



조선

비중확대 (신규)

Again 2005

 **신한금융투자**
기업분석부

이동현 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@shinhan.com

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiumyoung@shinhan.com



신한 리서치
투자정보



Contents

Investment Summary & Key Charts	3
I. Valuation: Again 2005	7
1. 2003~2007년 상승기와의 비교	
2. Valuation: Again 2005	
II. 단기전망; 선거 인상이 좌우하는 구간	25
1. 코로나 팬데믹과 러-우 전쟁의 수혜	
2. 수주잔고 상승기; 지금은 선거 인상이 좌우하는 구간	
3. 선거 전망; 쉽게 꺾이지 않을 것	
III. 장기 전망; 패러다임 전환, 새로운 물결	57
1. 조선업의 새로운 시대	
2. 환경규제가 가져올 거대한 변화	
Company Analysis	
현대중공업(329180) - 매수(신규), 목표주가 180,000원(신규)	59
현대미포조선(010620) - 매수(신규), 목표주가 140,000원(신규)	64
한국조선해양(009540) - 매수(신규), 목표주가 110,000원(신규)	71
삼성중공업(010140) - 매수(신규), 목표주가 7,000원(신규)	78
대우조선해양(042660) - 매수(신규), 목표주가 25,000원(신규)	85

Investment Summary

조선 업종 비중확대 의견으로 커버리지 개시

조선업
비중확대 의견으로
커버리지 시작

조선 업종에 대해 비중확대(Overweight) 의견으로 커버리지를 시작한다. 한국조선해양, 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 5개사에 대한 분석을 시작한다. Top Picks는 현대중공업과 현대미포조선이다.

현재는 2005년과
가장 닮은 업황

I. Valuation: 지금의 조선업 업황은 과거 2005년과 가장 닮아 있다. 2003년부터 미국의 금리인하에 의한 물동량 증가, 탱커선 교체수요, 단일선체 퇴출에 따른 규제이슈로 발주가 증가했다. 그러나 2004년 후반기 급등으로 조선사들은 대규모 총당금을 쌓았고 주가도 정체를 보였다. 최근 후반기가 급등했던 2021년 상황과 비슷하다.

2005년부터는 수요가 지속되는 가운데 후반기가 안정되며 2007년까지 랠리를 보인다. 현대미포조선 주가는 86배의 상승 기록을 세웠다. 2Q22까지 후반기 상승 총당금을 쌓은 조선사들은 최근 경기둔화 영향으로 후반기 하락의 덕을 볼 것이다.

대형 조선소 쏠림 심화

2003~2007년의 슈퍼사이클 기간과는 경제성장률이 다르다는 지적이 있다. 그러나 그 당시에는 그만큼의 CAPA 증설이 있었다. 국내의 6대 조선사의 시장 점유율은 2007년 25%에서 2021년 50%로 증가했다. 그리고 현재는 코로나 팬데믹, 러-우 전쟁 등 특수한 상황의 업황 상승으로 모든 조선사들이 증설을 꺼리고 있다.

2022년 국내외 조선사들의 평균 수주-인도 시차는 3년을 넘었다. 이는 호황기의 마지막이었던 2008년 이후 처음 있는 일이다. 국내의 6대 조선사의 2021년 수주는 호황기의 정점이었던 2007년보다 8% 증가했다. 2021년 전체 수주는 2007년 대비 55%에 불과했지만 6대 조선사의 점유율이 상승한 영향이다.

지금은 선가가
핵심변수
공급 제한과 수요 지속

II. 단기전망: 조선업은 수주가 핵심이지만 시점마다 주가의 주요 변수가 달라진다. 수주가 바닥에서는 생존을 위해 선가와 무관하게 수주가 주가를 결정한다. 그러나 수주가 평균치를 채우면 수익성 확인을 위해 선가가 주가의 핵심변수로 작용한다.

지금은 선가를 볼 때이다. 선가에 미치는 변수를 크게 공급과 수요 측면으로 나눠 분석해 보았다. 공급에서는 후반기 하락만 선가 하락 요인이다. 후반기 하락은 이익 정상화 요인으로 해석되며 이외 변수는 모두 선가에 긍정적이다.

수요 측면에서는 LNG 시황이 러-우 전쟁과 기후협약의 영향으로 초호황세를 보이며 기술적 우위를 보이는 국내 조선사들의 수혜 요인으로 작용하고 있다. 컨테이너업황은 피크를 지났지만 완만한 하락세, 탱커선은 이제 시작이다.

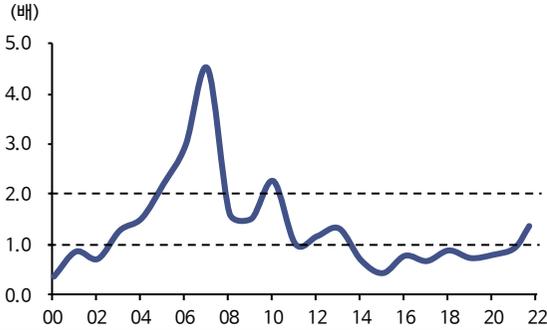
수급의 균형과
환경규제 이슈가 이끌
조선업의 새로운 황금기

III. 장기전망: 조선업은 역대 처음으로 수요와 공급의 균형점으로 진입했다. 사이클 영향이 줄었는데 이는 새로운 황금기의 시작점이라 해석한다. 환경규제 이슈는 지속 확대될 것이고 바다에서의 플레이어는 구조조정이 끝나 생존 수혜를 받게 된다.

PBR 2배는 유리천장이 아니다. 3~4년 후 수익의 모든 것을 예측할 수 없지만 적어도 방향을 확신한다면 2005~7년처럼 PBR 3~6배에 도전하는 것도 이상하지 않다.

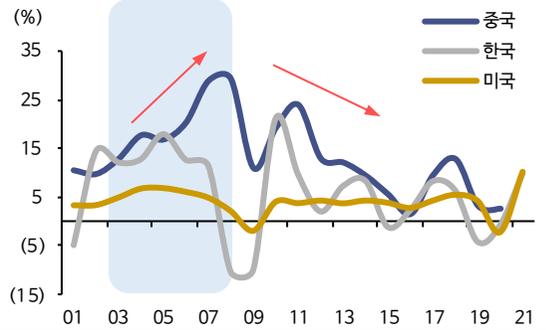
Key Charts

조선 4사 평균 PBR 추이, 2000~2022



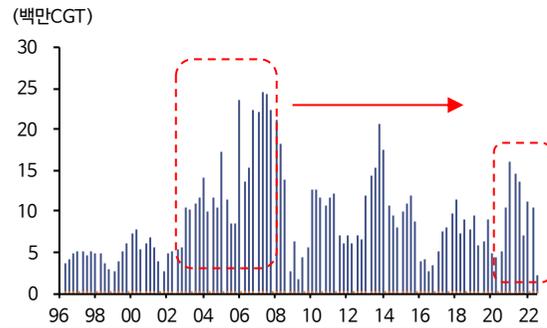
자료: QuantiWise, 신한금융투자

주요국 GDP 성장률, 2001~2021



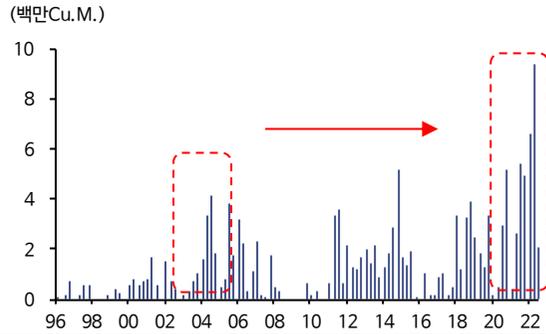
자료: QuantiWise, 신한금융투자

전세계 발주 추이



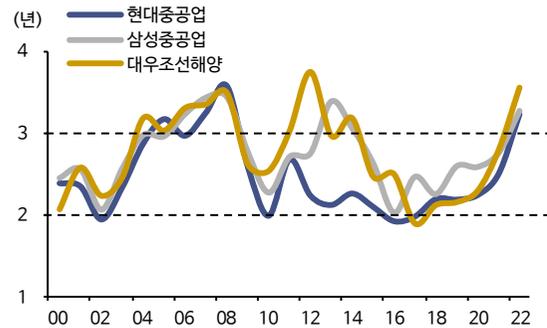
자료: Clarksons, 신한금융투자

전세계 LNG운반선 발주 추이



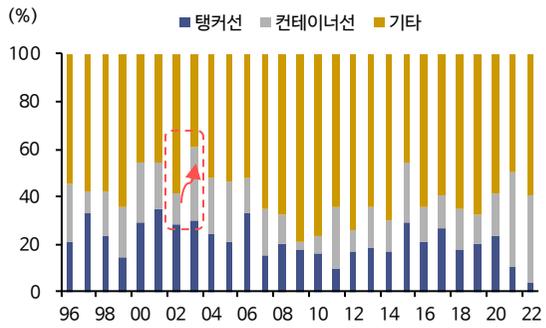
자료: Clarksons, 신한금융투자

조선 3사의 수주-인도 시차



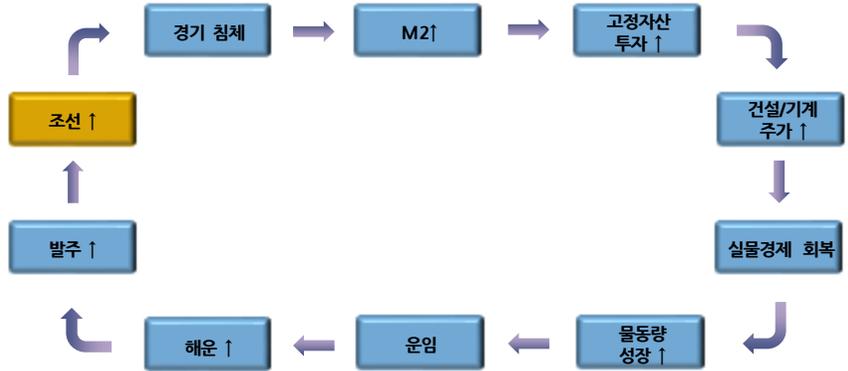
자료: Clarksons, 신한금융투자

2003년 탱커선과 컨테이너선 발주가 급증



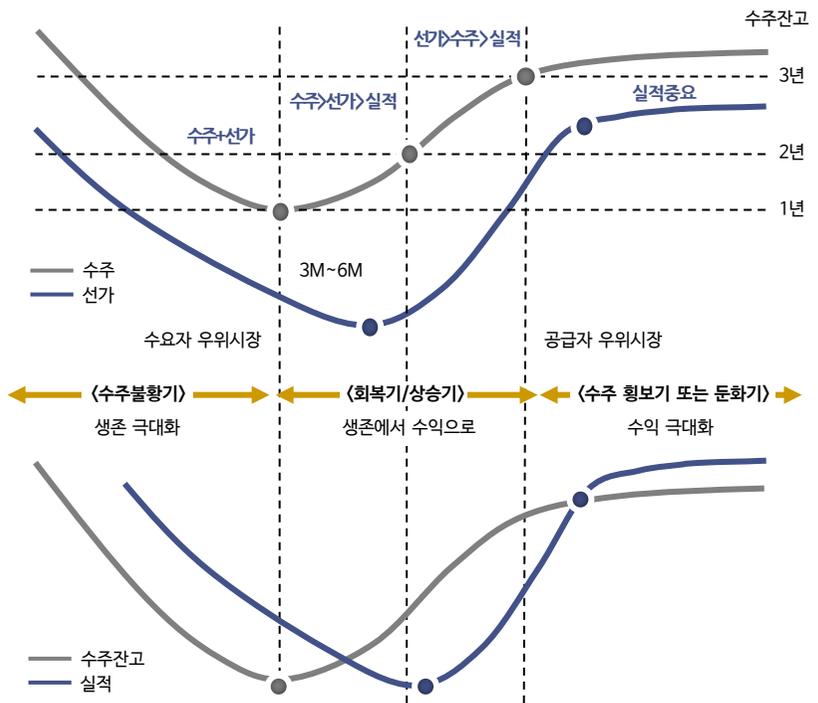
자료: Clarksons, 신한금융투자

경기 순환 주기에서 조선업은 뒷편에 위치



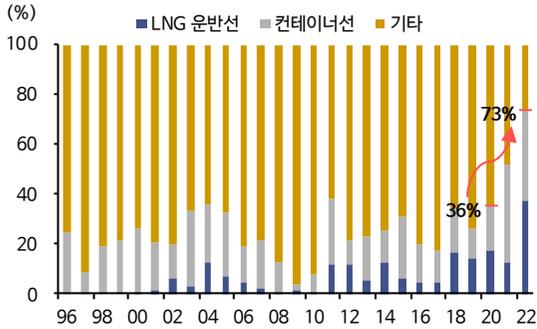
자료: 신한금융투자

수주 사이클과 선가, 수주 흐름별 주요 변수



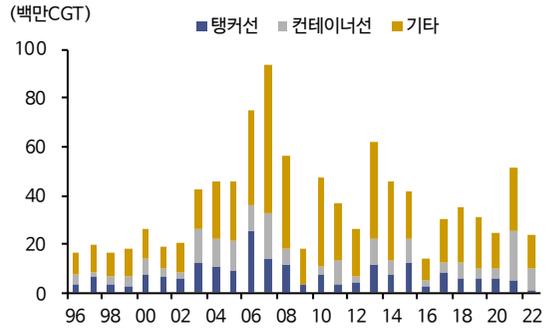
자료: 신한금융투자

2022년 LNG선, 컨테이너선 비중 73%로 급증



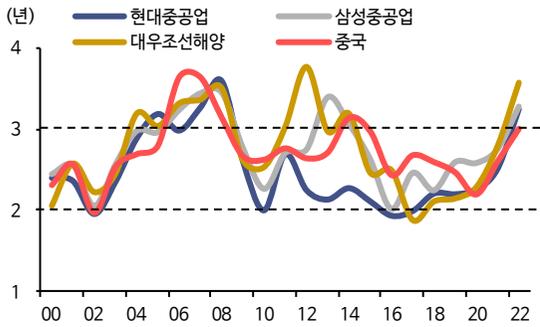
자료: Clarksons, 신한금융투자

2022년 발주는 아직도 랠리 중



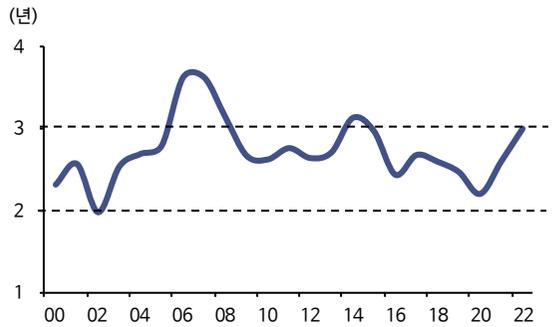
자료: Clarksons, 신한금융투자

국내 조선 3사, 중국 조선사 수주-인도 시차 추이



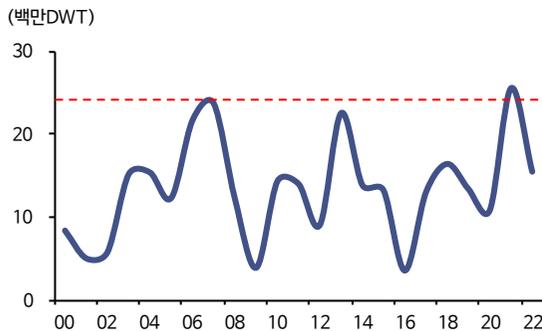
자료: Clarksons, 신한금융투자

현대미포조선 수주-인도 시차 추이



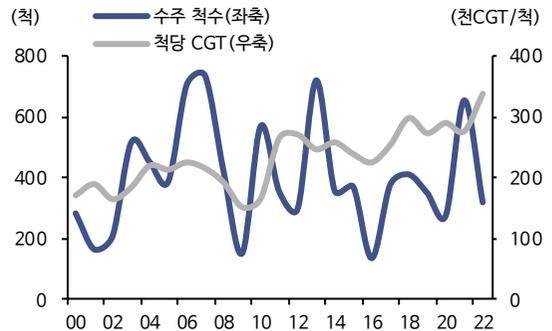
자료: Clarksons, 신한금융투자

2021년 Big 6 수주량은 2007년을 넘어섬



자료: Clarksons, 신한금융투자

Big 6 선박 수주 척수와 척당 CGT



자료: Clarksons, 신한금융투자

I. Valuation; Again 2005

1. 2003~2007년 상승기와의 비교

조선업, 이익 기반 밸류에이션의 한계

사이클 산업인 조선업에서 이익 기반 밸류에이션의 한계

최근 조선업의 가장 큰 화두인 밸류에이션부터 논의해 본다. 실적 변동성이 큰 조선업은 실적 하락 구간이나 턴어라운드 구간에서 이익 기반의 밸류에이션을 적용하는데 한계가 있다. 사이클이 길고 수주와 실적의 시차도 2~3년 반영되기 때문이다. 주기적으로 밸류에이션 방식을 바꾸는 것도 신뢰도를 떨어 뜨린다.

조선 4사(한국조선해양¹⁾, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 2000~2021년까지 22년 동안의 실적을 보면 지배순이익이 흑자였던 해는 13년, 적자였던 해는 9년이었다.

2000년 이후 22년 동안 적자 기간은 9년

흑자는 2001년~2012년까지 이어졌고 적자는 2013년부터 지금까지 이어지고 있는데 2017년에 일시적으로 흑자를 냈다. 조선업의 사이클이 얼마나 긴지를 잘 설명해 준다. 22년의 세월 동안 이익 기반 밸류에이션을 적용할 수 있는 기간은 절반 정도이다. DCF나 RIM 같은 장기 시계열의 이익 기반 밸류에이션을 고려할 수 있지만 조선업 변동성을 감안하면 변수가 많아 선호도가 떨어진다.

선행 PER을 적용하기 위해서도 최소 3년 후의 실적을 적용해야 하는데 여기에도 너무 많은 가정이 들어간다. 정밀한 가정들로 시뮬레이션 해보는 것은 의미 있는 일일 것이다. 그러나 지금 당장은 향후 실적 추정의 정밀도가 떨어져 이 분석은 실적이 본격적으로 돌아서는 2023년으로 미뤄둔다.

PBR 밸류에이션을 검토

따라서 자산 기반의 PBR 밸류에이션을 검토한다. 조선업을 보는 대부분의 시장 참여자들이 PBR을 기반으로 조선업을 바라봄으로 이해도를 높여줄 것으로 생각된다.

2000년 이후 조선4사 시기별 지배순이익; 22년 중 9년이 적자

년도	실적	밸류에이션	
		PER	PBR
2000	적자	X	O
2001 - 2012	흑자	O	O
2013 - 2016	적자	X	O
2017	흑자	O	O
2018-2022 현재	적자	X	O

흑자 기간 13년, 적자 기간 9년

자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자

1) 한국조선해양은 2017년 이전까지 현대중공업이라는 사명으로 상장되어 있었고 2017년 분할로 나뉘어 졌다. 현대중공업은 한국조선해양의 비상장 자회사로 있다가 2021년 재상장했다. 현재 한국조선해양 아래에는 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선이 자회사로 있다

PBR 2배는 주가의 유리천장일까

PBR 2배를 보는 시각

최근 현대중공업과 현대미포조선이 PBR 2배를 오가며 밸류에이션 부담을 느끼는 시각이 많다. PBR 2배는 조선업 주가의 유리천장일까?

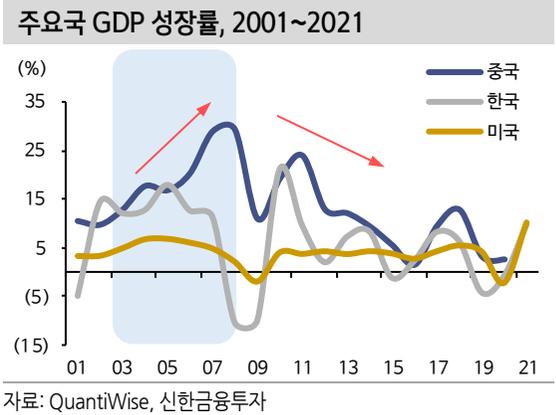
2021년 9월 17일 현대중공업이 재상장하며 조선업 주가와 PBR 증가를 이끌었다. 전세계 최대 조선소이며 우량한 재무구조와 엔진사업을 내재화로 갖고 있는 점이 프리미엄을 받기에 충분했다.

지금은 조선업 상승기라 하락기가 아닌 과거 상승기와의 비교가 필요

밸류에이션에 부담을 느끼는 이유는 조선업이 다운사이클로 접어든 2014년 이후 조선사 PBR이 1배에 갇혔기 때문이다. 2014~2021년 조선 4사의 평균 PBR은 0.75 배였고 유가가 바닥이었던 2015년은 0.44배까지 떨어졌다. 2021년부터 업황이 돌아섰지만 PBR 2배는 과거 10년 동안 없던 밸류에이션이어서 여전히 낮설다.

그러나 지금은 업황의 상승기이기 때문에 과거의 하락기가 아닌 상승기와 비교해 보는 것이 적절하다. 과거의 상승기였던 2003년~2007년까지의 PBR을 보면 1.3배에서 4.5배를 오갔고 평균 PBR도 2.5배 수준이었다.

2003~2007년은 중국의 GDP 성장률이 15~20%를 기록했고 세계의 공장 역할을 하며 전세계 원자재를 흡수하던 시절이었다. 그때와 지금이 다른 상황이라 생각할 수 있다. 과거 상승기와의 지금을 좀 더 비교해보자.



조선 4사 PBR, 주요국 GDP 성장률 추이; 2003~2007년 상승기, 2014~2020년 하락기

년도	조선 4사 평균 PBR	주요국 GDP 성장률		
		중국	한국	미국
2000	0.38	-	-	-
2001	0.87	10.6	(5.0)	3.2
2002	0.73	9.8	14.5	3.3
2003	1.29	12.9	12.1	4.8
2004	1.54	17.8	12.8	6.6
2005	2.23	16.9	17.9	6.7
2006	3.00	20.4	12.6	6.0
2007	4.53	29.0	11.4	4.8
2008	1.64	29.4	(10.5)	2.0
2009	1.53	11.0	(10.1)	(2.0)
2010	2.28	19.3	21.2	3.9
2011	1.03	24.1	9.6	3.7
2012	1.18	13.0	2.0	4.2
2013	1.33	12.2	7.2	3.6
2014	0.70	9.5	8.3	4.2
2015	0.44	5.6	(1.2)	3.7
2016	0.79	1.6	2.3	2.7
2017	0.68	9.6	8.2	4.2
2018	0.90	12.9	6.3	5.4
2019	0.74	3.2	(4.3)	4.1
2020	0.81	2.6	(0.8)	(2.2)
2021	0.94	-	9.8	10.1
2022	1.38	-	-	-
2003~2007년 평균	2.52			
2014~2021년 평균	0.75			

자료: QuantiWise, 신한금융투자

2003년부터의 업황은 탱커선과 컨테이너선이 주도

2003년부터 2007년까지 업황 상승기의 의미있는 지표들을 몇가지 짚어본다.

선박 발주는
2003년부터 성장 시작
탱커선과 컨테이너선이
시장을 견인

1997~2002년 전세계 평균 선박 발주량은 연간 2,016만 CGT²⁾였다. 2003년 중국의 GDP 성장률은 12.2%(+3.1%p YoY)로 두자리수 상승했고 2003년 한해 4,298만 CGT의 발주가 쏟아졌다. 그후 2007년까지 선박 발주는 매년 성장했다.

2003년부터의 선박 발주 증가는 탱커선과 컨테이너선에 집중되었다. 2003년 발주된 3,298만 CGT의 선박 중에서 탱커선과 컨테이너선의 비중은 61%를 차지한다. 1997~2002년 두 선종의 평균 발주 비중은 45%였고 2003년의 61%는 지금까지도 두 선종 합산의 역대 최고 비중이다.

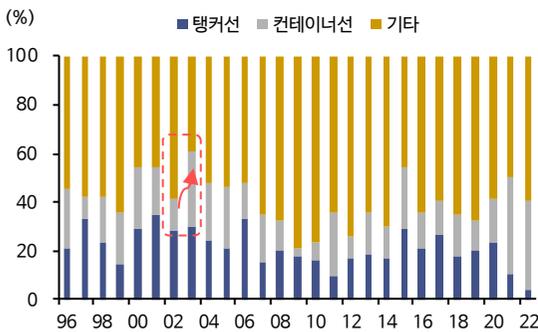
1997~2002년 탱커선의 평균 발주는 2,292만 DWT³⁾였는데 2003년 한해 동안 4,923만 DWT로 이전 대비 두배 이상의 발주가 나왔다. 동기간 컨테이너선의 발주는 42만 TEU에서 210만 TEU로 5배 급증했다.

교체수요,
환경규제,
저금리 기조로
2003년 발주 증가

당시 탱커선의 경우 크게 두가지 이슈가 있었다. 첫째, 1973년 1차 오일쇼크 당시 발주했던 선박들의 교체주기가 도래하며 사이클이 돌아왔다.⁴⁾ 두번째, IMO⁵⁾ 주도로 해양오염을 방지하기 위해 단일선체 유조선의 퇴출 노력이 있었다. 두 이슈가 맞물리며 2003년 탱커선 발주가 급증하며 전체 업황 상승을 알렸다.

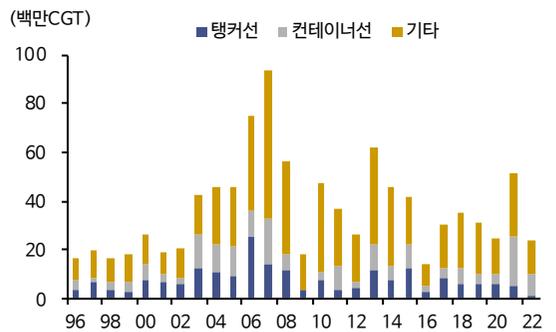
컨테이너선의 경우 2001년 9.11 테러가 발생하며 2001년 전세계 컨테이너 물동량이 전년비 3.7% 성장에 그쳤다. 1991~2000년 평균 증가율은 9.5%였다. 미국 연방 정부는 경기 대응을 위해 금리를 1%까지 인하한다. 컨테이너 물동량 증가율은 2002년 다시 7.6%로 살아나고 2003년 15.7%로 급증했다.

2003년 탱커선과 컨테이너선 발주가 급증



자료: Clarksons, 신한금융투자

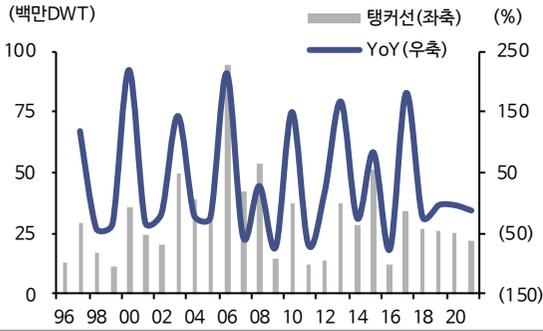
탱커선과 컨테이너선의 합산비중은 2003년이 Peak



자료: Clarksons, 신한금융투자

2) CGT(Compansated Gross Tonnage, 표준화물선환산톤수)는 실질적인 작업량의 크기를 반영, GT(Gross Tonnage, 총톤수) 대비 선종의 난이도에 따른 가중치 부여한다
 3) DWT(Dead Weight Tonnage, 재화중량톤수)는 선박이 적재할 화물의 중량을 의미한다
 4) Clarksons의 선박 발주 데이터는 2000년 이후부터 구성되어 시간상 1970년대의 선박 발주 데이터는 구하지 못했다. 아쉽지만 경기지표를 통해 간접 확인할 뿐이다
 5) IMO는 UN산하의 국제해사기구로 전세계 선박운항과 관련된 규제를 총괄한다

탱커선 발주 추이



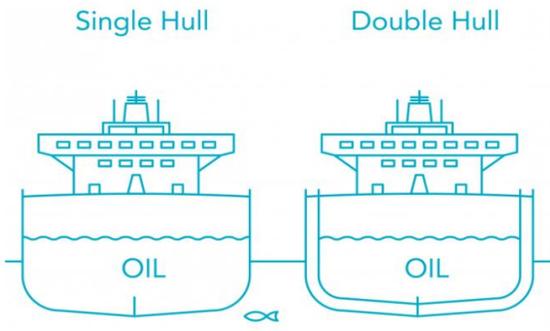
자료: Clarksons, 신한금융투자

1973년 1차 오일 쇼크 당시 주유소 사진



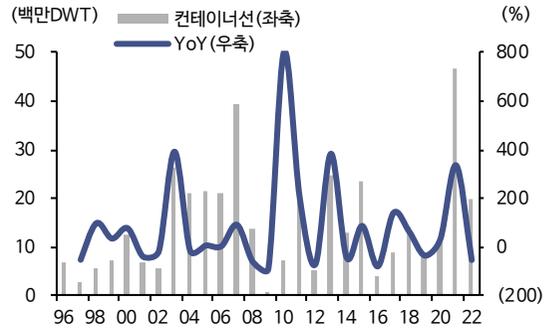
자료: Energy Intelligence Group, 신한금융투자

2003년 IMO 단일 선체 유조선 조기 퇴출



자료: Clearseas.org, 신한금융투자

컨테이너선 발주 추이



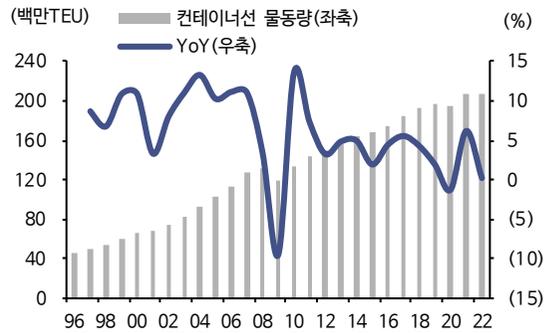
자료: 신한금융투자

2001년 9.11 테러



자료: Reuters, 신한금융투자

컨테이너선 물동량 추이



자료: 신한금융투자

2003년부터의 업황 상승기가 주는 네 가지 시사점

2003년의 업황에는 현재 상황을 보는 중요한 시사점들이 들어 있다.

2003년 업황의
네 가지 시사점
비교가 필요

- 1) 교체수요
- 2) 환경규제
- 3) 편중된 발주 선종
- 4) 공급 CAPA

첫째, 교체수요이다. 1973년 오일쇼크로 발주된 선박들의 교체수요가 2003년부터 발주된 것처럼 2003~2007년 슈퍼사이클 때 발주된 선박의 교체수요가 도래하고 있다. 최근에는 LNG운반선의 교체수요가 그 중심에 있다.

둘째, 환경규제의 영향이다. 배는 오래 사용한다. 평균 20년을 사용하고 탱커선은 30년을 쓰기도 한다. 교체수요를 몇 년 미루는 것은 업황에 따라 얼마든지 가능하다. 2003년 업황은 이중선체 이슈가 불거지며 노후 유조선의 교체 시기를 당기며 시작되었다.

IMO는 내년인 2023년부터 CII, EEXI 같은 선박 운항의 탄소 규제를 시행한다. 노후 선박이 환경규제를 만나면 어떻게 되는지 2003년의 사이클이 말해준다. 환경규제 이슈는 뒤에서 추가적으로 다룬다.

셋째, 두 선종의 업황 상승이 조선소 전체의 성장을 이끌었다는 것이다. 2003년 탱커선과 컨테이너선이 상승기의 신호탄을 쏘고 2004년부터 3년간은 카타르 LNG운반선 53척이 발주되며 업황을 이어 받았다.

특정 선종의 발주 랠리로 조선사 CAPA가 채워지면 다른 선종의 발주를 자극하게 된다. 2003년은 탱커선과 컨테이너선의 비중이 61%로 절대적이었다.

뒤에서 다시 살펴보겠지만 2022년 LNG선과 컨테이너선이 전체 발주 시장에서 차지하는 비중은 73%이다. 2003년의 업황과 닮아 있다. 2022년 카타르 LNG운반선의 발주가 시작된 것은 러-우 전쟁의 영향이 컸지만 2020년부터 이어진 컨테이너선 발주 랠리가 도크를 채운 영향도 무시 못한다고 생각된다.

넷째, 공급 CAPA⁶⁾ 문제이다. 서두에 언급한 것처럼 2003년과 지금은 경제 성장률이 다르다는 점에서 설명에 한계가 있어 보인다. 그러나 2003~2007년 슈퍼사이클 때는 공급이 같이 증가했고 지금은 모든 조선사가 CAPA 증설에 대해 보수적 시각을 유지하고 있다.

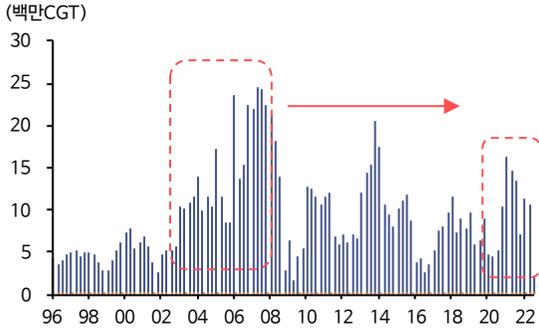
이부분도 뒤에서 다시 보겠지만 현재 조선사들의 수주에서 인도까지의 평균 시차⁷⁾는 2022년 39개월까지 올라갔다. 수주-인도 시차가 3년을 넘은 것은 호황기의 마지막이었던 2008년 이후 처음 있는 일이다. 국내외 주요 조선사들의 2021년 수주 물량은 과거 피크였던 2007년을 넘어 역대 최고치를 기록했고 2022년 물량은 이미 2003~2005년 연평균 수준을 초과했다.

조선사들의 CAPA 증설이 제한된다면 과거와 같은 성장률이 아니어도 조선사들은 충분한 돈을 벌 여지가 크다.

6) 공급 CAPA: Capacity로 통상 최대생산량을 의미한다

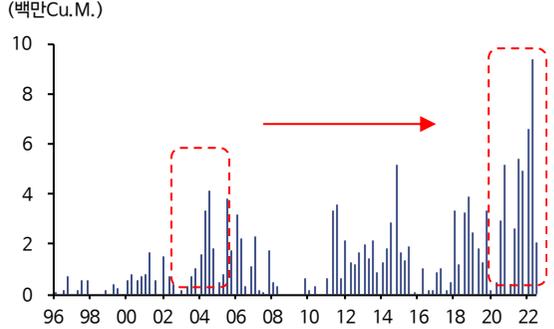
7) 공급 CAPA의 대응치로 사용했다

전세계 발주 추이; 교체수요 시기가 다가옴



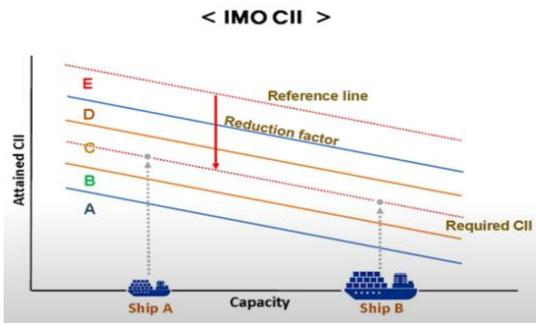
자료: Clarksons, 신한금융투자

전세계 LNG운반선 발주 추이; 교체 수요 반영 중



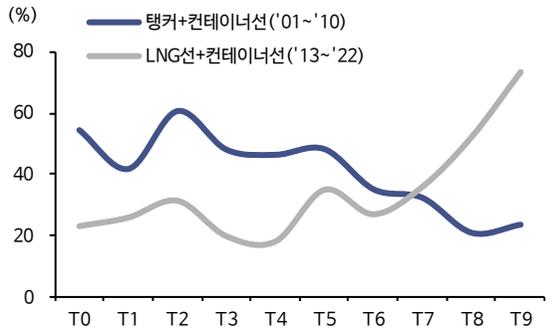
자료: Clarksons, 신한금융투자

IMO CII 개념도



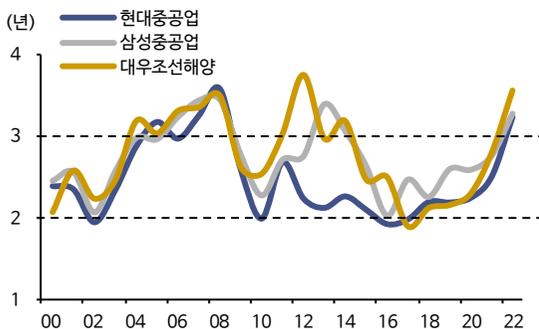
자료: 업계 자료, 신한금융투자

발주 비중 추이 비교



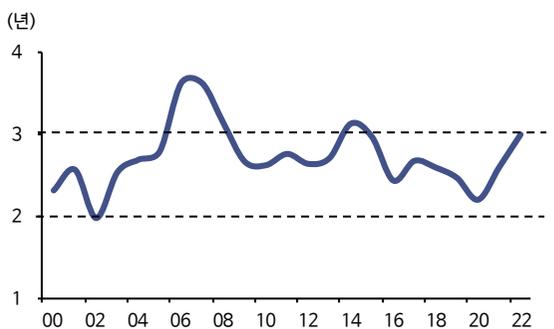
자료: Clarksons, 신한금융투자

조선 3사의 수주-인도 시차



자료: Clarksons, 신한금융투자

중국 조선사의 수주-인도 시차



자료: Clarksons, 신한금융투자

2004년의 후판가 급등이 주는 교훈

2003년부터 수주가 증가,
이익증가는 2006년부터

후판가 상승이
2004년과 2005년
실적을 악화시킴

선가 지속, 후판가안정 시
향후 이익 개선 가능성에
주가 상승여력은 커질 것

2003년부터 수주가 증가했지만 조선사들이 돈을 벌기 시작한 것은 2006년부터이다. 2003년 조선 4사의 합산 영업이익은 8,321억원이었으나 2004년은 적자, 2005년은 1,027억원을 버는데 그쳤다. 2006년 영업이익은 1조원으로 증가했고 2008년 이익은 4조원까지 증가한다.

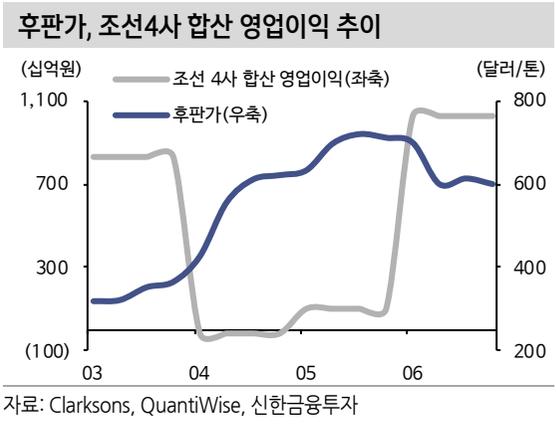
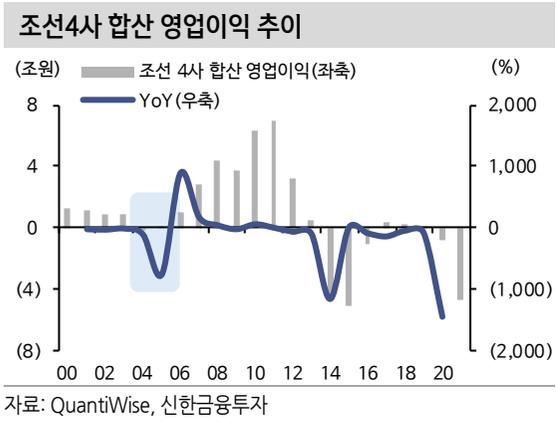
2022년 현재 후판가가 중요 이슈이듯 이 당시도 후판가가 업황에 많은 영향을 미쳤다. 증가한 수주가 반영되며 2003년 조선 4사의 합산 시가총액은 98% 상승했다. 그러나 2004년 1분기 후판가가⁸⁾ 전분기 대비 17% 급등했고 2분기에도 31% 상승했다. 2004년 상반기에만 전년비 74% 상승이었다.

2004년 상반기 조선 4사 주가는 -16% 하락했고 2004년 연간으로도 3% 상승에 그쳤다. 2004년 하반기부터 후판가가 다시 안정되었고 이후 조선주 주가는 2005년에 112% 상승했다.

신조선가는 수주 증가와 후판가 상승을 반영해 2003년 전년비 12.3%, 2004년 25.9% 상승했다. 2004년과 2005년의 기억이 정확하진 않을 수 있겠지만 조선사들은 후판가 상승에 따른 총당금을 쌓으며 이익을 내지 못했을 것이다.

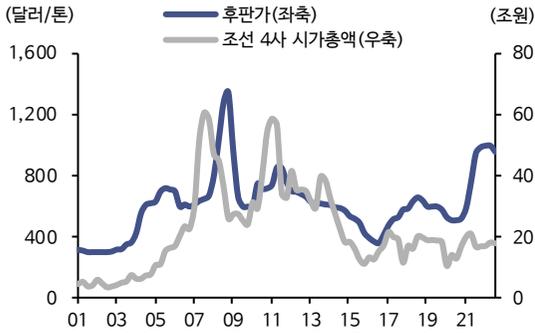
2021년과 2022년 상반기 조선사들은 후판가의 추가적 상승으로 총당금을 쌓았고 현재 철광석 가격과 후판가는 하락 추세에 있다. 2021년 후판가는 전년비 59% 상승했고 신조선가는 22% 상승했다. 과거와 같이 상승한 선가에 후판가가 안정화된다면 조선사는 큰 돈을 벌게 될 것이다.

앞서 살펴본 내용을 현시점에 적용해 본다. 현재의 선가 상승이 지속되거나 유지되고 후판가가 안정화된다면 향후 이익 개선 가능성에 대한 기대로 주가는 추가적으로 오를 여지가 커진다. 이 부분에 대해서는 다음 장에 자세하게 다루었다.



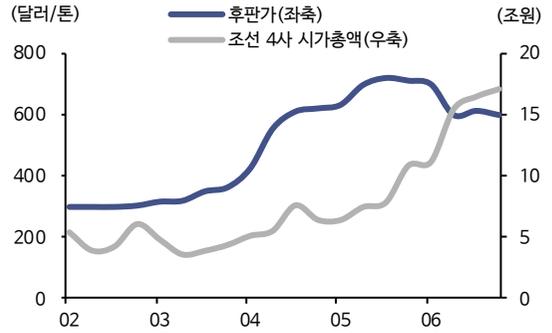
8) 일본 조선용 후판을 기준으로 했다. 지금은 중국산이나 국산 후판을 많이 사용하지만 Clarksons에서 2009년 이전 시계열의 데이터는 일본 후판만 얻을 수 있다. 중국이나 국산 후판과 가격 방향성의 차이는 없다

후판가, 조선 4사 합산 시가총액 추이; '01~'22



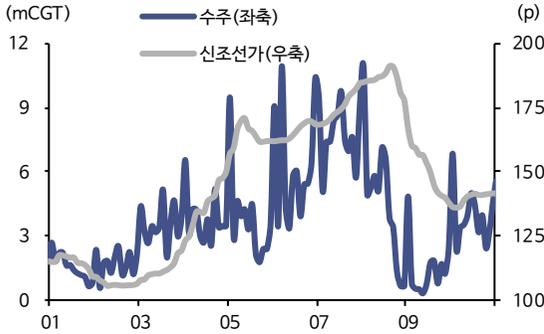
자료: Clarksons, QuantiWise, 신한금융투자

후판가, 조선 4사 합산 시가총액 추이; '02~'06



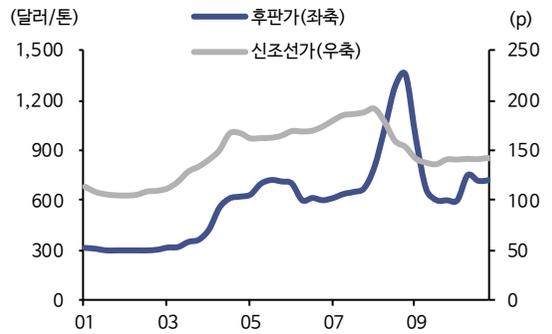
자료: Clarksons, QuantiWise, 신한금융투자1

신조선가, 수주 추이; 과거 시계열



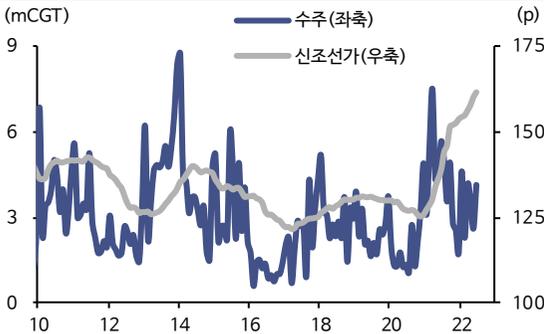
자료: Clarksons, 신한금융투자

신조선가, 후판가 추이; 과거 시계열



자료: Clarksons, 신한금융투자

신조선가, 수주 추이; 최근 시계열



자료: Clarksons, 신한금융투자

신조선가, 후판가 추이; 최근 시계열



자료: Clarksons, 신한금융투자

현대미포조선은 선행지표인가

2003년 현대미포조선은
대형사 대비 상대적으로
빠른 성장세를 보임

2003년의 업황에서 가장 특별한 점은 현대미포조선이었다. 현대미포조선의 주력 선박은 P/C선⁹⁾인데 2003년부터 단일선체 선박이 퇴출되며 P/C선도 호황을 맞았다.

현대미포조선은 2000~2002년 연평균 33척을 수주했는데 2003년 한해 82척의 선박을 수주한다. 그중 18척만 컨테이너선이었고 나머지 64척이 P/C선이었다. 2003년 P/C선은 214척이 발주 되었다. 1996~2002년 평균 발주량은 80척이었다.

현대미포조선의 주가는 2003년 한해 동안 220% 상승했고 2002년 연말부터 업황 피크인 2007년까지로 하면 86배 상승했다. 시가총액 기준으로는 665억원에서 5.7조원으로 커졌다.

사이클이 짧고
P/C선의 수혜를 본 영향

현대미포조선의 2002년 실적은 -786억원 영업적자였고 2003년 678억원 흑자로 돌아선다. 2004년 조선사들이 후판가 상승으로 이익이 급감할 때 현대미포조선의 영업이익은 1,300억원으로 증가한다. 짧은 사이클, 단일선종의 반복건조 효과, 우수한 기술 경쟁력 등이 영향을 미쳤을 것이다.

대형 조선사들이 2004년과 2005년 후판가 상승 영향으로 적자를 기록한 반면 현대미포조선은 2003년부터 실적이 꾸준히 상승해 2008년 영업이익이 5,367억원까지 증가한다.

대형 3사의 주가가 2003년 상승하고 2004년 후판가 상승으로 정체, 2005년부터 본격적으로 반등한 반면 현대미포조선은 2003~2004년 상승률이 더 컸다. 소형 선박의 납기 사이클이 대형 선박보다 1년 정도 빠른 영향도 있었을 것이다.

2022년 연초부터의 수익률을 보면 현대미포조선이 46%로 조선업 중 가장 높은 상승을 보였지만 현대중공업도 38%로 못지 않은 상승을 보였다.

2022년 상황은
LNG운반선과
컨테이너선 호조로
조금은 다른 양상

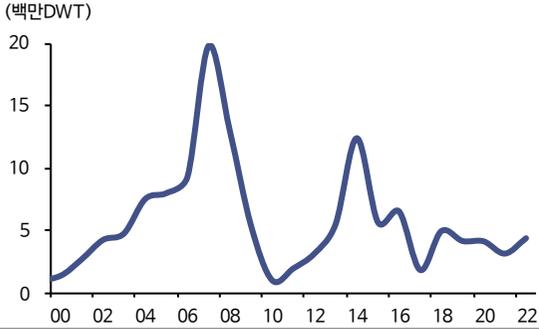
현대미포조선이 과거와 같이 독주하지 않았던 것은 현대미포조선에게 유리한 P/C선보다 대형사가 유리한 LNG운반선과 대형 컨테이너선 업황이 좋았던 영향 때문일 것이다. 그리고 대형사 중 삼성중공업과 대우조선해양의 상대적 부진에 따라 현대중공업으로의 쏠림도 있었을 것이다.

사측은 현대미포조선과 현대중공업의 실적 턴어라운드가 비슷하다고 설명한다. 실적 회복기에 현대미포조선의 차별화가 크지 않아 보인다. 하지만 탱커선의 업황은 2003년부터 발주된 선박들의 교체주기가 남아 있어 지켜봐야할 일이다.

현대미포조선이 실적 측면에서 예전 상승기 같은 선행지표 역할을 하지는 못하겠지만 향후 상승흐름이 지속된다면 홀로 소외되며 꺾이지도 않을 것으로 본다.

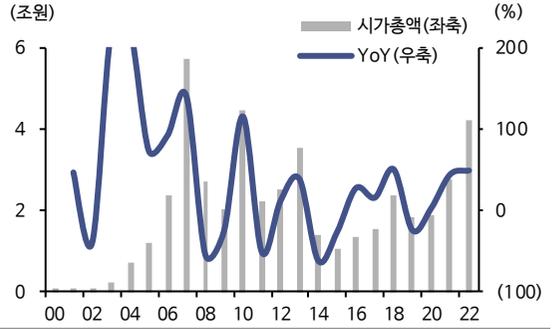
9) P/C선 또는 PC선은 석유(Product), 화학(Chemical) 물질을 운반하는 선박이다. 폭발 위험이 있어 배의 크기가 상대적으로 작다. 5만 DWT급의 선박이 표준선처럼 통용된다. 현대미포조선은 중형 선박에 특화되어 있다. 참고로 대형 3사가 만드는 유조선은 VLCC로 불리는 30만 DWT급이 일반적이다

P/C선 발주 추이



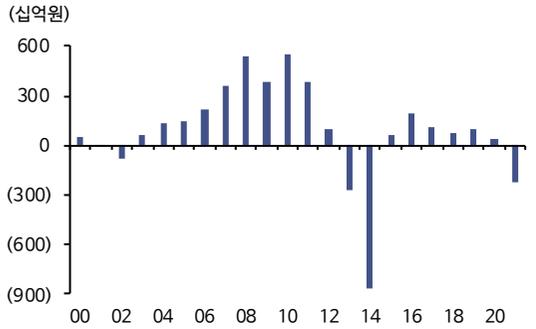
자료: Clarksons, 신한금융투자

현대미포조선 시가총액 추이



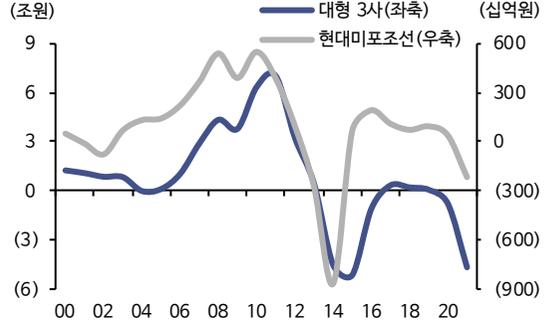
자료: QuantiWise, 신한금융투자

현대미포조선 영업이익 추이



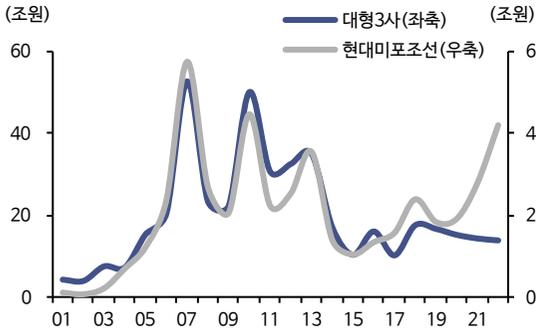
자료: QuantiWise, 신한금융투자

대형 3사, 현대미포조선 영업이익 추이



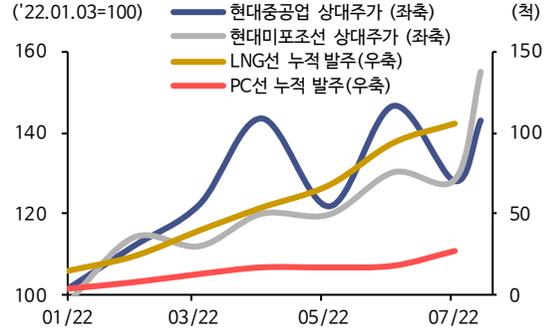
자료: QuantiWise, 신한금융투자

대형 3사, 현대미포조선 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

현대중공업/현대미포조선 주가, LNG선/PC선 발주 추이



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한금융투자

2. Valuation; Again 2005

비중확대 의견으로 조선업 커버리지를 시작

비중확대 의견으로
조선업 커버리지 시작

조선업에 대해 비중확대(Overweight) 의견으로 커버리지를 시작한다. 한국조선해양, 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 5개사에 대한 분석을 시작한다. 커버리지 5개사의 합산 목표 시가총액은 38조원으로 현재 시가총액 31조원 대비 23%의 상승여력이 있다.

목표주가는 앞서 설명한 내용을 바탕으로 PBR 밸류에이션을 적용했다. 2005년 조선 3사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 평균 PBR 2.23배를 기본으로 각사의 상황을 할인율 또는 할증률로 반영했다.

상승기 진입 시점이었던
2005년을 타깃 PBR로
설정

2005년 PBR을 기준으로 설정한 이유는 선가 상승 이후 후판가가 안정화되는 상황이 현재와 가장 비슷하기 때문이다. 수요 증가에 대한 내용은 뒤에서 다시 설명하도록 한다.

조선 4사의 실적 중 한국조선해양은 규모가 크고 사업이 다양해 2006년부터 가장 늦게 좋아지고 2007년 PBR이 6.0배로 가장 많이 올랐다. 2005년 실적 개선 초입 상황에서는 할인율이 커 제외했다.

커버리지 5사의 PBR 추이 및 전망; 2005년 조선3사의 평균 PBR을 Valuation 기준치로 적용

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
PBR (배)											
한국조선해양	0.37	0.32	0.63	0.42	0.69	0.75	0.66	0.61	0.64	0.61	0.56
현대중공업								1.26	2.14	2.04	1.82
삼성중공업	0.76	0.42	0.54	0.43	0.54	0.65	0.81	0.99	1.31	1.28	1.20
대우조선해양	9	0.33	1.03	0.89	1.07	0.78	0.78	0.64	1.61	1.62	1.51
현대미포조선	0.45	0.58	0.8	0.73	1.08	0.8	0.83	1.2	1.86	1.79	1.67
커버리지 5사 평균	0.62	0.41	0.75	0.62	0.85	0.75	0.77	0.94	1.52	1.47	1.35
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2020	2011	2012	2013
PBR (배)											
한국조선해양	0.63	0.58	1.24	2.01	5.97	2.05	1.69	2.49	1.03	0.82	0.85
현대중공업											
삼성중공업	0.81	0.75	1.73	2.65	4.16	2.77	2.3	3.2	1.62	1.84	1.59
대우조선해양	1.83	1.64	2.31	2.99	4.74	1.28	1.38	1.95	0.93	0.92	1.3
현대미포조선	1.24	2.22	2.64	3.35	4.68	0.86	0.9	1.69	0.53	0.78	1.11
커버리지 5사 평균	1.13	1.30	1.98	2.75	4.89	1.74	1.57	2.33	1.03	1.09	1.21
적용 PBR			2.23								

자료: Clarksons, 회사 자료, 신한금융투자 추정

2023년 추정 BPS를 Valuation 기준치로 적용

BPS는 각 사의 2023년 추정치를 적용했다. 2023년부터 실적 개선이 본격적으로 시작되기 때문이다. 몇 년에 걸친 적자와 후판가 급등에 따른 상각으로 현재 BPS는 정상치로 생각되는 수준보다 낮아졌다. 2023년에도 실적 회복이 이제 막 시작되는 구간이기 때문에 보수적 추정이라 생각된다.

조선업 BPS는 2023년부터 6년 만의 성장 전환

조선사 BPS는 2014년 유가 급락과 해양플랜트 손실이 반영되며 2018년부터 하락하기 시작해 2022년까지 감익이 지속되었다. 특히 2021년은 대규모 후판가 충당금 반영으로 BPS 평균이 -18.9% 하락했다. 2022년도 여운이 남아 -9.9% 추가 하락할 것으로 예상된다. 2023년은 BPS가 6년만의 상승 전환이 시작되는 해이다.

커버리지 5사의 BPS 추이 및 전망; 2023년 추정 BPS를 Valuation 기준치로 적용

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
BPS (천원)											
한국조선해양	230.5	195.2	226.4	185.4	168.0	163.6	154.2	139.4	136.6	144.0	157.8
현대중공업								63.0	61.3	64.5	72.2
삼성중공업	18.7	14.3	14.0	13.0	10.4	8.1	5.8	4.8	4.4	4.6	4.9
대우조선해양	337.4	35.0	15.7	31.8	35.8	35.0	36.1	20.7	12.8	12.7	13.6
현대미포조선	45.3	42.0	53.7	55.6	57.4	58.1	58.3	54.2	54.7	56.9	61.0
YoY 평균 변동률 (%)	(13.7)	(33.9)	(3.3)	20.2	(3.3)	(6.5)	(7.8)	(18.9)	(9.9)	3.4	8.5
합산 시가총액 (조원)	18.3	11.2	17.2	11.6	19.8	18.4	17.0	25.4	29.8		
전체 발주량 (백만DWT)	120	115	31	92	95	78	68	133	80	84	81
후판가 (달러/톤)	592	494	384	526	630	595	518	823	994		
수주-납기 평균 (년)*	2.7	2.3	2.0	2.1	2.2	2.2	2.4	2.6	3.3		
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2020	2011	2012	20213
BPS (천원)											
한국조선해양	50.4	52.5	53.0	62.6	82.3	86.8	150.5	209.9	248.8	256.5	262.1
현대중공업											
삼성중공업	6.2	7.4	6.0	6.9	5.9	7.6	9.2	12.4	15.1	17.1	18.9
대우조선해양	93.9	119.2	97.8	108.8	119.7	140.3	221.0	274.3	310.8	316.9	334.3
현대미포조선	7.9	11.6	17.8	30.9	78.5	57.6	66.4	106.5	81.4	80.5	78.2
YoY 평균 변동률 (%)	12.4	24.6	4.4	29.5	45.0	6.3	42.1	39.5	7.5	4.4	3.9
합산 시가총액 (조원)	7.5	7.8	16.4	22.7	58.6	26.0	24.2	54.6	32.9	35.0	38.6
전체 발주량 (백만DWT)	118	107	96	212	264	183	59	158	88	55	180
후판가 (달러/톤)	338	554	691	628	643	1,118	707	697	803	686	621
수주-납기 평균 (년)	2.4	3.0	3.1	3.2	3.4	3.4	2.0	2.2	2.6	2.8	2.6

자료: Clarksons, 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: *합산 시가총액에 2021년부터 현대중공업 반영. 후판가는 Japan Steel Ship Plate

* 수주-납기 평균치는 조선 4사(한국조선해양, 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양) 기준

Top Picks 현대중공업, 현대미포조선

Top Picks는 현대중공업(329180)과 현대미포조선(010620)이다.

조선 5사를 커버
Top Picks는
현대중공업, 현대미포조선

현대중공업에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 180,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 BPS 64,535원에 타깃 PBR 2.9배를 적용했다. 타깃 PBR은 2005년 조선 3사의 평균 PBR 2.23배를 30% 할증 적용했다. 할증의 근거는 1) 엔진사업 내재화로 환경규제 대응에 유리한 위치를 점할 것으로 보이며, 2) 경쟁사 중 독보적으로 우량한 재무구조, 3) 3Q22부터 시작될 실적 턴어라운드 등이다.

현대미포조선에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 140,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 BPS 56,864원에 타깃 PBR 2.45배를 적용했다. 타깃 PBR은 2005년 조선 3사 평균 PBR 2.33배를 10% 할증 적용했다. 할증의 근거는 1) 1996~2007년 발주된 P/C선 2,362척에 대한 교체수요 기대, 2) 우량한 재무구조, 3) 3Q22부터 시작될 실적 턴어라운드 등이다.

한국조선해양(009540)에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 110,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 BPS 143,988원에 타깃 PBR 0.78배를 적용했다. 타깃 PBR은 2005년 조선 3사 평균 PBR 2.33배를 65% 할인 적용했다. 할인의 근거로 1) 대규모 현금을 보유하고 있지만 아직 신사업의 성장성이 가시화되지 않았고 2) 자회사 현대중공업의 상장으로 인한 희석, 3) 2023년 상장 예정인 자회사 현대삼호중공업 지분 희석 우려 등을 반영했다.

삼성중공업(010140)에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 7,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 BPS 4,572원에 타깃 PBR 1.56배를 적용했다. 타깃 PBR은 2005년 조선 3사 평균 PBR 2.33배를 30% 할인 적용했다. 할인의 근거는 1) 러시아 수주잔고의 향방이 아직 확정되지 않았고 2) 드릴십 잔고의 최종 처분 이슈가 남아 있으며 3) 계속된 적자로 인한 재무부담 등이다.

대우조선해양(042660)에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 25,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 BPS 12,687원에 타깃 PBR 2.01배를 적용한다. 타깃 PBR은 2005년 조선 3사 평균 PBR 2.33배를 10% 할인 적용했다. 할인의 근거는 1) 러시아 수주잔고의 향방이 아직 확정되지 않았고 2) 보유 드릴십 잔고의 처분 이슈가 남아 있으며 3) 동사 매각에 대한 불확실성과 계속된 적자로 인한 재무부담 등이다.

삼성중공업과 대우조선해양, 한국조선해양의 남아 있는 기회

조선업은 Top-Down 접근에 종목간 상관성이 높지만 내재 리스크 차이로 주가 괴리

조선업은 경기민감 업종으로 Top-Down 접근이 기본적이며 통상 종목 간의 주가 상관성도 높다. 최근 현대중공업과 현대미포조선 위주의 주가 상승과 타사와의 차별성은 내재 리스크의 차이로 해석할 수 있다.

삼성중공업과 대우조선해양은 러시아 수주잔고 물량에 대한 불확실성이 주가의 발목을 잡고 있다. 아직 러-우 전쟁이 끝나지 않았고 서방국가들의 러시아 제재도 종결되지 않았다. 다행인 것은 러시아 잔고가 대부분 LNG운반선인데 상황이 좋아 해결 방안이 도출될 가능성이 높다는 것이다. 삼성중공업은 러시아 현지 건조 물량이 있어 할인율을 더 크게 반영했다.

조선사들은 늘어난 수주잔고의 매출인식으로 2023년부터 실적이 본격적으로 회복된다. 선가는 2021년 하반기부터 상승해 건조물량 반영에는 시차가 있다. 당장은 매출액 증가에 따른 고정비 부담 감소가 중요하다.

삼성중공업과 대우조선해양은 러시아 잔고에 따른 2023년 매출이 주요변수 한국조선해양은 신사업 성장을 기대

삼성중공업과 대우조선해양은 이부분에서 러시아 잔고가 매출액 이연 요인이 된다. 반대로 러시아 잔고의 해결 방안이 명확해지면 큰 폭의 주가 상승을 기대해 볼 수 있다. 조선업 수주는 늘어났고 경험치가 있는 대형조선소의 모든 도크는 귀해지고 있다. 2023년 매출액 추이가 주가의 주요 변수가 될 것이다.

한국조선해양의 경우 그룹의 조선사 컨트롤타워로 신사업 투자가 시작되고 있다. 2조원 이상의 현금을 보유하고 있지만 연구개발과 엔지니어링 중심의 지주사로 배당을 실시할 가능성이 적어 보인다.

자회사 현대중공업의 상장으로 이미 많은 할인을 받았다. 그리고 2023년 자회사 현대삼호중공업의 상장 시 주가는 추가적인 부담을 안게 된다. 대규모 현금을 활용한 성장 방안이 주가 상승 동력이 될 것이다. 아직은 가시성이 떨어지지만 해상풍력 EPC, 조선해양 분야 수소 및 암모니아 프로젝트, 자율운항, 친환경선박 등 나아갈 분야가 무궁무진하다. 다만 조금의 시간이 필요할 뿐이다.

현대중공업 PBR Valuation - 목표주가 180,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	180,000	2005년 평균 PBR 2.23배 30% 할증
Target PBR (배)	2.23	2.90	
현재주가 (원)	-	140,500	할증의 근거 1) 엔진사업 내재화의 시너지 효과 2) 우량한 재무구조 3) 실적 턴어라운드 시작
상승여력 (%)	-	28.1	
2023년 선행BPS (원)	-	64,535	
2023년 선행 ROE (%)	-	5.1	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대미포조선 PBR Valuation – 목표주가 140,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	140,000	2005년 평균 PBR 2.23배에 10% 할증
Target PBR (배)	2.23	2.45	
현재주가 (원)	-	109,000	할증의 근거 1) 아직 남은 P/C선 교체수요 모멘텀 2) 우량한 재무구조 3) 실적 턴어라운드 시작
상승여력 (%)	-	28.4	
2023년 선행BPS (원)	-	56,864	
2023년 선행 ROE (%)	-	5.1	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국조선해양 PBR Valuation – 목표주가 110,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	110,000	2005년 평균 PBR 2.23배 65% 할인
Target PBR (배)	2.23	0.78	
현재주가 (원)	-	94,000	할인의 근거 1) 신사업 성장 미실현 2) 자회사 상장에 따른 희석 3) 자회사 추가 상장 가능성
상승여력 (%)	-	17.0	
2023년 선행BPS (원)	-	143,988	
2023년 선행 ROE (%)	-	5.3	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

삼성중공업 PBR Valuation – 목표주가 7,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	7,000	2005년 평균 PBR 2.23배에 30% 할인
Target PBR (배)	2.23	1.56	
현재주가 (원)	-	5,990	할인의 근거 1) 러시아 수주잔고의 불확실한 향방 2) 드릴십 잔고 최종 처분 이슈 3) 계속된 적자로 인한 재무적 부담
상승여력 (%)	-	16.9	
2023년 선행BPS (원)	-	4,572	
2023년 선행 ROE (%)	-	2.7	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

대우조선해양 PBR Valuation – 목표주가 25,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	25,000	2005년 평균 PBR 2.23배에 10% 할인
Target PBR (배)	2.23	2.01	
현재주가 (원)	-	21,550	할인의 근거 1) 러시아 수주잔고의 불확실한 향방 2) 드릴십 잔고 최종 처분 이슈 3) 계속된 적자로 인한 재무적 부담
상승여력 (%)	-	16.0	
2023년 선행BPS (원)	-	12,687	
2023년 선행 ROE (%)	-	(0.5)	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

커버리지 5사 실적, Valuation 추이 및 전망

			년도	매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	ROE	PER	EV/EBITDA	PBR
				(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
현대중공업 (329180)	투자의견	매수	21	8,311	(800)	(811)	(10,665)	63,015	(15)	(9)	(18)	1.5
	목표주가	180,000원	22F	10,141	(272)	(185)	(2,066)	61,319	(3)	(64)	(477)	2.3
	상승여력	28.1%	23F	12,592	391	285	3,215	64,534	5	41	21	2.3
			24F	14,866	984	676	7,616	72,150	11	17	10	1.9
현대미포조선 (010620)	투자의견	매수	21	2,887	(217)	(160)	(3,998)	54,170	(7)	(18)	(16)	1.3
	목표주가	140,000원	22F	3,883	(20)	25	616	54,729	1	166	103	2.0
	상승여력	28.4%	23F	4,170	212	113	2,818	56,864	5	36	13	1.9
			24F	4,494	333	216	5,418	60,954	9	19	9	1.8
한국조선해양 (009540)	투자의견	매수	21	15,493	(1,385)	(929)	(13,131)	139,270	(10)	(7)	(10)	0.7
	목표주가	110,000원	22F	19,065	(541)	(224)	(3,159)	136,599	(3)	(28)	(69)	0.7
	상승여력	17.0%	23F	23,201	904	523	7,389	143,988	5	12	7	0.6
			24F	27,116	1,819	980	13,842	157,830	9	6	4	0.6
삼성중공업 (010140)	투자의견	매수	21	6,622	(1,312)	(1,450)	(2,053)	4,671	(37)	(3)	(6)	1.2
	목표주가	7,000원	22F	6,691	(438)	(243)	(268)	4,449	(6)	(22)	(38)	1.3
	상승여력	16.9%	23F	8,468	265	101	123	4,572	3	47	11	1.3
			24F	9,904	598	263	298	4,870	6	20	6	1.2
대우조선해양 (042660)	투자의견	매수	21	4,487	(1,755)	(1,700)	(15,843)	20,669	(56)	(1)	(2)	1.1
	목표주가	25,000원	22F	6,133	(722)	(807)	(7,519)	12,757	(45)	(3)	(7)	1.7
	상승여력	16.0%	23F	7,558	106	(7)	(70)	12,687	(1)	(296)	18	1.7
			24F	9,408	234	100	935	13,623	7	22	11	1.6

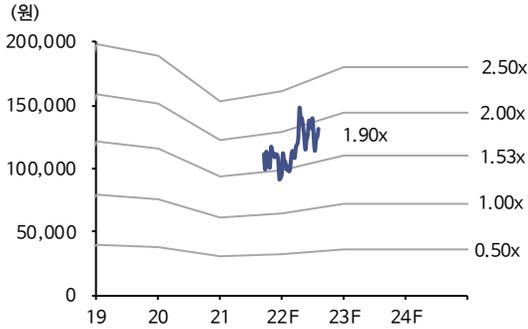
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
			1M	3M	6M	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
한국	현대중공업	12.5	16.6	12.4	43.7	적자	적자	2.30	2.18	-	20.7	(4.0)	5.1	적지	흑전
	한국조선해양	6.7	14.8	9.0	13.3	적자	적자	0.69	0.64	-	7.7	(1.8)	6.9	적지	흑전
	삼성중공업	5.3	10.5	7.3	9.5	적자	적자	1.28	1.15	-	20.0	(7.5)	1.6	적지	흑전
	현대미포조선	4.4	34.2	37.8	51.2	적자	25.0	1.96	1.82	122.9	15.0	1.2	7.7	흑전	1,079
	대우조선해양	2.3	7.5	(8.5)	0.5	적자	적자	1.57	1.16	-	11.1	(44.9)	6.5	적지	흑전
	평균					-	25.0	1.56	1.39	122.9	14.9	(11.4)	5.6	-	1,079
중국	중국선박공업	21.4	34.5	55.8	14.1	114.0	43.6	2.36	2.24	27.6	18.0	2.1	5.1	80.8	161.3
	중국선박중공	16.9	5.2	8.8	(5.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	양쯔강조선소	3.7	10.2	7.1	35.0	7.3	6.5	1.07	0.97	3.9	3.5	10.1	15.6	(14.3)	12.0
	평균					60.6	25.1	1.72	1.60	15.7	10.7	6.1	10.4	33.3	86.6
일본	미쯔비시중공업	15.7	(6.3)	8.0	44.0	12.3	11.2	0.97	0.92	7.5	6.9	8.3	8.4	28.1	10.2
	가와사키중공업	4.5	8.4	20.3	22.9	13.6	10.7	0.89	0.84	6.6	6.2	7.6	7.9	107.8	26.7
	평균					13.0	11.0	0.93	0.88	7.0	6.6	8.0	8.2	68.0	18.4
싱가포르	케펠	11.8	7.2	5.9	15.8	15.0	14.3	1.04	0.99	17.4	15.6	7.4	7.7	27.8	4.9
	셴코프마린	3.5	14.4	22.7	38.4	적자	적자	0.98	1.03	61.4	32.7	(3.5)	(0.1)	적지	적지
	평균					15.0	14.3	1.01	1.01	39.4	24.2	2.0	3.8	27.8	4.9
	전체평균					32.4	18.5	1.37	1.27	35.3	14.3	(2.3)	6.6	46.1	215.7

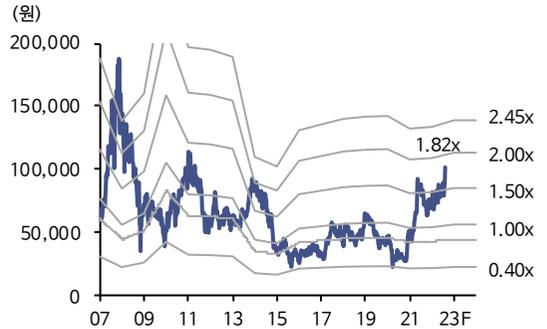
자료: Bloomberg, 신한금융투자

현대중공업의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



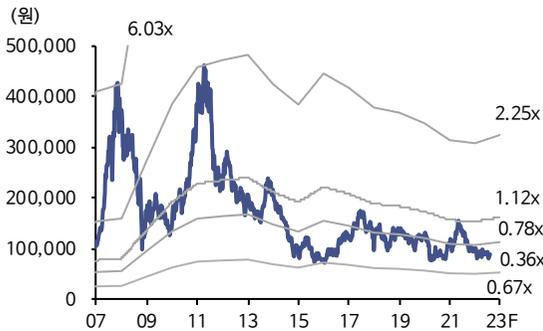
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

현대미포조선의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



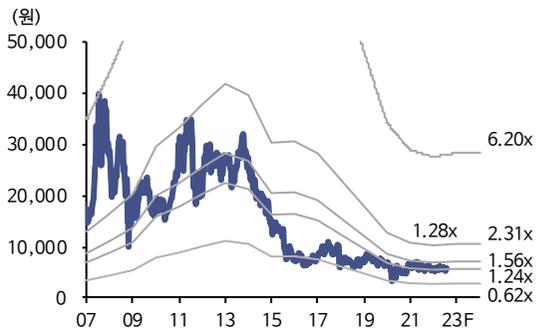
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

한국조선해양의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



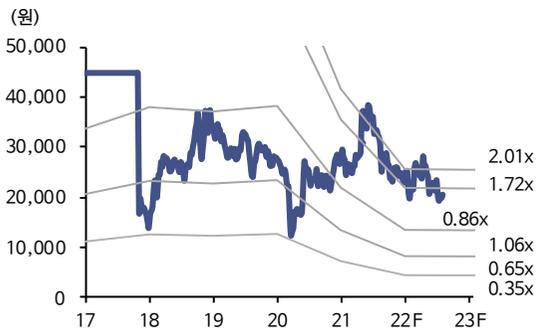
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

삼성중공업의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



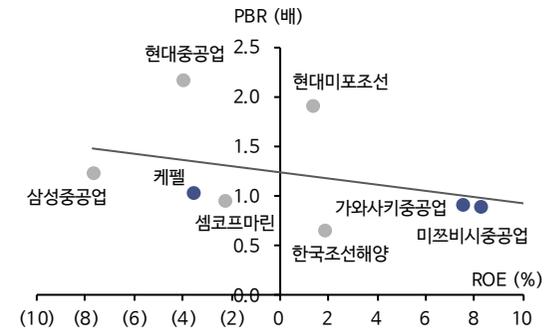
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

대우조선해양의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

2022년 조선 Global Peer PBR, ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

II. 단기 전망; 선가 인상이 좌우하는 구간

최근 조선업 증가; 현대중공업, 현대미포조선에 쏠린 증가 상승

조선업 YTD 8% 상승,
업종 증가 상승 1위

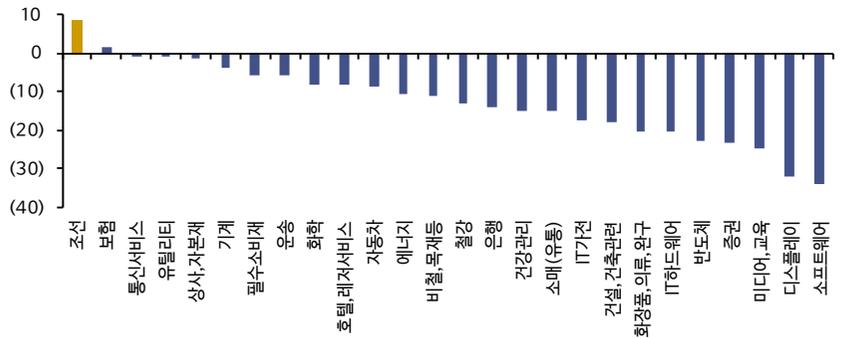
최근 조선업 증가 흐름부터 살펴본다. 2022년 연초대비 WICS 조선업 증가지수는 8% 상승했다(연초~ 8/4). 그사이 코스피가 -10% 하락해 상대증가는 18% 상승이다. 조선업이 업종분류 중 상승률 1위를 기록했다.

커버리지 조선 5사(한국조선해양, 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 연초대비 증가 상승은 15%이고 이는 현대중공업과 현대미포조선에 쏠린 상승이었다.

현대중공업,
현대미포조선에 쏠린 상승

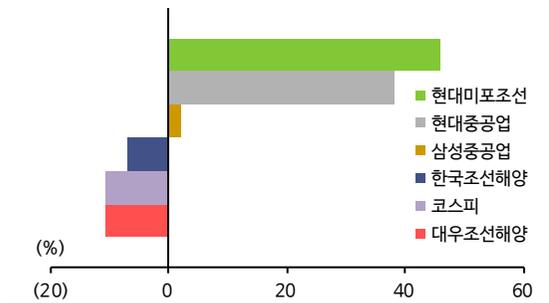
연초대비 증가는 현대중공업 38%, 현대미포조선 45%, 한국조선해양 -7%, 삼성중공업 2%, 대우조선해양 -11%로 극명한 차이를 보였다. 현재까지 연간 투자전략의 최선은 조선업 비중확대, 종목으로는 현대중공업, 현대미포조선에 집중한 것으로 요약된다.

2022년 업종별 연초대비 수익률; 조선업 8%, 상대증가 18% 상승



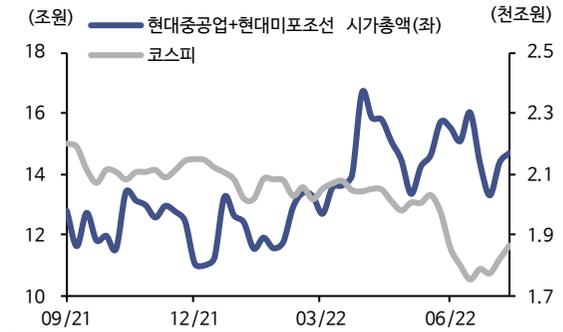
자료: QuantiWise, 신한금융투자 / 주: 2022년 연초부터 8/4까지 업종별 수익률

커버리지 조선 5사 연초대비 증가



자료: QuantiWise, 신한금융투자

현대중공업+현대미포조선 vs KOSPI 증가



자료: QuantiWise, 신한금융투자

1. 코로나 팬데믹과 러-우 전쟁의 수혜

조선업은 경기 사이클의 뒷단

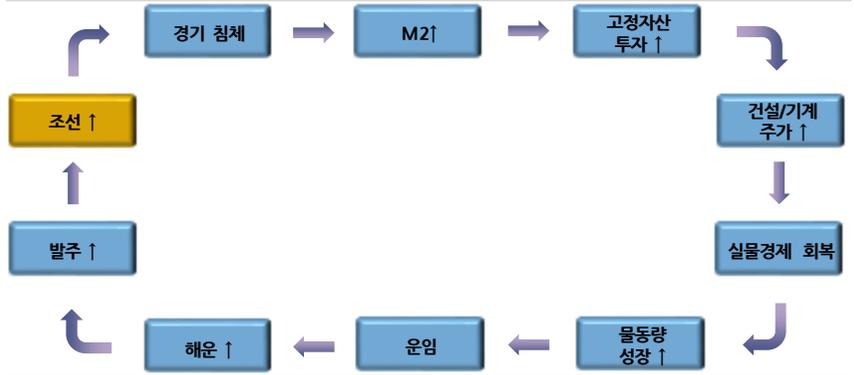
단기 전망을 위해 조선업 주가 상승의 이유와 지속 가능성을 고민해 본다.

조선업은 경기사이클의 뒷단, 경기후퇴기의 업종 선호일 가능성

조선은 경기사이클에서 산업재 중 뒷단에 있다. 경기가 호황일 때 해운업은 번돈을 바탕으로 투자를 늘리게 된다. 조선업의 수주가 늘어나고 실적이 개선되는데까지는 또 2~3년의 시차가 생기는데 타산업의 실적 상승기 대비 조선업의 실적 상승기가 늦게 찾아온다. 해운업이 사상 최대 이익을 실현했지만 조선업의 실적 상승은 아직 시작도 하지 않았다.

코로나 시기의 인위적 통화 증가가 끝나고 금리 상승기에 경기 후퇴 분위기가 짙어지고 있다. 상대적으로 조선업에 대한 투자 선호가 지속될 가능성이 있다. 그러나 경기와 조선주 주가에 영향을 주는 변수들은 너무 많아 경기에 따른 조선업종 선호는 큰틀의 해석만 가능하게 할 뿐이다. 추가적인 이슈를 살펴본다.

경기 순환 주기에서 조선업은 뒷편에 위치



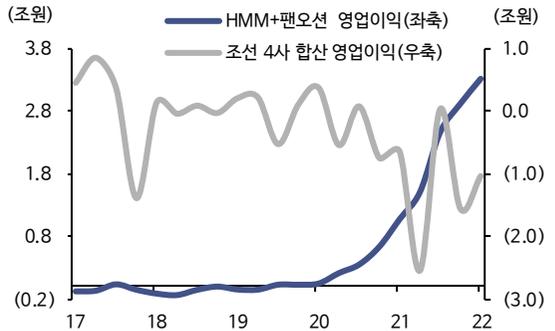
자료: 신한금융투자

국고채(3년) 금리와 조선주 주가 추이



자료: QuantiWse, 신한금융투자

해운사와 조선사 실적; 반대로 움직임



자료: QuantiWse, 신한금융투자

2020년 코로나 팬데믹은 컨테이너선 발주 증가로 연결

코로나 팬데믹과 러시아-우크라이나 전쟁으로 전세계가 고통을 겪고 있다. 안타까운 마음이지만 조선업 경기는 두 이슈에 따라 업사이클로 전환됐다.

코로나 팬데믹으로 컨테이너선 발주 급증

먼저 컨테이너선이다. 2020년 2월 우한폐렴으로 시작된 코로나19 바이러스의 확산은 지금도 진행중이다. 코로나 초기 컨테이너선사들은 경기 위축에 따른 물동량 감소를 전망하며 운항 선단을 줄이며 대응했다.

이후 이동이 제한되며 서비스 수요가 비대면 재화 구매 수요로 옮겨갔다. 극동아시아에서 미주 노선으로 가는 컨테이너선 수요가 폭발적으로 증가했고 이어서 유럽로의 컨테이너선 수요도 동반 급증했다.

2020년 9월말 화이자 백신이 언급되자 유가가 급등하기 시작했다. 컨테이너 운임 급증으로 돈을 벌기 시작한 컨테이너선사들은 2020년 10월부터 발주를 쏟아냈다. 2020년 1~9월까지 수주가 급감했던 조선사들은 가뭄의 단비를 만나게 된다.

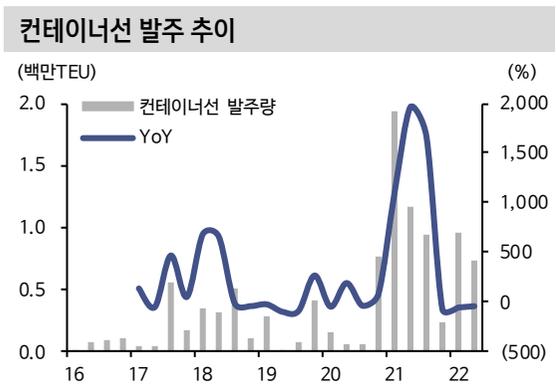
2021년 컨테이너선 발주는 사상 최고치

2021년 전세계 컨테이너선 발주량은 430만 TEU(1TEU는 20피트 컨테이너 1개)로 이전 최고점이었던 2007년 393만 TEU보다 많았다. 2007년은 중국이 전세계의 공장 역할을 하며 조선업 역사상 최고의 호황기였던걸 감안하면 놀라운 수치다.

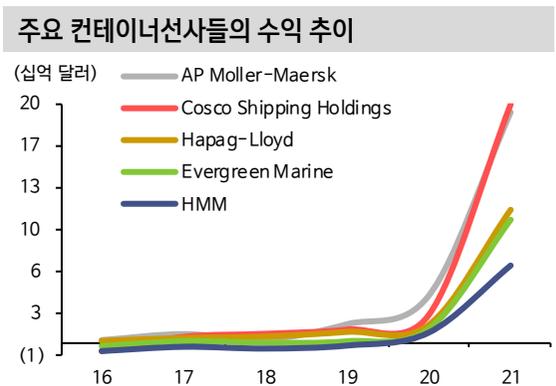
물량이 본격적으로 쏟아진 2020년 10월부터 최근인 2022년 상반기까지를 더하면 발주는 904만 TEU이다. 전세계 컨테이너선 선복량(Fleet)이 2,500만 TEU 내외임을 감안하면 전체 선복량의 36% 물량이 20개월 동안 쏟아진 것이다.

컨테이너선 발주는 현재진행형

컨테이너 선사들은 여전히 사상 최대이익을 지속 중이고 규모의 경쟁이 핵심인 경영 환경에서 발주는 아직도 끝나지 않았다. 컨테이너선의 발주는 조선업 수주 사이클을 전환한 원동력이 되었다.



자료: Clarksons, 신한금융투자



자료: Bloomberg, 신한금융투자

러-우 전쟁의 영향으로 LNG운반선 수요 폭증

다음은 LNG운반선이다. 2022년 2월 러시아가 우크라이나를 침공하며 전쟁이 시작되었다. 유럽은 러시아를 압박하기 위해 러시아와 독일을 통해 전유럽으로 이어지는 노드스트림2 가스관의 사용승인을 재검토했다.

러-우 전쟁으로
PNG 수요가 LNG 수요
대체 흐름

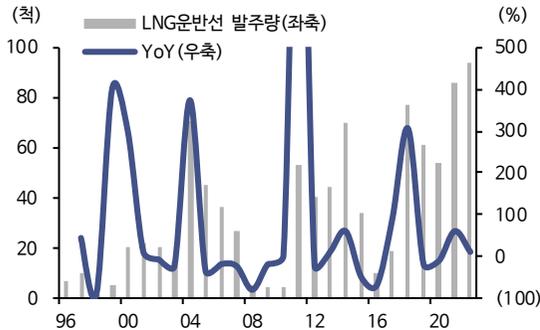
유럽은 천연가스 수요의 79%를 러시아 가스관에 의존해 왔는데 파이프 천연가스(PNG, Pipeline Natural Gas) 공급계약이 액화천연가스(LNG, Liquefied Natural Gas) 수요로 전환되며 LNG운반선 시장이 급증했다.

관련 내용은 시장에 자료가 많고 최근 발간된 당사의 <글로벌 매거진 Vol.4>에서도 좀더 자세히 게재했다.¹⁰⁾ 아울러 당사의 대체투자팀에서 LNG시장 흐름을 자세히 업데이트하고 있다. 관심 있는 분들은 참고하시기 바란다.¹¹⁾

LNG는 전쟁 이후에도
에너지 안보와 친환경
이슈로 수요 확대 지속
예상

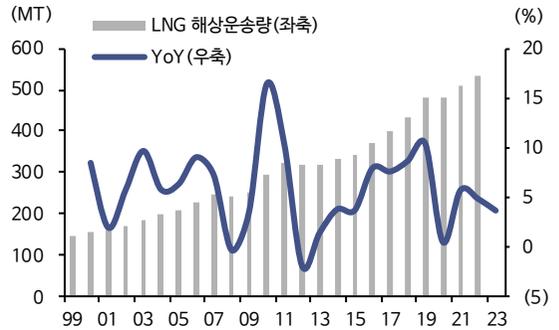
LNG운반선의 발주는 사상 최고치를 경신 중이지만 장기전망의 상승세가 지속되고 있다. 전쟁의 여파가 끝나더라도 에너지 안보 관점의 LNG 수요 확대와 친환경 관점의 LNG 수요 증가는 지속될 것이다. 유래가 없는 지금의 LNG운반선 발주 강도가 이점을 대변하고 있다.

LNG운반선 발주 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자
주: 2021년 YoY +1,225%

LNG 해상운송량 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

10) 당사 <글로벌 매거진 Vol.4>
<http://bbs2.shinhaninvest.com/board/message/file.do?attachmentId=306441>

11) 당사 대체투자팀 자료
<http://bbs2.shinhaninvest.com/board/message/file.do?attachmentId=306197>

컨테이너선, LNG운반선의 온기는 지속

컨테이너선과 LNG운반선의 발주는 지속되고 있다.

2022년 현재
전세계 발주량은
과거 연간 대비 67%로
호조세

2022년 현재까지 전세계 선박 발주량은 2,395만 CGT이다. 2021년 연간에 대비하면 47% 수준이다. 그러나 2021년은 코로나 팬데믹 이연수요가 몰린 탓에 수주가 급증했고 과거 10년 평균 발주량과 비교하면 67% 수준으로 꽤 많은 수치이다.

특징적인 점은 LNG운반선과 컨테이너선의 비중 증가이다. 두 선종은 2022년 전체 발주량의 73%를 차지했다. 두 선종의 과거 10년 평균 발주 비중은 28% 수준에 불과했다. 두 선종은 국내 조선사들의 주력 선종이다.

컨테이너선과 LNG운반선
비중이 28%에서 73%로
증가

LNG운반선은 140K+ cbm(Cubic Meter, 이하 생략) 선박이 연중 103척 발주되었는데 이전 고점은 2021년의 75척이다. 카타르 대형 계약의 남은 물량도 있어 연말까지 수주는 더 늘어난다.

CGT 기준으로는 140K+ LNG선이 2022년 전체 발주에서 37%를 차지했다. 러-우 전쟁의 영향이며 장기간의 수요 증가 기대가 반영된 결과이다.

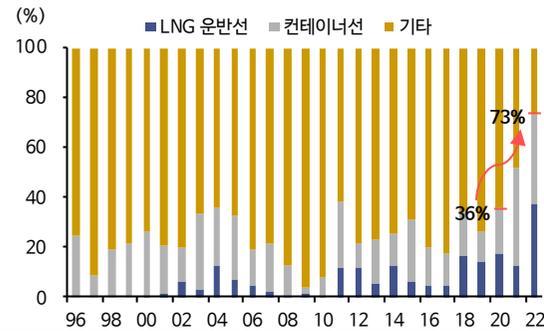
컨테이너선은 연중 174만 TEU의 발주가 나왔다. 2021년에 비하면 40% 수준이지만 과거 10년 평균 대비 120% 많은 수준의 발주이다. 2021년의 발주가 너무 드라마틱했던 영향이지 2022년의 발주도 컨테이너 시장에 여운을 남기고 있다.

발주 고점에 대한
우려가 있지만
다른 시각이 필요

컨테이너선과 LNG운반선의 업황 개선이 조선주 주가 상승의 분명한 이유이다. 다만 두 선종의 발주는 지금이 고점(Peak)이라고 볼수도 있다. 수주산업에서 수주가 고점이면 주가도 고점이라 생각할 수 있다. 그러나 수주가 고점이라고 수주잔고가 고점인 것은 아니다.

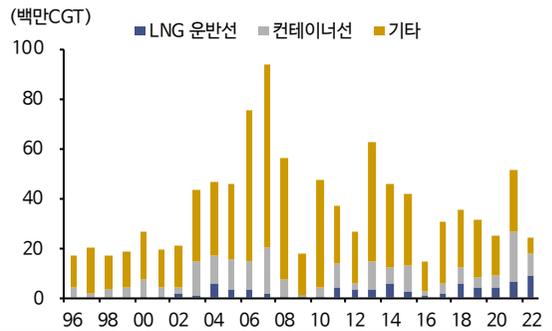
그리고 수주 사이클의 시점마다 주가를 결정하는 변수가 달라지는데 이에 대해 살펴본다.

2022년 LNG선, 컨테이너선 비중 73%로 급증



자료: Clarksons, 신한금융투자

2022년 발주는 아직도 밸리 중



자료: Clarksons, 신한금융투자

2. 수주잔고 상승기; 지금은 선가 인상이 좌우하는 구간

수주 사이클에서의 시점별 주요 변수

현재 시점의 주요 변수를 찾기 위해 수주사이클에 대한 시점별 이해가 선행되어야 한다. 조선업에 대한 많은 오해들이 여기에서 비롯된다. 기초적인 설명이 길어질 수 있어 조선업에 대한 이해가 깊다면 이부분을 넘어가도 될 것이다.

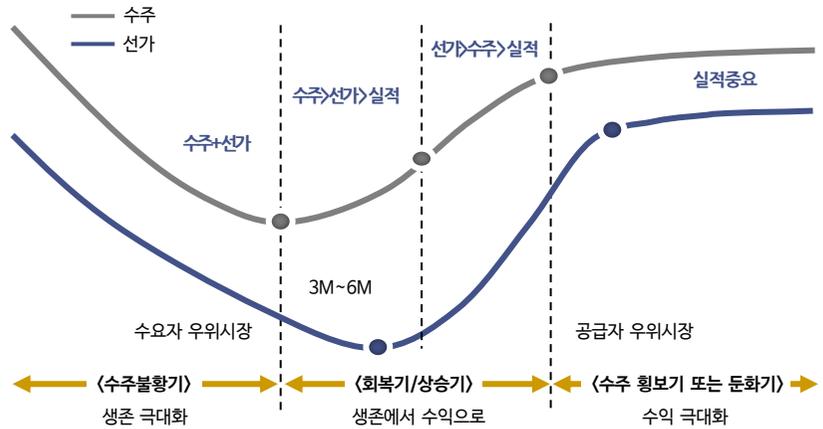
조선업 수주의 변동성, 경기와 같은 장기와 단기 사이클

조선업의 수주는 경기 흐름처럼 변동성을 갖고 있다. 조선 수주의 변동은 경기 변동의 영향도 있을테고 수주에서 인도(Delivery)까지 2~3년의 시차가 있어 그에 따른 베팅이 변동성을 키우기도 한다. 시차의 측면에서는 국내 부동산 분양시장에도 빛대 볼 수 있지만 조선업은 B2B 비즈니스라는 측면에서 차이가 있다.

수주 사이클은 경기 사이클처럼 장기에 걸친 사이클과 단기에 걸친 사이클이 있다. 장기 사이클은 선박의 사용 주기인 20~30년에 걸친 긴 흐름의 변동이 될테고 단기 사이클은 경기에 따라 1~3년 지속되는 짧은 변동일 것이다.

수주 사이클과 선가, 수주 흐름별 주요 변수에 대해 아래 그림을 통해 알아본다.

수주 사이클과 선가, 수주 흐름별 주요 변수



자료: 신한금융투자

수주 불황기에서 회복기 전환: 수주가 주가를 결정

수주가 불황기에 접어들고 깊어지면 조선사는 생존의 문제에 직면한다. 조선업은 자본과 노동집약 산업으로 대규모의 야드(Shipyard, 조선소의 공장)와 인력, 기계장비를 유지해야 한다.

수주 불황기,
조선사들은 생존을 위한
저가 수주
수주와 선가가 모두 중요

수주 불황기: 조선사는 저가 수주를 통해서라도 고정비를 감내하며 생존을 모색한다. 수주가 바닥을 찍고 돌아서도 조선사들은 협상력이 약해 생존이 보장되는 수준까지 저가 수주를 지속하게 된다.

수주 불황기 주가에 영향을 미치는 주요 변수는 수주와 선가이다. 수주는 고정비 회수 측면에서, 선가는 사업의 지속성 측면에서 중요하다. 그러나 수주 불황기에 조선사는 선가 협상력을 잃게되고 선가는 지속 하락하게 된다.

수주가 바닥에서
회복될 때는
수주가 선가보다 중요

수주 회복기: 수주가 바닥을 찍어도 업황은 한동안 최악의 상황이라 선가는 수주 바닥에서 3~6개월 정도 추가로 하락한다. 수주잔고(Orderbook)가 없는 조선사들이 생존을 위해 저가 수주 경쟁을 하기 때문이다.

수주가 바닥을 찍고 반등하기 시작하면 주요변수는 선가보다 수주가 중요해진다. 조선사들의 도크(Dock, 조선소 선박 건조시설)가 채워지면 선가는 후행적으로 상승할 것이고 향후 살아남은 조선사들은 생존 수혜를 볼 수 있기 때문이다.

주가는 수주 턴어라운드 초입에서 가장 큰 논쟁을 불러 일으킨다. 수주 바닥에서 조선사의 도크 가동률은 줄어들고 인력도 조정되게 된다. 그나마 받는 수주들도 선가가 하락 국면이라 향후 실적 회복을 기대하기 어렵다.

그러나 이때가 주가는 바닥이다. 선가와 무관하게 수주가 생존을 보장해주기 때문이다. 조선소는 많은 자본과 인력이 투입되고 건조 경험까지 요구되어 하루 아침에 만들어질 수 없다.

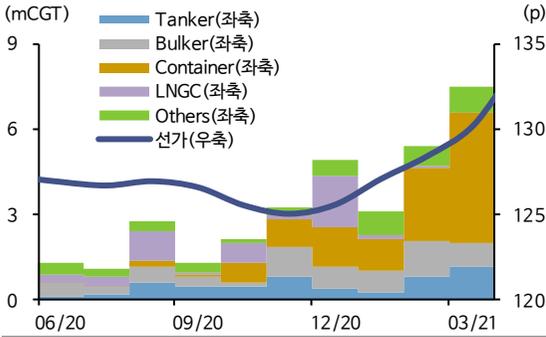
2020년 9월~12월,
수주회복기에
선가는 정체, 주가는 상승

수주 바닥에서는 수주가 주가를 결정하게 된다. 최근 사이클의 수주 바닥은 2020년 9월이었다. 2020년 1~9월 전세계 선박 발주량은 14.3백만 CGT(-35% YoY)였고 10~12월 발주는 10.4백만 CGT(+16% YoY)로 급증했다.

같은 기간 선가는 2020년 9월 126.6pt에서 2020년 12월 125.5pt로 -1% 하락했다. 조선주는 선가가 아닌 수주에 반응해 2020년 9월에서 연말까지 36% 상승했다.

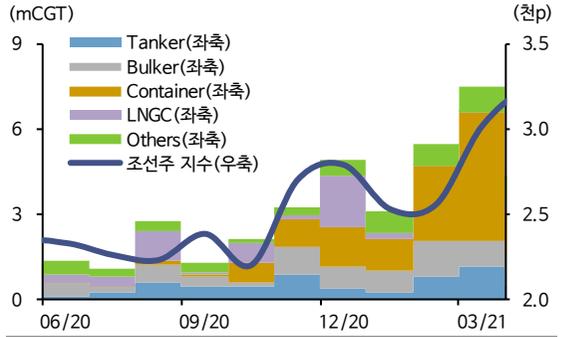
이후 2021년 1~3월까지 16.2백만 CGT의 발주가 쏟아졌고 선가는 129pt로 3% 상승했다. 조선주 주가는 같은 기간 16% 추가 상승했다.

수주와 선가 추이; 20년 6월~21년 3월



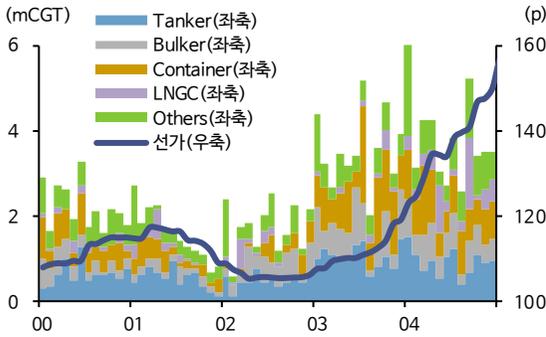
자료: Clarksons, 신한금융투자

수주와 주가 추이; 20년 6월~21년 3월



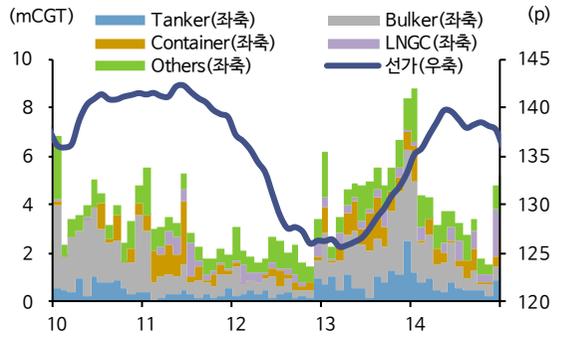
자료: Clarksons, 신한금융투자

수주와 선가 추이('00~'04)



자료: Clarksons, 신한금융투자

수주와 선가 추이('10~'14)



자료: Clarksons, 신한금융투자

장기 시계열의 주가와 선가 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

수주 상승기 전환: 선가가 주가를 결정

수주 사이클에서 조선사들의 매출기준¹²⁾ 수주잔고는 평균 1~3년 사이를 오간다.

조선사 수주는
1~3년 사이를 오감
평균 2년 물량을 확보

평균적으로는 2년 정도의 수주잔고가 적정 수준이다. 1년에 가까워지면 파산위험을 줄이기 위해 선가를 낮추더라도 수주를 늘리게 된다. 수주가 3년에 가까워지면 발주사는 향후 경기 향방을 주시하며 발주를 조절한다. 조선사는 이미 충분한 수주가 확보되어 선가가 좋은 선박만을 선별 수주해 선가는 추가로 상승한다.

2년을 기준으로
수요자, 공급자 우위 시장
결정

수주잔고 2년을 기준으로 수요자 우위시장(Buyer's Market)과 공급자 우위시장(Seller's Market)이 구분된다. 모든 경제활동이 수요와 공급 조정으로 가격이 결정되겠지만 조선업은 B2B 산업에 공급 탄력성이 떨어져 이 점이 더 극명하다.

수주 상승기: 수주잔고가 2년을 넘어서면 선가는 가파르게 상승한다. 이 시기가 되면 이미 전방산업인 해운업은 운임 상승으로 발주여력이 높아진다. 선박 인도 시기의 수익을 예측해 선가 상승을 용인하며 발주 슬롯(Slot, 도크 스케줄)을 확보한다.

수주 상승기
주요 변수는 선가

수주 상승기의 주요변수는 선가이다. 수주잔고가 2년 이상 확보되었는데 선가가 상향되지 못하면 향후의 이익 개선 가능성이 줄어든다. 따라서 이 시기에는 수주보다 선가가 높아지는게 더 중요한 변수가 된다.

모든 산업의 가치는 결국 돈을 버는 것이다. 조선업도 주변 변수가 복잡하고 시차가 길뿐 동일하게 돈을 버는 것이 중요하기는 마찬가지다.

수주 회복기에 채웠던 도크들 이후 수주 상승기에는 도크를 신중히 채우게 된다. 남은 슬롯을 통해 향후 이익레벨이 결정되기 때문이다. 단기 사이클에서는 수주 회복기에도 실적은 여전히 부진해 선가 상승이 기존 실적과 더 극명하게 대조된다.

수주상승기,
실적 정체로
수주가 감소해도
수주잔고는 증가

이 시기에 중요한 것은 수주의 절대치가 감소하는 것이 아니라 수주잔고가 쌓여가는 것이 핵심이 된다. 수주 상승기에서도 매출은 더디 회복되기 때문에 수주의 양이 줄어도 매출보다 많다면 수주잔고는 쌓이게 된다.

현재 조선사들의 수주잔고는 2.5년 내외이다. LNG운반선의 슬롯은 3년을 넘어가고 있지만 불황기에 건너뛴 선표들이 있어 전체 3년을 빼곡히 채우지는 못했다. 현재는 공급자 우위시장이다. 수주가 줄어들 수 있지만 수주잔고는 쌓이는 구간이다.

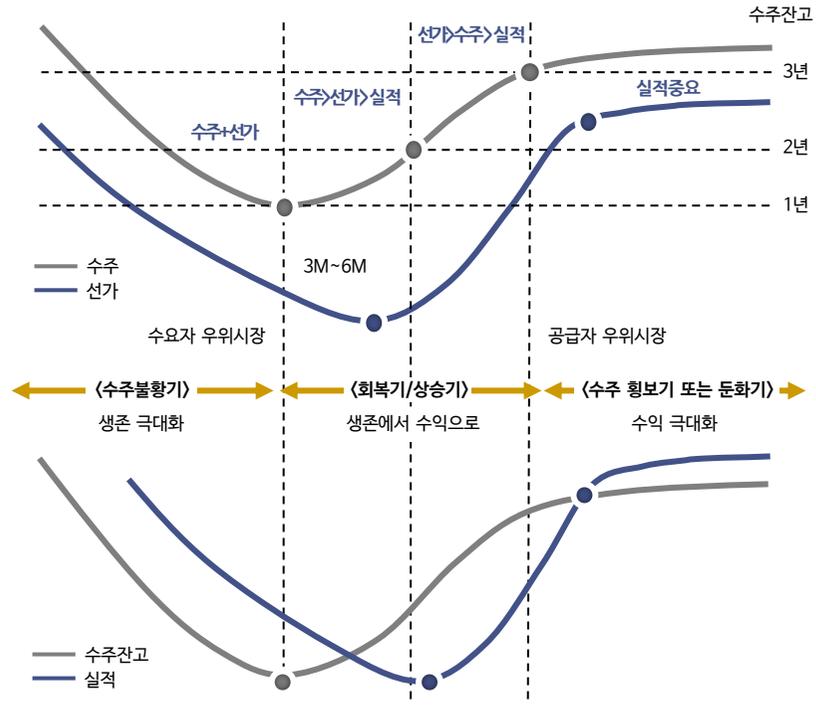
최근 주가 상승은
LNG운반선
선가 상승에 기인

최근의 주가 상승은 LNG운반선의 선가 상승에 기인한다. 카타르 LNG운반선 대형계약은 예상보다 좋은 척당 2.15억불에 계약했고 최근 수주하는 별개의 LNG운반선은 2.4억불을 돌파했다. 게다가 환율까지 급등해 원화 선가는 더 높아졌다.

지금은 수주잔고 상승기이고 선가가 주가를 결정하는 시기이다.

12) 매출기준의 수주잔고는 인도기준의 수주잔고와 구분된다. 매출기준의 수주잔고는 수주 이후 공정 진행에 따라 수주잔고가 감소하며 인도기준의 수주잔고는 수주가 인도될 때까지 수주잔고가 차감되지 않는다. 따라서 인도기준의 수주잔고는 항상 매출기준의 수주잔고보다 많다

수주 사이클과 선가, 수주 흐름별 주요 변수



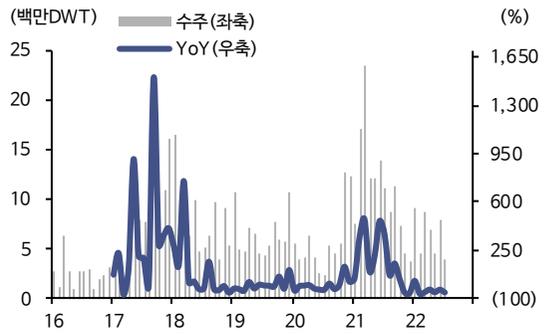
자료: 신한금융투자

전세계 수주잔고 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

전세계 신규수주 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

수주 회복기 또는 둔화기: 실적이 주가를 결정

수주 회복기 또는 둔화기: 수주가 고점을 찍고나서도 선가는 한동안 더 오른다. 조선사는 선별 수주를 하고 조선사의 부족한 도크 슬롯에 대해 선주들의 경쟁이 선가를 올리게 된다. 일부 투기 발주가 가세해 선가를 더 높이기도 한다.

수주 회복기,
주요변수는 실적

이 시기의 주요변수는 실적이다. 호황기에 얼마나 벌었느냐에 따라 향후에 올 하락 사이클을 버틸 여력을 확보하게 된다. 수주 규모와 선가 상승은 이미 정점을 찍어 민감도를 떨어뜨린다. 앞으로는 실적이 점점 중요해진다.

수주 사이클 관점이 갖는 한계

수주 사이클 관점이
갖는 한계

지금까지 수주 사이클 흐름에 따른 시기별 주요 주가변수를 살펴봤다. 주요 변수를 단순화해 조선업 변동을 설명하려 했지만 이 간단한 도식만으로 여전히 모든 것을 설명할 수는 없다. 수주 사이클 차트의 몇 가지 한계점을 서술해 본다.

사이클 바닥에 대한
판단 문제

첫째, 수주 사이클 바닥에 대한 판단이다. 수주가 바닥에서 회복되기 시작했다는 것은 후행적인 판단이다. 막상 그 시기에는 저가 수주 이후에 발주가 더 악화되면 조선소는 파산하게 된다. 실제로 2014년 유가하락 이후 많은 조선소가 없어졌다.

통상 조선사는 수주가 바닥에서 회복될 때 ‘수주를 받는다 / 기다린다’와 ‘수주가 회복된다 / 정제된다’의 2X2 행렬에서 선택을 하게 된다. 경우의 수와 대응은

수주를 받는다 X 수주가 회복된다 : 저선가에 도크를 채워 손해
 수주를 받는다 X 수주가 정제된다 : 생존성을 일부 확보
 수주를 받지 않는다 X 수주가 회복된다 : 선가 상승으로 수익성 개선
 수주를 받지 않는다 X 수주가 정제된다 : 생존성 위협

으로 요약된다. 저가수주를 받게 되는 논리이다. 그리고 수주잔고가 일부 있고 재무여력이 괜찮은 조선사는 불황을 버텨내며 더 좋은 수주를 가져오게 된다.

수주 상승 정점에 대한
판단문제

두번째, 수주가 상승기로 접어들었을 때 어디까지 상승할지 가늠하기 어렵다. 2003~2007년 슈퍼사이클(Super Cycle)의 막바지에 납기가 6년인 발주도 있었다. 당시 발주된 선단을 일렬로 세우면 100m에 한대씩 배가 다녀야 한다고 농담을 하기도 했다. 그러나 그것도 사후적 논의였지 그 당시에는 성장이 지속될줄 알았다.

단기 주가변동성을
설명하는데 한계

세번째, 단기 주가 변동을 설명하는데 대한 한계이다. 도식화된 수주 사이클은 단기로도 1~3년에 해당된다. 일간, 주간, 월간으로 체크되는 조선업의 변수들은 향후의 실적 기대의 변동을 현재로 가져와 주가를 변화시킨다. 다만 이러한 단기 변화는 성실한 애널리스트들이 열심히 추적하는 것을 참고하면 된다.

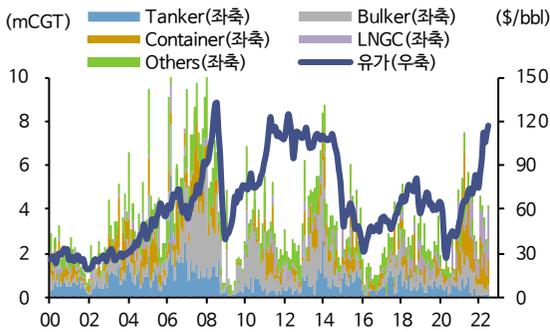
이제 선가에 영향을 미치는 변수들을 통해 선가 방향성을 예상해 본다.

수주 / 수주회복의 2x2 행렬; 저선가를 용인하는 이유

	수주 O	수주 X
수주 회복	저선가에도크를 채워손해	선가상승으로 수익성개선
수주 정체	생존성을 일부확보	생존성 위협

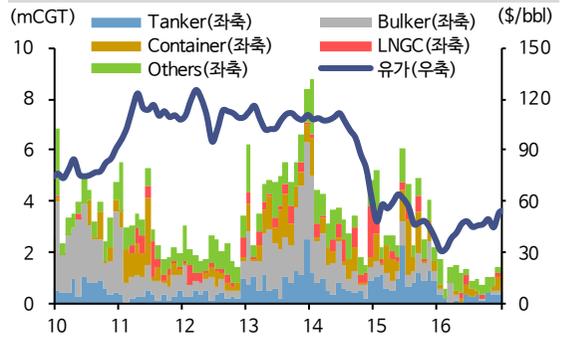
자료: 신한금융투자

장기 시계열의 전세계 수주와 WTI 추이



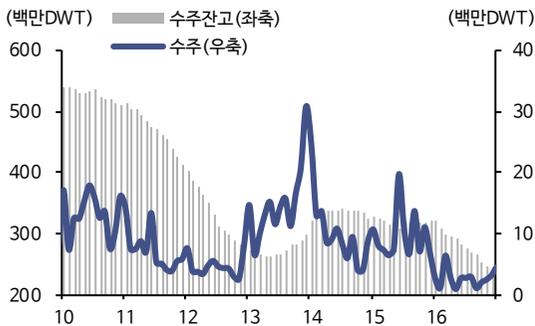
자료: Clarksons, 신한금융투자

전세계 수주와 WTI 추이



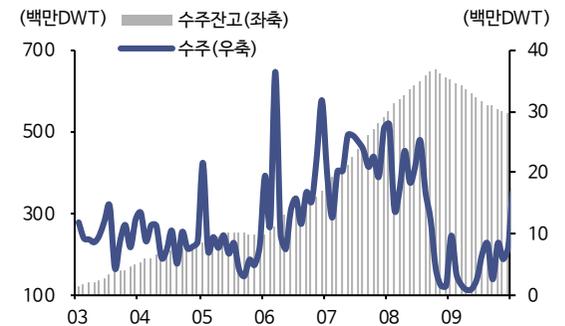
자료: Clarksons, 신한금융투자

전세계 수주와 수주 잔고 추이; 저점 확인



자료: Clarksons, 신한금융투자

전세계 수주와 수주 잔고 추이; 고점 확인



자료: Clarksons, 신한금융투자

3. 선가 전망; 쉽게 꺾이지 않을 것

선가에 미치는 변수들

앞서 수주 사이클에 대한 시점별 주요변수들을 살펴보았다. 지금은 조선사들의 수주가 적정수준을 채워 판매자 우위시장(Buyer's Market)에 진입했고 아직 실적은 정상화 되지 않아 수주 상승기로 보는 것이 맞을 것이다. 엄밀히 말하면 수주잔고의 상승기로 표현할 수 있다.

수주 상승기
주요변수는 선가

다시 강조하지만 수주(수주잔고) 상승기 주요변수는 선가이다. 선가가 꺾이지 않는다면 단기 시황¹³⁾은 꺾이지 않을 것으로 본다. 최근 선가는 모든 선종에 걸쳐 상승흐름을 지속하고 있다. 전 선종의 선가 상승으로 조선사는 선가 상승을 감내하며 발주가 나오는 LNG운반선, 컨테이너선 수주에 집중하고 있다.

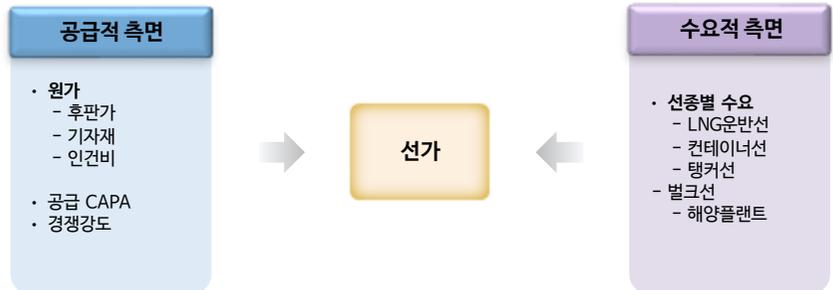
선가 변수의
공급적, 수요적 측면

문제는 선가를 결정하는 변수들이 매우 많다는 것이다. 다만 선가도 가격이니 공급적 측면과 수요적 측면을 통해 선가를 가늠해 본다.

공급적인 측면에서는 원가, 공급 CAPA¹⁴⁾, 경쟁강도를 살펴보고 수요적인 측면에서는 여러 변수가 영향을 주겠지만 선종별 수요 분석을 통해 살펴본다.

결론부터 말하면 공급이 수요보다 중요해졌고 발주 물량은 지속되어 단기적으로 선가는 꺾이지 않는다고 본다. 먼저 공급적인 측면부터 살펴본다.

선가에 영향을 미치는 변수들



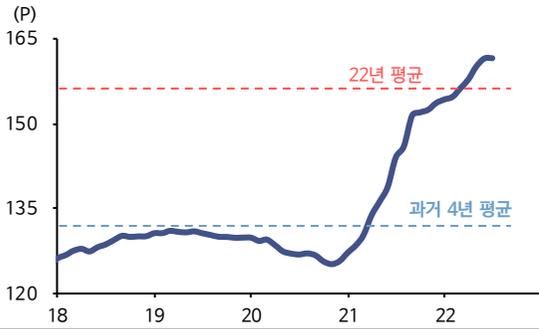
자료: 신한금융투자

13) 당사의 투자의견은 향후 6개월에 대한 것으로 단기 주가나 업황도 향후 6개월 정도를 기준으로 한다. 물론 앞으로 6개월 사이에는 분반기 실적, 연간 전망, 이슈 코멘트 등을 통해 투자 뷰가 계속 업데이트 될 것이다

14) 공급 CAPA: Capacity로 통상 최대생산량을 의미

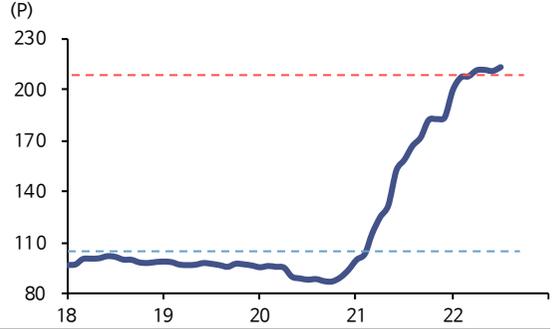
선가 지표들: 모든 지표의 상승

신조선가



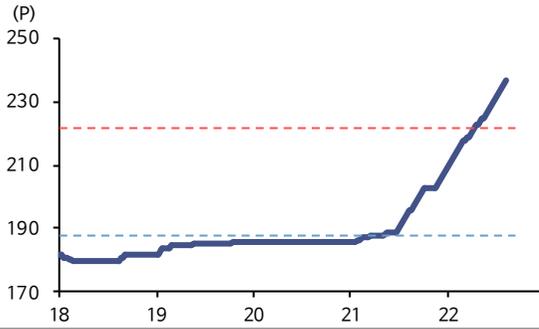
자료: Clarksons, 신한금융투자

중고선가



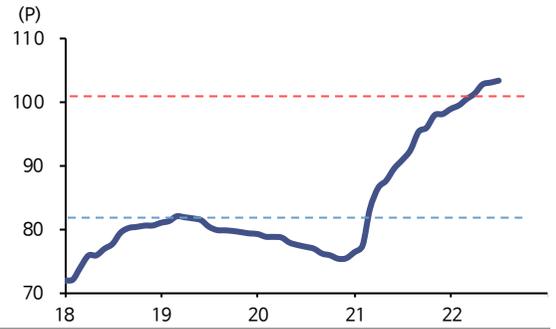
자료: Clarksons, 신한금융투자

LNG 운반선 신조선가



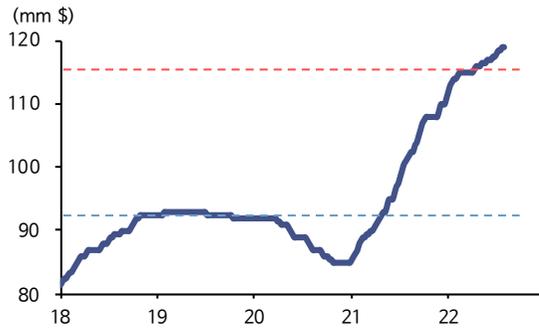
자료: Clarksons, 신한금융투자

컨테이너선 신조선가



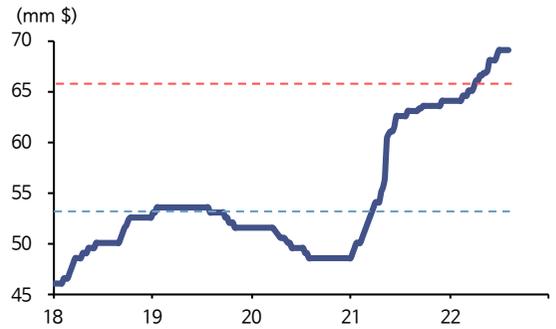
자료: Clarksons, 신한금융투자

대형 원유 운반선 신조선가



자료: Clarksons, 신한금융투자

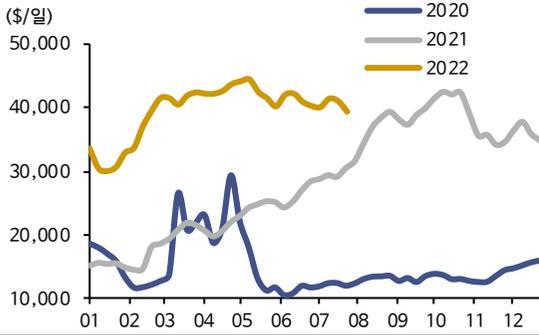
대형 벌크선 신조선가



자료: Clarksons, 신한금융투자

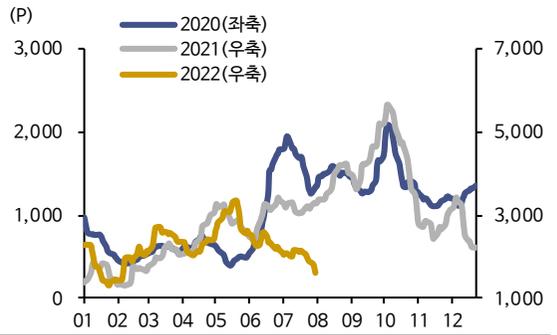
운임지표들; 선종별 차별화

ClarkSea Index



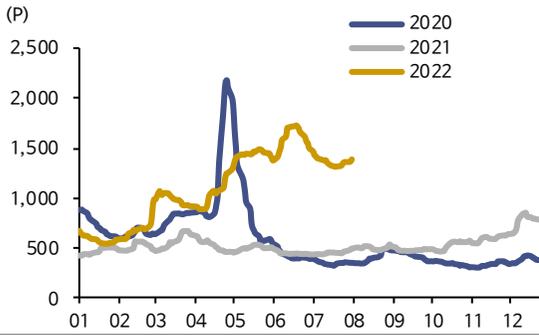
자료: Clarksons, 신한금융투자

Baltic Dry Index



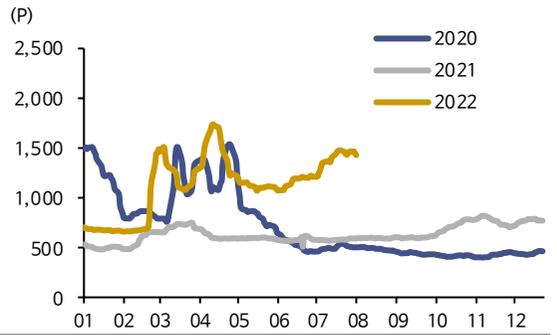
자료: Clarksons, 신한금융투자

Baltic Clean Tanker Index



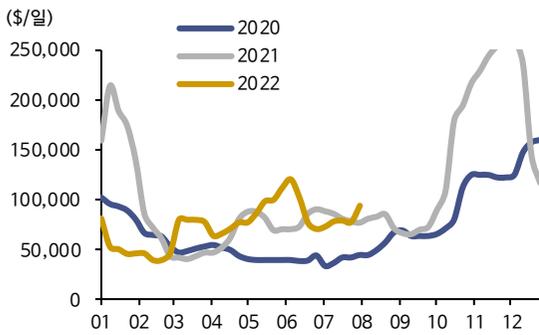
자료: Clarksons, 신한금융투자

Baltic Dirty Tanker Index



자료: Clarksons, 신한금융투자

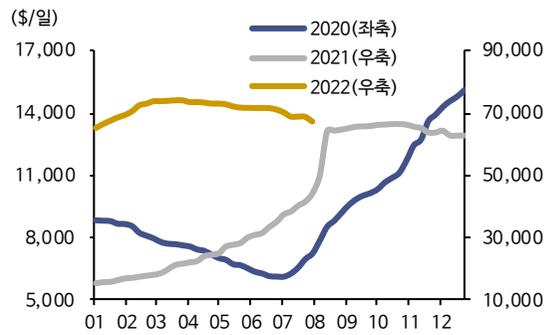
LNG 174K CBM Spot Rate



자료: Clarksons, 신한금융투자

주: 2021년 최고점 261,250

Clarksons Containership Earnings Index



자료: Clarksons, 신한금융투자

3-1. 선가 전망; 공급적 측면

원가 상승과 선가

원가 상승은
선가 상승의 근거

조선사 입장에서 원가 상승은 협상테이블에서 배값을 올리는 가장 좋은 근거가 된다. 원가 상승으로 마진 압박이 생기겠지만 원가를 얼마나 선가에 전가 시킬 수 있는지에 따라 향후 수익성이 결정된다.

조선사 원가는 크게 후판, 기자재, 인건비(외주가공비 포함)로 나뉘볼 수 있다. 한국 조선해양의 2021년 원가내역 중 조선부문을 보면 대략적인 비율이 재료비가 63%, 인건비가 37% 정도이다.

원가는 크게
재료비와 인건비로 구분

전체를 100%로 봤을 때 재료비 중 기자재가 32%, 강재 19%, 의장재/기타 11% 순이다. 통상 강재¹⁵⁾ 가격을 가장 중요한 지표로 보는데 기자재에도 강재가 반영되고 다른 원자재도 강재 가격과 연동되는 것으로 생각해볼 수 있기 때문이다.

강재는 1년에 2번, 상반기와 하반기에 조선사와 철강사가 기본 물량에 대한 단가 협상을 하게 된다. 반면 기자재는 많은 협력업체들과 개별 협의가 진행되고 원가 변동과 시차가 있을 수 있어 강재 가격이 지표 역할로 더 중요시 된다.

강재가는 장기에 걸친
완만한 상승이 좋음

조선사 입장에서 강재가는 장기에 걸친 완만한 상승이 가장 좋은 시나리오이다. 강재가가 예측이 가능한 범위에서 상승하면 조선사는 완만한 선가 상승의 근거로 사용할 수 있고 원가관리 측면에서도 안정성을 누릴 수 있다.

문제는 강재가가 급등하는 구간인데 조선사는 원가 상승에 따라 단기적으로 손실을 감내할 수 밖에 없다.¹⁶⁾ 강재가 상승은 선가 상승으로 연결되지만 강재가 상승만큼을 반영하려면 시차가 필요하다.

후판가,
고점을 찍고 하락 중

조선사와 철강사의 후판가 협상 결과는 외부에 공개되지 않는다. 통상 물량이 많아 유통가에서 몇 퍼센트를 할인 받는 걸로 인식된다. 2021년 2분기 후판 유통가는 1분기 평균 860원에서 1,300원으로 51% 급등했다. 조선사들은 하반기 후판가 협상과 관련 대규모 총당금을 잡았고¹⁷⁾ 여파는 지금까지도 지속되고 있다.

공식적인 강재가 전망치는 없지만 최근 철광석 가격은 톤당 109달러로 연중 고점이었던 4월 평균 155달러 대비 42% 하락했다. 후판 유통가도 톤당 4월 평균 140만원에서 최근 102만원 -27% 하락했다.

15) 조선사에 쓰는 강재는 주로 후판이다. 후판은 두께 6mm 이상의 두꺼운 철판이며 조선업에서 강재를 말할 때 후판으로 통칭하기도 한다

16) 강재가가 상승하면 당분기 뿐만 아니라 향후 건조물량 전체에 대한 예정원가가 상승하고 기존 예측 대비 달라진 부분을 총당금으로 반영해 회계적 손실이 커진다. 다만 이는 회계적 손실이며 당장의 현금 유출의 의미하지는 않는다

17) 조선사는 협상이 완료되지 않더라도 보수적 회계원칙에 따라 거래되는 후판가와 협상 분위기를 감안해 예상 총당금을 당해 분기에 선반영한다

최근의 경기 둔화 움직임을 감안하면 철광석 가격은 하향 안정화되고 후판가는 시차를 두고 추가 하락할 것으로 예상된다. 후판가 하락은 선가 측면에서는 원가 하락 요인이라 부담으로 작용할 수 있다.

후판가 하락은 조선소 입장에서 이익 정상화 과정일 뿐 선가 하락요인이 아닐 것

그러나 조선사 입장에서는 후판가 안정화는 그동안 단기 급등하며 대규모 손실을 초래한 상황이라 이익을 정상화하는 과정으로 볼 것이다. 높은 후판가 상황에서 선가를 충분히 올리지 못한 측면과 공급 CAPA와 경쟁장도를 감안하게 될 것이다.

인건비는 실적 개선과 함께 상승할 것, 원가 및 선가 인상요인

후판 이외 기자재 구입비용과 외주가공비를 포함한 인건비는 여전히 상승부담이 있다. 기자재 구입비용에는 원재료와 협력업체 인건비가 포함될텐데 원재료는 후판에 연동한다고 보면 결국 인건비 상승이 원재료만큼 중요한 이슈이다.

최근 대두되었던 하청노조 파업과 직간접 인건비 문제는 결국 조선사가 돈을 못 벌고 있기 때문에 발생한다. 분배에 대한 형평성 문제도 있겠지만 기본적으로 인심이 날 공간이 없는 것이다.

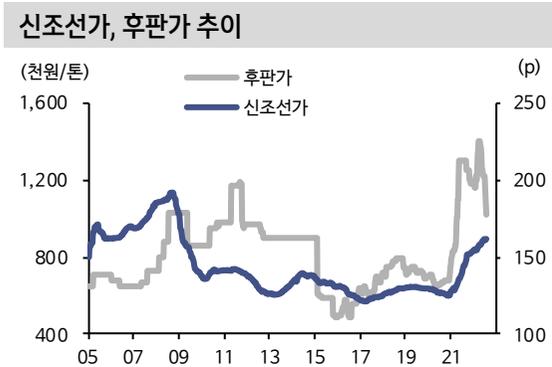
주요 조선사들의 최근 1인당 평균 임금은 과거 10년 평균 수준이다. 2011년부터 보면 업황에 따라 변동하고 최근에는 증가 추세에 있다. 최근 흐름은 인건비의 추가적 상승이 지속될 것으로 보인다. 조선사 실적 개선과 함께 인건비 증가는 지속되겠지만 이 부분은 선가 상승의 근거로 작용할 수 있다.

	금액 (십억원)	비중 (%)
매출원가+판관비	16,878.2	
조선	13,693.1	
기자재	4,351.9	31.8
강재	2,645.4	19.3
의장재/기타	1,578.7	11.5
인건비	5,117.1	37.4

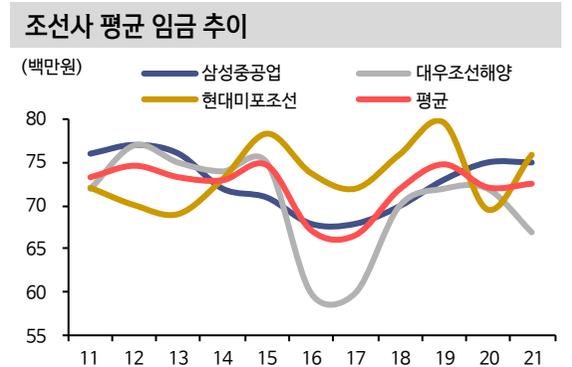
자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: Clarksons, 신한금융투자



자료: Clarksons, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자

공급 CAPA의 제약

조선사는 하루 아침에 생기지 않고 CAPA를 늘리는데도 시간이 걸린다. 업황이 상승기로 접어들었지만 과거의 하락 사이클 경험으로 모든 조선사가 CAPA 확대에 보수적인 시각을 유지하고 있다.

조선사 CAPA는 유동적, 수주-인도 리드타임을 대응치로 사용

각 조선사의 공급 CAPA는 같은 부지라고 하더라도 설비와 인력, 건조 선종 비율 등에 따라 유동적이다. 각 사의 공급 CAPA의 대응치로 수주에서 인도까지의 시차를 적용해 본다. 수주-인도 시차는 조선소가 각 시기의 CAPA를 감안해 협의를 하기 때문에 현재 CAPA 상태를 잘 보여주게 된다.¹⁸⁾

한국과 중국 주요 조선사의 리드타임은 2008년 이후 최고치

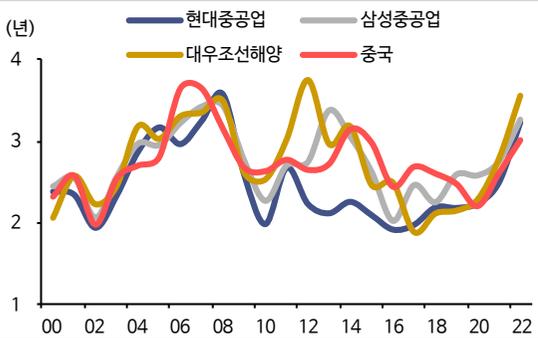
국내 조선 4사¹⁹⁾의 2022년 수주 받은 선박의 평균 인도기간은 39개월로 3년을 상회한다. 평균 인도기간이 3년을 상회한 것은 호황의 끝자락이었던 2008년 이후 처음 있는 일이다. 최근 납기가 긴 LNG운반선 수주가 많은 영향도 있겠지만 수주잔고가 차면서 모든 선종의 납기 스케줄이 길어지고 있다.

중소형 선박을 만드는 현대미포조선의 경우도 2022년 평균 인도기간이 28개월로 2015년 이후 최고치다. 중국 CSSC 그룹²⁰⁾도 평균 36개월의 인도기간을 보이는데 조선 4사와 동일하게 2008년 이후 최고치이다.

조선 4사 모두 LNG선은 2026년, 컨테이너선은 2025년 인도 물량의 수주를 받고 있다. CSSC도 최근 2026년 인도하는 컨테이너선을 수주 받은 바 있다. 상대적으로 납기가 짧은 현대미포조선도 최근 2025년 인도 P/C선을 수주 받았다.

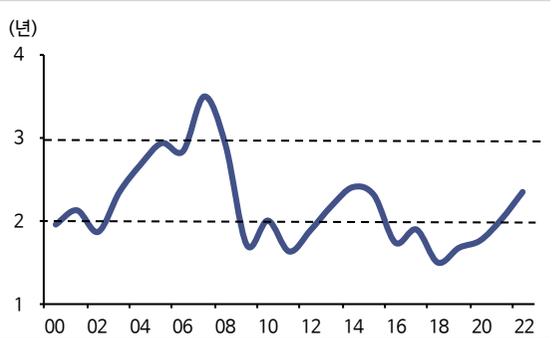
조선사별로 쌓여 있는 잔고에 따라 수주가 준다고해도 향후 2~3년의 실적 성장을 보장 받았다. 선가 상승에 긍정적인 요인이다.

국내 조선 3사, 중국 조선사 수주-인도 시차 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

현대미포조선 수주-인도 시차 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

18) 조선사는 같은 부지를 유지하더라도 각 시기마다 수주 물량을 감안해 인력과 기계설비를 변동시킨다. 조선사의 정확한 CAPA는 시점에 따라 유동적이다. 납기 스케줄의 경우 조선사는 생산 극대화를 위한 효율적 관리에 최선을 다할 것이므로 CAPA의 대응치로 적절하다고 본다

19) 현대중공업, 현대삼호중공업, 삼성중공업, 대우조선해양

20) CSSC는 중국 최대 선박그룹으로 대연조선, 후동중화, 장난조선 등이 속해 있다

경쟁강도는 여전히 한-중의 고유영역으로 제한적

일본의 도태

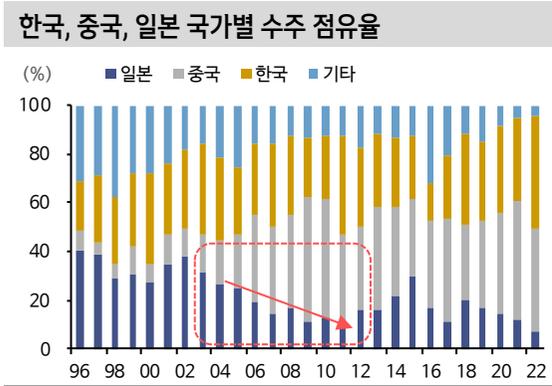
전체 발주시장에서 경쟁강도는 약해지고 있다. 먼저 일본의 경우 1996~2005년 전체 발주시장 평균 점유율이 32%에서 2022년 현재는 7%까지 하락했다. 같은 기간 한국과 중국의 합산 점유율은 42%에서 89%로 높아졌다.

전체 발주 선박의 평균 크기는 1996~2005년 척당 14천 CGT에서 2022년 33천 CGT까지 커졌는데 일본은 투자 도태와 인력 고령화로 사실상 조선 경쟁에서 이탈했다. 중국과의 경쟁이 지속되고 있는데 중국과 한국은 주력 선종 시장이 다르다.

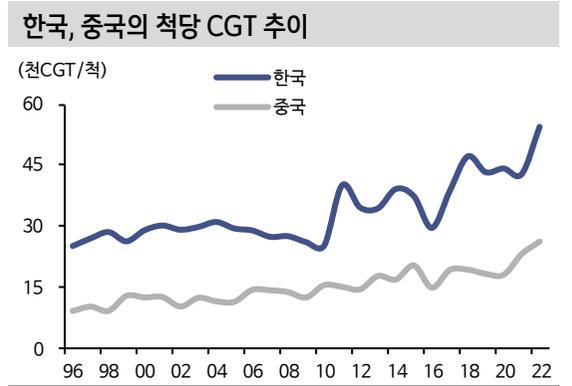
중국이 2022년 수주 받은 선박의 평균 크기는 26천 CGT로 한국의 55천 CGT 대비 절반에 불과하다. 2022년 수주 규모도 한국은 11.1백만 CGT, 중국은 10.1백만 CGT로 한국이 앞서고 있다.

고부가가치 선박 위주인 한국은 점유율을 지속 유지 또는 상향

한국은 고부가가치 대형선이 주력인 반면 중국은 가격을 무기로 다양한 크기의 선종을 수주한다. 중국의 기술적 추격에 대해 많은 논의가 있지만 이는 해묵은 논점이다. 기술격차는 지속되고 한국의 점유율은 오히려 증가 추세에 있다. 환경규제와 해운업 경쟁 심화로 기술 경쟁력이 더 중요해졌기 때문이다.



자료: Clarksons, 신한금융투자



자료: Clarksons, 신한금융투자

주요 조선사의 점유율 상승, 한-중 Big 6 점유율 50% 도달

대형조선사 쏠림 심화

대형 조선사 위주로 수주의 쏠림이 심해졌다.

2021년은 컨테이너선과 LNG운반선을 중심으로 대규모 발주가 이어졌다. 전세계 선박 발주는 5,149만CGT로 전년비 107% 증가했다. 그러나 초호황이었던 2007년의 9,339만CGT 대비로는 55% 수준에 그친다.

한-중 Big 6 조선사 점유율은 2007년 25%에서 2021년 50%로 급증

호황기 대비 전체 발주는 줄었지만 한-중 Big 6 조선사²¹⁾의 2021년 수주량은 2,550만CGT로 2007년 2,374만CGT를 초과하며 역대 최대 수주를 기록했다. 그사이 Big 6의 시장점유율은 2007년 25%에서 2021년 50%로 급증했다.

Big6의 2022년 최근까지의 수주도 1,554만CGT로 호황기의 전반기이었던 2003~2005년의 평균 발주량 1,435만CGT를 이미 8% 초과 달성했다. 반면 2022년 전세계 발주량은 2,395만CGT로 2003~2005년 평균 발주량 4,494만CGT 대비 53% 수준에 불과하다. 상위업체 점유율 상승이 지속된 영향이다.

2003~2007년 상승기에는 호황이 지속되며 조선사들이 난립해 경쟁이 강화된 바 있다. 워낙 많은 선박 발주가 쏟아지니 수리조선소도 건조를 시작했고 신생 조선소도 신규 수주를 받는 것이 어렵지 않았다.

이후 오랜 하락 사이클로 조선업의 구조조정이 지속되었다. 국내에서도 STX, 한진중공업, 성동조선, SPP조선과 같은 규모와 실력을 갖춘 조선소들마저 사세가 기울었다. 조선업에 대한 신규투자도 극도로 제한되었다.

아울러 해운업도 규모의 경제로 선박의 크기가 커졌고 기술적 요구도 높아졌다. Big6의 건조선박 척당 크기는 2007년 3.6CGT에서 2022년 5.6만CGT로 57% 가량 커졌다. 대형 선박건조를 위해서는 일정 수준 이상의 도크와 설비를 갖춰야하기에 조선업에서도 규모의 경제가 중요해졌다.

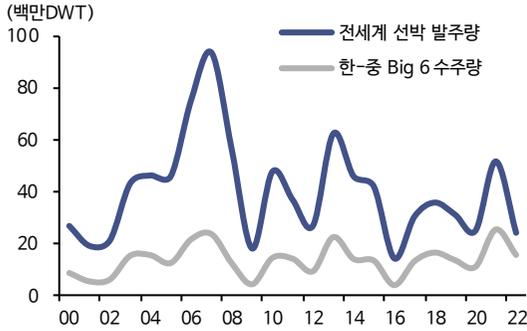
구조조정이 일단락된 조선업은 상위 조선사의 수혜가 지속될 것

과거와 같은 초호황이 없더라도 구조조정이 일단락된 조선업은 지금처럼 상위 조선사 위주로의 쏠림이 계속될 것이다. LNG운반선이나 대형 컨테이너선 같은 고난이도의 건조 선박 발주 증가는 신규업체 진입을 원천차단하는 역할을 한다.

앞으로 환경규제가 강화되면 해운사들 입장에서는 선박 관리를 위해 투입해야 하는 기본비용이 커지게 된다. 몇 척의 선박으로 영업을 하던 작은 해운사의 구조조정이 가속화되어 상위 해운사의 점유율이 증가할 것으로 전망된다. 이또한 기존 업력이 길고 상위 해운사와 협업 경험이 많은 대형조선사의 수혜 요인이란 판단된다.

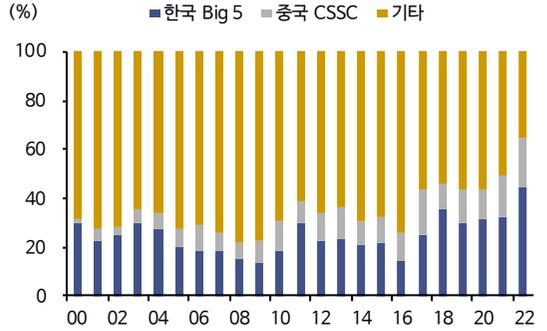
21) Big 6 조선사는 국내의 현대중공업, 현대삼호중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선과 중국 최대 조선그룹 CSSC로 임의 정의하였다

전세계 선박 발주량, 한-중 Big 6 수주량



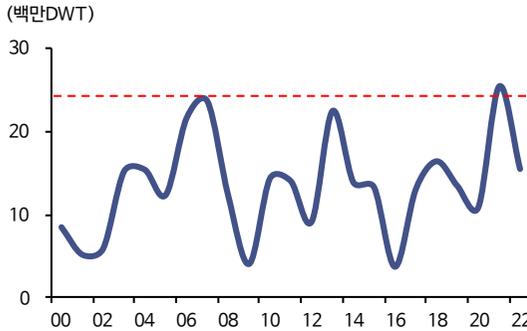
자료: Clarksons, 신한금융투자

한국 Big 5, 중국 CSSC 점유율 추이



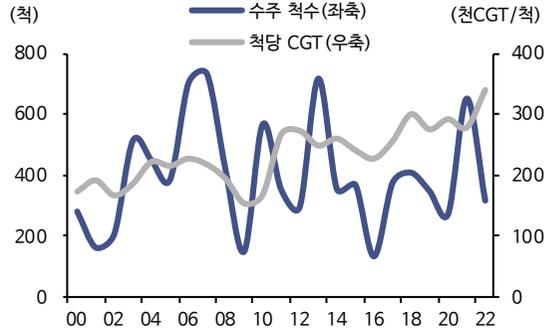
자료: Clarksons, 신한금융투자

2021년 Big 6 수주량은 2007년을 넘어섬



자료: Clarksons, 신한금융투자

Big 6 선박 수주 척수와 척당 CGT



자료: Clarksons, 신한금융투자

3-2. 선가 전망; 수요적 측면

선박 발주시장 전망; LNG가 이끌며 안정기로 접어든다

2022년 글로벌 성장률은 3.6% 증가하고 물동량은 2021년의 높은 기저 영향으로 전년비 1.4% 증가하는데 그칠 것으로 예상된다. 그러나 LNG 시장의 물동량 상승이 지속되고 컨테이너와 원유의 물동량도 각각 4.4%, 7.3% 증가가 예상된다.

성장률과 물동량은
2020~2021년 변곡점을
지나 2022년 안정화

2020년은 코로나 팬데믹으로 글로벌 경제성장률은 -3.1%로 주저 앉았다. 2021년 서비스 수요가 제한되고 재화 수요 구매가 급증하며 성장률은 6.1%로 2000년 이후 가장 높은 수치를 기록했다. 2020년은 글로벌 물동량이 11.7십억톤으로 전년비 -3.4% 감소했고 2021년은 12.1십억톤으로 회복되며 3.2% 증가했다.

선종별로는 2021년 컨테이너 물동량이 1.9십억톤으로 전년비 5.8% 증가했고 원유 운반선은 2020년과 2021년 각각 1.86억톤과 1.83억톤으로 전년비 -7.4%, -1.7% 감소했다. LNG 물동량의 경우 2020년에도 0.4십억톤으로 전년비 1.1% 증가했으며 2021년에는 5.4% 급증했다.

중고선가, 신조선가 증가

코로나19 영향으로 선단이 줄었다가 수요가 급증했고 저금리 인플레이션의 영향으로 운임이 상승했다. 상승한 운임은 중고선가를 끌어올렸고 신조선가로 연결되고 있다. 2022년 현재 중고선가와 신조선가는 2021년말 대비 3.5%, 3.4% 상승했다.

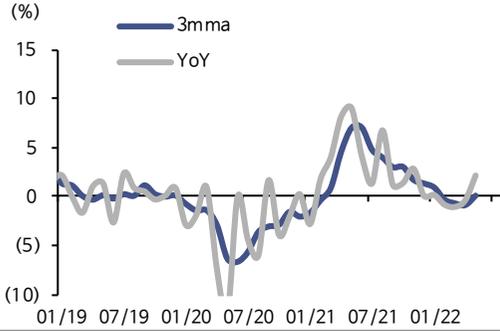
LNG선이 이끄는 시황

2022년 발주시장은 LNG운반선이 주도하며 컨테이너선은 완만한 하락, 탱커선은 시황 개선이 시작될 것으로 보인다.

글로벌 조선, 해운 주요 지표 추이 및 전망															
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22F	23F	24F	25F
글로벌 경제성장률 (%)	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5	3.3	3.8	3.6	2.8	(3.1)	6.1	3.6	3.6	3.4	3.4
글로벌 물동량 (십억톤)	9.5	9.9	10.2	10.6	10.8	11.1	11.7	12.1	12.1	11.7	12.1	12.3	12.5	12.8	13.1
YoY (%)	4.1	4.1	3.4	3.4	2.2	3.0	5.6	2.8	0.5	(3.4)	3.2	1.4	2.3	2.2	2.2
클락슨 평균 운임 (p, k)	12.5	9.6	11.5	11.7	14.5	9.4	11.1	12.7	15.6	15.0	30.5	41.0			
신조선가 (p)	139.1	126.4	133.3	137.8	131.0	122.6	124.9	130.0	129.8	125.6	153.6	158.9			
중고선가 (p)	119.4	96.2	110.9	101.5	93.5	75.1	94.5	98.0	96.0	90.9	155.4	209.2			
선복량 (백만DWT)	1,543	1,637	1,698	1,756	1,813	1,870	1,933	1,984	2,065	2,128	2,191	2,249	2,320	2,377	2,429
YoY (%)	8.7	6.1	3.8	3.4	3.3	3.1	3.3	2.6	4.1	3.0	2.9	2.7	3.1	2.5	2.2
발주량 (백만DWT)	88	55	180	120	115	31	92	95	78	68	133	80	84	81	84
YoY (%)	(44.6)	(37.0)	226.1	(33.5)	(3.8)	(73.4)	200.1	3.6	(17.8)	(12.5)	94.1	(39.3)	3.9	(2.6)	3.1
인도량 (백만DWT)	167	157	110	92	97	101	98	81	100	89	86	78	100	87	83
YoY (%)	9.1	(6.1)	(30.1)	(16.2)	5.8	3.7	(2.5)	(17.5)	23.1	(11.0)	(2.7)	(9.5)	27.9	(13.0)	(4.8)
폐선 (백만DWT)	43	58	47	34	39	45	36	31	18	25	24	20	29	30	31
폐선율 (%)	2.8	3.6	2.8	1.9	2.2	2.4	1.8	1.5	0.9	1.2	1.1	0.9	1.3	1.3	1.3
물동량/선박량 (톤/DWT)	6.15	6.04	6.02	6.01	5.95	5.94	6.07	6.08	5.87	5.50	5.52	5.25	5.31	5.29	5.29

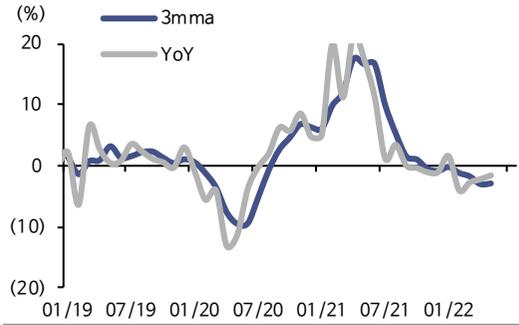
자료: IMF, Clarksons, 신한금융투자 추정

월별 클락슨 물동량 지수 추이



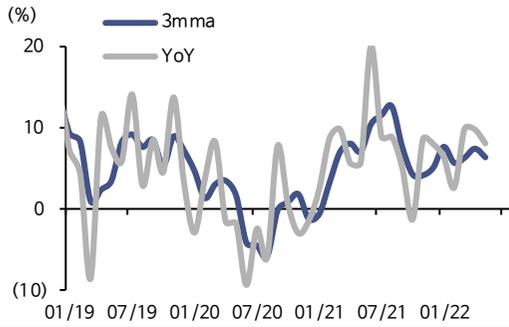
자료: Clarksons, 신한금융투자

월별 컨테이너선 물동량 지수 추이



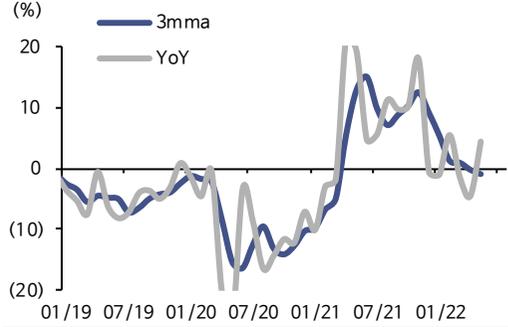
자료: Clarksons, 신한금융투자

월별 LPG 운반선 물동량 지수 추이



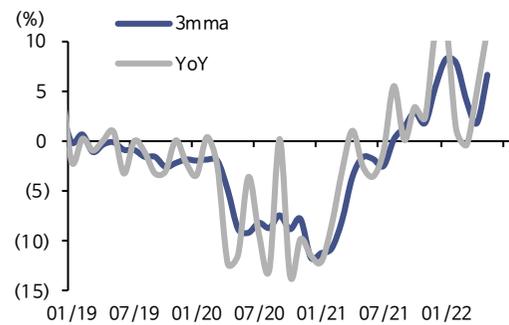
자료: Clarksons, 신한금융투자

월별 석유제품 운반선 물동량 지수 추이



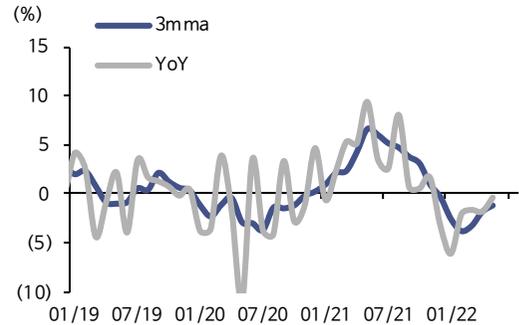
자료: Clarksons, 신한금융투자

월별 원유 운반선 물동량 지수 추이



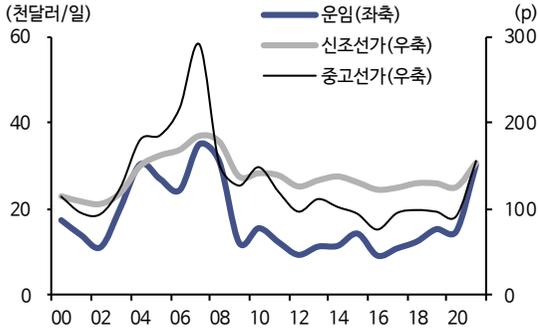
자료: Clarksons, 신한금융투자

월별 벌크선 물동량 지수 추이



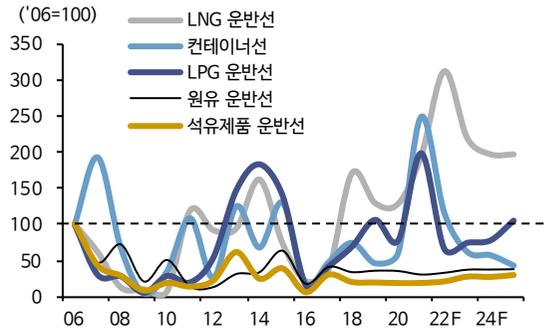
자료: Clarksons, 신한금융투자

운임, 신조선가, 중고선가 추이



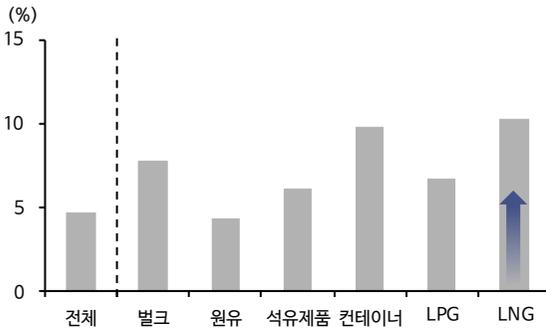
자료: Clarksons, 신한금융투자

선종별 발주 강도; LNG운반선이 주도



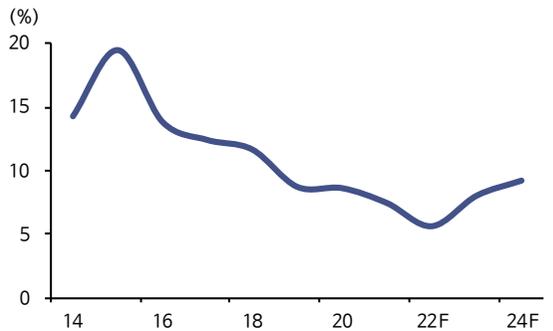
자료: Clarksons, 신한금융투자

연초 대비 선가 상승 추이; LNG운반선이 이끄는 업황



자료: Clarksons, 신한금융투자

탱커 수주잔고/선복량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 신한금융투자

LNG운반선: 신규 LNG 개발 프로젝트 증가로 발주 전망치 지속 상향

LNG운반선은 최근 업황에서 가장 중요한 선종이다. 기술력 차이로 LNG운반선 시장의 대부분을 국내 조선사들이 수주하기 때문이다.

2021년은 컨테이너선이 주도했고 2022년은 LNG운반선 발주가 폭증하며 조선사들은 3년 이내 수주잔고의 대부분 채워놓고 있다. 2022년 전세계 LNG 물동량 추정치는 396백만톤으로 예상하는데 계속 상향되고 있다.

러-우 전쟁, 환경문제로
LNG 선호 현상 지속

러-우 전쟁에 따른 유럽의 LNG 도입과 미국의 수출 증가, 환경 문제 영향에 따른 LNG 선호 현상에 따라 LNG 물동량의 성장세는 지금의 예상치 대비 가파르게 증가할 것으로 보인다.

액화설비 CAPA는 2024년 516백만톤으로 2021년 대비 15% 증가할 것으로 예상된다. LNG 프로젝트 현황을 보면 건설 중인 프로젝트는 32건, 165백만톤으로 총 214척의 LNG운반선이 필요하다.

FEED²²⁾ 단계에 있는 프로젝트는 59건, 453백만톤으로 총 563척의 LNG운반선이 소요된다. Proposed²³⁾ 단계의 프로젝트는 58건, 310백만톤으로 총 310척의 LNG운반선이 필요하다. LNG 수요 증가로 FEED와 Proposed 단계의 개발 수요가 늘어나고 있는데 원자재가 안정된다면 개발 속도는 한층 빨라질 것이다.

발주 가능 LNG운반선은
최대 1,411척

2022년 현재까지 LNG운반선 발주는 106척을 기록해 역대 처음으로 연간 세자리 수 발주를 보였다. 많은 수치로 보일 수 있지만 현재 건설중인 프로젝트와 FEED, Proposed 프로젝트를 합하면 1,411척의 LNG운반선이 추가로 필요하다.

각단계 프로젝트의 합산 LNG CAPA는 912백만톤이며 2,136백만cbm에 해당된다. LNG운반선 한척의 연평균 운송량은 1.5백만cbm(17.4천cbm 선박, 연간 8.7회 운항 기준)을 환산하면 1,411척의 선박이 요구된다. 수요가 확장된다면 2030년까지 연간 70~100척의 선박 수요가 지속될 수 있다.

이외 FLNG²⁴⁾와 FSRU²⁵⁾의 수요도 확대되고 있다. 현재 FLNG는 4기가 상용화 되었는데 전부 한국 조선소가 건조했다. FEED 단계의 FLNG는 7건이며 Proposed 단계는 24건에 이른다. 미국 델핀 FLNG가 가장 속도가 빠르며 삼성중공업이 FEED를 진행해 수주가 유력하다.

22) FEED(Front End Engineering & Design) : 사전 탐사 단계의 계약을 말한다. 본사업을 염두에 둔 기초 개발 단계이다

23) Proposed : 초기 사업제안 단계. FEED를 거칠 수도 있고 바로 본계약을 할 수도 있다

24) FLNG는 LNG FPSO를 말한다. FPSO(Floating Production Storage and Off-loading)는 선박처럼 이동이 자유롭고 시추, 저장, 하역 기능을 함께 가진 부유식 복합 생산 시스템이다

25) FSRU(Floating Storage Regasification Unit)는 LNG를 저장하고 재기화하는 시설로 이동이 가능한 해상 터미널 개념이다

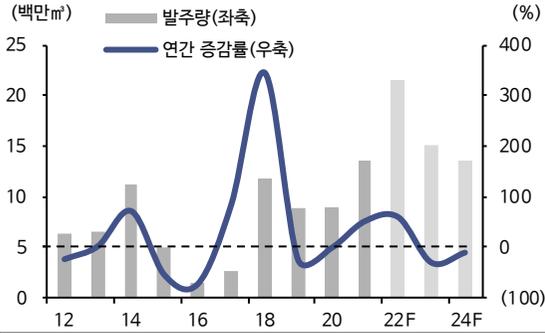
FSRU는 유럽의 증가하는 LNG 수요 대비 부족한 터미널의 대안으로 떠오르고 있다. 현재 운용되고 있는 FSRU는 35기이며 건설단계에 있는 프로젝트는 8기이다. 러시아 PNG를 대체하기 위해 17기의 FSRU 프로젝트가 추진 중에 있으며 연내 2기, 2023년 5기가 가동될 예정이다. FSRU도 LNG운반선 제작 기술과 국내 업체가 수주에서 절대적으로 유리하다.

LNG 시장의 확장으로 국내업체들의 시장 점유율이 확대되고 있다. 아울러 도크 줄어든 도크 여력의 영향으로 다른 선종의 발주 시장을 자극하게 된다.

LNG 운반선 주요 지표 추이 및 전망															
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22F	23F	24F	25F
LNG 생산용량 (백만톤)	280.8	288.9	292.5	285.7	305.9	299.2	332.7	360.5	396.5	423.0	423.0	431.7	441.3	465.6	520.2
YoY (%)	7.4	2.9	1.2	(2.3)	7.1	(2.2)	11.2	8.3	10.0	6.7	0.0	2.1	2.2	5.5	11.7
LNG 액화설비(백만톤)	232.8	254.4	247.6	259.7	271.4	285.7	322.6	354.5	391.1	421.6	446.6	449	468.6	485.6	516.7
YoY (%)		9.3	(2.7)	4.9	4.5	5.3	12.9	9.9	10.3	7.8	5.9	0.5	4.4	3.6	6.4
LNG 물동량 (백만톤)	246.6	239.7	241.1	245.5	249.6	268.1	292.4	317.6	356.3	360.2	379.6	396.1	413.4	431.4	450.3
YoY (%)	11.3	(2.8)	0.6	1.8	1.6	7.4	9.1	8.6	12.2	1.1	5.4	4.4	4.4	4.4	4.4
클락슨 평균 운임(p, k)	106.2	128.8	103.5	69.4	33.3	34.5	48.9	83.9	63.9	65.1	71.5				
신조선가 (p)	186	185	185	200	199	197	182	182	186	186	198	226			
중고선가 (p)	0	0	0	173	170	163	154	158	158	150	145	163			
선복량 (백만m ³)	53.0	53.3	55.3	59.9	64.2	69.1	73.7	81.8	88.6	93.6	102.4	107.0	113.3	125.2	142.5
YoY (%)	2.9	0.7	3.7	8.3	7.1	7.7	6.7	11.0	8.3	5.6	9.4	4.5	5.8	10.6	13.8
발주량 (백만m ³)	8.2	6.3	6.5	11.2	5.0	1.4	2.6	11.8	8.9	8.8	13.5	21.6	15.1	13.6	13.6
YoY (%)	1682	(23.1)	2.7	72.2	(54.8)	(71.8)	85.8	346.5	(24.3)	(0.8)	52.2	60.3	(30.0)	(10.0)	0.0
인도량 (백만m ³)	1.8	0.3	2.5	5.3	4.7	5.2	4.8	9.0	7.2	6.0	10.1	5.5	7.2	13.0	18.3
YoY (%)	(58.7)	(82.3)	686.0	109.3	(11.3)	10.5	(7.9)	87.5	(20.2)	(16.1)	67.4	(45.0)	29.5	80.8	41.4
폐선 (백만m ³)	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
폐선율 (%)	0.43	0.23	0.74	0.45	0.44	0.37	0.35	0.64	0.29	0.83	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
수주잔고 (백만m ³)	9.7	15.0	19.0	24.6	24.6	20.8	18.6	20.8	22.5	25.1	28.5	44.5	52.4	53.0	48.3
물동량/선복량 (톤/m ³)	4.7	4.5	4.4	4.1	3.9	3.9	4.0	3.9	4.0	3.8	3.7	3.7	3.7	3.4	3.2
물동량/척 (백만톤/척)	0.665	0.646	0.626	0.596	0.567	0.572	0.583	0.575	0.603	0.578	0.560	0.560	0.560	0.560	0.560

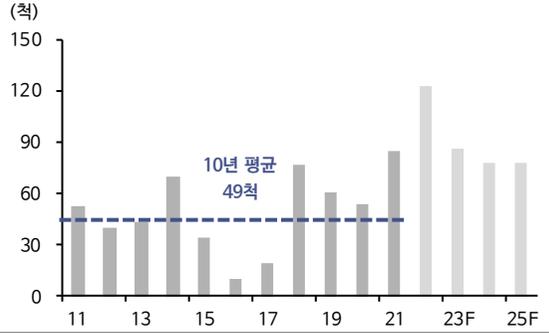
자료: IMF, Clarksons, BP, Petronet, 신한금융투자 추정

연간 LNG운반선 발주 추이; 2022년부터 급증



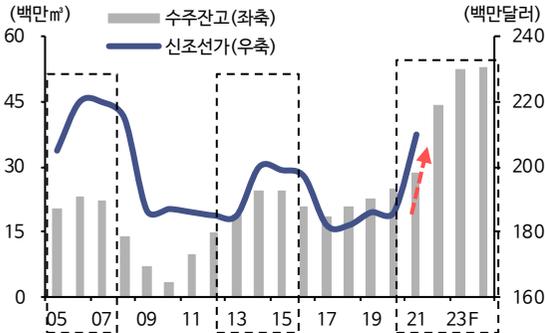
자료: Clarksons, 신한금융투자

연간 LNG운반선 발주 추이; 발주 증가세 지속



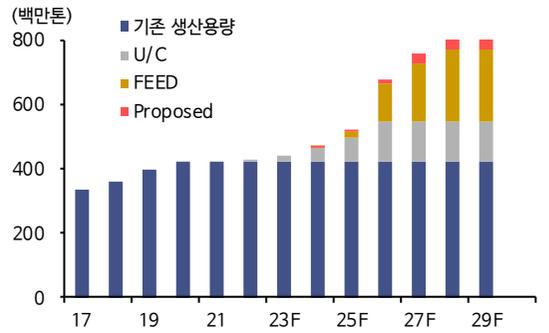
자료: Clarksons, Bloomberg, 신한금융투자

LNG운반선 수주잔고, 신조선가 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자

LNG 액화플랜트 생산용량 추이; 지속 증가



자료: Clarksons, Bloomberg, 신한금융투자

컨테이너선; 피크는 지났지만 아직도 남은 발주들

2021년 대규모 발주에 대한 기저로 2022년 발주는 감소하나 여전히 높은 수준

컨테이너선은 2021년 430만 TEU의 발주가 쏟아지며 역대 최대 물량을 기록했다. 2022년 예상치는 당초 80만 TEU 수준으로 예상했으나 이미 120만 TEU 이상의 발주가 나왔다.

컨테이너선사들은 사상 최대 이익을 벌고 있는 중이다. 컨테이너 시장은 규모의 경쟁을 하는 비즈니스로 돈을 번 상위 선사들이 점유율 유지를 위해 선복량 증가를 감내하며 발주를 내고 있다.

1만 TEU급 이상의 대형 컨테이너선 발주가 마무리 단계에 접어들고 있고 7~9천 TEU급과 피더 컨테이너선의 발주로 이어지고 있다.

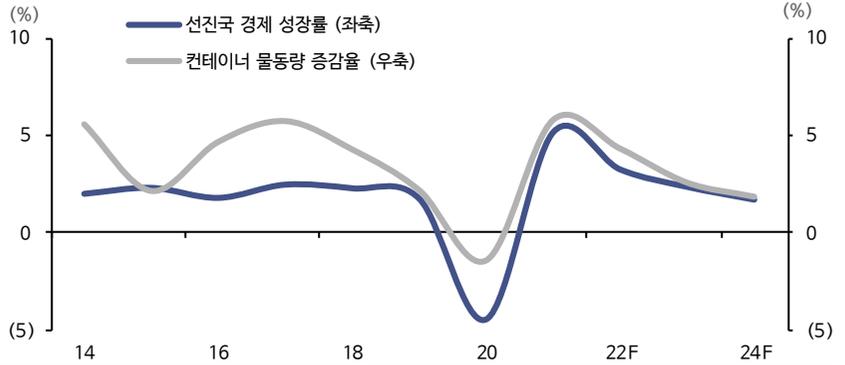
당장의 발주는 감소세지만 환경규제가 또다른 변수로 작용할 것이다. 선속이 빠른 컨테이너선은 연료 소모량이 많고 현재는 엔진출력제한으로 환경규제를 대응하고 있다. 대형 선사를 중심으로 친환경 선박에 대한 실험적 발주가 늘어날 수 있다.

컨테이너선 주요 지표 추이 및 전망

	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22F	23F	24F	25F
글로벌 경제성장률 (%)	1.7	1.2	1.4	2.0	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	(4.5)	5.2	3.3	2.4	1.7	1.7
컨테이너물동량 (백만톤)	1,357	1,403	1,474	1,557	1,590	1,665	1,762	1,838	1,878	1,851	1,959	2,045	2,098	2,137	2,177
YoY (%)	8.9	3.4	5.0	5.6	2.2	4.7	5.8	4.3	2.2	(1.4)	5.8	4.4	2.6	1.9	1.9
클락슨 평균 운임 (p, k)	13.2	7.7	8.0	8.6	10.6	7.1	9.3	12.5	14.0	14.5	54.9	86.6			
신조선가 (p)	94	77	76	82	80	72	69	78	81	77	92	102			
중고선가 (p)	83	46	36	33	36	28	33	42	38	37	84	127			
선복량 (백만TEU)	15.5	16.4	17.3	18.4	19.9	20.2	20.9	22.1	23.0	23.6	24.7	25.4	27.4	29.6	30.3
YoY (%)	7.9	6.0	5.6	6.7	7.9	1.2	3.8	5.6	3.9	2.7	4.6	3.1	7.8	8.0	2.5
발주량 (백만TEU)	1.9	0.4	2.2	1.2	2.2	0.3	0.8	1.3	0.8	1.0	4.3	2.0	1.1	1.0	0.7
YoY (%)	212.8	(76.8)	398.0	(45.9)	92.6	(86.4)	168.2	56.6	(38.4)	31.4	316.3	(53.6)	(47.0)	(7.3)	(25.2)
인도량 (백만TEU)	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	0.9	1.2	1.3	1.1	0.9	1.1	1.0	2.3	2.5	1.0
YoY (%)	(11.1)	3.5	7.4	11.5	8.8	(45.0)	28.8	10.4	(17.8)	(19.4)	26.1	(11.0)	138.8	9.5	(61.0)
페션 (천TEU)	78	335	442	373	197	657	405	117	183	188	12	202	313	337	243
수주잔고(백만TEU)	4.4	3.5	4.0	3.5	4.0	3.3	2.8	2.8	2.4	2.3	5.8	6.8	5.6	4.0	3.8
물동량 성장률/경제 성장률	5.1	2.8	3.6	2.8	0.9	2.6	2.3	1.9	1.3	0.3	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1
물동량/선복량(톤/TEU)	87.8	85.7	85.2	84.4	79.9	82.6	84.2	83.2	81.8	78.5	79.5	81.8	81.8	81.8	81.8

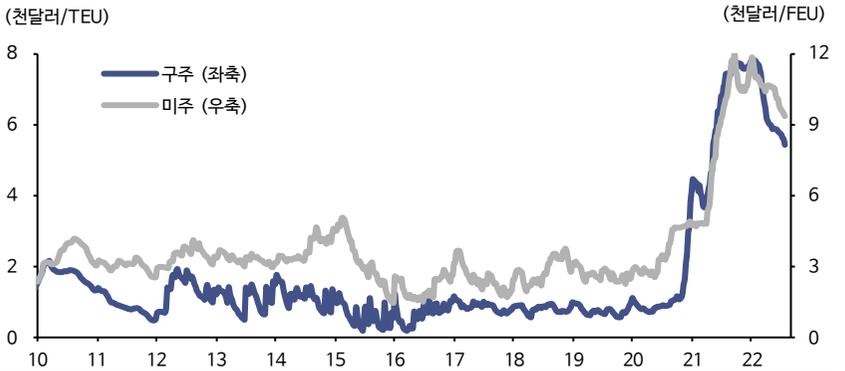
자료: IMF, Clarksons, 신한금융투자 추정

컨테이너선 물동량, 선진국 경제 성장률 추이 및 전망



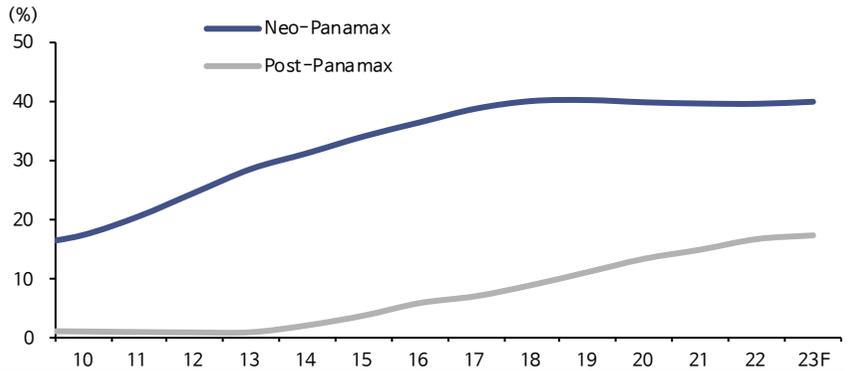
자료: Clarksons, IMF, 신한금융투자 추정

SCFI 미주, 구주 항로 운임 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

Neo, Post Panamax 선대 비중 추이 및 전망



자료: Clarksons, 신한금융투자

탱커선: 이제 시작이다

탱커선,
코로나 팬데믹
영향에서 벗어나는 중

석유화학제품과 원유 수요는 코로나 팬데믹 영향으로 급락했다 회복 중이다. 2021년부터 물동량 증가세가 나타났다. 다만 운임의 경우 2021년까지 급락 후 정체를 보이며 선주들의 발주 여력이 감소했다. 선가의 경우 후판가 상승과 조선사들의 확보로 전선종에 걸친 상승세가 나타났다.

환경규제,
도크 슬롯 확보를 위한
발주 증가 기대

탱커선주들의 발주 여력이 약한 상태이다. 그러나 탱커선은 2018년부터 발주가 감소를 지속했고 조선사의 도크도 부족해지고 있어 발주 강도가 강해질 수 밖에 없다.

탱커선은 전체 선종 중 노후화 비중이 가장 심해 15년 이상 선령의 선박이 전체의 절반을 넘어가고 있다. 2023년부터 탄소감축 환경규제가 시행되는데 연말부터는 도크 슬롯 확보를 위한 선발주가 예상된다.

탱커선은 이제 시작이다. LNG운반선과 컨테이너선 위주의 수주에서 탱커선 시황이 올라오면 조선업의 중장기 성장이 중요한 밑거름이 될 것이다.

석유제품운반선 주요 지표 추이 및 전망

	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22F	23F	24F	25F
글로벌 경제성장률 (%)	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5	3.3	3.8	3.6	2.8	(3.1)	6.1	3.6	3.6	3.4	3.4
중국 경제성장률 (%)	9.6	7.8	7.8	7.4	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.1	4.4	5.1	5.1	5.0
석유제품 생산량 (백만블/일)	75.6	76.6	77.0	77.9	80.1	80.6	82.2	83.1	83.0	75.5	79.3	81.5	82.6	83.6	83.6
YoY (%)	0.5	1.4	0.5	1.2	2.8	0.7	1.9	1.1	(0.1)	(9.0)	5.0	2.8	1.3	1.2	1.2
석유제품 물동량 (백만톤)	906	907	951	942	1,012	1,057	1,073	1,085	1,031	908	962	1,017	1,044	1,070	1,070
YoY (%)	3.9	0.1	4.8	(1.0)	7.4	4.5	1.5	1.1	(5.0)	(11.9)	5.9	5.7	2.7	2.5	2.5
클락슨 평균 운임 (p)	740	649	612	621	632	467	640	621	620	514	572	1,292			
신조선가 (p)	35.5	34.0	34.8	36.8	35.5	32.5	33.8	36.5	35.8	34.4	38.1	41.8			
중고선가 (p)	111.4	104.1	119.5	121.2	133.7	96.7	104.8	109.6	125.0	115.1	118.0	135.3			
선복량 (백만DWT)	124.9	127.5	130.8	136.1	143.8	152.9	159.3	162.3	170.0	174.2	177.3	181.5	185.4	189.1	193.2
YoY (%)	3.7	2.1	2.6	4.0	5.7	6.3	4.2	1.9	4.8	2.5	1.8	2.3	2.2	2.0	2.2
발주량 (백만DWT)	3.7	6.2	17.9	7.0	11.2	1.4	8.7	5.6	5.4	5.2	5.2	5.8	7.8	7.7	8.5
YoY (%)	(28.8)	65.9	188.6	(61.1)	61.2	(87.3)	507.3	(35.4)	(3.5)	(4.2)	0.9	11.6	34.0	(1.6)	10.4
인도량 (백만DWT)	7.0	6.1	5.7	6.6	8.8	9.9	8.4	5.9	8.7	5.1	7.2	5.6	5.4	5.9	7.1
YoY (%)	(37.1)	(12.4)	(7.5)	17.3	33.2	12.1	(15.6)	(29.5)	47.1	(40.6)	40.4	(21.9)	(3.6)	9.0	19.7
폐선 (백만DWT)	1.8	3.0	2.2	1.4	0.8	0.8	1.9	2.7	1.0	1.0	3.6	1.5	1.5	2.2	2.9
수주잔고 (백만DWT)	15.9	14.7	25.3	24.2	25.5	16.4	16.4	16.0	12.2	12.2	10.4	10.6	13.0	14.7	16.1
물동량증감률/수요증감률	8.7	0.1	8.9	(0.8)	2.6	6.8	0.8	1.0	38.3	1.3	1.2	2.1	2.0	2.0	2.0
물동량/선복량(톤/DWT)	7.3	7.1	7.3	6.9	7.0	6.9	6.7	6.7	6.1	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4

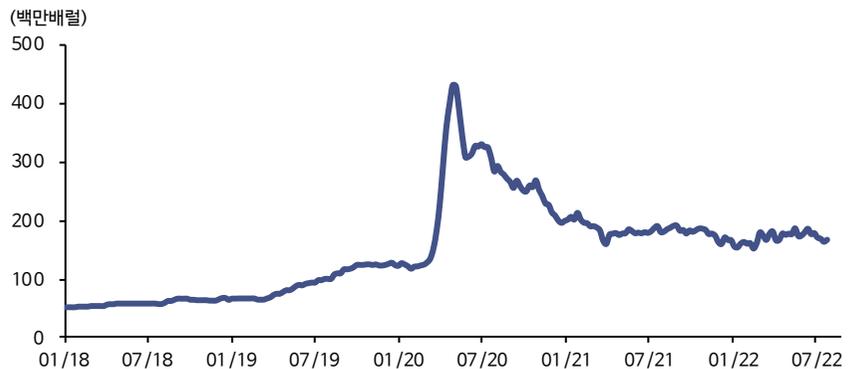
자료: IMF, Clarksons, BP, Petronet, 신한금융투자 추정

원유제품운반선 주요 지표 추이 및 전망

	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22F	23F	24F	25F
글로벌 경제성장률 (%)	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5	3.3	3.8	3.6	2.8	(3.1)	6.1	3.6	3.6	3.4	3.4
중국 경제성장률 (%)	9.6	7.8	7.8	7.4	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.1	4.4	5.1	5.1	5.0
원유수요 (백만달러/일)	89.2	90.3	91.7	93.1	95.0	96.2	98.4	99.5	100.3	91.9	96.9	100.5	102.3	103.7	103.7
YoY (%)	0.6	1.2	1.6	1.4	2.0	1.3	2.3	1.1	0.9	(8.5)	5.5	3.7	1.8	1.3	1.3
원유 물동량 (백만톤)	1,855	1,911	1,838	1,806	1,874	1,957	2,018	2,029	2,008	1,859	1,829	1,963	1,997	2,024	2,024
YoY (%)	(1.9)	3.0	(3.8)	(1.7)	3.8	4.4	3.1	0.5	(1.1)	(7.4)	(1.7)	7.3	1.8	1.3	1.3
클릭스 평균 운임 (p)	820	719	667	715	837	749	771	846	891	635	675	1,222			
신조선가 (p)	156	147	153	162	157	140	141	154	154	148	168	186			
중고선가 (p)	111	104	120	121	134	97	105	110	125	115	118	135			
선복량 (백만DWT)	350.5	365.6	370.3	372.2	380.1	401.7	423.0	426.6	452.0	468.0	475.7	491.8	496.1	507.7	521.0
YoY (%)	6.7	4.3	1.3	0.5	2.1	5.7	5.3	0.8	6.0	3.5	1.6	3.4	0.9	2.3	2.6
발주량 (백만DWT)	8.2	7.8	19.6	21.1	40.2	10.9	25.9	21.2	22.5	22.2	19.0	20.6	23.4	23.5	23.8
YoY (%)	(74.4)	(4.5)	149.6	8.0	90.5	(73.0)	137.9	(18.1)	5.9	(1.2)	(14.1)	8.2	13.5	0.6	1.3
인도량 (백만DWT)	33.3	26.4	15.8	9.8	10.3	23.0	29.7	22.5	29.5	18.5	18.6	22.6	10.9	20.2	22.2
YoY (%)	12.3	(20.8)	(40.0)	(37.9)	5.3	122.8	28.8	(24.3)	31.4	(37.4)	0.8	21.2	(51.6)	85.3	9.8
폐선 (백만DWT)	7.7	8.7	8.8	6.2	1.5	1.7	9.2	17.3	2.4	2.5	10.9	6.4	6.6	8.7	8.9
수주잔고 (백만DWT)	70.0	44.6	42.3	48.6	77.0	60.5	56.1	52.9	42.2	43.3	38.3	36.3	48.8	52.1	53.7
물동량 증감률/수요 증감률	5.29	5.23	4.97	4.86	4.93	4.87	4.77	4.76	4.44	3.97	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
물동량/선복량(톤/DWT)	(3.1)	2.5	(2.3)	(1.2)	1.9	3.3	1.4	0.5	(1.2)	0.9	(0.3)	2.0	1.0	1.0	1.0

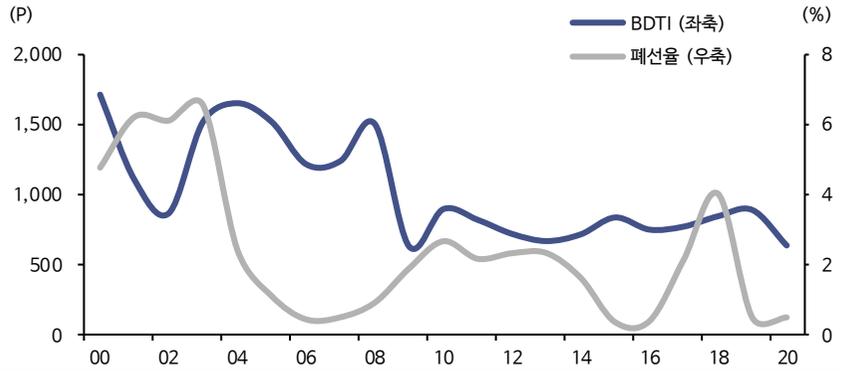
자료: IMF, Clarksons, BP, Petronet, 신한금융투자 추정

탱커 원유 저장량 추이



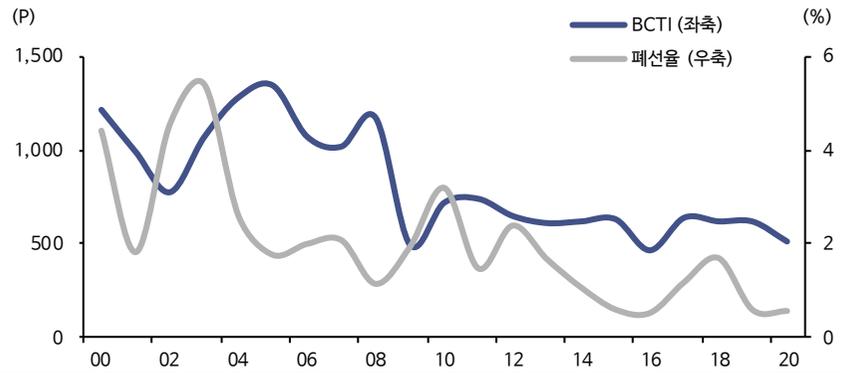
자료: Clarksons, 신한금융투자

BDTI, 원유 운반선 연환산 폐선율 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

BCTI, 석유제품 운반선 연환산 폐선율 추이



자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

III. 장기전망; 패러다임 전환, 새로운 물결

1. 조선업의 새로운 시대

조선업의 패러다임 변화;
사이클의 안정화
커지는 기술 중요성

조선업의 패러다임이 변하고 있다. 조선업의 오랜 하락 사이클로 경쟁이 완화되었는데 수주는 이미 도크에 차있고 환경규제로 장기적인 잠재 수요도 증가하고 있다.

조선업에 대한 과거의 투자 변수는 사이클이 절대적이었고 이는 경기를 예측하는 베팅의 성격도 포함된다. 반면 새로운 시대는 기술 경쟁력을 바탕으로한 경쟁 격차에 의해 결정될 것이다. 투자 관점에서도 과거 수요, 공급이 핵심 변수였다면 이제는 더하여 미래 기술 변화를 볼 수 있는 안목이 요구된다.

지금은 2000년 이후 조선업이 수요와 공급의 균형을 이룬 시점은 지금이 처음이라 판단된다. 경기 상황에 따라 전체 선종의 발주가 변동하던 시기를 지나고 지금은 개별 선종의 사이클이 엇갈리며 전체적인 수요 안정화를 가져왔다.

조선업 황금기의 시작

둔화된 공급 CAPA와 기술 변화로 새로운 경쟁자의 진입이 어려워졌다. 기술적 우위에 있는 한국 조선사들은 새로운 황금기의 초입에 서있다.

2. 환경규제가 가져올 거대한 변화

환경규제 이슈 시작

2023년부터 선박에 대한 탄소 규제인 EEXI와 CII 규제가 시행된다. 코로나 팬데믹은 컨테이너선, 우크라이나 전쟁은 LNG운반선 시장을 자극했다. IMO는 단기적으로 2030년 선박 운항의 탄소 감축률을 40%로 규정하고 관련 세부 시행계획들을 발표하고 있다.

조선업의 장기전망,
환경규제 이슈,
조선사의 향후 이익 증감
등은 추가 자료를 통해
분석 진행

환경 규제는 현재 운항되고 있는 10만척의 모든 선박에 적용된다. 향후 10년 동안 거대한 변화가 펼쳐질 것이다.

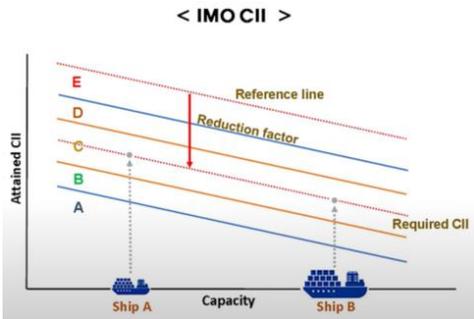
조선업의 장기전망과 환경규제, 조선사들의 향후 이익 증감에 대한 분석을 다음 자료를 통해 계속 진행한다.

IMO 환경 규제 로드맵



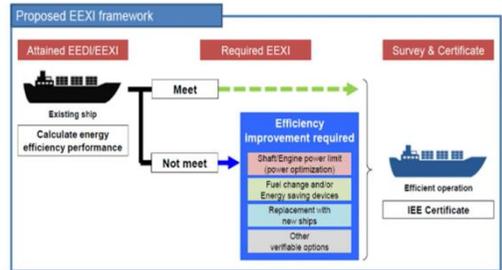
자료: IMO, 신한금융투자

IMO CII 개념도



자료: 업계 자료, 신한금융투자

IMO EEXI 규제 내역



자료: Clarksons, Bloomberg, 신한금융투자



현대중공업

| Bloomberg Code (329180 KS) | Reuters Code (329180.KS)

2022년 8월 16일

[조선]

이동현 부부장 연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@shinhan.com

명지운 연구원

☎ 02-3772-2661

✉ jyunyoung@shinhan.com

전세계 1위 조선사의 위업



매수
(신규)



현재주가 (8월 11일)

140,500 원



목표주가

180,000 원 (신규)



상승여력

28.1%

- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시
- ◆ 전세계 1위 조선사, 엔진사업 내재화의 힘
- ◆ 3Q22부터 흑자전환 시작, 서막이 열린다



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

투자판단	매수 (신규)
목표주가	180,000 원 (신규)
상승여력	28.1%

KOSPI	2,523.78p
KOSDAQ	832.15p
시가총액	12,472.6 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	88.8 백만주
유동주식수	16.0 백만주 (18.0%)
52 주 최고가/최저가	153,500 원/91,500 원
일평균 거래량 (60 일)	301,584 주
일평균 거래액 (60 일)	38,120 백만원
외국인 지분율	5.84%
주요주주	
한국조선해양 외 1인	78.02%
국민연금공단	6.01%
절대수익률	
3 개월	12.4%
6 개월	43.7%
12 개월	0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	15.5%
6 개월	56.4%
12 개월	0.0%

주가차트



투자 의견 매수, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 ‘매수’, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 BPS 64,535원에 타깃 PBR 2.9배를 적용했다. 적용 근거; 조선사들의 적자 기조로 BPS는 지난 6년 동안 하향되었으며 2023년이 상향 전환되는 원년이다. 2023년은 실적 회복 첫해라 긴 사이클과 주가가 실적보다 선반영되는 조선업 특성상 보수적 BPS 적용이라 생각된다.

타깃 PBR은 2005년 조선 3사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 평균치 2.23배에 30% 할증을 적용했다. 2005년은 조선사 선가 상승과 후판가 안정화가 시작된 시기로 지금의 업황과 가장 닮아 있다. 독보적인 경쟁력과 우량한 재무구조를 반영해 할증을 적용한다.

전세계 1위 조선사, 엔진사업 내재화의 힘

동사는 1972년에 설립되었으며 지금까지 1,564척의 선박을 건조한 전세계 1위 조선사이다. 635만m²의 생산야드를 보유하고 있다. 업황 상승기에 규모의 경제를 이루는데 유리하다.

엔진사업부를 가지고 있으며 선박용 대형엔진부문에 세계 1위의 실적을 기록했다. 과거의 엔진은 단순히 기자재 중 하나였다. 그러나 환경규제의 강화 기조로 연료가 다변화되며 엔진과 선박 기술의 시너지가 게임체인저로 부상하고 있다. 내재화된 엔진 생산 경험을 활용해 친환경 선박시장에서 점유율을 높일 것으로 전망한다.

3Q22부터 흑자전환 시작, 서막이 열린다

2021년 9월 상장해 경험, CAPA, 엔진 내재화, 재무구조, 수주잔고 등 모든 면에서 우위를 보이며 조선사 중 가장 높은 프리미엄을 보이고 있다. 선가가 상향 유지되고 후판가의 안정화 기조가 이어진다면 PBR 3배도 가능하다고 전망한다.

매출인식 물량 증가, 후판가 하락 등으로 3Q22부터 흑자전환이 예상된다. 기수주 물량만으로 최소 3년의 성장이 보장되어 있다. 2022년 평균 수주-인도 기간은 3.2년으로 호황기였던 2007년 수준이다. 공급 CAPA는 비탄력적이라 경기 상황과 무관한 성장이 가능해지고 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	8,312.0	32.5	(540.1)	(431.4)	(6,096)	적지	75,746	0.0	9.6	0.0	(7.9)	51.2
2021	8,311.3	(800.3)	(1,111.4)	(814.2)	(10,665)	적지	63,015	(8.9)	(17.5)	1.5	(14.9)	24.8
2022F	10,141.1	(272.2)	(248.7)	(183.4)	(2,066)	적지	61,319	(67.5)	(502.2)	2.3	(3.3)	31.2
2023F	12,551.9	390.5	375.5	285.4	3,215	흑전	64,534	43.4	21.7	2.2	5.1	24.6
2024F	14,866.0	984.2	889.6	676.1	7,616	136.9	72,150	18.3	10.6	1.9	11.1	7.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대중공업 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22A	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	전체	1,988	1,947	1,901	2,476	2,002	2,166	2,333	3,641	8,312	8,311	10,141	12,552	14,866
	조선	1,455	1,461	1,449	1,905	1,557	1,578	1,635	2,863	5,759	6,270	7,633	9,076	10,808
	해양플랜트	78	51	54	79	84	131	153	187	533	262	556	1,188	1,424
	육상플랜트	90	107	38	33	39	39	39	39	544	268	157	161	166
	엔진기계	362	359	339	432	145	208	500	546	1,473	1,492	1,399	2,067	2,448
	기타	4	(32)	20	28	5	5	5	5	4	20	20	60	20
영업이익	전체	28	(423)	75	(481)	(217)	(107)	8	44	33	(800)	(255)	391	984
	조선	55	(337)	108	(24)	(116)	(60)	16	56	172	(198)	(121)	356	855
	해양플랜트	(16)	(23)	(22)	(14)	(47)	(51)	(12)	(10)	(38)	(75)	(120)	(4)	17
	육상플랜트	(13)	(49)	(13)	(18)	(13)	(13)	(13)	(13)	(22)	(93)	(51)	(44)	(37)
	엔진기계	51	13	44	23	34	44	75	91	132	131	244	360	477
	기타	(49)	(28)	(42)	(447)	(47)	(40)	(58)	(80)	(211)	(567)	(224)	(277)	(328)
세전이익	전체	10	(470)	55	(707)	(238)	(9)	(24)	23	(540)	(1,111)	(249)	376	890
순이익	전체	6	(351)	51	(520)	(176)	(7)	(19)	19	(431)	(814)	(183)	285	676
매출액 증가율	YoY	(8.7)	(12.0)	(1.3)	24.0	0.7	11.3	22.8	47.0	(4.6)	(0.0)	22.0	24.2	18.1
	QoQ	(0.4)	(2.1)	(2.4)	30.3	(19.2)	8.2	7.7	56.1	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(9.0)	적전	1,394	적지	적전	적지	(88.8)	흑전	(85.6)	적전	적지	흑전	152.1
	QoQ	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	429.1	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	1.4	(21.7)	3.9	(19.4)	(10.9)	(4.9)	0.4	1.2	0.4	(9.6)	(2.5)	3.1	6.6
	조선	2.8	(17.3)	5.7	(1.0)	(5.8)	(2.8)	0.7	1.5	2.1	(2.4)	(1.0)	2.8	5.8
	해양플랜트	(19.9)	(44.7)	(40.6)	(18.1)	(55.7)	(38.8)	(8.1)	(5.3)	(7.2)	(28.5)	(21.6)	(0.4)	1.2
	육상플랜트	(14.0)	(45.8)	(34.9)	(54.7)	(32.3)	(32.3)	(32.3)	(32.3)	(4.1)	(34.6)	(32.3)	(27.3)	(22.2)
	엔진기계	14.0	3.7	13.0	5.3	23.6	21.1	15.0	16.7	9.0	8.8	17.4	17.4	19.5
	기타	(1,321)	88.0	(214.1)	(1,598)	(942)	(793)	(1,153)	(1,606)	(5,494)	(2,841)	(1,124)	(463.4)	(1,645)
세전이익률	전체	0.5	(24.1)	2.9	(28.5)	(11.9)	(0.4)	(1.0)	0.6	(6.5)	(13.4)	(2.5)	3.0	6.0
순이익률	전체	0.3	(18.1)	2.7	(21.0)	(8.8)	(0.3)	(0.8)	0.5	(5.2)	(9.8)	(1.8)	2.3	4.5

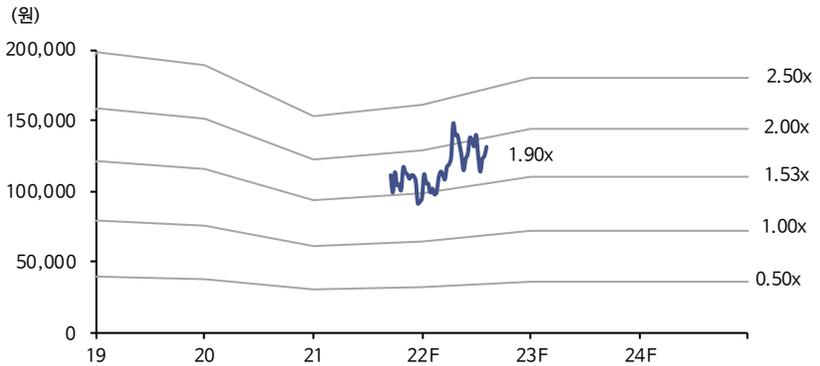
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대중공업 PBR Valuation - 목표주가 180,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	180,000	2005년 평균 PBR 2.23배 30% 할증
Target PBR (배)	2.23	2.90	
현재주가 (원)	-	140,500	할증의 근거 1) 엔진사업 내재화의 시너지 효과 2) 우량한 재무구조 3) 실적 턴어라운드 시작
상승여력 (%)	-	28.1	
2023년 선행BPS (원)	-	64,535	
2023년 선행 ROE (%)	-	5.1	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대중공업 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

국가	회사이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
한국	현대중공업	12.5	16.6	12.4	43.7	적자	적자	2.30	2.18	-	20.7	(4.0)	5.1	적지	흑전
	한국조선해양	6.7	14.8	9.0	13.3	적자	적자	0.69	0.64	-	7.7	(1.8)	6.9	적지	흑전
	삼성중공업	5.3	10.5	7.3	9.5	적자	적자	1.28	1.15	-	20.0	(7.5)	1.6	적지	흑전
	현대미포조선	4.4	34.2	37.8	51.2	적자	25.0	1.96	1.82	122.9	15.0	1.2	7.7	흑전	1,079
	대우조선해양	2.3	7.5	(8.5)	0.5	적자	적자	1.57	1.16	-	11.1	(44.9)	6.5	적지	흑전
	평균					-	25.0	1.56	1.39	122.9	14.9	(11.4)	5.6	-	1,079
중국	중국선박공업	21.4	34.5	55.8	14.1	114.0	43.6	2.36	2.24	27.6	18.0	2.1	5.1	80.8	161.3
	중국선박중공	16.9	5.2	8.8	(5.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	양쯔강조선소	3.7	10.2	7.1	35.0	7.3	6.5	1.07	0.97	3.9	3.5	10.1	15.6	(14.3)	12.0
	평균					60.6	25.1	1.72	1.60	15.7	10.7	6.1	10.4	33.3	86.6
일본	미쯔비시중공업	15.7	(6.3)	8.0	44.0	12.3	11.2	0.97	0.92	7.5	6.9	8.3	8.4	28.1	10.2
	가와사키중공업	4.5	8.4	20.3	22.9	13.6	10.7	0.89	0.84	6.6	6.2	7.6	7.9	107.8	26.7
	평균					13.0	11.0	0.93	0.88	7.0	6.6	8.0	8.2	68.0	18.4
싱가포르	케펠	11.8	7.2	5.9	15.8	15.0	14.3	1.04	0.99	17.4	15.6	7.4	7.7	27.8	4.9
	셴크프마린	3.5	14.4	22.7	38.4	적자	적자	0.98	1.03	61.4	32.7	(3.5)	(0.1)	적지	적지
	평균					15.0	14.3	1.01	1.01	39.4	24.2	2.0	3.8	27.8	4.9
전체평균						32.4	18.5	1.37	1.27	35.3	14.3	(2.3)	6.6	46.1	215.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	13,799.7	15,078.7	16,979.3	16,478.5	18,811.8
유동자산	6,999.4	7,886.1	9,583.6	9,096.2	11,609.1
현금및현금성자산	1,314.8	2,137.4	1,343.8	1,118.9	1,997.4
매출채권	754.2	852.2	934.7	904.9	1,090.3
재고자산	779.0	898.7	1,322.1	1,279.9	1,542.2
비유동자산	6,800.3	7,192.6	7,395.6	7,382.3	7,202.7
유형자산	6,020.3	5,986.3	6,036.2	6,038.2	5,812.5
무형자산	65.0	79.5	75.2	68.3	62.0
투자자산	79.7	201.9	274.0	265.5	318.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8,438.9	9,484.6	11,535.8	10,749.6	12,406.9
유동부채	5,976.9	7,048.6	9,291.5	8,519.6	10,087.9
단기차입금	761.8	661.5	575.9	375.9	375.9
매입채무	947.1	1,180.1	1,488.8	1,441.4	1,736.7
유동성장기부채	1,745.5	845.2	808.6	488.6	488.6
비유동부채	2,462.0	2,436.0	2,244.3	2,230.0	2,318.9
사채	252.2	536.3	844.8	844.8	844.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	1,886.9	1,585.9	950.9	950.9	950.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,360.8	5,594.0	5,443.5	5,728.9	6,404.9
자본금	353.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	3,118.4	3,118.4	3,118.4	3,118.4
기타자본	(1.4)	(1.4)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	873.5	881.5	881.5	881.5	881.5
이익잉여금	(505.1)	1,151.7	1,001.4	1,286.8	1,962.9
지배주주지분	5,360.8	5,594.0	5,443.5	5,728.9	6,404.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	4,777.5	3,789.1	3,486.2	2,956.5	3,017.2
*순차입금(순현금)	2,745.0	1,389.5	1,699.5	1,408.8	503.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(200.0)	762.1	86.5	522.3	958.1
당기순이익	(431.4)	(814.2)	(183.4)	285.4	676.1
유형자산상각비	249.7	236.3	236.6	238.0	225.7
무형자산상각비	2.7	3.1	7.5	6.9	6.3
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
운전자본변동	(272.0)	1,464.6	108.9	(8.0)	50.1
(법인세납부)	(21.6)	0.0	1.8	(90.1)	(213.5)
기타	272.6	(127.7)	(85.0)	90.1	213.4
투자활동으로인한현금흐름	(201.0)	151.7	(479.5)	(217.5)	(140.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(226.2)	(244.0)	(271.8)	(240.0)	0.0
유형자산의감소	7.4	12.5	2.5	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(9.8)	(18.7)	(3.3)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.9)	0.0	(73.4)	8.4	(52.4)
기타	28.5	401.9	(133.5)	14.1	(87.9)
FCF	193.7	188.4	(717.6)	353.4	658.3
재무활동으로인한현금흐름	730.2	(92.6)	(400.5)	(529.7)	60.7
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	(305.1)	(529.7)	60.7
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	730.2	(92.6)	(95.4)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(7.9)	1.3	(0.1)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	321.2	822.6	(793.5)	(224.9)	878.5
기초현금	993.6	1,314.8	2,137.4	1,343.8	1,118.9
기말현금	1,314.8	2,137.4	1,343.8	1,118.9	1,997.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	8,312.0	8,311.3	10,141.1	12,551.9	14,866.0
증감률 (%)	52.3	(0.0)	22.0	23.8	18.4
매출원가	7,837.9	8,520.5	9,917.1	11,690.6	13,228.1
매출총이익	474.1	(209.2)	224.0	861.3	1,638.0
매출총이익률 (%)	5.7	(2.5)	2.2	6.9	11.0
판매관리비	441.6	591.1	496.2	470.8	653.7
영업이익	32.5	(800.3)	(272.2)	390.5	984.2
증감률 (%)	(74.9)	적전	적지	흑전	152.0
영업이익률 (%)	0.4	(9.6)	(2.7)	3.1	6.6
영업외손익	(572.6)	(311.2)	23.5	(15.0)	(94.7)
금융손익	(18.4)	(485.7)	(32.9)	12.8	23.1
기타영업외손익	(554.2)	175.1	56.5	(27.9)	(117.8)
총손 및 관계기업관련손익	0.0	(0.6)	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업이익	(540.1)	(1,111.4)	(248.7)	375.5	889.6
법인세비용	(108.7)	(297.2)	(65.3)	90.1	213.5
계속사업이익	(431.4)	(814.2)	(183.4)	285.4	676.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(431.4)	(814.2)	(183.4)	285.4	676.1
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전	136.9
순이익률 (%)	(5.2)	(9.8)	(1.8)	2.3	4.5
(지배주주)당기순이익	(431.4)	(814.2)	(183.4)	285.4	676.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(262.1)	(835.2)	(150.3)	285.4	676.1
(지배주주)총포괄이익	(262.1)	(835.2)	(150.3)	285.4	676.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	284.8	(560.9)	(28.0)	635.5	1,216.2
증감률 (%)	1.9	적전	적지	흑전	91.4
EBITDA이익률 (%)	3.4	(6.7)	(0.3)	5.1	8.2

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(6,096)	(10,665)	(2,066)	3,215	7,616
EPS (지배순이익, 원)	(6,096)	(10,665)	(2,066)	3,215	7,616
BPS (자본총계, 원)	75,746	63,015	61,319	64,534	72,150
BPS (지배지분, 원)	75,746	63,015	61,319	64,534	72,150
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	(8.9)	(67.5)	43.4	18.3
PER (지배순이익, 배)	0.0	(8.9)	(67.5)	43.4	18.3
PER (자본총계, 배)	0.0	1.5	2.3	2.2	1.9
PBR (지배지분, 배)	0.0	1.5	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA (배)	9.6	(17.5)	(502.2)	21.7	10.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.4	(6.7)	(0.3)	5.1	8.2
영업이익률 (%)	0.4	(9.6)	(2.7)	3.1	6.6
순이익률 (%)	(5.2)	(9.8)	(1.8)	2.3	4.5
ROA (%)	(3.1)	(5.6)	(1.1)	1.7	3.8
ROE (지배순이익, %)	(7.9)	(14.9)	(3.3)	5.1	11.1
ROIC (%)	(0.5)	(11.7)	(3.4)	3.9	9.7
안정성					
부채비율 (%)	157.4	169.5	211.9	187.6	193.7
순차입금비율 (%)	51.2	24.8	31.2	24.6	7.9
현금비율 (%)	22.0	30.3	14.5	13.1	19.8
이자보상배율 (배)	0.2	(6.4)	(3.0)	4.8	13.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.2	5.5	7.4	7.9	8.6
재고자산회수기간 (일)	35.0	36.8	40.0	37.8	34.6
매출채권회수기간 (일)	42.1	35.3	32.2	26.7	24.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자



현대미포조선

| Bloomberg Code (010620 KS) | Reuters Code (010620.KS)

2021년 8월 16일

[조선]

이동현 부부장 연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@shinhan.com

명지운 연구원

☎ 02-3772-2661

✉ junmyoung@shinhan.com

중형 선박계의 현대중공업



매수
(신규)



현재주가 (8월 11일)

109,000 원



목표주가

140,000 원 (신규)



상승여력

28.4%

- ◆ 투자이건 매수, 목표주가 140,000원으로 커버리지 개시
- ◆ 중형 선박계의 현대중공업, 세계 1위 중형선박 조선소
- ◆ 남아 있는 P/C선 교체 수요 모멘텀



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

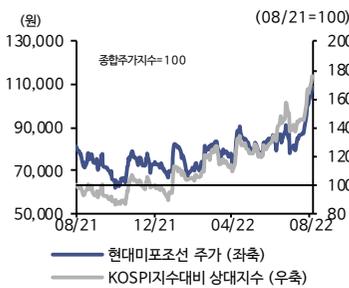


신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	140,000 원 (신규)
상승여력	28.4%

KOSPI	2,523.78p
KOSDAQ	832.15p
시가총액	4,353.7 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	39.9 백만주
유동주식수	22.7 백만주 (56.9%)
52 주 최고가/최저가	109,000 원/62,100 원
일평균 거래량 (60 일)	270,134 주
일평균 거래액 (60 일)	23,873 백만원
외국인 지분율	17.65%
주요주주	
한국조선해양 외 5인	42.86%
국민연금공단	11.73%
절대수익률	
3 개월	37.8%
6 개월	51.2%
12 개월	38.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	41.5%
6 개월	64.9%
12 개월	76.5%

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 140,000원으로 커버리지 개선

투자의견 매수, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 BPS 56,864원에 타깃 PBR 2.45배를 적용했다. 적용 근거; 조선사들의 적자 기조로 BPS는 지난 6년 동안 정체되었으며 2023년이 상향 전환되는 원년이다. 2023년은 실적 회복 첫해라 긴 사이클과 주가가 실적보다 선반영되는 조선업 특성상 보수적 BPS 적용이라 생각된다.

타깃 PBR은 2005년 조선 3사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 평균치 2.23배에 10% 할증을 적용했다. 2005년은 조선사 선가 상승과 후환가 안정화가 시작된 시기로 지금의 업황과 가장 닮아 있다. 중소형 선박업계에서의 독보적인 경쟁력을 반영해 할증을 적용한다.

중형 선박계의 현대중공업, 세계 1위 중형선박 조선소

동사는 1975년에 설립되었으며 지금까지 1,220척의 선박을 건조(비나신 제외)해 전세계에서 현대중공업 다음으로 많은 선박을 만든 조선소이다. 제조하는 전 선종이 세계 최우수 선박에 선정됐고 특히 '미포탱커'는 독자적 브랜드로 중형 P/C선에서 표준품으로 자리 잡았다.자회사 베트남 비나신 조선소를 성공적으로 운영하고 있으며 연간 10~20척의 선박을 베트남에서 짓고 있다.

남아 있는 P/C선 교체 수요 모멘텀

6월말 기준으로 신규수주는 22억불로 연간 목표치 36억불의 62%를 달성했다. 수주잔고는 60억불로 현재 환율(1,305원/달러) 감안 시 2021년 매출 대비 2년치 잔고를 확보했다. 2021년과 2022년은 미포 역사상 처음으로 컨테이너선 수주가 P/C선 수주를 앞질렀다.

과거에는 조선업 상승기에 사이클이 짧은 동사의 실적 개선이 더 빨랐지만 최근에는 LNG운반선, 대형 컨테이너선 등 대형사에 유리한 업황이 펼쳐지며 동사와 대형사의 차별성이 줄었다. 그러나 동사에겐 P/C선 업황 모멘텀이 남아있다. 1996~2007년 발주된 P/C선은 2,362척으로 환경규제가 강화되며 발주 사이클이 당겨질 것이다. 경쟁 감소와 인지도 향상으로 과거 EOQL 점유율은 올라갈 것이다. 동사의 과거 20년 평균 P/C선 건조량은 한 해 38척이다. 점유율 20%만 가정해도 12년치의 먹거리가 남아있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	2,792.0	36.7	(20.1)	(19.5)	(488)	적전	58,248	(98.4)	17.2	0.8	(0.8)	(15.4)
2021	2,887.2	(217.3)	(209.8)	(159.7)	(3,998)	적지	54,170	(17.5)	(15.7)	1.3	(7.1)	(13.5)
2022F	3,882.7	(20.4)	43.1	24.6	616	흑전	54,729	176.2	110.1	2.0	1.1	(21.8)
2023F	4,170.0	211.6	149.6	112.6	2,818		56,864	38.5	14.3	1.9	5.1	(23.9)
2024F	4,493.9	332.8	290.9	216.4	5,418		60,954	20.0	9.4	1.8	9.2	(29.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대미포조선 영업실적 추이 및 전망

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22A	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	전체	685	723	619	861	876	935	993	1,078	2,792	2,887	3,883	4,170	4,494
원가	합계	667	915	585	938	938	942	980	1,043	2,755	3,105	3,903	3,958	4,161
(매출원가+판관비)	인건비	75	77	75	95	95	104	123	119	311	322	441	472	509
	후판 재료비	109	162	150	191	195	226	210	220	445	613	852	859	931
	P(천원/톤)	818	1,159	1,292	1,209	1,215	1,321	1,255	1,192	678	1,120	1,246	972	854
	Q(천톤)	133	140	116	158	161	171	168	185	656	548	684	807	883
영업이익	전체	18	(192)	34	(77)	(62)	(7)	13	35	37	(217)	(20)	212	333
세전이익		39	(195)	49	(103)	(50)	51	12	30	(20)	(210)	43	150	291
순이익		28	(146)	38	(79)	(41)	36	8	22	(19)	(160)	25	113	216
매출액 증가율 (%)	YoY	(11.9)	(0.2)	(2.0)	30.6	27.9	29.4	60.4	25.3	(6.7)	3.4	34.5	7.4	7.8
	QoQ	3.9	5.5	(14.3)	38.9	1.8	6.8	6.2	8.5	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(47.7)	적전	18.9	적지	적전	적지	(61.9)	흑전	(60.4)	적전	적지	흑전	57.4
	QoQ	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	167.5	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	전체	2.6	(26.6)	5.5	(9.0)	(7.1)	(0.7)	1.3	3.2	1.3	(7.5)	(0.5)	5.1	7.4
세전이익률		5.7	(26.9)	7.9	(12.0)	(5.7)	5.5	1.2	2.8	(0.7)	(7.3)	1.1	3.6	6.5
순이익률		4.1	(20.3)	6.2	(9.2)	(4.7)	3.9	0.8	2.0	(0.7)	(5.5)	0.6	2.7	4.8

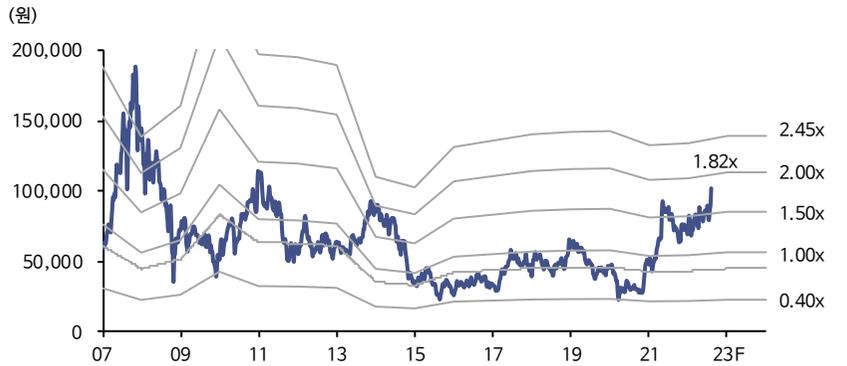
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대미포조선 PBR Valuation – 목표주가 140,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	140,000	2005년 평균 PBR 2.23배에 10% 할증
Target PBR (배)	2.23	2.45	
현재주가 (원)	-	109,000	할증의 근거 1) 아직 남은 P/C선 교체수요 모멘텀 2) 우량한 재무구조 3) 실적 턴어라운드 시작
상승여력 (%)	-	28.4	
2023년 선행BPS (원)	-	56,864	
2023년 선행 ROE (%)	-	5.1	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대미포조선 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

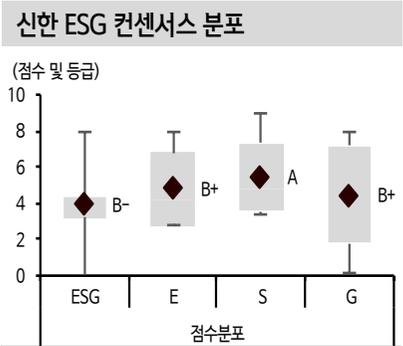
국가	회사이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
한국	현대중공업	12.5	16.6	12.4	43.7	적자	적자	2.30	2.18	-	20.7	(4.0)	5.1	적지	흑전
	한국조선해양	6.7	14.8	9.0	13.3	적자	적자	0.69	0.64	-	7.7	(1.8)	6.9	적지	흑전
	삼성중공업	5.3	10.5	7.3	9.5	적자	적자	1.28	1.15	-	20.0	(7.5)	1.6	적지	흑전
	현대미포조선	4.4	34.2	37.8	51.2	적자	25.0	1.96	1.82	122.9	15.0	1.2	7.7	흑전	1,079
	대우조선해양	2.3	7.5	(8.5)	0.5	적자	적자	1.57	1.16	-	11.1	(44.9)	6.5	적지	흑전
	평균					-	25.0	1.56	1.39	122.9	14.9	(11.4)	5.6	-	1,079
중국	중국선박공업	21.4	34.5	55.8	14.1	114.0	43.6	2.36	2.24	27.6	18.0	2.1	5.1	80.8	161.3
	중국선박중공	16.9	5.2	8.8	(5.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	양쯔강조선소	3.7	10.2	7.1	35.0	7.3	6.5	1.07	0.97	3.9	3.5	10.1	15.6	(14.3)	12.0
	평균					60.6	25.1	1.72	1.60	15.7	10.7	6.1	10.4	33.3	86.6
일본	미쯔비시중공업	15.7	(6.3)	8.0	44.0	12.3	11.2	0.97	0.92	7.5	6.9	8.3	8.4	28.1	10.2
	가와사키중공업	4.5	8.4	20.3	22.9	13.6	10.7	0.89	0.84	6.6	6.2	7.6	7.9	107.8	26.7
	평균					13.0	11.0	0.93	0.88	7.0	6.6	8.0	8.2	68.0	18.4
싱가포르	케펠	11.8	7.2	5.9	15.8	15.0	14.3	1.04	0.99	17.4	15.6	7.4	7.7	27.8	4.9
	셴크프마린	3.5	14.4	22.7	38.4	적자	적자	0.98	1.03	61.4	32.7	(3.5)	(0.1)	적지	적지
	평균					15.0	14.3	1.01	1.01	39.4	24.2	2.0	3.8	27.8	4.9
전체평균						32.4	18.5	1.37	1.27	35.3	14.3	(2.3)	6.6	46.1	215.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자

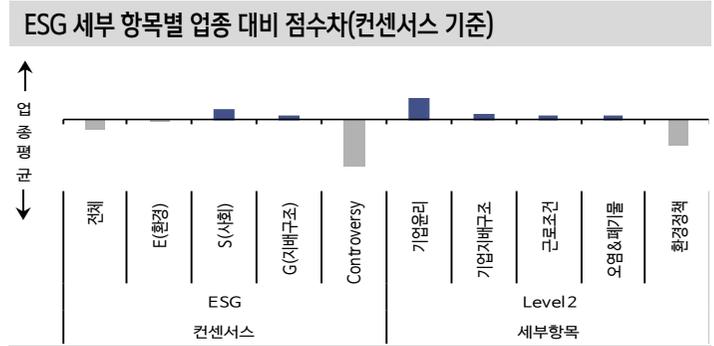
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 국제 표준인 환경경영시스템에 따른 환경경영체계를 구축. 온실가스 배출량 저감 목표치 설정, 유해화학물질 관리체계 확립, 임직원 교육 등을 통해 환경친화적 사업장을 만들기 위해 노력. 제품에서도 에너지 효율화를 준비 중
- ◆ 중대재해와 사고성 재해를 미연에 방지하고 안전한 작업장 조성을 위해 노력. 2개월 주기로 실시되는 집중 안전점검을 통해서 사고취약 구역을 점검하고 현장 불안전 요소를 개선. 그룹차원에서 동반성장 펀드를 조성해 협력회사 지원
- ◆ 대표이사와 이사회 의장 분리하고 있지 않으나 이사회에서 사외이사 비중이 높아 일부 독립성 확보. 전자투표제 도입

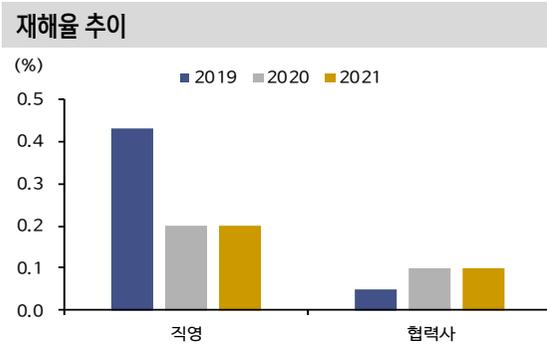
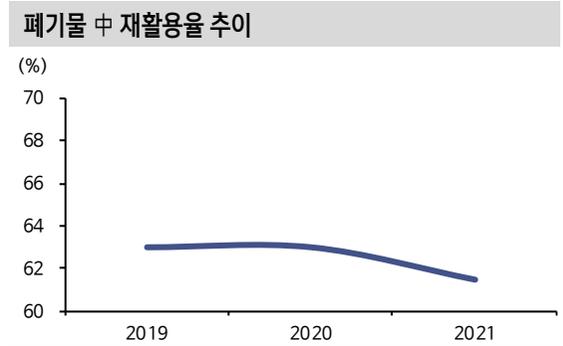
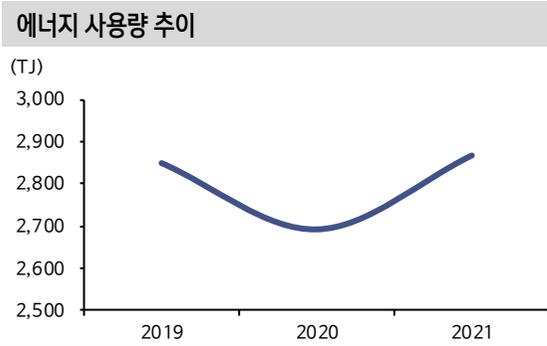


자료: 신한금융투자 / 주: 8개사 평균과 분포

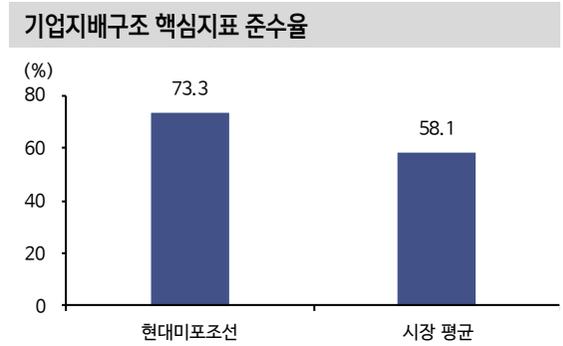


자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

Key Chart



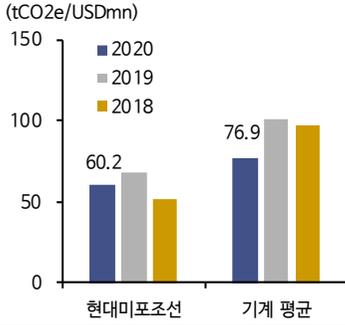
자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: MSCI, 회사 자료, 신한금융투자

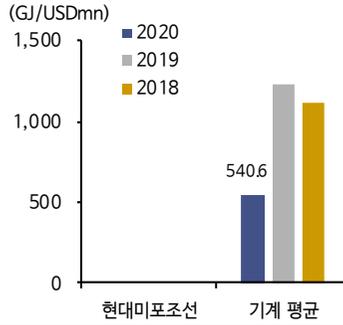
Environment (환경)

온실가스 배출량



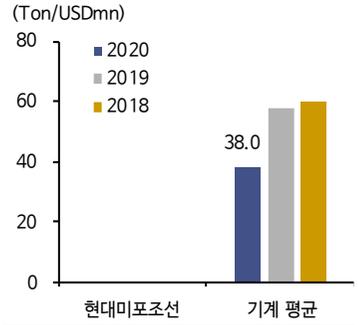
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

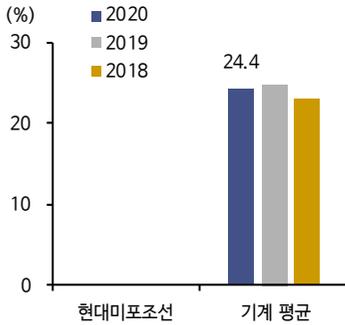
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한금융투자

Social (사회)

여성직원 비율



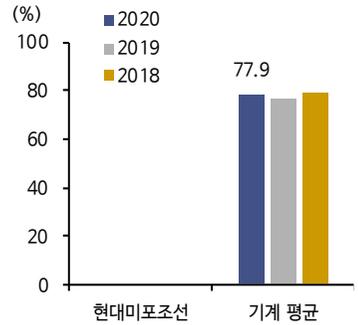
자료: Refinitiv, 신한금융투자

직원당 트레이닝 비용



자료: Refinitiv, 신한금융투자

직원 만족도



자료: Refinitiv, 신한금융투자

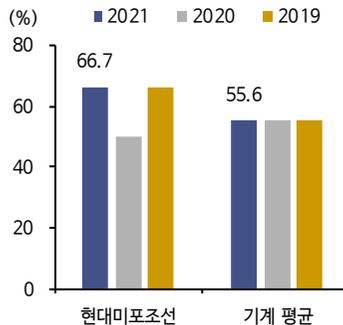
Governance (지배구조)

사외이사 비율



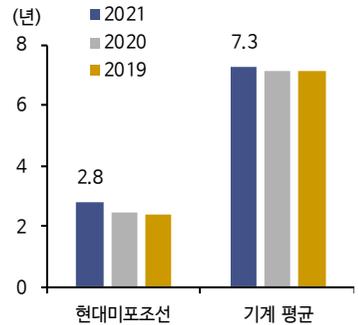
자료: 신한금융투자

독립이사 비율



자료: 신한금융투자

이사회 평균 임기



자료: 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	3,599.0	3,878.3	4,401.7	4,454.6	4,859.3
유동자산	1,879.2	2,046.7	2,524.0	2,548.7	2,944.8
현금및현금성자산	532.7	400.4	604.7	590.2	769.3
매출채권	120.7	20.8	174.1	177.6	197.3
재고자산	148.6	265.5	298.9	305.0	338.8
비유동자산	1,719.8	1,831.6	1,877.7	1,905.9	1,914.4
유형자산	1,613.7	1,636.4	1,671.1	1,698.3	1,703.0
무형자산	1.9	1.8	2.3	2.1	1.9
투자자산	20.0	46.3	48.0	49.3	53.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,231.5	1,674.0	2,170.7	2,131.4	2,356.3
유동부채	1,191.0	1,612.0	2,105.4	2,065.6	2,287.5
단기차입금	224.9	169.2	142.0	62.0	62.0
매입채무	188.4	328.3	299.0	305.2	338.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	40.5	62.0	65.3	65.8	68.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	18.4	41.5	39.0	39.0	39.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,367.5	2,204.3	2,231.0	2,323.3	2,503.0
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타자본	(40.9)	(40.9)	(40.9)	(40.9)	(40.9)
기타포괄이익누계액	282.8	289.2	290.8	290.8	290.8
이익잉여금	1,802.6	1,633.4	1,654.0	1,739.3	1,902.7
지배주주지분	2,326.6	2,163.7	2,186.0	2,271.2	2,434.6
비지배주주지분	40.9	40.6	45.0	52.1	68.4
*총차입금	274.4	258.6	256.4	177.9	186.5
*순차입금(순현금)	(363.4)	(296.8)	(487.5)	(554.2)	(740.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	256.0	69.6	289.8	157.8	277.5
당기순이익	(12.3)	(160.1)	31.7	119.6	232.7
유형자산상각비	55.9	55.4	55.5	55.2	55.2
무형자산상각비	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	168.8	231.3	204.1	(17.3)	(10.6)
(법인세납부)	0.0	(0.7)	(22.3)	(29.9)	(58.2)
기타	43.3	(56.4)	20.6	30.0	58.2
투자활동으로인한현금흐름	82.6	(133.3)	(63.1)	(86.5)	(79.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(82.2)	(62.9)	(85.8)	(82.4)	(60.0)
유형자산의감소	2.6	1.5	0.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.6	0.1	(0.7)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.1	(3.4)	(1.2)	(3.9)
기타	161.6	(72.1)	26.6	(2.9)	(15.8)
FCF	212.7	(93.4)	111.2	137.9	237.5
재무활동으로인한현금흐름	(3.2)	(70.6)	(23.0)	(85.7)	(18.8)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	(52.4)	(78.5)	8.5
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(14.0)	0.0	0.0	(7.2)	(27.3)
기타	10.8	(70.6)	29.4	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(2.5)	1.9	0.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	332.9	(132.4)	204.3	(14.4)	179.1
기초현금	199.8	532.7	400.4	604.7	590.3
기말현금	532.7	400.4	604.7	590.3	769.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,792.0	2,887.2	3,882.7	4,170.0	4,493.9
증감률 (%)	(6.7)	3.4	34.5	7.4	7.8
매출원가	2,660.6	3,008.2	3,786.4	3,839.6	4,054.0
매출총이익	131.4	(121.0)	96.3	330.4	440.0
매출총이익률 (%)	4.7	(4.2)	2.5	7.9	9.8
판매관리비	94.7	96.3	116.6	118.8	107.2
영업이익	36.7	(217.3)	(20.4)	211.6	332.8
증감률 (%)	(60.4)	적전	적지	흑전	57.3
영업이익률 (%)	1.3	(7.5)	(0.5)	5.1	7.4
영업외손익	(56.8)	7.6	63.5	(62.0)	(41.9)
금융손익	2.7	(71.2)	(13.2)	(34.7)	(59.5)
기타영업외손익	(59.5)	78.8	76.7	(27.3)	17.6
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(20.1)	(209.8)	43.1	149.6	290.9
법인세비용	(7.9)	(49.7)	11.4	29.9	58.2
계속사업이익	(12.3)	(160.1)	31.7	119.6	232.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(12.3)	(160.1)	31.7	119.6	232.7
증감률 (%)	적전	적지	흑전	277.7	94.5
순이익률 (%)	(0.4)	(5.5)	0.8	2.9	5.2
(지배주주)당기순이익	(19.5)	(159.7)	24.6	112.6	216.4
(비지배주주)당기순이익	7.2	(0.4)	7.1	7.1	16.3
총포괄이익	27.5	(159.7)	37.5	119.6	232.7
(지배주주)총포괄이익	23.0	(162.9)	40.5	129.1	251.2
(비지배주주)총포괄이익	4.5	3.2	(3.0)	(9.5)	(18.5)
EBITDA	92.8	(161.8)	35.4	267.0	388.2
증감률 (%)	(36.3)	적전	흑전	655.3	45.4
EBITDA이익률 (%)	3.3	(5.6)	0.9	6.4	8.6

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(307)	(4,009)	793	2,995	5,826
EPS (지배순이익, 원)	(488)	(3,998)	616	2,818	5,418
BPS (자본총계, 원)	59,273	55,187	55,855	58,168	62,665
BPS (지배지분, 원)	58,248	54,170	54,729	56,864	60,954
DPS (원)	0	0	181	684	1,330
PER (당기순이익, 배)	(156.4)	(17.5)	136.8	36.2	18.6
PER (지배순이익, 배)	(98.4)	(17.5)	176.2	38.5	20.0
PBR (자본총계, 배)	0.8	1.3	1.9	1.9	1.7
PBR (지배지분, 배)	0.8	1.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (배)	17.2	(15.7)	110.1	14.3	9.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	29.4	24.2	24.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.2	0.6	1.2
수익성					
EBITDA이익률 (%)	3.3	(5.6)	0.9	6.4	8.6
영업이익률 (%)	1.3	(7.5)	(0.5)	5.1	7.4
순이익률 (%)	(0.4)	(5.5)	0.8	2.9	5.2
ROA (%)	(0.4)	(4.3)	0.8	2.7	5.0
ROE (지배순이익, %)	(0.8)	(7.1)	1.1	5.1	9.2
ROIC (%)	1.4	(10.7)	(1.3)	8.9	13.8
안정성					
부채비율 (%)	52.0	75.9	97.3	91.7	94.1
순차입금비율 (%)	(15.4)	(13.5)	(21.8)	(23.9)	(29.6)
현금비율 (%)	44.7	24.8	28.7	28.6	33.6
이자보상배율 (배)	5.2	(62.2)	(6.2)	85.0	162.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.0	7.1	13.3	19.4	19.6
재고자산회수기간 (일)	20.6	26.2	26.5	26.4	26.1
매출채권회수기간 (일)	12.6	8.9	9.2	15.4	15.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자



한국조선해양

| Bloomberg Code (009540 KS) | Reuters Code (009540.KS)

2022년 8월 16일

[조선]

이동현 부부장 연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@shinhan.com

명지운 연구원

☎ 02-3772-2661

✉ junmyoung@shinhan.com

현금만 2조원, 단지 보여줄 것이 필요할 뿐



매수
(신규)



현재주가 (8월 11일)
94,000 원



목표주가
110,000 원 (신규)



상승여력
17.0%

- ◆ 투자이건 매수, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시
- ◆ 자회사 상장 영향는 기반영
- ◆ 현금만 2조원, 단지 보여줄 시간이 필요할 뿐

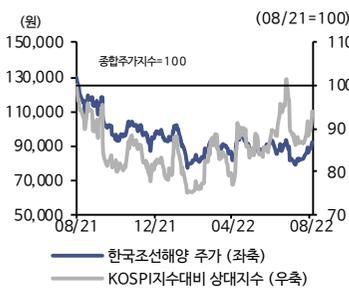


신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

투자판단	매수 (신규)
목표주가	110,000 원 (신규)
상승여력	17.0%

KOSPI	2,523.78p
KOSDAQ	832.15p
시가총액	6,652.7 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	70.8 백만주
유동주식수	43.2 백만주 (61.0%)
52 주 최고가/최저가	121,000 원/77,800 원
일평균 거래량 (60 일)	182,039 주
일평균 거래액 (60 일)	16,062 백만원
외국인 지분율	20.76%
주요주주	
현대중공업지주 외 10인	36.65%
국민연금공단	5.74%
절대수익률	
3 개월	9.0%
6 개월	13.3%
12 개월	-22.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	12.0%
6 개월	23.3%
12 개월	-0.9%

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 BPS 143,988원에 타깃 PBR 0.78배를 적용했다. 적용 근거; 조선사들의 적자 기조로 BPS는 지난 6년 동안 하향되었으며 2023년이 상향 전환되는 원년이다. 2023년은 실적 회복 첫해라 긴 사이클과 주가가 실적보다 선반영되는 조선업 특성상 보수적 BPS 적용이라 생각된다.

타깃 PBR은 2005년 조선 3사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 평균치 2.23배에 65% 할인을 적용했다. 2005년은 조선사 선가 상승과 후판가 안정화가 시작된 시기로 지금의 업황과 가장 닮아 있다. 동사는 신사업 성장 가능성이 크지만 아직은 자회사 가치에 의존하며 현대삼호중공업 장상이 남아 있어 대규모 할인을 적용한다.

자회사 상장 영향은 기반영

동사는 2019년 분할을 통해 현대중공업그룹에서 조선 사업군에 대한 중간 지주회사가 되었다. 기술 중심 조선해양 그룹의 비전을 위해 R&D와 엔지니어링, 계열사 간 시너지 극대화의 역할을 부여 받았다.

2021년 9월 자회사 현대중공업이 상장하며 지분가치 희석으로 주가는 2021년 평균 대비 -21% 하락했다. 2023년 현대삼호중공업의 상장도 주가 하락요인일 수 있다. 그러나 조선 업황 개선에 따른 자회사 지분가치 상승과 신사업 투자 기대를 감안하면 우려는 기반영되었다고 판단된다.

현금만 2조원, 단지 보여줄 시간이 필요할 뿐

조선해양 분야의 환경규제와 기술적 변화가 빨리지며 동사의 사업 확장 가능 영역이 커지고 있다. 동사는 장기적으로 수소 및 암모니아 등 친환경 선박, 자율운항, 해상풍력, 탄소포집 등 다양한 사업 분야에 진출할 것이다. 조선해양에서 세계 1위 그룹사이며 가장 많은 경험과 노하우를 가지고 있다. 동사가 조선해양 분야 패러다임 전환의 선두일 것이다.

다만 이러한 흐름은 중장기 관점의 전략이다. 2조원의 현금을 보유하고 있지만 과감한 투자를 하기에는 아직 조선 업황의 현금흐름이 안정화되지 않았다. 단지 성장을 위해 보여줄 시간이 조금 필요할 뿐이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	14,903.7	74.4	(569.0)	(833.8)	(11,781)	적전	154,102	(9.2)	23.0	0.7	(7.4)	15.4
2021	15,493.4	(1,384.8)	(1,632.2)	(929.3)	(13,131)	적지	139,270	(7.2)	(9.8)	0.7	(9.0)	3.1
2022F	19,064.7	(541.1)	(441.7)	(223.6)	(3,159)	적지	136,599	(29.3)	(71.9)	0.7	(2.3)	5.6
2023F	23,200.7	904.4	734.0	523.0	7,389	흑전	143,988	12.5	7.0	0.6	5.3	1.8
2024F	27,116.0	1,819.3	1,374.9	979.6	13,842	87.3	157,830	6.7	3.8	0.6	9.2	(3.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한국조선해양 영업실적 추이 및 전망

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22A	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	전체	3,681	3,797	3,558	4,457	3,908	4,189	4,661	6,308	14,904	15,493	19,065	23,201	27,116
	조선	3,181	3,254	2,960	3,810	3,382	3,568	3,971	5,424	12,532	13,235	15,753	19,256	22,269
	본사	1,455	1,461	1,449	1,905	1,557	1,578	1,635	2,863	5,759	6,270	7,248	9,116	10,808
	삼호	1,042	1,071	892	1,074	980	1,082	1,342	1,483	3,981	4,078	4,886	5,970	6,967
	미포	685	723	619	861	876	935	993	1,078	2,792	2,887	3,619	4,170	4,494
	해양플랜트	78	51	54	79	84	131	152	205	533	262	564	1,565	2,063
	육상플랜트	90	107	38	68	58	58	39	39	544	268	157	161	166
	엔진기계	166	168	181	225	167	123	225	282	709	740	894	946	1,131
	기타	167	217	324	276	217	309	275	357	586	983	1,157	1,272	1,488
영업이익	전체	67	(897)	142	(697)	(396)	(265)	21	99	74	(1,385)	(541)	904	1,819
	조선	88	(794)	190	(205)	(264)	(202)	53	138	224	(722)	(113)	908	1,716
	본사	55	(337)	108	(24)	(116)	(60)	16	56	172	(198)	(154)	356	855
	삼호	16	(265)	47	(105)	(10)	(1)	24	47	16	(307)	21	341	527
	미포	18	(192)	34	(77)	(62)	(7)	13	35	37	(217)	(20)	212	333
	해양플랜트	(16)	(23)	(22)	(14)	(47)	(51)	(13)	(9)	(38)	(75)	(71)	84	160
	육상플랜트	(13)	(49)	(13)	(37)	(57)	(20)	(13)	(13)	(22)	(93)	(71)	(44)	(37)
	엔진기계	51	13	44	22	34	44	42	54	132	131	181	231	304
	기타	(43)	(45)	(56)	(464)	(70)	(60)	(48)	(71)	(221)	(626)	(467)	(275)	(324)
세전이익	전체	83	(954)	242	(1,004)	(383)	(151)	10	82	(569)	(1,632)	(442)	734	1,375
순이익	전체	45	(629)	174	(520)	(232)	(83)	26	66	(834)	(929)	(224)	523	980
매출액 증가율 (%)	YoY	(6.7)	(3.3)	2.8	24.7	6.1	10.3	31.0	41.5	(1.8)	4.0	23.0	21.7	16.9
	QoQ	3.0	3.1	(6.3)	25.3	(12.3)	7.2	11.3	35.3	-	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%)	YoY	(44.5)	적전	248.7	적지	적전	적지	(84.9)	흑전	(74.4)	적전	적지	흑전	136.9
	QoQ	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	363.0	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	전체	1.8	(23.6)	4.0	(15.6)	(10.1)	(6.3)	0.5	1.6	0.5	(8.8)	(1.2)	3.9	7.9
	조선	2.8	(24.4)	6.4	(5.4)	(7.8)	(5.7)	1.3	2.5	1.8	(5.5)	(0.4)	4.7	7.7
	본사	3.8	(23.0)	7.5	(1.3)	(7.4)	(3.8)	1.0	1.9	3.0	(3.2)	(1.4)	3.9	7.9
	삼호	1.5	(24.8)	5.2	(9.7)	(1.0)	(0.1)	1.8	3.2	0.4	(7.5)	1.3	5.7	7.6
	미포	2.6	(26.6)	5.5	(9.0)	(7.1)	(0.7)	1.3	3.2	1.3	(7.5)	(0.6)	5.1	7.4
	해양플랜트	(19.9)	(44.7)	(40.6)	(18.1)	(55.8)	(38.9)	(8.7)	(4.3)	(7.2)	(28.5)	(9.0)	5.4	7.8
	육상플랜트	(14.0)	(45.8)	(34.9)	(53.9)	(98.1)	(34.4)	(32.3)	(32.3)	(4.1)	(34.6)	(32.3)	(27.3)	(22.2)
	엔진기계	30.6	8.0	24.5	10.0	20.2	35.7	18.5	19.0	18.6	17.7	20.3	24.4	26.8
	기타	(26.0)	(20.8)	(17.4)	(168)	(32.3)	(19.3)	(17.4)	(20.0)	(37.7)	(61.9)	(21.5)	(21.6)	0.0
세전이익률	전체	2.3	(25.1)	6.8	(22.5)	(9.8)	(3.6)	0.2	1.3	(3.8)	(10.5)	(2.3)	3.2	5.1
순이익률	전체	1.2	(16.6)	4.9	(11.7)	(5.9)	(2.0)	0.5	1.0	(5.6)	(6.0)	(1.2)	2.3	3.6

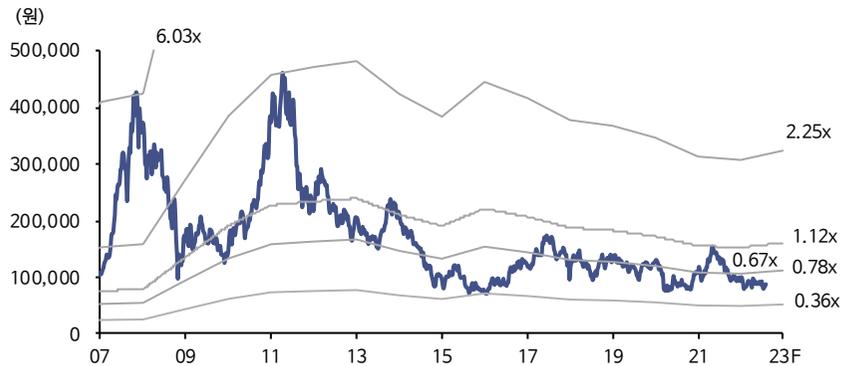
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국조선해양 PBR Valuation – 목표주가 110,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	110,000	2005년 평균 PBR 2.23배 65% 할인
Target PBR (배)	2.23	0.78	
현재주가 (원)	-	94,000	할인의 근거 1) 신사업 성장 미실현 2) 자회사 성장에 따른 희석 3) 자회사 추가 상장 가능성
상승여력 (%)	-	17.0	
2023년 선행BPS (원)	-	143,988	
2023년 선행 ROE (%)	-	5.3	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국조선해양 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

국가	회사이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
한국	현대중공업	12.5	16.6	12.4	43.7	적자	적자	2.30	2.18	-	20.7	(4.0)	5.1	적지	흑전
	한국조선해양	6.7	14.8	9.0	13.3	적자	적자	0.69	0.64	-	7.7	(1.8)	6.9	적지	흑전
	삼성중공업	5.3	10.5	7.3	9.5	적자	적자	1.28	1.15	-	20.0	(7.5)	1.6	적지	흑전
	현대미포조선	4.4	34.2	37.8	51.2	적자	25.0	1.96	1.82	122.9	15.0	1.2	7.7	흑전	1,079
	대우조선해양	2.3	7.5	(8.5)	0.5	적자	적자	1.57	1.16	-	11.1	(44.9)	6.5	적지	흑전
	평균					-	25.0	1.56	1.39	122.9	14.9	(11.4)	5.6	-	1,079
중국	중국선박공업	21.4	34.5	55.8	14.1	114.0	43.6	2.36	2.24	27.6	18.0	2.1	5.1	80.8	161.3
	중국선박중공	16.9	5.2	8.8	(5.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	양쯔강조선소	3.7	10.2	7.1	35.0	7.3	6.5	1.07	0.97	3.9	3.5	10.1	15.6	(14.3)	12.0
	평균					60.6	25.1	1.72	1.60	15.7	10.7	6.1	10.4	33.3	86.6
일본	미쯔비시중공업	15.7	(6.3)	8.0	44.0	12.3	11.2	0.97	0.92	7.5	6.9	8.3	8.4	28.1	10.2
	가와사키중공업	4.5	8.4	20.3	22.9	13.6	10.7	0.89	0.84	6.6	6.2	7.6	7.9	107.8	26.7
	평균					13.0	11.0	0.93	0.88	7.0	6.6	8.0	8.2	68.0	18.4
싱가포르	케펠	11.8	7.2	5.9	15.8	15.0	14.3	1.04	0.99	17.4	15.6	7.4	7.7	27.8	4.9
	셴크프마린	3.5	14.4	22.7	38.4	적자	적자	0.98	1.03	61.4	32.7	(3.5)	(0.1)	적지	적지
	평균					15.0	14.3	1.01	1.01	39.4	24.2	2.0	3.8	27.8	4.9
전체평균						32.4	18.5	1.37	1.27	35.3	14.3	(2.3)	6.6	46.1	215.7

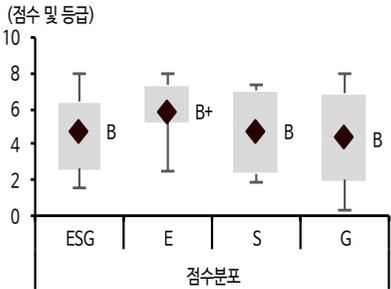
자료: Bloomberg, 신한금융투자

ESG Insight

Analyst Comment

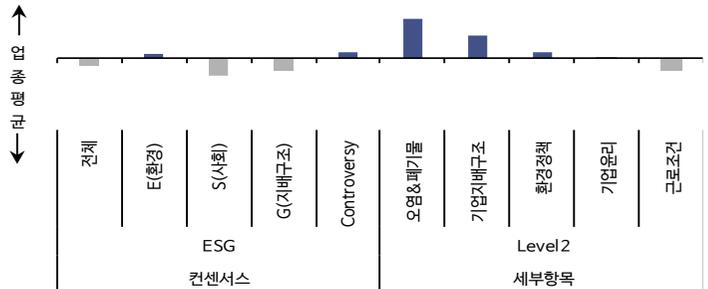
- ◆ 대내외 에너지 효율성 향상을 위해 노력. 국제표준에 부합하는 환경경영체제를 구축해 체계적으로 환경문제를 관리. 또한, 에코십, LNG 연료 추진선, Scrubber 장착 선박 등 제품 혁신을 통한 에너지 질감도 함께 진행
- ◆ 인권경영 로드맵을 수립해 인권보호정책 추진 부서를 선정하고 독립성을 부여해 인권경영 시행 중
- ◆ 경영여건이 개선되면 배당을 포함한 중장기 주주환원정책 실시 예정. 이사회 및 감사기구는 효율적으로 운영 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한금융투자 / 주: 8개사 평균과 분포

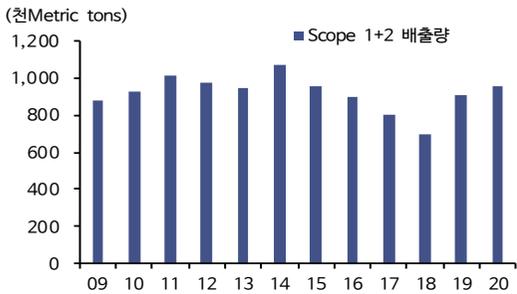
ESG 세부 항목별 업종 대비 점수차(컨센서스 기준)



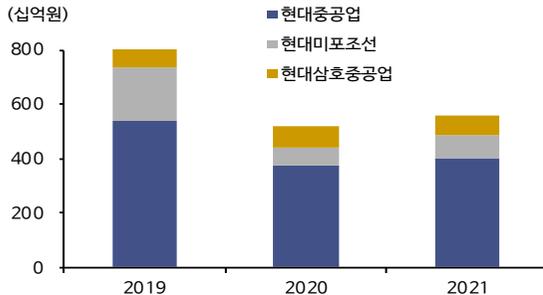
자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

Key Chart

탄소배출량 추이



사회투자금액 추이

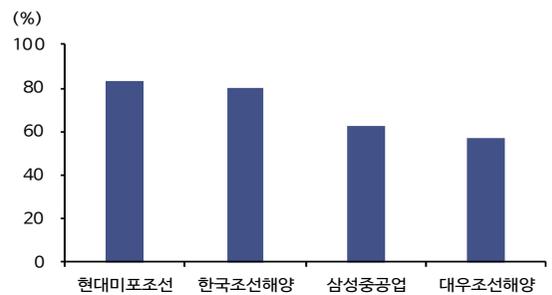


자료: MSCI, 회사 자료, 신한금융투자

환경투자금액 추이



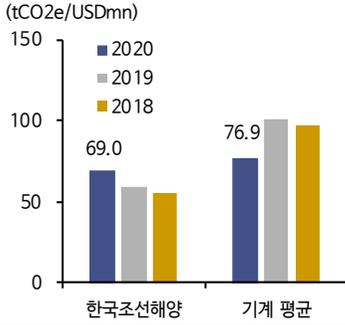
비경영진 이사 비율 비교



자료: MSCI, 회사 자료, 신한금융투자

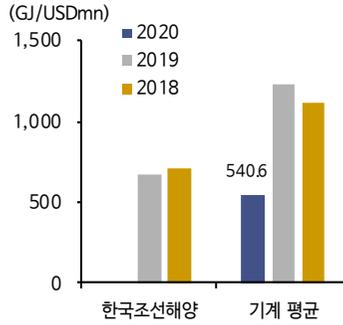
Environment (환경)

온실가스 배출량



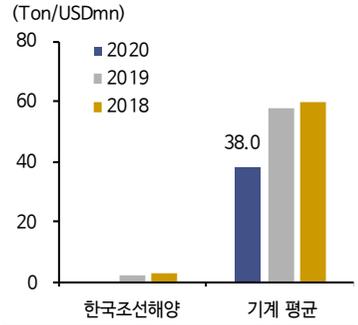
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

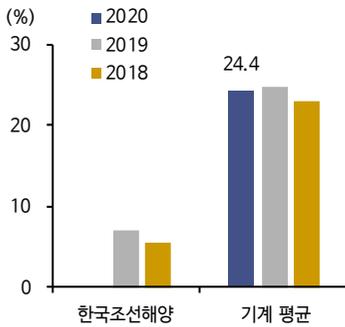
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한금융투자

Social (사회)

여성직원 비율



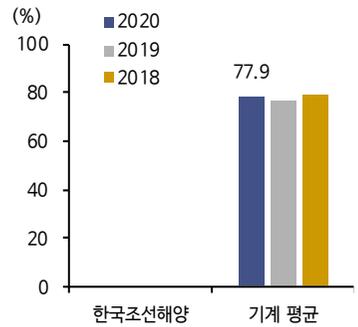
자료: Refinitiv, 신한금융투자

직원당 트레이닝 비용



자료: Refinitiv, 신한금융투자

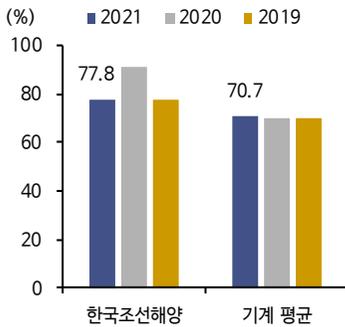
직원 만족도



자료: Refinitiv, 신한금융투자

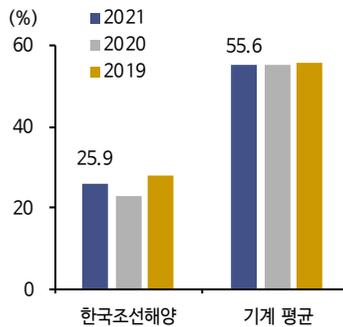
Governance (지배구조)

사외이사 비율



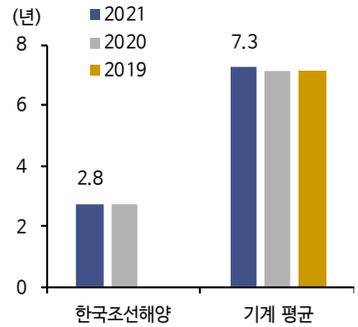
자료: 신한금융투자

독립이사 비율



자료: 신한금융투자

이사회 평균 임기



자료: 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	25,244.2	27,293.1	29,934.9	29,460.3	32,895.4
유동자산	13,001.4	14,562.2	16,885.7	16,307.8	19,316.2
현금및현금성자산	3,703.4	4,567.5	3,335.1	2,617.0	3,116.3
매출채권	838.8	835.9	1,017.7	1,028.3	1,216.7
재고자산	1,253.0	1,554.1	2,094.9	2,116.5	2,504.4
비유동자산	12,242.8	12,730.9	13,049.2	13,152.5	13,579.2
유형자산	9,970.5	9,872.0	9,955.0	10,048.1	10,363.4
무형자산	117.3	133.5	141.3	147.6	138.1
투자자산	703.7	807.3	890.9	894.8	1,015.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	12,823.0	14,879.3	17,803.0	16,777.8	19,181.7
유동부채	9,511.5	11,286.5	14,567.8	13,736.0	16,022.9
단기차입금	1,635.1	1,220.0	1,180.7	780.7	780.7
매입채무	1,461.3	2,065.9	2,389.9	2,414.7	2,857.3
유동성장기부채	2,111.1	1,155.3	1,037.1	477.1	477.1
비유동부채	3,311.4	3,592.9	3,235.2	3,041.7	3,158.8
사채	521.8	957.5	1,070.1	870.1	870.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	2,271.9	2,159.8	1,528.0	1,528.0	1,528.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	12,421.2	12,413.8	12,132.0	12,682.5	13,713.7
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,400.5	2,400.5	2,400.5	2,400.5	2,400.5
기타자본	(8,478.3)	(8,697.4)	(8,703.3)	(8,703.3)	(8,703.3)
기타포괄이익누계액	1,211.2	1,332.4	1,340.7	1,340.7	1,340.7
이익잉여금	15,419.1	14,467.2	14,275.7	14,798.7	15,778.3
지배주주지분	10,906.3	9,856.6	9,667.5	10,190.5	11,170.1
비지배주주지분	1,514.9	2,557.2	2,464.5	2,492.0	2,543.6
*총차입금	6,757.0	5,799.4	5,340.4	4,185.8	4,282.1
*순차입금(순현금)	1,910.8	380.7	674.9	224.6	(424.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(90.0)	835.8	343.8	970.0	1,510.3
당기순이익	(835.2)	(1,141.2)	(329.7)	550.5	1,031.2
유형자산상각비	404.0	393.7	397.0	406.9	424.7
무형자산상각비	5.2	5.0	9.4	9.7	9.5
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	4.9	11.3	3.1	0.0	0.0
운전자본변동	(337.2)	1,794.8	339.9	2.9	45.0
(법인세납부)	(21.2)	0.0	19.1	(183.5)	(343.7)
기타	689.5	(227.8)	(95.0)	183.5	343.6
투자활동으로인한현금흐름	457.1	181.5	(967.0)	(533.6)	(1,107.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(378.4)	(383.0)	(467.4)	(500.0)	(740.0)
유형자산의감소	47.1	29.3	2.9	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(11.0)	(22.6)	(17.1)	(16.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(16.6)	133.5	(83.3)	(3.9)	(120.9)
기타	816.0	424.3	(402.1)	(13.7)	(246.3)
FCF	339.5	5.1	(865.4)	567.5	561.8
재무활동으로인한현금흐름	1,226.8	(189.0)	(609.7)	(1,154.6)	96.2
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	(753.9)	(1,154.6)	96.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(9.3)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
기타	1,236.1	(185.2)	144.2	0.0	0.0
기타현금흐름	(101.9)	30.8	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(13.7)	5.0	0.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,478.3	864.1	(1,232.3)	(718.2)	499.3
기초현금	2,225.1	3,703.4	4,567.5	3,335.2	2,617.0
기말현금	3,703.4	4,567.5	3,335.2	2,617.0	3,116.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	14,903.7	15,493.4	19,064.7	23,200.7	27,116.0
증감률 (%)	(1.8)	4.0	23.1	21.7	16.9
매출원가	14,159.0	16,010.1	18,759.8	21,513.7	24,457.1
매출총이익	744.7	(516.7)	304.9	1,687.0	2,659.0
매출총이익률 (%)	5.0	(3.3)	1.6	7.3	9.8
판매관리비	670.3	868.1	846.0	782.6	839.7
영업이익	74.4	(1,384.8)	(541.1)	904.4	1,819.3
증감률 (%)	(74.4)	적전	적지	흑전	101.2
영업이익률 (%)	0.5	(8.9)	(2.8)	3.9	6.7
영업외손익	(643.3)	(247.4)	99.4	(170.4)	(444.3)
금융손익	(24.0)	(710.4)	147.7	268.5	271.6
기타영업외손익	(619.5)	463.8	(3.3)	(378.9)	(715.9)
종속 및 관계기업관련손익	0.1	(0.7)	(45.0)	(60.0)	0.0
세전계속사업이익	(569.0)	(1,632.2)	(441.7)	734.0	1,374.9
법인세비용	266.2	(491.0)	(112.0)	183.5	343.7
계속사업이익	(835.2)	(1,141.2)	(329.7)	550.5	1,031.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(835.2)	(1,141.2)	(329.7)	550.5	1,031.2
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	87.3
순이익률 (%)	(5.6)	(7.4)	(1.7)	2.4	3.8
(지배주주)당기순이익	(833.8)	(929.3)	(223.6)	523.0	979.6
(비지배주주)당기순이익	(1.4)	(211.9)	(106.2)	27.5	51.6
총포괄이익	(553.3)	(1,046.9)	(278.8)	550.5	1,031.2
(지배주주)총포괄이익	(577.7)	(829.6)	(220.1)	434.6	814.2
(비지배주주)총포괄이익	24.4	(217.3)	(58.7)	115.8	217.0
EBITDA	483.5	(986.1)	(134.8)	1,321.0	2,253.4
증감률 (%)	(30.3)	적전	적지	흑전	70.6
EBITDA이익률 (%)	3.2	(6.4)	(0.7)	5.7	8.3

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(11,801)	(16,125)	(4,659)	7,778	14,571
EPS (지배순이익, 원)	(11,781)	(13,131)	(3,159)	7,389	13,842
BPS (자본총계, 원)	175,508	175,402	171,421	179,199	193,769
BPS (지배지분, 원)	154,102	139,270	136,599	143,988	157,830
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(9.2)	(5.9)	(19.9)	11.9	6.4
PER (지배순이익, 배)	(9.2)	(7.2)	(29.3)	12.5	6.7
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	23.0	(9.8)	(71.9)	7.0	3.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.2	(6.4)	(0.7)	5.7	8.3
영업이익률 (%)	0.5	(8.9)	(2.8)	3.9	6.7
순이익률 (%)	(5.6)	(7.4)	(1.7)	2.4	3.8
ROA (%)	(3.3)	(4.3)	(1.2)	1.9	3.3
ROE (지배순이익, %)	(7.4)	(9.0)	(2.3)	5.3	9.2
ROIC (%)	3.4	(11.1)	(3.7)	5.3	10.4
안정성					
부채비율 (%)	103.2	119.9	146.7	132.3	139.9
순차입금비율 (%)	15.4	3.1	5.6	1.8	(3.1)
현금비율 (%)	38.9	40.5	22.9	19.1	19.4
이자보상배율 (배)	0.4	(7.8)	(3.7)	7.6	17.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.5	5.6	7.7	8.6	9.2
재고자산회수기간 (일)	31.5	33.1	34.9	33.1	31.1
매출채권회수기간 (일)	24.9	19.7	17.7	16.1	15.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자



삼성중공업

Bloomberg Code (010140 KS) | Reuters Code (010140.KS)

2022년 8월 16일

[조선]

이동현 부부장 연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@shinhan.com

명지운 연구원

☎ 02-3772-2661

✉ junmyoung@shinhan.com

마지막 터널



매수
(신규)



현재주가 (8월 11일)
5,990 원



목표주가
7,000 원 (신규)



상승여력
16.9%

- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 7,000원으로 커버리지 개시
- ◆ LNG 시장 확장의 수혜
- ◆ 마지막 터널



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

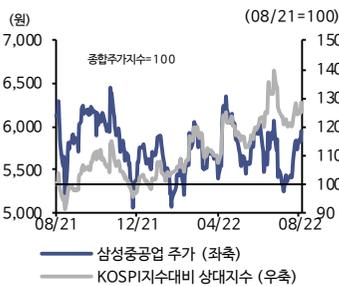


신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	7,000 원 (신규)
상승여력	16.9%

KOSPI	2,523.78p
KOSDAQ	832.15p
시가총액	5,271.2 십억원
액면가	1,000 원
발행주식수	880.0 백만주
유동주식수	617.8 백만주 (70.2%)
52 주 최고가/최저가	6,450 원/5,070 원
일평균 거래량 (60 일)	4,014,949 주
일평균 거래액 (60 일)	23,059 백만원
외국인 지분율	16.01%
주요주주	
삼성전자 외 9인	20.85%
국민연금공단	6.02%
절대주익률	
3 개월	7.3%
6 개월	9.5%
12 개월	-2.1%
KOSPI 대비 상대주익률	
3 개월	10.3%
6 개월	19.2%
12 개월	25.0%

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 7,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 7,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 BPS 4,572원에 타깃 PBR 1.56배를 적용했다. 적용 근거; 조선사들의 적자 기조로 BPS는 지난 6년 동안 하향되었으며 2023년이 상향 전환되는 원년이다. 2023년은 실적 회복 첫해라 긴 사이클과 주가가 실적보다 선반영되는 조선업 특성상 보수적인 BPS 적용이라 생각된다.

타깃 PBR은 2005년 조선 3사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 평균치 2.23배에 30% 할인을 적용했다. 2005년은 조선사 선가 상승과 후판가 안정화가 시작된 시기로 지금의 업황과 가장 닮아 있다. 동사는 러시아 수주잔고에 대한 향방이 정해지지 않아 할인을 적용한다.

LNG 시장 확장 수혜

동사는 1974년 설립되었고 지금까지 1,004척의 선박을 건조해 전체 조선소 중 네번째로 많은 건조 이력을 갖고 있다. 현재 137척(Clarkson 기준)으로 단일 조선소로는 전세계 최대 수주잔고를 확보하고 있다. 매출 기준 수주잔량은 18년 12.3조원에서 최근 25.3조원으로 2배 증가했다.

수주잔고에서 75척이 LNG운반선인데 최근 5년 동안 100척이 넘는 LNG운반선 수주를 기록했다. 이 또한 조선소 중 가장 많은 수치이다. 전세계 LNG 물동량은 2000년 1억톤에 불과했으나 현재 4억톤에 이르고 2030년에는 6억톤에 가까워질 것으로 예상된다. 동사의 제품 라인업은 FLNG, FSRU, 병커링선 등 LNG 밸류체인을 모두 아우르고 있다.

마지막 터널, 결국 LNG가 해결할 것

동사는 드릴십과 러시아 수주잔고를 보유하고 있는 것이 할인요인으로 작용하고 있다. 드릴십은 다년간의 성장, 유가회복과 사모펀드 우회매각으로 리스크가 크게 줄어들었다.

마지막 터널인 러시아 수주잔고는 현재 러시아의 상황을 예의주시하고 있다. 러시아 잔고의 매출인식 지연이 흑자 구간 진입을 늦출 것으로 보이며 사측은 대체방안으로 다른 수주 물량을 확대하고 공정 투입을 늘리는 방법을 찾고 있다. 러시아 상황이 완화되거나 대체 수주 전략이 가시성을 나타내면 큰 폭의 주가 상승을 기대할 수 있을 것이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	6,860.3	(1,054.1)	(1,475.0)	(1,482.4)	(2,201)	적지	5,529	(3.0)	(10.5)	1.2	(33.1)	97.3
2021	6,622.0	(1,312.0)	(1,349.8)	(1,445.1)	(2,053)	적지	4,671	(2.8)	(5.7)	1.2	(36.9)	33.6
2022F	6,690.8	(438.0)	(174.3)	(236.0)	(268)	적지	4,449	(22.2)	(38.5)	1.3	(5.9)	35.9
2023F	8,467.6	264.7	105.8	108.6	123	흑전	4,572	48.2	11.5	1.3	2.7	26.9
2024F	9,903.9	597.7	277.4	262.2	298	141.5	4,870	20.0	6.5	1.2	6.3	9.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

삼성중공업 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22A	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	전체	1,575	1,715	1,485	1,847	1,484	1,426	1,760	2,021	6,860	6,622	6,691	8,468	9,904
	조선+해양	1,571	1,714	1,477	1,845	14,606	14,350	1,662	1,919	6,843	6,606	7,010	7,947	9,071
	조선	1,099	1,285	1,182	1,291	1,442	1,540	1,515	1,690	5,076	4,858	6,186	7,268	8,067
	해양	471	428	295	553	227	220	147	230	1,767	1,748	824	679	1,003
	건설	4	2	8	2	54	72	98	102	17	16	326	521	833
영업이익	전체	(507)	(438)	(110)	(257)	(95)	(256)	(121)	33	(1,054)	(1,312)	(438)	265	598
세전이익	전체	(531)	(444)	(131)	(244)	(102)	33	(94)	(11)	(1,475)	(1,350)	(174)	106	277
순이익	전체	(534)	(446)	(122)	(343)	(103)	(37)	(87)	(8)	(1,482)	(1,445)	(236)	109	262
매출액 증가율	YoY	(13.8)	1.4	(11.4)	10.9	(5.8)	(16.9)	18.5	9.4	(6.7)	(3.5)	1.0	26.6	17.0
	QoQ	(5.4)	8.9	(13.4)	24.3	(19.6)	(3.9)	23.4	14.8	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전	125.8
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	(32.2)	(25.5)	(7.4)	(13.9)	(6.4)	(17.9)	(6.9)	1.6	(15.4)	(19.8)	(6.5)	3.1	6.0
세전이익률	전체	(33.7)	(25.9)	(8.8)	(13.2)	(6.9)	2.3	(5.3)	(0.5)	(21.5)	(20.4)	(2.6)	1.3	2.8
순이익률	전체	(33.9)	(26.0)	(8.2)	(18.6)	(6.9)	(2.6)	(5.0)	(0.4)	(21.6)	(21.8)	(3.5)	1.3	2.6

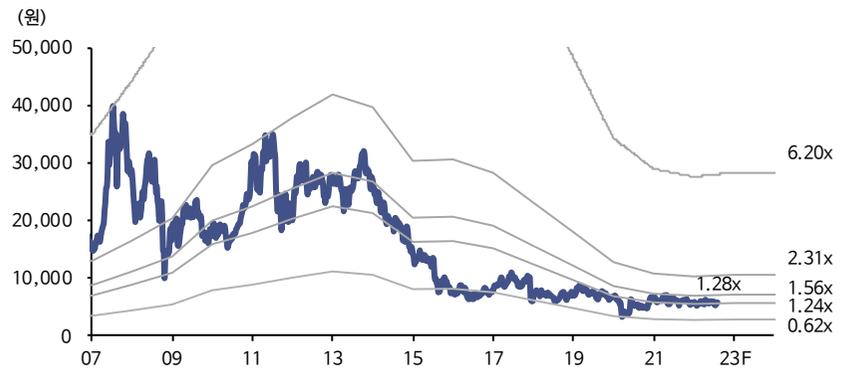
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

삼성중공업 PBR Valuation - 목표주가 7,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	7,000	2005년 평균 PBR 2.23배에 30% 할인
Target PBR (배)	2.23	1.56	
현재주가 (원)	-	5,990	할인의 근거 1) 러시아 수주잔고의 불확실한 향방 2) 드릴십 잔고 최종 처분 이슈 3) 계속된 적자로 인한 재무적 부담
상승여력 (%)	-	16.9	
2023년 선행BPS (원)	-	4,572	
2023년 선행 ROE (%)	-	2.7	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

삼성중공업 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

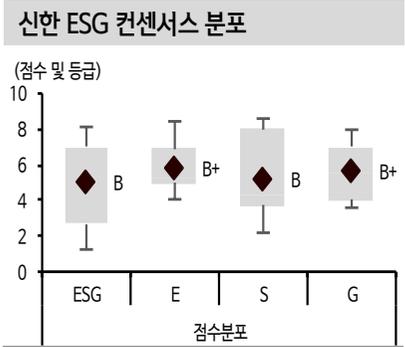
국가	회사이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
한국	현대중공업	12.5	16.6	12.4	43.7	적자	적자	2.30	2.18	-	20.7	(4.0)	5.1	적지	흑전
	한국조선해양	6.7	14.8	9.0	13.3	적자	적자	0.69	0.64	-	7.7	(1.8)	6.9	적지	흑전
	삼성중공업	5.3	10.5	7.3	9.5	적자	적자	1.28	1.15	-	20.0	(7.5)	1.6	적지	흑전
	현대미포조선	4.4	34.2	37.8	51.2	적자	25.0	1.96	1.82	122.9	15.0	1.2	7.7	흑전	1,079
	대우조선해양	2.3	7.5	(8.5)	0.5	적자	적자	1.57	1.16	-	11.1	(44.9)	6.5	적지	흑전
	평균					-	25.0	1.56	1.39	122.9	14.9	(11.4)	5.6	-	1,079
중국	중국선박공업	21.4	34.5	55.8	14.1	114.0	43.6	2.36	2.24	27.6	18.0	2.1	5.1	80.8	161.3
	중국선박중공	16.9	5.2	8.8	(5.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	양쯔강조선소	3.7	10.2	7.1	35.0	7.3	6.5	1.07	0.97	3.9	3.5	10.1	15.6	(14.3)	12.0
	평균					60.6	25.1	1.72	1.60	15.7	10.7	6.1	10.4	33.3	86.6
일본	미쯔비시중공업	15.7	(6.3)	8.0	44.0	12.3	11.2	0.97	0.92	7.5	6.9	8.3	8.4	28.1	10.2
	가와사키중공업	4.5	8.4	20.3	22.9	13.6	10.7	0.89	0.84	6.6	6.2	7.6	7.9	107.8	26.7
	평균					13.0	11.0	0.93	0.88	7.0	6.6	8.0	8.2	68.0	18.4
싱가포르	케펠	11.8	7.2	5.9	15.8	15.0	14.3	1.04	0.99	17.4	15.6	7.4	7.7	27.8	4.9
	셴크프마린	3.5	14.4	22.7	38.4	적자	적자	0.98	1.03	61.4	32.7	(3.5)	(0.1)	적지	적지
	평균					15.0	14.3	1.01	1.01	39.4	24.2	2.0	3.8	27.8	4.9
전체평균						32.4	18.5	1.37	1.27	35.3	14.3	(2.3)	6.6	46.1	215.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자

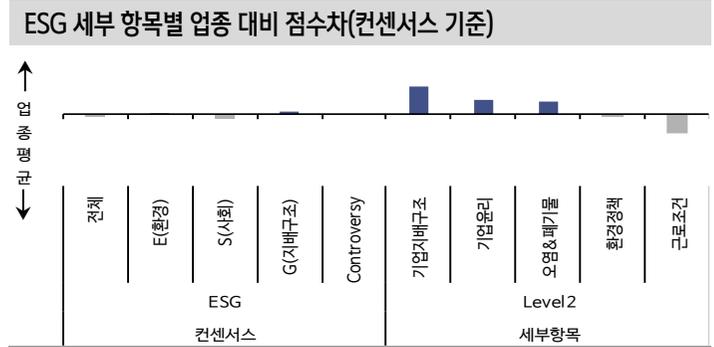
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 3R(Reduce, Recycle, Reuse) 운동을 전개해 폐기물 발생량이 지속적으로 감소 추세. 제품 성능 혁신을 통해 환경 보호 노력. 지구 온난화 배출이 적고 열효율성이 좋은 에코십, LNG 연료 추진선, Scrubber 장착 선박 개발, 생산
- ◆ 2017년 크레인 사고 이후 안전 실천 마스터 플랜 수립을 통해 노무자들에게 안전한 업무 환경을 제공하기 위해 노력
- ◆ 이사회 및 감사기구는 효율적으로 운영중. 다만, 대표이사가 이사회 의장을 겸임하고 있어 일부 독립성 침해 요소는 존재. 지속된 적자로 주주 환원 정책은 미비. 업황 개선 가시화된다면 배당 등을 통해 주주 환원 정책 펼칠 예정

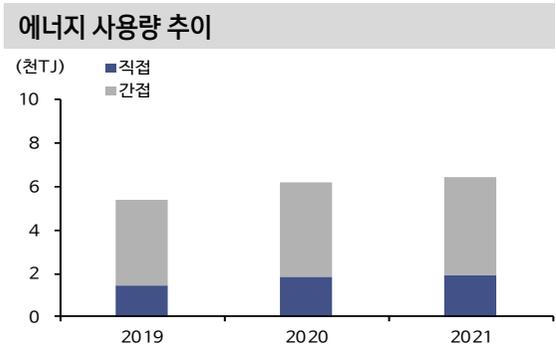


자료: 신한금융투자 / 주: 8개사 평균과 분포

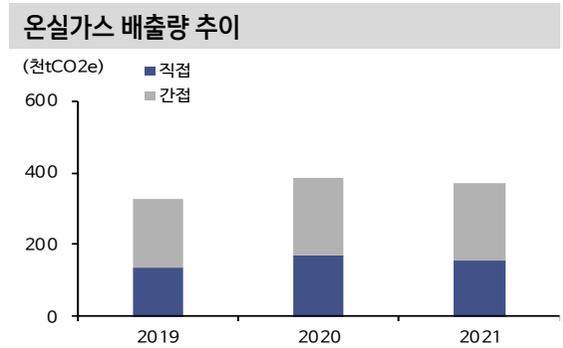


자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

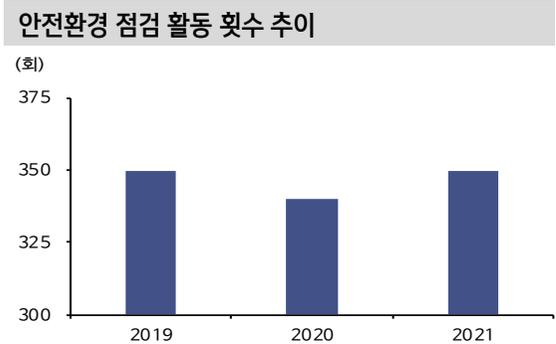
Key Chart



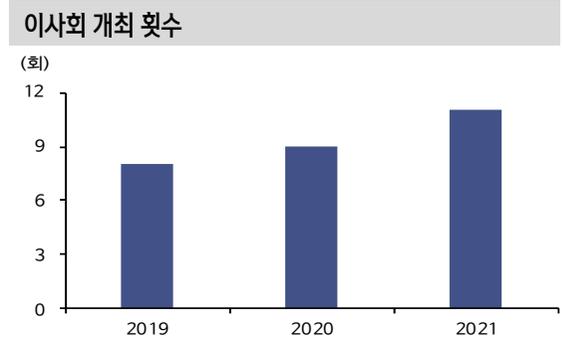
자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자

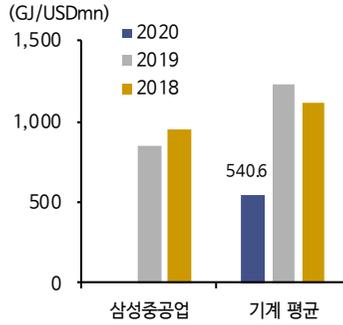
Environment (환경)

온실가스 배출량



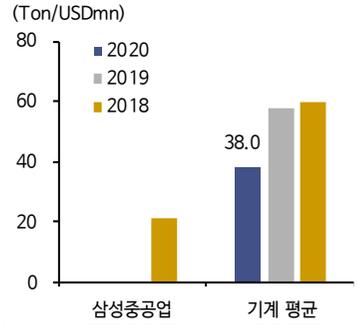
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

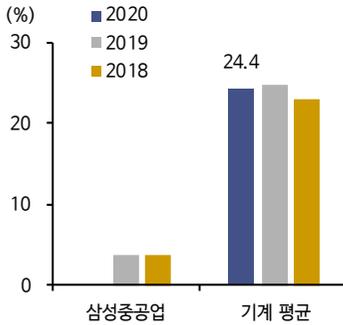
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한금융투자

Social (사회)

여성직원 비율



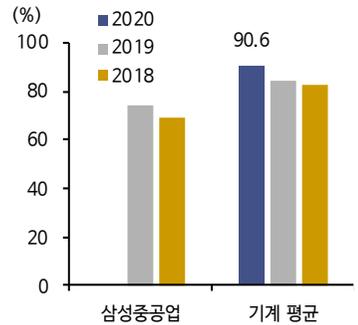
자료: Refinitiv, 신한금융투자

직원당 트레이닝 비용



자료: Refinitiv, 신한금융투자

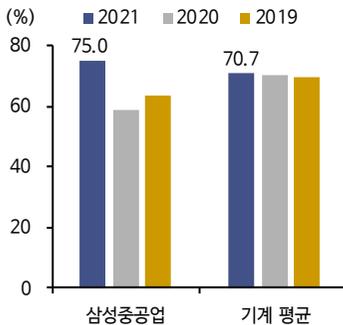
고객 만족도



자료: Refinitiv, 신한금융투자

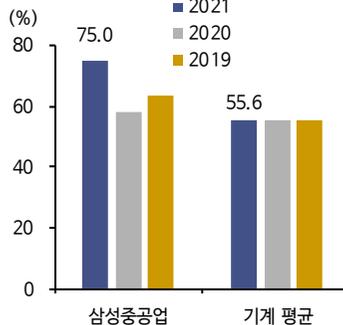
Governance (지배구조)

사외이사 비율



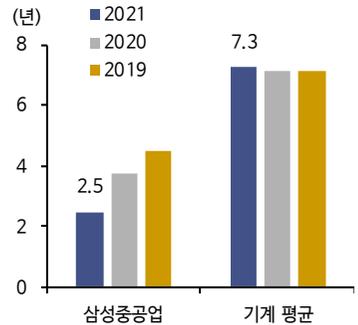
자료: 신한금융투자

독립이사 비율



자료: 신한금융투자

이사회 평균 임기



자료: 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	12,922.2	12,138.6	12,608.1	12,434.5	14,155.0
유동자산	6,698.0	5,593.6	6,117.9	6,054.8	7,922.2
현금및현금성자산	987.2	571.2	136.7	(284.0)	300.7
매출채권	259.3	113.7	165.4	175.4	211.4
재고자산	1,820.6	1,487.6	1,822.7	1,933.2	2,329.2
비유형자산	6,224.2	6,545.0	6,490.2	6,379.7	6,232.8
유형자산	5,505.4	5,613.7	5,460.8	5,298.0	5,027.4
무형자산	27.8	24.4	38.1	54.9	51.3
투자자산	142.6	559.9	632.1	667.6	794.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9,203.9	8,041.3	8,713.5	8,439.4	9,896.4
유동부채	7,533.9	7,058.2	7,702.0	7,421.9	8,857.5
단기차입금	1,814.8	922.4	367.7	(232.3)	(232.3)
매출채무	417.6	548.4	695.1	779.2	938.8
유동성장기부채	1,574.3	927.1	766.6	646.6	646.6
비유동부채	1,670.1	983.1	1,011.5	1,017.5	1,038.9
사채	208.7	173.8	124.9	124.9	124.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	1,247.0	652.8	788.1	788.1	788.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,718.2	4,097.3	3,894.6	3,995.1	4,258.6
자본금	3,150.6	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	1,788.6	5,487.8	5,487.8	5,487.8	5,487.8
기타자본	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액	(274.7)	68.5	109.0	109.0	109.0
이익잉여금	30.1	(1,355.2)	(1,591.2)	(1,482.7)	(1,220.5)
지배주주지분	3,724.2	4,111.1	3,915.5	4,024.0	4,286.2
비지배주주지분	(6.0)	(13.8)	(20.9)	(28.9)	(27.6)
*총차입금	5,486.1	3,059.8	2,656.3	1,973.1	2,105.5
*순차입금(순현금)	3,617.6	1,376.4	1,398.9	1,073.4	394.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(243.9)	845.0	64.6	501.1	806.3
당기순이익	(1,492.7)	(1,452.1)	(242.9)	100.6	263.5
유형자산상각비	259.3	195.8	263.5	282.8	270.6
무형자산상각비	23.2	3.5	2.1	3.3	3.5
외회환산손실(이익)	(8.4)	6.6	(11.4)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.7	(64.9)	1.1	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	2.6	1.8	0.1	0.0	0.0
운전자본변동	77.0	1,622.8	24.4	114.5	268.6
(법인세납부)	(6.7)	0.0	(67.0)	(5.3)	(13.9)
기타	898.1	531.5	94.7	5.2	14.0
투자활동으로인한현금흐름	(166.8)	99.8	60.4	(238.8)	(353.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(97.8)	(39.4)	(107.5)	(120.0)	0.0
유형자산의감소	11.3	208.0	5.9	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	3.3	(15.0)	(20.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	0.9	0.7	(87.8)	(35.6)	(127.3)
기타	(80.9)	(72.8)	264.8	(63.2)	(226.6)
FCF	(154.8)	776.0	(526.0)	433.0	755.4
재무활동으로인한현금흐름	1,011.4	(1,369.1)	(580.4)	(683.1)	132.3
차입금의증가(감소)	1,052.0	(2,611.7)	(570.4)	(683.1)	132.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(40.6)	1,242.6	(10.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	2.2	8.3	21.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	602.9	(415.9)	(434.5)	(420.7)	584.7
기초현금	384.3	987.2	571.2	136.7	(284.0)
기말현금	987.2	571.2	136.7	(284.0)	300.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,860.3	6,622.0	6,690.8	8,467.6	9,903.9
증감률 (%)	(6.7)	(3.5)	1.0	26.6	17.0
매출원가	7,325.9	7,387.7	6,690.0	7,758.4	8,856.4
매출총이익	(465.5)	(765.7)	0.8	709.2	1,047.5
매출총이익률 (%)	(6.8)	(11.6)	0.0	8.4	10.6
판매관리비	588.6	546.3	438.8	444.5	449.8
영업이익	(1,054.1)	(1,312.0)	(438.0)	264.7	597.7
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전	125.8
영업이익률 (%)	(15.4)	(19.8)	(6.5)	3.1	6.0
영업외손익	(420.9)	(37.9)	263.8	(158.9)	(320.3)
금융손익	(233.1)	(115.0)	(79.6)	(77.4)	(47.5)
기타영업외손익	(185.3)	78.9	343.5	(81.4)	(272.8)
중속 및 관계기업관련손익	(2.6)	(1.8)	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업이익	(1,475.0)	(1,349.8)	(174.3)	105.8	277.4
법인세비용	17.7	102.3	68.6	5.3	13.9
계속사업이익	(1,492.7)	(1,452.1)	(242.9)	100.6	263.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,492.7)	(1,452.1)	(242.9)	100.6	263.5
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전	162.0
순이익률 (%)	(21.8)	(21.9)	(3.6)	1.2	2.7
(지배주주)당기순이익	(1,482.4)	(1,445.1)	(236.0)	108.6	262.2
(비지배주주)당기순이익	(10.3)	(7.0)	(6.9)	(8.0)	1.3
총포괄이익	(1,530.7)	(896.1)	(202.7)	100.6	263.5
(지배주주)총포괄이익	(1,521.0)	(888.3)	(199.0)	98.7	258.7
(비지배주주)총포괄이익	(9.7)	(7.8)	(3.7)	1.8	4.8
EBITDA	(771.7)	(1,112.6)	(172.4)	550.8	871.9
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전	58.3
EBITDA이익률 (%)	(11.2)	(16.8)	(2.6)	6.5	8.8

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(2,216)	(2,063)	(276)	114	299
EPS (지배순이익, 원)	(2,201)	(2,053)	(268)	123	298
BPS (자본총계, 원)	5,520	4,655	4,425	4,539	4,839
BPS (지배지분, 원)	5,529	4,671	4,449	4,572	4,870
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(3.0)	(2.7)	(21.6)	52.1	19.9
PER (지배순이익, 배)	(3.0)	(2.8)	(22.2)	48.2	20.0
PBR (자본총계, 배)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
PBR (지배지분, 배)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	(10.5)	(5.7)	(38.5)	11.5	6.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA이익률 (%)	(11.2)	(16.8)	(2.6)	6.5	8.8
영업이익률 (%)	(15.4)	(19.8)	(6.5)	3.1	6.0
순이익률 (%)	(21.8)	(21.9)	(3.6)	1.2	2.7
ROA (%)	(11.3)	(11.6)	(2.0)	0.8	2.0
ROE (지배순이익, %)	(33.1)	(36.9)	(5.9)	2.7	6.3
ROIC (%)	(12.6)	(17.0)	(9.9)	4.3	10.1
안정성					
부채비율 (%)	247.5	196.3	223.7	211.2	232.4
순차입금비율 (%)	97.3	33.6	35.9	26.9	9.3
현금비율 (%)	13.1	8.1	1.8	(3.8)	3.4
이자보상배율 (배)	(6.4)	(9.7)	(7.4)	5.6	14.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.5	4.8	16.7	19.7	21.3
재고자산회수기간 (일)	110.7	91.2	90.3	81.0	78.5
매출채권회수기간 (일)	12.2	10.3	7.6	7.3	7.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자



대우조선해양

| Bloomberg Code (042660 KS) | Reuters Code (042660.KS)

2022년 8월 16일

[조선]

이동현 부부장 연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@shinhan.com

명지운 연구원

☎ 02-3772-2661

✉ junmyoung@shinhan.com

불사조



매수
(신규)



현재주가 (8월 11일)

21,550 원



목표주가

25,000 원 (신규)



상승여력

16.0%

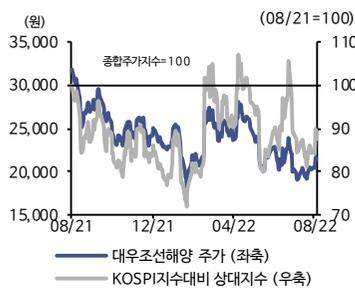
- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 커버리지 개시
- ◆ LNG 시장 확장의 수혜
- ◆ 너무 벌어진 Valuation Gap, 기회를 기다리자



투자판단	매수 (신규)
목표주가	25,000 원 (신규)
상승여력	16.0%

KOSPI	2,523.78p
KOSDAQ	832.15p
시가총액	2,312.1 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	107.3 백만주
유동주식수	34.2 백만주 (31.9%)
52 주 최고가/최저가	30,850 원/18,350 원
일평균 거래량 (60 일)	471,515 주
일평균 거래액 (60 일)	9,982 백만원
외국인 지분율	4.01%
주요주주	
한국산업은행 외 3인	56.05%
하나은행(구,외환은행)	8.40%
절대수익률	
3 개월	-8.5%
6 개월	0.5%
12 개월	-29.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-6.0%
6 개월	9.4%
12 개월	-9.4%

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 커버리지 개선

투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 BPS 12,687원에 타깃 PBR 2.01배를 적용했다. 적용 근거; 조선사들의 적자 기조로 BPS는 지난 6년 동안 하향되었으며 2023년이 상향전환의 원년이다. 2023년은 실적 회복 첫해라 긴 사이클과 주가가 실적보다 선반영되는 조선업 특성상 보수적인 BPS 적용이라 생각된다.

타깃 PBR은 2005년 조선 3사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 평균치 2.23배에 10% 할인을 적용했다. 2005년은 조선사 선가 상승과 후판가 안정화가 시작된 시기로 지금의 업황과 가장 닮아 있다. 동사는 매각과 러시아 잔고에 대한 향방이 정해지지 않아 할인을 적용한다.

LNG 시장 확장 수혜

1973년 설립되었으며 지금까지 1,021척의 선박을 건조해 전체 조선소 중 세번째로 많은 건조 이력을 갖고 있다. 490만m³의 부지에 세계 최대인 1백만톤급 도크를 보유하고 있다. 선박, 해양플랜트뿐 아니라 전투함수함, 구축함 등 방산 특수선 건조도 확고한 영역을 차지하고 있다.

수주잔고 108척, 181억불 중 LNG 관련선이 44척, 101억불로 절대적인 비중을 차지하고 있다. 친환경 LNGC 기술로 화물창 시스템, 이중연료 엔진, 가스연료 공급장치 및 재액화장치의 조합으로 다양한 제품 라인업을 보유하고 있다. 전세계 LNG 물동량은 2000년 1억톤에 불과했으나 현재 4억톤에 이르고 2030년에는 6억톤에 가까워질 것으로 예상된다.

너무 벌어진 Valuation Gap, 기회를 기다리자

연초대비 동사의 주가는 -6% 하락해 최근 조선업 분위기와 동떨어져 있다. 러시아 수주잔고의 불확실성이 흑자 전환 시점을 늦출 것이라는 우려가 반영되었다. 또한 매각에 대한 불확실성과 오랜 공기업 산하 체제로 경쟁력을 잃어가고 있다는 우려도 있다.

그러나 동사는 수많은 구조조정과 해체 가능성, 매각 논의에서도 살아남은 불사조다. 업황이 돌아서며 동사의 CAPA는 국내 조선산업이 규모의 경제로 도약하는데 보탬이 되고 있다. 조선업은 한바구니라 리스크 이슈가 줄어들면 너무 벌어진 Valuation Gap에 대한 기회가 올 것이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	7,030.2	153.4	78.3	86.6	807	흑전	36,061	33.9	15.2	0.8	2.3	35.0
2021	4,486.6	(1,754.7)	(1,727.5)	(1,699.8)	(15,843)	적전	20,669	(1.5)	(2.1)	1.1	(55.9)	41.3
2022F	6,132.9	(721.5)	(862.0)	(806.7)	(7,519)	적지	12,757	(2.9)	(7.5)	1.7	(45.0)	154.0
2023F	7,558.1	105.6	(8.8)	(7.5)	(70)	적지	12,687	(312.9)	18.8	1.7	(0.5)	157.8
2024F	9,407.7	233.9	118.0	100.3	935	흑전	13,623	23.3	11.4	1.6	7.1	123.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

대우조선해양 영업실적 추이 및 전망														
(십억원, %)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	전체	1,102	1,069	960	1,356	1,245	1,483	1,597	1,807	7,030	4,487	6,133	7,558	9,408
	조선+해양	1,110	1,065	951	1,347	1,248	1,479	1,589	1,818	7,091	4,474	6,134	7,565	7,933
	선박	907	912	771	1,143	1,080	1,153	1,174	1,227	5,217	3,734	4,635	5,248	5,590
	해양/특수	203	153	180	204	168	326	414	591	1,874	740	1,500	2,317	2,343
	건설	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	기타	23	25	21	28	24	26	21	29	95	98	99	100	100
매출총이익	전체	(179)	(959)	38	(447)	(414)	(40)	(8)	20	396	(1,547)	(443)	384	554
	선박	(163)	(679)	(105)	7	9	(41)	(23)	(30)	(200)	(939)	(86)	205	333
	해양/특수	(28)	(289)	130	0	(3)	(8)	2	29	537	(188)	20	123	165
	기타	13	10	11	22	14	10	11	23	62	56	57	58	59
영업이익	전체	(213)	(1,007)	(19)	(515)	(470)	(99)	(88)	(65)	153	(1,755)	(722)	106	234
세전이익		(238)	(1,025)	(55)	(410)	(491)	(128)	(133)	(109)	78	(1,727)	(862)	(9)	118
순이익		(235)	(1,012)	(54)	(398)	(492)	(109)	(113)	(93)	87	(1,700)	(807)	(7)	100
매출액	YoY	(43.7)	(45.6)	(33.4)	(18.6)	13.0	38.7	66.4	33.3	(15.9)	(36.2)	36.7	23.2	24.5
	QoQ	(33.8)	(2.9)	(10.3)	41.3	(8.1)	19.1	7.7	13.1	-	-	-	-	-
영업이익	YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	(47.6)	적전	적지	흑전	121.5
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	-	-
GPM	전체	(16.2)	(89.7)	4.0	(33.0)	(33.3)	(2.7)	(0.5)	1.1	5.6	(34.5)	(7.2)	5.1	5.9
	선박	(18.0)	(74.4)	(13.6)	0.6	0.9	(3.6)	(1.9)	(2.5)	(3.8)	(25.2)	(1.8)	3.9	6.0
	해양/특수	(14.0)	(189)	72.4	0.0	(1.8)	(2.4)	0.5	4.9	28.6	(25.4)	1.3	5.3	7.0
	기타	57.3	39.4	50.6	78.9	57.5	39.7	50.8	79.0	65.1	57.5	57.7	57.9	58.5
영업이익률	전체	(19.3)	(94.2)	(2.0)	(38.0)	(37.7)	(6.7)	(5.5)	(3.6)	2.2	(39.1)	(11.8)	1.4	2.5
	세전이익률	(21.6)	(95.8)	(5.8)	(30.2)	(39.5)	(8.7)	(8.3)	(6.1)	1.1	(38.5)	(14.1)	(0.1)	1.3
	순이익률	(21.3)	(94.7)	(5.7)	(29.4)	(39.5)	(7.4)	(7.1)	(5.2)	1.2	(37.9)	(13.2)	(0.1)	1.1

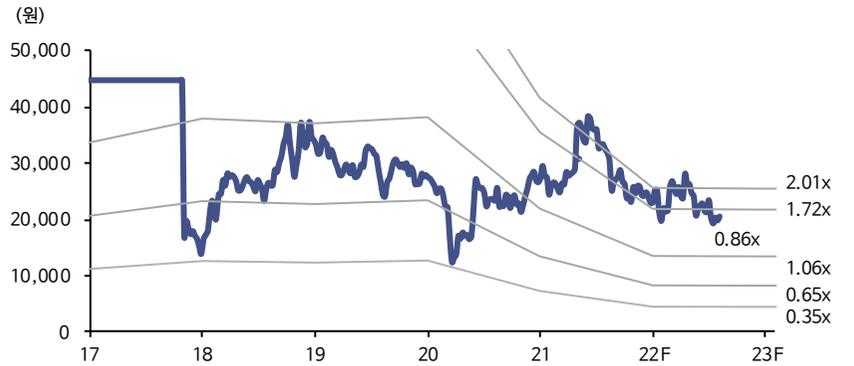
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

대우조선해양 PBR Valuation – 목표주가 25,000원

	PBR		비고
	2005년	2022년	
목표주가 (원)	-	25,000	2005년 평균 PBR 2.23배에 10% 할인
Target PBR (배)	2.23	2.01	
현재주가 (원)	-	21,550	할인의 근거 1) 러시아 수주잔고의 불확실한 향방 2) 드릴십 잔고 최종 처분 이슈 3) 계속된 적자로 인한 재무적 부담
상승여력 (%)	-	16.0	
2023년 선행BPS (원)	-	12,687	
2023년 선행 ROE (%)	-	(0.5)	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

대우조선해양 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

국가	회사이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
한국	현대중공업	12.5	16.6	12.4	43.7	적자	적자	2.30	2.18	-	20.7	(4.0)	5.1	적지	흑전
	한국조선해양	6.7	14.8	9.0	13.3	적자	적자	0.69	0.64	-	7.7	(1.8)	6.9	적지	흑전
	삼성중공업	5.3	10.5	7.3	9.5	적자	적자	1.28	1.15	-	20.0	(7.5)	1.6	적지	흑전
	현대미포조선	4.4	34.2	37.8	51.2	적자	25.0	1.96	1.82	122.9	15.0	1.2	7.7	흑전	1,079
	대우조선해양	2.3	7.5	(8.5)	0.5	적자	적자	1.57	1.16	-	11.1	(44.9)	6.5	적지	흑전
	평균					-	25.0	1.56	1.39	122.9	14.9	(11.4)	5.6	-	1,079
중국	중국선박공업	21.4	34.5	55.8	14.1	114.0	43.6	2.36	2.24	27.6	18.0	2.1	5.1	80.8	161.3
	중국선박중공	16.9	5.2	8.8	(5.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	양쯔강조선소	3.7	10.2	7.1	35.0	7.3	6.5	1.07	0.97	3.9	3.5	10.1	15.6	(14.3)	12.0
	평균					60.6	25.1	1.72	1.60	15.7	10.7	6.1	10.4	33.3	86.6
일본	미쯔비시중공업	15.7	(6.3)	8.0	44.0	12.3	11.2	0.97	0.92	7.5	6.9	8.3	8.4	28.1	10.2
	가와사키중공업	4.5	8.4	20.3	22.9	13.6	10.7	0.89	0.84	6.6	6.2	7.6	7.9	107.8	26.7
	평균					13.0	11.0	0.93	0.88	7.0	6.6	8.0	8.2	68.0	18.4
싱가포르	케펠	11.8	7.2	5.9	15.8	15.0	14.3	1.04	0.99	17.4	15.6	7.4	7.7	27.8	4.9
	셴코프마린	3.5	14.4	22.7	38.4	적자	적자	0.98	1.03	61.4	32.7	(3.5)	(0.1)	적지	적지
	평균					15.0	14.3	1.01	1.01	39.4	24.2	2.0	3.8	27.8	4.9
	전체평균					32.4	18.5	1.37	1.27	35.3	14.3	(2.3)	6.6	46.1	215.7

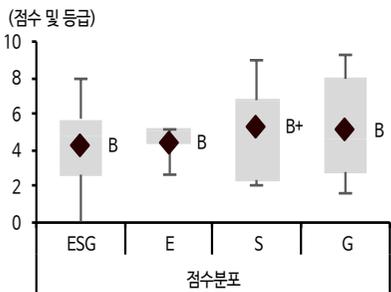
자료: Bloomberg, 신한금융투자

ESG Insight

Analyst Comment

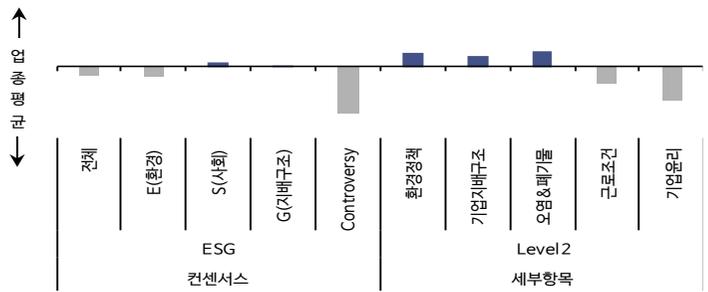
- ◆ 환경 및 에너지 경영 국제표준에 기반한 환경경영 체계를 운영중. 3R 실천운동(Reduce, Reuse, Recycle) 등을 통해 전 임직원과 환경 보전에 대한 문제의식을 공유하며 지속적인 환경개선 활동 추진
- ◆ 안전보건경영을 회사 경영의 최우선 가치로 삼고 무재해, 무질병 달성을 위한 국내 최고 수준의 HSE 관련 시설, 장비 및 인력을 갖추고 있음. 하도급 개선 과제 추진과 협력사 지원 및 소통을 강화하기 위해 상생협력 담당조직 신설
- ◆ 이사회 과반 이상 사외이사로 구성. 주주 환원 정책은 조선업 시황 회복 및 경영 정상화 달성 이후 최우선 검토 예정

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한금융투자 / 주: 8개사 평균과 분포

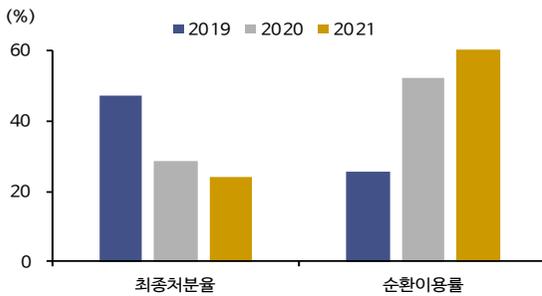
ESG 세부 항목별 업종 대비 점수차(컨센서스 기준)



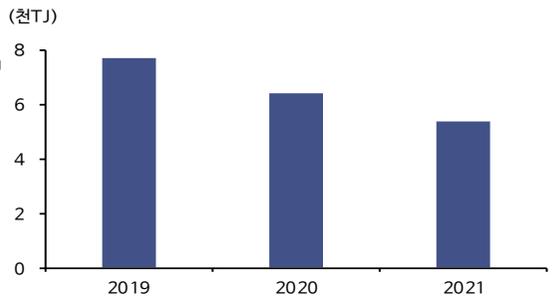
자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

Key Chart

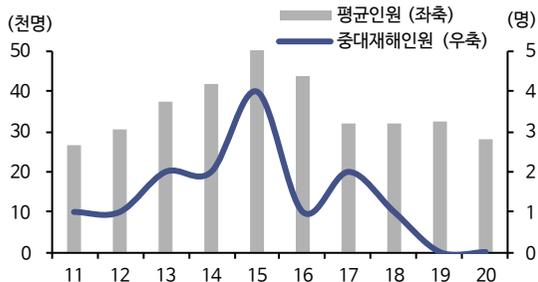
자원순환 성과관리 지표 추이



에너지 사용량 추이



중대재해인원 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

이사회 개최 현황

지표	2019	2020	2021
이사회개최 횟수	14회	12회	13회
의결안건	27건	23건	25건
이사회참석률	92%	98%	96%

자료: 회사 자료, 신한금융투자

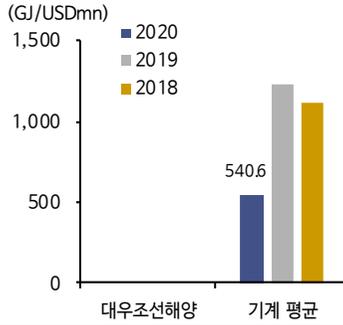
Environment (환경)

온실가스 배출량



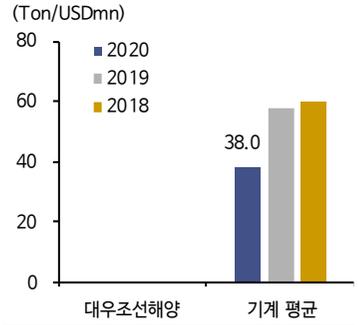
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

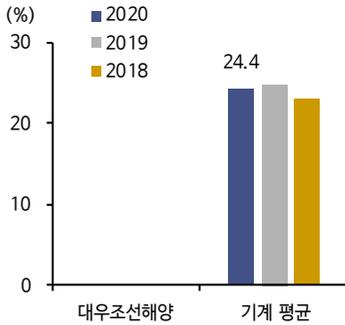
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한금융투자

Social (사회)

여성직원 비율



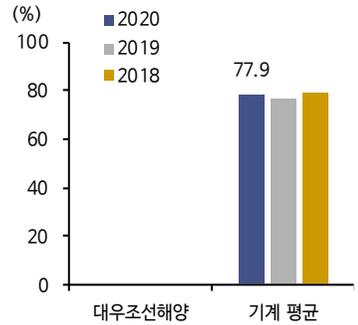
자료: Refinitiv, 신한금융투자

직원당 트레이닝 비용



자료: Refinitiv, 신한금융투자

직원 만족도



자료: Refinitiv, 신한금융투자

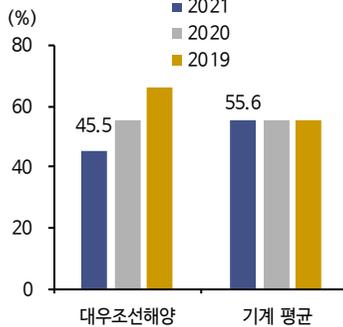
Governance (지배구조)

사외이사 비율



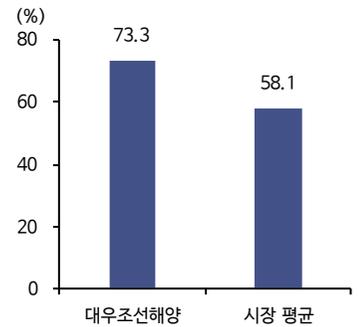
자료: 신한금융투자

독립이사 비율



자료: 신한금융투자

기업지배구조 핵심지표 준수율



자료: 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	10,320.8	10,623.2	11,194.2	10,847.3	13,046.9
유동자산	5,953.2	6,481.1	6,840.9	6,428.7	8,612.7
현금및현금성자산	1,343.6	1,778.9	349.4	(301.2)	(36.9)
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	963.3	1,139.1	1,362.6	1,412.6	1,815.6
비유동자산	4,367.5	4,142.1	4,353.2	4,418.6	4,434.2
유형자산	3,667.9	3,469.4	3,500.3	3,547.9	3,420.1
무형자산	0.9	1.2	1.5	1.4	1.3
투자자산	544.4	468.9	557.0	574.9	718.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	6,451.8	8,405.6	9,825.5	9,486.1	11,585.3
유동부채	5,162.7	7,464.5	8,848.8	8,490.0	10,433.1
단기차입금	1,011.9	1,137.9	1,047.2	647.2	647.2
매입채무	465.3	467.2	554.9	575.2	739.3
유동성장기부채	1,242.2	1,346.4	1,230.8	1,030.8	1,030.8
비유동부채	1,289.1	941.2	976.7	996.1	1,152.2
사채	320.7	111.7	56.4	56.4	56.4
장기차입금(장기금융부채 포함)	253.7	391.8	392.4	392.4	392.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,869.0	2,217.6	1,368.7	1,361.2	1,461.6
자본금	541.5	541.5	541.5	541.5	541.5
자본잉여금	17.7	17.7	16.9	16.9	16.9
기타자본	2,332.1	2,332.1	(42.9)	(42.9)	(42.9)
기타포괄이익누계액	302.5	327.6	329.6	329.6	329.6
이익잉여금	675.3	(1,001.3)	(1,809.2)	(1,816.7)	(1,716.4)
지배주주지분	3,869.0	2,217.6	1,368.7	1,361.2	1,461.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	2,879.2	3,041.2	2,866.5	2,271.6	2,312.9
*순차입금(순현금)	1,354.5	916.2	2,107.7	2,148.4	1,804.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(458.5)	485.8	(790.2)	157.3	487.5
당기순이익	86.6	(1,699.8)	(806.7)	(7.5)	100.3
유형자산상각비	128.8	123.9	128.4	132.5	127.8
무형자산상각비	0.9	0.1	0.1	0.1	0.1
외환환산손실(이익)	(17.8)	86.5	19.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.6)	(5.4)	(0.1)	0.0	0.0
재분별, 총괄, 관계기업손실(이익)	1.6	1.3	0.1	0.0	0.0
운전자본변동	(1,108.2)	760.5	(340.5)	32.2	259.3
(법인세납부)	(0.4)	0.0	54.7	1.3	(17.7)
기타	451.6	1,218.7	154.7	(1.3)	17.7
투자활동으로인한현금흐름	137.8	101.3	(306.2)	(213.0)	(264.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(189.9)	(100.3)	(150.3)	(180.0)	0.0
유형자산의감소	2.1	5.7	0.5	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	9.3	8.2	(85.5)	(18.0)	(143.4)
기타	316.3	187.7	(70.9)	(15.0)	(121.1)
FCF	(610.1)	(674.2)	(1,518.6)	(31.4)	(267.4)
재무활동으로인한현금흐름	(308.1)	(157.0)	(290.9)	(594.9)	41.3
차입금의증가(감소)	(217.0)	(77.2)	(286.1)	(594.9)	41.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(91.1)	(79.8)	(4.8)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(42.9)	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(40.0)	5.3	0.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(668.7)	435.4	(1,429.6)	(650.6)	264.3
기초현금	2,012.2	1,343.6	1,778.9	349.4	(301.2)
기말현금	1,343.6	1,778.9	349.4	(301.2)	(36.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	7,030.2	4,486.6	6,132.9	7,558.1	9,407.7
증감률 (%)	(15.9)	(36.2)	36.7	23.2	24.5
매출원가	6,634.2	6,033.7	6,576.0	7,174.2	8,943.6
매출총이익	395.9	(1,547.1)	(443.1)	383.8	464.0
매출총이익률 (%)	5.6	(34.5)	(7.2)	5.1	4.9
판매관리비	242.5	207.5	278.4	278.2	230.1
영업이익	153.4	(1,754.7)	(721.5)	105.6	233.9
증감률 (%)	(47.6)	적전	적지	흑전	121.5
영업이익률 (%)	2.2	(39.1)	(11.8)	1.4	2.5
영업외손익	(75.1)	27.2	(140.5)	(114.4)	(115.9)
금융손익	102.8	(484.0)	(211.2)	(218.5)	(304.0)
기타영업외손익	(176.4)	512.5	70.9	104.1	188.1
중상및관계기업관련손익	(1.6)	(1.3)	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업이익	78.3	(1,727.5)	(862.0)	(8.8)	118.0
법인세비용	(8.3)	(27.6)	(55.3)	(1.3)	17.7
계속사업이익	86.6	(1,699.8)	(806.7)	(7.5)	100.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	86.6	(1,699.8)	(806.7)	(7.5)	100.3
증감률 (%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
순이익률 (%)	1.2	(37.9)	(13.2)	(0.1)	1.1
(지배주주)당기순이익	86.6	(1,699.8)	(806.7)	(7.5)	100.3
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	114.1	(1,650.3)	(806.0)	(7.5)	100.3
(지배주주)총포괄이익	114.1	(1,650.3)	(806.0)	(7.5)	100.3
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	283.1	(1,630.7)	(593.1)	238.2	361.8
증감률 (%)	(38.0)	적전	적지	흑전	51.9
EBITDA이익률 (%)	4.0	(36.3)	(9.7)	3.2	3.8

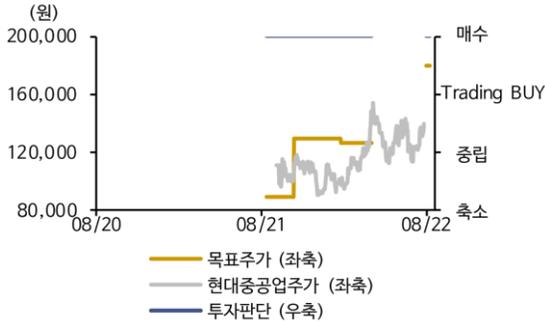
주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	807	(15,843)	(7,519)	(70)	935
EPS (지배순이익, 원)	807	(15,843)	(7,519)	(70)	935
BPS (자본총계, 원)	36,061	20,669	12,757	12,687	13,623
BPS (지배지분, 원)	36,061	20,669	12,757	12,687	13,623
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	33.9	(1.5)	(2.9)	(312.9)	23.3
PER (지배순이익, 배)	33.9	(1.5)	(2.9)	(312.9)	23.3
PBR (자본총계, 배)	0.8	1.1	1.7	1.7	1.6
PBR (지배지분, 배)	0.8	1.1	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (배)	15.2	(2.1)	(7.5)	18.8	11.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.0	(36.3)	(9.7)	3.2	3.8
영업이익률 (%)	2.2	(39.1)	(11.8)	1.4	2.5
순이익률 (%)	1.2	(37.9)	(13.2)	(0.1)	1.1
ROA (%)	0.8	(16.2)	(7.4)	(0.1)	0.8
ROE (지배순이익, %)	2.3	(55.9)	(45.0)	(0.5)	7.1
ROIC (%)	2.9	(32.9)	(13.0)	1.7	3.8
안정성					
부채비율 (%)	166.8	379.0	717.9	696.9	792.7
순차입금비율 (%)	35.0	41.3	154.0	157.8	123.5
현금비율 (%)	26.0	23.8	3.9	(3.5)	(0.4)
이자보상배율 (배)	1.1	(15.2)	(7.3)	1.3	3.2
활동성					
순운전자본회전을 (회)	3.8	2.6	3.8	3.7	4.0
재고자산회수기간 (일)	55.1	85.5	74	67.0	62.6
매출채권회수기간 (일)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자 의견 및 목표주가 추이

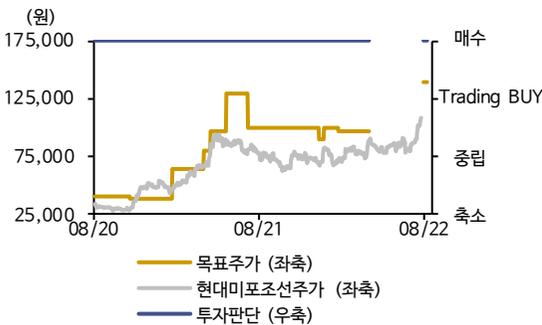
현대중공업(329180)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 08월 27일	매수	90,000	15.9	28.3
2021년 10월 27일	매수	130,000	(19.0)	(8.8)
2022년 02월 08일	매수	127,000	(10.2)	16.5
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2022년 08월 16일	매수	180,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

현대미포조선(010620)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 07월 31일	매수	40,000	(24.7)	(16.1)
2020년 11월 02일	매수	38,000	20.9	41.6
2021년 02월 04일	매수	64,000	(9.2)	5.3
2021년 04월 15일	매수	80,000	(11.6)	(1.9)
2021년 04월 30일	매수	97,000	(7.9)	(3.0)
2021년 06월 04일	매수	130,000	(35.1)	(31.5)
2021년 07월 22일	매수	100,000	(26.4)	(14.7)
2021년 12월 27일	매수	90,000	(18.3)	(9.1)
2022년 01월 07일	매수	100,000	(25.0)	(18.3)
2022년 02월 08일	매수	97,000	(19.6)	(9.0)
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2022년 08월 16일	매수	140,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

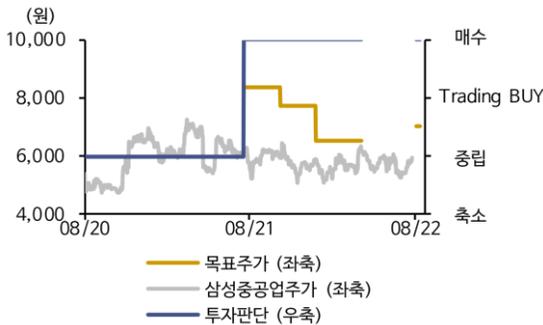
한국조선해양(009540)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 07월 06일	매수	115,000	(25.1)	(16.6)
2020년 11월 02일	매수	93,000	12.1	27.4
2021년 02월 02일	매수	125,000	(21.5)	(20.9)
2021년 02월 05일	매수	115,000	2.4	17.0
2021년 04월 15일	매수	150,000	(4.5)	0.3
2021년 04월 30일	매수	170,000	(12.0)	(5.6)
2021년 06월 04일	매수	180,000	(26.4)	(20.6)
2021년 07월 22일	매수	150,000	(25.0)	(10.0)
2021년 10월 27일	매수	113,000	(9.7)	(9.7)
2021년 10월 29일	매수	115,000	(17.2)	(9.1)
2022년 02월 08일	매수	94,000	(6.3)	3.9
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2022년 08월 16일	매수	110,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

삼성중공업(010140)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 08월 03일	중립	-	-	-
2021년 02월 04일	6개월경과	-	-	-
2021년 08월 02일	매수	8,337	(28.3)	(24.5)
2021년 10월 21일	매수	7,700	(25.5)	(16.2)
2022년 01월 07일	매수	6,500	(13.5)	(4.0)
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2022년 08월 16일	매수	7,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 07월 06일	매수	30,000	(18.6)	(4.2)
2021년 01월 07일		6개월경과	(10.2)	(1.5)
2021년 04월 15일	Trading BUY	30,000	14.0	34.3
2021년 05월 18일	중립	-	-	-
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2022년 08월 16일	매수	25,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동현, 명지운)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상회사 및 상회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> 매수: 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소: 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> 비중확대: 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립: 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소: 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 08월 12일 기준)

매수 (매수)	96.55%	Trading BUY (중립)	1.29%	중립 (중립)	2.16%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------