60일평균거래량	123,784주
60일평균거래대금	0.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.7	-4.1	-10.9	-0.8
상대수익률	-9.9	-9.6	-2.5	8.2



[투자포인트]

> 3Q19 부진은, 국내 플랜트 모듈 매출 지연

- 3Q는 국내 플랜트 모듈 매출 지연에 따라 부진했지만, 연간 매출 가이드스 2,700억원 초과달성과 증익으로 2019년을 잘 마무리 중

> 동사 실적의 트리거, LPG 발주 회복 기대 & LNGBV

- 10월까지 현대중공업 그룹은 VLGC 7척, 중형LPG선 4척을 수주하며, 2018년의 12척, 3척 추세 유지: 그 리고 LNG선 발주랠리에 후행해, 장차 LPG 발주 전망도 밝음
- 고마진의 LPG 탱커 다음으로, 미포의 소형 LNG선의 Type-C 탱커를 수주해 첫 제작 중이고,
- 현대미포조선이 Shell-대한해운으로부터 수주한 LNGBV의 18k-CBM은, 올해초 미포의 소형LNG선에 이 어 두 번째 Type-C 탱커 학습이 될 것

> LNG선과 LNGBV 다음 → LNG연료탱커 담당 소식이 들려온다면 강력한 투자모멘텀이 될 것

- 그리고, 한국조선해양이 올해 수주한 EPS 15,000-TEU, 현대제철과 포스코 벌크선, LOI 상태인 Shell VLCC 등에서 다수의 Type-C 연료탱커 아웃소싱이 필요한데, 동사가 가장 유력한 후보인 것으로 판단
- 이는 향후 동사의 수익성 레벨을 결정하는 대단히 중요한 투자포인트가 될 것

FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	218	303	321	356
영업이익(십억원)	8	14	21	23
순이익(십억원)	2	7	13	15
EPS(원)	46	189	330	387
BPS(원)	4,048	4,218	4,527	4,894
PER(배)	84.3	23.6	13.5	11.5
PBR(배)	1.0	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	1.1	4.6	7.5	8.2
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	17.8	13.6	10.5	9.6

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

▶ 3Q19 수익성 하강은, 매출 이연 때문

- 3Q19 매출 709억원(YoY 15%, QoQ -22%), 영업이익 23억원(-35%, -53%), 지배주주순이익 19억원(-31%, -1%)으로 부진: 국내 육상플랜트 모듈 매출 이연
- 4Q의 이연 매출 반영 등으로, 매출은 목표 및 가이드نس 2,700억원을 초과달성 유력: 동사의 수익성과 영업이익은 2017년을 바닥으로 회복 2년 차

▶ 2020년 전망: 소폭 성장세 반영 & LNG-Fuel과 Type-C의 MIX 개선 단초에 주목

- 아직 2020년 한국조선해양 물량 계약 전이어서, 공식 가이드نس 없음: 보수적으로 3,200억원으로 성장 예상치 유지
- LPG 탱커 비중 FLAT하면서, 고정비효과로 수익성도 개선되는 2020년 전망
- 곧 LNG-Fuel 선박의 연료탱커 수주 여부가, 장차 동사의 MIX를 결정: 확인 후 실적 예상 상향 조정 가능

18 분기 및 연간 실적 예상: 2020년 소폭 성장 예상치 제시

(억원)																
세진중공업	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
가이드نس 매출													가이드نس: 2,300	2,700		
매출액	649	911	709	763	707	803	771	931	5,679	4,533	4,274	2,518	2,182	3,031	3,211	3,562
영업이익	30	48	23	42	46	52	50	60	333	354	197	71	84	144	209	232
금융/기타영업외	-12	-19	4	-10	-12	-12	-11	-10				-48	-63	-37	-45	-39
세전사업이익	18	30	27	32	34	41	39	50				24	21	107	164	193
순이익	15	22	22	24	26	31	30	39				19	18	83	126	148
지배주주순이익	13.2	19	19	21	26.1	31	30	39				19	18	72	126	148
영업이익률	4.7%	5.3%	3.2%	5.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	5.9%	7.8%	4.6%	2.8%	3.8%	4.7%	6.5%	6.5%
지배주주순이익률	2.0%	2.1%	2.7%	2.8%	3.7%	3.9%	3.9%	4.2%				0.7%	0.8%	2.4%	3.9%	4.2%
EPS(원)	34	50	50	55	68	82	79	101			369	49	46	189	330	387
BPS(원)	4,030	4,083	4,133	4,218	4,286	4,368	4,446	4,527			4,133	4,092	4,048	4,218	4,527	4,894

K-IFRS 연결 요약 재무제표

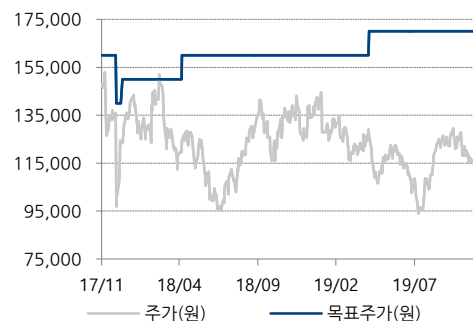
재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	86	132	169	178
현금 및 현금성자산	4	25	50	44
단기금융자산	5	5	5	5
매출채권	27	44	54	64
재고자산	52	61	64	71
비유동자산	282	275	280	286
유형자산	256	243	246	248
무형자산	8	8	8	8
자산총계	368	407	449	464
유동부채	194	226	255	256
매입채무	27	37	46	56
단기차입금	135	165	185	176
유동성장기부채	26	18	18	18
비유동부채	16	16	17	17
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	210	242	272	273
지배주주지분	155	162	174	188
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9
이익잉여금	126	132	144	158
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	3	3	3	3
자본총계	158	165	177	191

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	21	5	24	22
당기순이익	2	8	13	15
유형자산감가상각비	8	9	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-19	-2	-14	-15
유형자산의 처분(취득)	-5	4	-12	-12
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-8	-4	-1	-2
재무활동 현금흐름	-3	22	20	-10
단기금융부채의 증감	3	22	20	-9
장기금융부채의 증감	-5	-	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의 증감	-1	21	25	-6
기초현금및현금성자산	5	4	25	50
기말현금및현금성자산	4	25	50	44

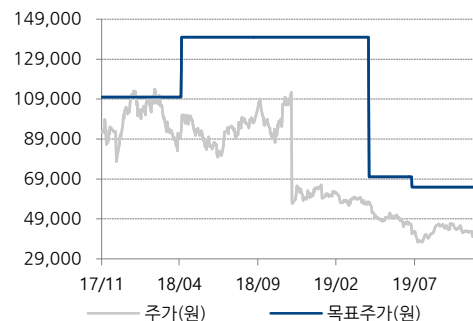
자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	218	303	321	356
증가율(%)	-13.3	38.9	5.9	10.9
매출원가	198	275	286	317
매출총이익	20	28	36	39
판매비와관리비	12	14	15	16
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	8	14	21	23
증가율(%)	17.5	71.8	45.2	11
영업이익률(%)	3.8	4.7	6.5	6.5
이자수익	0	1	3	4
이자비용	5	6	7	7
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	1	-	-
세전계속사업이익	2	11	16	19
법인세비용	0	2	4	4
세전계속이익률(%)	1	3.5	5.1	5.4
당기순이익	2	8	13	15
순이익률(%)	0.8	2.7	3.9	4.2
지배주주귀속 순이익	2	7	13	15
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	2	8	13	15
지배주주귀속 총포괄이익	-	-	-	-

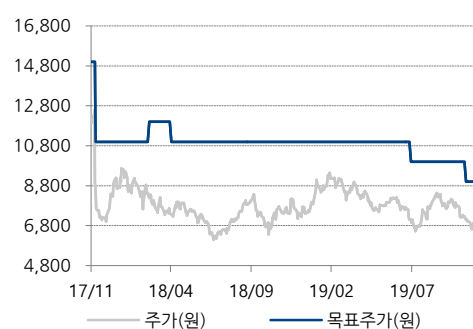
주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	46	189	330	387
BPS	4,048	4,218	4,527	4,894
CFPS	268	431	576	640
DPS	20	20	20	20
Valuation(배)				
PER	84.3	23.6	13.5	11.5
PBR	1	1.1	1	0.9
PCR	14.5	10.3	7.7	7
EV/EBITDA	17.8	13.6	10.5	9.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.1	4.6	7.5	8.2
EBITDA이익률	7.7	7.8	9.5	9.2
부채비율	132.5	146.7	153.9	143.1
순부채비율	95.2	92.3	83.1	75.5
매출채권회전율(x)	6	8.5	6.5	6
재고자산회전율(x)	5.3	5.4	5.1	5.3

한국조선해양
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이


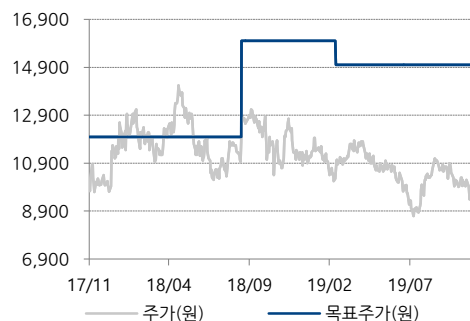
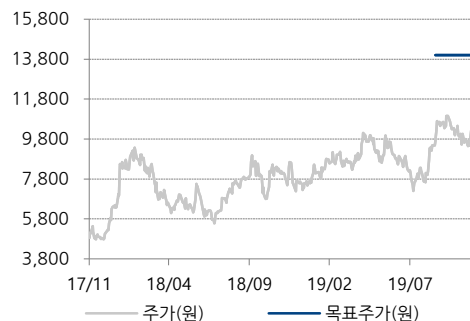
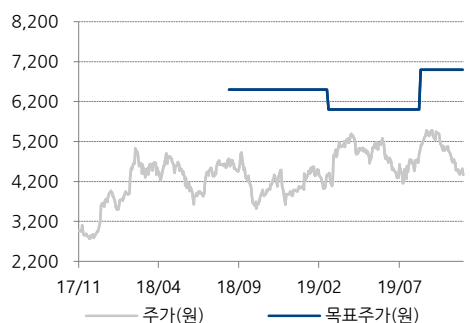
일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-12-27	Hold	140,000	1년	-21.9%	-15.1%
2018-01-08	Buy	150,000	1년	-12.5%	1.3%
2018-05-04	Buy	160,000	1년	-22.9%	-9.7%
2019-05-03	Buy	170,000	1년		

현대미포조선
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-01-08	Buy	110,000	1년	-53.6%	-48.0%
2018-05-03	Buy	140,000	1년	-62.3%	-52.8%
2019-05-03	Buy	70,000	1년	-29.8%	-20.9%
2019-07-26	Buy	65,000	1년		

삼성중공업
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-12-07	Buy	11,000	1년	-31.3%	-19.5%
2018-03-19	Buy	12,000	1년	-35.4%	-30.4%
2018-04-30	Buy	11,000	1년	-30.2%	-14.1%
2019-07-29	Buy	10,000	1년	-24.2%	-15.7%
2019-11-11	Buy	9,000	1년		

성광벤드
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이

동성화인텍
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이

세진중공업
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-09-14	Buy	16,000	1년	-27.3%	-17.8%
2019-03-12	Buy	15,000	1년		

일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-09-17(담당자변경)	Buy	14,000	1년		
-------------------	-----	--------	----	--	--

일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-09-10	Buy	6,500	1년	-35.9%	-24.2%
2019-03-18	Buy	6,000	1년	-19.6%	-10.2%
2019-09-09	Buy	7,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-09-30 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	--

2019년 조선 산업 전망

I. 세상 확실한 것들

II. 아마도 가능한 기대할만한 것들

III. 이루어지기를 바라는 것들

IV. 기업분석

V. 부록

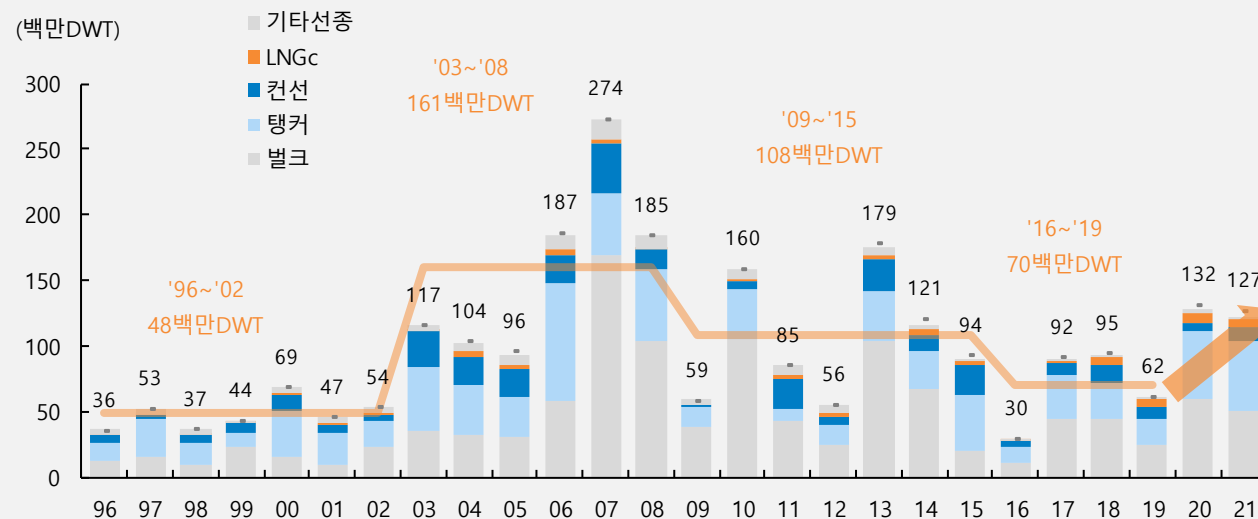
- 상선 발주 전망
- 한국 조선업 수주 전망

상선 발주 전망

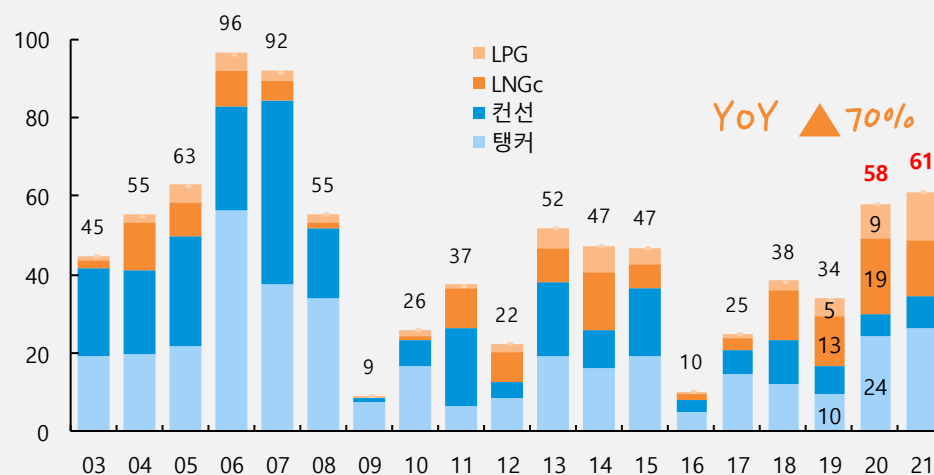
- 2019년 발주량(e) 61백만DWT은 단순히 10월까지의 발주량 47백만DWT/10x13로 적용했는데, 이보다 더 커질 가능성 많음: 클락슨 수주가 늦게 업데이트되거나, 연말 수주가 몰리는 경향
- 아무튼, 2020년의 상선 발주량은 132백만DWT으로 크게 느는 것으로 예상치가 도출됨

- 특히 한국 조선업 의존도가 낮은 벌크를 제외한,
- 4대 선종의 경우도 2019년 340억\$에서 2020년 580억\$로 발주금액이 70% 성장하는 예상치를 제시

1 상선 발주 전망



(십억\$) (벌크선을 제외한) 한국의 주요 4대 선종: 탱커, 컨테이너, LNG, LPG

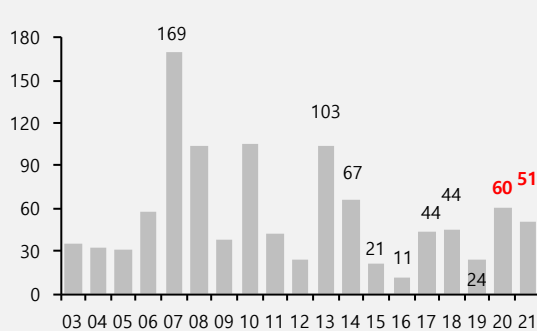


벌크 발주 전망과 수요-공급

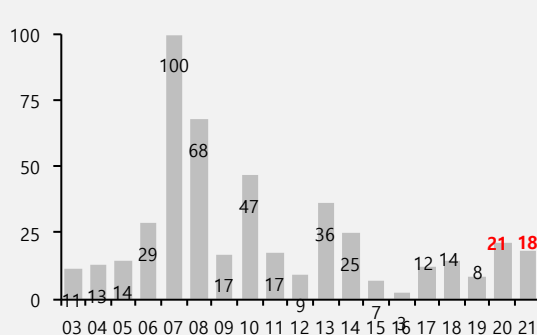
- 벌크의 경우, 2020년에도 수요 부족 및 공급과잉이 지속되는 것으로 예상
- 다만, 2019년의 경색에서, 2020년 60백만DWT 수준으로 회복을 가정

2 벌크선 발주 회복: 2020년까지 인도 물량 많이 차 있지만, 2019년은 이상치

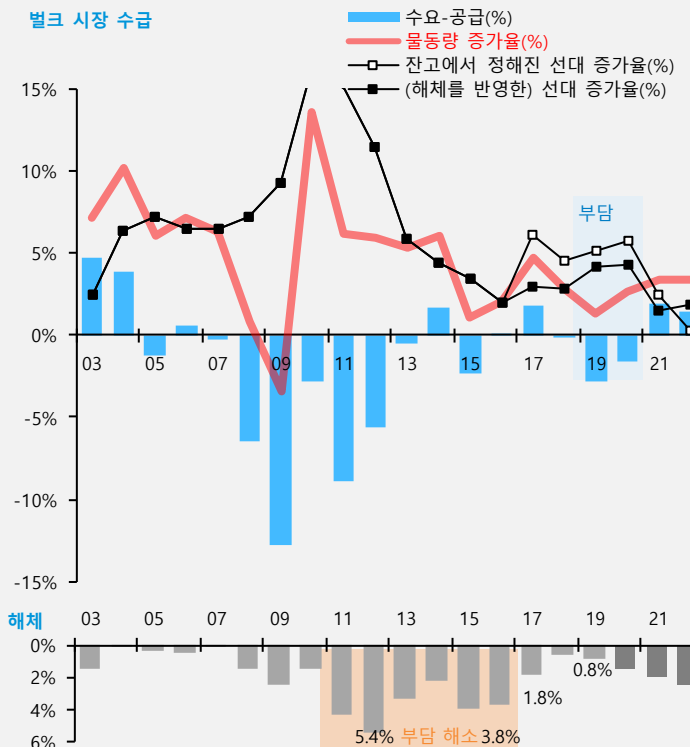
(벌크선, 백만DWT)



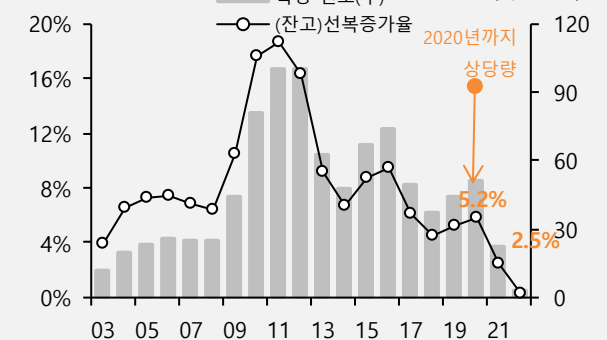
(십억\$)



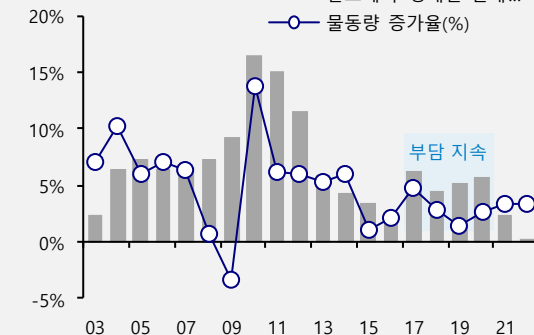
벌크 시장 수급



(벌크선, 선대증가율)



(잔고에서 정해진 선대...)

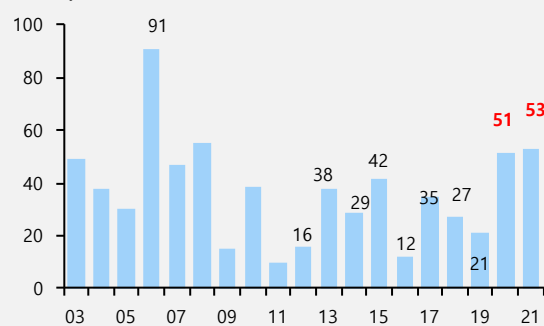


탱커 발주 전망과 수요-공급

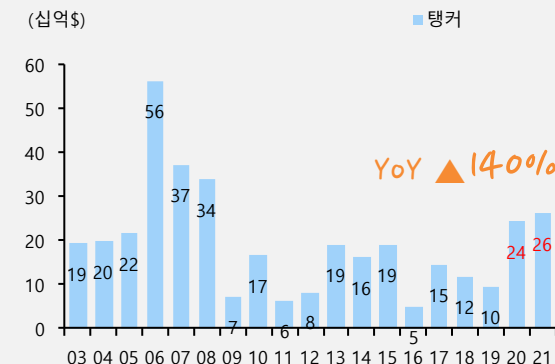
- 탱커는 본문에서 강조한 바와 같이 10년만의 수요>공급의 호황을 예상
- 2020년의 톤마일 증가가 5.6%이며, 잔고에서 선대 증가율은 4.3%

3 탱커선 발주 강세

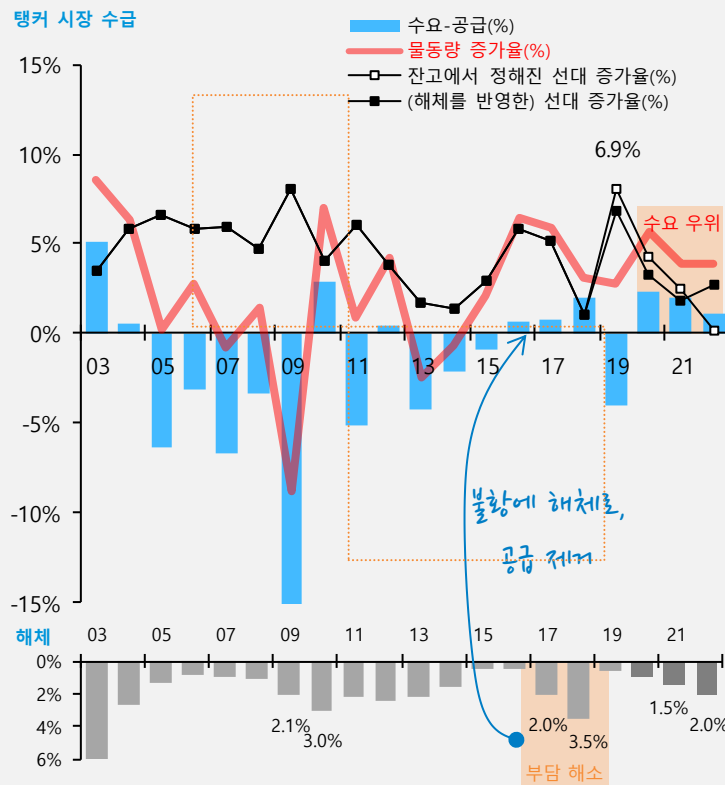
(탱커, 백만DWT)



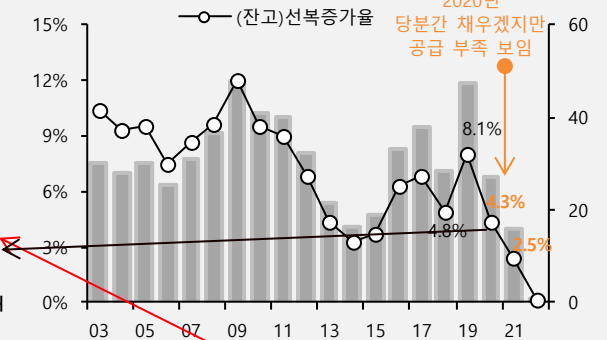
(십억\$)



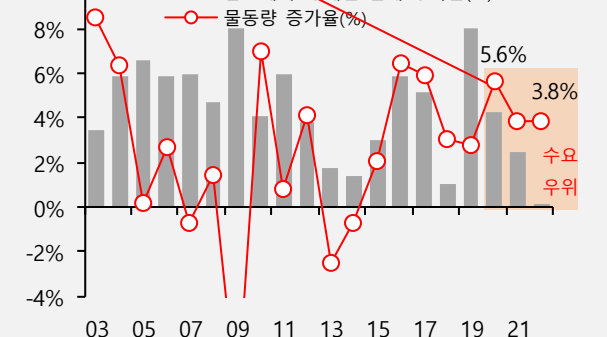
탱커 시장 수급



(탱커, 선대증가율) (잔고에서) 확정 인도(우) (백만DWT)



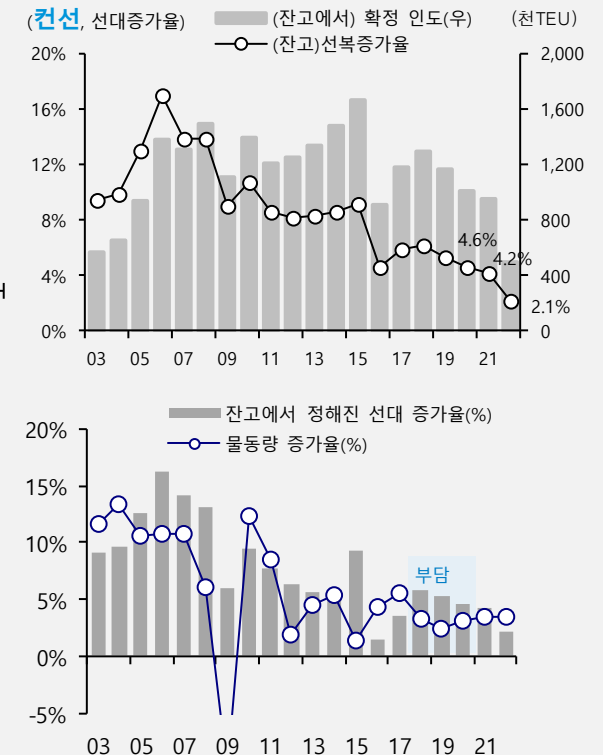
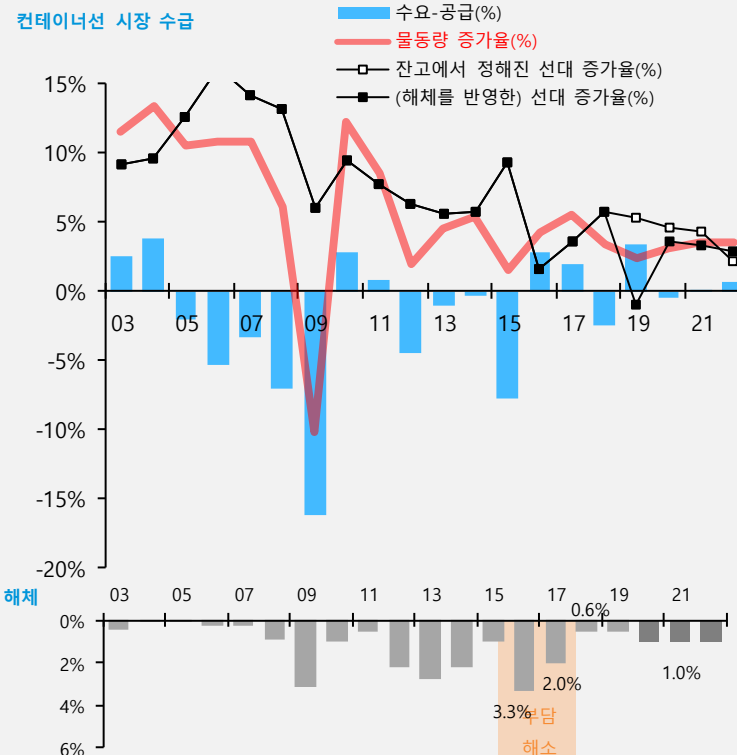
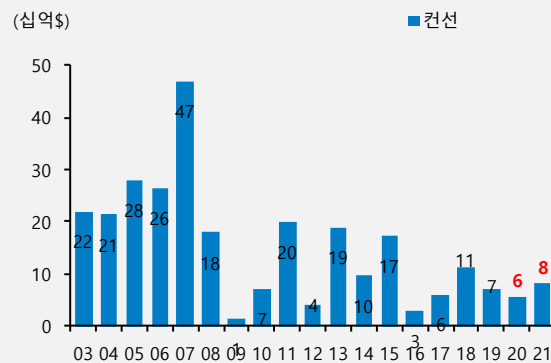
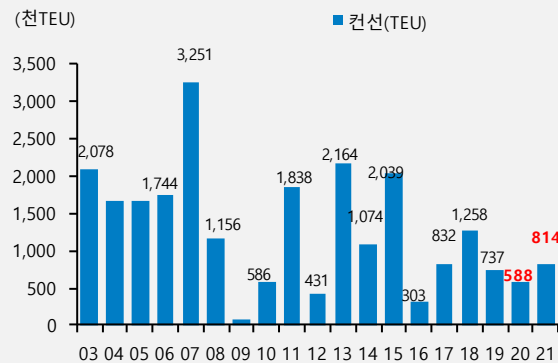
잔고에서 정해진 선대 증가율(%)



컨테이너선 발주 전망과 수요-공급

- 컨테이너선 해운 시장은 수요-공급이 딱 맞아떨어지는 2020년~2021년을 예상
- 다만, 컨테이너선 신조 시장은, 대형 얼라이언스들의 울트라막스급 발주에 따라 크게 좌우됨
- 2020년 Hapag-Lloyd와 ONE Network의 울트라막스급 발주 입찰이 진행 형

4 컨테이너선 발주 소강 & 울트라막스 투자 몇 개 세트 꾸준할 것

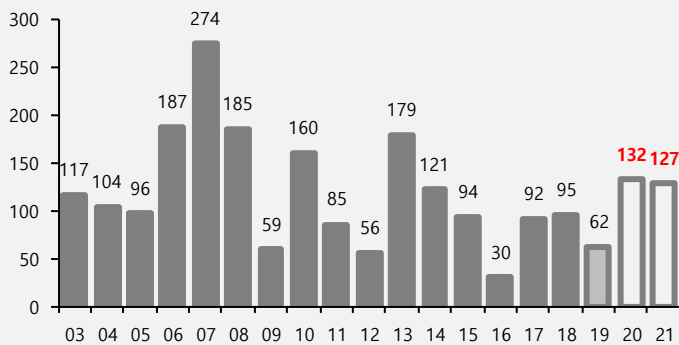


가스선 발주 전망

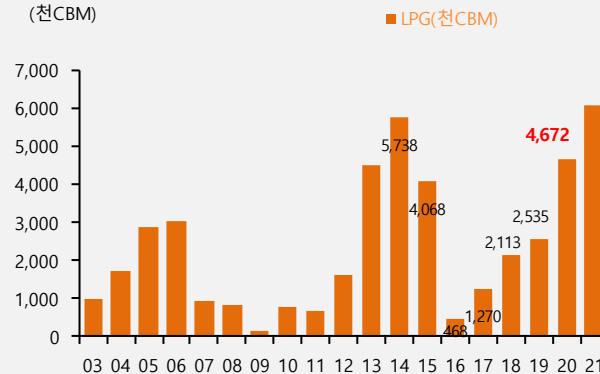
- 가스선의 발주전망은 아래와 같음

5 상선 전체와 가스선 선종별 발주 전망

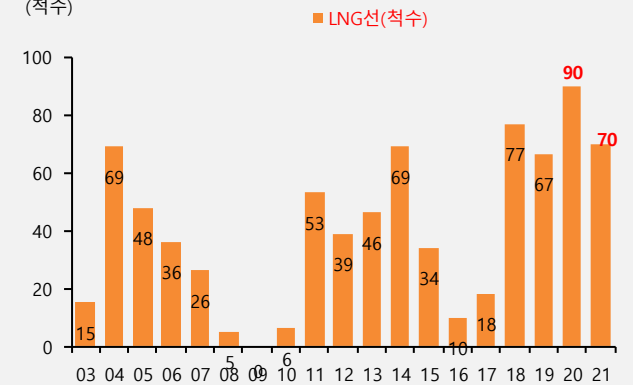
(백만DWT)



(천CBM)

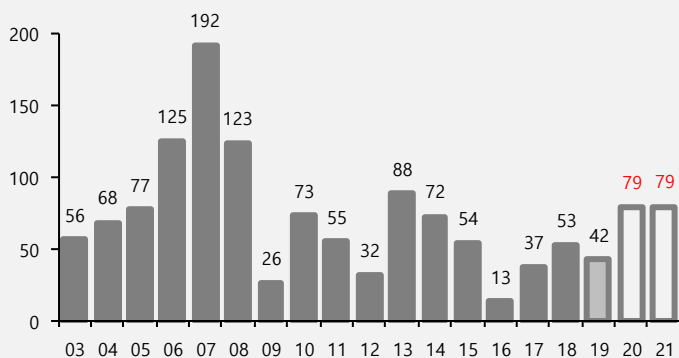


(척수)

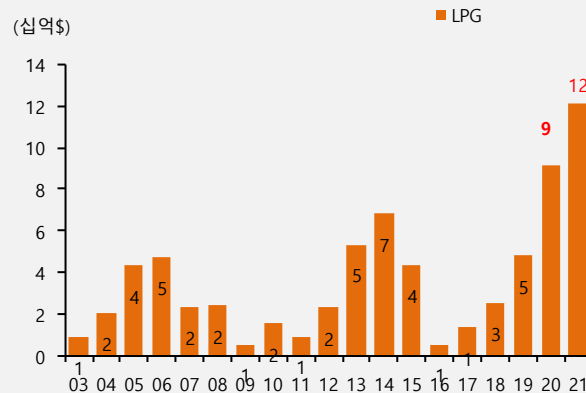


▷ 발주금액(십억\$)

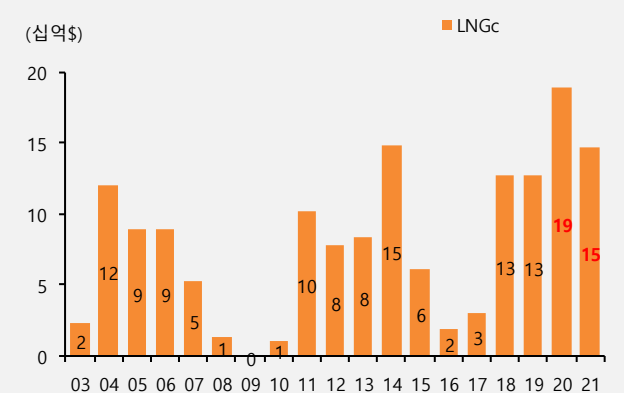
(십억\$)



(십억\$)



(십억\$)

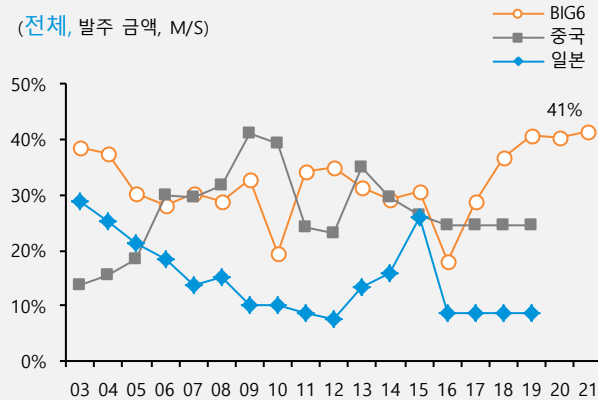


한국의 M/S

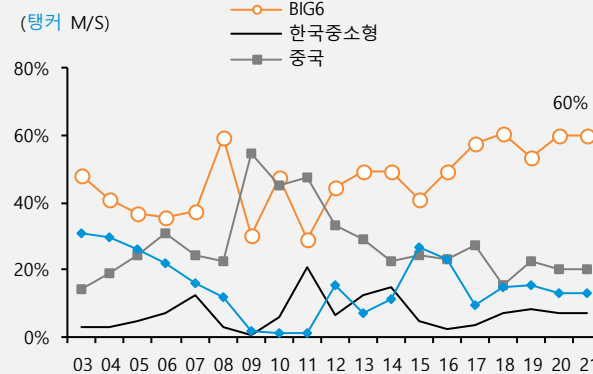
- 글로벌 발주전망을, 한국의 수주예상으로 내리는 M/S
- 탱커 전년보다 강한 60%, 컨테이너 60%, LNG 90%, LPG 70%로 제시하고
- 한국 조선의 (금액 기준) 전체 M/S는 41%로 가정

6 선종별 M/S: 한국 LNG선 시장

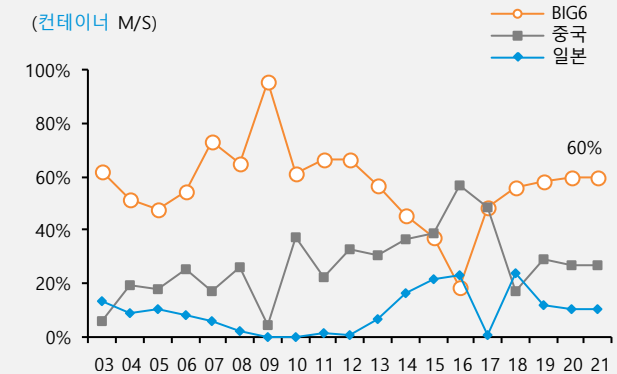
(전체, 발주 금액, M/S)



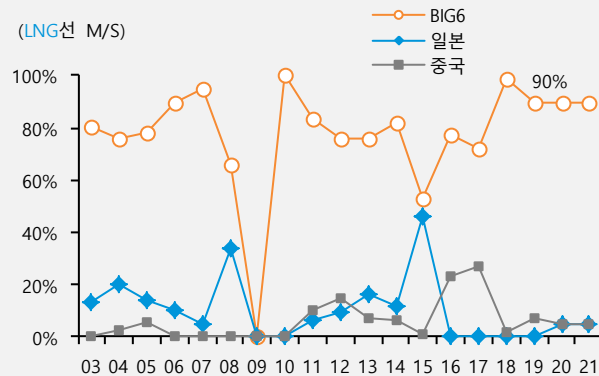
(탱커 M/S)



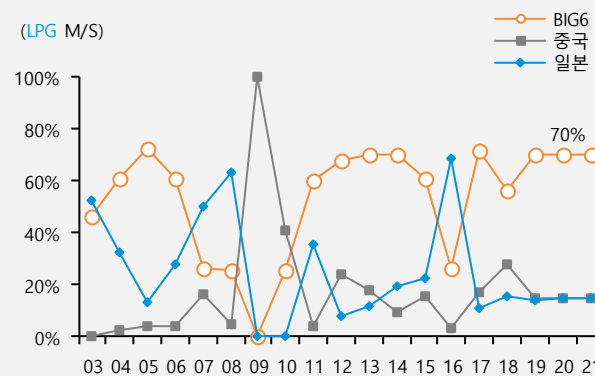
(컨테이너 M/S)



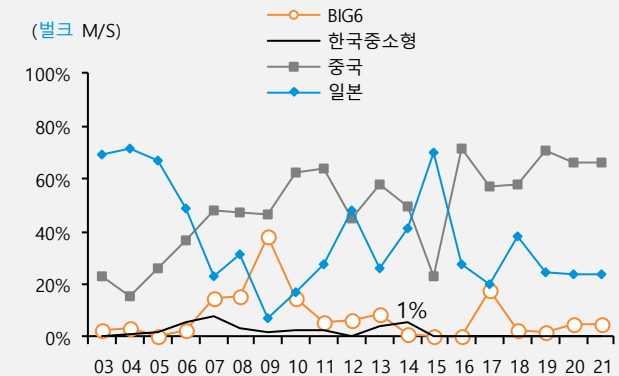
(LNG선 M/S)



(LPG M/S)



(벌크 M/S)



한국 조선업 수주

- 신조 발주 금액 90% 성장에, 한국 조선업 수주금액도 70% 성장하는 공격적인 수주 전망치 제시
- 단, 매출 모델 가정에서, 2020년 수주는 35% 증가로 더 보수적으로 두고, 향후 수주 경과에 따라, 어닝 추정치를 상향할 예정

7 한국 조선업 수주 전망: YoY +70%!

