

조선

Issue Comment  
2014.9.19

[조선,기계]

성기종  
02-768-3263  
kijong.sung@dwsec.com

# 조선

## (비중확대/Maintain)

### 1 + 1 < 2

- 중국은 정부 주도하에 구조조정 가속화, 한국은 STX조선해양 처리만 남아
- 중국 민간 최대 조선사인 통성중공업도 CSSC 산하의 외고교 조선소로 흡수합병 예상
- 한, 중 대형 조선사 M&A를 마지막으로 구조조정은 마무리 → 최대 수혜는 현대미포조선

#### 1. 중국 정부는 구조조정 가속화

중국 정부는 지난해 8월 ‘조선공업 구조조정 및 업그레이드 촉진을 위한 실시 방안’을 발표했다. 이후 10월에 구조조정안의 강제시행에 나섰고, 12월에는 대형 조선사들의 사업부 교환이나 중소 규모 조선사들을 대기업에 흡수합병을 통해 구조조정에 박차를 가하였다. **금년 들어 경쟁력이 떨어지거나 독자생존이 불가능한 업체들을 선별하여 폐업시키거나 추가적인 M&A와 매각절차를 이어오고 있다. 조선업 설비과잉을 해소하기 위해 향후 3년간 생산설비 증설도 통제된다.**

중국 정부는 국영조선사인 중국선박공업(CSSC: China State Shipbuilding Co.)와 중국선박중공업(CSIC: China Shipbuilding Industry Co.)그룹을 중심으로 각종 정책을 추진, 발전시켜오고 있다.

#### 2. 민간 최대 조선사인 Rongsheng 중공그룹도 흡수합병 위기

홍콩 증시에 상장한 Rongsheng중공그룹은 정부 당국으로부터 Jiangsu Rongsheng중공업을 합병하는 방안을 추진 중이라는 통보를 받았다고 지난 9월 7일에 공시했다. Rongsheng 중공그룹은 2009년 이후 무리한 해양사업 진출과 의욕만 앞선 공격적인 경영으로 실적과 재무상태가 급격히 악화되었다. 결국 Rongsheng 중공그룹은 **지난 8월에 거래정지 되었고, 조선 부문의 핵심인 Jiangsu Rongsheng중공업(전체 그룹 매출액의 약 91% 비중)을 매각하기에 이르렀다.**

중국 최대 민간 조선사의 최후를 보는 순간이다. 이 회사의 인수자로 CSSC산하의 Shanghai Waigaoqiao 조선(SWS)일 가능성이 있다는 소문이 확산되고 있다. 또한 SWS가 Rongsheng 중공업의 인수 심사를 진행하고 있어 양사의 합병 가능성이 높아 보인다.

#### 3. 한국 조선업계도 STX조선해양 처리만 남아

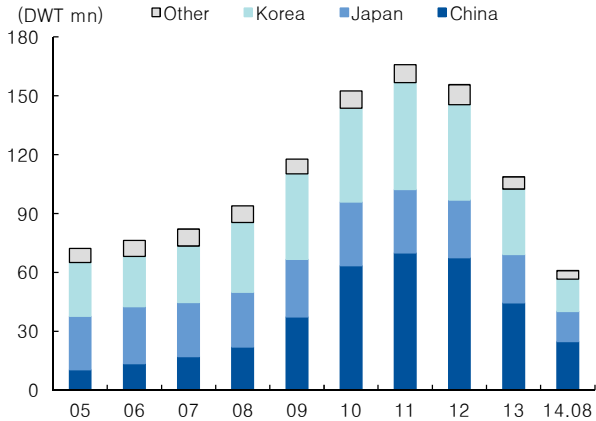
한국의 경우도 크게 다르진 않다. 국내 조선사의 약 60%가 이미 문을 닫았고 STX조선해양의 항방만이 남았을 뿐이다. 채권단의 지원하에 정상화에 노력하고 있으나 홀로서기가 만만치 않아 보인다. **성동조선과의 합병설도 있어 중국의 Rongsheng중공업과 같은 길을 걸을 가능성이 높다.**

#### 4. 1+1 < 2 → 현대미포조선이 최대 수혜 전망

두 조선사의 인수합병은 1+1=2의 공식이 맞지 않다. 대형사가 중소형사를 흡수 합병하면 규모는 둘보다 작아지고 재무상태도 나빠진다. 특히 중국 대형조선사들은 중소형선 제작에서 시작하여 대형화하거나 특수 선종에 특화된 기업들이다. **중소형 조선사를 흡수 합병하는 것은 중복투자의 의미이며 대형화에 걸림돌로 작용, 일부 설비를 축소할 수 밖에 없다.** 중국의 대형 조선사들은 대형사들은 재무상태가 양호한 국영 조선사, 부실한 조선사는 민간 조선사가 대부분이다.

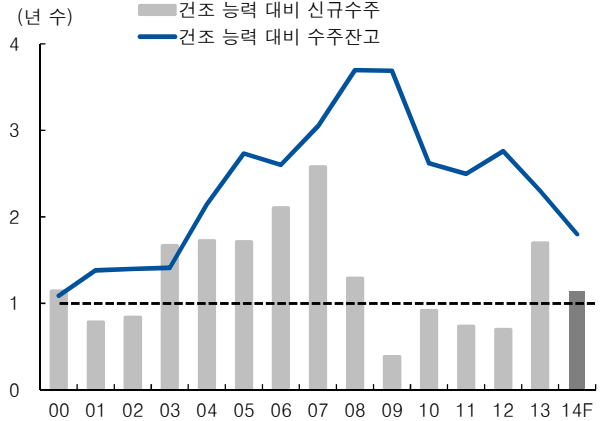
따라서 중국은 중소형 조선사들의 생산능력이 기존보다 축소될 전망이다. 이에 국내 중소형 전문 생산업체들의 상대적 수혜가 예상된다. 물론 재무상태가 좋지 못한 중소형사들이 국영조선사와 M&A를 통해 체력과 경쟁력이 개선될 수 있다고 본다. 하지만 이는 소수에 불과하고 대형 국영 조선사들의 향후 방향성에 위배되기 때문에 **전반적으로 중국 중소형 조선업계의 생산능력은 물론 경쟁력 약화가 예상된다. 따라서 현대미포조선이 최대 수혜가 될 전망이다.** 대형선박을 건조하는 대형 조선사의 경우 M&A로 인한 내부 및 정책 변화가 크지 않아 경쟁구도는 유지될 전망이다.

그림 1. 국가별 인도량 추이



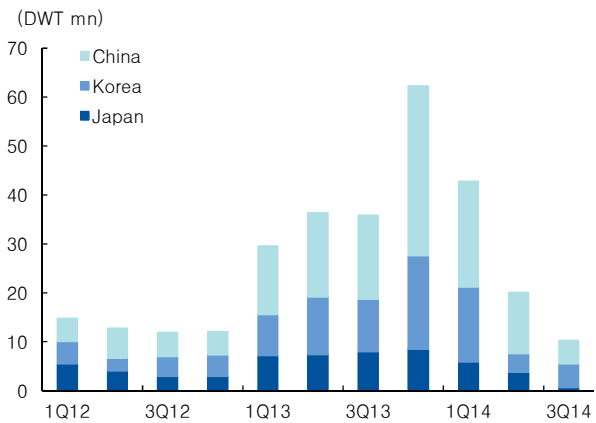
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 생산능력 대비 수주량 추이 및 전망



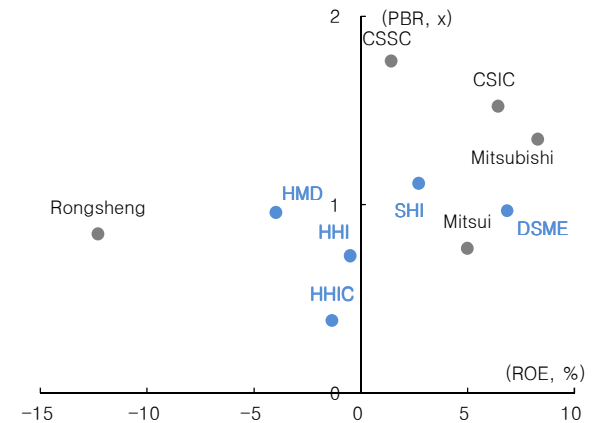
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 한,중,일 조선사들 분기별 수주 추이



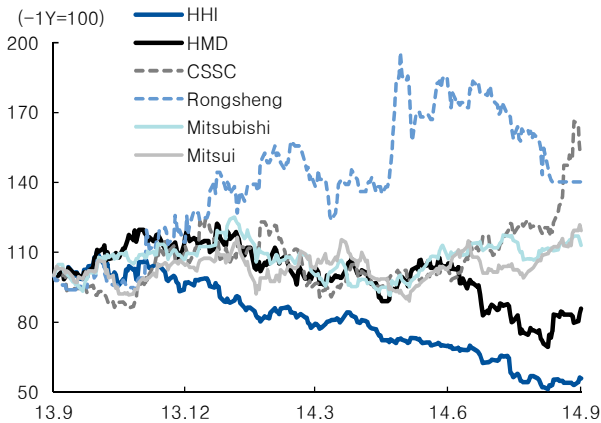
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 한중일 조선사들 ROE-PBR 비교 (2014년)



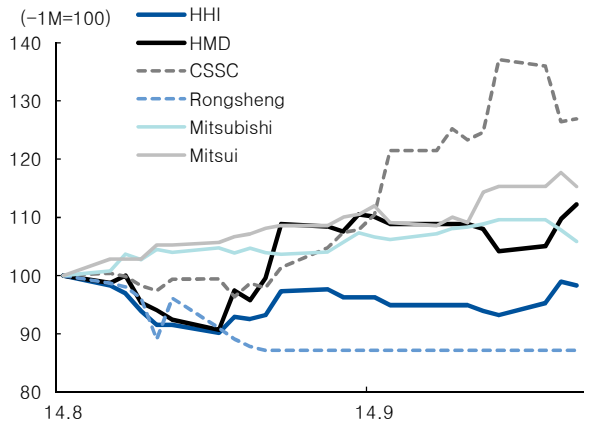
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 한,중,일 조선사들 최근 1년간 주가 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

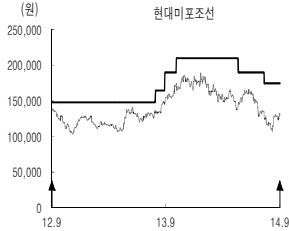
그림 6. 한, 중, 일 조선사들 1개월간 주가 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
현대미포조선(010620)	2014.07.30	매수	175,000원		2013.09.15	매수	190,000원
	2014.05.08	매수	190,000원		2013.08.16	매수	165,000원
	2013.10.22	매수	210,000원		2012.08.27	매수	148,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

- 비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대미포조선(우)로부터 자사주 금전신탁 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.