2017년 4월 3일 I Equity Research

조선 Overweight

앞으로 10년간 LNG선 416척 발주된다

- LNG선 발주전망은 초호황으로 진입했다
- LNG시장은 이미 성장세를 보이고 있다
- Top picks: 현대미포조선, 삼성중공업

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

삼성중공업(010620) I BUY I TP 17,000원(상향) I CP(3월31일) 11,200원

현대미포조선(010620) I BUY I TP 170,000원 I CP(3월31일) 88,600원

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 황주희
02-3771-8121
jh.hwang@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

Summary 3

2027년까지 LNG선 416척 발주 전망 3

1. 2030 아시아 LNG 성장의 핵심은 중국이 아닌 동남아 5

1) 동남아 국가들의 LNG 성장은 중국보다 2배 이상 더 크다 5

2) 2030년 중국의 LNG 수요 3~4배 성장 6

3) LNG 시장은 이미 움직이기 시작했다 7

2. LNG선 경쟁 분석 및 전망 8

1) LNG선 시장은 한국 조선업이 지배 8

2) LNG선 교체 수요 매우 크다 10

Top Picks 및 관심종목 12

삼성중공업 (010620) 13

현대미포조선 (010620) 17

2017년 4월 03일 I Equity Research

조선

앞으로 10년간 LNG선 416척 발주된다

LNG선 발주전망은 초호황으로 진입했다

Oxford 대학의 에너지 연구기관에 따르면 아시아 국가들의 2030년 LNG 수입량은 2015년과 비교해 62~123% 성장하는 것으로 전망되고 있다. Oxford의 LNG 전망 보고서는 2016년 3월에 작성된 것이므로 최근 중국의 석탄발전소 가동 중단에 따른 추가적인 수요성장은 전혀 반영되어 있지 않고 있다. 따라서 LNG 수요전망은 Oxford가 제시한 High Case(성장률 123%)를 상회할 가능성이 높은 것으로 보인다. Oxford가 제시한 LNG 수요성장을 고려한 LNG선 발주 전망은 2027년까지 416척이 될 것이다. 지난 30년간 LNG선 발주량이 440척인 것을 고려하면 앞으로 10년간 LNG선 발주 시장은 엄청난 호황기의 모습을 보이게 되는 것이다. LNG선 분야는 사실상 한국 조선소들이 지배하고 있다.

LNG시장은 이미 성장세를 보이고 있다

LNG 시장은 이미 성장세를 보이고 있다. 아시아 5개 국가의 지난해 LNG 수입량은 1.75억 톤으로 사상 최대치를 기록했다. 아시아 지역의 LNG 수요 성장은 중국과 인도가 견인하고 있다. 특히 한중일 3국의 LNG 수입가격은 2006년 이후 최저치를 보이고 있어 LNG 시장의 성장 가능성은 점점 높아지고 있다.

LNG 시장은 PNG 보다 더 높고 빠른 성장세를 보여주고 있다. LNG 가격은 하향 안정화된 모습을 보이고 있으며, 연비가 개선된 LNG선의 등장으로 LNG 수송비용은 더욱 낮아지고 있기 때문이다.

Top picks: 현대미포조선, 삼성중공업

조선업 Top picks로 삼성중공업과 현대미포조선을 제시한다. 삼성중공업은 3년 만에 투자의견을 중립에서 매수로 상향했다. **삼성중공업**은 2015년부터 주력 선박인 아프라막스 중심의 선박 수주를 늘리고 있으며 최근 LNG선 분야에서 전열을 가다듬고 경쟁에 다시 참여하는 모습을 보이고 있다. 삼성중공업의 지난 2년간 수주실적에서 아프라막스 탱커는 40%에 달하고 있다. **현대미포조선**은 MR탱커 분야 발주 전망이 매우 긍정적인 가운데 현대삼호중공업과의 합병 가능성은 현실적이지 못하는 데 주목할 필요가 있다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월31일)
삼성중공업	BUY	17,000원(상향)	11,200원
현대미포조선	BUY	170,000원	88,600원

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	14,367	14,634	11,778	11,905	12,111
영업이익	십억원	(1,435)	60	445	534	662
세전이익	십억원	(1,412)	27	497	578	708
순이익	십억원	(1,167)	(87)	414	481	590
EPS	원	(4,080)	(289)	1,010	1,173	1,440
증감률	%	적지	적지	흑전	16.14	22.76
PER	배	N/A	N/A	13.65	11.75	9.57
PBR	배	0.52	0.53	0.63	0.60	0.57
EV/EBITDA	배	N/A	21.98	11.83	10.12	8.26
ROE	%	(19.74)	(1.03)	4.69	5.17	5.97
BPS	원	24,078	22,880	23,890	25,063	26,502
DPS	원	0	0	0	0	0

주: 2개 사 합산

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 황주희
02-3771-8121
jh.hwang@hanafn.com

Summary

2027년까지 LNG선 416척 발주 전망

LNG선 발주전망은 지난 30년간 발주량을 상회하는 초호황기 돌입

2030년 LNG 물동량 성장
2015년 2.5억톤에서
4억톤(Low Case) 혹은
5.6억톤(High Case)으로 증가

Oxford 대학의 에너지 연구기관에 따르면 아시아 국가들의 2030년 LNG 수입량은 2015년과 비교해 62~123% 성장하는 것으로 전망되고 있다. Oxford의 LNG 전망 보고서는 2016년 3월에 작성된 것이므로 최근 중국의 석탄발전소 가동 중단에 따른 추가적인 수요성장이 전혀 반영되어 있지 않다. Royal Dutch Shell은 중국의 85기에 달하는 석탄발전소 가동중단으로 인한 LNG 수요 증가를 1억톤 이상으로 제시하고 있다. 따라서 LNG 수요전망은 Oxford가 제시한 High Case(성장률 123%)를 상회할 가능성이 매우 높은 것으로 보여진다.

아시아 성장만 가정했고
중국의 석탄발전소 가동중단이
반영되어 있지 않았으므로
실제 LNG 성장 더 높을 전망

Oxford가 제시한 LNG 수요 전망에 따르면, 전세계 LNG 물동량은 2015년 2.5억톤에서 2030년에는 4억톤(Low Case) ~ 5.6억톤(High Case)으로 성장하게 된다. 이를 고려한 LNG선 발주 전망은 2027년까지 282척(Low Case), 평균 416척, 550척(High Case)이 될 것이다. 지난 30년간 LNG선 발주량이 440척이므로 앞으로 10년간 LNG선 발주 시장은 엄청난 호황기의 모습을 보이게 되는 것이다. 2030년 LNG 물동량 성장에는 아시아지역에서의 성장만 고려했으며 아시아지역의 비중은 70% 수준이다.

LNG선 발주전망은
앞으로 10년간 416척 예상

지난 30년간 발주량 440척을
상회하는 초호황기 모습 전망

LNG 성장률 Low Case – LNG선 발주 전망 282척

2030년까지 1.5억 톤 늘었을 때
LNG선 282척 발주 전망

2030년 LNG 성장률을 2.5억톤에서 4억톤으로 성장하는데 따른 LNG선 발주량은 282척이 된다. 1.5억톤 물동량 성장에 따른 LNG선 필요 척수는 272척이며 현재 수주잔고 116척을 제외한 156척이 향후 10년간 필요한 신규 수요가 된다. 126척에 달하는 모스형 LNG선의 교체 수요를 포함하게 되면 2027년까지 LNG선은 282척이 발주될 것이다.

표 1. 2030 아시아 LNG 성장 Low Case(61.7% 성장)의 경우 LNG선 발주 전망 282척 (단위: bcm/y)

	2010	2015	2020	2025	2030
일본	96.4	115.7	86.0	86.5	80.6
한국	44.4	45.5	44.8	45.8	47.5
대만	15.2	19.7	20.3	21.6	22.9
중국	13.1	27.2	54.0	46.0	75.0
인도	12.2	19.9	30.0	50.0	66.0
싱가폴		2.8	6.6	10.7	13.8
태국		3.7	11.0	20.4	22.5
인도네시아					9.3
말레이시아		2.1	3.7	5.0	6.2
파키스탄		1.4	10.0	14.0	14.0
방글라데쉬			4.0	8.0	18.0
베트남				4.4	9.1
아시아 합계(bcm/y)	**181.3**	**238.0**	**270.4**	**312.4**	**384.9**
WORLD(bcm/y)		**338.3**			**547.1**
아시아 비중		70.4%			70.4%
전세계 LNG 물동량 증가량(bcm/y)					208.8
전세계 LNG 물동량(억톤) (아시아 성장만 가정)		**2.5**			**4.0**
전세계 LNG 물동량 증가량(억톤)					**1.5**
운항중인 LNG선(120K급 이상이며 RV18척 포함)		440			
척당 연간 화물 적재량(톤)		568,959			568,959
170K급 LNG선 화물 평균 적재량(톤)		85,000			
연간 선대 회전(회)		6.7			
물동량 성장에 따른 LNG선 필요 척수(척)					**272**
2017년 3월 LNG선 수주잔고(척)					116
수주잔고 제외한 LNG선 발주 수요(척)				①	156
모스형 LNG선 교체수요(척)				②	126
2027년까지 LNG선 발주전망(척)				①+②	**282**

자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자 추정

LNG 성장률 High Case – LNG선 발주 전망 550척

2030년까지 3.1억톤 늘었을 때 LNG선 550척 발주 전망

2030년 LNG 성장률을 2.5억톤에서 5.6억톤으로 성장하는데 따른 LNG선 발주량은 550척이 된다. 3.1억톤 물동량 성장에 따른 LNG선 필요 척수는 540척이다. 현재 수주잔고 116척을 제외한 424척이 향후 10년간 필요한 신규 수요가 된다. 126척에 달하는 모스형 LNG선의 교체 수요를 포함하게 되면 2027년까지 LNG선은 550척이 발주될 것이다.

표 2. 2030 아시아 LNG 성장 High Case(122.8% 성장)의 경우 LNG선 발주 전망 550척 (단위: bcm/y)

	2010	2015	2020	2025	2030
일본	96.4	115.7	124.6	124.7	120.3
한국	44.4	45.5	46.9	49.6	52.7
대만	15.2	19.7	22.4	26.8	32.1
중국	13.1	27.2	79.0	66.0	105.0
인도	12.2	19.9	36.0	60.0	79.2
싱가폴		2.8	6.9	11.4	14.9
태국		3.7	13.9	26.8	31.2
인도네시아				4.9	20.8
말레이시아		2.1	3.7	5.0	10.7
파키스탄		1.4	12.0	16.0	26.0
방글라데쉬			6.0	16.0	26.0
베트남				5.7	11.4
아시아 합계(bcm/y)	**181.3**	**238.0**	**351.4**	**412.9**	**530.3**
WORLD(bcm/y)		**338.3**			**753.8**
아시아 비중		70.4%			70.4%
전세계 LNG 물동량 증가량(bcm/y)					415.5
전세계 LNG 물동량(억톤) (아시아 성장만 가정)		**2.5**			**5.6**
전세계 LNG 물동량 증가량(억톤)					**3.1**
운항중인 LNG선(120K급 이상이며 RV18척 포함)		440			
척당 연간 화물 적재량(톤)		568,959			568,959
170K급 LNG선 화물 평균 적재량(톤)		85,000			
연간 선대 회전(회)		6.7			
물동량 성장에 따른 LNG선 필요 척수(척)					**540**
2017년 3월 LNG선 수주잔고(척)					116
수주잔고 제외한 LNG선 발주 수요(척)				①	424
모스형 LNG선 교체수요(척)				②	126
2027년까지 LNG선 발주전망(척)				①+②	**550**

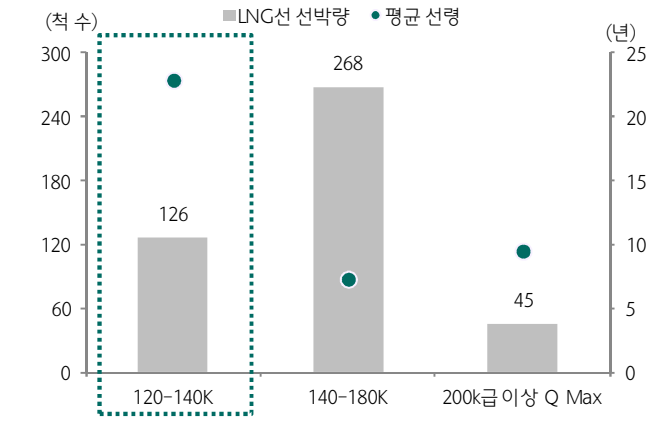
자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자 추정

126척의 모스형 LNG선부터 교체

126척의 모스형 LNG선은 평균 선령 23년이며 스팀터빈을 탑재하고 있어 연비 경쟁력이 낮다

현재 운항중인 440척의 LNG선 중 126척 규모의 모스형 LNG선은 선대 교체 가능성이 매우 높은 선박이다. 주로 일본에서 건조된 (120-140K급) 모스형 LNG선은 평균 선령은 23년, 추진엔진으로는 스팀터빈을 탑재하고 있다. 스팀터빈은 외연기관이므로 열효율이 낮아 연비가 좋지 못하다.

그림 1. 120-140K급 LNG선은 신조선 대체될 전망



자료: Clarksons, 하나금융투자

표 3. LNG선 엔진타입 점유율 (단위: %)

	200K + Q Max	140-180K	120-140K
Wartsila 50 DF		45.7	
MAN ME(디젤엔진)	92.3	0	
MAN ME-GI	7.7	10.7	
MAN 기타		6	
미쓰비시 (스팀터빈)			**61.6**
가와사키 (스팀터빈)			**30.8**
기타		37.6	7.7

자료: Clarksons, 하나금융투자

1. 2030 아시아 LNG 성장의 핵심은 중국이 아닌 동남아

1) 동남아 국가들의 LNG 성장은 중국보다 2배 이상 더 크다

2030년 동남아 국가들의 LNG 시장은 6~8배 성장

인도 중심의 동남아 LNG 성장은 중국보다 크다

인도를 중심으로 한 8개 동남아 국가들의 LNG 수요 성장은 중국보다 더 높은 것으로 전망되고 있다. 8개 동남아 국가들의 LNG 수요는 2015년 0.2억톤에서 2030년에는 1.2억톤~1.6억톤으로 성장할 것으로 전망된다.

동남아 국가들의 LNG 성장성은 2030년까지 6~8배 전망

동남아 국가들의 LNG 수요도 중국에 못지 않게 큰 폭의 성장성이 예상되는 것이다. 특히 LNG 수출국인 인도네시아는 2024년 이후 LNG를 수입하는 것으로 전망되고 있다.

표 4. 아시아 국가들의 LNG 수요 성장 전망(Low Case) (단위: tonne/y)

	2010	2015	2020	2025	2030
일본	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
한국	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
대만	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
중국	0.1	0.2	0.4	0.3	0.6
인도	**0.1**	**0.1**	**0.2**	**0.4**	**0.5**
싱가폴		**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.1**
태국		**0.0**	**0.1**	**0.2**	**0.2**
인도네시아					**0.1**
말레이시아		**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
파키스탄		**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
방글라데쉬			**0.0**	**0.1**	**0.1**
베트남				**0.0**	**0.1**
아시아 합계	1.3	1.8	2.0	2.3	2.8

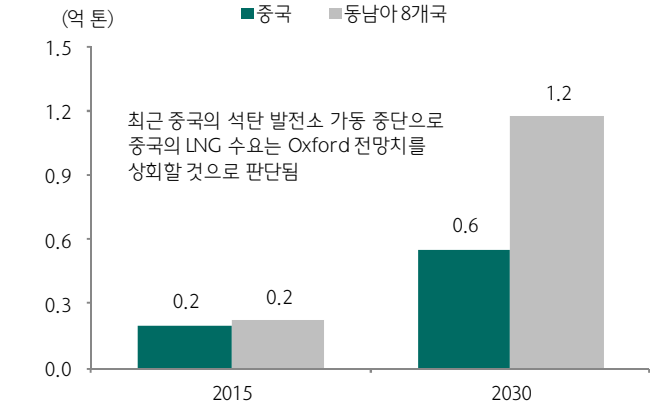
자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

표 5. 아시아 국가들의 LNG 수요 성장 전망(High Case) (단위: tonne/y)

	2010	2015	2020	2025	2030
일본	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
국	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
대만	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
국	0.1	0.2	0.6	0.5	0.8
인도	**0.1**	**0.1**	**0.3**	**0.4**	**0.6**
싱가폴		**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
태국		**0.0**	**0.1**	**0.2**	**0.2**
인도네시아					**0.2**
말레이시아		**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.1**
파키스탄		**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.2**
방글라데쉬			**0.0**	**0.1**	**0.2**
베트남				**0.0**	**0.1**
아시아 합계	1.3	1.8	2.6	3.0	3.9

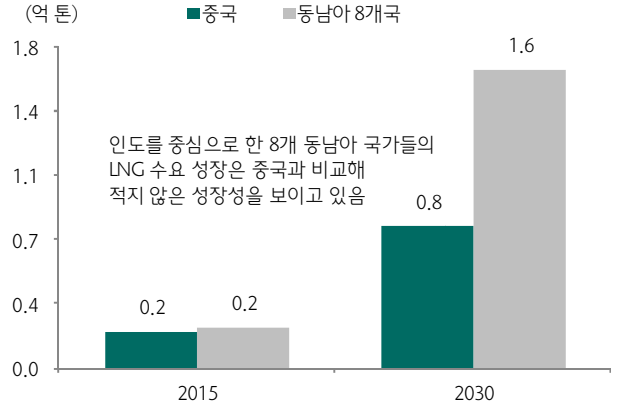
자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

그림 2. 2030년 LNG 수요 성장 전망(Low Case)



자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

그림 3. 2030년 LNG 수요 성장 전망(High Case)



자료 Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

2) 2030년 중국의 LNG 수요 3~4배 성장

(1) 석탄 발전소 가동 중단 고려하면 중국 LNG 성장은 전망치 상회할 전망

중국의 LNG 성장 잠재력은 전망치 이상으로 높다

중국의 LNG 수입량은 현재 0.2억톤 수준인데 2030년이면 수입량은 0.6억톤에서 0.8억톤 수준으로 늘어날 것으로 전망되고 있다. 하지만 최근 중국은 석탄발전소의 가동을 중단하고 건설계획을 취소하고 있으므로 중국의 LNG 수요는 전망치를 상회할 가능성을 배제하기 어렵다. 지난 1월 중국은 85기의 석탄발전소의 가동을 중단했는데 이와 관련해 Royal Ducth Shell은 중국에서만 추가적인 LNG 수요가 1억톤 이상 필요할 것으로 전망하고 있다.

표 6. 중국 천연가스 수요 공급 전망(Low Case) (단위: tonne/y)

	2015	2020	2025	2030
수요	1.4	2.1	2.6	3.1
내수 생산	1.0	1.3	1.5	1.7
PNG 미얀마	0.0	0.1	0.1	0.1
PNG 투르크	0.2	0.4	0.4	0.4
PNG 동시베리아			0.2	0.3
PNG 서시베리아				
LNG	0.2	0.4	0.3	0.6
공급	1.4	2.1	2.6	3.1

자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

표 7. 중국 천연가스 수요 공급 전망(High Case) (단위: tonne/y)

	2015	2020	2025	2030
수요	1.4	2.3	3.0	3.6
내수 생산	1.0	1.3	1.5	1.7
PNG 미얀마	0.0	0.1	0.1	0.1
PNG 투르크	0.2	0.4	0.5	0.5
PNG 동시베리아			0.3	0.3
PNG 서시베리아			0.1	0.2
LNG	0.2	0.6	0.5	0.8
공급	1.4	2.3	3.0	3.6

자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

표 8. 중국의 LNG 수요 전망

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
BCM/y	Low	13.1	17.8	19.9	25.3	25.8	27.2	27.0	32.5	38.0	43.5	54.0	54.8	55.6	52.4	49.2	46.0	45.4	52.8	60.2	67.6	75.0
	High	13.1	17.8	19.9	25.3	25.8	27.2	26.8	45.6	61.4	66.2	79.0	74.4	69.8	71.2	64.6	66.0	65.8	75.6	85.4	95.2	105.0
MTPA	Low	9.6	13.1	14.7	18.6	19.0	20.0	19.9	23.9	27.9	32.0	39.7	40.3	40.9	38.5	36.2	33.8	33.4	38.8	44.3	49.7	55.1
	High	9.6	13.1	14.7	18.6	19.0	20.0	19.7	33.5	45.1	48.7	58.1	54.7	51.3	52.4	47.5	48.5	48.4	55.6	62.8	70.0	77.2
Tonne	Low	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
	High	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8

자료: Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

(2) 중국의 PNG 사업은 아직 진행되지 못하고 있다.

중국-러시아간 PNG 사업성은 불투명해지고 있으며 공급량도 축소 움직임 예상

지난 2014-2015년 체결된 중국과 러시아간의 두 건의 PNG 계획은 2020년은 되어야 가스 공급이 가능할 것으로 보인다. 하지만 당시 러시아와 중국간의 협의되었던 PNG 공급 가격은 현재 LNG Spot 가격보다 높아 사업성은 불투명한 상황이며 공급량은 당초 계획보다 축소될 가능성이 제기되고 있는 것으로 알려지고 있다. (Russia likely to scale down China gas supply plans, http://www.reuters.com/article/us-russia-china-gas-exclusive-idUSKCN0UT1LG)

이에 반해 LNG 시장은 이미 움직이기 시작했으며 그 성장성은 점점 빨라지고 있다. 미국과 호주를 중심으로 LNG 물동량은 더욱 늘어날 준비도 되었다.

3) LNG 시장은 이미 움직이기 시작했다

(1) 2016년 5대 아시아 국가의 LNG 수입량은 최고치 달성

5대 아시아국가의 LNG수입량은 2007년과 비교해 56.6% 성장

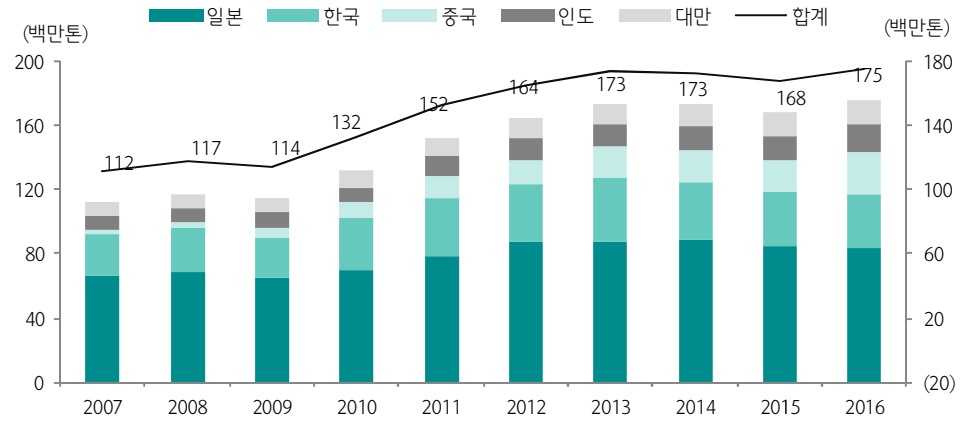
지난해 아시아 5대 국가의 LNG 수입량은 1.75억톤으로 사상 최고치를 달성했다. 2007년 1.1억톤과 비교해 지난해 LNG 수입량은 56.6% 성장한 것이다. 이미 LNG 성장은 시작되고 있는 것이다.

아시아의 LNG 시장 성장은 중국과 인도가 주도

지난 10년간의 LNG 수입량이 가장 크게 늘어난 국가는 중국이다. 중국의 지난 10년간의 LNG 수입량은 29.4%, 0.23억톤 증가되었다. 이는 일본의 지난 10년간의 증가량 0.17억톤을 상회하는 것이다.

그림 4. 2016년 아시아 국가들의 LNG 수입량은 사상 최대치 경신

5대 아시아 국가들의 LNG 합계 수입량



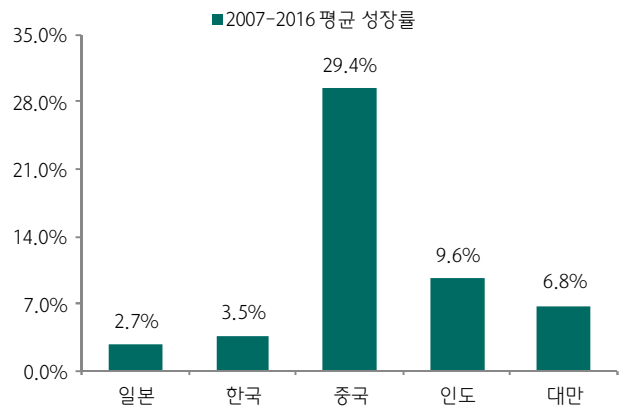
자료: MEES, 에너지경제신문, 하나금융투자

(2) 인도의 가파른 LNG 수요 증가

인도의 LNG 수요 성장은 중국에 못지 않게 높아지고 있다

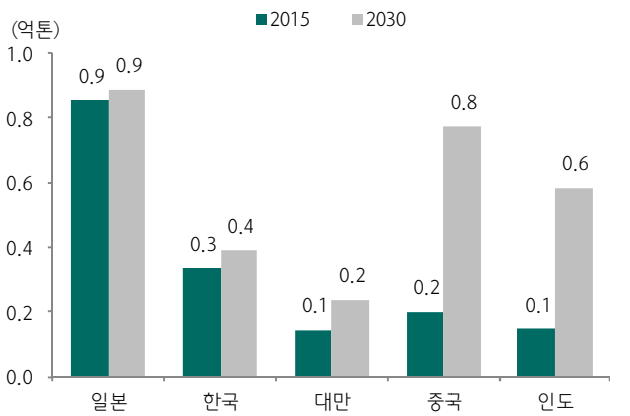
향후 LNG 수요가 크게 늘어날 것으로 기대되는 국가 중 한 곳은 인도이다. 인도의 LNG 수요 성장은 중국에 못지 않게 늘어날 것으로 보여지고 있다. 2015년 중국과 인도의 LNG 수요는 각각 0.2억톤과 0.1억톤인데 2030년이면 이들 국가의 LNG 수요는 각각 0.8억톤과 0.6억톤으로 대폭 늘어날 것으로 전망된다. 중국의 LNG 수요는 최근 석탄발전소 가동 중단을 고려해 중국의 수요전망을 더욱 상향할 필요가 있지만 인도에서의 LNG 수요 성장 역시 주목해야 할 것으로 판단된다.

그림 5. 지난 10년간 LNG 수입 성장률 비교



자료: MEES, 에너지경제신문, 하나금융투자

그림 6. 2030년 LNG 수요 전망



자료 Oxford Institute for Energy Studies, 하나금융투자

2. LNG선 경쟁 분석 및 전망

1) LNG선 시장은 한국 조선업이 지배

(1) 한국 조선업의 LNG선 인도 점유율은 80%

지난 10년간 LNG선 인도실적
한국 191척
일본 27척
중국 11척

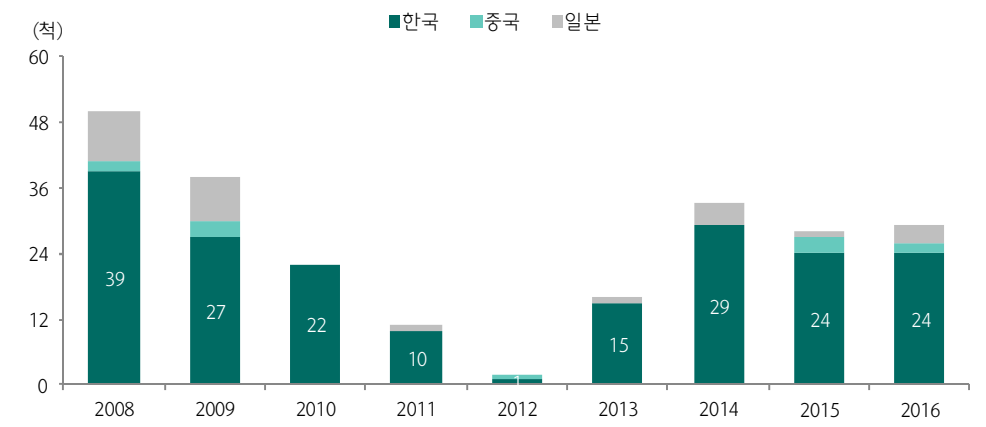
전세계 LNG선 인도량에서 한국 조선업이 차지하는 비중은 80% 이상이다. 2008년 이후 지난해까지 전세계 LNG선은 232척 인도되었는데 이 중 한국 조선업에 의해 인도된 LNG선은 191척으로 82.3%의 인도 점유율을 보이고 있다. LNG선 건조 분야는 사실상 한국 조선업이 지배하고 있는 것이다.

일본과 중국의 LNG선은 한국에 비해 현저히 낮은 경쟁력을 보이고 있다. 일본 조선업은 모스형 LNG선을 건조하고 있으며 추진기관으로 Steam Trubine을 탑재하고 있다. 일본의 LNG선은 한국의 LNG선과 비교해 연비 경쟁력이 크게 낮은 것이다. 중국은 후동중화조선이 10척의 LNG선을 건조한 경험이 있지만 9척은 Steam Turbine을 탑재했으며 DF 발전기 탑재 실적은 이제 1척에 불과하다. 한국 조선업은 LNG선의 추진기관으로 ME-GI로 달라지면서 연비는 더욱 개선시켰다.

한국의 LNG선 건조 경쟁력은 중국과 일본과의 격차를 더욱 늘려 버린 것이다.

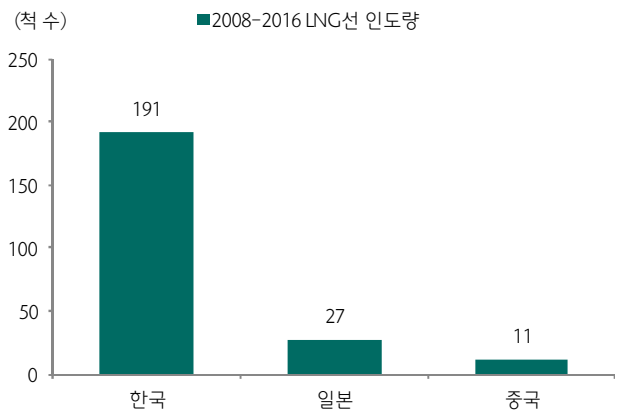
전세계 LNG선 인도실적에서 한국이 차지하는 비중은 80%

그림 7. 국가별 LNG선 인도 실적(120K급 이상)



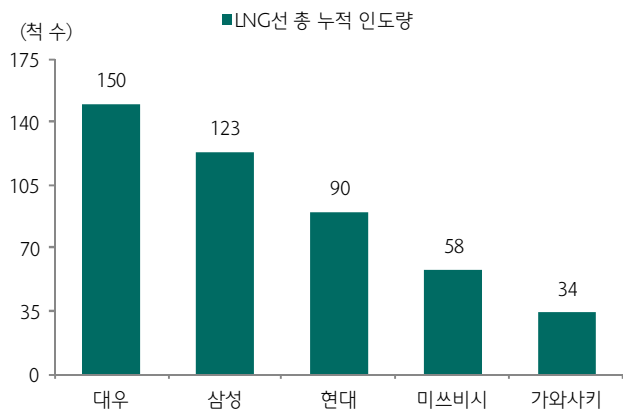
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 8. 지난 10년간 국가별 LNG선 누적 인도실적(120K급 이상)



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 9. 조선소별 LNG선 총 누적 인도실적(120K급 이상)



자료 Clarksons, 하나금융투자

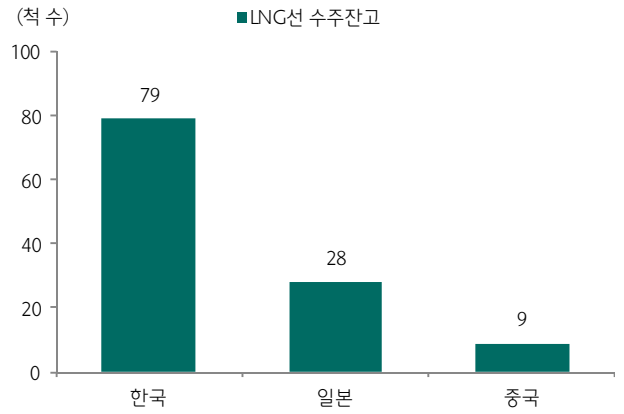
삼성중공업은 최근 LNG선에 ME-GI엔진 탑재하면서 LNG선 경쟁 참여 재개

(2) 대우조선해양과 삼성중공업의 LNG선 경쟁

LNG선은 역사적으로 대우조선해양과 삼성중공업이 경쟁관계를 보여왔었다. 2000년대 초반에는 대우조선해양이 LNG선 건조시장을 주도했었다. 대우조선해양이 최초로 멤브레인형 LNG선을 건조한 이력을 갖고 있었고 이를 바탕으로 2000년 2월 벨기에 Exmar로부터 한국 최초의 해외 LNG선을 수주했기 때문이다. 하지만 당시 한국의 LNG선은 일본 가와사키로부터 조달한 Steam Trubine을 탑재하고 있었는데, 2006년 삼성중공업이 최초로 DF 발전기를 탑재하면서 LNG선 건조시장은 삼성중공업이 주도권을 갖게 되었다. 2005년 이후 삼성중공업이 가장 많은 LNG선 수주실적을 갖게 된 배경은 여기에 있는 것이다.

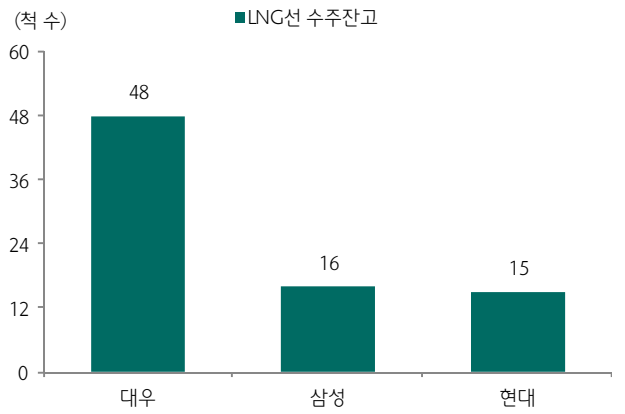
대우조선해양은 2012년 12월 Teekay로부터 ME-GI가 탑재된 LNG선을 최초로 수주하면서 LNG선 수주잔고 1위 조선소로 변모되었다. ME-GI는 LNG를 사용하는 디젤엔진으로 DF발전기가 탑재된 LNG선에 비해 연비가 30% 가량 개선되며 기화율 문제가 보완된다. ME-GI탑재 LNG선은 운항을 시작한지 1년이 지나 연비 개선효과는 검증되었다. ME-GI엔진의 성능이 검증되면서 LNG선 발주수요는 더욱 늘어나는 모습을 보이고 있다. 삼성중공업 역시 최근 LNG선에 ME-GI를 탑재하기 시작하면서 LNG선 수주 경쟁에 다시 참여하기 시작했다.

그림 10. 국가별 LNG선 수주잔고



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 11. 한국 조선업 LNG선 수주잔고



자료 Clarksons, 하나금융투자

표 9. 역사적 LNG선 수주실적(120K급 이상)

	삼성중	대우조선	현대중	한진중	STX조선	미쓰비시	가와사키	이마바리	미쓰이	후동중화	기타	합계
2000	2	6	1			4	1		1		5	20
2001	5	7	1			2			2		4	21
2002		4	4			3	5		1		3	20
2003	9	3	13				2				1	15
2004	18	19	8	1		8	5		1	2	4	70
2005	11	9	3	2		3	2			3	11	48
2006	11	10				2	3				6	36
2007	8	9			1		1				7	26
2008	2	2					1					5
2009											0	
2010	4									1	1	6
2011	18	9	6	4	3	4				4	2	50
2012	4	4	7	6	3	3	2			4	2	35
2013	14	6	9			2	2			2	9	44
2014	**5**	**29**	8	0		1	4			4	6	57
2015	2	7	4			8	2	4			2	29
2016	2	3	2									7
2017.03	1	2	3								1	7

자료: Clarksons, 하나금융투자

2) LNG선 교체 수요 매우 크다

(1) 440척의 LNG선, 결국은 모두 신조선으로 대체될 전망

연비의 중요성으로 LNG선 추진엔진의 점유율 급격한 변화

M.A.N의 ME-GI를 선택하는 선주의 수가 늘어나고 있다

LNG선 분야에서 추진엔진의 점유율 변화가 가파르게 나타나고 있다. M.A.N의 ME-GI는 2011년 점유율 2%에 불과했지만 2015년 30% 가까운 수준으로 성장했고 현재는 한국 조선업의 LNG선 수주에는 대부분 ME-GI가 선택되고 있다. 특히 Teekay가 대우조선해양으로부터 인도받은 LNG선(ME-GI탑재)이 운항을 시작한 지 1년이 지나면서 선주들의 선택은 ME-GI로 달라져가고 있는 것이다. 이에 따라 기존 LNG선의 추진엔진으로 탑재되었던 Wartsila의 DF는 점유율이 크게 하락했으며 ME-GI의 대항마였던 XDF(RT FLEX 50DF)는 결국 중국에 사업부가 매각되는데 이르렀다. 초기 대우조선해양이 주도하던 ME-GI 탑재실적은 삼성중공업과 현대중공업으로도 확산되기 시작했으며 이들 선박의 인도량이 늘어날수록 기존에 운항중인 440척의 LNG선이 시차를 두고 모두 신조선으로 대체되어 갈 것이다.

표 10. LNG선 추진엔진 점유율 변화-(ME-GI 점유율의 가파른 상승)

	2011	2012	2013	2014	2015
MAN B&W (ME-GI)	2.00%	4.30%	13.20%	25.70%	28.20%
Wärtsilä (바르질라)	74.00%	78.70%	73.70%	65.30%	60.90%
Mitsubishi (스팀터빈)	0.00%	2.10%	9.20%	7.90%	10.00%
Kawasaki (스팀터빈)	24.00%	14.90%	3.90%	1.00%	0.90%

자료: Clarksons, 하나금융투자

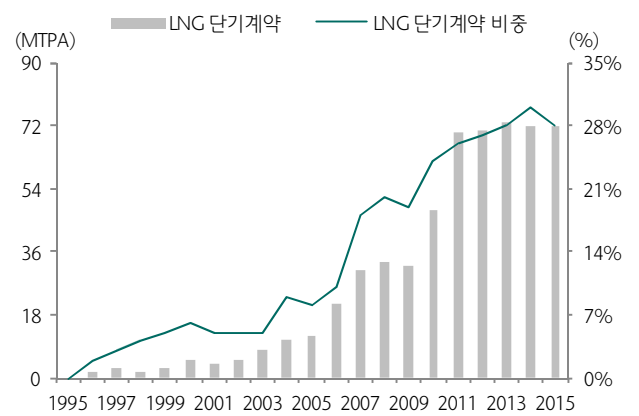
(2) 용선료 약세될수록 ME-GI 탑재된 LNG선 수요는 더욱 증가

낮은 용선료와 Spot 시장성장은 LNG선 교체수요를 유발

현재 운항중인 440척의 LNG선은 결국 시차를 두고 모두 신조선으로 대체되어 갈 것으로 전망

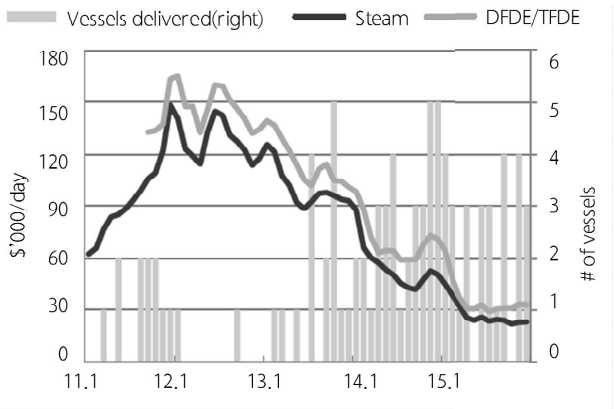
LNG선 용선료는 2012년만 하더라도 17만 달러/일 이었지만 현재는 3만 달러/일 수준으로 크게 하락했다. LNG선의 하루 운항 비용은 3만 달러 수준인 것을 고려하면 현재 용선료는 운항 비용을 겨우 커버하는 수준에 지나지 못한 것이다. 이러한 가운데 ME-GI가 탑재된 LNG선의 하루 비용 절감효과는 1.5만 달러에서 2만 달러 수준으로 알려지고 있으며 실제 운항을 통해 그 효과가 검증되었다. LNG선 인도실적이 계속되고 있어 용선료의 상승 압력은 현재로서는 낮은 상황이므로 ME-GI가 탑재된 LNG선의 선호도는 더욱 높아질수 밖에 없게 되었다. 게다가 LNG시장은 과거와 달리 4년 미만의 Spot 시장이 성장하고 있어 LNG선의 용선시장은 확대되고 있다. 용선시장이 성장할수록 연비의 중요성은 높아지게 된다. 현재 운항중인 440척의 LNG선박은 결국 시차를 두고 모두 ME-GI가 탑재되는 새로운 선박으로 달라지게 될 것이다.

그림 12. LNG Spot 및 단기계약 추이(4년 미만의 공급 계약)



자료: IHS, BP Review, 하나금융투자

그림 13. LNG선 인도량 늘어나면서 용선료는 하락



자료 IHS, 하나금융투자

(3) FSRU 시장의 성장도 주목

FSRU, 조선업의 새로운 성장 시장

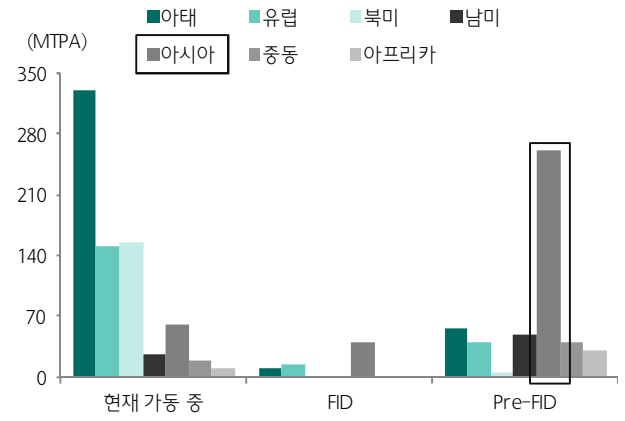
LNG수입 터미널은 FSUR로 빠르게 대체되고 있다

LNG FSRU(Floating Storage Re-gasification Unit) 시장이 성장하고 있다. FSRU는 LNG 육상 수입 터미널을 대체하는 것으로 과거 건설사들의 시장이었는데 최근 조선소들이 FSRU 수주를 통해 시장을 가져오고 있다.

FSRU는 LNG선박과 동일한데 차이는 추진엔진을 제거하고 기화장치를 탑재하는 것이다. 가격은 LNG선박에 비해 0.4억 달러 더 높게 형성되어 있다. LNG선에 기화장치를 탑재해서 운항능력을 갖춘 설비는 LNG RV(Re-gasification Vessel)도 조선소들의 새로운 시장으로 떠오르고 있다.

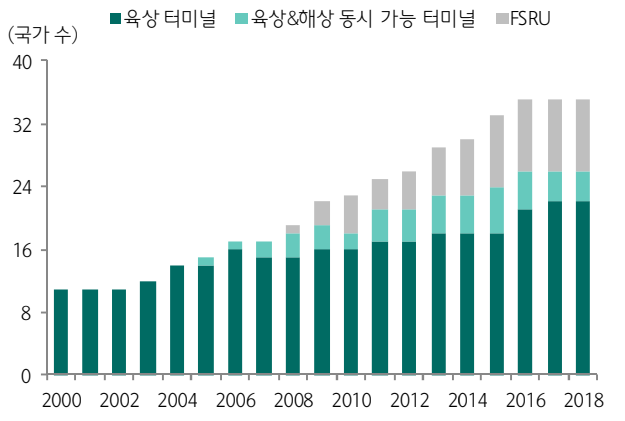
FSRU의 건조원가는 육상 LNG 수입터미널 공사 원가에 비해 절반에 지나지 않으며 건조기간도 짧다는 장점이 있다. 이러한 영향으로 FSRU를 도입하는 국가의 수는 늘어나고 있으며 FSRU의 총 용량(Capacity)는 빠르게 늘어나고 있다.

그림 14. LNG수입 터미널 및 투자 수요(2016년 1월)



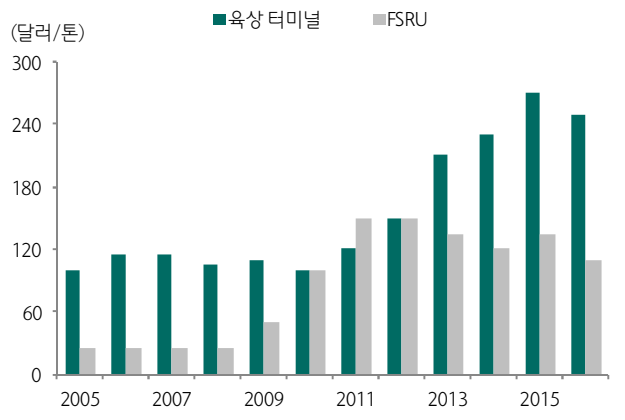
자료 IHS Global, 하나금융투자

그림 15. FSRU 투자 늘리는 국가 증가



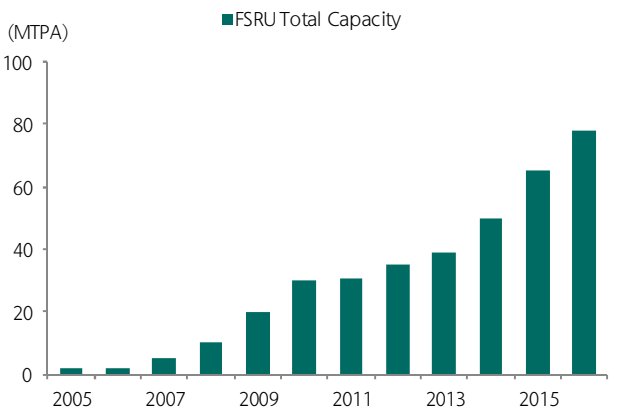
자료 IHS Global, 하나금융투자

그림 16. 육상 터미널에 비해 FSRU 투자 원가 매력적



자료 IHS Global, 하나금융투자

그림 17. FSRU 총 처리용량 빠르게 증가



자료 IHS Global, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

삼성중공업 (010620) 13

현대미포조선 (010620) 17

2017년 4월 3일

삼성중공업 (009540)

아프라막스 탱커와 LNG선의 쌍두마차

주력 선박인 아프라막스급 탱커에 다시 집중

삼성중공업은 지난해부터 주력선박인 아프라막스급 원유 운반선에 다시 집중하는 모습을 보이고 있다. 현재 삼성중공업의 수주잔고는 61척이며 단일 선종 수주잔고는 LNG선 14척, 아프라막스급 탱커 12척이다. 2015년 이후 수주선박의 40%는 아프라막스 탱커이다. 석유시장의 공급과잉은 원유 해상 물동량을 늘려주고 있으며 운송 루트의 변화로 아프라막스급과 수에즈막스급 같은 중대형 탱커에서도 선박 수요는 늘어나고 있다.

삼성중공업은 아프라막그급과 수에즈막스급 탱커 분야 건조 1위 조선소이다. 삼성중공업은 아프라막스 탱커와 같은 주력 선박에 다시 집중하면서 영업실적은 점진적인 회복세를 보일 것으로 기대된다.

LNG선 경쟁을 위한 재정비 완료

삼성중공업은 LNG선 분야의 경쟁을 위한 전열을 가다듬고 있다. 삼성중공업은 최근 LNG선의 건조에 ME-GI를 탑재하기 시작했다는 점에서 LNG선 분야에서 경쟁 참여를 재개하고 있는 것으로 보여진다.

향후 10년간 400척을 상회하는 LNG선이 발주될 것이고 교체수요까지 고려한다면 발주량 성장의 수혜를 삼성중공업도 가져가게 될 것으로 기대된다.

목표주가 17,000원(상향), 투자의견 BUY(상향)

삼성중공업에 대한 투자의견을 3년 만에 중립에서 매수로 상향한다. 해양산업에 대한 불확실성이 높아지면서 삼성중공업에 대한 투자의견을 중립으로 제시해왔지만, 해양산업 불확실성은 주가에 충분히 반영되었고 그 영향 역시 모두 노출된 것으로 볼 수 있다. 해양산업에 대한 불확실성 보다는 주력선박인 아프라막스 탱커와 떠오르고 있는 LNG선 분야에서의 경쟁관계를 향후 주가 전망에 더 큰 무게를 두어야 할 것으로 판단된다. P/B 0.9배를 적용해 삼성중공업 목표주가를 기존 11,000원에서 17,000원으로 상향한다.

Update

BUY

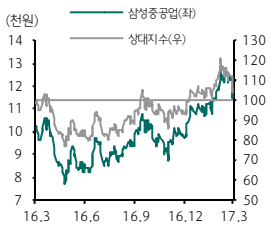
I TP(12M): 17,000원(상향) I CP(3월31일): 11,200원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,160.23
52주 최고/최저(원)	12,350/7,238
시가총액(십억원)	4,368.0
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	390,000.0
60일 평균 거래량(천주)	2,450.4
60일 평균 거래대금(십억원)	26.9
17년 배당금(예상,원)	0
17년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	19.39
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 8 인	23.22
Templeton Asset Management, Ltd. 외 3 인	5.13

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.0	19.5	16.8
상대	(3.2)	13.1	7.9

Consensus Data	2017	2018
매출액(십억원)	7,555.6	6,953.6
영업이익(십억원)	124.1	140.1
순이익(십억원)	100.4	117.1
EPS(원)	255	296
BPS(원)	15,893	16,203

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	9,714.4	10,414.2	7,689.0	7,875.0	7,893.0
영업이익	십억원	(1,501.9)	(147.2)	211.9	276.2	338.4
세전이익	십억원	(1,461.8)	(68.9)	255.3	312.5	375.9
순이익	십억원	(1,205.4)	(121.2)	228.2	277.2	336.4
EPS	원	(4,530)	(433)	585	711	862
증감률	%	적전	적지	흑전	21.5	21.2
PER	배	N/A	N/A	19.15	15.76	12.99
PBR	배	0.48	0.50	0.59	0.56	0.54
EV/EBITDA	배	N/A	44.49	14.12	12.32	10.51
ROE	%	(24.66)	(2.31)	3.58	4.18	4.85
BPS	원	19,570	18,545	19,130	19,840	20,703
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 황주희
02-3771-8121
jh.hwang@hanafn.com

투자의견 매수로 상향

목표주가 17,000원
투자의견 BUY

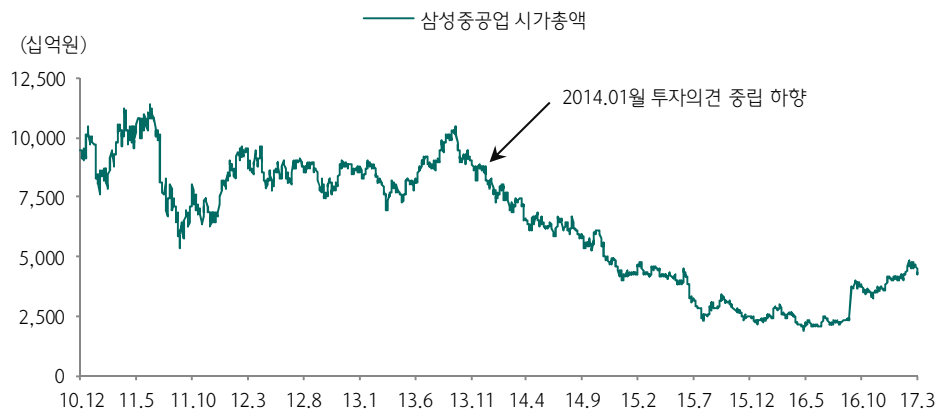
삼성중공업 투자의견을 3년 만에 매수로 상향하고 목표주가를 11,000원에서 17,000원으로 상향한다. 목표주가는 2018년 PBS 19,840원에 PBR 0.9배를 적용했다. 삼성중공업 현재 주가 수준은 해양산업에 대한 불확실성이 충분히 반영되었고 그 영향 역시 모두 노출된 것으로 볼 수 있다. 따라서 해양산업에 대한 주가 더 있을 것으로 전망된다.

주력인 아프라막스 탱커 집중과
LNG선 경쟁 참여에
주가 전망 무게 중심 두어야 할 것

삼성중공업은 지난해들어 주력 선박인 아프라막스급 탱커 수주를 늘리고 있으며 LNG선 분야에서 경쟁참여를 위한 전열을 가다듬고 있다. 상선분야에서의 움직임을 향후 주가전망에 더 큰 무게중심을 두어야 할 것으로 판단된다.

그림 1. 3년 만에 삼성중공업 투자의견 매수로 상향

주력선박인 아프라막스급 탱커에
대한 비중 증가와
LNG선 분야 경쟁 재개를 이유로
투자의견 매수로 상향



자료: Bloomberg, 하나금융투자

전통의 아프라막스급 탱커 강자

아프라막스급과 수에즈막스급
탱커 분야에서 삼성중공업은
건조 1위 조선소

삼성중공업은 현재 수주잔고 61척을 갖고 있으며 선종별로 LNG선 14척과 아프라막스급 탱커 12척을 갖고 있다. 지난해부터 수주를 늘리고 있는 선종은 주력 선박인 아프라막스급 탱커이다. 삼성중공업은 역사적으로 174척의 아프라막스급 탱커 건조실적을 갖고 있으며 수에즈막스급 탱커 분야에서도 현대중공업과 선두를 다투고 있다. 석유시장의 공급과잉과 운송루트의 변화로 아프라막스급 이상의 중대형 탱커 발주 수요는 계속되고 있다. 아프라막스 탱커 분야 시황 호조는 삼성중공업의 성장여력을 높여주게 될 것이다.

표 1. 아프라막스급 탱커(원유 운반선) Top 5 조선소

순위	조선소	인도량	DWT	평균DWT	국가
1	Samsung HI	174	19,251,984	110,643	한국
2	Hyundai HI (Ulsan)	149	15,861,436	106,452	한국
3	Sumitomo (Yokosuka)	106	11,134,563	105,043	일본
4	Hyundai Samho HI	74	8,255,971	111,567	한국
5	Daewoo (DSME)	60	6,442,783	107,379	한국

자료: Clarksons, 하나금융투자

표 2. 수에즈막스급 탱커(원유 운반선) Top 5 조선소

순위	조선소	인도량	DWT	평균DWT	국가
1	Samsung HI	115	17,857,233	155,280	한국
2	Hyundai HI (Ulsan)	111	17,463,762	157,331	한국
3	Hyundai Samho HI	82	13,125,126	160,062	한국
4	Daewoo (DSME)	66	10,336,900	156,619	한국
5	Jiangsu Rongsheng	37	5,783,908	156,321	중국

자료: Clarksons, 하나금융투자

아프라막스급 탱커에 대한 집중

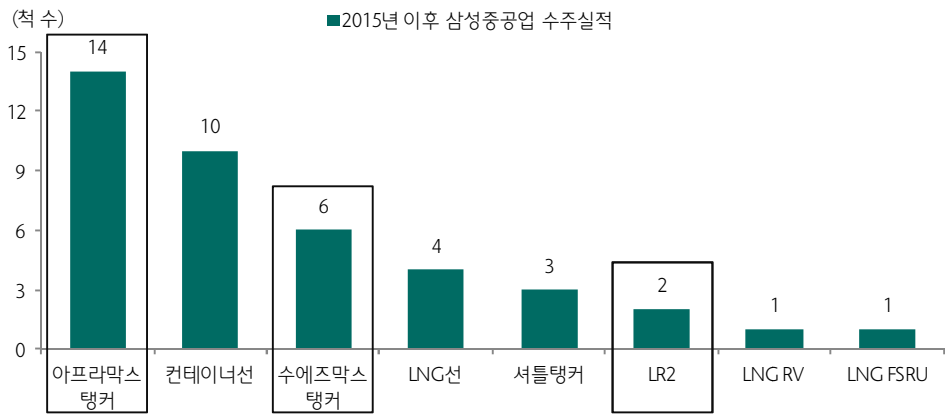
2015년 이후 삼성중공업 수주에서 아프라막스급 탱커 비중은 39%

2015년부터의 수주실적을 살펴보면 삼성중공업은 주력 선박인 아프라막스급 탱커와 수에즈막스급 탱커에 집중하고 있는 모습을 볼 수 있다. 2015년 이후 삼성중공업은 41척의 선박을 수주했는데 이중 아프라막스 탱커는 14척으로 가장 많으며 수에즈막스 탱커도 6척을 수주했다. LR2탱커 역시 아프라막스급과 동급인 것으로 고려하면 삼성중공업의 수주실적에서 아프라막스급 탱커의 비중은 40%에 달하게 된다.

삼성중공업의 향후 수주전망은 아프라막스급 탱커를 주력으로 수주를 늘리면서 LNG선도 추가로 수주실적을 늘려갈 것으로 기대된다.

그림 2. 삼성중공업의 2015년 이후 수주실적

41척의 수주실적에서 아프라막스급 탱커 수주는 16척
원유 운반선 14척
LR2급 2척



자료: Clarksons, 하나금융투자

LNG선 분야에서의 경쟁 참여

삼성중공업은 ME-GI엔진 탑재를 시작하면서 LNG선 분야 경쟁 참여 시작

삼성중공업 역시 최근 LNG선 건조과정에서 ME-GI엔진 탑재를 시작하면서 LNG선 분야에서의 경쟁을 다시 재개하였다. 대우조선해양이 ME-GI엔진을 선점했을 당시 삼성중공업은 경쟁 엔진인 Wärtsiä의 XDF(RT FLEX 50DF)엔진으로 경쟁을 시작했지만, Wärtsilä엔진은 기술적 특성인 methane slip 현상으로 M.A.N의 ME-GI에 주도권을 뺏기게 되었고 그 결과 대우조선해양이 최근 몇년간 LNG선 수주를 크게 늘릴 수 있었다. 삼성중공업은 ME-GI엔진 탑재를 시작하면서 LNG선 수주 경쟁을 다시 시작하고 있다.

2017년 실적 전망

연결기준 실적전망
매출액 7조6,890억원
영업이익 2,119억원
영업이익률 2.8%

삼성중공업의 2017년 연결기준 실적전망은 매출액 7조6,890억원, 영업이익 2,119억원으로 영업이익률은 2.8%로 기대된다. 해양산업이 줄어들면서 매출실적은 줄어들지만 주력 선박의 건조 비중이 늘어나면서 영업이익은 점진적인 회복세를 보일 것으로 기대된다.

표 3. 삼성중공업 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017F	2018F
매출액	2,530	2 721	2,778	2,386	1,870	1,970	1,870	1,979	10,414	7,689	7,875
영업이익	6	-284	84	46	37	20	56	99	-147	212	276
영업이익률	0.2%	-10.4%	3.0%	1.9%	2.0%	1.0%	3.0%	5.0%	-1.4%	2.8%	3.5%
지배주주 순이익	17	-186	130	-82	39	27	60	101	-121	228	277
순이익률	0.7%	-6.8%	4.7%	-3.4%	2.1%	1.4%	3.2%	5.1%	-1.2%	3.0%	3.5%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**9,714.4**	**10,414.2**	**7,689.0**	**7,875.0**	**7,893.0**
매출원가	10,676.1	9,939.1	7,215.2	7,389.8	7,406.6
매출총이익	(961.7)	475.1	473.8	485.2	486.4
판관비	540.3	622.3	261.8	209.1	148.0
영업이익	**(1,501.9)**	**(147.2)**	**211.9**	**276.2**	**338.4**
금융손익	(10.2)	(97.2)	(49.7)	(40.6)	(32.5)
종속/관계기업손익	(0.7)	(0.4)	93.0	77.0	70.0
기타영업외손익	50.9	175.9	0.0	0.0	0.0
세전이익	**(1,461.8)**	**(68.9)**	**255.3**	**312.5**	**375.9**
법인세	(249.7)	69.8	59.0	73.5	86.0
계속사업이익	(1,212.1)	(138.8)	196.3	239.0	289.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(1,212.1)**	**(138.8)**	**196.3**	**239.0**	**289.9**
비지배주주지분 순이익	(6.7)	(17.5)	(32.0)	(38.2)	(46.6)
지배주주순이익	**(1,205.4)**	**(121.2)**	**228.2**	**277.2**	**336.4**
지배주주지분포괄이익	(1,248.8)	883.3	137.7	167.8	203.4
NOPAT	(1,245.4)	(296.3)	163.0	211.2	261.0
EBITDA	(1,198.2)	169.7	512.8	553.0	593.9
성장성(%)					
매출액증가율	(24.6)	7.2	(26.2)	2.4	0.2
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	29.6	23.6
EBITDA증가율	적전	흑전	202.2	7.8	7.4
영업이익증가율	적전	적지	흑전	30.3	22.5
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	21.5	21.4
EPS증가율	적전	적지	흑전	21.5	21.2
수익성(%)					
매출총이익률	(9.9)	4.6	6.2	6.2	6.2
EBITDA이익률	(12.3)	1.6	6.7	7.0	7.5
영업이익률	(15.5)	(1.4)	2.8	3.5	4.3
계속사업이익률	(12.5)	(1.3)	2.6	3.0	3.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**10,110.5**	**9,950.8**	**9,557.9**	**10,281.7**	**10,864.3**
금융자산	2,874.6	2,546.2	3,415.0	3,844.0	4,373.8
현금성자산	983.5	984.1	2,119.1	2,485.9	3,004.6
매출채권 등	4,684.9	5,576.6	4,626.3	4,848.4	4,888.2
재고자산	1,449.0	1,226.1	1,017.2	1,066.0	1,074.7
기타유동자산	1,102.0	601.9	499.4	523.3	527.6
비유동자산	**7,191.1**	**7,266.7**	**6,925.0**	**6,657.7**	**6,403.9**
투자자산	625.5	239.8	198.9	208.4	210.2
금융자산	619.8	236.3	196.0	205.4	207.1
유형자산	5,582.8	6,442.4	6,166.4	5,908.1	5,666.2
무형자산	101.7	96.1	71.3	52.8	39.2
기타비유동자산	881.1	488.4	488.4	488.4	488.3
자산총계	**17,301.6**	**17,217.5**	**16,482.8**	**16,939.4**	**17,268.2**
유동부채	**9,570.1**	**9,045.7**	**8,160.8**	**8,367.6**	**8,404.6**
금융부채	3,190.0	4,844.3	4,675.3	4,714.8	4,721.9
매입채무 등	4,835.9	3,525.2	2,924.5	3,064.9	3,090.0
기타유동부채	1,544.2	676.2	561.0	587.9	592.7
비유동부채	**3,465.7**	**1,896.4**	**1,850.5**	**1,861.2**	**1,863.1**
금융부채	3,156.5	1,626.8	1,626.8	1,626.8	1,626.8
기타비유동부채	309.2	269.6	223.7	234.4	236.3
부채총계	**13,035.8**	**10,942.2**	**10,011.3**	**10,228.8**	**10,267.8**
지배주주지분	**4,237.3**	**6,264.3**	**6,492.6**	**6,769.7**	**7,106.2**
자본금	1,155.0	1,950.6	1,950.6	1,950.6	1,950.6
자본잉여금	423.5	758.4	758.4	758.4	758.4
자본조정	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액	35.6	1,006.0	1,006.0	1,006.0	1,006.0
이익잉여금	3,593.5	3,519.6	3,747.8	4,025.0	4,361.4
비지배주주지분	**28.4**	**11.0**	**(21.0)**	**(59.1)**	**(105.7)**
자본총계	**4,265.7**	**6,275.3**	**6,471.6**	**6,710.6**	**7,000.5**
순금융부채	3,471.9	3,924.9	2,887.1	2,497.6	1,974.8

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(4,530)	(433)	585	711	862
BPS	19,570	18,545	19,130	19,840	20,703
CFPS	(2,624)	2,123	1,553	1,615	1,702
EBITDAPS	(4,503)	606	1,314	1,417	1,522
SPS	36,506	37,203	19,710	20,186	20,233
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	19.1	15.8	13.0
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
PCFR	N/A	4.4	7.2	6.9	6.6
EV/EBITDA	N/A	44.5	14.1	12.3	10.5
PSR	0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	(24.7)	(2.3)	3.6	4.2	4.8
ROA	(7.0)	(0.7)	1.4	1.7	2.0
ROIC	(16.1)	(3.4)	1.7	2.3	2.9
부채비율	305.6	174.4	154.7	152.4	146.7
순부채비율	81.4	62.5	44.6	37.2	28.2
이자보상배율(배)	(34.8)	(2.1)	1.9	2.5	3.1

자료: 하나금융투자

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**620.3**	**(1,554.8)**	**997.0**	**399.0**	**524.5**
당기순이익	(1,212.1)	(138.8)	196.3	239.0	289.9
조정	23.9	724.4	300.8	276.8	255.5
감가상각비	303.7	316.9	300.9	276.8	255.5
외환거래손익	(27.0)	10.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(253.5)	397.8	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	1,808.5	(2,140.4)	499.9	(116.8)	(20.9)
투자활동 현금흐름	**(1,080.7)**	**129.5**	**307.0**	**(71.8)**	**(12.8)**
투자자산감소(증가)	(76.5)	386.1	40.9	(9.5)	(1.7)
유형자산감소(증가)	(570.4)	(109.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(433.8)	(146.7)	266.1	(62.3)	(11.1)
재무활동 현금흐름	**1,103.7**	**1,391.7**	**(169.0)**	**39.5**	**7.1**
금융부채증가(감소)	1,426.6	124.6	(169.0)	39.5	7.1
자본증가(감소)	0.0	1,130.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(271.6)	136.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	(51.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**642.6**	**0.6**	**1,135.0**	**366.8**	**518.7**
Unlevered CFO	(698.2)	594.2	605.8	630.0	663.9
Free Cash Flow	12.1	(1,761.8)	997.0	399.0	524.5

2017년 4월 3일

현대미포조선 (010620)

현대삼호중공업과의 합병은 현실적이지 못하다

주식매수청구권 행사될 경우 보상금액은 1조원 육박

현대미포조선은 현대삼호중공업과 합병에 대한 가능성은 현실적이지 못한 것으로 보여진다. 그 이유 중 하나는 41%에 달하는 소액주주들의 합병에 대한 주식매수청구권 행사 가능성을 들 수 있다. 현대미포조선의 주주 구성 중 소액주주 비중은 41.03%이며 현재 주가(88,600원)을 반영한 소액주주들의 주식보유 평가금액은 7,271억원이다. 현대삼호중공업과 현대미포조선과의 합병을 추진했을 때 소액주주들로부터 주식매수청구권이 행사될 경우 7,300억원에 달하는 보상금액이 필요하며 프리미엄까지 고려하면 보상금액은 1조원에 육박할 것으로 추정된다. 문제는 현대삼호중공업이 이를 해결할 현금자산이 부족하다는데 있다. 현대미포조선의 영업상황은 선주들이 줄을 설 정도로 호조세를 띄고 있으며 영업실적은 9분기 연속 개선세를 보이고 있다. 합병이 추진될 경우 기존 주주들의 주식매수청구권의 행사 가능성을 배제하기 어려울 것으로 보여진다.

현대삼호중공업과 합병을 통한 시너지효과는 사실상 없다

현대미포조선과 현대미포조선은 합병을 통한 시너지효과는 사실상 없다. 현대미포조선은 2014년 실적 악화 이전만 하더라도 독자적인 영업과 설계를 갖추었던 조선소였다. 건조 영역 역시 현대미포조선은 중형 탱커 분야에 집중하고 있는데 반해 현대삼호중공업은 대형선박을 건조하고 있다. 현대미포조선은 현대중공업, 현대삼호중공업과는 완전히 다른 고객층을 갖고 있다는 것을 의미한다.

현대삼호중공업은 사실상 현대중공업의 하청 역할을 하고 있기 때문에 현대중공업과 현대삼호중공업이 합병하는 것이 여러모로 시너지효과를 기대할 수 있다고 볼 수 있다.

MR탱커 분야 현대미포조선의 브랜드가치

합병을 하게 되면 MR탱커의 현대미포조선 브랜드를 없애는 것이기도 하다. 현대삼호중공업은 미포조선과 같은 고유의 브랜드가 없다. 현대미포조선과 현대삼호중공업을 합병해야 할 이유와 기대할 수 있는 시너지 효과는 찾아보기 어려운 것으로 판단된다.

Update

BUY

I TP(12M): 170,000원 I CP(3월31일): 88,600원

Key Data

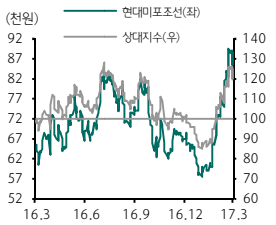
KOSPI 지수 (pt)	2,160.23
52주 최고/최저(원)	89,500/57,400
시가총액(십억원)	1,772.0
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	20,000.0
60일 평균 거래량(천주)	190.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
17년 배당금(예상,원)	0
17년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	12.11
주요주주 지분율(%)	
현대삼호중공업 외 5 인	42.81
국민연금	12.65

주가상승률	1M	6M	12M
절대	21.4	19.4	38.0
상대	17.5	13.0	27.5

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	3,399.3	3,200.1
영업이익(십억원)	147.5	118.4
순이익(십억원)	93.5	72.4
EPS(원)	4,498	3,465
BPS(원)	107,878	111,882

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	4,652.4	4,219.6	4,089.0	4,030.0	4,218.0
영업이익	십억원	66.6	207.5	233.5	258.0	323.8
세전이익	십억원	49.8	95.5	242.0	265.0	332.1
순이익	십억원	38.2	34.6	185.9	203.9	254.0
EPS	원	1,910	1,729	9,296	10,194	12,698
증감률	%	흑전	(9.5)	437.7	9.7	24.6
PER	배	27.28	38.87	9.53	8.69	6.98
PBR	배	0.62	0.63	0.76	0.70	0.63
EV/EBITDA	배	13.47	7.78	8.05	6.36	4.68
ROE	%	2.20	1.81	8.32	8.39	9.55
BPS	원	84,070	107,443	116,739	126,933	139,631
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 황주희
02-3771-8121
jh.hwang@hanafn.com

현대삼호중공업과의 합병 효과는 낮다

주식매수청구권 행사 시 1조원에 달하는 보상금 발생

합병에 따른 시너지효과는 사실상 기대하기 어렵다

합병을 하게되면 MR탱커의 미포조선 고유의 브랜드를 상실

현대미포조선과 현대삼호중공업의 합병 가능성은 현실적이지 못한 것으로 보여진다. 현대미포조선은 2014년 하반기 실적 악화 이전만 해도 독자적인 영업과 설계조직을 갖춘 조선소였다. 현대미포조선은 현재도 실질적으로는 독자적인 영업활동을 하고 있는 것으로 볼 수 있다. 현대미포조선은 현대중공업, 현대삼호중공업과는 전혀 다른 고객사를 보유하고 있기 때문이다. 현대미포조선과 현대삼호중공업을 합병하게 되면 영업상 그리고 공정상 시너지 효과를 기대하기는 어려워 보인다. 현대삼호중공업은 사실상 현대중공업의 하청 역할을 하고 있기 때문에 현대중공업과 현대삼호중공업이 합병하는 것이 여러모로 시너지효과를 기대할 수 있다고 볼 수 있다.

이 같은 상황에서 현대미포조선과 현대삼호중공업이 합병을 추진하게 되면 기존 주주들로부터의 주식매수청구권 행사 가능성을 배제하기 어렵다. 현대미포조선의 주주 구성 중 소액주주 비중은 41.03%이며 현재주가(88,600원)을 반영한 소액주주들의 주식보유 평가금액은 7,271억원이다. 프미이엄까지 고려할 경우 현대삼호중공업은 주식매수청구권행사에 따른 보상금액은 1조원에 달할 것으로 추정된다. 문제는 현대삼호중공업은 이를 해결할만한 현금자산을 갖고 있지 못하는데 있다.

합병을 하게 되면 MR탱커의 현대미포조선 브랜드를 없애는 것이기도 하다. 현대삼호중공업은 미포조선과 같은 고유의 브랜드가 없다. MR탱커 발주 전망의 개선과 현대비나신조선의 생산성이 향상되고 있는 가운데 현대미포조선과 현대삼호중공업을 합병해야 할 이유와 기대할 수 있는 시너지 효과는 찾아보기 어렵다고 판단된다.

표 1. 현대미포조선 소액주주 현황

구 분	주주		보유주식		현재주가(원)	소액주주 보유 평가금액(억원)	현재 시가총액(억원)
	주주수	비율	주식수	비율			
소액주주	26,038	99.79%	8,206,710	41.03%	88,600	7,271	17,720

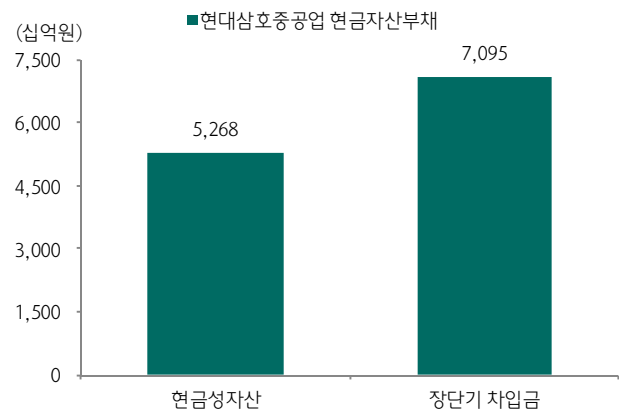
자료: 기업 자료, 하나금융투자

현대삼호중공업의 주식매수청구권 보상 여력은 낮다

주식매수청구권 행사에 대한 보상금 지불여력이 낮다

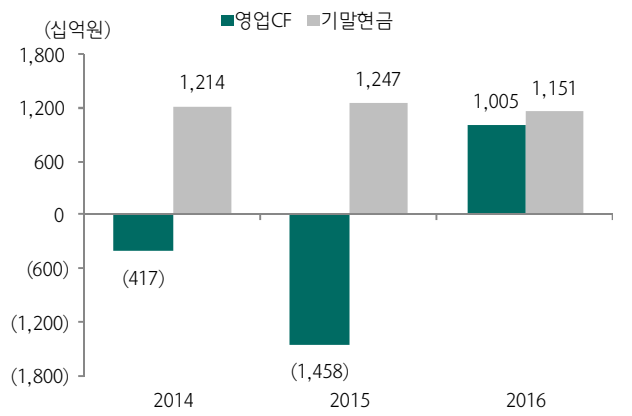
현대삼호중공업은 현재의 현금자산규모로는 주식매수청구권 행사에 대한 보상금을 지불할 여력을 갖추지 못하고 있다. 선박 건조량을 늘리며 영업현금흐름이 개선되는 모습을 보이고는 있지만 아직 차입금이 높은 상황이기 때문이다.

그림 1. 현대삼호중공업 현금자산 현황(2016.12)



자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 2. 현대삼호중공업 현금흐름 추이



자료: 기업 자료, 하나금융투자

완벽히 개선된 MR탱커 발주 시황

2021년까지 PC탱커 발주전망 651척

PC탱커의 74%는 MR탱커이므로 현대미포조선이 가장 큰 수혜를 가져갈 전망

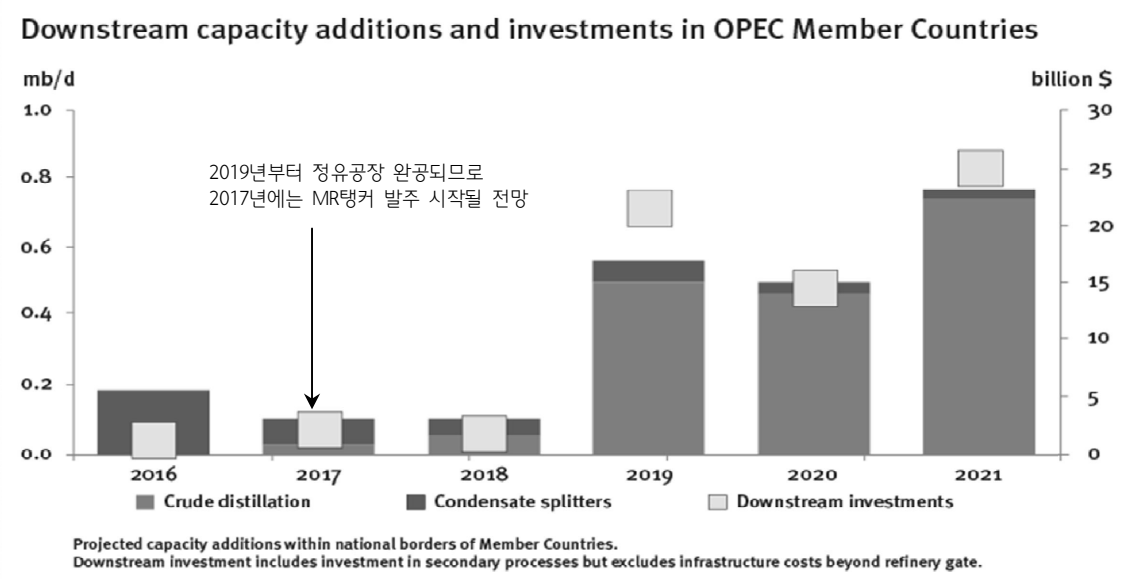
현대미포조선의 MR탱커 수주는 봄과 여름 사이 집중될 전망

2021년까지 완공되는 중동지역의 석유정제시설은 670만 배럴/일 이며 이는 연환산 3.3억톤 물량이다. 3.3억톤의 70%인 2.3억톤은 MR탱커에 의해 운송되므로 이를 고려한 PC탱커 발주량은 438척이며 현재 수주잔고 223척을 제외하면 215척의 MR탱커가 발주될 것으로 전망된다. PC탱커의 74%는 MR탱커로 구성된다는 점에서 현대미포조선의 수주전망은 크게 밝아지고 있는 것으로 보여진다.

중동지역의 석유정제시설은 2019년을 시작으로 완공량이 늘어나게 된다. 이를 고려하면 늦어도 2017년 중반부터는 MR탱커의 발주가 시작될 것으로 보여진다. 현대미포조선의 MR탱커 수주상담은 이미 크게 늘어난 상황이며 실제 선박 계약은 봄과 여름사이에 집중적으로 늘어날 것으로 예상된다.

연비 경쟁과 강화되고 있는 환경규제의 영향으로 선령 15년을 상회하는 선박들의 교체수요도 높아지고 있다. PC탱커 분야의 교체수요 규모는 436척 수준이다.

그림 3. OPEC 국가들의 석유화학시설 투자 규모(완공 기준)



자료 OPEC, 하나금융투자

표 2. 물동량 성장에 따른 석유제품운반선(PC탱커) 발주 전망은 215척

	현재 물동량 기준	물동량 증가 예상에 따른 선박 수요
연도	2017	2021
해상물동량	13.8억톤	2.3억톤
운항중인 PC탱커	2,613척	
척 당 연평균 적재량	53만톤	53만톤
1회 평균 선적량	5만톤	
연평균 선대 회전	11회	
추가 PC탱커 필요 척수		438척
MR~LR2탱커 수주잔고		223척
추가 PC탱커 발주 척수		215척
MR~LR2교체 수요		436척

자료: Clarksons, 하나금융투자 추정

표 3. 선령 15년 초과하는 PC탱커 교체 수요는 436척(25K급 MR~Suezmax)

(단위: 미터, DWT, 척, 년)

분류	길이	폭	높이	평균 DWT	척 수	평균 선령	15년 이하	15년 초과	노후선 비중
Suezmax(125-200K)	274	48	17	160K	15	10.7년	13	2	13.3%
LR2(85-125K)	250	44	15	110K	322	9.4년	276	46	14.3%
LR1(55-85K)	228	32	14	75K	349	10.4년	326	23	6.6%
MR(25-55K)	183	32	13	45K	1,927	11.1년	1,562	365	18.9%

자료: Clarksons, 하나금융투자

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**4,652.4**	**4,219.6**	**4,089.0**	**4,030.0**	**4,218.0**
매출원가	4,246.1	3,668.5	3,719.0	3,665.0	3,836.0
매출총이익	406.3	551.1	370.0	365.0	382.0
판관비	339.7	343.6	136.5	107.0	58.2
영업이익	**66.6**	**207.5**	**233.5**	**258.0**	**323.8**
금융손익	(137.5)	16.9	(28.7)	(27.1)	(26.1)
종속/관계기업손익	1.3	1.0	37.1	34.0	34.4
기타영업외손익	119.5	(130.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**49.8**	**95.5**	**242.0**	**265.0**	**332.1**
법인세	24.1	55.9	53.0	58.0	73.0
계속사업이익	25.7	39.6	189.0	207.0	259.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**25.7**	**39.6**	**189.0**	**207.0**	**259.1**
비지배주주지분 순이익	(12.5)	5.0	3.1	3.1	5.2
지배주주순이익	**38.2**	**34.6**	**185.9**	**203.9**	**254.0**
지배주주지분포괄이익	(131.7)	467.5	188.4	188.3	235.8
NOPAT	34.3	86.1	182.4	201.5	252.6
EBITDA	134.0	259.9	285.6	307.4	369.3
성장성(%)					
매출액증가율	17.3	(9.3)	(3.1)	(1.4)	4.7
NOPAT증가율	흑전	151.0	111.8	10.5	25.4
EBITDA증가율	흑전	94.0	9.9	7.6	20.1
영업이익증가율	흑전	211.6	12.5	10.5	25.5
(지배주주)순익증가율	흑전	(9.4)	437.3	9.7	24.6
EPS증가율	흑전	(9.5)	437.7	9.7	24.6
수익성(%)					
매출총이익률	8.7	13.1	9.0	9.1	9.1
EBITDA이익률	2.9	6.2	7.0	7.6	8.8
영업이익률	1.4	4.9	5.7	6.4	7.7
계속사업이익률	0.6	0.9	4.6	5.1	6.1

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**6,854.0**	**6,546.3**	**6,587.8**	**6,219.4**	**6,524.4**
금융자산	4,907.5	4,874.0	4,920.5	4,655.7	4,875.4
현금성자산	656.7	804.4	863.0	851.5	862.6
매출채권 등	1,415.2	1,301.6	1,297.7	1,216.6	1,283.4
재고자산	255.5	161.9	161.4	151.3	159.6
기타유동자산	275.8	208.8	208.2	195.8	206.0
비유동자산	**2,584.0**	**2,680.0**	**2,715.4**	**2,585.3**	**2,606.3**
투자자산	1,240.2	1,296.3	1,292.4	1,211.7	1,278.2
금융자산	1,227.7	1,283.8	1,280.0	1,200.1	1,265.9
유형자산	835.8	1,126.3	1,167.2	1,119.3	1,075.2
무형자산	288.8	178.9	177.3	175.8	174.3
기타비유동자산	219.2	78.5	78.5	78.5	78.6
자산총계	**9,438.0**	**9,226.3**	**9,303.1**	**8,804.7**	**9,130.7**
유동부채	**5,618.3**	**5,471.8**	**5,362.4**	**4,665.9**	**4,729.7**
금융부채	3,589.8	4,044.7	3,939.4	3,331.1	3,322.3
매입채무 등	2,015.0	1,404.8	1,400.6	1,313.1	1,385.2
기타유동부채	13.5	22.3	22.4	21.7	22.2
비유동부채	**2,022.9**	**1,496.1**	**1,495.8**	**1,489.2**	**1,494.6**
금융부채	1,959.2	1,390.6	1,390.6	1,390.6	1,390.6
기타비유동부채	63.7	105.5	105.2	98.6	104.0
부채총계	**7,641.2**	**6,967.9**	**6,858.2**	**6,155.1**	**6,224.3**
지배주주지분	**1,675.0**	**2,142.5**	**2,328.4**	**2,532.3**	**2,786.2**
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
자본조정	(41.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)
기타포괄이익누계액	290.6	721.3	721.3	721.3	721.3
이익잉여금	1,242.9	1,279.7	1,465.6	1,669.5	1,923.4
비지배주주지분	**121.8**	**115.9**	**116.6**	**117.3**	**120.2**
자본총계	**1,796.8**	**2,258.4**	**2,445.0**	**2,649.6**	**2,906.4**
순금융부채	641.5	561.2	409.5	66.0	(162.5)

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,910	1,729	9,296	10,194	12,698
BPS	84,070	107,443	116,739	126,933	139,631
CFPS	4,002	13,646	16,780	17,070	20,185
EBITDAPS	6,701	12,995	14,280	15,370	18,465
SPS	232,622	210,978	204,450	201,500	210,900
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	27.3	38.9	9.5	8.7	7.0
PBR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6
PCFR	13.0	4.9	5.3	5.2	4.4
EV/EBITDA	13.5	7.8	8.0	6.4	4.7
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	2.2	1.8	8.3	8.4	9.6
ROA	0.4	0.4	2.0	2.3	2.8
ROIC	3.3	6.3	11.3	12.7	16.4
부채비율	425.3	308.5	280.5	232.3	214.2
순부채비율	35.7	24.8	16.7	2.5	(5.6)
이자보상배율(배)	2.5	6.3	6.2	7.2	9.2

자료: 하나금융투자

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**(1,212.6)**	**529.7**	**254.4**	**265.2**	**297.4**
당기순이익	25.7	39.6	189.0	207.0	259.1
조정	140.0	253.0	65.0	49.4	45.6
감가상각비	67.4	52.4	52.1	49.4	45.5
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.3)	(1.0)	12.9	0.0	0.0
기타	73.9	201.6	(0.0)	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(1,378.3)	237.1	0.4	8.8	(7.3)
투자활동 현금흐름	**(65.7)**	**107.6**	**(90.5)**	**331.7**	**(277.5)**
투자자산감소(증가)	29.7	(55.1)	(9.0)	80.7	(66.5)
유형자산감소(증가)	(34.4)	(28.2)	(91.3)	0.0	0.0
기타	(61.0)	190.9	9.8	251.0	(211.0)
재무활동 현금흐름	**1,218.4**	**(489.9)**	**(105.2)**	**(608.3)**	**(8.8)**
금융부채증가(감소)	63.7	(113.8)	(105.2)	(608.3)	(8.8)
자본증가(감소)	(3.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1,158.1	(376.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(59.1)**	**147.7**	**58.6**	**(11.5)**	**11.1**
Unlevered CFO	80.0	272.9	335.6	341.4	403.7
Free Cash Flow	(1,249.3)	499.4	163.0	265.2	297.4

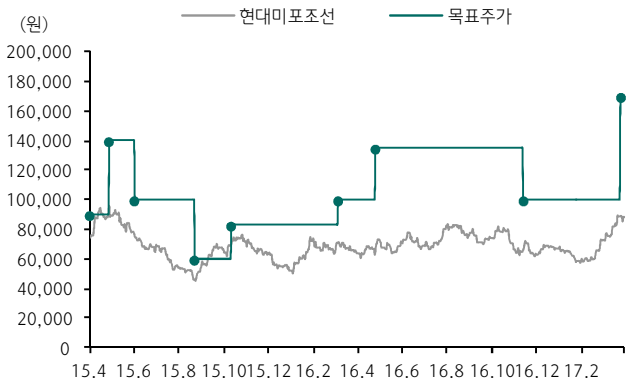
투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

삼성중공업

날짜	투자의견	목표주가
17.4.3	BUY	17,000
15.8.24	Neutral	13,000
15.5.4	Neutral	23,000

날짜	투자의견	목표주가

현대미포조선



날짜	투자의견	목표주가
17.3.28	BUY	170,000
16.11.15	BUY	100,000
16.4.27	BUY	135,000
16.3.7	BUY	100,000
15.10.13	BUY	83,000
15.8.24	BUY	60,000
15.6.3	BUY	100,000
15.4.29	BUY	140,000
15.4.3	BUY	90,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	11.0%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 4월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 4월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2017년 4월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.