

대우조선해양(042660)

현대와의 합병, 넘어야 할 산이 많다

현대-대우 합계 LNG선, VL탱커 수주잔고 점유율 50% 상회

현대중공업은 세계 최대 수주잔고를 보유하고 있는 대우조선해양에 대한 인수 의사를 보였다. 그동안 대우조선해양에 대해 폄하하는 입장을 보였던 현대중공업이 대우조선해양의 기술력을 마침내 공식적으로 인정한 것이다. 두 조선소간 합병의 핵심은 "주력 선박들"과 "국내 방산분야"에서의 독과점 심사이다. 대우조선해양의 주력 선박은 VL탱커, LNG선, 15,000TEU급 이상 컨테이너선이며 LNG선과 VL탱커 수주잔고에서 두 기업의 합계 점유율은 50%를 넘는다. VLGC, 컨테이너선 합계 건조량도 50%를 넘는다. WTO 및 EU위원회에서 독과점 심사를 넘기 어려운 수처이다. 국내방산(잠수함) 독점도 걸림돌이다. 최근 지멘스-알스톰은 "초고속열차"의 독과점 문제로 합병이 무산됐으며, 핀칸티에리는 STX프랑스를 인수했지만 독일과 프랑스에서 독과점 조사를 제기하면서 주가는 약세로 전환됐다.

시너지 없는 합병, 인수 실패해도 잃을 것 없는 현대중공업

대우조선해양과 현대중공업의 합병 시너지 효과는 크지 않으며 한국 조선업 발전에도 기여하는 바도 크지 않아 보인다. 해양 산업에서의 실패를 선박분야에 전가하는 것이고 하다. 합병이 추진되면 대우조선해양은 핵심인력의 이탈 가능성이 크고 현대군산조선소와 같은 하청기업으로 전락하게 될 것이다. 울산과 거제라는 지리적 차이로 설비 감축도 현실성이 없다. 게다가 현대중공업과 산업은행이 언급한 "경쟁완화"와 "가격회복 노력"은 WTO와 EU위원회가 제시하는 경쟁규칙에 위배될 우려가 있다. 그럼에도 현대중공업이 합병을 추진하는 이유는 대우조선해양의 선박영업을 차단할 수 있으면서 미인도 드릴쉽 6척의 현금 2.7조원 때문이다. 인수를 못하더라도 잃을 것은 없다.

대우조선해양에 필요한 것은 오너체제 아닌 전문경영인 체제

거의 대부분의 해외 중공업 기업들의 지배구조는 여러 은행과 PEF들이 지분을 나눠 갖고 있다. 이를 보았을 때 대우조선해양의 지배구조를 무리하게 오너 그룹 아래에 두려 하는 것은 의미가 없다. 대우조선해양의 우수한 엔지니어링 능력을 적극 활용할 전문경영인체제를 강조하는 것이 대우조선해양과 한국 조선업의 미래를 지켜나가는 길이 될 것이다.

Company In-depth

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(2월 12일): 33,050원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,190.47
52주 최고/최저(원)	37,850/18,950
시가총액(십억원)	3,543.2
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	107,205.8
60일 평균 거래대금(천주)	781.4
60일 평균 거래대금(십억원)	27.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.47
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.08
하나은행	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.3 26.9 69.5
상대	(1.2) 32.2 84.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	9,016.5	7,765.2
영업이익(십억원)	828.0	389.6
순이익(십억원)	276.4	297.0
EPS(원)	2,475	2,773
BPS(원)	37,370	40,114

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
영업이익	십억원	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
세전이익	십억원	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
순이익	십억원	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
EPS	원	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
증감률	%	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
PER	배	N/A	1.87	17.67	8.46	6.95
PBR	배	2.86	0.44	0.99	0.84	0.75
EV/EBITDA	배	N/A	5.08	6.44	10.15	7.71
ROE	%	(279.57)	28.12	5.83	10.49	11.44
BPS	원	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
DPS	원	0	0	0	0	0



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

1. 합병의 걸림돌인 독과점 심사

1) 대우조선해양의 주력 선박 VL탱커와 LNG선 함께 점유율 50% 상회

대우조선해양의 주력 선박은 VL탱커, LNG선, 15,000TEU급 컨선

글로벌 수주잔고 중 VL탱커, LNG선 함께 점유율 50% 상회

지멘스-알스톰의 철도 합병 무산과 핀칸티에리의 소송제기는 주력분야에서 독과점 이슈가 이유

EU위원회는 승객요금 인상(개인의 피해)를 이유로 지멘스-알스톰 합병 승인 거부

조선산업에 대해 깊이가 있다면 WTO등 국제 독과점 분쟁을 기본중의 기본으로 제시해야 한다. 지난 20여년간 한국 조선업의 경쟁국가들인 일본, 중국 그리고 유럽에서는 정부지원 및 보조금을 이유로 한국 조선업에 대해 줄기차게 WTO제소를 걸어왔다. 보조금과 정부지원은 피해갈 여지가 있는 추상적 주제이지만 VL탱커와 LNG선 분야에서 50%가 넘어가는 함께 점유율은 독과점 문제를 피해갈 방법이 없다는데 주목할 필요가 있다. 합병을 위해 점유율을 낮추는 것은 현실성이 없다. 대우조선해양의 주력선박은 VL탱커와 LNG선, 15,000TEU급 컨테이너선박이다. 대우조선해양이 건조하지 않는 다른 선종을 집어넣고 점유율을 계산하는 방식은 아마추어적인 시각이며 세계적인 기준에 부합되지 않는다.

최근 지멘스-알스톰은 전체 철도시장이 아닌 “초고속열차”에서의 독과점을 이유로 EU위원회 합의 승인을 얻어내지 못했다. 또한 승객요금 인상(개인의 피해)도 이유로 제시했다. 핀칸티에리는 STX프랑스를 인수했지만 전체 선박시장이 아닌 “크루즈선”에서 독과점을 이유로 경쟁국인 프랑스와 독일로부터 소송이 제기되었으며 주가는 곧바로 약세로 전환되었다.

2) 합병으로 인한 “경쟁완화”와 “가격 회복 노력”은 WTO규칙 위반

WTO는 법적 구속력 갖춘 최초의 다자간 규범

WTO는 경쟁을 저해하는 담합과 합병을 반경쟁적 행위로 규정

EU위원회는 공정경쟁 저해하는 담합, 합병, 정보보조에 대해 엄격히 심사

WTO는 국가간 경제분쟁이 발생되었을 때 옳고 그름을 판단하고 잘못된 점을 수정하도록 감시하는 '경제의 UN'으로 불리는 국제기구이다. 1929년 경제 대공황으로 인한 경제적 어려움을 타개하기 위해 발발한 2차 세계대전 이후 세계 경제는 크게 세가지 축인 WTO, IBRD(World Bank), IMF에 의해 움직여지고 있다. 특히 WTO는 1947년 설립된 GATT(관세 및 무역에 관한 일반 협정)을 대체하고자 1995년(우루과이 라운드)에 설립된 국제무역기구이다. GATT는 선진국 중심으로 국가간 공산품 거래에서 생기는 문제에만 관여한 것에 반해 WTO는 농산물과 서비스, 지식재산권도 관장하며 무역장벽을 낮추는 것이 목적이다. 특히 GATT는 법적 책임을 지지 않는 협력 기구이지만 WTO는 법적 구속력을 갖춘 최초의 다자간 규범이라는 점에 주목할 필요가 있다.

WTO에서는 다음과 같은 경쟁규칙을 제시하고 있다.

Competition policy deals with the behaviour of enterprises and specifically, the regulation of anti-competitive practices, such as **cartels, mergers that lessen competition** or create a dominant position in a market, and abuse of a dominant position. In addition, competition agencies sometimes address government-imposed barriers to competition through "advocacy" and other tools.

WTO는 경쟁을 저해하고 시장 지배력을 남용하는 영향력을 위한 담합(Cartels)과 합병(Mergers)에 대해 반경쟁적 행위(anti-competitive practices)로 규정하고 있다.

유럽연합 위원회(EU Commission)에서도 경쟁을 저해하는 담합과 합병, 정부보조에 대해 엄격히 심사하고 있다.

EU rules on cartels, market dominance, mergers and state aid, how to report anti-competitive behaviour.

WTO는 중간 지주사 형태 등 독과점 우회하려는 새로운 법인을 강력한 담합으로 규정

또한 WTO에서는 중간 지주사 형태 등 새로운 법인을 설립해 독과점을 우회하려는 방법에 대해서는 강력한 담합(Hardcore cartel)으로 규정하고 있다.

What is a "hardcore cartel" ?

"Cartel" refers to agreements between companies that aim to fix prices, reduce output or allocate markets. The term "hardcore" underscores the harm caused by such agreements and distinguishes them from **joint ventures or other inter-firm arrangements** that involve active collaboration and enhance welfare.

“경쟁완화”와 “선가회복”을 위한 합병은 WTO경쟁규칙 위반 우려

현대중공업과 산업은행에서 언급하고 있는 현대중공업과 대우조선해양의 합병 이후 "수주 경쟁 완화"와 "선가회복 노력"은 WTO가 제시하고 있는 '강력한 담합(Hardcore cartel)'에 정면으로 위배된다는 것이 우려된다. 경쟁완화와 선가회복을 강조할수록 경쟁 국가들에게 WTO 제소 근거와 빌미를 제공하는 것이다.

3) “초고속 열차”와 “신호체계” 독점 우려로 지멘스-알스탐 합병 무산

EU위원회는 “초고속철도”와 “신호체계” 두 분야에서 독점을 우려해 지멘스-알스탐 합병 승인 거부

최근 EU위원회에서는 지멘스와 알스탐 철도사업부간의 합병이 무산되었다. CNBC 방송에서의 Margrethe Vestager EU집행위원장이 발언을 직접 들어보면

"Moving to Siemens take over of Alstom's rail transport business. The commission opened the in-depth investigation last July to assess the merger. In some sectors like metros and many other types of trains. There are strong competition besides Siemens and Alstom, and that is why we did not have competition concerns in those sectors. However, our investigation shows that the proposal train section raises serious concerns in two areas. **That would be signaling system and very high-speed trains...**"

<https://www.cnbc.com/2019/02/06/eu-blocks-plan-for-alstom-siemens-rail-merger.html>

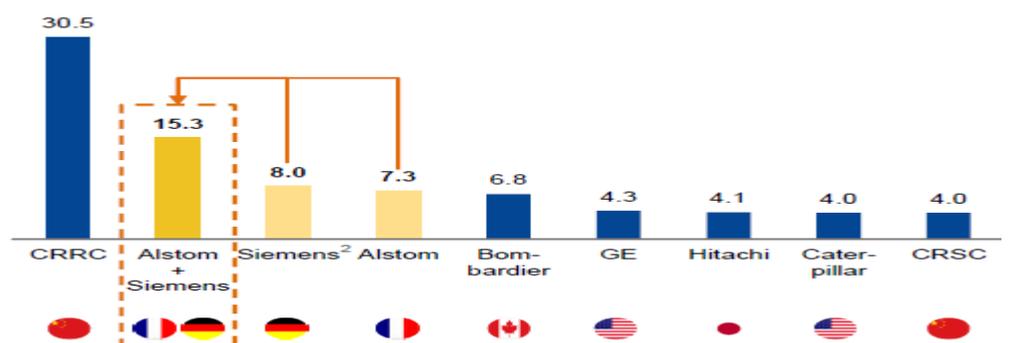
현대중공업과 대우조선해양 VL탱커, LNG선 합계 점유율은 글로벌 수주잔고 50% 상회

VL탱커, LNG선, VLGC, 그리고 초대형 컨테이너선 합계 인도량 점유율은 글로벌 50% 모두 상회

Margrethe EU위원장은 철도 산업에는 많은 영역과 많은 기업들이 높은 경쟁구도를 형성하고 있지만 지멘스-알스탐의 합병은 시속 300km 이상 "초고속열차"(very high-speed trains)와 "신호체계"(signaling system)분야에서 독점이 우려된다는 이유로 합병 승인을 거부했다. 이는 주력 제품과 영역에서의 점유율이 독과점 심사의 판단기준이 된다는 것을 보여주는 것이다. 특히 중국 철도기업 CRRC의 경우 해외 매출이 9%에 불과해 알스탐과 지멘스의 합병이 승인되면 유럽 철도시장은 사실상 독과점기업에 의존하게 된다.

그림 1. A global leader in Rolling Stock, Signaling Services and Systems revenue of rail(€bn)

중국 CRRC 해외매출비중은 9% 수준에 불과



Sources: Alstom, Hana Financial Investment

4) 핀칸티에리 조선, 독과점 조사 제기 이후 주가 약세

핀칸티에리-STX프랑스 합병 이후
독일과 프랑스의 독과점 탄원 제기

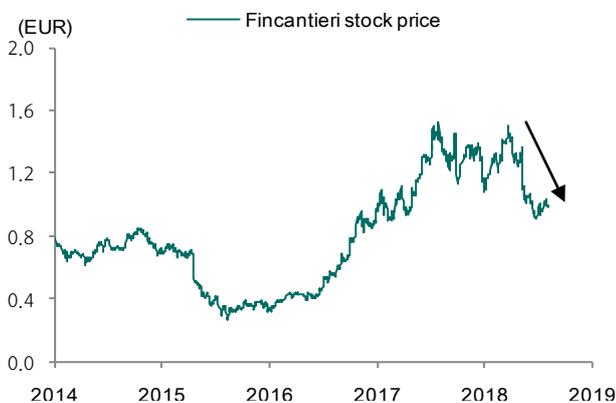
늘어나고 있는 수주잔고에도
핀칸티에리 주가는 약세 전환

2019년 1월 유럽 위원회(European Commission)는 독일과 프랑스로부터 이탈리아 크루즈 조선소 핀칸티에리와 STX프랑스간의 합병에 대한 독과점 여부를 조사해달라는 탄원서를 접수했다. 크루즈선 시장은 수주잔량이 9년치에 달할 정도로 엄청난 교체수요가 늘어나고 있음에도 핀칸티에리 주가는 탄원서(petition) 접수 이후 약세로 전환되었다. EU 반독점 조사 위원회는 핀칸티에리-STX프랑스 합병으로 유럽과 세계 조선업의 질서를 저해했는지에 대한 면밀한 조사를 착수할 예정이다. 핀칸티에리와 STX프랑스간의 합병은 지난 2017년 9월에 이루어졌음에도 여전히 독과점에 대한 심사와 조사가 계속되고 있어 두 기업간의 합병이 완전히 마무리되지 않았다. 핀칸티에리와 STX프랑스간의 합병에 대한 독과점 조사 요청은 프랑스가 제기했고 독일이 동참했다.

핀칸티에리와 STX프랑스간의 독과점 조사는 두 가지 주목할 점이 있다. 첫째 모든 선박 분야가 아닌 주력 선종인 “크루즈선” 분야에서 시장지배력을 조사하고 있는 것이고 둘째는 반독점 위원회의 “승인”을 얻어야만 글로벌 기업간의 합병은 최종 마무리된다는 것이다. 세계 크루즈선 건조 시장은 이탈리아 핀칸티에리, 독일 마이어, 프랑스의 STX 프랑스가 경쟁구도를 형성해왔다. 핀칸티에리와 STX프랑스의 합계 크루즈선 건조량(수주잔고 포함)은 172척으로 전체 대형 크루즈선 선박량 중 71%를 차지하고 있다. 현재 승객수 1200명 이상의 크루즈선 전세계 수주잔고는 55척이며 이중 핀칸티에리-STX프랑스의 합계 수주잔고는 34척으로 61.8%이다. 독일 마이어 조선소의 수주잔고는 17척으로 수주잔고 점유율은 30.1%이다.

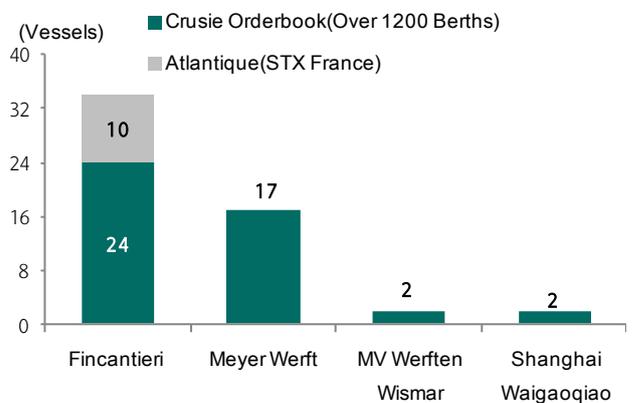
핀칸티에리가 STX프랑스를 인수하려던 2016~2017년 초반에는 STX프랑스의 수주잔고가 거의 바닥을 드러내고 있어 합병 과정이 순조로워 보였지만, 최근 1~2년 사이 크루즈선 교체수요가 급격히 늘어나면서 경쟁국들로부터 독과점 문제를 제기하는 탄원이 제기되고 있다. 대우조선해양은 이와 반대로 전세계 조선소 중 가장 많은 수주잔고를 갖고 있다는 점에서 현대중공업과 대우조선해양의 합병을 경쟁국들이 지켜만 보고 있을 가능성은 매우 낮아 보인다.

그림 2. 독과점 조사 탄원서 이후 핀칸티에리 주가 하락 전환



Sources: Bloomberg, Hana Financial Investment

그림 3. 핀칸티에리-STX프랑스 수주잔고 점유율 61.8%



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

2. 현대-대우 무리한 합병 추진, 독과점 위반 우려 높다

1) LNG선과 VL탱커 합계 수주잔고 점유율 50% 상회

대우조선해양의 주력 선박은 VL탱커, LNG선, 15,000TEU급 이상 컨테이너선

글로벌 수주잔고 합계 점유율
LNG선 59.5%
VL탱커 60.2%
15000TEU급 이사 컨테이너선 44%

지멘스-알스톰의 합병 무산과 핀칸티에리의 조사 제기 이유는 모든 분야가 아닌 주력분야 독과점 우려

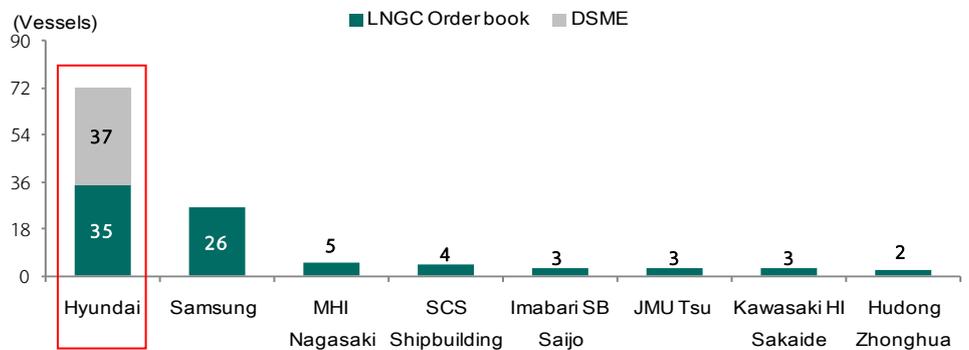
조선업과 해운산업은 선종별로 시장과 고객이 다르다. 한국의 빅 3조선소들은 초대형 컨테이너선, VL탱커, LNG선을 동시에 건조하지만 발주하는 고객선사들은 선종에 따라 서로 다르다. 또한 탱커 시장만 해도 원유 운반선과 석유화학제품 운반선으로 구분되며 원유 운반선 내에서도 선박크기에 따라 항로와 발주선사는 다르다. 한 두명의 소수의 선사에 움직이지 않으며 용선시장이 존재하는 특수성까지 고려해야 한다. 현대중공업과 대우조선해양의 합병은 수 많은 고객 선사들을 자극하게 될 것이고 WTO와 EU위원회 반독점 조사 위원회 (antitrust authorities)는 이 같은 내용을 합병 심사에서 고려할 것이다.

알스톰-지멘스, 핀칸티에리-STX프랑스의 EU위원회의 합병 심의 과정을 고려하면 현대중공업과 대우조선해양의 합병에 따른 독과점 판단 역시 모든 선박이 아닌 “주력선박”에서의 시장 지배력으로 평가해야 한다. 바로 이것이 국제 표준이다. 대우조선해양과 현대중공업은 세계 조선해운산업에 막대한 영향력을 행사하는 세계적인 기업이므로 국제표준을 준수해야 한다. 대우조선해양의 주력선박은 VL탱커와 15,000TEU급 이상 컨테이너선, LNG선이다.

대우조선해양과 현대중공업의 LNG선 합계 수주잔고는 72척으로 전세계 LNG선 수주잔고 121척의 59.5% 수준이다.

그림 4. 현대중-대우조선의 LNG선 합계 수주잔고는 72척

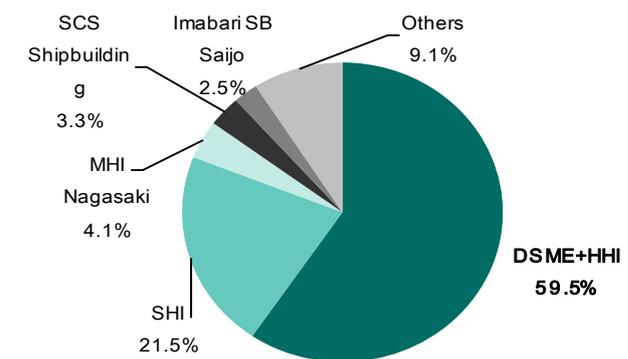
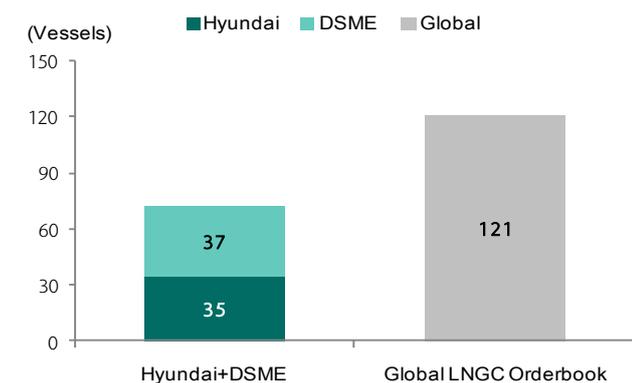
LNG선 합계 수주잔고 점유율 59.5%



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

그림 5. 전세계 LNG선 수주잔고와 현대-대우 수주잔고 비교

그림 6. 현대-대우 LNG선 수주잔고 점유율 59.5%



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

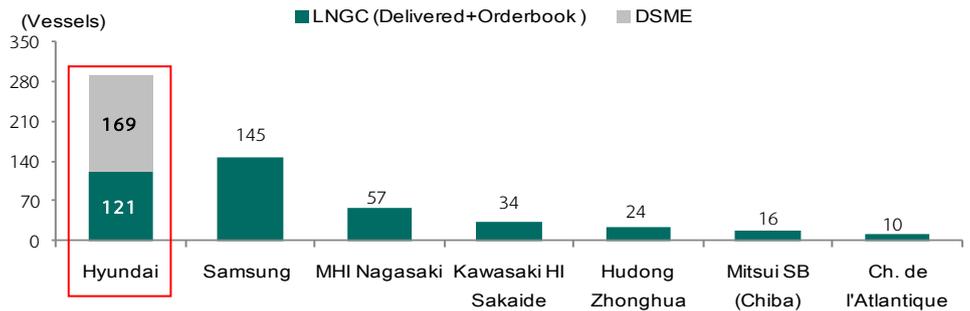
현대-대우 누적 LNG선 합계 인도량 290척으로 LNG선 선박량의 56.1%

한국 조선 3사의 LNG선 합계 인도량 전체 517척 중 435척으로 84.1%

현대중공업과 대우조선해양의 LNG선 합계 인도량(수주잔고 포함)은 290척이다. 현재 전세계 LNG선박량 517척의 56.1%에 해당되는 수준이다. 삼성중공업까지 포함한 한국 조선 3사의 LNG선 합계 인도량(수주잔고 포함)은 435척으로 전체 선박량 517척의 84.1%에 해당된다. 합병이 성사되면 LNG선 시장은 Duopoly market이 되는 것이다. 이 중에서 대우조선해양은 가장 많은 LNG선 건조경험과 수주잔고를 갖고 있는 세계 1위의 LNG선 건조 조선소의 위상을 갖고 있다.

그림 7. 현대-대우 LNG선 건조 경험(수주잔고 포함)은 290척으로 압도적 1위

현대-대우 LNG선 건조량은 290척 삼성중공업의 2배



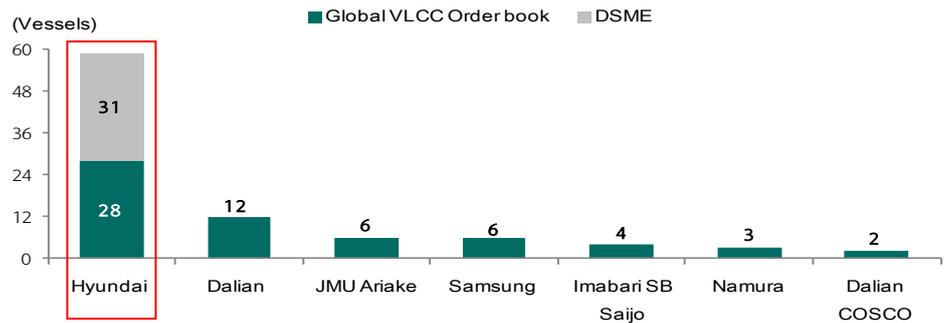
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

VL탱커의 현대-대우 합계 수주잔량 59척으로 전세계 수주잔고의 60.2%

현대중공업과 대우조선해양의 VL탱커 합계 수주잔량은 59척으로 전세계 VL탱커 수주잔량 98척의 60.2%수준이다. VL탱커 분야는 사실상 대우조선해양과 현대중공업이 시장을 양분하고 있으므로 합병이 성사될 경우 완전한 독점 시장이 된다.

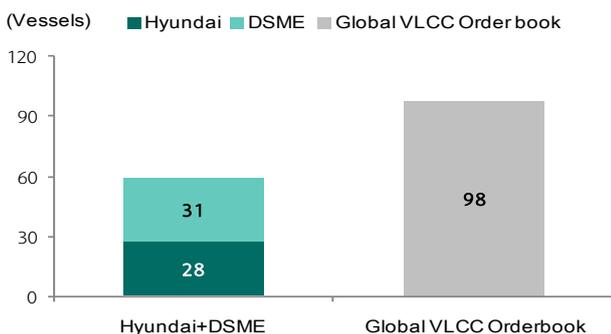
그림 8. 현대-대우 VL탱커 수주잔량은 59척으로 경쟁 조선소들을 크게 압도

사실상 VL탱커 시장은 현대중공업과 대우조선해양이 양분



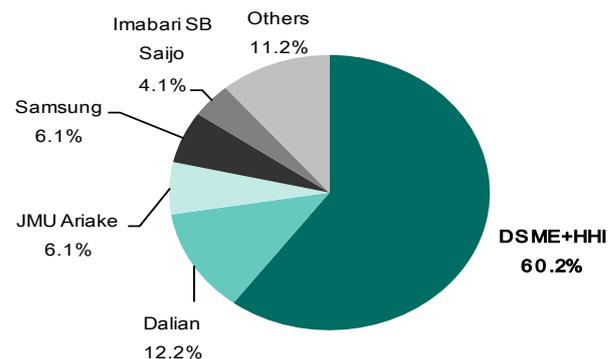
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

그림 9. 전세계 VL탱커 수주잔고와 현대-대우 수주잔고 비교



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

그림 10. 현대-대우 VL탱커 수주잔고 점유율 60.2%



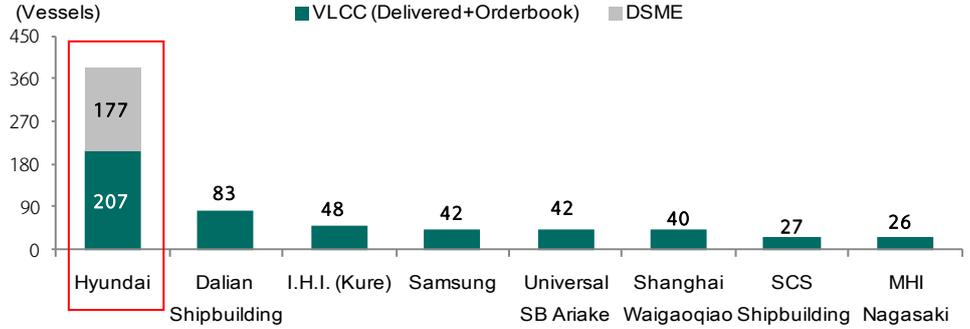
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

VL탱커 현대-대우 합계 인도량
384척으로 전세계 선박량의 51.1%

현대중공업과 대우조선해양의 VL탱커 합계 인도량(수주잔고 포함)은 384척으로 전세계 VL 탱커 선박량 751척의 51.1%에 해당된다. 대우조선해양과 현대중공업이 전체 VL탱커의 절반을 건조한 것이다.

그림 11. 현대-대우 VL탱커 건조 경험(수주잔고 포함)은 384척으로 압도적 1위

현대중공업과 대우조선해양은
VL탱커 시장을 양분



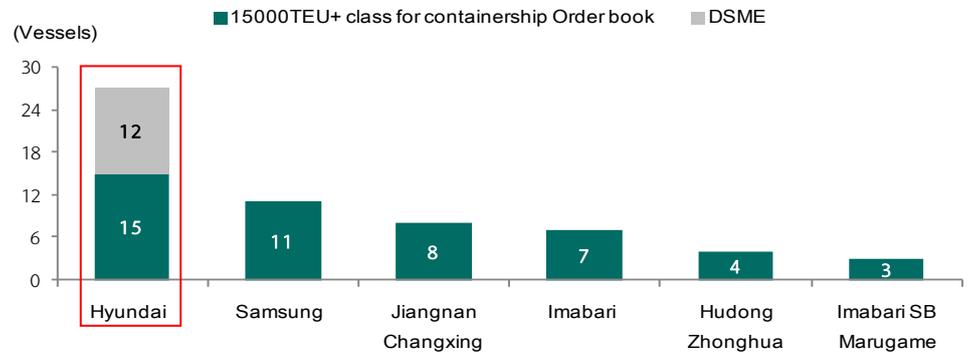
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

15000TEU급 이상 컨테이너선의
현대-대우 합계 수주잔량은
27척으로 전세계 수주잔고의 43.5%

현대중공업과 대우조선해양의 15000TEU급 이상 컨테이너선의 합계 수주잔량은 27척으로 전세계 수주잔량 62척의 43.5%수준이다. 삼성중공업을 포함한 한국 조선 3사의 15000TEU급 이상 컨테이너선 수주잔고 점유율은 61.3%로 더욱 높아난다.

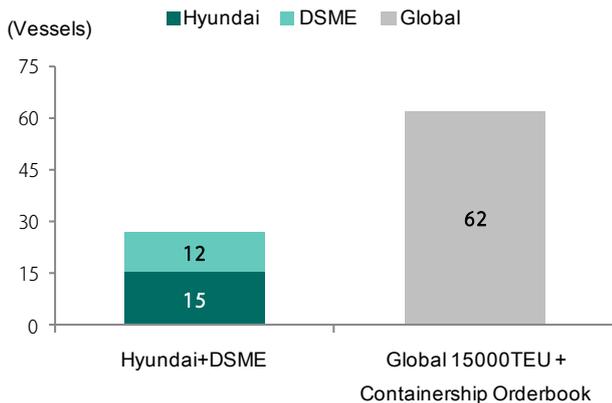
그림 12. 현대-대우 15000TEU급 이상 컨테이너선 수주잔고는 27척으로 삼성중공업의 2배 상회

초대형 컨테이너선 분야에서도
현대-대우 합병은 독과점 우려 높다



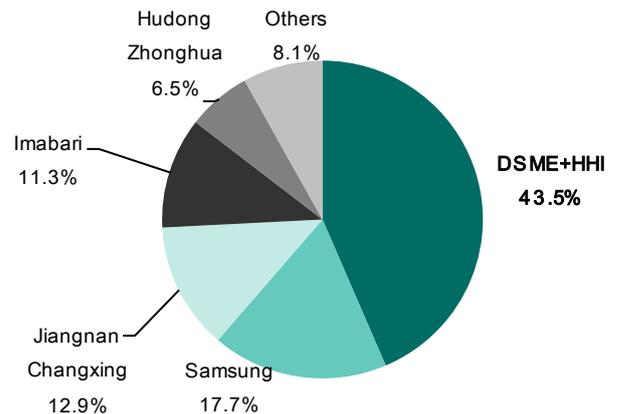
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

그림 13. 현대-대우 초대형 컨테이너선 수주잔고 비교



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

그림 14. 현대-대우 메가 컨테이너선 수주잔고 점유율 43.5%



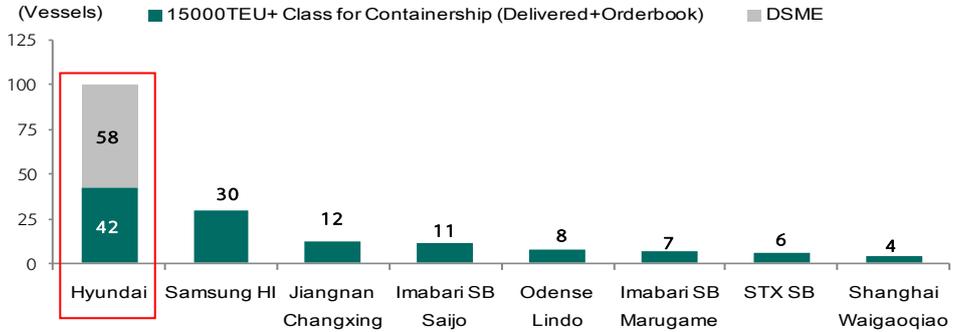
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

메가 컨테이너선 현대-대우
합계 인도량 100척으로
전세계 선박량의 75.8%

현대중공업과 대우조선해양의 15000TEU급 이상 컨테이너선 합계 인도량(수주잔고 포함)은 100척으로 전세계 선박량 132척의 75.8%에 해당된다. 합병이 진행된다면 메가 컨테이너선 시장 역시 삼성중공업과 함께 Global Duopoly Market이 된다.

그림 15. 현대-대우 메가 컨테이너선 건조 경험(수주잔고 포함)은 100척으로 압도적 1위

조선 3사의 메가 컨테이너선
건조량(수주잔고 포함)은 130척



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

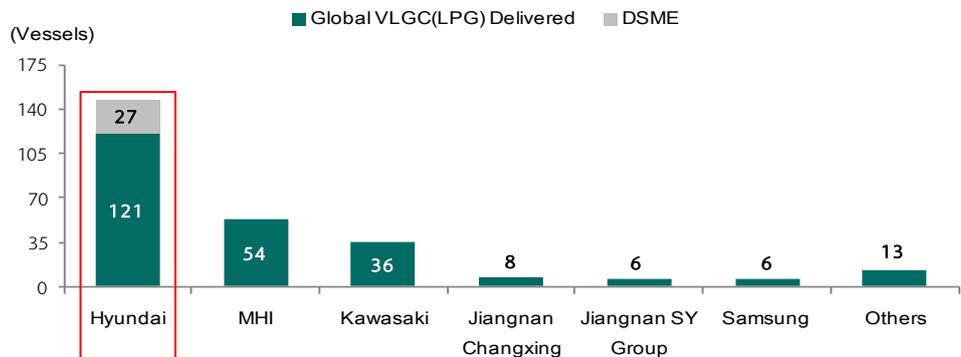
합병이 되면 메가 컨테이너선은
삼성중공업과 함께 Global Duopoly
market이 된다

VLGC(LPG) 현대-대우 합계 인도량
148척으로 전세계 선박량의 54.6%

현대중공업과 대우조선해양의 VLGC(65K CBM급 이상 대형 LPG선) 합계 인도량은 148척으로 전세계 선박량 271척의 54.6%에 해당된다.

그림 16. 현대-대우 VLGC 건조 경험은 148척으로 운항중인 선박량 대비 54.6%

현대-대우 합계 VLGC
건조량은 148척으로 압도적 1위



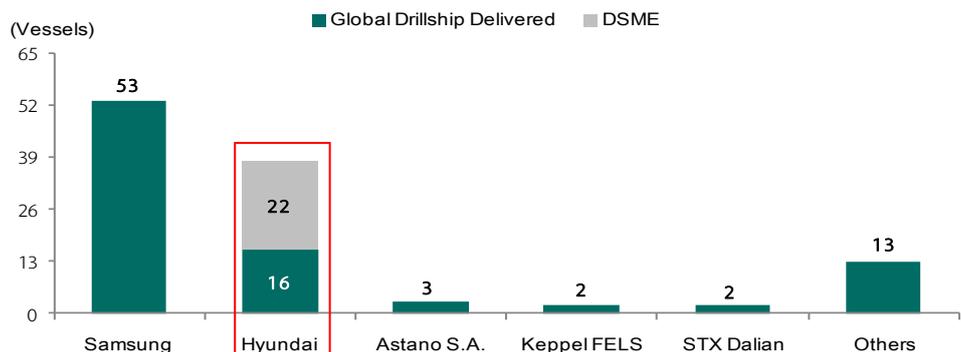
Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

현대-대우 합계 드릴십 인도량
38척으로 전세계 선박량의 34.2%

현대중공업과 대우조선해양의 드릴십 합계 인도량은 38척으로 전세계 선박량 111척의 34.2%에 해당된다. 합병이 진행된다면 삼성중공업과 함께 글로벌 드릴십 시장은 Duopoly market이 된다.

그림 17. 현대-대우 드릴십 건조 경험은 38척으로 운항중인 선박량 대비 34.2%

현대-대우 합계
드릴십 건조량은 38척



Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

합병이 되면 드릴십 시장은
삼성중공업과 함께 Global Duopoly
market이 된다

2) 여러 선주들의 반발이 예상

합병으로 인해 가장 큰 피해는
글로벌 선주들이 받을 전망

해운산업은 소수의 선주사가 아닌
선종별로 매우 다양한 선주사들과
용선주와 화주들로 구성된
매우 복잡한 산업구조 갖고 있다

지멘스-알스탐, 핀칸티에라-STX
사례 보았을 때 글로벌 선주사들의
반발이 매우 클 것으로 예상

EU위원회는 철도 승객 요금 인상(개
인의 피해)과 공정경쟁 저해를 이유
로 지멘스-알스탐 철도 합병을

현대중공업과 대우조선해양의 합병 내용을 다룬 주요 외신과 해운전문지들은 공통적으로 두 가지를 언급하고 있다. 첫째 합병을 위해서는 규제당국의 승인이 필요하다. (If regulators approve the deal) 둘째 선주들의 반발이 적지 않을 것이다. (Such consolidation might not be suit everyone, including clients. Shipowners would have less choice and...) 특히 현대와 대우의 합병에서 선주들의 반발이 가장 클 것으로 예상된다. 선주들의 시각에서 현대와 대우의 합병은 가격을 높이기 위한 명백한 담합행위로 비춰질 것이기 때문이다. 이는 공정경쟁을 저해하는 독과점 위반 요소이므로 선주들은 묵과하지 않고 국제 공정거래 위원회에서 적극적인 실력을 행사할 것으로 보인다. 메이저 선주사들은 유럽 여러 나라와 중동 (특히 중동 국가(국가의 피해)들은 뱅커시장의 메이저 화주이자 선주사들이다), 북미 지역에 흩어져 있어 이들을 한데 모아 합병 승인을 이끌어내는 것은 매우 어려운 일이 될 것이다. 또한 선주들은 선종별로 서로 다르며, 같은 선종내에서도 선박 크기에 따라 또 다른 시장을 형성하고 있다. 따라서 선주들에게 현대와 대우의 합병 동의를 받아내기는 더욱 어렵다. 알스탐-지멘스의 철도사업 합병을 거부한 Margrethe Vestager EU집행 위원장은 두 기업의 합병은 경쟁을 저해하고 승객요금을 인상(개인의 피해)한다는 점에서 명백한 독과점으로 평가했다. 대우조선해양과 현대중공업의 무리한 합병 시도 역시 같은 평가를 받게 될 것이다.

3) 잠수함 등 한국 방산분야 독점 문제

국내 방산은 최저가 입찰 방식으로
기업들의 경쟁을 유도

국내 잠수함 사업은 대우조선해양과 현대중공업이 나눠서 수행하고 있다. 두 기업이 합병하면 잠수함 분야는 국내 독점기업이 된다. 2008년부터 한국 방위사업은 입찰방식을 수의계약에서 최저가 입찰제안 방식으로 전환되어 독점기업 출현을 방지해오고 있는 것으로 알려져 있다.

표 1. 국내 잠수함 건조 실적

	DSME	Hyundai
209 Class (1200t)	9	
214 Class (1800t)	3	6
SSX (3000t)	2(+1)	

Sources: Market data, Hana Financial Investment

표 2. Top Owners List of 15,000+TEU Class for Containership

Rank	Owner Group	Fleet	Orderbook	Total	Total DWT	Country
1	A.P. Moller	48	2	50	9,085,266	Denmark
2	China COSCO Shipping	23	5	28	5,455,121	China P.R.
3	CMA CGM	14	9	23	4,473,832	France
4	Hyundai Group	0	20	20	3,840,000	South Korea
5	Imabari Shipbuilding	7	8	15	3,031,590	Japan
6	MSC	0	11	11	2,200,000	Switzerland
7	Eastern Pacific Shpg	2	5	7	1,157,898	Singapore
8	Quantum Scorpio Box	6	0	6	1,212,312	Unknown
9	BoCom Leasing	6	0	6	1,195,936	China P.R.
10	Hapag-Lloyd	6	0	6	1,198,464	Germany
11	Minsheng Bank	5	0	5	997,236	China P.R.
12	Mitsui OSK Lines	4	0	4	789,165	Japan
13	Zodiac Maritime	4	0	4	746,597	United Kingdom
14	CSSC	3	0	3	555,000	China P.R.
15	Kyosei Kisen KK	0	2	2	399,384	Japan
16	Fredriksen Group	2	0	2	371,006	Cyprus
17	Mitsui Warehouse Co	1	0	1	199,692	Japan
18	China Merchants	1	0	1	200,148	Hong Kong

Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

표 3. Top Owners List of VLCC (Very Large Crude Carrier)

Rank	Owner Group	Fleet	Orderbook	Total	Total DWT	Country
1	China Merchants	49	4	53	16,345,300	Hong Kong
2	China COSCO Shipping	43	6	49	14,999,263	China P.R.
3	Euronav NV	45	0	45	14,029,096	Belgium
4	Bahri	45	0	45	13,995,145	Saudi Arabia
5	Angelicooussis Group	37	3	40	12,638,841	Greece
6	Nat Iranian Tanker	38	0	38	11,763,127	Iran
7	Mitsui OSK Lines	30	0	30	9,224,346	Japan
8	DHT Holdings	27	0	27	8,372,123	Bermuda
9	Nippon Yusen Kaisha	17	4	21	6,405,428	Japan
10	SK Shipping	18	0	18	5,674,717	South Korea
11	Oman Shipping Co	16	2	18	5,635,534	Oman
12	Sinokor Merchant	9	8	17	5,219,453	South Korea
13	Fredriksen Group	16	1	17	5,155,845	Cyprus
14	Ocean Tankers	17	0	17	5,365,060	Singapore
15	Olympic Shpg & Mgmt	16	1	17	5,321,467	Monaco
16	Navios Holdings	13	4	17	5,117,753	Greece
17	Dynacom Tankers Mgmt	16	0	16	4,811,128	Greece
18	Petronas	14	0	14	4,286,824	Malaysia
19	Intl Seaways	13	0	13	3,952,200	United States
20	Kuwait Petroleum	10	1	11	3,498,628	Kuwait
21	Capital Maritime	7	3	10	3,111,543	Greece
22	Alpha Tankers	8	2	10	3,092,218	Greece
23	Embiricos Group	9	1	10	3,056,100	Greece
24	New Shipping	9	0	9	2,717,370	Greece
25	K-Line	8	1	9	2,772,478	Japan
26	Eastern Med	9	0	9	2,733,817	Greece
27	Formosa Plastics Grp	9	0	9	2,679,771	Taiwan
28	Hunter Group	0	8	8	2,400,000	Norway
29	JXTG Holdings	6	1	7	2,151,902	Japan
30	Ridgebury Tankers	7	0	7	2,125,040	United States
31	Kyoei Tanker	4	3	7	2,159,652	Japan
32	CSSC	5	2	7	2,095,105	China P.R.
33	Minerva Marine	6	0	6	1,902,772	Greece
34	Athenian Carriers	6	0	6	1,904,286	Greece
35	Neda Maritime Agency	6	0	6	1,866,172	Greece
36	Landbridge	3	3	6	1,848,785	China P.R.
37	Brightoil Petroleum	5	0	5	1,599,049	Hong Kong
38	Sinochem Group	5	0	5	1,487,112	China P.R.
39	Thenamaris	5	0	5	1,543,234	Greece
40	Meiji Shipping Co	5	0	5	1,558,726	Japan
41	Shpg Corp of India	5	0	5	1,590,616	India
42	Hyundai Group	1	4	5	1,499,990	South Korea
43	Nathalin Group	4	0	4	1,203,511	Thailand
44	Mitsui & Co	3	1	4	1,246,625	Japan
45	Cido Shipping	2	2	4	1,234,912	Hong Kong
46	Sentek Marine	3	1	4	1,207,553	Singapore
47	BW Group	1	3	4	1,276,000	Bermuda
48	Fairsky Shpg & Trdg	4	0	4	1,264,520	Greece
49	N.S. Lemos	3	1	4	1,238,382	United Kingdom
50	Awilco AS	4	0	4	1,199,981	Norway

Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

표 4. Top Owners List of LNG Carrier

Rank	Owner Group	Fleet	Orderbook	Total	Total DWT	Country
1	Mitsui OSK Lines	30	12	42	3,628,766	Japan
2	Nippon Yusen Kaisha	26	13	39	3,315,607	Japan
3	Angelicoussis Group	27	11	38	3,437,470	Greece
4	Teekay Corporation	37	0	37	3,254,469	Canada
5	GasLog	25	9	34	2,943,670	Greece
6	Qatar Gas (Nakilat)	29	0	29	3,609,718	Qatar
7	Petronas	28	0	28	2,186,475	Malaysia
8	BW Group	19	6	25	2,173,784	Bermuda
9	Golar LNG	20	0	20	1,623,897	Bermuda
10	Dynacom Tankers Mgmt	15	2	17	1,520,126	Greece
11	Cardiff Marine	5	11	16	1,490,330	Greece
12	K-Line	15	0	15	1,197,787	Japan
13	Shell	14	0	14	1,027,618	Netherlands
14	Sinokor Merchant	13	0	13	919,718	South Korea
15	Nigeria LNG Ltd.	13	0	13	1,103,827	Nigeria
16	Fredriksen Group	4	9	13	1,229,456	Cyprus
17	Knutsen OAS Shipping	10	3	13	1,172,023	Norway
18	SCF Group	9	3	12	1,077,768	Russia
19	Leif Hoegh & Co	10	1	11	934,730	Norway
20	BP	8	2	10	904,454	United Kingdom
21	SK Shipping	7	2	9	756,045	South Korea
22	Hyundai LNG Shipping	9	0	9	734,543	South Korea
23	ADNOC	8	0	8	578,711	U.A.E.
24	Nakilat, JC	8	0	8	924,179	Qatar
25	Oman Shipping Co	7	0	7	556,409	Oman
26	Chevron	7	0	7	568,543	United States
27	China COSCO Shipping	7	0	7	655,732	China P.R.
28	SM Group	6	0	6	520,163	South Korea
29	CLNG	6	0	6	448,452	Hong Kong
30	Excelerate Energy	5	0	5	420,637	United States
31	Alpha Tankers	1	4	5	433,766	Greece
32	Tokyo LNG Tanker Co.	5	0	5	380,016	Japan
33	Exmar	5	0	5	355,053	Belgium
34	Thenamaris	3	2	5	408,696	Greece
35	Teekay Corp CLNG JV	2	3	5	484,063	Canada
36	CSDC/MOL JV	2	2	4	363,695	China P.R.
37	Capital Maritime	0	4	4	384,000	Greece
38	India LNG Transport	4	0	4	339,457	India
39	Celsius Shipping	0	4	4	380,000	Denmark
40	H-Line Shipping	4	0	4	296,742	South Korea
41	Brunei Gas Carriers	4	0	4	327,829	United Kingdom
42	Elcano	4	0	4	357,495	Spain
43	TEPCO	4	0	4	305,313	Japan
44	Schulte Group	4	0	4	487,128	Germany
45	Sonatrach Petroleum	4	0	4	243,219	Algeria
46	MiNT LNG	4	0	4	331,371	Bahamas
47	Total	3	0	3	208,830	France
48	Sonangol	3	0	3	269,480	Angola
49	Minerva Marine	0	3	3	268,000	Greece
50	Stena AB	3	0	3	278,063	Sweden

Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

표 5. Top Owners List of VLCC(Large LPG carrier)

Rank	Owner Group	Fleet	Orderbook	Total	Total DWT	Country
1	BW Group	35	0	35	1,921,830	Bermuda
2	Petreded	17	4	21	1,127,744	Bermuda
3	Dorian LPG	19	0	19	1,047,866	Greece
4	Avance Gas Holdings	14	0	14	757,011	Norway
5	JXTG Holdings	9	4	13	673,948	Japan
6	Shandong Ocean	10	0	10	536,939	China P.R.
7	Nippon Yusen Kaisha	8	2	10	510,702	Japan
8	Latsco Shipping	7	2	9	480,937	United Kingdom
9	KSS Line	8	0	8	424,768	South Korea
10	Solvang ASA	7	1	8	433,646	Norway
11	Kumiai Senpaku KK	5	2	7	374,510	Japan
12	Nissen Kaiun	4	2	6	331,136	Japan
13	Wideshine Enterprise	5	1	6	325,744	China P.R.
14	Reliance Industries	6	0	6	354,592	India
15	Mitsui OSK Lines	5	1	6	326,110	Japan
16	SK Shipping	6	0	6	328,264	South Korea
17	Iino Kaiun Kaisha	4	1	5	271,837	Japan
18	Unique Shpg (H.K.)	5	0	5	279,743	Hong Kong
19	Kuwait Petroleum	2	3	5	280,476	Kuwait
20	CNPC	5	0	5	258,866	China P.R.
21	Siamgas	5	0	5	255,270	Thailand
22	China Const Bank	0	4	4	220,000	China P.R.
23	J.P. Morgan	4	0	4	202,364	United States
24	Vitol Group	0	4	4	210,000	Switzerland
25	Benelux Overseas	4	0	4	210,234	Greece
26	Milaha	4	0	4	218,044	Qatar
27	Naftomar Shpg & Trdg	4	0	4	208,829	Greece
28	Great Eastern Shpg	4	0	4	208,130	India
29	K-Line	4	0	4	212,397	Japan
30	Transpetrol Services	3	0	3	167,898	Belgium
31	General Ore Corp.	3	0	3	166,456	United States
32	Cido Shipping	3	0	3	176,433	Hong Kong
33	Pacific Carriers	3	0	3	170,565	Singapore
34	Tomza Group	3	0	3	163,077	Mexico
35	Global United Shpg	2	0	2	98,556	India
36	Sinogas Management	2	0	2	102,753	Singapore
37	Oriental Energy	0	2	2	110,000	China P.R.
38	NS United KK	2	0	2	112,903	Japan
39	BW Global United	2	0	2	108,382	India
40	A.M.P.T.C.	2	0	2	109,012	Egypt
41	Sonatrach Petroleum	2	0	2	109,168	Algeria
42	Geogas Trading	2	0	2	108,271	Switzerland
43	Jaccar Holdings	0	2	2	100,000	Luxembourg
44	Doun Kisen	2	0	2	104,335	Japan
45	Pertamina	2	0	2	109,366	Indonesia
46	Zodiac Maritime	2	0	2	106,656	United Kingdom
47	Kyoei Tanker	2	0	2	110,152	Japan
48	Exmar	0	2	2	100,000	Belgium
49	Meiji Shipping Co	2	0	2	109,856	Japan
50	Idemitsu Kosan	2	0	2	110,459	Japan

Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

표 6. Top Owners List of Drillship

Rank	Owner Group	Fleet	Orderbook	Total	Total DWT	Country
1	Transocean	27	4	31	1,710,738	United States
2	Fredriksen Group	11	2	13	824,316	Cyprus
3	Ensco plc	10	2	12	764,704	United Kingdom
4	Noble Corp	8	0	8	257,668	United States
5	Pacific Drilling	7	0	7	451,356	United States
6	Ocyan	4	0	4	268,284	Brazil
7	Diamond Offshore	4	0	4	149,367	United States
8	Rowan Companies	4	0	4	146,500	United States
9	A.P. Moller	4	0	4	242,285	Denmark
10	Stena AB	4	0	4	346,000	Sweden
11	Shanghai Shipyard	1	3	4	88,460	China P.R.
12	Samsung HI	0	3	3	58,830	South Korea
13	Vantage Drilling	3	0	3	213,307	United States
14	QGOG Participacoes	3	0	3	172,294	Brazil
15	Sonadrill	0	2	2	61,304	Bermuda
16	Sete Brasil	0	2	2	132,000	Brazil
17	Petrobras	2	0	2	157,403	Brazil
18	Eni	2	0	2	120,518	Italy
19	ONGC	2	0	2	18,352	India
20	TPAO	2	0	2	114,256	Turkey
21	Aban Offshore	2	0	2	17,306	India
22	Petroserv	1	0	1	74,778	Brazil
23	Schahin Engenharia	1	0	1	9,193	Brazil
24	FSUE Arktikmornegaz.	1	0	1		Russia
25	Boskalis Offshore BV	1	0	1	37,697	Netherlands
26	JAMSTEC	1	0	1	27,161	Japan
27	Kaspmornefteflot	1	0	1	2,289	Azerbaijan
28	Daewoo (DSME)	0	1	1	58,000	South Korea
29	Keppel Corporation	0	1	1		Singapore
30	Etesco	1	0	1	58,007	Brazil
31	Fred Olsen & Co	1	0	1	34,000	Norway
32	Dleif Drilling	1	0	1	61,619	United States
33	COSCO Shipping HI	1	0	1	100,000	China P.R.

Sources: Clarksons, Hana Financial Investment

4) 일본과 중국, 유럽 등 경쟁국가들에게 분쟁의 빌미를 제공

독과점을 이유로 일본, 중국, 유럽의 WTO제소 공세 높아질 전망

현대중공업의 대우조선해양에 대한 합병 의사 이후 중국과 일본 조선업계는 곧바로 매우 불편한 시각을 언론을 통해 드러내고 있다. 지난 20여년간 일본, 중국, 유럽은 한국 조선산업을 견제하는 지렛대로 WTO 제소를 적극 활용해왔다. 지난해 가을 한국 정부의 조선업 활력 대책 발표 직후 일본 조선업계가 WTO제소 움직임을 보인 것도 이와 같은 맥락이다. 지금까지의 한국 조선업에 대한 WTO제소는 보조금 및 정부지원이 주된 이유였다. 이는 충분히 대응해갈 여지가 있는 다소 추상적인 주제이다. 하지만 대우조선해양과 현대중공업의 합병은 한국의 주력선박인 LNG선과 VL탱커 그리고 초대형 컨테이너선 분야에서 합계 점유율이 50%를 상회하는 수치로 드러나는 것이어서 경쟁국가들과 분쟁을 피해갈 방법이 없다. 그렇다고 합병을 위해 수주점유율을 일부러 낮추는 것은 타당하지 않다. 일본과 중국 조선업계는 독과점을 이유로 한국 조선업에 대한 WTO 제소 공세를 더욱 높게 될 것이다. 핀칸티에리-STX프랑스 합병 사례에서도 알 수 있듯이, 합병 이후에도 독과점 이슈에서 자유로울 수 없다. 이는 한국 조선업의 수주 능력을 더욱 낮추는 방향으로 전개될 가능성이 크다.

중국 CSSC와 CSIC 합병시도는 점유율이 낮고 세계 조선업에 미치는 영향력이 미미해 현대-대우 합병시도와 다르다

중국 조선업 역시 CSSC와 CSIC의 합병을 눈앞에 두고 있지만 이는 한국과 사정이 다르다. 현대중공업과 대우조선해양의 합병은 시장 지배력을 높이고 경쟁을 저해하는 분명한 이유가 되지만 중국 조선소들간의 합병은 세계 조선시황과 한국의 경쟁력에 조금도 영향을 미치지 않기 때문이다. 알스톰의 TGV, 지멘스의 ICE에 이어 세계 3대 고속철도로 평가 받는 신칸센의 히타치 역시 이런 이유로 세계 1위 철도기업 중국 CRRC의 세계철도시장 영향력을 낮게 평가하고 지멘스-알스톰 합병의 부당함을 지적한바 있다. 히타치 CEO는 최근 언론을 통해 중국 철도기업 CRRC의 매출은 모두 중국 내수에 집중되어 있으며 CRRC가 유럽 철도시장에 진입할 가능성은 매우 낮다고 평가했다.

현대중공업과 대우조선해양이 합병을 하게 되면 VL탱커와 LNG선, 초대형 컨테이너선, VLGC 그리고 드릴십 분야를 중심으로 세계 조선해운산업에 막대한 영향력을 행사하게 된다. 이를 일본과 중국 조선업계에서 가볍게 바라보지 않을 것이다.

특히 현대중공업과 산업은행에서 언급하고 있는 "수주경쟁 완화"와 "선가회복 노력"은 WTO가 제시하고 있는 강력한 담합 조항에 정면으로 위배되는 내용인 것으로 우려된다.

해운전문지에 실린 내용에 따르면,

"Lee Dong-Gull, the chairman of KDB, argues that putting together the two companies would ease competition and excess capacity. That suggests that new combined entity could try to raise price and ..."

하지만 WTO에서는 기업간에 가격을 높이고 설비를 줄이는 것을 두고 담합으로 규정하고 있으며 경쟁을 완화시키기 위한 합병과 담합을 반경쟁적행위로 규정하고 있다.

"Cartel" refers to agreements between companies that aim to fix prices, reduce output or allocate markets. Competition policy deals with the behaviour of enterprises and specifically, the regulation of anti-competitive practices, such as cartels, mergers that lessen competition or create a dominant position in a market, and abuse of a dominant position.

4) 일본 구조조정의 실패 이유는 핵심 인력과 무리한 설비 감축

2차 오일 쇼크 이후 일본 설계인력은 한국으로 유입되면서 한국 조선업은 세계 1위로 부상

한국 조선업은 3사 경쟁체제를 통해 기술 경쟁력이 더욱 발전

일본은 핵심인력으 구조조정과 설비감축 이후 2등 조선업으로 전략

전세계 조선업 공급과잉의 책임과 이유는 중국 조선업계에 있다. 한국 조선업이 스스로 규모를 줄이고 구조조정을 진행할수록 중국 조선업과 일본 조선업의 반사이익이 커진다는 것을 주목해야 한다. 특히 일본 조선업은 1980년대 초 석유시장 공급과잉의 결과로 유가가 급락하자 도크의 절반을 줄이고 핵심 설계인력들을 내보내는 조선합리화정책을 단행했다. 그결과 일본 조선업은 스스로 경쟁력을 잃었다. 일본은 두 번의 오일쇼크를 경험하면서 선박 설계인력을 대대적으로 감축하고 표준선형을 개발하면서 더 이상 기술적 진보를 이루어내지 못했다. 부족한 설계인력의 한계를 느낀 일본 조선업계는 이제서야 인력을 한데 모으기 위한 조선소간 통합을 하고 있다. 하지만 조선소를 합친다 해서 부족한 설계인력이 갑자기 늘어나지는 않는다.

일본에서 정리된 수 많은 설계기술인력들은 바다 건너 한국으로 건너오게 되면서 현대중공업은 창립 이후 10년만인 1983년 세계 선박수주점유율 10.6%를 달성하며 세계 1위 조선소로 올라서게 된다. 이후 한국 조선업은 조선 3사 경쟁체제를 유지하면서 더욱 발전된 모습을 보여온 반면 일본은 기술인력 구조조정과 설비 감축 이후 2등 조선소로 전략하게 되었다. 이러한 일본의 조선업 실패 사례를 고려하면 한국 조선업이 스스로 설비를 줄이는 것은 매우 위험한 전략이라는 것을 알 수 있다.

5) 한국 조선업의 설비 감축은 중국 조선업에게 기회

한국 조선업의 설비 감축은 기술력의 한계를 경험하고 있는 중국 조선업 부활의 계기가 될 것

한국의 생산설비 감축은 오히려 중국 조선업에게 회생의 기회가 된다. 중국 조선업은 일본과 마찬가지로 기본설계(원천설계기술) 분야 인력이 사실상 거의 없어 선박 건조가 모두 지연되고 선주가 원하는 사양의 선박 건조가 이루어지지 않는 문제가 점점 심해지고 있다. 이런 이유로 엄청난 수주잔고를 자랑했던 중국의 민간 최대 조선소 Rongsheng heavy industry는 2014년 부도를 맞이하게 된다.

2. 합병 시너지 효과는 사실상 크지 않다

1) 대우조선해양은 현대 군산조선소와 같은 하청기업으로 전략할 전망

합병이 이루어질 경우
대우조선해양은 핵심설계인력들이
이탈하면서 군산조선소와 같은
하청기업으로 전략할 것

현대중공업과 현대삼호중공업
그리고 대우조선해양의 건조선종이
같다는 점에서도 서로 보완적인
시너지 효과 기대하기 어렵다

현대중공업은 군산 야드 정상화에 힘쓰기보다 그동안 폼하해온 대우조선해양을 인수하려는 움직임을 보이고 있다. 대우조선해양의 기술력을 현대중공업이 공식적으로 인정할 것이다. 현대중공업이 대우조선해양을 인수하게 될 경우 대우조선해양의 핵심 설계인력은 현대중공업으로 흡수되거나 회사를 떠나게 되면서 대우조선해양은 현대 군산조선소와 같은 하청기업으로 전략하게 될 것이다. 메이저 선주사들 사이에서 확고한 브랜드로 자리잡고 있는 DSME는 역사속으로 사라지게 되는 것이다. 이는 지난 30여년간 대우조선해양에게서 최고의 품질의 선박을 인도 받았던 메이저 선주들을 불편하게 할 것이다.

현대중공업과 산업은행은 대우조선해양을 인수한 이후 R&D를 통합해 중복 투자를 줄이겠다는 계획을 발표했다. 이는 두 가지 문제를 내포하고 있다. 첫째 합병으로 인한 진정한 시너지 효과를 기대하고자 한다면 더욱 과감하게 R&D 투자 규모를 늘려야지 줄이는 방향으로 가서는 안 된다. 해외 중공업 기업들은 수만명의 엔지니어들을 한데 모으기 위해 자유로운 M&A를 추진해왔다. 기업 통합 이후 연간 R&D 투자 규모는 조 단위로 더욱 늘어나는 모습을 보이고 있다. 엄청난 규모의 R&D 투자규모가 곧 중공업 분야의 핵심인 것이다. 둘째 현대중공업과 대우조선해양은 기업문화가 크게 달라 유기적이고 화학적인 통합을 기대하기 어렵다. 한진중공업이 한진건설과 합병하는 과정에서 내부통합을 이루어내지 못해 조선 전문가들이 회사를 떠나게 되면서 한진중공업은 계속된 하향세를 보여온 것이 이에 대한 설명이다. 유럽계 기업들은 국경의 구분이 의미가 없을 정도로 언어와 문화가 크게 다르지 않아 기업의 인수합병 후에도 엔지니어들을 한데 모으기 쉽다. 하지만 한국 및 아시아 기업들에게서는 이 같은 자유로운 엔지니어링 통합의 사례를 찾아보기 어렵다. 과거 두산중공업이 지난 10여년간 해외 유명 기업들을 인수했음에도 여전히 경쟁력을 갖추지 못하고 있는 이유 역시 해외 엔지니어들을 한데 모으는데 실패했기 때문이다. 보잉과 에어버스 등 해외 중공업 기업들의 인수합병은 WTO가 출범되기 훨씬 이전인 1950~80년대에 나타난 현상들이라는 점에서 현대중공업과 대우조선해양의 합병 시도에 비교되지 못한다.

대우조선해양과 현대중공업 그리고 현대삼호중공업의 건조 선종이 겹친다는 것도 보완적인 시너지 효과를 기대하기 어렵게 한다. 울산과 거제라는 지리적 차이로 설비를 줄이는 문제도 현실성이 없어 보인다.

표 7. 해외 중공업 기업들의 엔지니어 수와 연간 R&D투자 비교 - 중공업 산업의 핵심은 설비가 아닌 엔지니어링 능력

기업명	전체 인력	엔지니어	2014년 R&D	5년 평균 R&D
GE	305,000	36,000	5,273	5,248
보잉	165,500	17,700	3,047	3,491
지멘스	343,000	28,800	5,516	5,320
록히드마틴	112,000	75,000	751	657
에어버스	138,622	55,000	4,504	4,195
캐터필러	114,233	8,000	2,135	2,170
ABB	140,400	8,500	1,499	1,377
노스롭 그루만	64,300	41,684	569	548
M.A.N	55,903	38,509	808	787
탈레스	25,000	18,000	852	835
테크닉	38,297	37,000	110	93
사이팜	48,967	20,000	15	17

자료: 기업 정보, 하나금융투자

2) 인수 실패해도 잃을 것 없는 현대중공업

현대중공업이 염두에 두고 있는 것은 대우조선해양의 미인도 드릴십 인도 대금 2.7조원의 현금이 될 것

현대중공업이 무리한 합병을 시도하는 이유는 크게 세가지로 설명할 수 있다. 첫째 대우조선해양의 미인도 6척 드릴십 2.7조원의 현금이다. 언론을 통해 현대중공업은 대우조선해양 인수의 결정적 배경은 소난골 드릴십 미인도 문제가 해결된 점을 들고 있다. 이는 두산그룹이 과거 한국중공업을 인수하는 과정과 매우 유사하다. 당시 한국중공업은 외환위기의 특수한 상황에서 매물로 등장했는데 방만한 경영의 결과로 매출채권은 매출액의 절반가량 쌓여 있었다. 두산그룹은 한국중공업을 인수한지 1년여만에 매출채권을 회수해 인수대금의 대부분을 회수하는데 성공했다. 현대중공업 역시 대우조선해양을 인수하게 되면 2.7조원의 현금을 사실상 확보하게 됨과 동시에 버거운 경쟁자를 제거할 수 있는 좋은 기회가 되는 것이다. 둘째 인수작업을 진행하면서 당분간 대우조선해양의 선박영업 조직을 무력화시킬 수 있다. 셋째 대우조선해양 기술력에 대한 실사를 해볼 기회를 가질 수 있는 점도 큰 매력이다.

3) 체급이 다른 대우조선해양 인수 시도

세계 시장에서 존재감이 낮은 KAI와 로템의 통합사례는 현대-대우 합병과 비교될 수 없다

현대중공업은 KAI(한국항공우주)와 현대로템을 대우조선해양 인수의 비교 사례로 제시했다. KAI와 로템은 외환위기라는 특수한 상황에서 정부주도의 빅딜에 의해 탄생되었다. 두 기업은 세계 시장에서 전혀 영향력을 발휘하지 못하는 수준의 기업이라는 점에서 정부주도의 통합작업은 크게 어려운 일이 아니었다. 외환위기라는 특수한 상황은 노조들의 반발을 무마시키기 좋은 상황이었다. 하지만 대우조선해양은 이미 세계에서 가장 많은 수주잔고를 갖고 있는 조선소이며 스스로의 기술력으로 점진적인 회복세를 보이고 있어 KAI와 로템과 비교될 수 없다. KAI와 로템은 기업통합이후 이렇다 할 경쟁력과 성장성을 보여주고 있지도 않다. 이유는 핵심인 설계기술인력을 늘린 것이 아니라 합병을 통해 규모만 키웠기 때문이다.

4) 가장 큰 우려는 단기적인 대우조선해양 선박 영업활동의 제약

대우조선해양의 선박영업활동이 무력화될수록 주주가치는 훼손될 것

주주가지 훼손으로 대우조선해양의 최대주주인 산업은행에도 피해 영향 예상

WTO 및 EU위원회의 독과점 심사 그리고 경쟁국가들의 반발 등을 고려하면 현대중공업과 대우조선해양의 합병 가능성은 매우 낮아 보인다. 문제는 단기적으로 대우조선해양의 영업활동에 많은 제약이 따르게 될 것이란 점이다. 갑작스레 피인수 기업으로 전환됨에 따라 단기적인 영업활동과 중장기적 사업전략을 적극적으로 개선하기 어려울 것이다. 이는 대우조선해양의 기업가치를 훼손시키게 될 것이라는 점에서 대우조선해양의 최대 주주인 산업은행에게도 적지 않은 피해가 돌아갈 수 있다는 점을 염두에 두어야 한다.

대우조선해양은 인도네시아 잠수함 3척의 수주계약을 앞두고 있으며 올해 하반기에는 10여척의 야말 LNG선 수주계약도 기대해 볼만 하다. Solidus 화물창의 사업성공도 기대해볼만한 중요한 해이기도 하다. 이 모든 것들이 대우조선해양의 독자적인 기술력과 영업력으로 충분히 수행해 나갈 수 있다는 점을 강조해야 할 것이다.

3. 한국 조선업 발전의 원천은 3사 경쟁체제

1) 스스로의 기술력과 경쟁력으로 회복중인 대우조선해양

한국 조선업 세계 1위의 배경은 3사간의 기술경쟁이며 특히 대우조선해양은 높은 기술적 경쟁우위를 보이고 있다

앞서 설명한 대로 한국 조선업의 발전은 일본에서 건너온 설계 기술인력들을 수용하면서 시작되었고 한국 빅3 조선소들간 치열한 경쟁의 결과로 오늘날의 압도적인 세계 1위의 위상을 갖게 되었다. 내수 비중 하나 없이 전량 해외수주만으로 20여년 가까이 세계 조선업 선두의 위치를 유지하고 있는 것은 기술력이 뒷받침 되지 않고서는 실현되기 어려운 일이다. 한국 조선업과 달리 중국과 일본은 수주잔고의 60% 가량을 자국 발주로 채우는 유리한 조건 속에서도 한국 조선업과의 격차는 더욱 벌어지고 있다. 중국과 일본은 선박분야 기본설계(원천설계)능력이 전무하기 때문이다.

이러한 한국 조선산업의 기술적 우위를 이끌고 있는 조선소 중 한곳이 바로 대우조선해양이다. 대우조선해양은 최초의 1만TEU급 이상 컨테이너선 인도, 국내 최초 Membrane LNG 선 해외 수주, 45만톤급 ULCC 건조 경험 그리고 세계 최초로 Arc 7 기술사양의 야말 LNG 선을 성공적으로 인도했다. 1등 컨테이너 선사 Maersk Line의 보유 선박의 절반은 대우조선해양이 건조했으며 모든 메이저 LNG선주사들 역시 하나같이 대우조선해양을 최고 조선소로 손꼽고 있다. 선주들에 의해 검증된 기술력은 대우조선해양의 독자 생존능력을 충분히 보여주고 있으며 한국 조선업의 발전을 위한 3사간 경쟁 체제를 더욱 공고히 해주고 있다.

2) 한국 조선 3사간의 경쟁은 중국 조선업과의 기술격차 더욱 벌린다

기본설계능력이 없는 중국과 일본은 한계를 보이고 있다

한국 조선 3사간의 치열한 기술경쟁이 전개될수록 중국과 일본 조선업계와의 기술 격차는 더욱 빠르게 확대될 것이다. 이미 지난해부터 선박 발주량의 대부분이 한국 조선소들에게 집중되기 시작했으며 수주선가도 오르기 시작했다. 합병이라는 담합을 거치지 않아도 한국 조선업계의 수주선가는 이미 오르기 시작했다.

한국 조선업은 합병과 담합 없이도 경쟁우위를 지속해 나갈 수 있다

3) 합병 추진은 분쟁의 소재가 될 우려 있다

EU위원회 반독점 조사위원회 역시 현대-대우 합병에 따른 독과점을 가법게 보지 않을 것

현대중공업과 대우조선해양간의 합병추진은 경쟁국가들에게 WTO 제소의 빌미를 만들어 주게 되며 선주사들의 반발을 불러오게 된다는 점이 우려된다. 2차대전 이후 유럽경제 재건의 방향을 공정거래에 초점을 맞추고 구글, 애플과 같은 글로벌 기업들에게 벌금을 부과하고 있는 EU위원회는 독과점 문제를 유발하는 현대중공업과 대우조선해양간의 합병을 가버이 넘겨보지 않을 것이다.

4) 중요한 것은 오너 체제가 아닌 전문경영인 체제

전세계 중공업 기업들은 모두 은행과 PEF들이 주요 주주로 구성

해외 중공업 기업들의 지배구조는 여러 모두 은행과 PEF와 같은 투자자들이 지분을 나눠 갖고 있다. 그들의 경쟁력은 전문경영인의 지휘아래 강력한 엔지니어링 능력을 바탕으로 세계시장을 지배하고 있는 것이다. 이를 보았을 때 대우조선해양의 지배구조를 무리하게 오너 그룹 아래 두려 하는 것은 의미가 없다. 대우조선해양은 전세계에서 가장 강력한 엔지니어링 능력을 갖고 있는 기업 중 한곳이다. 따라서 이를 적극 활용할 전문경영인체제를 강조하는 것이 대우조선해양과 한국 조선업의 미래를 지켜나가는 것이 될 것이다.

대우조선해양 역시 기술경쟁력을 잘 활용할 전문경영인 체제로 강조되어야 할 것이다

추정 재무제표

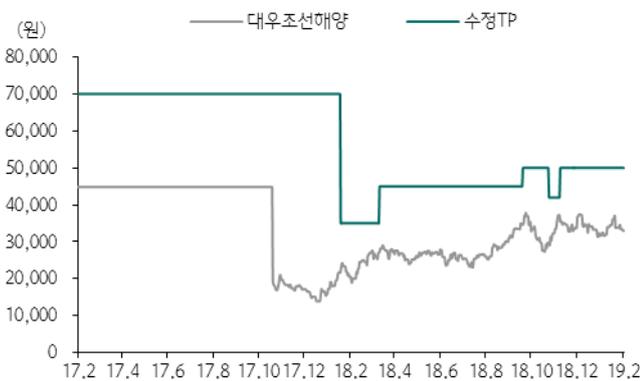
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,819.2	11,101.8	9,122.7	7,181.8	7,416.4
매출원가	13,449.6	9,557.7	8,258.8	6,535.0	6,767.0
매출총이익	(630.4)	1,544.1	863.9	646.8	649.4
판관비	900.5	811.1	64.3	287.6	185.7
영업이익	(1,530.8)	733.0	799.5	359.2	463.7
금융손익	(81.6)	1,403.3	(96.8)	(35.7)	7.8
중속/관계기업손익	5.2	(167.3)	(474.1)	107.9	54.0
기타영업외손익	(354.4)	(780.0)	(29.9)	0.0	0.0
세전이익	(1,961.7)	1,189.0	198.7	431.4	525.4
법인세	827.8	543.3	20.7	13.4	16.6
계속사업이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
비배주주지분 순이익	(55.3)	24.3	(29.0)	7.9	9.7
지배주주순이익	(2,734.1)	621.5	207.0	410.1	499.2
지배주주지분포괄이익	(2,709.5)	527.1	178.4	474.7	577.8
NOPAT	(2,176.9)	398.1	716.1	348.0	449.0
EBITDA	(1,326.2)	885.4	942.3	501.3	606.4
성장성(%)					
매출액증가율	(17.0)	(13.4)	(17.8)	(21.3)	3.3
NOPAT증가율	적지	흑전	79.9	(51.4)	29.0
EBITDA증가율	적지	흑전	6.4	(46.8)	21.0
영업이익증가율	적지	흑전	9.1	(55.1)	29.1
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(66.7)	98.1	21.7
EPS증가율	적지	흑전	(74.0)	97.9	21.7
수익성(%)					
매출총이익률	(4.9)	13.9	9.5	9.0	8.8
EBITDA이익률	(10.3)	8.0	10.3	7.0	8.2
영업이익률	(11.9)	6.6	8.8	5.0	6.3
계속사업이익률	(21.8)	5.8	2.0	5.8	6.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(126,098)	7,447	1,933	3,825	4,656
BPS	15,660	31,823	34,557	38,382	43,038
CFPS	(19,512)	25,162	3,821	5,942	6,419
EBITDAPS	(61,164)	10,610	8,798	4,676	5,656
SPS	591,222	133,034	85,182	66,991	69,179
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	1.9	17.7	8.6	7.1
PBR	2.9	0.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	N/A	0.6	8.9	5.6	5.1
EV/EBITDA	N/A	5.1	6.4	10.3	7.8
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(279.6)	28.1	5.8	10.5	11.4
ROA	(16.1)	4.7	1.9	4.2	5.0
ROIC	(30.5)	5.9	11.1	6.0	8.1
부채비율	2,184.7	282.7	200.0	161.1	144.4
순부채비율	1,028.0	115.0	87.3	55.7	38.8
이자보상배율(배)	(13.3)	15.7	4.7	2.1	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,999.5	6,651.3	5,102.6	5,031.4	5,629.2
금융자산	426.1	419.2	651.8	1,435.8	1,862.6
현금성자산	224.3	205.8	451.2	1,275.3	1,694.0
매출채권 등	5,094.9	4,508.0	2,019.4	1,615.5	1,696.3
재고자산	1,071.1	743.4	1,376.3	1,101.0	1,156.1
기타유동자산	1,407.4	980.7	1,055.1	879.1	914.2
비유동자산	7,065.3	4,795.5	4,688.6	4,581.4	4,611.7
투자자산	895.7	612.9	576.1	460.9	483.9
금융자산	877.4	597.0	561.1	448.9	471.4
유형자산	5,197.9	4,003.4	3,958.4	3,967.9	3,976.8
무형자산	73.3	37.3	39.6	38.1	36.6
기타비유동자산	898.4	141.9	114.5	114.5	114.4
자산총계	15,064.8	11,446.8	9,791.3	9,612.8	10,240.9
유동부채	12,368.7	6,143.0	4,001.0	3,600.3	3,680.4
금융부채	5,918.5	2,588.2	1,954.5	1,939.3	1,942.3
매입채무 등	6,279.4	3,493.7	1,888.4	1,510.8	1,586.3
기타유동부채	170.8	61.1	158.1	150.2	151.8
비유동부채	2,036.8	2,313.0	2,526.1	2,330.3	2,369.5
금융부채	1,286.3	1,271.5	1,547.1	1,547.1	1,547.1
기타비유동부채	750.5	1,041.5	979.0	783.2	822.4
부채총계	14,405.5	8,456.1	6,527.1	5,930.6	6,049.8
지배주주지분	1,026.9	3,393.5	3,704.0	4,114.0	4,613.3
자본금	332.9	538.3	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	2,825.6	54.6	18.1	18.1	18.1
자본조정	1,004.6	2,599.0	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액	410.6	293.7	294.2	294.2	294.2
이익잉여금	(3,546.8)	(92.2)	518.5	928.6	1,427.8
비지배주주지분	(367.5)	(402.8)	(439.8)	(431.8)	(422.2)
자본총계	659.4	2,990.7	3,264.2	3,682.2	4,191.1
순금융부채	6,778.6	3,440.4	2,849.7	2,050.6	1,626.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(531.0)	(1,019.9)	888.5	833.9	596.8
당기순이익	(2,789.5)	645.8	177.9	418.0	508.8
조정	2,102.0	1,322.3	135.3	142.1	142.7
감가상각비	204.6	152.4	142.8	142.1	142.7
외환거래손익	48.3	144.9	17.9	0.0	0.0
지분법손익	16.7	171.5	3.2	0.0	0.0
기타	1,832.4	853.5	(28.6)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	156.5	(2,988.0)	575.3	273.8	(54.7)
투자활동 현금흐름	(282.7)	22.7	(298.2)	5.4	(181.1)
투자자산감소(증가)	(288.5)	282.8	36.8	115.2	(23.0)
유형자산감소(증가)	84.8	(83.3)	(173.8)	(150.0)	(150.0)
기타	(79.0)	(176.8)	(161.2)	40.2	(8.1)
재무활동 현금흐름	(200.9)	987.9	(346.2)	(15.2)	3.0
금융부채증가(감소)	(2,712.0)	(3,345.1)	(358.1)	(15.2)	3.0
자본증가(감소)	1,784.3	(2,565.6)	(33.8)	0.0	0.0
기타재무활동	726.8	6,898.6	45.7	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,011.7)	(18.5)	245.4	824.1	418.8
Unlevered CFO	(423.1)	2,099.8	409.2	637.0	688.2
Free Cash Flow	(650.8)	(1,128.7)	713.1	683.9	446.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	50,000		
18.11.5	BUY	42,000	-21.61%	-11.43%
18.10.1	BUY	50,000	-36.09%	-24.30%
18.3.23	BUY	45,000	-39.89%	-22.33%
18.1.30	BUY	35,000	-31.52%	-21.00%
16.5.7	Neutral	70,000	-41.67%	-28.71%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)은 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)은 2019년 02월 13일 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.