

조선

Overweight

[비중확대, 유지]

예상했던 대로 4분기 심해 시추선 발주 크게 증가할 가능성 높아지고 있어



전재천 769.3082
jcjeon7@daishin.com

Top pick

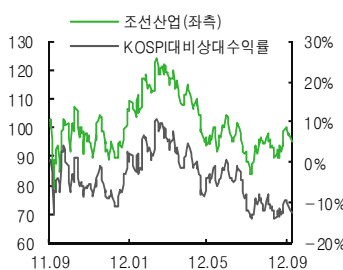
대우조선해양 Buy

목표주가
▲ 41%

36,000

종목명	투자 의견	목표주가
대우조선해양	Buy	36,000 원
현대중공업	Buy	310,000 원
삼성중공업	Buy	52,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-4.3	1.9	-0.8	20.2
상대수익률	-2.9	-1.2	-8.9	0.3



투자포인트

- 예상했던 대로 심해시추선 용선 증가하며 Option행사 증가
- 남은 연말까지 심해시추선 추가적으로 8기 정도 발주될 가능성 높음
- 4분기에 심해시추선, 해양생산설비 등 발주 증가하며 분기 주주 규모 가장 클 것
- 연말 또는 2013년 1분기까지 투자 기간 정하고 조정 시, 매수

Comment

예상했던 대로 용선계약 증가하며 Drillship Option 행사 증가

지난 7월 말 보고서에서 언급한 바와 같이 2011년 발주된 Drillship의 용선 계약이 증가하며 Drillship Option행사가 증가하고 있다. 8월 말까지 한국조선소의 심해시추선 누적 수주가 11기였는데 9월 1개월간 Option행사를 통해 Drillship 3기가 발주되어 현재기준 총 14기 (Drillship 10기, Semi-Rig 4기)를 수주하였으며 4분기에는 추가적으로 8기가 발주될 것으로 예상된다.

용선계약 추이를 보면, 2012년 5월까지 2011년 발주된 Drillship의 용선 확보가 없다가 6월에 첫 용선 계약이 있는 후, 9월 현재까지 5건의 용선 계약이 진행됐다(2011년 국내 조선사가 수주한 26기의 Drillship 중에서). 현재 2013년 인도 예정의 Drillship 22기 중, 8건이 용선 미확보 상태이나 4분기 내에 이들 시추선의 사용처가 모두 정해질 것으로 예상된다.

이로써 2011년 발주된 Drillship이 시장에서 빠르게 흡수되며 추가 발주 여력이 생긴 시추 Operator들이 Option행사를 포함하여 추가 발주에 나서고 있고 향후에도 증가를 예상된다.

6월 이후, 심해시추선 용선 계약 증가 배경은 높은 유가와 Oil Major의 용선 습관

5월 이후, 유럽 우려가 증가한 이후, 오히려 2011년 발주된 Drillship의 용선 계약이 증가하고 Drillship Option행사가 증가하고 있다. 전세계 경기 상황과는 다른 패턴으로 수요가 증가하고 있는 배경에는 1) 첫번째, 높은 유가를 바탕으로 심해 유전 개발 수요가 여전히 강하기 때문이고 2) 두번째, Oil Major의 용선 습관 때문으로 추정한다. 2011년 발주한 Drillship의 인도 시점이 대부분 2013년 이후인데 Oil Major는 Drillship의 용선계약을 선박 인도 1년전부터 용선하는 습관을 가지고 있어 2012년 6월부터 본격적으로 용선을 시작하였다.

4분기 수주금액이 2012년 분기 수주금액 중, 최대

4분기는 심해시추선을 중심으로 해양생산설비, 일부 LNG선 수주 증가가 예상되어 대형3사 분기 수주금액이 110억불을 상회할 것으로 예상된다(심해시추선 45억불, 해양생산설비 40억불, LNG선 20억불 등). 이는 2012년 분기 수주 금액 중, 사상 최고치가 될 것으로 예상된다. 최근 Container선을 위주한 상선 발주 움직임 증가도 긍정적이다.

또한, 실적측면에서는 2012년 하반기를 저점으로 2013년에 완만하게 개선될 것(대우조선해양과 삼성중공업에 대해)으로 예상하는데 이는 선종Mix 변화와 후판 단가 인하 덕분이다.

이를 감안 시, 연말 또는 2013년 1분기까지 투자 기간을 정하고 조정 시, 매수 대응이 바람직하다. 종목으로는 상대적으로 2012년 수익률이 낮아 상승 여력이 높은 대우조선해양과 현대중공업을 추천하며 3분기 실적까지 고려 시, 대우조선해양을 최우선주로 추천한다.

1. 대형3사 분기 수주금액 추이

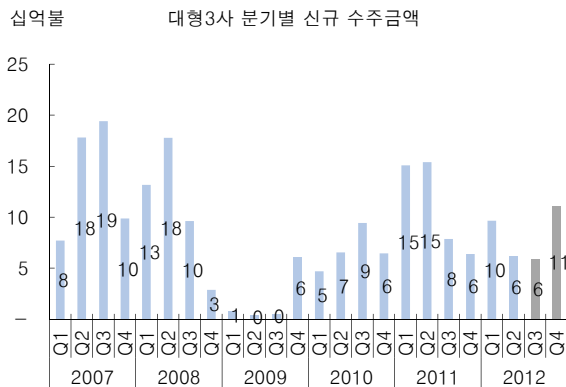
4분기 대형3사 수주 금액은
110억불로 2012년 분기 수
주금액 최대

4분기 기대 가능한 심해시추
선 최소 8기

4분기는 심해시추선을 중심으로 해양생산설비, 일부 LNG선 수주 증가가 예상되어 대형3사 분기 수주금액이 110억불을 상회할 것으로 예상된다(심해시추선 45억불, 해양생산설비 40억불, LNG선 20억불 등).

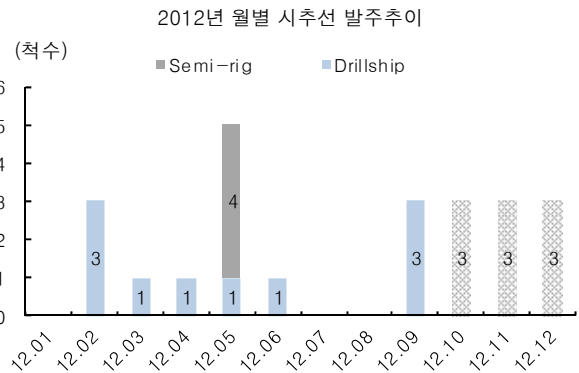
심해시추선의 기여도가 가장 클 것으로 예상하며 월별로는 9월부터 증가하는 것이며 4분기에 적어도 8기 정도의 발주를 기대할 수 있을 것으로 추정한다. 대형3사가 보유한 심해시추선 Option은 12기 (Option 행사 기한이 2013년인 것도 포함)이며 Transocean, Stena 등 Operator들과 신규로 진행 중인 심해시추선 기수도 8기를 넘고 있어 4분기 8기 정도는 충분히 기대할 수 있다는 판단이다.

그림 1. 대형3사 분기 수주, 4분기가 최대



자료: 각사, 대신증권리서치센터

그림 2. 심해시추선 발주 9월 이후 크게 증가 예상



자료: 각사, 대신증권리서치센터

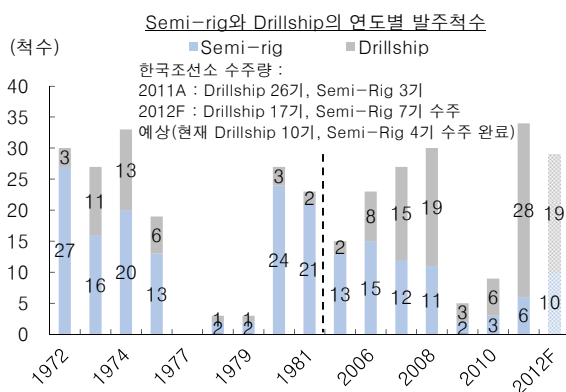
주: 국내 상장사 수주 물량에 대해서만 월별 집계. 10월 이후는 추정

2. 심해시추선 발주 추이

2012년 현재 누적 전세계 및
한국 심해시추선 수주 척수

2012년 9월말까지 누적 전세계 심해시추선 발주량은 Drillship 10기, Semi-Rig 6기이며 이 중에서 한국조선소는 Drillship 10기, Semi-Rig 4기를 수주하였다(Petrobras가 자국조선소에 발주한 심해시추선 제외). 4분기에는 추가적으로 최소 8기의 심해시추선 발주를 예상된다.

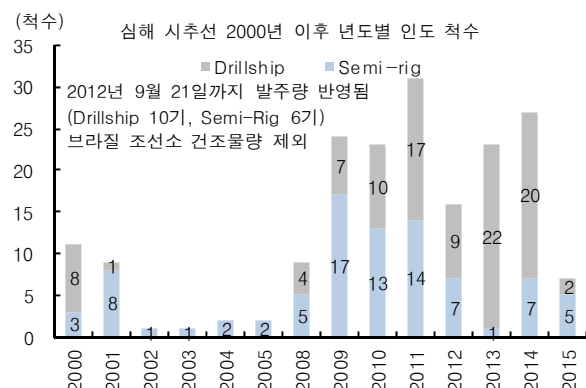
그림 3. 심해시추선 발주량 추이



자료: Rigzone, 대신증권리서치센터

주: Petrobras가 자국 브라질 조선소에 발주한 건조 물량은 제외

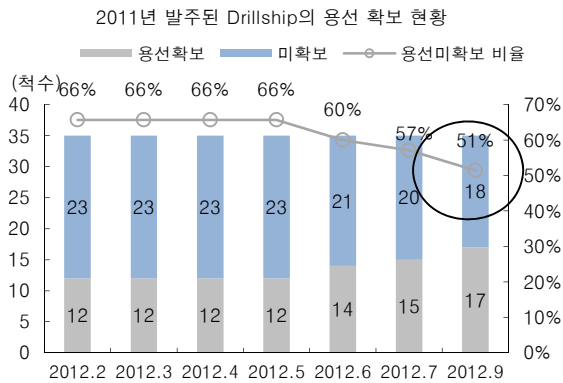
그림 4. 심해시추선 인도량 추이



자료: Rigzone, 대신증권리서치센터

주: Petrobras가 자국 브라질 조선소에 발주한 건조 물량은 제외

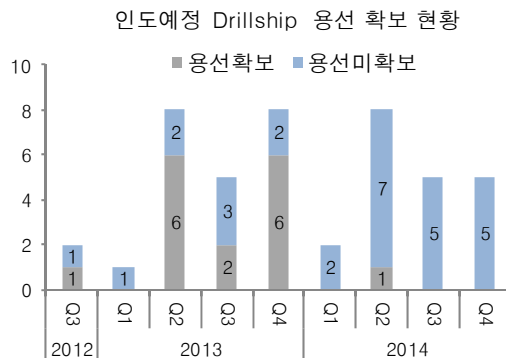
그림 5. 6월부터 용선계약 증가로 용선미확보 Drillship 감소



자료: Driller 각사, 대신증권리서치센터

주: 2011년 Drillship 발주량에는 Petrobras가 발주한 7기 포함

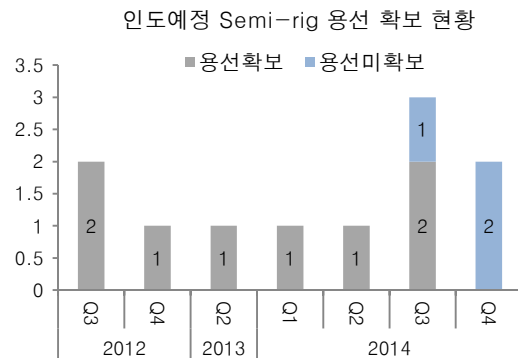
그림 6. Drillship, 분기별 용선 미확보 현황. 2012년 내, 2013년 인도 예정 Drillship은 모두 소진 예상



자료: Driller 각사, 대신증권리서치센터

주: X축은 인도 예정 시점임

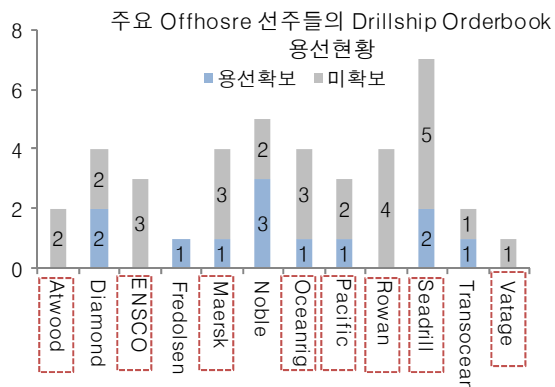
그림 7. Semi-Rig, 분기별 용선 미확보 현황. Drillship 보다 용선 확보 현황 양호



자료: Driller 각사, 대신증권리서치센터

주: X축은 인도 예정 시점임

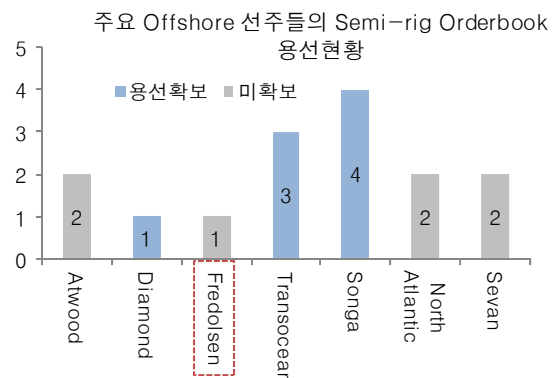
그림 8. Drillship 수주잔고의 37%만 용선 확보. Option 행사를 위해서는 기발주 물량 소화 필요



자료: Driller 각사, 대신증권리서치센터

주: 빨간 점선의 발주사는 현재 국내 조선사에 Option을 보유하고 있는 회사. 용선현황이 확인되지 않는 선주들도 있음

그림 9. Semi-rig 수주잔고의 약 53%가 용선확보



자료: Driller 각사, 대신증권리서치센터

주: 빨간 점선의 발주사는 현재 국내 조선사에 Option을 보유하고 있는 회사. 용선현황이 확인되지 않는 선주들도 있음

2011년 수주한 Drillship 용
선 6월부터 재개

2011년 한국조선소가 수주한 26기의 Drillship 중, 2011년 말까지 5기만이 용선을 확보하였고 21기
가 용선 미확보 상태로 2012년을 맞았다. 5월까지 한 척도 시장에서 흡수되지 않다고 6월부터 2011
년 발주된 Drillship의 용선이 진행되고 있다.

하루 운임 \$600천 수준으로
사상 최고 수준 유지

이들 용선 운임은 3년이라는 용선기간에도 하루 임대료 \$600천에 이를 정도로 높은 운임 수준을 꾸
준히 유지하고 있다.

표 1. 최근 용선된 Drillship의 용선계약 내용 - 여전히 \$600천 이상 유지

Driller	용선확정일	발주년도/인도년도	용선기간	용선료	용선처	투입지역
Pacific Drilling	2012.06	2011/4Q2013	5 년	\$555K	Chevron	USGOM
Maersk	2012.06	2011/4Q2013	3 년	\$610K	ExxonMobil	USGOM
Noble Drilling	2012.07	2011/4Q2013	3 년	\$618K	Anadarko	USGOM
Transocean	2012.09	2011/2Q2014	3 년	\$595K	미상	USGOM
Ocean Rig	2012.09	2011/2Q2013	3 년	\$640K	Repsol	Brazil

자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 2. 대형3사, 시추선 Option 12기 보유. Drillship Option은 삼성중공업이 8기로 최다 보유

(U\$mil,기)

건조조선소	선종	선주	계약금액	척수	본선계약시점	비고(옵션행사시점)	
2011년 수주완료	현대중공업	Drillship	Diamond	1,579	3	2011.1월	
		Drillship	Noble Drilling	1,536	3	2011.1월	
		Drillship	Fred Olsen	530	1	2011.4월	
		Drillship	Rowan	1,211	2	2011.6월	
		Drillship	Noble Drilling	512	1	2011.8월	옵션행사
		Drillship	Rowan	606	1	2011.11월	옵션행사
	대우조선해양	Drillship	Atwood	550	1	2011.1월	
		Drillship	Aker Drilling	1,041	2	2011.2월	
		Drillship	Vantage Drilling	550	1	2011.5월	
		Drillship	Atwood	550	1	2011.10월	옵션행사
		Semi-rig	Songa	1,132	2	2011.9월	
		Semi-rig	Odfjell	622	1	2011.12월	
삼성중공업	Drillship	Ocean Rig	1,824	3	2011.4월, 6월		
	Drillship	Pacific Drilling	1,102	2	2011.3월		
	Drillship	Maersk Drilling	2,244	4	2011년 4월, 7월		
	Drillship	Seadrill	543	1	2011년 4월		
	2012년 수주완료	삼성중공업	Drillship	Seadrill	1,100	2	2012.2.24일
Drillship			Sea Tankers	551	1	2012.2월 계약	옵션행사
Drillship			Pacific Drilling	551	1	2012.3.16일	옵션행사
Drillship			Ensco(Pride)	550	1	2012.4.5일 계약	
Drillship			Ensco(Pride)	526	1	2012.6.26일 계약	옵션행사
Drillship			Ocean Rig	622	1	2012.9.20일 계약	옵션행사
Drillship			Seadrill	550	1	2012.9.24일 계약	옵션행사
현대삼호		Semi-rig	North Atlantic(Seadrill)	560	1	2012.5.4일 계약	
		현대중공업	Drillship	Diamond Offshore	526	1	2012.5.7일 계약
Drillship			Fred Olsen	640	1	2012.5.28일 계약	신규
Drillship			Rowan	610	1	2012.9.10일 계약	옵션행사
대우조선해양		Semi-rig	Songa	1,132	2	2012.5.4일 계약	옵션행사
합계			24,050	43척 (2011년 수주는 29척)			
옵션	현대중공업	Drillship	Rowan	550	1	2012.12월	
		Semi-rig	Fred Olsen	560	1		
삼성중공업	Drillship	Ensco(Pride)	1,100	1			
	Drillship	Ocean rig	1,650	3		2013.3월 말	
	Drillship	Maersk Drilling	1,122	2		2012.4Q	
	Drillship	Seadrill	560	1			
	Drillship	Pacific Drilling	550	1		2013.12월	
	대우조선해양	Drillship	Atwood	560	1		
Drillship		Vantage	560	1			
합계				7,212	12척		
총합계			31,262	55척			

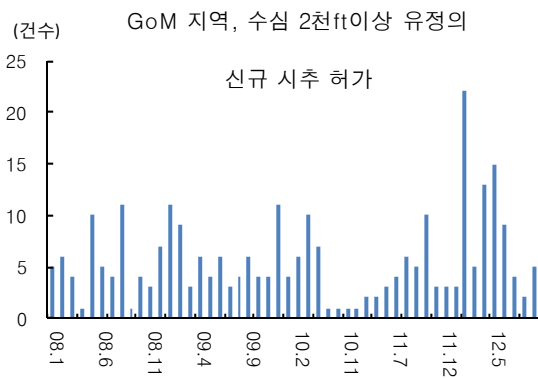
자료: 각사, 대신증권 리서치센터 / 주 : 계약금액은 추정치가 많음

3. 심해시추선 수요 관련 지표 추이

시추선 수요가 강한 지역

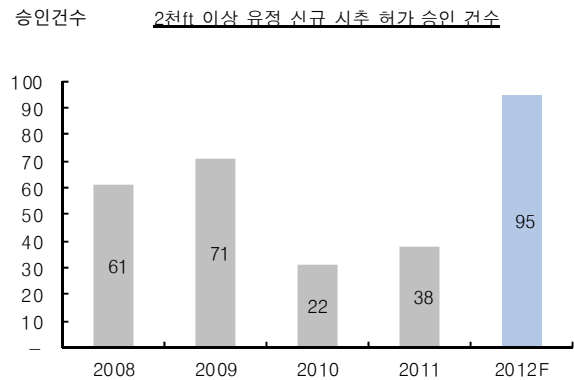
심해시추선의 수요가 발생하는 주요 지역은 미국 멕시코만(Gulf of Mexico), 서아프리카와 동아프리카 그리고 북해지역이다. 멕시코만 지역은 2010년 4월 기름유출 사고 이후, 수요가 회복하고 있는 중이며 서아프리카와 동아프리카는 최근 신규 유전과 가스전 확인으로 탐사, 평가 시추 수요가 급증하는 지역이다.

그림 10. GoM 지역, 2012년 상반기 시추 수요 급증



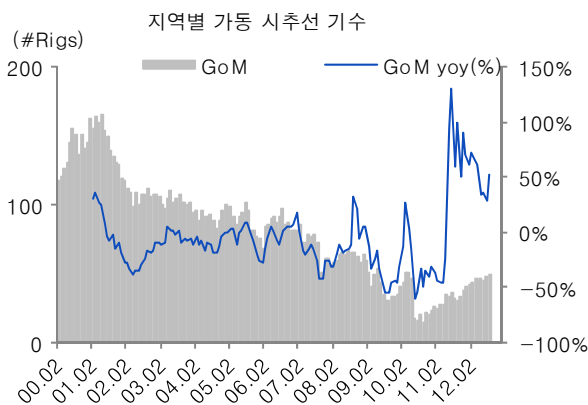
자료: BSEE, 대신증권리서치센터
주: 9월 Data는 9월 25일까지 집계한 것임

그림 11. 2012년 신규시추 허가건수, 기름유출 사고 이전인 2009년 규모 넘어설 것



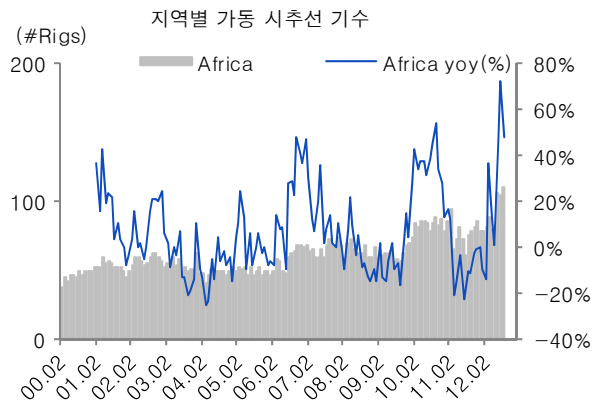
자료: BSEE, 대신증권리서치센터

그림 12. GoM 지역, 과거 보다는 낮은 수준이나 증가 추세



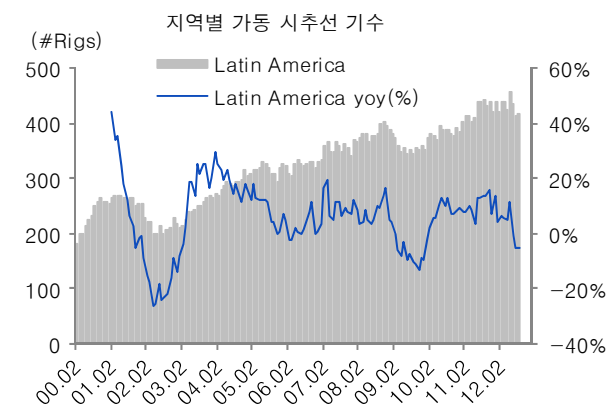
자료: Bloomberg, 대신증권리서치센터 / GoM = Gulf of Mexico
주: Data는 2012년 8월 Data까지 표시

그림 13. Africa 지역, 사상 최고 수준 갱신 중



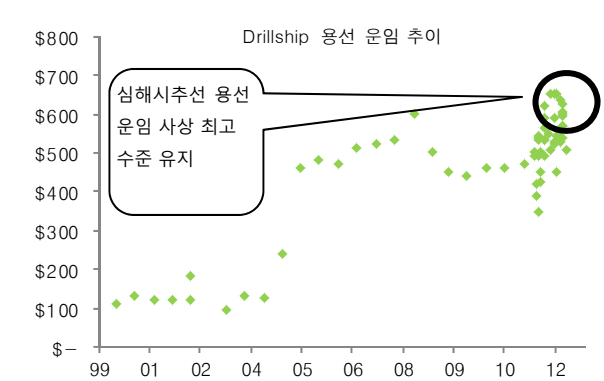
자료: Bloomberg, 대신증권리서치센터
주: Data는 2012년 8월 Data까지 표시

그림 14. 남미, 2012년 들어 증가율 하락



자료: Bloomberg, 대신증권리서치센터
주: Data는 2012년 6월 Data까지 표시

그림 15. 극심해 시추선 용선 운임, 사상 최고 수준 유지



자료: Ocean Rig, 대신증권리서치
주: 극심해 시추선의 용선운임 추이. 8월 Data까지 표기

4. 대형 3사, 영업실적 및 주요 투자지표

추천주: 대우조선해양<현대중공업>삼성중공업

삼성중공업과 대우조선해양 실적은 2012년 하반기 저점

이유1: 매출 인식 제품 Mix 변화

이유2: 후판단가 인하

현대중공업의 영업이익률은 2013년까지 하락

실적 둔화에도 주주 증가 예상되어 주가 Outperform 예상

심해시추선 주주 측면에서는 삼성중공업의 수혜가 가장 클 것으로 예상하나 연초 이후, 주가 수익률이 상대적으로 낮았던 대우조선해양과 현대중공업의 수익률이 좋을 것으로 예상된다. 3분기 실적까지 감안하면 대우조선해양의 수익률이 가장 양호할 것으로 예상된다.

대우조선해양과 삼성중공업의 실적 기준으로 2012년 하반기를 바닥으로 2013년 상반기까지 완만한 회복을 예상하는데 이는 매출인식되는 제품 Mix의 변화와 후판단가 인하 덕분이다.

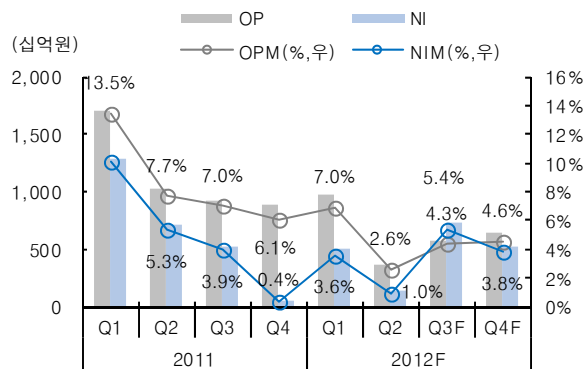
2013년에 매출인식 되는 선박 제품은 2008년 이전 수주한 고가 선박의 비중은 감소하는 반면 2010년 수주한 저가 일반 상선 비중도 동시에 감소하고 상대적으로 수익성이 높은 2011년 수주한 LNG선, 심해시추선, 해양생산설비의 매출인식 비중이 증가하기 때문이다.

여기에 2012년 3분기에 후판단가가 2~3만원 인하가 예상되고 4분기에 추가적으로 5만원 가량의 후판단가 인하가 예상되어 조선사 실적에는 1분기 후행해서 2013년 1분기 실적에서 영업이익률 개선효과로 작용할 것으로 예상하기 때문이다.

현대중공업은 2012년 매출에서 2008년 이전 수주한 비중이 여전히 높아(30% 후반. 반면 삼성중공업과 대우조선해양은 20% 초, 중반) 2013년에 이들 수익성 높은 선박의 매출 인식 비중이 감소하며 2013년까지 수익성 둔화가 지속될 것으로 예상된다.

다만, 현대중공업의 영업이익이 2013년까지 하락하는 것은 시장에서 이미 충분히 인식하고 있고 최근 상선 발주 움직임이 증가하고 현대중공업의 해양플랜트와 육상플랜트 주주가 최근에 빠르게 증가하고 있어 실적 둔화가 2013년까지 진행된다 하더라도 주주 증가 시, 주가는 outperform 예상된다.

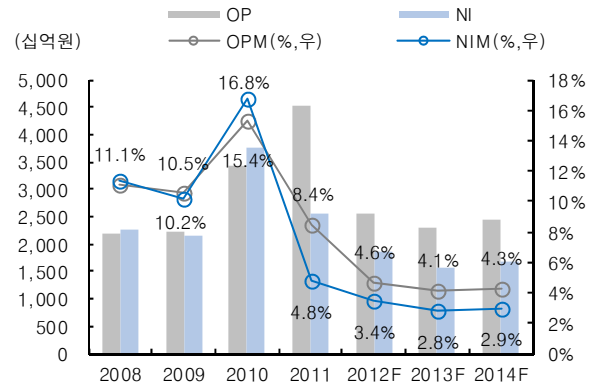
그림 16. 현대중공업 분기별 실적



자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

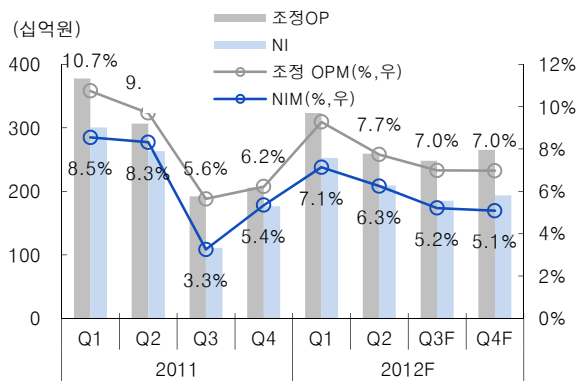
주: 3분기 순이익은 현대차 지분 매각 차익 480십억원이 반영됐음

그림 17. 현대중공업 연간 실적



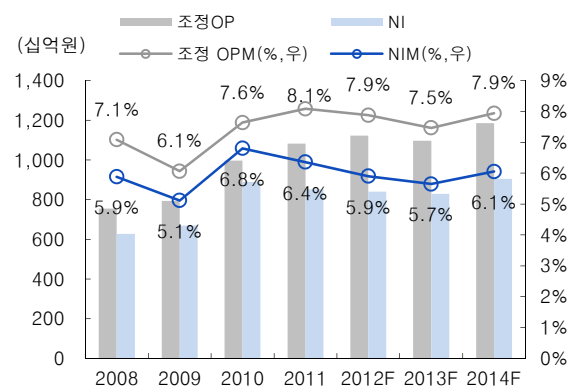
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 18. 삼성중공업 분기별 실적



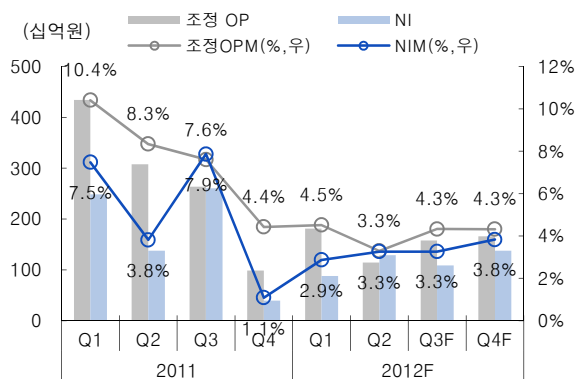
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 19. 삼성중공업 연간 실적



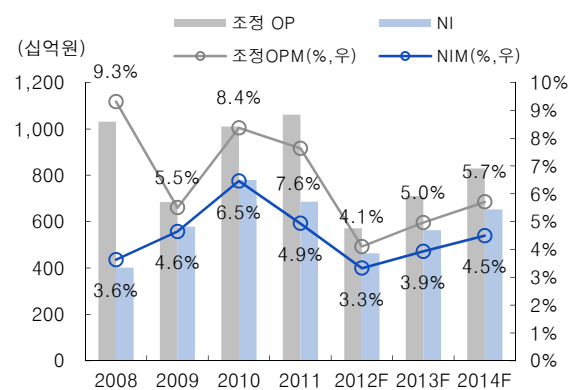
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 20. 대우조선해양 분기별 실적



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 21. 대우조선해양 연간 실적



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

표 3. 현대중공업 영업실적

(십억원, 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	37,342	53,712	54,901	56,319	57,008
영업이익	5,532	4,536	2,547	2,303	2,431
세전순이익	6,128	3,876	2,656	2,202	2,376
총당기순이익	4,563	2,743	2,014	1,669	1,801
자배지분순이익	4,154	2,559	1,879	1,557	1,681
EPS	54,652	33,671	24,720	20,489	22,114
PER	8.1	7.6	10.2	12.3	11.4
BPS	188,053	215,515	237,497	255,262	274,666
PBR	2.4	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	34.5	16.7	10.9	8.3	8.3

자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터 / 2012년 순이익에는 현대차 지분 매각차익 480 십억원 반영됨

표 4. 삼성중공업 영업실적

(십억원, 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	13,146	13,392	14,247	14,684	14,940
영업이익	1,433	1,160	1,146	1,111	1,201
세전순이익	1,298	1,150	1,110	1,095	1,193
총당기순이익	1,001	851	841	830	904
자배지분순이익	1,000	851	841	830	904
EPS	4,332	3,687	3,644	3,593	3,916
PER	9.5	7.6	10.4	10.5	9.7
BPS	17,888	20,103	23,053	26,053	29,431
PBR	2.3	1.4	1.6	1.5	1.3
ROE	28.7	19.4	16.9	14.6	14.1

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

표 5. 대우조선해양 영업실적

(십억원, 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	12,989	13,903	13,650	13,884	14,095
영업이익	1,203	1,104	617	699	810
세전순이익	1,040	998	529	694	818
총당기순이익	776	648	401	526	620
자배지분순이익	767	686	461	542	626
EPS	4,007	3,587	2,411	2,831	3,273
PER	9.1	6.8	10.7	9.1	7.9
BPS	21,300	23,939	25,712	27,971	30,708
PBR	1.7	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	20.9	15.9	9.7	10.5	11.2

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

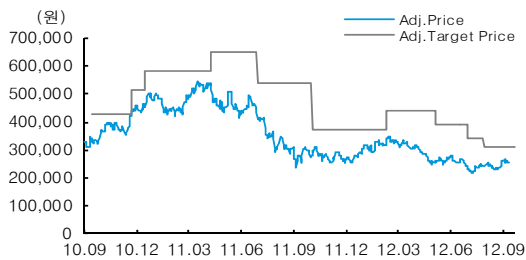
▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 전재천)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

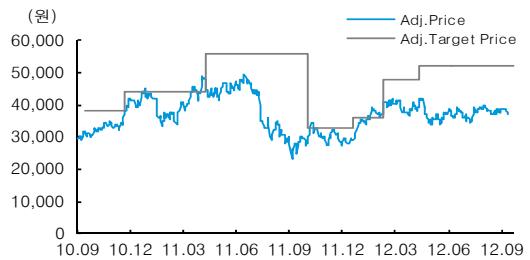
▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

현대중공업(009540) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



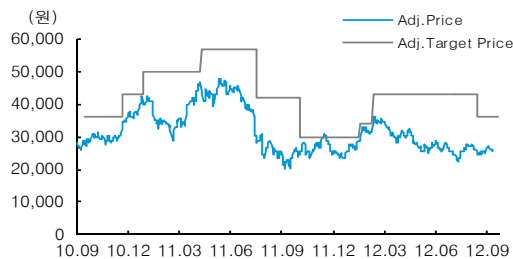
제시일자	12.09.27	12.08.14	12.07.23	12.07.17	12.06.22	12.05.23
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	310,000	310,000	340,000	340,000	390,000	390,000
제시일자	12.05.03	12.04.03	12.03.27	12.03.21	12.02.28	12.01.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000	370,000
제시일자	11.12.17	11.11.27	11.11.21	11.10.28	11.10.23	11.09.13
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	540,000
제시일자	11.09.01	11.08.09	11.07.21	11.06.30	11.05.31	11.05.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	540,000	540,000	540,000	650,000	650,000	650,000

삼성중공업(010140) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.09.27	12.08.14	12.07.23	12.07.05	12.06.22	12.06.19
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
제시일자	12.05.23	12.05.09	12.05.09	12.04.29	12.04.03	12.03.21
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	48,000	48,000
제시일자	12.02.28	12.01.08	11.11.21	11.10.23	11.06.30	11.05.31
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	48,000	36,000	33,000	33,000	56,000	56,000
제시일자	11.05.03	11.03.17	10.12.17	10.11.12	10.11.03	10.10.11
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	56,000	44,000	44,000	38,000	38,000	38,000

대우조선해양(042660) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.09.27	12.09.20	12.09.12	12.08.29	12.08.22	12.07.23
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	43,000	43,000
제시일자	12.07.05	12.06.22	12.05.30	12.05.23	12.04.10	12.04.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
제시일자	12.03.21	12.02.28	12.02.05	11.11.27	11.11.21	11.11.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	34,000	30,000	30,000	30,000
제시일자	11.10.23	11.08.09	11.06.30	11.06.13	11.05.31	11.05.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	42,000	57,000	57,000	57,000	57,000

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상