Sector Update

2019. 1. 31

조선/기계 (OVERWEIGHT)

현대중공업 그룹의 대우조선해양 인수설 보도

한영수
Analyst
han.youngsoo@samsung.com
02 2020 7852

문준호
Research Associate
joonho.moon@samsung.com
02 2020 7787

국내언론, 현대중공업 '그룹'의 대우조선해양 인수 가능성 보도

현대중공업 그룹의 대우조선 인수 가능성 보도: 다수의 국내 언론(연합뉴스, 매일경제 등)은 현대중공업 그룹이 대우조선해양 인수를 위해 산업은행과 협의 중이라고 보도. 해당 매체들은 현대중공업이 산업은행에 대우조선 인수 의향서를 제출했고, 31일 산업은행 이사회에서 해당 안건이 논의될 것이라고 보도.

구체적인 내용의 공개를 기다릴 필요: 현재로서는 그룹 내 대우조선 인수 주체는 물론 진위여부조차 확인되지 않은 상태. 상기 인수설이 사실이라고 하더라도, 인수자가 현대중공업지주인지 현대중공업인지도 확실하지 않은 상황. 물론 구체적인 인수 구조와 가격 역시 미공개. 구체적인 영향분석은 보다 구체적인 내용이 공개된 뒤에나 가능. 투자자 입장에서도 해당 정보공개 시점까지는 신중한 접근이 필요.

시나리오 및 관전 포인트

인수주체와 방식에 따라 영향도 상이: 지금은 막연한 가정에 의존한 단순한 시나리오 분석이 한계. 상기 보도가 사실임을 '가정'하면, 대부분의 시나리오에서 대우조선해양의 인수주체에는 부정적 영향. 무엇보다 대우조선해양의 현재 주가가 영구채(전환상환우선주)를 '자본'으로 인정한다는 가정하에 형성되어 있기 때문. 즉, 동사 valuation이 경쟁사 대비 할증되어 있다는 점에서, 고가 인수 논란이 제기 될 수 있을 것. 또한 최종 인수가격이 결정될 때까지의 불확실성도 감안할 필요.

'만약' 대우조선해양 지분을 1)'현대중공업 지주'가 2)현금으로 매수할 경우, 실제 적정가치 산출 과정에서 부정적 영향 발생. SOTP valuation 방식 하에서, 현금은 할인을 하지 않지만, 지분 형태의 '자산가치'에는 할인을 부여. 보유 현금이 대우조선해양 지분으로 치환된다면, 기술적인 측면에서도 목표주가 하향이 불가피. 또한 앞서 언급한 바와 같이 대우조선해양 매입가격(고평가)에 대한 논란 역시 존재할 것. 대신 해당 경우 현대중공업은 상기 이슈로부터의 영향이 제한적.

현대중공업이 1)대우조선해양과의 주식교환을 통한 2)'합병'을 추진한다면, 기존 현대중공업 주주들에게 부정적 영향. 현재 현대중공업은 2019년 P/B 0.8배에 거래 중. 대우조선해양은 영구채를 전량 '부채'로 간주할 경우 P/B 2.6배에 거래. 즉 현재 주가에서 합병비율이 정해진다면, 기존 현대중공업 주주 입장에서는 다소 불리. 다만 장기 관점에서는 업종 재편(consolidation)에 따른 수혜가, 부정적 효과를 일부 상쇄할 수 있을 것.

투자전략: 삼성중공업이 당분간 안전한 대안이 될 수 있다는 판단. 우선 상기 뉴스가 사실인 경우, 삼성중공업은 1)대우조선 인수 리스크가 해소됨과 동시에, 2)추가 비용 지불 없이 업종 재편의 수혜를 누릴 수 있기 때문. 또한 업종 내 가장 낮은 valuation에 거래되고 있다는 점에서, 상기 뉴스의 진위 여부와 관계 없이 안전한 대안.

대우조선해양 주가는 '상기 뉴스가 사실인 경우'에 단기 반등 가능성도 존재. 만약 인수작업이 현대중공업과의 합병으로 진행된다면, 수급 측면에서 양사 간의 pair trading에 나서는 투자자들이 존재할 수 있기 때문. 하지만 인수 방식에 따라 주가에 영향이 매우 크게 달라질 수 있고, 또한 인수계획 자체가 무산되거나 취소될 수 있는 가능성도 고려해야 하는 상황.

Compliance notice

- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.