대신증권
Daishin Securities

2020년 전망

조선

더 나빠지지 않는다면

▪ Analyst 이동헌 dongheon.lee@daishin.com

Summary – 더 나빠지지 않는다면

투자포인트 1. 수주반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

- 노후 선박 교체 수요 : 규제 효과로 노후 선박의 교체 수요가 앞당겨질 것으로 기대
- LNG선 모멘텀 지속 : 대형 LNG 프로젝트 발주, LNG 수급 증가로 LNG선 모멘텀은 지속될 것
- IMO2020 효과 : 효과는 없는게 아니라 늦춰지는 것, 규제가 시작되면 양극화로 폐선&발주 선순환 시작
- 미중 무역분쟁 완화 : 이미 인식하고 있는 수준에서 상황은 더 나빠지지 않을 것

투자포인트 2. IMO2020이 주는 메시지, 바다는 더 이상 너그럽지 않다

- 더욱 강화될 규제 : IMO2020은 시작에 불과, 선박 업그레이드는 밀린 숙제에서 생존을 위한 선택으로
- LNG추진선 : LNG 가격 안정화와 규제 대응, 스크러버의 한계로 지속 증가
- LNG추진선이 주는 메시지 : 한국 조선소에게는 희소식

투자포인트 3. 해양플랜트, 더 나빠지지 않는다면

- 계속된 실주 : 줄어든 물량과 강화된 경쟁. 규모는 줄이고 내실은 튼튼히
- 2020년 수주증가 기대 : 아직 포기하지 않음, 기회는 다시 올 것

Top – pick. 한국조선해양

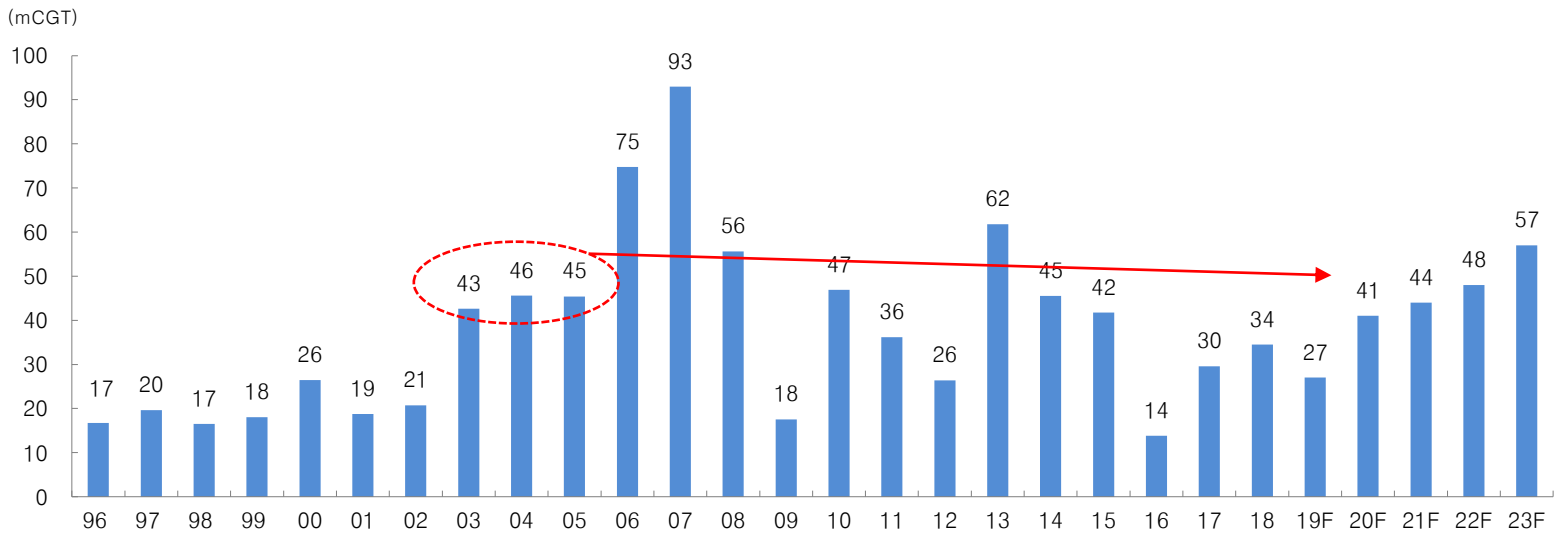
- 낮은 재무 위험 : 연결 부채비율 85.9%, 순차입금 0.7%에 불과
- 대우조선해양과의 합병 이슈 : 장기 저성장의 업황 상 필수불가결. 투자 관점에서는 결과보다 결론으로 인한 불확실성 해소가 긍정적
- 신규수주 부진 : 타사 대비 부진한 수주, 업황 개선 시 상대적으로 개선된 선가로 수주가 가능할 것

투자포인트 1 : 수주 반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

규제 효과로 노후 선박 교체 수요가 앞당겨질 것으로 기대

- 전체 선복량 중 국내 조선 4사가 2000년 이후 건조한 배들은 총 4,723대. 선종으로는 탱커선이 1,857대, 벌크선이 465대, 컨테이너선이 1,344대
- 2003년부터 2007년까지 이어진 빅사이클 동안 건조된 선박은 17,020대로 전체 선복량의 23.6%에 해당. 톤수 기준으로는 299백만 CGT로 최근 5년 내 발주된 163백만 CGT 대비 80% 이상 많음
- 20년의 선박 수명을 감안하면 2023년부터 발주량이 증가하겠지만 IMO2020 규제효과가 반영되며 발주량 증가 시기가 앞당겨질 것으로 예상. 2019년은 미중 무역분쟁에 대한 우려와 선박환경규제 여파를 확인하고자 하는 선주들의 심리, 작년 발주 증가 이후 선가 상승으로 선주와의 줄다리기 등이 이어지며 발주가 주춤. 2021년은 기저효과로 수주 증가 흐름 지속

연간 상선 발주 추이; 2020F ~ 2023F, CAGR 13.8% 발주 증가 전망



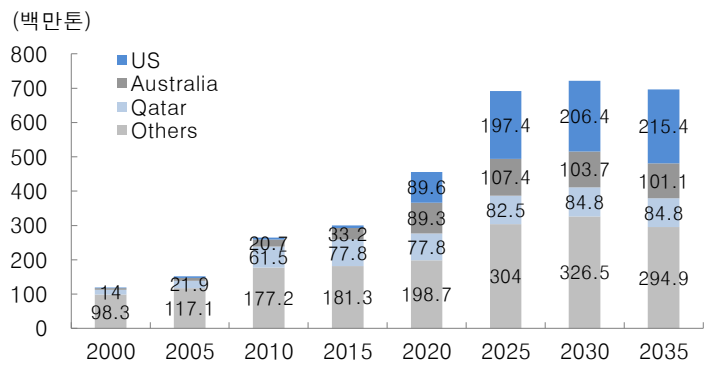
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

투자포인트 1 : 수주 반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

대형 LNG 프로젝트 발주, LNG 수급 증가로 2020년도 강세

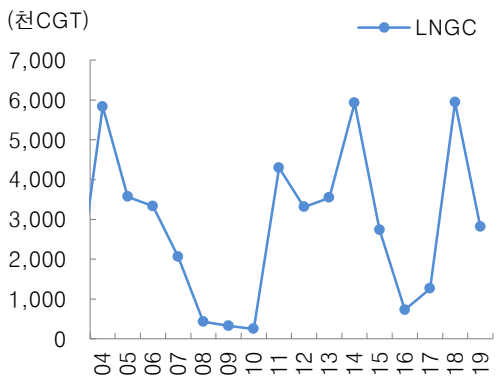
- 현재 최대 LNG 생산용량을 가진 국가는 카타르로 2005년부터 최대 LNG 수출국 지위를 획득
- 미국은 2016년 2월을 시작으로 본토 LNG 수출을 진행하고 있으며 10년 내 LNG 최대 생산 수출국이 될 것으로 전망되고 있음. 호주 또한 본격적인 LNG 생산을 시작하며 2020년에는 카타르를 넘어설 것으로 전망 중
- LNG선 연간 발주량은 해마다 변동성이 큰 편이나 발주에 비해 폐선량이 미미하여 연간 선복량은 꾸준히 우상향
- 대형 LNG 프로젝트들이 현재 진행 중으로 LNG 물량을 소화할 수 있는 LNG 운반선이 다수 필요하며 현재 발주를 앞두고 있음

글로벌 LNG 공급 전망



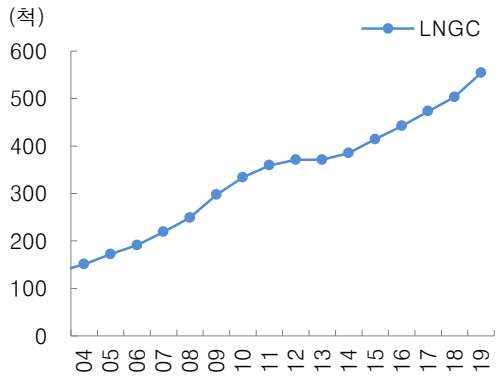
주 : Wood Mackenzie LNG Tools, 대신증권 Research & Strategy본부

LNGC 연간 발주량 추이



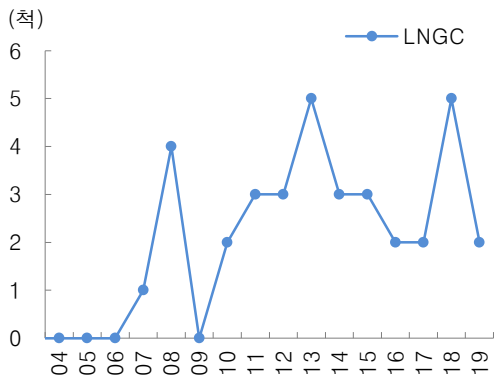
자료: Clacksons, 대신증권 Research Center

LNGC 연간 선복량 추이



자료: Clacksons, 대신증권 Research Center

LNGC 연간 폐선량 추이



자료: Clacksons, 대신증권 Research Center

투자포인트 1 : 수주 반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

대형 LNG 프로젝트 발주, LNG 수급 증가로 2020년도 강세

카타르 노스필드(North Field) 가스전

- 카타르 북동쪽 카타르 반도 근해에 위치, 세계 최대 규모의 단일 가스전
- 2005년 자발적 개발 중지 선언 이후 12년만인 2017년 4월 가스전 확장을 선언. 연간 액화천연가스(LNG) 생산량을 7,700만 톤 → 1억 1,000만 톤으로 증산할 계획. LNG 수출용량 역시 최대 43% 늘릴 예정
- QP는 현재 LNG운반선 50척 운용 중. 업계에서는 생산량 증가 시, 60척의 선박이 추가로 필요할 것으로 전망

자료: Offshore-Technology, 대신증권 Research Center

야말(Yamal) LNG

- 서부 시베리아 야말 반도에 위치
- 지분율 : Novatek(50.1%), TOTAL(20%), 중국 CNPC(20%), 중국 실크로드펀드(9.9%)
- 2017년 말 제1기가 처음으로 생산, 최종 연간 1,740만 톤 생산.
- 북극해 항로 운항 쇄빙 LNG 운반선 15척을 가동 중
- Novatek이 2022년 생산을 목표로 추진 중인 Arctic LNG-2 프로젝트

자료: Novatek, 대신증권 Research Center

모잠비크 LNG 프로젝트 완성 조감도

- 모잠비크 북동부 해상지역(Rovuma Basin)에서 발견된 금세기 최대규모 해상 가스전의 개발 프로젝트
- Area 1(매장량 75 TCF), Area 4(매장량 85 TCF) 2개 광구 개발 예정
- Anadarko가 추진하는 모잠비크 LNG 프로젝트는 육상 LNG 액화기지(Train)를 건설하는 것으로 총 프로젝트 비용은 200억 달러로 추산. 연간 생산량 1,288만 톤 중 86%인 1,100만 톤은 아시아, 유럽 국가들과 구매계약 체결 완료

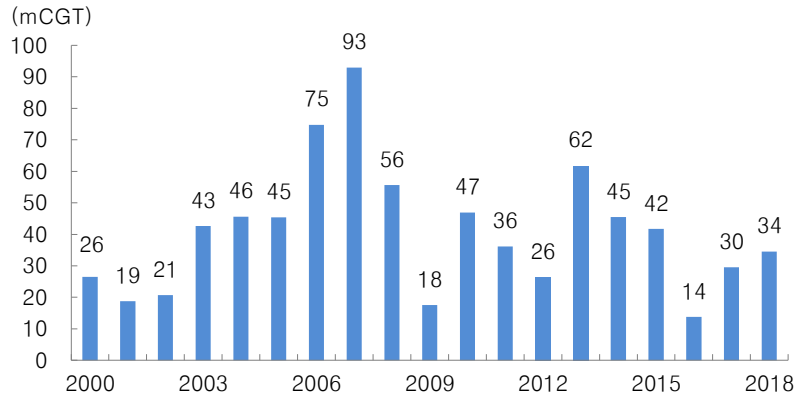
자료: Anadarko, 대신증권 Research Center

투자포인트 1 : 수주 반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

IMO2020 효과는 없는게 아니라 늦춰지는 것, 규제가 시작되면 폐선&발주 선순환 시작

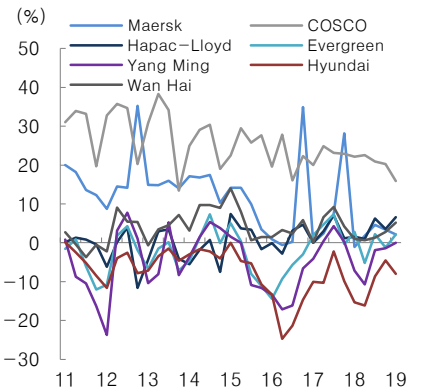
- 2020년부터 80% 이상의 선박이 저유황유 스프레드 충격에 노출되는 상황
- 단편적으로 생각하면 평균 선박 건조 및 인도 기간을 고려하여 시행 2년 전인 2018년부터 스크러버 장착 신조 선박 발주가 늘어나는 것이 당연
- 그러나 해당 기간 동안 스크러버 장착 선박 발주가 나오기는 했으나 발주량으로 봤을 때 IMO2020 수혜는 전혀 없었음
- 2018년 발주량은 3,277만 CGT(+16.7% yoy)로 늘었지만 LNG선을 제외하면 2,684만 CGT(+0.1% yoy)로 성장이 없었음
- 2017년 발주량은 2,807만 CGT(+109.6% yoy)로 전년 대비 급증했지만, 이는 2016년이 역사적 발주 저점에 따른 되돌림 현상
- 2017~2018년에 발주량이 증가하지 못한 이유는 지속된 해운업 불황으로 선사들의 투자여력이 없었기 때문. 시장논리 상 어려움이 지속되는데 미래 규제까지 대응할 능력 부족
- IMO2020을 통해 과잉투자되었던 노후 선박들과 중소형 선사들이 정리되며 중장기 수급 균형이 맞추질 것으로 전망. 규제에 대응하지 않으면 대규모 손해를 보는 구조

전세계 연도별 선박 발주량 추이

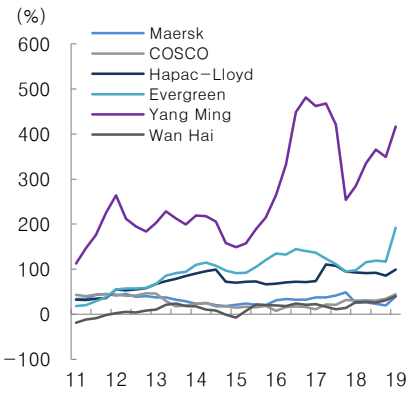


자료:Clarkson, 대신증권 Research Center

주요 해운사 영업이익률 추이



주요 해운사 순부채비율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

투자포인트 1 : 수주 반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

IMO2020 효과는 없는게 아니라 늦춰지는 것, 규제가 시작되면 폐선&발주 선순환 시작

주요 해운사 영업이익률 및 순부채비율 추이

(단위: %)

기업	전체	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
AP MOLLER-MAERSK A/S-B	영업이익률	20.0	12.3	35.2	14.0	10.3	3.5	34.9	28.2	3.4	2.2
	순부채비율	38.6	45.2	39.9	28.5	17.8	19.9	32.4	48.7	19.7	39.1
COSCO SHIPPING PORTS LTD	영업이익률	25.0	19.7	20.3	13.4	19.0	27.6	22.3	22.9	20.3	15.9
	순부채비율	29.0	44.6	46.1	19.4	17.4	19.1	15.7	31.6	34.1	44.4
HAPAG-LLOYD AG	영업이익률	5.1	-0.4	-11.7	-4.1	-7.5	-1.7	4.7	1.1	3.5	6.6
	순부채비율	32.7	35.7	58.2	84.7	72.1	66.1	71.4	94.6	85.7	99.2
EVERGREEN MARINE CORP LTD	영업이익률	11.3	-12.0	-1.9	-7.2	-0.1	-11.2	-3.0	-0.3	-1.2	2.1
	순부채비율	20.3	37.6	58.4	94.0	96.8	120.3	140.4	94.6	116.6	192.0
YANG MING MARINE TRANSPORT	영업이익률	10.3	-16.3	1.0	-8.3	3.8	-11.7	-6.6	0.2	-1.4	0.0
	순부채비율	112.3	225.8	183.6	199.5	158.0	214.8	481.6	254.0	349.3	416.4
HYUNDAI MERCHANT MARINE	영업이익률	7.4	-8.5	-7.8	-4.6	-4.1	-10.7	-14.7	-9.9	-4.5	-8.0
	순부채비율	144.7	280.9	490.5	791.3	657.4	1917.9	210.3	150.9	141.9	457.7
WAN HAI LINES LTD	영업이익률	9.4	-0.5	5.4	7.2	9.0	1.4	5.8	4.2	2.8	5.2
	순부채비율	-21.4	-1.6	7.8	17.8	-1.1	19.9	21.0	13.7	30.5	40.4

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

투자포인트 1 : 수주 반등, 2020년이 2019년보다 수주 증가

미·중 무역분쟁 완화 효과, 이미 인식하고 있는 수준에서 더 나빠지지 않을 것으로 기대

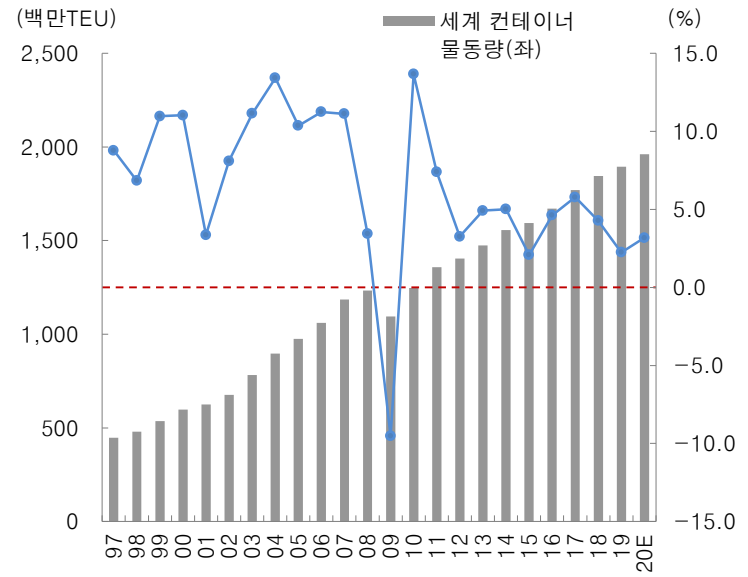
- 2018년 3월 22일을 시작으로 미·중 무역분쟁은 서로 대규모 관세 폭탄을 주고 받으며 장기화. 최근 상호간 단계적 관세 철폐에 동의했다는 중국 상무부의 발표 이후 타결 기대감이 커졌으나 미국 내에서는 단계적 관세철회 방안에 대해 내부 반대의 목소리가 큰 상황이며, 트럼프 대통령 역시 해당 내용에 대해 부인한 상태
- 극적 타결까지 진행된 것으로 보기 어려우나, 무역분쟁 초기에 비하면 양 측 모두 관세율을 올리기에 급급하기보다는 서로 명분과 실리를 추구하며 관세를 철폐하는 방안에 접근하는 분위기. 현재 수준에서 무역분쟁의 강도가 격해질 것으로 보기는 어려움
- 세계 컨테이너 물동량 성장률은 2017년 이후 하락세 구간. 미·중 무역분쟁 강도 완화를 가정 시 2020년 물동량 성장률은 다시 상승할 것으로 보는 것이 합리적. 거대 선사들의 초대형 컨테이너선 확보를 위한 발주가 늘어날 것으로 전망

미중 무역분쟁 주요 진행상황

일시	내용
2018-03-22	미국, 중국산 수입품(500억 달러)에 관세부과, WTO 제소, 중국의 대미투자제한 명령
2018-04-02	중국, 미국산 돈육 등 8개 품목에 25%, 120개 품목에 관세부과
2018-04-03	미국, 중국산 통신장비 등 25% 관세부과 대상 500억 달러 품목 발표
2018-04-04	중국, 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목에 25% 관세부과 방침 발표
2018-05-28	미국, 중국산 첨단기술 품목 25% 관세 부과
2018-07-06	미·중, 상호간 340억 달러 규모 수입품에 25% 관세 부과
2018-07-10	미국, 재보복조치로 2천억 달러에 10% 관세 부과계획 발표
2018-08-23	미·중, 상호간 160억 달러 규모 수입품에 25% 관세 부과
2018-09-24	미국, 2,000억 달러 규모 중국산 수입품에 10% 관세 부과 중국, 600억 달러 규모 미국산 수입품에 관세 부과
2018-12-01	미·중 정상, G20에서 90일간 추가 관세부과 유예 및 무역협상 재개 합의
2019-05-10	미국, 2,000억 달러 규모의 5,700여개 중국산 수입품에 대해 5% 관세 부과
2019-05-13	중국, 6월부터 600억 달러 규모의 미국산 제품에 5~25% 관세 부과 계획 발표
2019-06-28	미·중 정상, 연말까지 휴전 합의
2019-08-05	미국, 휴전 합의 파기, 3,000억 달러 규모 중국 수입품에 10% 관세 부과, 중국 환율조작국 지정
2019-08-23	미국, 25% 관세 부과중인 2,500억 달러 규모 수입품에 대한 5% 인상 계획 발표
2019-10-13	미·중, 고위급 무역협상에서 미니딜 합의 미국, 25% 관세 부과중인 2,500억 달러 규모 수입품에 대한 5% 인상 계획 보류 중국, 미국산 농산물 400~500억 달러 수입, 금융서비스 시장 개방
2019-11-07	중국 상무부, 미·중 상호간 단계적 관세 철폐에 합의했다고 발표
2019-11-08	미국 트럼프, 단계적 관세 철폐에 대해 동의하지 않았다고 발언

자료:언론보도, 대신증권 Research Center

세계 컨테이너 물동량 추이



자료:Clarkson, 대신증권 Research Center

투자포인트 2 : IMO2020이 주는 메시지, 바다는 더 이상 너그럽지 않다

더욱 강화될 규제 : IMO2020은 시작에 불과, 선박 업그레이드는 밀린 숙제에서 생존을 위한 선택으로

- 내년부터 모든 선박이 저유황유 사용 또는 스크러버 장착, LNG추진선이 필수. 선주들은 먼저 스크러버 장착을 고려하는 것이 합리적
- Suezmax 이상의 탱커, PC선, Capesize 이상의 벌크선, Panamax 이상의 컨테이너 선에 대한 스크러버 장착 비율이 높아질 것. 상급 선박까지는 연간 2천대 수준인 Retrofit 시장에서 감내할 수 있으나 이하급 선박까지 합하면 저유황유에 의존해야 함
- 노후 선박의 경우 스크러버 설치 대신 저유황유로 버티다가 조기 폐선할 가능성이 높음

스크러버 가 우선 장착될 대형 선박의 선령 분포. 전체 선박(7~9만대)의 일부에 불과

(단위: 대, %)

선종	1~5년	6~10년	11~15년	16~20년	21년 이상	전체
Tanker	314	451	260	230	83	1,338
UL | VLCC	180	254	145	136	43	758
Suezmax	134	197	115	94	40	580
Bulker	412	890	248	100	75	1,725
Capesize	412	890	248	100	75	1,725
Containership	424	338	197	19	16	994
Post Panamax	109	11	8	–	4	132
Neo-Panamax (12-15K)	103	131	1	–	4	239
Post Panamax (8-12K)	212	196	188	19	8	623
합계	1,150	1,679	705	349	174	4,057
Tanker	23.5	33.7	19.4	17.2	6.2	100.0
UL | VLCC	*23.7*	*33.5*	*19.1*	*17.9*	*5.7*	*100.0*
Suezmax	*23.1*	*34.0*	*19.8*	*16.2*	*6.9*	*100.0*
Bulker	23.9	51.6	14.4	5.8	4.3	100.0
Capesize	*23.9*	*51.6*	*14.4*	*5.8*	*4.3*	*100.0*
Containership	42.7	34.0	19.8	1.9	1.6	100.0
Post Panamax	*82.6*	*8.3*	*6.1*	–	*3.0*	*100.0*
Neo-Panamax (12-15K)	*43.1*	*54.8*	*0.4*	–	*1.7*	*100.0*
Neo-Panamax (8-12K)	*34.0*	*31.5*	*30.2*	*3.0*	*1.3*	*100.0*
합계	*28.3*	*41.4*	*17.4*	*8.6*	*4.3*	*100.0*

자료: 대신증권 Research Center

투자포인트 2 : IMO2020이 주는 메시지, 바다는 더 이상 너그럽지 않다

더욱 강화될 규제 : IMO2020은 시작에 불과, 선박 업그레이드는 밀린 숙제에서 생존을 위한 선택으로

유가 스프레드 대비 스크러버 감가상각비 비교. 스크러버가 절대적으로 유리

분류	선종	Bulker	Tanker		Containership
	선형	Capesize	VLCC	MR	Post-Panamax
기본 가정	(DWT or TEU)	172,000	300,000	47,000	7,500
	평균속도(Kts)	14.75	14.5	14.5	24.2
	평균 연료소모량(톤/일)	56	90	36	211
유가($/톤)	디젤유(경유)	580.6	580.6	580.6	580.6
	저유황유(LSFO)	558.5	558.5	558.5	558.5
	고유황유(HSFO)	410.0	410.0	410.0	410.0
연간 연료비($/연)	디젤유	11,055,462	17,767,706	7,107,083	36,685,088
	저유황유	10,633,084	17,088,885	6,835,554	35,283,520
	고유황유	7,806,400	12,546,000	5,018,400	25,903,800
연간 스프레드($/톤)	디젤-고유황유	3,249,062	5,221,706	2,088,683	10,781,288
	저유황유-고유황유	2,826,684	4,542,885	1,817,154	9,379,720
선가($)		51,000,000	93,000,000	36,500,000	53,000,000
선박사용수명(년)		24.8	28.8	28.8	20.4
연간 선박 감가비($)		2,056,452	3,229,167	1,267,361	2,598,039
연간 연료비/감가비(%)	디젤유/감가비	380%	389%	396%	997%
	저유황유/감가비	538%	550%	561%	1,412%
	고유황유/감가비	517%	529%	539%	1,358%
스크러버 장착비용($)		5,000,000	7,000,000	2,000,000	5,000,000
연간 스크러버 감가비($)		201,613	243,056	69,444	245,098
연료비 증가분/스크러버 감가비(%)	디젤/스크러버 감가비	1,612%	2,148%	3,008%	4,399%
	저유황유/스크러버 감가비	1,402%	1,869%	2,617%	3,827%
스크러버 회수기간(년)		1.8년	1.6년	1.1년	0.6년

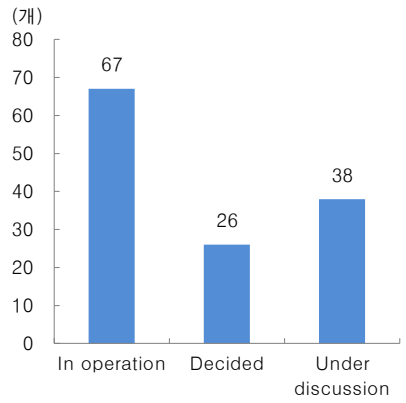
자료: 대신증권 Research Center　　* 기타의 부대비용은 감안하지 않은 시나리오

투자포인트 2 : IMO2020이 주는 메시지, 바다는 더 이상 너그럽지 않다

LNG추진선 확대는 한국 조선소에게 희소식

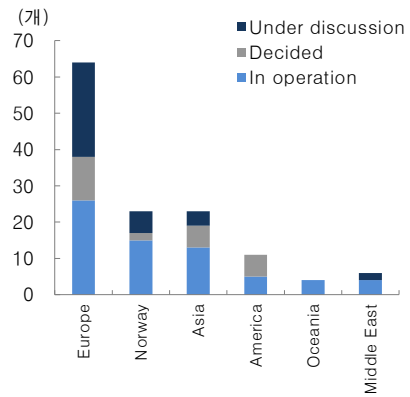
- IMO2020에 대해 스크러버와 함께 또 다른 대안으로 꼽히는 것은 LNG추진선
- LNG추진선은 스크러버에서 발생하는 세정수 문제, 오픈 스크러버의 입항금지 문제 등으로부터 자유로워 장기적인 대안이 될 수 있음
- 2025년 시행 예정인 이산화탄소(CO_2) 배출 규제는 저유황유, 스크러버 모두 충족하기 어렵기 때문에 지속적인 환경규제 강화 감안 시, LNG추진선이 유력한 대안으로 여겨짐
- 현재 LNG추진선은 비용이나 벙커링 문제 등에서 한계가 있으나 2~3년 내 중기관점에서는 저유황유 스프레드 적용과 스크러버 시장 확대, 선가 상승과 스크러버 장착 신조 증가량, 폐선 비중 증가 등이 전체 시장 분위기를 형성할 것
- 하지만 장기 관점으로 볼 때, 환경 규제가 지속적으로 강화되면 스크러버는 최종 대안이 되지 못하고 과도기적 장비로 전락할 가능성이 있음
- 결국 시장의 대세는 LNG 추진선이 될 것을 전망. LNG 추진선을 효율적으로 이용하기 위한 LNG 벙커링 설치 계획도 한창 진행 단계임을 고려

LNG 벙커링 설치 현황



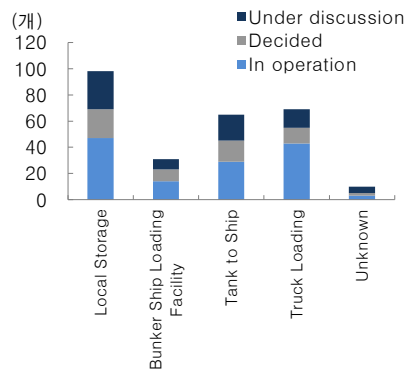
자료: DNV GL, 대신증권 Research Center

지역별 LNG 벙커링 설치 현황



자료: DNV GL, 대신증권 Research Center

형태별 LNG 벙커링 설치 현황



자료: DNV GL, 대신증권 Research Center

LNG 벙커링 설치 진행 중인 지역

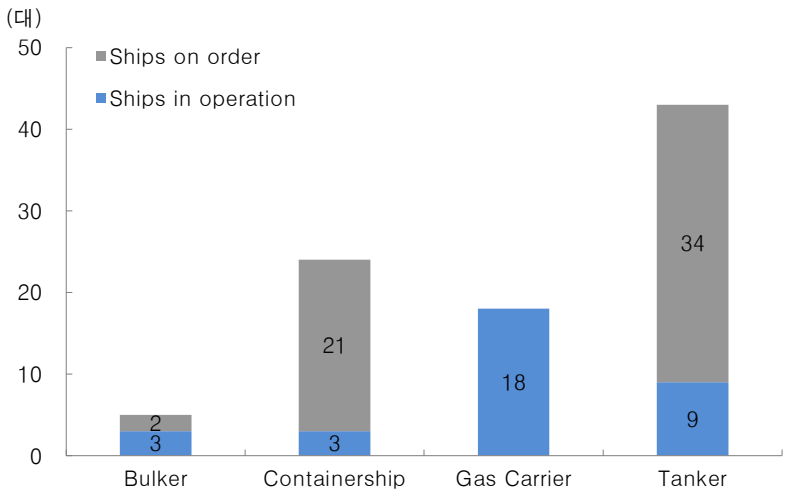
자료: DNV GL, 대신증권 Research Center

투자포인트 2 : IMO2020이 주는 메시지, 바다는 더 이상 너그럽지 않다

LNG추진선 확대는 한국 조선소에게 희소식

- LNG 추진선은 LNG 운반선과 기술 적용 범위가 거의 동일. 한국 조선소는 LNG 운반선 분야에서 독보적인 경쟁력을 보유
- 전세계 LNG선 수주 잔량 136척 중 77%인 105척을 한국 조선업체가 수주했으며(Clarkson 9월 기준), 카타르, 야말, 모잠비크 등의 대형 LNG PJ도 한국 조선사의 독점적 수주가 예상되고 있는 상황
- LNG선은 기술적 난이도가 높고 크기에 비해 선가가 비싸며 LNG 자체의 부가가치가 크기 때문에 선주들은 신규업체를 지양하는 경향이 있음. 다가올 LNG 빅사이클을 한국 조선소가 독식한다면 중국, 일본 조선소와 LNG 생산능력 격차는 확대될 것
- LNG 추진선의 확대는 모든 선종이 LNG선처럼 되는 것과 마찬가지. 부가가치가 낮아서 중국 조선소에 빼앗겼던 벌크선이나 자국 발주에 의해 수주가 증가했던 컨테이너선도 발주조선소를 다시 고민하게 될 것. 사용기간 동안의 효율성 측면에서 차이가 크기 때문. 국내 조선사들은 LNG화물창과 엔진 등에 많은 투자를 하고 있으며, LNG 추진선 시장 개화 시 큰 수혜가 전망됨

선종별 LNG 추진선 활용 현황



자료:DNV GL, 대신증권 Research Center

LNG 추진선 발주 증가 전망

자료:DNV GL, 대신증권 Research Center

투자포인트 3 : 해양플랜트, 더 나빠지지 않는다면

계속된 실주, 그러나 아직 포기하긴 이르다

- 해양플랜트 발주는 2014년 하반기 유가급락 이후 2015년과 2016년 저유가 적응기로 발주 절벽을 경험
- 2017년부터 셰일가스 투자 정체와 저유가 적응에 따라 2017년, 2018년 각각 40억불의 발주가 진행
- 2019년은 완만한 유가 회복 기조에 힘입어 80억불의 발주가 진행. 그러나 국내 조선사의 굵직한 해양플랜트 수주는 2018년 한국조선해양의 King’s Quay FPS(미국, 5억불)와 2019년 삼성중공의 Rellance FPSO(인도, 11억불)가 유일
- 저유가에 맞춰 프로젝트 규모가 축소되며 경쟁이 심화되었고 한국 조선소들도 적응 과정을 거치고 있는 것으로 판단. 오일 메이저들의 포트폴리오 구성과 셰일오일의 합리적 투자, 심해 유전 개발 기술 향상 등을 감안하면 연간 80억불 내외의 발주가 지속될 것으로 기대. 2020년은 국내조선소가 최소 30억불 내외의 수주가 가능할 것으로 전망

2019년 주요 해양플랜트 발주 결과

프로젝트	발주처	투입국가	금액	수주기업
Reliance FPSO	Reliance Industry	인도	11억 달러	삼성중공업 (SHI)
Marjan Package 2	Saudi Aramco	사우디 아라비아	10억 달러	L&T
Barossa FPSO	ConocoPhilips	호주	15억 달러	미쓰이해양개발 (MODEC)

자료 : 각 사, 대신증권 Research Center

발주 전망 프로젝트

프로젝트	발주처	투입국가	비고
Bonga SW FPSO	Shell	나이지리아	2020년 입찰결과 발표
Anchor FPU	Chevron	미국	
Browse LNG FPSO	Woodside	호주	2020년 입찰결과 발표
Zabazaba FPSO	Shell	나이지리아	
Rosebank FPSO	Equinor	영국	지분 이동 이유로 지연
Block B Platform	PetroVietnam	베트남	지분 이동 이유로 지연

자료 : 각 사, 대신증권 Research Center

Company Summary & Valuation. Top – Pick. 한국조선해양

- 한국조선해양 : 2019년 신규수주는 72.6억불(–32.7% yoy, 9월 누계)로 수주목표 178.1억불 대비 달성률 40.7% 수준. 기수주된 것으로 파악되는 1.5만 TEU 컨테이너선 11척을 포함하면 54.8%. 아직까지 목표치 대비 수주가 미흡하지만 보유중인 LNG선 옵션분 10척, DF VLCC 10척(14억불 내외)에 대한 협의 진행 중. 모잠비크, 카타르 등 대형 LNG 프로젝트 감안하면 2020년 시황 회복세가 본격화 될 것으로 판단. 대우조선해양과의 합병 이슈가 일단락 되는 점도 투자포인트. 조선주 Top–Pick
- 삼성중공업 : 2019년 신규수주는 54억불(37척)로 올해 수주목표 78억불(선박 58억불, 해양 20억불) 대비 69.2% 달성, 최근 기대를 모았던 호주 바로사 프로젝트 실주로 아쉬움이 크지만 LNG, 탱커선 위주 수주로 연간 목표치 달성 전망. 드릴십 매각 악재보다는 신규수주 기대에 초점
- 대우조선해양 : 최근 드릴십 계약 취소 및 계약 원가 조정은 실적 안정성 측면에서 아쉬운 대목. 주요 LNG선 프로젝트는 2020년 계약 가능성이 높음. 한정된 도크 CAPA 감안 시 업황 개선에 따른 수혜는 함께 누리게 될 것
- 현대미포조선 : 물량 증가에 따른 매출 상승은 긍정적이나 수주부진을 겪으며 현재 수주잔고는 27.9억불로 매출액 대비 1년 내외. 신규수주가 필요한 시점. 경쟁업체 감소, 용선료 반등, IMO2020 시행에 따른 벙커링 LNG선 발주 증가가 기대되는 상황

조선 커버리지 종목 투자의견 및 실적 요약

(단위: 원, %, 십억원, 배)

종목	한국조선해양		삼성중공업		대우조선해양		현대미포조선	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	155,000		9,000		34,000		54,000	
현주가(11/20)	116,000		6,780		26,550		41,150	
Upside	33.6		32.7		28.1		31.2	
	'19F	'20F	'19F	'20F	'19F	'20F	'18	'20F
매출액	14,893	15,269	7,163	7,945	8,512	8,072	3,031	2,986
영업이익	161	200	–445	42	279	504	110	121
OPM %	1.0	1.3	–6.2	0.5	3.3	6.2	3.6	4.1
OP %,yoy	*흑자전환*	*29.7*	*적자확대*	*흑자전환*	*–72.8*	*80.7*	*55.0*	*10.2*
지배순이익	184	94	–1,064	–58	138	303	75	86
자본총계	13,326	13,441	5,679	5,619	3,987	4,299	2,376	2,448
ROE	1.5	0.8	–17.1	–1.0	3.5	7.3	3.2	3.6
PBR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
PER	49.0	96.1	NA	NA	22.4	10.2	24.5	21.1

자료: 대신증권 Research Center

Top Picks

한국조선해양(009540)

글로벌 Big One으로 가는 길

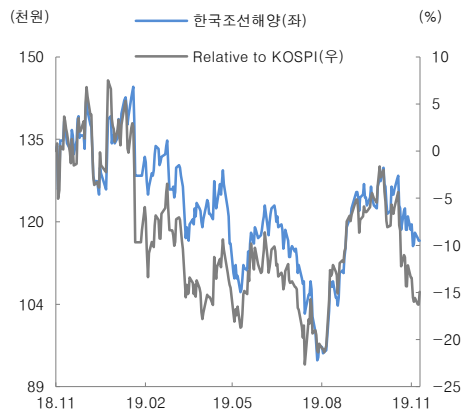
투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	155,000원 유지
현재주가 (19.11.20)	116,000원

KOSPI	2125.32
시가총액	8,210십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	354십억원
52주 최고/최저	144,500원 / 93,900원
120일 평균거래대금	217억원
외국인지분율	16.97%
주요주주	현대중공업지주 외 14 인 33.96% 국민연금공단 10.21%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-4.1	6.9	8.9	-15.9
상대수익률	-7.0	-1.4	5.4	-17.6

[Summary]

- 대형 조선사 중 유일하게 유가 하락기 이전 수주분의 미인도 물량이 없어 재무적 위험이 낮음. 연결 부채비율이 85.9%에 불과하고 순차입금 비율은 0.7%(2Q19까지 순현금)
- 내년 대우조선해양과의 합병 이슈가 있지만 장기 저상장 기조의 조선업 상황 상 기술경쟁력 확보와 경쟁 감소를 위해서는 합병이 필수적이라고 판단. 투자 관점에서는 합병의 성사 여부를 떠나 결과의 확정에 따른 불확실성 감소도 투자포인트라 판단
- 올해 신규수주는 기수주된 것으로 파악되는 1.5만 TEU 컨테이너선 11척 포함시 54.8% 수준으로 연간 목표치 대비 미흡하지만 보유 중인 LNG선 옵션분 10척, DF VLCC 10척(14억불 내외)에 대한 협의가 진행 중. 모잠비크, 카타르 등의 대형 LNG 프로젝트 등을 감안하면 현시점에서는 내년까지 시황 회복세가 지속될 것으로 판단



(십억원, 원 , %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	15,469	13,120	14,893	15,269	16,109
영업이익	15	-523	161	200	340
세전순이익	-27	-854	108	137	360
총당기순이익	2,693	-454	249	104	273
지배지분순이익	2,458	-489	184	94	252
EPS	37,625	-7,296	2,604	1,327	3,566
PER	2.6	NA	49.0	96.1	35.7
BPS	170,255	177,254	170,640	172,113	175,827
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	18.2	-4.3	1.5	0.8	2.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준.
자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center

한국조선해양(009540)

글로벌 Big One으로 가는 길

(단위 : 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액	15,469	13,120	14,886	15,269	3,043	3,124	3,251	3,711	3,269	3,923	3,643	4,052
yoy(%)	*-30.6*	*-15.2*	*13.5*	*2.6*	*0.0*	*-26.4*	*-5.1*	*-22.0*	*7.4*	*25.6*	*12.1*	*9.2*
분기매출비중(%)					*23.2*	*23.8*	*24.7*	*28.3*	*22.0*	*26.4*	*24.5*	*27.2*
매출원가	14,435	12,763	14,087	14,399	3,018	3,083	3,035	3,628	3,168	3,652	3,437	3,829
원가율(%)	*93.3*	*97.3*	*94.6*	*94.3*	*99.2*	*98.7*	*93.3*	*97.7*	*96.9*	*93.1*	*94.4*	*94.5*
매출총이익	1,034	357	799	870	24	42	207	84	101	271	205	223
gpm(%)	*6.7*	*2.7*	*5.4*	*5.7*	*0.8*	*1.3*	*6.4*	*2.3*	*3.1*	*6.9*	*5.6*	*5.5*
판관비	1,019	879	645	670	148	217	178	335	72	215	175	183
판관비율(%)	*6.6*	*6.7*	*4.3*	*4.4*	*4.9*	*7.0*	*5.5*	*9.0*	*2.2*	*5.5*	*4.8*	*4.5*
영업이익	15	-523	154	200	-124	-176	38	-252	28	55	30	40
yoy(%)	*-96.3*	*-3667.8*	*-129.5*	*29.7*	*0.0*	*-218.4*	*-43.4*	*227.7*	*-122.7*	*-131.6*	*-20.1*	*-116.0*
opm(%)	*0.1*	*-4.0*	*1.0*	*1.3*	*-4.1*	*-5.6*	*1.2*	*-6.8*	*0.9*	*1.4*	*0.8*	*1.0*

자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center