Date
2022.12.07.

Contact
김봉환
기업평가본부 책임연구원
02.2014.6377
bonghkim@nicerating.com

조선

수주잔고의 양적·질적 개선이 실적 호전을 견인할 전망

2023 실적전망		
저하	유지	개선

신용등급 방향성		
부정적	안정적	긍정적

1. 산업의 최근 현황

2022년에는 LNG선 신규 발주가 크게 증가하여 한국 조선사들 양호한 신규 수주 지속

글로벌 조선업은 과거 수년간 절대적인 발주규모가 축소된 상황에서 호황기 당시 확대된 건조능력과 중국 조선사의 성장 등에 따라 산업 전반의 경쟁강도가 높아진 상황이다. 다만, 2020년 4분기 이후 경제 회복에 따른 해상 물동량 증가, 환경규제 강화에 따른 친환경 선박 수요 증가 등으로 조선업 발주 환경이 개선되면서 신규 발주가 크게 증가하였다. 2021년에는 물동량 증가, 해상운임 상승으로 인해 컨테이너선의 발주가 크게 증가하면서 신조선 발주 호황을 견인하였다. 2022년에는 전년 대비 전체 조선산업의 신규 발주량이 다소 감소하였으나, 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 글로벌 천연가스 수급 변동이 나타남에 따라 유럽의 LNG 수요가 증가하고 있고, 2020년 슬롯 계약을 체결하였던 카타르 프로젝트의 신규발주가 본격적으로 시작되면서 LNG선의 발주량이 크게 증가하였다. 전체 발주량 감소에도 불구하고, 한국 조선사들이 강점을 가지고 있는 LNG선의 신규 발주가 크게 증가하면서, 한국 조선사들은 2022년에도 양호한 신규 수주가 지속되고 있다.

조선 3사 신규 수주, 수주잔고 추이 단위: 억원, 배

구분		'17.12	'18.12	'19.12	'20.12	'21.12	'22.09
현대중공업그룹	신규수주	115,616	180,636	165,182	129,554	300,734	376,603
	수주잔고	189,047	243,919	259,182	228,335	372,383	625,204
	수주잔고/매출액	1.2	1.9	1.7	1.5	2.4	3.8
대우조선해양	신규수주	33,207	70,797	49,451	53,102	142,602	130,361
	수주잔고	133,841	119,649	101,267	86,405	189,970	307,320
	수주잔고/매출액	1.2	1.2	1.2	1.2	4.2	6.8
삼성중공업	신규수주	86,624	67,151	91,328	46,004	142,338	101,819
	수주잔고	108,424	123,476	141,709	120,118	197,486	257,462
	수주잔고/매출액	1.4	2.3	1.9	1.8	3.0	4.5

자료: 각 사 공시자료
주: 현대중공업그룹은 한국조선해양 연결 기준, 수주잔고/매출액 계산시 2022년 3분기 매출액은 연환산 적용

수주와 매출 발생 시점간 시차, 원재료 가격 상승 등으로 저조한 영업수익성 지속

2021년 이후 조선사들의 신규 수주가 크게 증가하였고, 신조선가도 점진적으로 상승하고 있으나, 수주와 매출 발생 시점간 시차, 원재료 가격 상승 등으로 인해 저조한 영업수익성이 지속되고 있다. 2020년까지 부진한 신규 수주의 영향으로 매출액이 과거 호황기 대비 축소되어 고정비 부담이 지속되고 있으며, 주요 원재료인 강재 가격 상승 등으로 공사손실충당금을 설정하면서 2021년 이후 대규모 영업적자가 지속되고 있다.

주요 조선사 매출액, 영업수익성 추이

단위: 억원, %

구분		'17.12	'18.12	'19.12	'20.12	'21.12	'22.09
현대중공업	매출액	101,058	80,667	87,418	83,102	83,040	63,824
별도	EBIT	139	-3,337	1,927	325	-8,006	-3,089
	EBIT/매출액	0.1	-4.1	2.2	0.4	-9.6	-4.8
현대삼호중공업	매출액	2,7710	26,197	34,883	39,180	41,416	31,856
별도	EBIT	60	-2,289	52	156	-3,072	-826
	EBIT/매출액	0.2	-8.7	0.1	0.4	-7.4	-2.6
대우조선해양	매출액	111,018	96,444	83,587	70,302	44,866	34,110
연결	EBIT	7,330	10,248	2,928	1,534	-17,547	-11,974
	EBIT/매출액	6.6	10.6	3.5	2.2	-39.1	-35.1
삼성중공업	매출액	79,012	52,651	73,497	68,603	66,220	43,101
연결	EBIT	-5,242	-4,093	-6,166	-10,541	-13,120	-5,186
	EBIT/매출액	-6.6	-7.8	-8.4	-15.4	-19.8	-12.0

자료: 각 사 공시자료
주: 현대중공업은 분할전 구 현대중공업(현 한국조선해양) 실적 포함

2. 2023 실적 전망

2023년 조선사들의 실적은 상승한 신조선가를 반영한 수주 물량이 순차적으로 매출에 반영되면서 2022년 대비 "개선" 전망

조선사들은 2021년 이후 원자재 가격 상승의 영향을 공사손실충당금 설정으로 선제적으로 반영하여 대규모 영업적자가 지속되고 있으나, 주요 원재료인 후판 가격은 2022년 4월 140만원/톤을 기록한 이후 안정화 되는 양상을 보이고 있다. 이에 따라, 추가적으로 큰 폭의 원자재 가격 변동이 나타나지 않는다면, 2021년 이후 본격적인 상승 추세를 보인 신조선가를 반영한 수주 물량이 순차적으로 매출에 반영되면서 2023년 실적은 2022년 대비 "개선"될 전망이다.

3. 신용등급 방향성

사업실적 개선, 신규 수주 증가에 따른 선수금 유입 등으로 차입부담 대응이 가능할 것으로 보여 2023년 조선산업 기업들의 신용등급 방향성은 "안정적" 전망

조선사들은 2021년 이후 주요 원재료인 후판 가격 급등으로 수익성이 크게 저하되었다. 다만, 신규 수주가 크게 증가하면서 향후 3년치 이상의 수주 잔고를 확보하는 등 사업안정성이 과거 대비 개선되었고, 2023년부터는 상승한 신조선가를 반영한 수주 물량이 순차적으로 매출에 반영되면서 사업실적이 개선될 것으로 전망된다. 건조 진행물량이 점차 증가하여 운전자금 부담이 확대될 것으로 전망되고, 환경규제 강화에 대응하기 위한 투자 등으로 자금 소요가 증가할 수 있으나, 사업실적 개선, 신규 수주 증가에 따른 선수금 유입 등을 바탕으로 차입부담에 대응이 가능할 것으로 예상된다. 이를 종합적으로 고려할 때, 2023년 조선산업에 속한 기업들의 신용등급 방향성은 "안정적"일 것으로 전망된다.

신용등급 분포 및 추이 – 조선

기업명		2017	2018	2019	2020	2021	2022
현대중공업	장기					A/S	A/S
	단기					A2	
현대삼호중공업	장기	BBB+/N				A-/S	A-/S
	단기	A3+				A2-	A2-
삼성중공업	장기	BBB+↓					
	단기	A3+↓	A3+	A3+	A3+	A3	A3
대우조선해양	장기	CCC/S	CCC/S	BBB-/S	BBB-/P	BBB-/P	BBB-/S
	단기	C					

주1: 2022년 등급은 2022년 11월 30일 NICE신용평가㈜ 보유 유효등급 기준임.
주2: 등급전망 Rating Outlook은 P(Positive:긍정적), S(Stable:안정적), N(Negative:부정적), D(Developing:유동적)로 구분됨.
주3: 등급감시Credit Watch는 등급상향 검토↑, 등급하향 검토↓, 불확실 검토◆로 구분됨
주4: 지급보증 또는 담보부보증 등을 바탕으로 부여된 신용등급은 표기를 생략함
주5: 2019년 이후 대우조선해양 장기신용등급은 기업신용등급 기준

4. 주요 크레딧 이슈

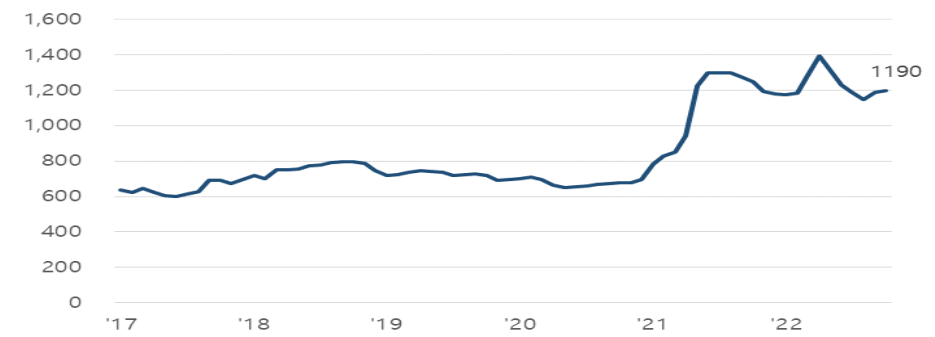
- **주요 원재료인 강재가격 변동과 조선사들의 영업수익성 회복 여부**
- **양호한 신규 수주 및 신조선가 상승 추세 유지 여부**
- **한화그룹의 대우조선해양 인수**
- **환율 및 금리 상승의 영향: 순수출산업으로 환율 상승이 긍정적인 요인이나 환위험 헤지로 인해 수익성 개선 효과 일부 상쇄, 수익성 개선으로 금융비용 커버리지 지표 개선이 예상되어 금리 상승 영향은 크지 않은 수준**

● 주요 원재료인 강재가격 변동과 조선사들의 영업수익성 회복 여부

조선사들은 2021년 이후 원자재 가격 상승의 영향을 공사손실충당금 설정으로 선제적으로 반영한 가운데, 추가적으로 큰 폭의 원자재 가격 변동이 나타나지 않는다면 2021년 이후 본격적인 상승 추세를 보인 신조선가를 반영한 수주 물량이 순차적으로 매출에 반영되면서 점진적으로 수익성이 개선될 것으로 전망된다. 다만, 강재 가격이 예상보다 크게 상승하거나 하락할 경우 공사손실충당금 추가 설정이나 환입으로 인해 수익성이 크게 변동할 수 있어, 향후 강재 가격 변동 추이와 조선사들의 영업수익성 회복 여부를 중점적으로 검토할 예정이다.

후판 가격 변동 추이

단위: 천원/톤

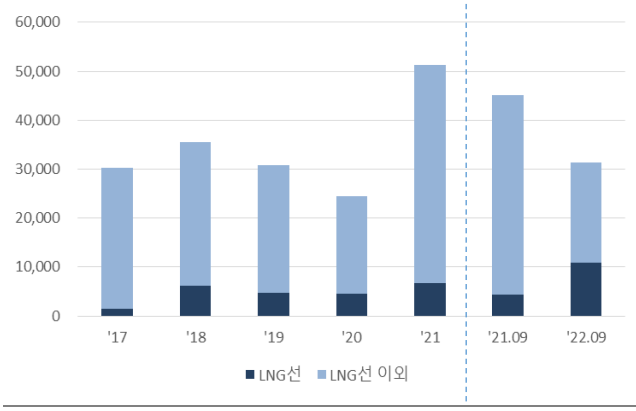


자료: 스틸데일리, SS275 후판 가격 기준

● **양호한 신규 수주 및 신조선가 상승 추세 유지 여부**

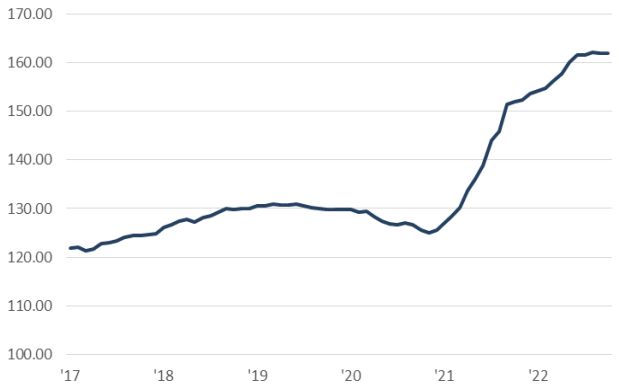
2022년 중 LNG선 이외의 컨테이너선, 탱커선 등 주요 선종들은 전년 대비 발주량이 크게 감소한 가운데, 최근 LNG선 대규모 발주 집중의 영향 등으로 향후 LNG선의 발주량도 감소할 경우 한국 조선사들의 신규 수주에 직접적인 영향이 있을 수 있다. 따라서, 환경규제에 대응하기 위한 친환경 선박 수요 증가 등으로 일정 수준 이상의 신규 발주가 지속되어, 조선사들의 양호한 신규 수주 및 신조선가 상승 추세가 유지되는지 여부가 조선사들의 중기적 신용도에 영향을 미칠 전망이다.

글로벌 신규 발주량 추이 단위: 천CGT



자료: Clarksons Research

신조선가 추이 단위: index



자료: Clarksons Research

● **한화그룹의 대우조선해양 인수**

한화그룹의 대우조선해양 인수 작업이 진행되고 있다. 인수가 계획대로 진행될 경우 한화그룹은 2023년 3월말까지 목표로 2조원 유상증자를 통해 대우조선해양의 지분 49.3%를 취득할 예정이다. 대우조선해양은 한화그룹의 유상증자를 통해 지배구조가 안정화되고 재무안정성이 개선되는 등 긍정적인 효과가 전망된다. 다만, 향후 매출액 증가에 따른 운전자금 부담 확대, 친환경 선박 개발 등 신성장 동력 확보를 위한 투자 등의 자금소요를 고려할 때, 단기적으로 차입금 감축 효과는 크지 않을 것으로 예상된다. 중장기적으로는 2021년 이후 증가한 수주잔고를 바탕으로한 사업실적 개선 정도, 한화계열 편입 이후 계열 내 방산부문, 에너지부문과의 시너지효과를 통한 사업경쟁력 강화효과 등이 신용도에 영향을 미칠 전망이다.

● **전세계적인 달러 강세 기조에 따른 환율 상승과 금리 상승의 영향**

[환율상승에 따른 영향]

환율 변동에 따른 실적 민감도

조선산업은 대부분의 매출이 달러로 발생하는 반면, 원가에서는 일부만 달러로 매입이 발생하여 순수출비중(한국은행 산업연관표 기준)이 59.7%로 나타나고 있으며, 이는 제조업 평균 13.0% 대비 크게 높은 수준이다. 이에 따라, 환율 상승 시 매출액 증가 폭이 원가 상승 폭을 상회하여 수익성 개선 효과가 발생하는 구조적 특성이 있다. 실제로 조선산업은 환율 5% 상승 시 영업이익률이 3%p 내외 상승하는 것으로 나타나는 등, 환율 변동에 따른 영업수익성 민감도가 높은 수준이다.

조선산업의 환율변동률에 따른 영업수익성 민감도

단위: 억원

구분	-10%	-5%	5%	10%
조선산업 영업이익 변동	-15,842	-7,921	7,921	15,842
조선산업 영업이익률 변동(%p)	-5.97	-2.98	2.98	5.97

자료: 한국은행 산업연관표를 당사 재가공
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, 대우조선해양의 2021년 합산 실적 기준

환율 변동 영향 관련 고려요인

가격전가력: 조선산업은 전세계가 단일 시장으로 형성되어 있으며, 조선사간 동일 선종 내 제품의 차별화 정도가 크지 않아 전방교섭력은 다소 열위한 수준이다. 이에 따라, 선박 가격은 대체로 시장의 수급환경 변화에 따라 결정되고 있는 가운데, 조선사들의 공급능력 변화는 비탄력적이어서 수출가격 결정 시 환율 변동의 영향을 반영하기 어려운 구조인 것으로 판단된다.

외화자산, 부채 노출 수준: 조선사들은 매출액의 대부분이 달러로 결제되어 달러 매출채권, 계약자산의 규모가 달러 매입채무, 차입금 대비 크게 나타나 환율 상승 시 평가 이익이 발생할 수 있는 구조이다. 다만, 총자산규모 대비 보유 순달러자산의 규모는 크지 않은 수준인 것으로 보인다. 실제로 현대중공업의 경우 2022년 6월말 기준 총자산은 16조원이며, 순달러자산은 1.3조원(달러자산 3.8조원, 달러부채 2.5조원)으로 총자산 대비 순달러자산 비중은 8.1% 수준이다.

CAPEX **노출 수준**: 국내 조선사들의 주요 생산설비는 국내에 위치하고 있어, CAPEX의 외화 노출 수준은 낮은 것으로 판단된다. 또한, 조선사들의 해외법인들은 국내 법인 대비 규모가 미미한 수준이다.

환위험 헤지 이용 정도: 조선사들은 파생상품을 활용해 환율변동위험을 헤지하고 있으나, 조선사별로 환헤지 정책에 다소간 차이가 존재한다. 삼성중공업은 자연 헤지되는 부분을 포함하여 환위험을 100% 헤지하고 있으며, 현대중공업그룹은 환율 수준에 따라 환위험 헤지 비중을 조정하고 있다. 이에 따라, 조선사별로 환율 상승에 따른 수혜 정도는 차이가 발생할 수 있다.

기타 산업별 특성에 따른 고려요인: 상기 요인들 이외에 조선산업의 환율 변동에 따른 영향과 관련하여 특별히 고려해야 할 기타 산업 특성 요인은 없는 것으로 판단된다.

조선산업의 환율변동에 따른 영향 관련 고려요인

구분	높음	중간	낮음
가격전가력			O
외화자산, 부채 노출 수준		O	
CAPEX 노출 수준			O
환위험 헤지 이용 정도	O		

자료: NICE신용평가

조선산업의 환율 상승에 따른 종합적인 영향은 긍정적

상기 환율 변동에 따른 실적 민감도, 환율 변동 관련 제반 고려요인들을 종합할 때 조선산업의 환율상승에 따른 영향은 긍정적이다. 조선산업은 환율 상승 시 수익성 개선 효과가 발생

하는 구조적 특성이 존재하는 가운데 외화자산, 부채 노출 수준 및 CAPEX 노출 수준에 따른 영향도 크지 않은 것으로 판단된다. 다만, 파생상품거래를 통해 환율변동위험을 회피하고 있어 환율 상승에 따른 긍정적인 효과가 일부 상쇄될 가능성은 존재한다.

환율 상승에 따른 조선산업 영향 종합

구분	긍정적	다소 긍정적	제한적	다소 부정적	부정적
환율 상승에 따른 종합적 영향	O				

자료: NICE신용평가

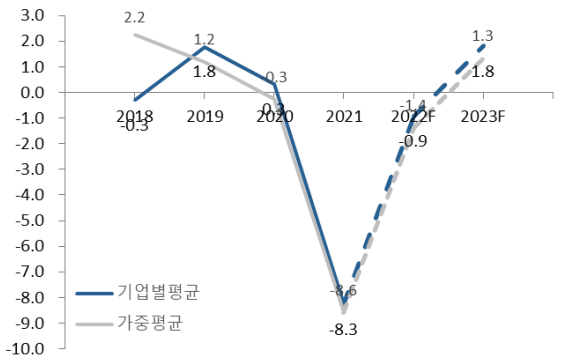
[금리상승에 따른 영향]

수익성 개선으로 금융비용 커버리지 지표가 개선되나 대체로 낮은 수준을 유지할 전망

조선산업은 금리상승에 따른 영향이 다소 낮을 것으로 전망된다. 조선산업은 2021년 이후 수익성이 크게 저하되어 EBITDA 적자가 지속되고 있으나, 향후 수익성이 개선되면서 금융비용 커버리지 지표가 개선될 것으로 전망된다. NICE신용평가는 조선산업 내 주요 4개 기업의 평균 EBITDA/금융비용 지표 변화를 추정하였으며, 그 결과 2021년 -8.3배에서 2022년 -0.9배, 2023년 1.8배로 점진적으로 개선되나, 대체로 낮은 금융비용 커버리지를 유지할 것으로 전망되었다.

4개 기업 중 3개 기업은 수익성 개선에도 불구하고 여전히 금융비용 커버리지 배수가 열위하여 요주의 기업으로 분류되었다. 다만, 현대중공업과 삼성중공업은 2021년 중 IPO, 유상증자를 통해 차입부담을 완화하여 절대적인 차입부담이 크지 않은 상태이다. 대우조선해양은 2017년 중 채무조정을 통해 당시 회사채 및 차입금의 금리를 1%로 조정한 바 있으며, 2023년부터 금리 스텝업이 예정되어 있었던 신종자본증권은 한화그룹의 대우조선해양 인수와 관련하여 조건변경을 통해 스텝업을 5년 유예하였다. 이에 따라, 실질적인 금융비용 부담 증가는 시장 금리 상승 폭 대비 작을 것으로 예상된다. 또한, 조선사들은 최근 신규 수주 증가로 선수금 유입액이 증가하여 단기적으로 금융비용에 원활한 대응이 가능할 것으로 전망된다.

조선산업 평균 EBITDA/금융비용 추정 단위: 배



2023년 EBITDA 및 금융비용 커버리지 변화 전망

구분	영업현금(EBITDA)		EBITDA/금융비용		요주의 기업비중	
	개선	저하	개선	저하	A이상	BBB이하
기업수(전체)	4	0	4	0	1(2)	2(2)

자료: NICE신용평가
주1: 가산금리는 2021년 대비 2022년 +200bp, 2023년 +300bp 적용
주2: 조선산업 내 기업 중 NICE신용평가가 등급을 보유한 4개사 기준

주: 요주의 기업은 EBITDA/금융비용 배수가 A이상 3배 미만, BBB이하 1미만 기준

유의사항

NICE신용평가㈜가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가㈜가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 "발간물")는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가㈜는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가㈜의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가㈜는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가㈜는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가㈜는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가㈜는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가㈜에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가㈜의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.