



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550 jaewon.lee@tongyang.co.kr

동양증권

조선업종 분기 Update

1Q13: 보면 볼수록 정이 가는 조선주



Why This Report

안녕하세요~ 지난해말 2013년을 전망하며 '은근히 괜찮은' 조선주 펀더멘털에 대해 말씀드린바 있습니다. 그리고 11월말부터 주가가 매우 좋은 모습을 보이고 있습니다. 그럼 2013년 1분기가 시작된 지금, 과연 펀더멘털은 우리가 예상했던 것 만큼 괜찮은 흐름을 시현하고 있을까요? 지금이라도 조선주를 사야할까요? 자료를 통해 확인해보시죠!

종목	투자의견	목표주가 (원)
현대중공업	BUY	270000
삼성중공업	BUY	45000
대우조선해양	BUY	32000
현대미포조선	BUY	161000

Investment Point

투자의견

- ▶ 조선업종은 지난 11/25일 이후 평균 19%나 상승하며 강세를 나타내고 있음. 해양수주, 매크로 안정이 주요인. 더욱 궁극적으로는 양호한 펀더멘털에도 불구하고 지나치게 저평가되어 있던 주가가 정상수준을 찾아가는 과정으로 해석됨
- ▶ 1Q13 현재 수주나 실적 등 펀더멘털은 예상대로 견조한 흐름 보이고 있음. 조선주에 대해 긍정적 시각 유지할 필요. Top pick은 삼성, 미포 유지함. 삼성=valuation 부담 낮아지고, 1Q13 수주모멘텀 기대. 미포=PC선 업황회복 국면의 최고 수혜주. 대우도 수주실적 측면에서 호조세를 이어갈 전망이나 이러한 기대감이 주가에 상당히 반영된 모습. 추가 상승여력 상대적으로 낮음

실적전망

- ▶ 4Q12 실적전망: 삼성, 대우가 가장 좋은 점수 받을 듯. 삼성=조선주내에서 유일하게 영업이익 yoy가 성장세를 나타내고 100% 환헛지로 불확실성도 낮음. 대우=영업이익의 yoy 하락세가 크게 둔화되고 시장기대에도 부합하는 실적 기대됨. 현대는 비조선 부문 부진, 일회성손실 등으로 영업이익이 yoy, qoq 모두 크게 감소
- ▶ 2013년 실적전망: 현대를 제외하면 안정적인 흐름 예상. 대우, 미포는 전년대비 완만한 회복, 삼성은 전년 수준의 영업이익 예상됨. 2012년 수주실적 호조를 보인 대우는 2013년 가장 높은 매출, 이익성장 시현할 전망

수주전망

- ▶ 1Q13 수주전망: 대형 3사 모두 해양수주모멘텀 기대. 삼성=Ivar Aasen, Egina 플랜트 기대감, 대우=Upper Zakum, Bressay 플랜트 수주유력. 양사 모두 드릴쉽 수주 시작될 듯. 현대= Aasta Hansteen 수주, Moho Nord FPU 수주유력. 미포도 매분기 꾸준한 수주실적 기대됨. 1Q13에는 5억불 규모의 옵션물량(PC선 등), 4.5억불 해양특수선 수주여부가 관심

업황점검

- ▶ 주요업황 지표들은 아직 큰 변화를 보이지 않고 있음. 신조선가는 126pt에서 횡보하고 있으며, 컨테이너 용선료는 하락세를 지속하면서 해운시장의 상황이 여전히 여의치 않음을 나타내고 있음. 반면, Product 해운시장은 지난해 하반기부터 시작된 운임반등이 지속되고 있으며, 드릴쉽 용선료도 견조한 흐름 지속. 드릴쉽의 경우 인도량이 늘어남에도 용선료가 지지되고 있다는 점 긍정적으로 해석

조선업종 긍정적 관점 유지. 삼성, 미포 Top pick

- 삼성 : 1Q13 수주모멘텀 기대. 100% 환헛지로 안정적 이익. Valuation 부담 감소
- 미포 : PC선 업황 회복 국면의 최고 수혜주

I. 투자의견 및 Valuation

조선업종 주가 강세
양호한 펀더멘털 반영한
주가 정상화 과정 진행중

조선업종은 지난 11/25일 이후 평균 19%(한진, STX 제외 기준)나 상승하며 강세를 시현하고 있다. 이러한 강세의 원인으로는 ①대우/삼성의 연말 해양플랜트 수주로 해양업황의 견조함이 재확인되었고, ②매크로 환경이 안정되면서 경기민감주에 대한 우려가 전반적으로 감소한 점을 들 수 있다. 보다 궁극적으로는 2013년의 수주실적 성장, 영업이익 하락세 둔화/소폭 반등이라는 긍정적인 측면에도 불구하고 지나치게 저평가되어 있던 주가가 정상적인 수준을 찾아 가는 과정으로 해석할 수 있다.

OPM은 이미 바닥확인
4Q12에도 안정적인
회보흐름 재확인될 것

1Q13 현재 업체들의 펀더멘털은 여전히 당초 기대대로 견조한 모습을 보이고 있다. ①우선 OPM의 급격한 하락세는 마무리되어 대부분 2Q12에 바닥을 확인하고 회복하고 있으며 4Q12에도 이러한 흐름을 재확인할 수 있을 전망이다. 환율 하락등의 영향으로 일부업체들의 2013년 실적전망은 소폭 하향조정하였으나 환율이 OPM을 다시 하락추세로 돌릴 만큼의 파괴력은 없다는 판단이다.

4Q12 어닝시즌에서는 특히 삼성과 대우가 상대적으로 돋보일 전망이다. 삼성은 1~3Q12에도 그랬지만, 4Q12에도 조선사중 유일하게 영업이익이 yoy 성장세를 보일 것으로 예상되고, 100% 헷지를 하고 있어 환율하락에 대한 대응도 완벽하다. 대우는 영업이익이 qoq 기준으로 다소 회복되는 가운데, yoy 하락세도 크게 둔화되는 모습이 예상된다. 반면, 현대는 yoy, qoq 모두 상당한 이익 감소가 예상되며 시장 기대치에도 못미치는 실적이 예상된다.

1Q13 견조한 수주모멘텀
기대. Big3=생산설비,
미포=PC선 수주 기대

한편, ②수주실적의 경우도 1Q13에는 해양부문/PC 선을 중심으로 견조한 모멘텀 회복이 기대된다. 회사별로는 삼성, 대우, 미포의 선전이 예상된다. 우선 삼성은 노르웨이 Ivar Aasen 플랫폼(8~9억불) 수주가 유력하고, 나이지리아 Egina FPSO도 수주 가능성이 상당히 높아진 것으로 보인다. 추가적으로 LNG 선, 드릴쉽 수주도 기대할만하다. 대우는 최근 UAE Upper Zakum 플랫폼(약8~10억불), 영국 Bressay 필드에 들어갈 플랫폼(약15억불) 수주가 유력하며, Transocean 드릴쉽 옵션 물량 발주가 전망된다. 현대의 경우도 기대를 모았던 UAE Upper Zakum, Egina에서 경쟁사에 밀린 것은 아쉽지만, Aasta Hansteen(11억불), Moho Nord(12억불)로 우려보다는 양호한 실적을 거둘 전망이다. 미포조선의 경우 4억불 이상의 옵션을 보유하고 있으며, 추가적으로 다수의 신규 PC선 수주가 기대된다.

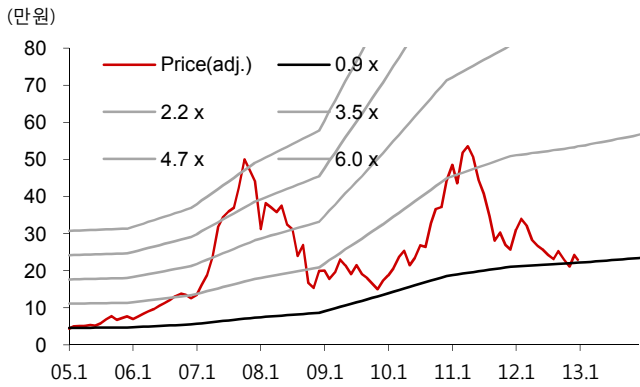
조선업종 긍정적 시각
유지해야
삼성, 미포 Top pick

결론적으로, 양호한 펀더멘털이 유지되고 있는 만큼 조선주에 대해서도 긍정적 시각을 이어가야 한다는 판단이다. Top pick은 삼성중공업과 미포조선을 유지한다. ①삼성의 경우 연간 이익/수주 모두 안정적인 흐름이 예상되고, valuation 부담도 상당히 떨어진 상황이다. ②미포는 분기실적이 생각보다 부진하지만, PC선 업황 회복국면 이어지는 만큼 수혜가 계속될 전망이다. 대우는 높은 수주모멘텀, 13년 이익전망 상향등 호재요인이 많이 있으나 이미 주가에도 상당히 반영되어 추가상승 여력은 상대적으로 떨어져보인다.

동양 조선업종 coverage		(단위: 원, 배, %)			
		현대	삼성	대우	미포
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		270,000	45,000	32,000	161,000
현재주가		229,000	37,400	28,000	127,000
상승여력		17.9%	20.3%	14.3%	26.8%
현재시총(억원)		174,040	86,347	53,589	25,400
PBR	2012E	0.9	1.4	1.1	0.8
	2013E	0.9	1.3	1.0	0.7
	2014E	0.8	1.1	0.9	0.7
PER	2012E	10.7	9.3	14.2	20.6
	2013E	12.4	10.7	11.9	17.6
	2014E	9.8	9.9	9.7	15.2
BPS	2012E	244,884	26,486	25,539	165,913
	2013E	260,138	29,511	27,396	171,151
	2014E	280,232	32,730	29,803	177,570
EPS	2012E	21,385	4,037	1,972	6,156
	2013E	18,480	3,496	2,351	7,197
	2014E	23,320	3,784	2,901	8,379
ROE	2012E	9.7	18.5	8.0	3.8
	2013E	7.9	13.9	8.9	4.3
	2014E	9.3	13.4	10.2	4.9

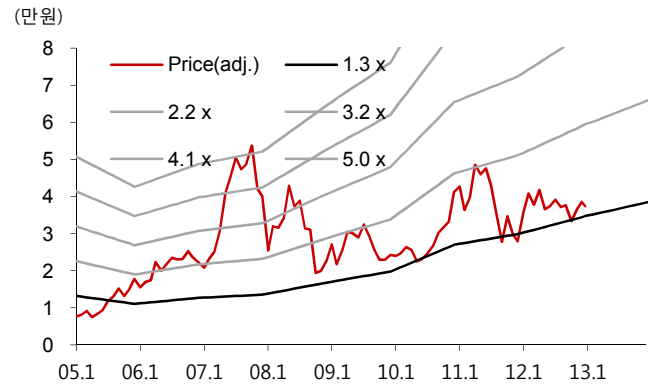
자료: 동양증권 리서치센터

현대중공업 PBR 밴드



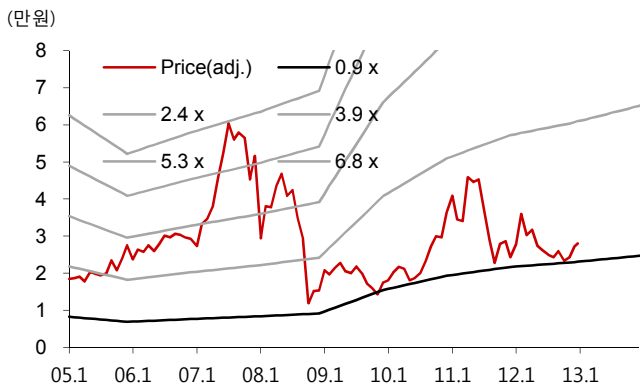
자료: 동양증권 리서치센터

삼성중공업 PBR 밴드



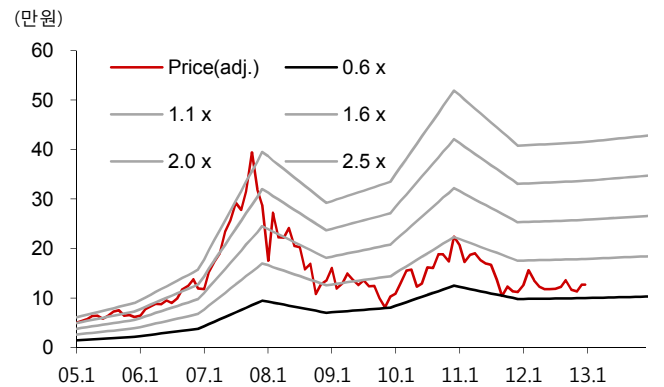
자료: 동양증권 리서치센터

대우조선해양 PBR 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

현대미포조선 PBR 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

II. 실적

1. 4Q12 전망 : 안정적인 횡보국면. 삼성, 대우가 이번 어닝시즌 winner

OPM은 이미 바닥권 도달
4Q12에도 OPM은
안정적 횡보

조선회사들은 07~08년에 수주한 고가물량이 매출에서 빠져나가면서 2012년 상반기까지 급격한 OPM 하락을 경험하였으나, 이제는 대체로 바닥권에 도달한 상황이다. 삼성중공업은 1Q12, 3Q12 일시적 이익증가 요인이 있었던 점을 감안해도 좀더 이른 4Q11에 바닥권에 도달하였고, 나머지는 2Q12에 바닥을 확인한 것으로 보인다. 4Q12에도 각사는 이러한 흐름에서 크게 벗어나지 않는 안정적인 실적을 시현할 것으로 판단된다. 정유부문 이익변동성이 높은 현대, 지난분기에 일시적 이익증가 요인이 있었던 삼성은 전분기대비 OPM 하락이 예상되나, 대우조선해양과 미포조선은 전분기 수준을 유지할 전망이다.

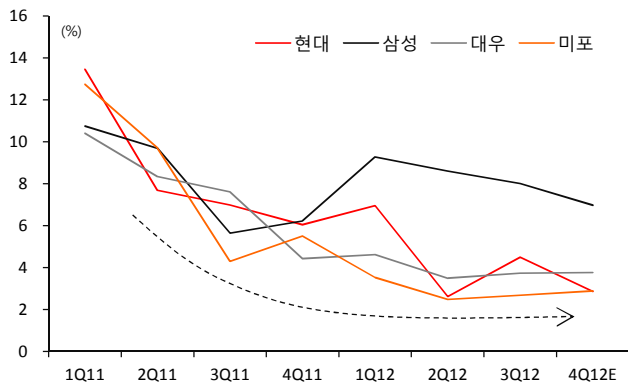
종합적으로는 삼성과
대우가 좋은 점수 받을 듯

종합적으로는 삼성과 대우가 4Q12 어닝시즌의 위너가 될 것으로 보인다. 삼성은 yoy 기준으로 유일하게 영업이익 성장이 예상되고, 100% 헛지를 하고 있어 환율하락 따른 불확실성도 거의 없는 상황이다. 대우는 영업이익이 qoq 기준으로 회복되고, yoy 하락세도 크게 둔화된다는 점이 매우 긍정적이다. 미포는 영업이익이 qoq 로는 회복되지만, 여전히 yoy 로 큰 폭의 하락세를 이어가면서 다소 아쉬운 흐름을 보일 전망이다.

회사별 분기 실적 비교										(단위: 억원)
				동양(A)			시장(B)			(A)/(B)
				4Q12E	yoy	qoq	4Q12E	yoy	qoq	
현대중공업	매출액	145,217	131,990	145,091	-0.1%	9.9%	139,165	-4.2%	5.4%	4.3%
	영업이익	8,791	5,939	4,165	-52.6%	-29.9%	5,314	-39.6%	-10.5%	-21.6%
	세전이익	1,280	10,092	4,086	219.2%	-59.5%	5,295	313.6%	-47.5%	-22.8%
	순이익	-254	7,295	3,065	흑전	-58.0%	4,031	흑전	-44.7%	-24.0%
	OPM	6.1%	4.5%	2.9%	-3.2%p	-1.6%p	3.8%	-2.2%	-0.7%	-0.9%p
삼성중공업	매출액	33,037	40,587	35,833	8.5%	-11.7%	36,525	10.6%	-10.0%	-1.9%
	영업이익	2,056	3,251	2,501	21.6%	-23.1%	2,542	23.6%	-21.8%	-1.6%
	세전이익	2,192	3,472	2,714	23.8%	-21.8%	2,670	21.8%	-23.1%	1.6%
	순이익	1,765	2,774	2,090	18.4%	-24.7%	1,969	11.5%	-29.0%	6.1%
	OPM	6.2%	8.0%	7.0%	0.8%p	-1.0%p	7.0%	0.7%	-1.0%	0.0%p
대우조선해양	매출액	36,535	31,706	35,500	-2.8%	12.0%	35,130	-3.8%	10.8%	1.1%
	영업이익	1,618	1,183	1,336	-17.4%	13.0%	1,397	-13.7%	18.1%	-4.4%
	세전이익	887	850	1,386	56.2%	63.1%	1,292	45.6%	52.0%	7.3%
	순이익	30	641	1,046	3435.2%	63.1%	995	3262.2%	55.1%	5.1%
	OPM	4.4%	3.7%	3.8%	-0.7%p	0.0%p	4.0%	-0.5%	0.2%	-0.2%p
현대미포조선	매출액	11,497	11,053	11,948	3.9%	8.1%	11,110	-3.4%	0.5%	7.5%
	영업이익	633	296	345	-45.4%	16.6%	340	-46.3%	14.6%	1.7%
	세전이익	-854	433	353	흑전	-18.5%	395	흑전	-8.9%	-10.6%
	순이익	-912	319	268	흑전	-15.9%	296	흑전	-7.3%	-9.3%
	OPM	5.5%	2.7%	2.9%	-2.6%p	0.2%p	3.1%	-2.4%	0.4%	-0.2%p

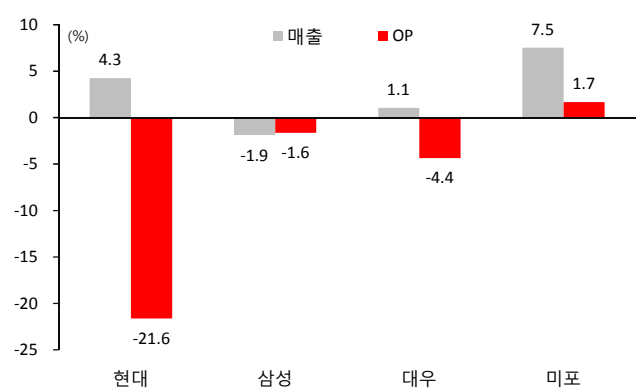
주: 영업이익은 기준 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

OPM 추이



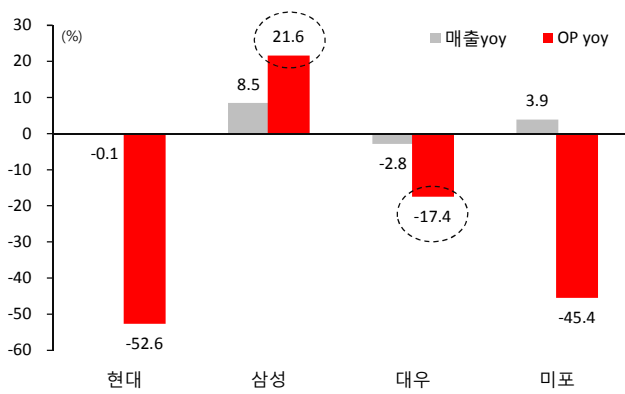
자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

컨센서스 대비 당사전망치



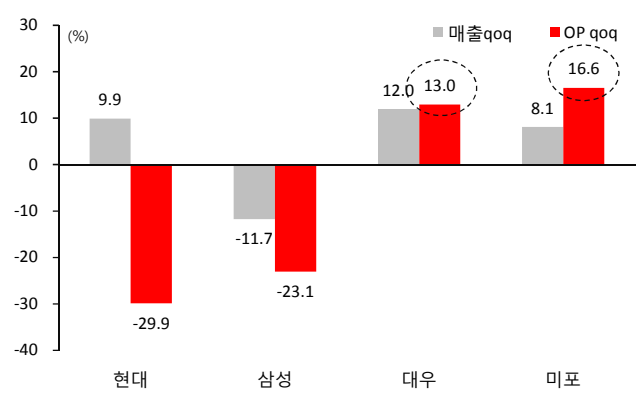
자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

4Q12E 매출액/영업이익 yoy 비교



자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

4Q12E 매출액/영업이익 qoq 비교



자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

2. 2013년 실적전망: 대우/미포는 영업이익 증가, 삼성 100% 환헛지로 안정감

업체들의 연간 영업이익은 2012년 삼성중공업을 제외하면 대부분 -40% 이상으로 큰 폭의 감소를 보였으나, 2013년에는 하락추세가 크게 진정되는 모습을 보일 것으로 전망된다. 07~08년의 고가물량이 이미 수주잔고에서 대부분 빠져나가 더 이상 실적에 변수가 되지 못하고, 수주마진은 2010년 이후 큰 변화없이 유지되고 있기 때문이다. 다만, 2012년 수주실적, 매출구성에 따라 업체별로 약간의 차별화는 나타날 수 있는데, 연간으로 보면 대우와 미포의 이익흐름이 상대적으로 좋을 것으로 기대된다.

대우, 가장 높은 매출 성장.
해양부문의 매출 증가로
수익성도 개선

우선 대우는 2012년의 견조한 수주실적에 힘입어, 2013년 매출증가를 9.3%로 업종내에서 가장 높은 성장율을 기록할 전망이다. 조선부문 수익성은 회복이 없겠으나, 상대적으로 마진율이 높은 해양부문의 매출비중이 늘어나면서 전사 OPM도 전년대비 소폭 상승할 것으로 기대된다. 결과적으로 영업이익도 19.3%의 성장이 예상된다. 13~15년 실적전망도 상향조정한다.

미포, 매출 감소에도
불구하고 수익성 개선으로
영업이익 소폭 회복

미포는 2009~2012년까지 4년 연속 수주실적이 35억불을 하회하면서, 2013년에는 매출액 감소가 불가피한 상황이다. 그러나, 2010년 수주한 대규모 저가 벌크선 물량의 비중감소, 후판가격 하락 등의 영향으로 OPM은 개선이 예상되며, 영업이익은 yoy 16% 회복될 것으로 추정된다. 후판가격이 추가로 인하될 경우 인하는 매출액에서 후판비중이 가장 높은 미포가 가장 큰 수혜를 받게될 전망이다. 다만, 환율하락, 비나신조선에 대한 보수적인 전망 등을 반영하여 13~15년 실적은 하향조정하였다.

삼성, 영업이익은 전년수준.
100% 환헛지로 실적전망
가시성은 가장 높음

삼성의 경우, 4%의 매출액 성장에도 불구하고 OPM이 소폭 하락하면서 영업이익은 -8% 감소할 전망이다. 그러나 1Q12에 있었던 일회성 이익 650억원(change order, 중개수수료 감소 등)을 감안하면 실질적으로는 전년대비 큰 변화가 없는 상황이다. 아울러 영업이익의 성장율은 다소 떨어지지만, 100% 환헛지로 환율에 따른 불확실성이 거의 없고, 사업구조가 단순하다는 점에서 실적전망의 가시성은 조선업종내에서 가장 높다는 점이 매우 긍정적이다. 기존 실적전망을 유지한다.

현대, 삼호/엔진/전기전자
부진등으로 두자리대의
영업이익 감소 예상

마지막으로 현대는 2012년에 이어 올해에도 두자리대에 이르는 영업이익 감소가 예상된다. ①삼호중공업, 엔진기계사업부의 매출/수익성 동반하락, ②전기전자/그린에너지 부문 적자지속 등이 2013년 실적부진의 핵심요인이다. 환율하락 및 삼호중공업, 플랜트사업부, 전기전자/그린에너지사업부 이익전망 하향 등을 반영하여 13~15년 실적은 하향조정한다.

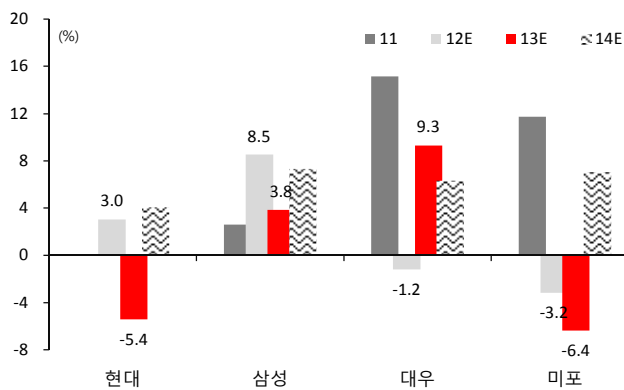
회사별 연간실적 비교

(단위: 억원)

			동양(A)				시장(B)			
2011			2012E	yoy	2013E	yoy	2012E	yoy	2013E	yoy
현대중공업	매출액	537,117	553,469	3.0%	523,473	-5.4%	548,751	2.2%	559,940	2.0%
	영업이익	45,357	23,382	-48.5%	20,506	-12.3%	24,357	-46.3%	23,438	-3.8%
	세전이익	38,763	23,915	-38.3%	19,637	-17.9%	24,552	-36.7%	22,209	-9.5%
	순이익	27,434	16,930	-38.3%	14,630	-13.6%	17,535	-36.1%	16,651	-5.0%
	OPM	8.4%	4.2%	-4.2%p	3.9%	-0.3%p	4.4%	-4.0%	4.2%	-0.3%
삼성중공업	매출액	133,918	145,332	8.5%	150,925	3.8%	145,442	8.6%	149,531	2.8%
	영업이익	10,826	11,919	10.1%	10,927	-8.3%	11,736	8.4%	11,213	-4.5%
	세전이익	11,503	11,964	4.0%	10,483	-12.4%	11,666	1.4%	11,437	-2.0%
	순이익	8,511	9,322	9.5%	8,072	-13.4%	8,972	5.4%	8,721	-2.8%
	OPM	8.1%	8.2%	0.1%p	7.2%	-1.0%p	8.1%	0.0%	7.5%	-0.6%
대우조선해양	매출액	139,033	137,357	-1.2%	150,137	9.3%	137,111	-1.4%	142,057	3.6%
	영업이익	10,613	5,316	-49.9%	6,343	19.3%	5,621	-47.0%	6,690	19.0%
	세전이익	9,976	4,564	-54.2%	5,844	28.0%	4,723	-52.7%	6,352	34.5%
	순이익	6,483	3,493	-46.1%	4,500	28.8%	3,459	-46.6%	4,593	32.8%
	OPM	7.6%	3.9%	-3.8%p	4.2%	0.4%p	4.1%	-3.5%	4.7%	0.6%
현대미포조선	매출액	46,239	44,777	-3.2%	41,919	-6.4%	43,902	-5.1%	42,027	-4.3%
	영업이익	3,778	1,296	-65.7%	1,503	15.9%	1,286	-66.0%	1,467	14.0%
	세전이익	3,147	1,621	-48.5%	1,869	15.3%	1,663	-47.1%	1,925	15.7%
	순이익	2,024	1,231	-39.2%	1,439	16.9%	1,264	-37.5%	1,473	16.5%
	OPM	8.2%	2.9%	-5.3%p	3.6%	0.7%p	2.9%	-5.2%	3.5%	0.6%

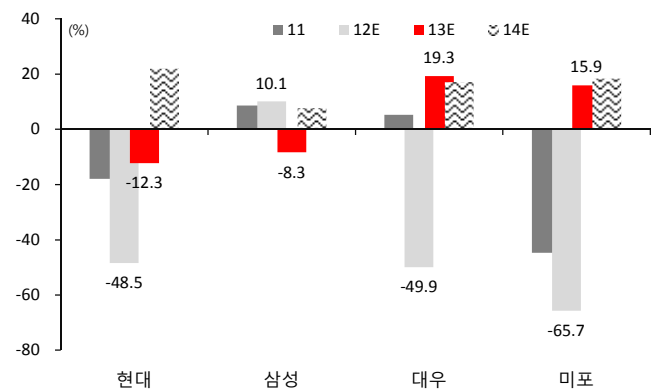
주: 영업이익은 기존 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

연도별 매출액 증가율 비교



자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

연도별 영업이익 증가율 비교



자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

III. 수주

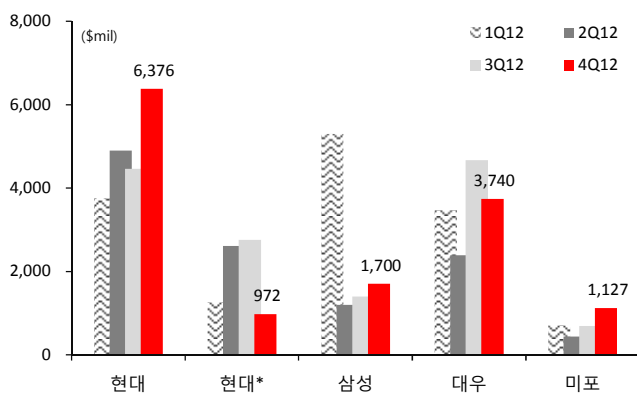
1. 4Q12/2012 수주 Review: 미포, 대우 높은 실적 달성. 현대도 선방

2012년 수주는 대우가 가장 긍정적 실적 달성

지난 4Q12에는 연간 수주목표 대비 35.2%(11.2억불)을 수주한 미포가 가장 월등한 실적을 기록하였다. Shell 에서 수주한 PC 선 20척(총6억불)이 가장 큰 기여를 하였다. 목표의 26.7% (37.4억불)을 채긴 대우도 매우 양호한 흐름이었는데, 영국 Mariner 플랫폼(15억불), 잠수함 2척(1.7조원)이 큰 역할을 하였다. 현대는 제다사우스 화력발전(32억불) 수주에 힘입어 연간 목표의 20.9%를 달성하며 비교적 선방하였으나, 조선/해양 부문만 보면 6.8%(9.7억불)에 그쳐 가장 부진한 실적을 기록하였다. 반면 삼성은 13.6%(17억불)에 그쳐, 1Q12를 제외하면 전반적으로 부진하였다.

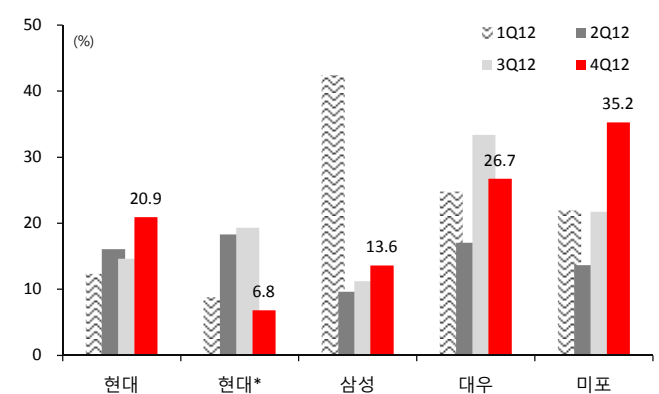
2012년 연간으로는 대우가 수주목표 대비 102%를 달성하며 가장 좋은 실적을 보였고, 미포 역시 93%에 이르는 달성율로 선전하였다. 그러나 2012년 매출액보다 높은 수주실적은 올린 회사는 대우조선해양이 유일하다.

분기별 수주실적



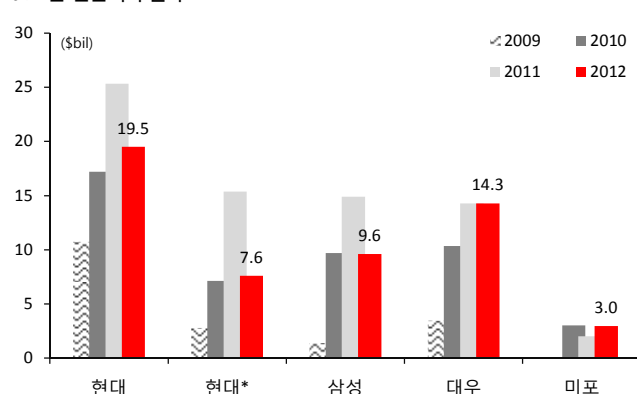
주: *표는 조선+해양 사업부 기준 / 자료: 각사, 동양증권 리서치센터

2012년 목표대비 분기별 수주실적



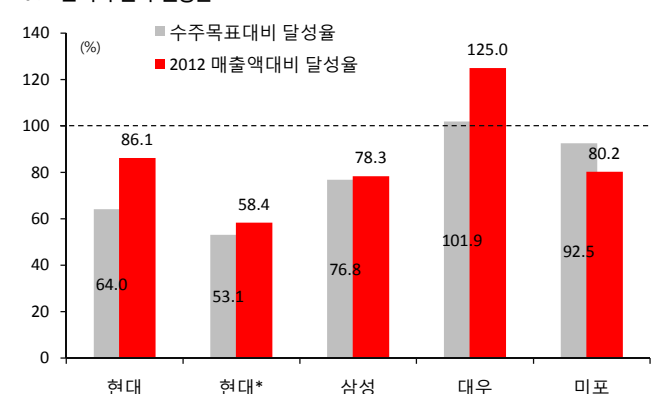
주: *표는 조선+해양 사업부 기준 / 자료: 각사, 동양증권 리서치센터

2012년 연간 수주실적



주: *표는 조선+해양 사업부 기준 / 자료: 각사, 동양증권 리서치센터

2012년 수주실적 달성율



주: *표는 조선+해양 사업부 기준 / 자료: 각사, 동양증권 리서치센터

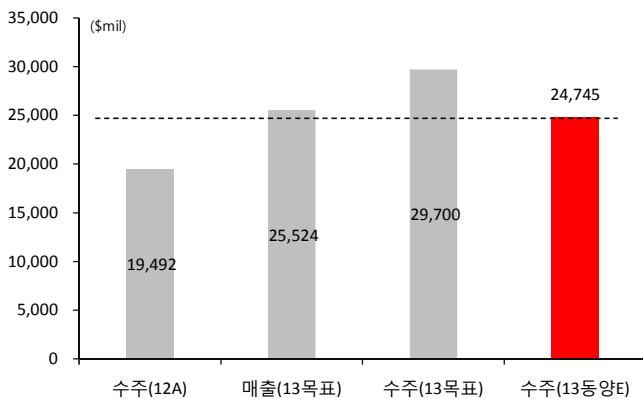
2. 2013년 수주 가이드스 평가: 현대=공격적, 미포=지나치게 보수적

2013년 수주가이던스 발표
현대는 다소 공격적, 미포는
지나치게 보수적인 수준

한편 각사는 모두 2013년 수주 및 매출 목표를 발표하였다. 당사의 수주전망과 비교할 때 현대의 수주목표는 20%나 높은 수준인데, 엔진기계/전기전자 부문의 목표가 특히 높아 보인다. 일단은 목표 달성 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 다만, 2013년 예상 매출액 250억불 정도만 달성한다면 비교적 좋은 실적으로 평가받을 수 있을 전망이다. 아울러 미포의 경우, 당사의 전망치대비 18%나 낮은 수주목표를 제시하였다. 그러나, PC 선 시황개선, PCTC/RORO 선의 견조한 시황을 감안하면 지나치게 보수적인 숫자로 판단된다. 일단은 수주목표 초과달성 가능성에 더욱 무게를 둘 필요가 있다는 생각이다.

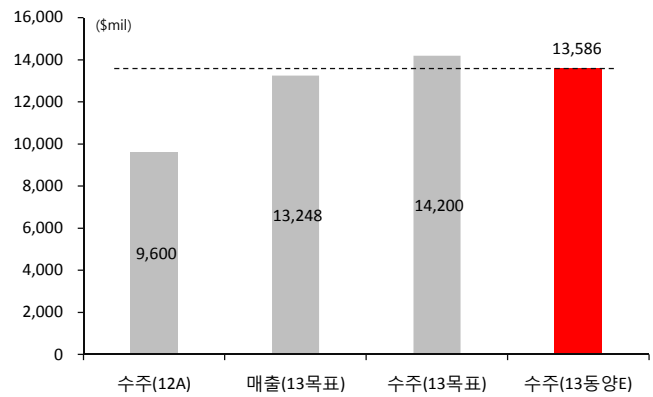
각사의 수주목표와 무관하게 실질적으로 중요한 것은 매출이상의 수주를 달성하느냐 여부인데, 일단 당사의 전망으로는 4개사 모두 최소한 매출액 수준의 수주실적 달성은 문제가 없을 것으로 보인다.

현대중공업 매출 및 수주목표 비교



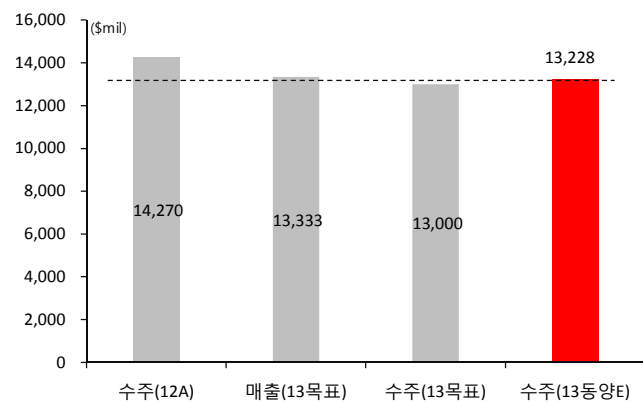
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 매출 및 수주목표 비교



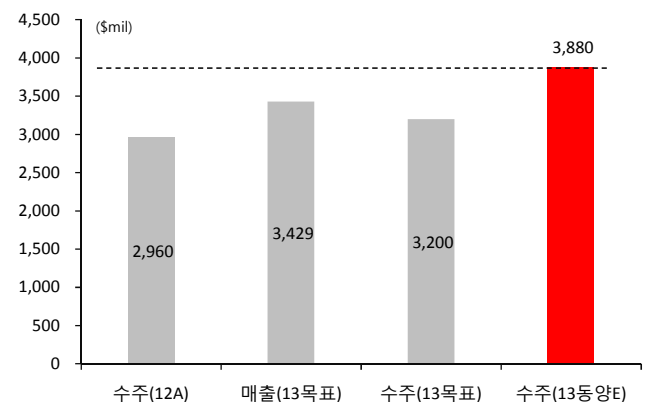
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 매출 및 수주목표 비교



자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 매출 및 수주목표 비교



자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

각사 2012 년 수주실적 및 2013 년 수주목표

(단위: 억원)

		12A(X)	12Target(Y)	달성율	13Target(Z)	Yoy(Z/X)	Yoy(Z/Y)
현대중공업	전체	19,567	30,552	64.0%	29,676	51.7%	-2.9%
	조선	6,143	9,113	67.4%	7,750	26.2%	-15.0%
	해양	2,072	5,200	39.8%	6,000	189.6%	15.4%
	플랜트	4,077	5,000	81.5%	6,000	47.2%	20.0%
	엔진기계	1,858	3,600	51.6%	3,100	66.8%	-13.9%
	전기전자	2,318	3,727	62.2%	3,160	36.3%	-15.2%
	그린에너지	326	773	42.2%	394	20.9%	-49.0%
	건설기계	2,773	3,139	88.3%	3,272	18.0%	4.2%
삼성중공업	전체	9,600	12,500	76.8%	14,200	47.9%	13.6%
	조선	1,300	5,500	23.6%	4,200	223.1%	-23.6%
	해양	8,300	7,000	118.6%	10,000	20.5%	42.9%
대우조선해양	전체	14,270	14,000	101.9%	13,000	-8.9%	-7.1%
	조선	1,340	5,000	26.8%	3,900	191.0%	-22.0%
	해양	10,470	9,000	116.3%	9,100	-13.1%	1.1%
	특수선	2,460	-	-	-	-	-
현대미포조선	전체	2,960	3,200	92.5%	3,200	8.1%	0.0%

자료: 각사, 동양증권 리서치센터

3.1Q13 수주 전망: Big3=해양모멘텀, 미포=꾸준한 수주흐름

1)현대, 삼성, 대우

해양 수주모멘텀 기대
특히 생산설비 부문 수주
기대감 매우 높은 상황

대형3사들의 1Q13 수주실적은 해양부문에서 높은 수주실적을 거둘 것으로 기대된다. 우선 시추선의 꾸준한 발주가 기대된다. 대우는 Transocean 드릴쉽 옵션 6기중 4기가 1Q13에 행사 권한이 만료되고, 삼성은 드릴쉽 옵션이 10기중 상당수의 옵션행사 만료일이 1Q13에 몰려있다. 옵션이 꼭 제때에 행사된다고 보기는 어려우나 업황흐름이 양호한 만큼 궁극적으로 발주로 이어질 가능성이 높은 것으로 판단된다. 매분기 업체들의 수주실적에 꾸준히 기여할 전망이다. 단, 현대의 경우 드릴쉽 수주 기대감은 상대적으로 낮아보인다.

가장 기대감이 큰 것은 해양생산설비 부문이다. 1분기에는 UAE, 노르웨이, 콩고 등에서 다수의 프로젝트 발주가 예정되어 있다. 우선 ①삼성은 1Q 중에 노르웨이 Ivar Aasen 플랫폼(8~9억불) 수주가 유력한 상황이다. 또한 25억불 규모의 나이지리아 Egina FPSO 의 수주 가능성이 매우 높아진만큼 1분기 수주 가능성을 열어둘 필요가 있다. ②대우는 UAE Upper Zakum 프로젝트(8~9억불)에서 최저가입찰자로 선정된 상태이고, 영국 Bressay 플랫폼(15억불)도 수의계약 형태로 이미 수주가 확정적이어서 생산설비에서만 23억불에 이르는 수주가 기대된다. ③현대의 경우, 기대를 모았던 UAE Upper Zakum, Egina 에서 밀려난 것은 아쉽지만, 노르웨이 Aasta Hansteen SPAR(11억불) 수주 확정, 콩고 Moho Nord FPU(12억불) 수주 기대감을 감안하면 나름 선방할 수 있을 전망이다.

반면, 컨테이너선의 경우 1Q13중에 발주가 본격화되기는 어려울 전망이다. YangMing 의 14,000 TEU 컨선 프로젝트가 급년들어 처음으로 발주 완료되기는 하였으나, UASC, CSAV 등의 후속프로젝트들은 성사되기 전까지 시간이 좀더 필요해 보인다.

2)미포조선

PC선 중심으로 매분기
꾸준한 수주실적 기대

미포조선은 PC 선 시황 개선과 PCTC/RORO 선 시장의 안정적인 흐름에 힘입어 매분기 꾸준한 수주실적이 기대된다. 1Q13에는 5억불 규모의 PC 선 등 옵션계약의 발효여부, 4.5억불 규모의 해양 특수선 입찰결과 등이 수주실적을 좌우할 전망이다.

2013년 주요 대형 컨테이너선 프로젝트 리스트									(단위: 억원)
No	상태	발주처/용선처	국적	척당 size (TEU)	발주척수 (척)	옵션 (척)	총규모 (척)	총규모 (천 TEU)	총금액 (\$m)
1	완료	Yang Ming	대만	14,000	5	5	10	140	1,200
2	진행	UASC	UAE	18,000	5	-	5	90	765
3	진행	UASC	UAE	14,000	5	5	10	140	1,190
2	진행	CSAV	칠레	9,000	10	10	20	180	1,530
4	진행	Rickmers	독일	미정	8	8	16	-	-
합					33	28		550	4,685

자료: 언론보도, 동양증권 리서치센터 취합

2013년 주요 해양생산설비 프로젝트 리스트

No. 상태	투입지역	내용	시점	발주처	주요 bidder 한국 big3	기타	lowest/유력	예산금액 (\$m)	납기	비고
1 진행	UAE Upper Zakum	onshore module, 70만bpd	2013초	Zadco(UAE)	현대-KBR	NPCC-Technip, 삼엔, 대우건설	대우-Petrofac	3,790	-	대우-Petrofac이 lowest로 선정 총사업비 37.9억 달러이지만 대우쪽은 8~10억 불
2 진행	노르웨이 Ivar Aasen	Platform, 1.2만톤	2013초	Det Norske(노)	-	삼성-Aker	삼성-Aker	800	2016	업체선정 임박한 듯
3 진행	노르웨이 Dagny	Platform	2013초	Statoil(노)	현대-Mustang 대우-Aker	Technip-삼성	-	-	2017	업체선정 임박한 듯
4 확정	노르웨이 Aasta Hansteen	Gas Spar platform	13/01	Statoil(노)	현대 대우	Kvaerner	현대	1,100	-	-
5 진행	영국 Bressay	Platform, 3.1만톤	2013초	Statoil(노)	-	-	대우-CB&I	1,500	-	대우가 Mariner 프로젝트 수주할때 옵션으로 받은 것임
6 진행	몽고 Moho Nord	FPU	13/1Q	Total(프)	현대-Doris 삼성-Amec	STX-Saipem	현대-Doris	1,200	2016	-
7 진행	인니 Gendalo-Gehem	FPU 27기	2013초	Chevron(미)	현대-Saipem	대우-Petrofac	-	1,000	2016	-
8 진행	인니 Jangkrik	FPU/파이프라인/subsea	2013초	Eni(이)	현대-Chiyoda	대우-Petrofac	Technip	-	2016	-
9 진행	UAE Lulu&Sarb	CPF(EPC-2)	13/1Q	Adma-Opco(UAE)	현대	삼엔-삼성 대우	Technip-NPCC, McDermott	650	-	-
10 진행	UAE Lulu&Sarb	Onshore facility(EPC-4)	13/1Q	Adma-Opco(UAE)	현대	삼엔-삼성	Petrofac	500	-	-
11 진행	호주 Browse LNG	Platform 등	13/1Q	Woodside	현대	삼성	McDermott	1,000	-	-
12 진행	나이지리아 Egina	OIL FPSO, 20만bpd	13/1Q	Total(프)	현대	삼성	Technip	2,500	-	-
13 진행	베트남 Block B	Gas processing platform 2.2만톤	13/1H	Chevron(미)	-	삼성-Technip 대우-Aker	McDermott	1,000	-	베트남 정부와 Chevron과 가스판매조건 이점으로 지연중
14 진행	몽고 Moho Nord	TLWP, 10만톤급	13/2Q	Total(프)	현대-Doris	삼성-Modec	현대-Doris	800	2016	현대건설이 FEED 계약수주, EPC 수주 확실시. 4월 계약
15 진행	말레이시아 Rotan	LNG FPSO 2호기	13/2H	Petronas(말)	Technip-현대 JGC-삼성	Saipem-대우	JGC/Toyo-건설	-	2016	FEED 사업자 2개 컨소(JGC/Toyo) 확정 동종한곳에 추후 EPC 발주
16 진행	이스라엘 Tamar	LNG FPSO	13/2H	Noble(미)	-	대우	대우	4,000	-	대우가 수의 계약 형태로 수주할 예정임
17 진행	이스라엘 Leviathan	LNG FPSO	2013	Noble(미)	-	-	-	-	2016	-

자료: Upstream, 동양증권 리서치센터

IV. 업황점검

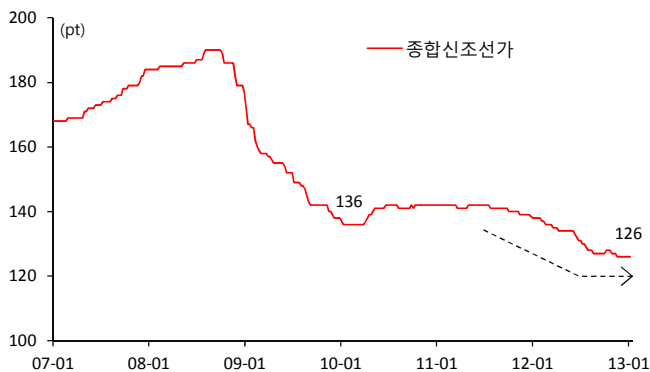
신조선가 126pt에서 횡보
컨테이너 용선료도 부진한
흐름

주요 업황지표들은 기존의 추세에서 아직 큰 변화를 보이지 않고 있다. 신조선가는 126pt 수준에서 횡보하고 있는 가운데, 컨테이너 용선료는 하락세를 나타내고 있다. 실제 컨테이너선 신조선 발주량은 운임보다 용선료와 더욱 큰 상관관계를 보여왔기 때문에 아직은 본격적인 컨테이너선 발주를 기대하기 어려운 상황이다.

반면, Product 해운시장은
반등세 지속되고 있음.
드릴쉽 시장도 매우 견조한
흐름

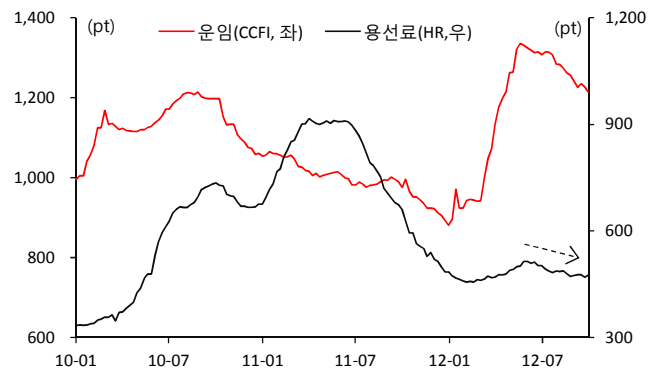
반면, Product 해운시장은 12년 하반기부터 시작된 견조한 반등세가 지속되고 있는데, 선복량 증가율 둔화로 해운시장의 수급이 계속해서 타이트해지기 때문으로 해석된다. 2013년에도 상승세가 기대된다. 아울러, 심해 드릴쉽용선료는 2011년부터 횡보하고 있으나 드릴쉽 인도량 증가에도 용선료가 현수준을 유지하고 있다는 점은 매우 긍정적인 흐름으로 해석할 필요가 있다. 2013년 인도되는 드릴쉽에 대한 용선체결율은 77% 수준으로 추정되는데, 아직 미체결된 선박은 주로 2013년 하반기에 인도되는 물량인 만큼 빠른시일내에 용선 체결이 마무리될 것으로 보인다.

종합신조선가



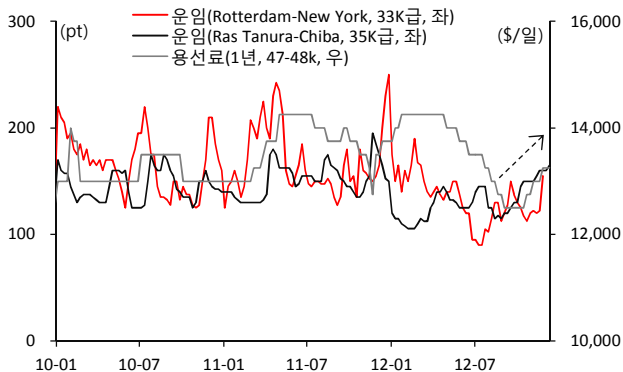
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

컨테이너 용선료 및 운임



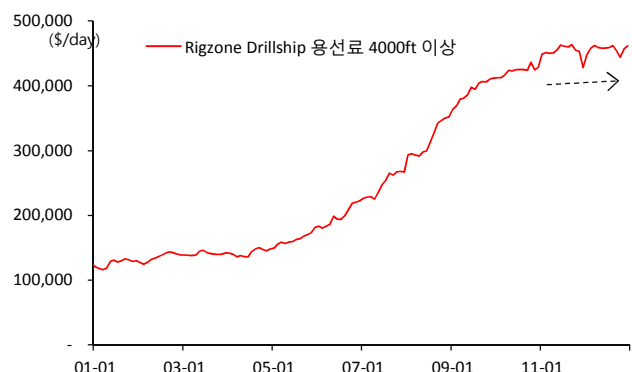
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

Product 용선료 및 운임



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

드릴쉽 용선료



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

주요시추선사들 신규 심해시추선 용선체결 현황

(단위: 기)

시추선사	선박명	종류	조선소	인도시점	용선계약체결
Ensco	ENSCO DS-7	Drillship	삼성	2013	미체결
	ENSCO DS-8	Drillship	삼성	2014	미체결
	ENSCO DS-9	Drillship	삼성	2014	미체결
Noble	Noble Globetrotter II	Drillship	현대	2013	체결
	Noble Don Taylor	Drillship	현대	2013	체결
	Noble Bob Douglas	Drillship	현대	2013	체결
	Noble Sam Croft	Drillship	현대	2014	미체결
	HHI Drillship IV	Drillship	현대	2014	미체결
Diamond	Ocean BlackHawk	Drillship	현대	2013	체결
	Ocean BlackHornet	Drillship	현대	2013	체결
	Ocean BlackRhino	Drillship	현대	2014	미체결
	Ocean BlackLion	Drillship	현대	2014	미체결
Seadrill	West Auriga	Drillship	삼성	2013	체결
	West Vela	Drillship	삼성	2013	체결
	West Tellus	Drillship	삼성	2013	미체결
	West Neptune	Drillship	삼성	2014	미체결
	West Jupiter	Drillship	삼성	2014	미체결
	West Saturn	Drillship	삼성	2014	미체결
	West Mira	Semi-sub rigs	현대	2014	미체결
	West Rigel	Semi-sub rigs	Jurong	2015	미체결
Rowan	Rowan Resolute	Drillship	현대	2014	미체결
	Rowan Renaissance	Drillship	현대	2014	체결
	Rowan Reliance	Drillship	현대	2015	미체결
Pacific	Pacific Khamsin	Drillship	삼성	2013	체결
	Pacific Sharav	Drillship	삼성	2013	체결
	Pacific Meltem	Drillship	삼성	2014	미체결
Maersk	DEEPWATER ADVANCED 1	Drillship	삼성	2014	체결
	DEEPWATER ADVANCED 2	Drillship	삼성	2014	체결
	DEEPWATER ADVANCED 3	Drillship	삼성	2014	미체결
	DEEPWATER ADVANCED 4	Drillship	삼성	2014	미체결
Atwood Oceanics	ATWOOD ADVANTAGE	Drillship	대우	2013	체결
	ATWOOD ACHIEVER	Drillship	대우	2014	미체결
	ATWOOD ADMIRAL	Drillship	대우	2015	미체결
Fred Olsen Energy	Bolette Dolphin	Drillship	현대	2013	체결
Vantage Drilling	Tungsten Explorer	Drillship	대우	2013	미체결
Dryships	Ocean Rig Mylos	Drillship	삼성	2013	체결
	Ocean Rig skylos	Drillship	삼성	2013	미체결
	Ocean Rig Athena	Drillship	삼성	2013	체결
		전체	용선계약체결	미체결	체결율
인도시점	2013	17	13	4	76.5%
	2014	18	4	14	22.2%
	2015	3	0	3	0.0%

자료: 각사, 동양증권 리서치센터 취합



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550

jaewon.lee@tongyang.co.kr

동양증권

현대중공업 (009540)

삼호/비조선, 만만치 않은 상황

투자의견: BUY (M)

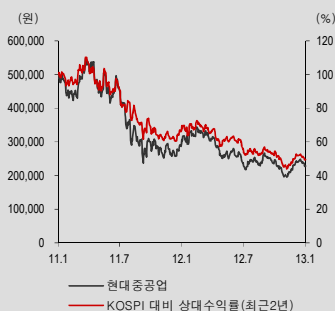
목표주가: 270,000원 (D)

조선

주가	229,000원
자본금	3,800억원
시가총액	174,040억원
주당순자산	280,815원
부채비율	170.02%
총발행주식수	76,000,000주
60일 평균 거래대금	508억원
60일 평균 거래량	229,310주
52주 고	345,000원
52주 저	195,500원
외인지분율	19.62%
주요주주	정몽준 외 7인 21.31%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(2.1)	(7.3)	(25.4)
상대	(0.3)	1.5	5.0
절대(달러환산)	(0.7)	(3.2)	(19.4)



자료: Datastream

Investment Point

4Q12 실적전망: 정유부문 감익, 조선부문 일회성 손실 발생 가능성

▶ 영업이익이 4,165억원(-52.6% yoy, -29.9% qoq) 모두 큰 폭으로 하락하며 부진한 실적을 기록할 전망이다. ①우선 정유부문의 경우, 매출창장이 둔화되고, 1배럴당 정제마진도 전분기대비 약30% 가까이 하락한 상황이라서 이익 감소가 불가피할 전망이다. ②조선부문의 경우는, TMT 선박 수주취소에 따른 일회성 비용이 발생할 것으로 보인다. 지난 3Q12에는 삼호에서 약 800억원에 이르는 손실이 발생했었는데, 이번 분기에는 본사에서 VLOC 2척을 저가에 리세일한 만큼 일회성 손실이 인식될 가능성이 높다. 단, 삼호 역시 VLOC 2척을 같은 가격에 리세일하기는 하였으나, 이미 3Q12에 선제적으로 비용을 인식한 만큼 추가적인 비용 인식 가능성은 낮아보인다.

▶ 향후, 영업이익은 TMT 관련 일회성 손실이 사라지면서 1Q13에 다소 회복되었으나, 하반기까지 큰 변화없이 횡보할 전망이다. 아울러, 삼호중공업, 플랜트사업부, 전기전자/그린에너지사업부 이익전망 하향 등을 반영하여 13~15년 실적은 하향조정한다.

1Q13 수주전망: 아쉬운 가운데서도 선방할 듯

▶ 기대를 모았던 UAE Upper Zakum 프로젝트(전체사업비 약 38억불, 이중 현대중공업 몫은 20억불)에서 최저가입찰자가 되는데 실패하였고, 20억불 이상의 대형 예치나 FPSO 역시 수주 가능성이 매우 낮아졌다는 점은 매우 아쉬운 상황이다. 단, 노르웨이 Aasta Hansteen 플랫폼(11억불) 수주에 성공했고, 콩고 Moho Nord FPSU(12억불) 수주도 유력하기 때문에 시장의 우려보다는 양호한 실적을 거둘 전망이다.

삼호 및 비조선 부문 부진 지속, TP 27만원으로 하향조정

▶ 해양에서의 수주모멘텀은 우려보다는 양호하겠으나, 삼호 및 비조선 부문의 수주/이익 감소에 대한 부담감은 생각보다 더욱 커지고 있는 상황이다. 당분간은 부진한 주가흐름이 예상된다. 다만, 하반기부터 컨션 수주 회복이 기대되고, 실적부진에 대한 실망감이 주가에 상당히 반영되어 있다는 점에서 주가의 하방경직성은 확보된 것으로 보인다. 목표주가는 실적 하향조정을 반영하여 30만원→27만원으로 10% 하향조정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 27만원으로 하향

- 삼호/비조선의 수주/이익 감소 부담 생각보다 커
- 단, 하반기 컨테이너선 발주 기대감은 긍정적. 우려감도 주가에 상당히 반영

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	373,424	537,117	553,469	523,473	544,760
매출액증가율	27.6	43.8	3.0	-5.4	4.1
영업이익	55,318	45,357	23,382	20,506	25,008
영업이익률	14.8	8.4	4.2	3.9	4.6
지배주주귀속 순이익	41,535	25,590	16,252	14,045	17,723
지배주주 귀속 EPS	54,652	33,671	21,385	18,480	23,320
증가율	94.0	-38.4	-36.5	-13.6	26.2
PER	5.1	11.8	10.7	12.4	9.8
PBR	1.3	1.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.2	7.1	8.4	8.5	7.2
ROA	10.0	5.3	3.2	2.7	3.3
ROE	34.5	16.7	9.7	7.9	9.3

주: 영업이익은 기존 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: 동양증권

4Q12 실적 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			시장(B)			(A)/(B)
				4Q12E	yoy	qoq	4Q12E	yoy	qoq	
현대중공업	매출액	145,217	131,990	145,091	-0.1%	9.9%	139,165	-4.2%	5.4%	4.3%
	영업이익	8,791	5,939	4,165	-52.6%	-29.9%	5,314	-39.6%	-10.5%	-21.6%
	세전이익	1,280	10,092	4,086	219.2%	-59.5%	5,295	313.6%	-47.5%	-22.8%
	순이익	-254	7,295	3,065	흑전	-58.0%	4,031	흑전	-44.7%	-24.0%
	OPM	6.1%	4.5%	2.9%	-3.2%p	-1.6%p	3.8%	-2.2%	-0.7%	-0.9%p

자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

Valuation

(단위: 억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
BPS	233,942	244,884	260,138	280,232	306,470	337,888
ROE	16.7%	9.7%	7.9%	9.3%	10.7%	11.4%

적정 PBR	0.95
ROE(14~15년평균)	10.0%
영구성장률	2%
BPS(2014E)	280,232
적정주가	270,000

자기자본비용	10.4%
무위험자산 이자	4.0%
beta	1.17
리스크프리미엄	5.5%

자료: 동양증권 리서치센터

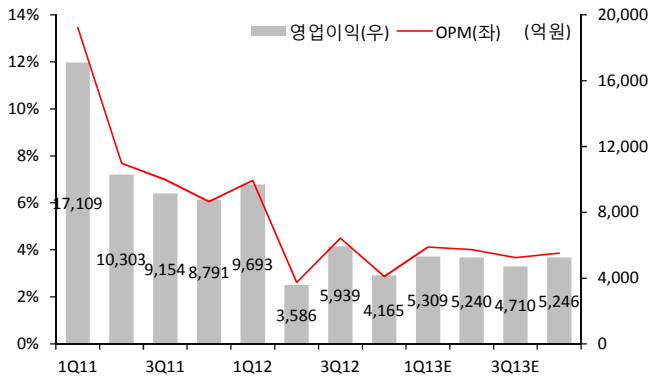
실적전망 수정

(단위: 억원)

	변경전			변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	538,958	565,389	602,096	523,473	544,760	578,496	-2.9%	-3.6%	-3.9%
영업이익	24,638	29,667	35,285	20,506	25,008	30,650	-16.8%	-15.7%	-13.1%
세전이익	22,194	27,848	34,296	19,637	24,780	31,310	-11.5%	-11.0%	-8.7%
순이익	15,766	19,783	24,364	14,045	17,723	22,393	-10.9%	-10.4%	-8.1%
OPM	4.6%	5.2%	5.9%	3.9%	4.6%	5.3%	-0.7%p	-0.7%p	-0.6%p
ROE	8.8%	10.1%	11.3%	7.9%	9.3%	10.7%	-0.9%p	-0.9%p	-0.6%p

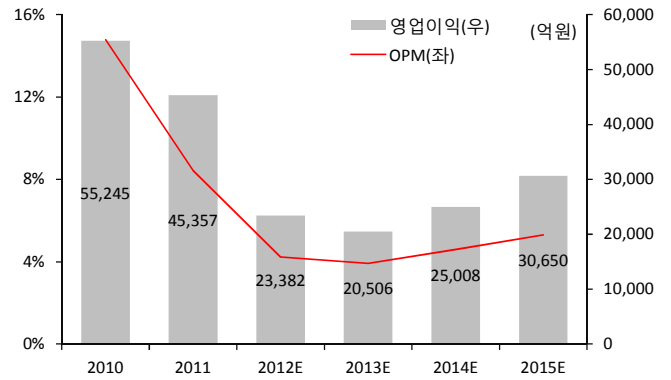
자료: 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 분기 영업이익 추이



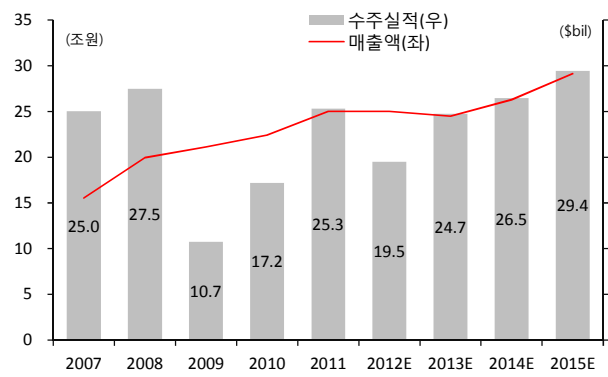
자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 연간 영업이익 추이



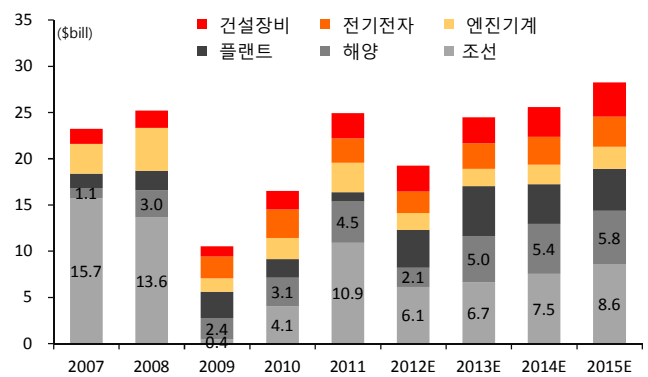
자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 수주-매출액 추이



자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 부문별 수주실적



자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q12P	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	4Q12 yoy	4Q12 qoq
수주(\$m)	3,757	4,897	4,462	6,376	-	-	-	-	92.9%	42.9%
매출액	139,383	137,004	131,990	145,091	128,808	130,755	128,299	135,612	-0.1%	9.9%
조선	46,184	44,482	40,685	50,779	40,686	42,399	40,695	39,500	5.0%	24.8%
- 현중	22,610	24,940	23,860	26,645	21,704	22,608	21,704	24,417	11.4%	11.7%
- 삼호	13,738	10,168	7,975	12,185	10,201	10,626	10,201	5,146	-17.0%	52.8%
- 미포	9,631	9,888	9,733	10,757	8,781	9,165	8,790	9,938	6.1%	10.5%
해양	9,395	11,316	10,142	14,346	10,509	10,947	10,290	12,041	8.6%	41.5%
플랜트	3,025	2,922	3,424	2,955	4,868	5,070	4,766	5,577	-47.7%	-13.7%
엔진	3,782	4,211	6,097	5,785	3,801	3,959	3,801	4,276	-10.8%	-5.1%
전기전자(중전기)	6,455	7,515	7,155	6,032	6,869	7,155	6,869	7,727	-21.4%	-15.7%
그린에너지	942	625	671	1,348	647	674	647	728	56.4%	100.9%
건설기계	11,787	10,257	8,793	8,054	11,432	10,644	9,067	8,279	-0.8%	-8.4%
정유	55,637	53,609	52,677	53,483	48,061	48,061	50,064	54,069	1.3%	1.5%
금융/기타	2,176	2,067	2,346	2,309	1,935	1,845	2,100	3,413	13.7%	-1.6%
영업이익	9,693	3,586	5,938	4,165	5,309	5,240	4,710	5,246	-52.6%	-29.9%
조선	6,172	3,890	2,041	2,201	2,443	2,498	2,366	2,429	-61.4%	7.9%
- 현중	2,818	2,838	1,976	1,275	1,519	1,537	1,476	1,707	-45.1%	-35.5%
- 삼호	2,955	697	-273	543	561	584	510	298	-81.5%	-299.3%
- 미포	375	331	313	358	338	352	356	399	-36.4%	14.5%
해양	697	573	1,069	825	736	766	720	843	-22.3%	-22.8%
플랜트	161	163	-16	136	195	203	191	223	-48.4%	-948.3%
엔진	970	850	931	727	684	713	684	611	-44.0%	-21.9%
전기전자(중전기)	-180	-410	-335	-297	-137	-143	-69	-223	적전	-11.3%
그린에너지	-49	-189	-416	-422	-65	-67	-65	-73	적지	적지
건설기계	1,106	756	617	516	1,143	1,011	725	747	118.5%	-16.4%
정유	1,389	-1,575	2,481	1,089	769	769	801	917	-36.2%	-56.1%
금융/기타	-573	-472	-434	-610	-459	-509	-644	-228	적지	적지
핵심사업(조선+6대비조선)	8,877	5,633	3,891	3,686	4,999	4,981	4,553	4,558	-52.4%	-5.3%
비핵심사업(정유/금융/기타)	816	-2,047	2,047	479	310	260	157	688	-54.0%	-76.6%
세전이익	7,651	2,086	10,091	4,086	5,110	5,081	4,526	4,921	219.2%	-59.5%
당기순이익	5,230	1,341	7,293	3,065	3,807	3,785	3,372	3,666	흑전	-58.0%
지배주주	4,957	1,322	6,953	3,021	3,752	3,731	3,324	3,238	-	-56.6%
영업이익률	7.0%	2.6%	4.5%	2.9%	4.1%	4.0%	3.7%	3.9%	-3.2%p	-1.6%p
조선	13.4%	8.7%	5.0%	4.3%	6.0%	5.9%	5.8%	6.2%	-7.5%p	-0.7%p
- 현중	12.5%	11.4%	8.3%	4.8%	7.0%	6.8%	6.8%	7.0%	-4.9%p	-3.5%p
- 삼호	21.5%	6.8%	-3.4%	4.5%	5.5%	5.5%	5.0%	5.8%	-15.6%p	7.9%p
- 미포	3.9%	3.3%	3.2%	3.3%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	-2.2%p	0.1%p
해양	7.4%	5.1%	10.5%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-2.3%p	-4.8%p
플랜트	5.3%	5.6%	-0.5%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-0.1%p	5.1%p
엔진	25.6%	20.2%	15.3%	12.6%	18.0%	18.0%	18.0%	14.3%	-7.5%p	-2.7%p
전기전자(중전기)	-2.8%	-5.5%	-4.7%	-4.9%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-2.9%	-7.8%p	-0.2%p
그린에너지	-5.2%	-30.2%	-62.0%	-31.3%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	88.2%p	30.7%p
건설기계	9.4%	7.4%	7.0%	6.4%	10.0%	9.5%	8.0%	9.0%	3.5%p	-0.6%p
정유	2.5%	-2.9%	4.7%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	-1.2%p	-2.7%p
금융/기타	-26.3%	-22.8%	-18.5%	-26.4%	-23.7%	-27.6%	-30.7%	-6.7%	6.4%p	-7.9%p

연결기준 연간실적 전망						(단위: 억원)				
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	'11 yoy	'12 yoy	'13 yoy	'14 yoy	'15 yoy
수주(\$m)	25,324	19,492	24,745	26,461	29,438	47.2%	-23.0%	26.9%	6.9%	11.3%
매출액(억원)	537,117	553,469	523,473	544,760	578,496	43.8%	3.0%	-5.4%	4.1%	6.2%
조선	183,519	182,130	163,280	155,779	163,175	15.6%	-0.8%	-10.3%	-4.6%	4.7%
- 현중	94,872	98,055	90,432	83,340	88,825	20.9%	3.4%	-7.8%	-7.8%	6.6%
- 삼호	48,286	44,067	36,173	33,336	35,530	11.9%	-8.7%	-17.9%	-7.8%	6.6%
- 미포	40,941	40,008	36,674	39,103	38,820	9.9%	-2.3%	-8.3%	6.6%	-0.7%
해양	37,289	45,199	43,787	47,183	52,601	8.9%	21.2%	-3.1%	7.8%	11.5%
플랜트	26,937	12,326	20,281	27,213	31,041	1.4%	-54.2%	64.5%	34.2%	14.1%
엔진	21,550	19,875	15,836	15,918	16,739	10.5%	-7.8%	-20.3%	0.5%	5.2%
전기전자(중전기)	23,958	27,157	28,620	30,832	33,258	-13.7%	13.4%	5.4%	7.7%	7.9%
그린에너지	3,804	3,586	2,697	9,431	12,873	-	-5.7%	-24.8%	249.8%	36.5%
건설기계	42,630	38,891	39,422	45,336	52,136	27.1%	-8.8%	1.4%	15.0%	15.0%
정유	188,185	215,406	200,256	203,357	206,519	206.8%	14.5%	-7.0%	1.5%	1.6%
금융/기타	9,245	8,899	9,293	9,711	10,154	42.8%	-3.7%	4.4%	4.5%	4.6%
영업이익(억원)	45,357	23,382	20,506	25,008	30,650	-17.9%	-48.5%	-12.3%	22.0%	22.6%
조선	24,848	14,304	9,737	9,269	11,999	-7.5%	-42.4%	-31.9%	-4.8%	29.5%
- 현중	13,189	8,907	6,240	5,750	7,017	12.1%	-32.5%	-29.9%	-7.8%	22.0%
- 삼호	8,043	3,922	1,953	1,800	2,452	-2.3%	-51.2%	-50.2%	-7.8%	36.2%
- 미포	3,517	1,376	1,445	1,620	2,431	-35.7%	-60.9%	5.0%	12.1%	50.1%
해양	3,892	3,164	3,065	3,303	3,682	-49.1%	-18.7%	-3.1%	7.8%	11.5%
플랜트	2,471	444	811	1,225	1,397	-28.2%	-82.0%	82.8%	51.0%	14.1%
엔진	5,944	3,478	2,692	2,865	3,180	-21.3%	-41.5%	-22.6%	6.4%	11.0%
전기전자(중전기)	1,532	-1,222	-572	2,158	3,326	-72.6%	적전	흑전	-477.0%	54.1%
그린에너지	-1,752	-1,076	-270	0	149	-	적지	적지	흑전	#DIV/0!
건설기계	4,600	2,995	3,627	4,760	5,474	18.3%	-34.9%	21.1%	31.3%	15.0%
정유	5,950	3,384	3,256	3,197	3,137	221.9%	-43.1%	-3.8%	-1.8%	-1.9%
금융/기타	-2,128	-2,089	-1,840	-1,769	-1,694	적지	적지	적지	적지	적지
핵심사업(조선+6대비조선)	41,535	22,087	19,090	23,580	29,207	-24.5%	-46.8%	-13.6%	23.5%	23.9%
비핵심사업(정유/금융/기타)	3,822	1,295	1,415	1,427	1,443	1379.4%	-66.1%	9.3%	0.9%	1.1%
세전이익	38,763	23,915	19,637	24,780	31,310	-36.7%	-38.3%	-17.9%	26.2%	26.3%
당기순이익	27,434	16,930	14,630	18,461	23,326	-39.9%	-38.3%	-13.6%	26.2%	26.3%
지배주주	25,590	16,252	14,045	17,723	22,393	-38.4%	-36.5%	-13.6%	26.2%	26.3%
영업이익률(%)	8.4%	4.2%	3.9%	4.6%	5.3%	-6.3%p	-4.2%p	-0.3%p	0.7%p	0.7%p
조선	13.5%	7.9%	6.0%	6.0%	7.4%	-3.4%p	-5.7%p	-1.9%p	0.0%p	1.4%p
- 현중	13.9%	9.1%	6.9%	6.9%	7.9%	-1.1%p	-4.8%p	-2.2%p	0.0%p	1.0%p
- 삼호	16.7%	8.9%	5.4%	5.4%	6.9%	-2.4%p	-7.8%p	-3.5%p	0.0%p	1.5%p
- 미포	8.6%	3.4%	3.9%	4.1%	6.3%	-6.1%p	-5.2%p	0.5%p	0.2%p	2.1%p
해양	10.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-11.9%p	-3.4%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
플랜트	9.2%	3.6%	4.0%	4.5%	4.5%	-3.8%p	-5.6%p	0.4%p	0.5%p	0.0%p
엔진	27.6%	17.5%	17.0%	18.0%	19.0%	-11.1%p	-10.1%p	-0.5%p	1.0%p	1.0%p
전기전자	6.4%	-4.5%	-2.0%	7.0%	10.0%	-13.8%p	-10.9%p	2.5%p	9.0%p	3.0%p
그린에너지	-46.1%	-30.0%	-10.0%	0.0%	1.2%	-	16.1%p	20.0%p	10.0%p	1.2%p
건설기계	10.8%	7.7%	9.2%	10.5%	10.5%	-0.8%p	-3.1%p	1.5%p	1.3%p	0.0%p
정유	3.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	0.1%p	-1.6%p	0.1%p	-0.1%p	-0.1%p
금융/기타	-23.0%	-23.5%	-19.8%	-18.2%	-16.7%	1.5%p	-0.5%p	3.7%p	1.6%p	1.5%p

자료: 동양증권 리서치센터

현대중공업 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	373,424	537,117	553,469	523,473	544,760
매출원가	298,494	467,844	507,948	482,029	497,962
매출총이익	74,930	69,272	45,520	41,445	46,798
판매비	19,612	23,915	22,139	20,939	21,790
영업이익	55,318	45,357	23,382	20,506	25,008
EBITDA	63,255	54,734	33,478	31,623	36,135
영업외손익	5,964	-6,594	533	-868	-227
외환관련손익	-744	-1,784	-513	-227	-227
이자손익	668	-516	-2,508	-1,429	-792
관계기업관련손익	1,201	-1,483	-1,903	0	0
기타	4,839	-2,812	5,458	788	792
법인세비용차감전순손익	61,282	38,763	23,915	19,637	24,780
법인세비용	15,655	11,329	6,985	5,008	6,319
계속사업순손익	45,627	27,434	16,930	14,630	18,461
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	45,627	27,434	16,930	14,630	18,461
지배지분순이익	41,535	25,590	16,252	14,045	17,723
포괄순이익	47,982	26,168	11,007	14,630	18,461
지배지분포괄이익	44,647	24,984	10,421	14,045	17,723

주: 1. 영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	229,291	230,764	268,171	277,950	291,805
현금및현금성자산	18,788	16,100	20,467	36,947	46,047
매출채권 및 기타채권	100,039	97,454	104,743	101,888	103,914
재고자산	50,394	64,781	70,947	67,102	69,831
비유동자산	239,248	259,244	247,080	251,498	256,418
유형자산	147,791	155,647	157,956	158,577	159,120
관계기업등 지분관련자산	11,252	9,729	11,287	16,335	21,383
기타투자자산	40,700	42,156	37,305	37,305	37,305
자산총계	468,539	490,008	515,250	529,448	548,223
유동부채	260,117	254,908	247,968	249,312	251,154
매입채무 및 기타채무	151,247	150,162	139,101	140,445	142,287
단기차입금	65,462	72,123	81,315	81,315	81,315
유동성장기부채	6,581	9,063	10,696	10,696	10,696
비유동부채	48,193	53,335	76,461	76,461	76,461
장기차입금	14,428	22,899	31,123	31,123	31,123
사채	11,972	6,485	23,433	23,433	23,433
부채총계	308,310	308,243	324,428	325,772	327,615
지배지분	142,920	163,791	172,107	183,700	198,971
자본금	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
자본잉여금	4,736	154	154	154	자본잉여금
이익잉여금	36,847	51,883	56,496	62,173	이익잉여금
비지배지분	5,323	6,952	7,512	8,243	비지배지분
자산총계	49,866	61,578	66,561	72,969	자산총계
순차입금	4,186	468	-900	557	순차입금
총차입금	16,214	18,595	17,095	17,979	총차입금

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	2,510	5,035	-19,535	24,545	17,430
당기순이익	45,627	27,434	16,930	14,630	18,461
감가상각비	7,214	8,525	9,260	10,380	10,457
외환손익	0	0	-283	227	227
총속, 관계기업 관련손익	-1,201	1,483	1,903	0	0
자산부채의 증감	-62,293	-39,818	-45,844	-2,863	-13,819
기타현금흐름	13,164	7,411	-1,501	2,170	2,103
투자활동 현금흐름	-34,146	-13,668	-9,296	-16,283	-16,283
투자자산	-22,998	-3,000	4,321	-5,048	-5,048
유형자산 증가 (CAPEX)	-17,813	-16,267	-12,219	-11,000	-11,000
유형자산 감소	11,124	436	314	0	0
기타현금흐름	-4,459	5,163	-1,711	-236	-236
재무활동 현금흐름	31,032	5,988	42,333	42,333	42,333
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,029	-4,105	-2,158	-2,158	-2,158
기타현금흐름	33,061	10,093	44,491	44,491	44,491
연결범위변동 등 기타	18	-44	-9,135	-34,114	-34,380
현금의 증감	-586	-2,688	4,367	16,480	9,100
기초 현금	19,374	18,788	16,100	20,467	36,947
기말 현금	18,788	16,100	20,467	36,947	46,047
NOPLAT	55,318	45,357	23,382	20,506	25,008
FCF	-30,982	-14,607	-31,415	12,531	4,939

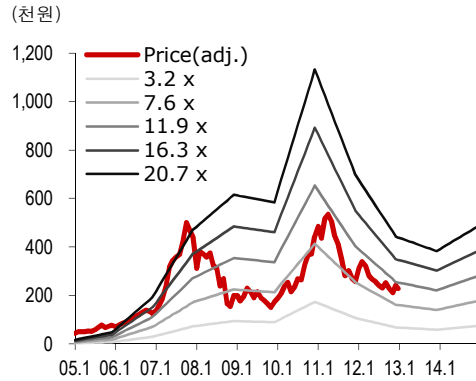
자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

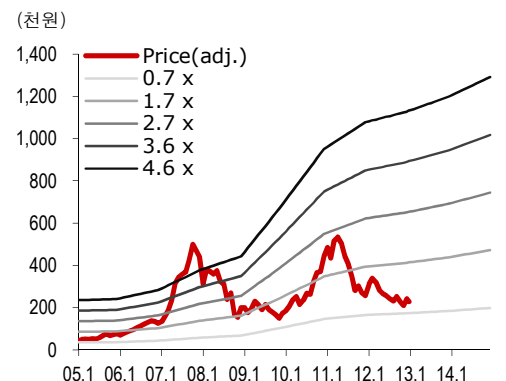
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	54,652	33,671	21,385	18,480	23,320
BPS	206,480	233,942	244,884	260,138	280,232
EBITDAPS	83,231	72,018	44,050	41,609	47,546
SPS	491,347	706,732	728,248	688,781	716,789
DPS	7,000	4,000	4,000	4,000	4,000
PER	5.1	11.8	10.7	12.4	9.8
PBR	1.3	1.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.2	7.1	8.4	8.5	7.2
PSR	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	27.6	43.8	3.0	-5.4	4.1
영업이익 증가율 (%)	82.9	-18.0	-48.5	-12.3	22.0
지배순이익 증가율 (%)	94.0	-38.4	-36.5	-13.6	26.2
매출총이익률 (%)	20.1	12.9	8.2	7.9	8.6
영업이익률 (%)	14.8	8.4	4.2	3.9	4.6
지배순이익률 (%)	11.1	4.8	2.9	2.7	3.3
EBITDA 마진 (%)	16.9	10.2	6.0	6.0	6.6
ROIC	34.9	17.6	7.6	6.5	8.0
ROA	10.0	5.3	3.2	2.7	3.3
ROE	34.5	16.7	9.7	7.9	9.3
부채비율 (%)	192.4	169.6	170.0	159.9	148.5
순차입금/자기자본 (%)	27.7	41.4	52.3	40.0	32.4
영업이익/금융비용 (배)	39.3	15.7	5.4	4.7	5.7

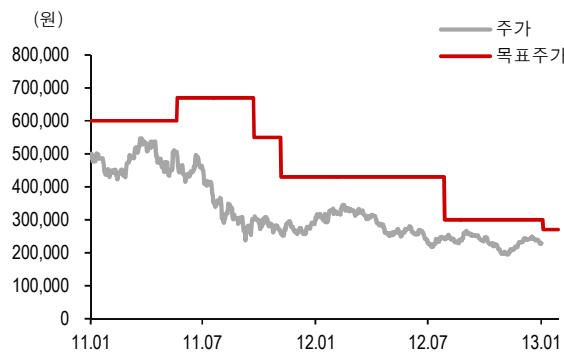
PER Band chart



PBR Band chart



현대중공업 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



날	투자의견	목표주가
2013-01-21	BUY	270,000
2012-10-26	BUY	300,000
2012-10-17	BUY	300,000
2012-08-14	BUY	300,000
2012-06-28	BUY	430,000
2012-05-04	BUY	430,000
2012-02-03	BUY	430,000
2012-01-16	BUY	430,000
2011-11-23	BUY	430,000
2011-10-28	BUY	550,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동종 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20~-20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550

jaewon.lee@tongyang.co.kr

동양증권

삼성중공업 (010140)

100% 환헷지의 안정감

투자의견: **BUY (M)**

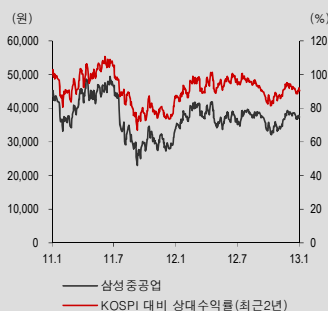
목표주가: **45,000원 (M)**

조선

주가	37,400원
자본금	11,550억원
시가총액	86,376억원
주당순자산	25,184원
부채비율	189.38%
총발행주식수	230,990,231 주
60일 평균 거래대금	330억원
60일 평균 거래량	916,514 주
52주 고	41,900원
52주 저	32,100원
외인지분율	31.98%
주요주주	삼성전자 외 9 인 24.42%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(1.7)	4.5	8.6
상대	(0.3)	1.5	5.0
절대(달러환산)	(0.3)	9.1	17.3



자료: Datastream

Investment Point

4Q12 실적전망: 시장 기대 충족. 안정적인 이익흐름 재확인할 듯

▶ 4Q12 삼성중공업은 영업이익 2,501억원(21.6% yoy, -23.1% qoq)의 실적을 거둔 것으로 추정된다. 전년 기대비로는 비록 감소하지만, 전년동기대비로는 조선사들중 유일하게 성장세를 나타낼 전망이다. 2012년 연간 영업이익도 타사들은 -40% 이상의 역성장이 예상되지만, 삼성중공업은 오히려 10.1%의 증가로 마무리할 가능성이 높은 상황이다. 이러한 차별화된 이익 흐름은 고마진의 드릴쉽 물량이 전체 매출에서 30~40%를 차지하면서 상선부문의 이익을 악화를 방어해주었기 때문으로 판단된다. 4Q12 역시 지난 1~3Q와 다르지 않게 시장의 기대를 충족시키면서 매우 안정적인 실적을 시현할 전망이다.

1Q13 수주전망: 해양생산설비 수주 기대감 높아

▶ 1Q13에는 해양 부문에서 높은 수주모멘텀이 기대된다. 우선 노르웨이 Ivar Aasen 플랫폼(8~9억불) 수주가 유력한 가운데, 20억불 이상의 나이지리아 Egina FPSO 수주경쟁에서도 현대중공업 대비 앞서 있는 것으로 관측되고 있어 매우 고무적이다. (Egina FPSO의 발주 시점은 1~2Q중으로 예상). 한편, 드릴쉽 옵션 계약을 10기 보유하고 있는데, 옵션 행사 만료 시점으로만 놓고 보면 1Q가 가장 많은 상황이어서 드릴쉽에서도 일정 정도의 수주계약이 기대된다.

안정적인 이익과 해양 수주모멘텀의 매력

▶ 삼성중공업에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다. ①향후 3~6개월 동안 해양부문에서 높은 수주모멘텀이 기대되는 가운데, ②지난해말 이후 시작된 조선주 랠리 국면에서 다소 소외되면서 2013년 PER 10.7배로 valuation 부담이 매우 낮아진 상태이다. ③AMEC과의 엔지니어링 전문업체 설립, Sub-sea업체 M&A 시도 등을 통해서 해양 시장에서의 근본적인 경쟁력 강화에 투자를 집중하고 있다는 점도 긍정적인 부분이다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

- 4Q12 실적은 시장 기대치 충족할 것
- 향후 3~6개월간 높은 해양부문에서 수주모멘텀 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	131,464	133,918	145,332	150,925	161,966
매출액증가율	0.0	1.9	8.5	3.8	7.3
영업이익	12,009	10,826	11,919	10,927	11,758
영업이익률	9.1	8.1	8.2	7.2	7.3
지배주주귀속 순이익	10,003	8,512	9,322	8,072	8,736
지배주주 귀속 EPS	4,332	3,687	4,037	3,496	3,784
증가율	42.5	-14.9	9.5	-13.4	8.2
PER	6.3	10.2	9.3	10.7	9.9
PBR	1.3	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.2	5.7	6.6	6.6	6.1
ROA	5.1	4.8	5.8	5.0	5.2
ROE	28.7	19.4	18.5	13.9	13.4

주: 영업이익은 기존 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: 동양증권

4Q12 실적전망 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			시장(B)			(A)/(B)
				4Q12E	yoy	qoq	4Q12E	yoy	qoq	
삼성중공업	매출액	33,037	40,587	35,833	8.5%	-11.7%	36,525	10.6%	-10.0%	-1.9%
	영업이익	2,056	3,251	2,501	21.6%	-23.1%	2,542	23.6%	-21.8%	-1.6%
	세전이익	2,192	3,472	2,714	23.8%	-21.8%	2,670	21.8%	-23.1%	1.6%
	순이익	1,765	2,774	2,090	18.4%	-24.7%	1,969	11.5%	-29.0%	6.1%
	OPM	6.2%	8.0%	7.0%	0.8%p	-1.0%p	7.0%	0.7%	-1.0%	0.0%p

자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

Valuation

(단위: 억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
BPS	22,956	26,486	29,511	32,730	36,791	41,270
ROE	19.4%	18.5%	13.9%	13.4%	14.5%	13.9%

적정 PBR	1.39
ROE(14~15년평균)	13.9%
영구성장률	2%
BPS(2014E)	32,730
적정주가	45,000

자기자본비용	10.6%
무위험자산 이자	4.0%
beta	1.20
리스크프리미엄	5.5%

자료: 동양증권 리서치센터

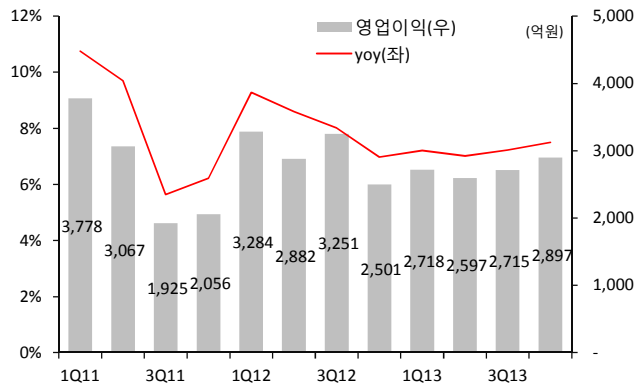
실적전망 수정

(단위: 억원)

변경전				변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	151,323	161,370	175,830	150,925	161,966	176,358	-0.3%	0.4%	0.3%
영업이익	10,994	11,765	14,132	10,927	11,758	14,190	-0.6%	-0.1%	0.4%
세전이익	10,270	11,244	13,877	10,483	11,346	13,871	2.1%	0.9%	0.0%
순이익	7,908	8,658	10,685	8,072	8,736	10,681	2.1%	0.9%	0.0%
OPM	7.3%	7.3%	8.0%	7.2%	7.3%	8.0%	0.0%p	0.0%p	0.0%p
ROE	13.7%	13.4%	14.6%	13.9%	13.4%	14.5%	0.2%p	0.0%p	-0.1%p

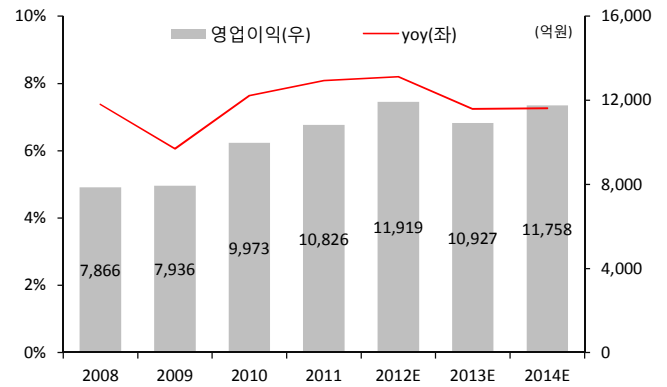
자료: 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 분기 영업이익 추이



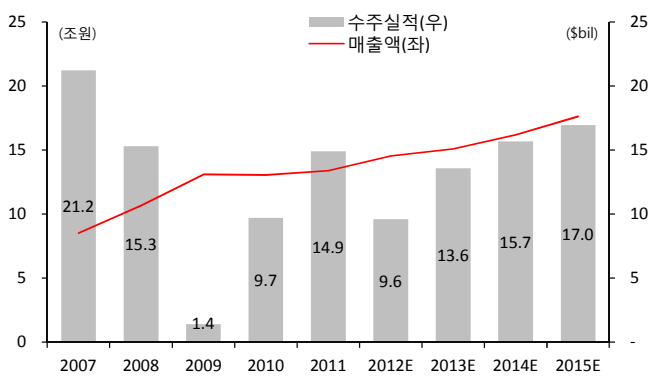
자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 연간 영업이익 추이



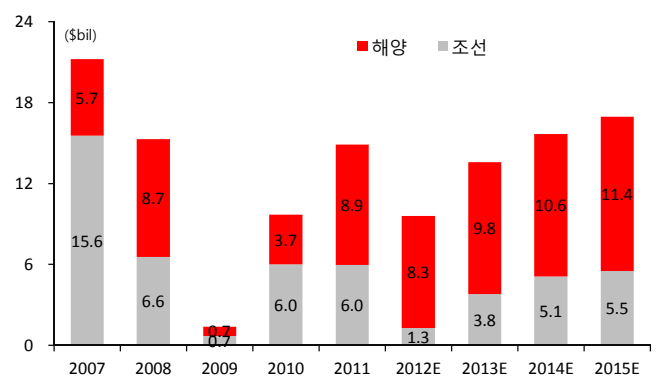
자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 수주-매출액 추이



자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 부문별 수주실적 전망



자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 분기실적전망										(단위: 억원)
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	4Q12 yoy	4Q12 qoq
수주실적(\$m)	5,300	1,200	1,400	1,700	-	-	-	-	-	21.4%
조선	400	185	0	715	-	-	-	-	-	-
해양	4,900	1,015	1,400	985	-	-	-	-	-	-29.6%
매출액	35,389	33,523	40,587	35,833	37,682	37,026	37,582	38,635	8.5%	-11.7%
조선해양	33,202	31,117	38,582	33,306	35,245	34,540	35,245	35,950	10.5%	-13.7%
건설	2,188	2,407	2,004	2,526	2,437	2,487	2,337	2,686	-12.4%	26.0%
조정영업이익	3,284	2,882	3,251	2,501	2,718	2,597	2,715	2,897	21.6%	-23.1%
조선해양	3,228	2,820	3,165	2,441	2,643	2,521	2,643	2,815	4.5%	-22.9%
건설	56	62	86	60	74	76	71	82	흑전	-30.8%
세전이익	3,284	2,494	3,472	2,714	2,606	2,486	2,603	2,786	23.8%	-21.8%
당기순이익	2,527	1,931	2,773	2,090	2,007	1,914	2,004	2,145	18.4%	-24.6%
조정 OPM	9.3%	8.6%	8.0%	7.0%	7.2%	7.0%	7.2%	7.5%	0.8%p	-1.0%p
조선해양	9.7%	9.1%	8.2%	7.3%	7.5%	7.3%	7.5%	7.8%	-0.4%p	-0.9%p
건설	2.6%	2.6%	4.3%	2.4%	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	12.1%p	-1.9%p

자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 연간실적전망						(단위: 억원)				
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	'11 yoy	'12 yoy	'13 yoy	'14 yoy	'15 yoy
수주실적(\$m)	14,900	9,600	13,586	15,674	16,951	53.6%	-35.6%	41.5%	15.4%	8.2%
조선	5,960	1,300	3,811	5,102	5,518	-0.7%	-78.2%	193.1%	33.9%	8.2%
해양	8,940	8,300	9,775	10,572	11,433	141.6%	-7.2%	17.8%	8.2%	8.2%
매출액	133,918	145,332	150,925	161,966	176,358	2.6%	8.5%	3.8%	7.3%	8.9%
조선해양	123,182	136,207	140,979	146,125	159,541	2.0%	10.6%	3.5%	3.6%	9.2%
건설	10,735	9,125	9,946	10,842	11,817	9.5%	-15.0%	9.0%	9.0%	9.0%
조정영업이익	10,826	11,919	10,927	11,758	14,190	8.6%	10.1%	-8.3%	7.6%	20.7%
조선해양	11,156	11,654	10,623	11,098	13,449	12.6%	4.5%	-8.8%	4.5%	21.2%
건설	-330	265	303	520	591	-645.2%	-180.1%	14.6%	71.5%	13.5%
세전이익	11,503	11,964	10,483	11,346	13,871	-11.4%	4.0%	-12.4%	8.2%	22.3%
당기순이익	8,511	9,322	8,072	8,736	10,681	-14.9%	9.5%	-13.4%	8.2%	22.3%
조정 OPM	8.1%	8.2%	7.2%	7.3%	8.0%	0.4%p	0.1%p	-1.0%p	0.0%p	0.8%p
조선해양	9.1%	8.6%	7.5%	7.6%	8.4%	0.8%p	-0.5%p	-1.0%p	0.1%p	0.8%p
건설	-3.1%	2.9%	3.1%	4.8%	5.0%	-3.7%p	6.0%p	0.2%p	1.7%p	0.2%p

자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 (010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	131,464	133,918	145,332	150,925	161,966
매출원가	114,570	116,284	126,728	133,283	143,406
매출총이익	16,895	17,634	18,604	17,643	18,560
판매비	4,886	6,808	6,685	6,716	6,803
영업이익	12,009	10,826	11,919	10,927	11,758
EBITDA	15,038	14,546	14,213	14,112	14,936
영업외손익	969	677	45	-444	-412
외환관련손익	-110	-1,023	-376	-95	-100
이자손익	-1,302	246	234	-199	-162
관계기업관련손익	0	-324	0	0	0
기타	2,382	1,779	187	-150	-150
법인세비용차감전순이익	12,978	11,503	11,964	10,483	11,346
법인세비용	2,973	2,992	2,642	2,411	2,610
계속사업순이익	10,005	8,511	9,322	8,072	8,736
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10,005	8,511	9,322	8,072	8,736
지배지분순이익	10,003	8,512	9,322	8,072	8,736
포괄순이익	11,740	6,162	9,238	7,672	8,336
지배지분포괄이익	11,737	6,164	9,223	7,659	8,323

주: 1. 영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	117,958	96,166	91,747	96,369	101,997
현금및현금성자산	4,467	8,056	2,220	3,019	3,239
매출채권 및 기타채권	55,829	41,784	45,776	46,475	49,875
재고자산	6,071	5,404	6,515	6,766	7,261
비유동자산	70,546	67,974	66,288	67,861	69,098
유형자산	54,321	54,083	54,987	54,912	54,841
관계기업등 지분관련자산	3	3	1,019	2,374	3,729
기타투자자산	12,977	11,470	6,246	6,246	6,246
자산총계	188,504	164,139	158,034	164,230	171,095
유동부채	127,157	105,390	79,604	79,812	80,240
매입채무 및 기타채무	47,732	49,822	42,621	41,930	42,686
단기차입금	15,407	5,848	6,350	7,249	6,921
유동성장기부채	3,164	10,994	2,172	2,172	2,172
비유동부채	20,022	12,310	23,820	22,820	21,820
장기차입금	2,816	997	5,403	5,403	5,403
사채	6,989	0	11,960	10,960	9,960
부채총계	147,180	117,700	103,424	102,631	102,060
지배지분	41,320	46,436	54,607	61,594	69,030
자본금	11,550	11,550	11,550	11,550	11,550
자본잉여금	4,736	154	154	154	자본잉여금
이익잉여금	36,847	51,883	56,496	62,173	이익잉여금
비지배지분	5,323	6,952	7,512	8,243	비지배지분
자본총계	49,866	61,578	66,561	72,969	자본총계
순차입금	4,186	468	-900	557	순차입금
총차입금	16,214	18,595	17,095	17,979	총차입금

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	10,352	14,398	-7,182	1,557	3,215
당기순이익	10,005	8,511	9,322	8,072	8,736
감가상각비	2,811	2,942	2,237	3,135	3,130
외환손익	-92	78	-57	95	100
총속,관계기업관련손익	0	324	0	0	0
자산부채의 증감	-4,007	5,407	-20,894	-12,071	-11,075
기타현금흐름	1,634	-2,865	2,211	2,326	2,323
투자활동 현금흐름	-7,346	1,152	-3,469	-4,412	-4,412
투자자산	-311	161	-889	-1,355	-1,355
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,058	-3,059	-3,623	-3,100	-3,100
유형자산 감소	126	642	40	40	40
기타현금흐름	-3,103	3,408	1,003	2	2
재무활동 현금흐름	-4,299	-11,884	7,148	-1,186	-2,628
단기차입금	-1,469	-9,897	610	898	-328
사채 및 장기차입금	-1,788	-917	7,616	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,073	-1,082	-1,084	-1,084	-1,301
기타현금흐름	31	13	6	0	0
연결범위변동 등 기타	76	-77	-2,333	4,840	4,046
현금의 증감	-1,218	3,588	-5,836	799	221
기초 현금	5,686	4,467	8,056	2,220	3,019
기말 현금	4,467	8,056	2,220	3,019	3,239
NOPLAT	12,009	10,826	11,919	10,927	11,758
FCF	4,223	14,078	-12,936	-3,572	-1,944

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	4,332	3,687	4,037	3,496	3,784
BPS	20,755	22,956	26,486	29,511	32,730
EBITDAPS	6,510	6,297	6,153	6,109	6,466
SPS	56,913	57,975	62,917	65,338	70,118
DPS	500	500	500	600	600
PER	6.3	10.2	9.3	10.7	9.9
PBR	1.3	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.2	5.7	6.6	6.6	6.1
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5

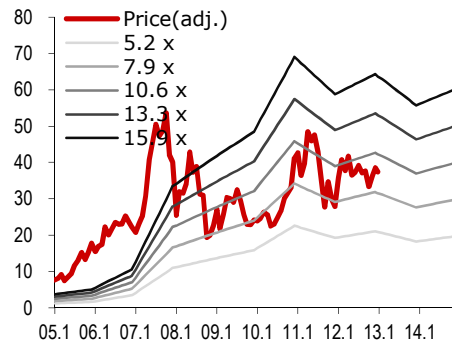
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	0.0	1.9	8.5	3.8	7.3
영업이익 증가율 (%)	39.1	-9.8	10.1	-8.3	7.6
지배순이익 증가율 (%)	42.5	-14.9	9.5	-13.4	8.2
매출총이익률 (%)	12.9	13.2	12.8	11.7	11.5
영업이익률 (%)	9.1	8.1	8.2	7.2	7.3
지배순이익률 (%)	7.6	6.4	6.4	5.3	5.4
EBITDA 마진 (%)	11.4	10.9	9.8	9.4	9.2
ROIC	18.0	15.6	16.7	12.8	12.8
ROA	5.1	4.8	5.8	5.0	5.2
ROE	28.7	19.4	18.5	13.9	13.4
부채비율 (%)	356.2	253.4	189.4	166.6	147.8
순차입금/자기자본 (%)	-0.1	-7.0	14.1	11.0	7.6
영업이익/금융비용 (배)	6.9	53.6	68.1	21.2	24.0

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

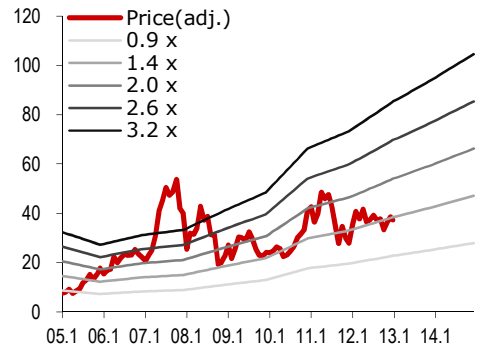
PER Band chart

(천원)

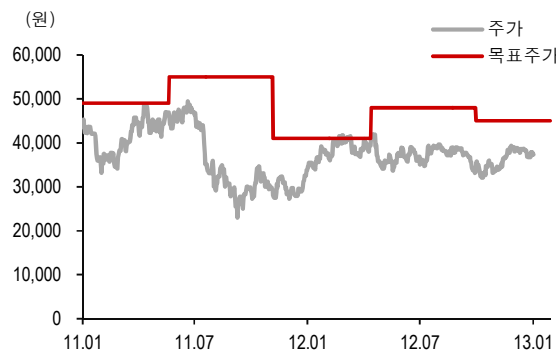


PBR Band chart

(천원)



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목 주가
2013-01-21	BUY	45,000
2012-11-02	BUY	45,000
2012-10-17	BUY	45,000
2012-08-14	BUY	48,000
2012-06-28	BUY	48,000
2012-04-30	BUY	48,000
2012-02-03	BUY	41,000
2011-11-23	BUY	41,000
2011-11-02	BUY	55,000
2011-06-07	BUY	55,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성 자 : 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 삼성중공업종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(High, Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550 jaewon.lee@tongyang.co.kr



대우조선해양 (042660)

기대 이상의 수주모멘텀

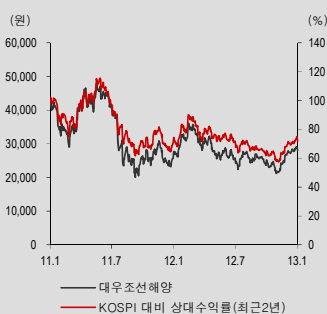
투자의견: **BUY (M)**
목표주가: **32,000원 (U)**

조선

주가	28,000원
자본금	9,620억원
시가총액	53,589억원
주당순자산	25,697원
부채비율	232.59%
총발행주식수	191,390,758주
60일 평균 거래대금	256억원
60일 평균 거래량	1,019,504주
52주 고	36,050원
52주 저	21,200원
외인지분율	18.99%
주요주주	한국산업은행 외 2인
	31.26%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	2.9	11.1	1.1
상대	(0.3)	1.5	5.0
절대(달러환산)	4.5	16.1	9.2



자료: Datastream

Investment Point

4Q12 실적전망: 이익 하락세 크게 둔화

▶ 4Q12 대우조선해양은 영업이익 1,336억원(-17.4% yoy, 13.0% qoq)의 실적을 거둔 것으로 추정된다. 1~3Q에 이어 4Q에도 yoy로는 역성장 추세를 이어가겠지만, 1~3Q 누적 기준 영업이익이 -55.7% yoy의 감소를 나타낸 점에 비하면 이익 하락세가 크게 둔화되는 것으로 해석할 수 있다. 07~08년에 수주한 고선가 물량이 지속적으로 감소하며 수익성 악화가 진행되었으나, 이제는 더 이상 고선가 물량이 남아있지 않아 실적도 바닥에 도달한 것으로 추정된다.

▶ 한편, 분기 영업이익은 상반기중에는 뚜렷한 턴어라운드를 기대하기 어렵겠지만, 하반기부터는 다소 변화된 흐름이 기대된다. 해양부문의 매출 성장이 외형 및 수익성 회복에 기여할 것으로 전망된다. 2012년의 높은 수주실적을 반영하여 13~15년 실적전망도 상향조정한다.

1Q13 수주전망: 해양생산설비 수주 기대감 높아

▶ 해양 부문에서 높은 수주모멘텀이 기대된다. 우선, UAE Upper Zakum 프로젝트(8~9억불)에서 수주가 예상되고, 영국 Bressay 플랫폼(15억불)도 수익계약 형태로 이미 수주가 확정적이다. 생산설비에서만 23억불에 이르는 수주가 기대되는 상황이다. 아울러, Transocean에서 받은 드릴쉽 옵션 계약 6기중 4기의 행사만으로 시점이 1Q13여서 계획대로 진행된다면 수주실적에 크게 기여할 것으로 기대된다.

안정적인 이익과 해양 수주모멘텀의 매력

▶ 대우조선해양에 대한 투자의견 BUY를 유지한다. ①1Q13중 해양부문에서 높은 수주모멘텀이 기대되는 가운데, ②지난해 기록한 높은 수주실적으로 2013년 견조한 이익흐름을 실현할 전망이란 점이 매우 매력적이다. 단, 이러한 기대감이 이미 주가에 상당히 반영되면서 valuation도 다소 높은 수준까지 올라온 만큼 추가적인 상승흐름을 만들어내기까지 시간이 필요해 보인다. 실적 전망 상향조정을 반영하여 목표주가도 기존 30,000원→32,000원으로 7% 상향조정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 32,000원으로 상향

- 4Q12를 기점으로 이익 하락속도 크게 둔화될 것
- 1Q13 해양부문에서 높은 수주모멘텀 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	129,895	139,033	137,357	150,137	159,647
매출액증가율	-1.9	7.0	-1.2	9.3	6.3
영업이익	11,685	10,613	5,316	6,343	7,428
영업이익률	9.0	7.6	3.9	4.2	4.7
지배주주귀속 순이익	7,669	6,864	3,775	4,500	5,553
지배주주 귀속 EPS	4,007	3,587	1,972	2,351	2,901
증가율	24.3	-10.5	-45.0	19.2	23.4
PER	5.8	9.5	14.2	11.9	9.7
PBR	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.4	7.8	12.9	11.4	9.9
ROA	4.7	4.2	2.3	2.8	3.3
ROE	20.9	15.9	8.0	8.9	10.2

주: 영업이익은 기존 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: 동양증권

4Q12 실적전망 비교										(단위: 억원)
				동양(A)			시장(B)			(A)/(B)
				4Q12E	yoy	qoq	4Q12E	yoy	qoq	
대우조선해양	매출액	36,535	31,706	35,500	-2.8%	12.0%	35,130	-3.8%	10.8%	1.1%
	영업이익	1,618	1,183	1,336	-17.4%	13.0%	1,397	-13.7%	18.1%	-4.4%
	세전이익	887	850	1,386	56.2%	63.1%	1,292	45.6%	52.0%	7.3%
	순이익	30	641	1,046	3435.2%	63.1%	995	3262.2%	55.1%	5.1%
	OPM	4.4%	3.7%	3.8%	-0.7%p	0.0%p	4.0%	-0.5%	0.2%	-0.2%p

자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

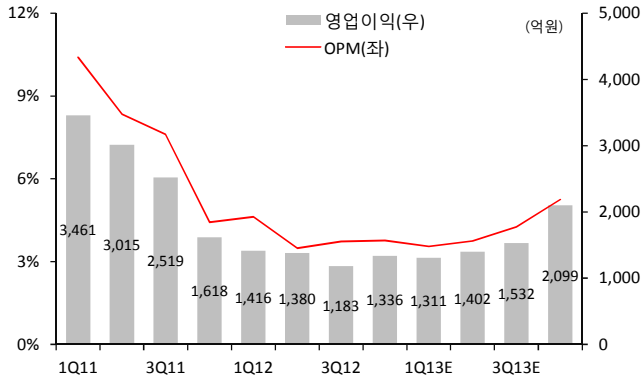
Valuation							(단위: 억원)
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	
BPS	24,096	25,539	27,396	29,803	33,291	37,034	
ROE	15.9%	8.0%	8.9%	10.2%	12.7%	12.1%	
적정 PBR	1.1						자기자본비용 10.9%
ROE(14~15년평균)	11.4%						무위험자산 이자 4.0%
영구성장률	2.0%						beta 1.25
BPS(2014E)	29,803						리스크프리미엄 5.5%
적정주가	32,000						

자료: 동양증권 리서치센터

실적전망 수정										(단위: 억원)
변경전				변경후			변화율			
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
매출액	142,417	155,485	168,523	150,137	159,647	170,749	5.4%	2.7%	1.3%	
영업이익	6,012	7,195	9,278	6,343	7,428	9,479	5.5%	3.2%	2.2%	
세전이익	5,963	7,085	9,337	5,844	7,211	9,896	-2.0%	1.8%	6.0%	
순이익	4,591	5,455	7,190	4,500	5,553	7,620	-2.0%	1.8%	6.0%	
OPM	4.2%	4.6%	5.5%	4.2%	4.7%	5.6%	0.0%p	0.0%p	0.0%p	
ROE	9.1%	10.0%	12.0%	8.9%	10.2%	12.7%	-0.2%p	0.2%p	0.7%p	

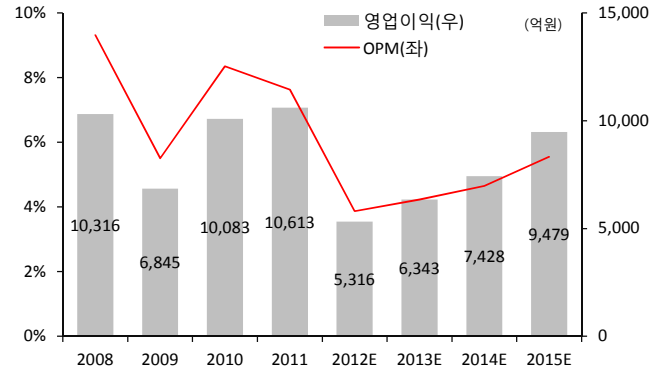
자료: 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 분기 영업이익 추이



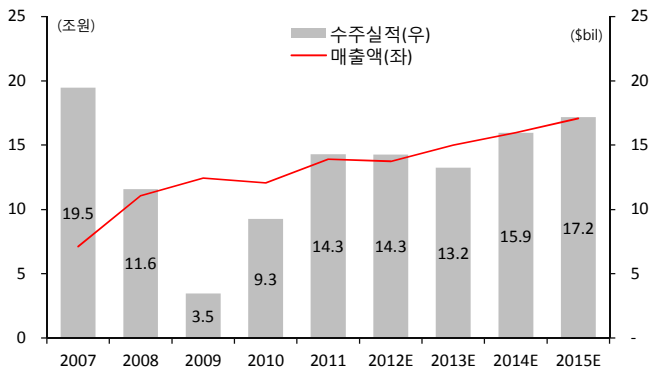
자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 연간 영업이익 추이



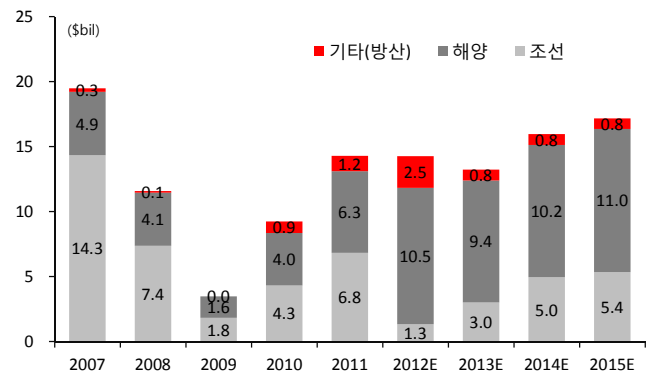
자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 수주-매출액 추이



자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 부문별 수주실적 전망



자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

분기실적 추이										(단위: 억원)
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	4Q12 yoy	4Q12 qoq
수주실적(\$m)	3,470	2,390	4,670	3,730	-	-	-	-	-11.4%	-20.1%
- 조선	560	400	0	380	-	-	-	-	-	-
- 해양	2,190	1,880	4,670	1,730	-	-	-	-	-43.3%	-63.0%
- 기타	720	110	0	1,620	-	-	-	-	39.7%	-
매출액	30,646	39,505	31,706	35,499	36,852	37,398	35,926	39,961	-2.8%	12.0%
본사	29,620	32,878	29,339	33,178	33,767	34,312	32,840	36,876	4.0%	13.1%
- 조선	15,297	15,450	14,758	16,384	15,008	15,253	14,457	16,540	-9.2%	11.0%
- 해양	13,915	17,113	14,231	16,516	18,404	18,705	18,028	19,982	22.5%	16.1%
- 기타	408	314	351	277	355	355	355	355	-21.5%	-20.9%
자회사	1,027	6,627	2,367	2,322	3,086	3,086	3,086	3,086	-50.0%	-1.9%
조정영업이익	1,416	1,380	1,183	1,336	1,311	1,402	1,532	2,099	-17.4%	13.0%
본사	1,409	1,268	755	968	903	994	1,124	1,691	-40.8%	28.2%
(대손상각비)	218	696	527	400	500	500	500	500	-	-
본사*	1,627	1,964	1,282	1,368	1,403	1,494	1,624	2,191	-17.3%	6.7%
자회사	-211	-584	-99	-32	-93	-93	-93	-93	흑전	-68.2%
세전이익	1,246	1,082	850	1,386	1,186	1,277	1,407	1,974	56.2%	63.1%
당기순이익	842	964	641	1,046	679	1,130	1,145	1,547	3435.2%	63.1%
조정 OPM	4.6%	3.5%	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	4.3%	5.3%	-0.7%p	0.0%p
본사	4.8%	3.9%	2.6%	2.9%	2.7%	2.9%	3.4%	4.6%	-2.2%p	0.3%p
(대손상각비)	0.7%	2.1%	1.8%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	-	-
본사*	5.5%	6.0%	4.4%	4.1%	4.2%	4.4%	4.9%	5.9%	-1.1%p	-0.2%p
자회사	-20.6%	-8.8%	-4.2%	-1.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-0.6%p	2.8%p

주: *본사가 쌓은 대손상각비는 모두 자회사와의 거래에서 발생한 매출채권등을 대상으로한 것임. 즉, 연결기준으로는 대손상각비로 인정되지 않으며 고려할 필요도 없음
 자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터추정

연간실적 추이

(단위: 억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	'11 yoy	'12 yoy	'13 yoy	'14 yoy	'15 yoy
수주실적(\$m)	14,280	14,260	13,228	15,944	17,176	54.4%	-0.1%	-7.2%	20.5%	7.7%
- 조선	6,830	1,340	3,011	4,961	5,366	57.7%	-80.4%	124.7%	64.8%	8.2%
- 해양	6,290	10,470	9,388	10,153	10,980	56.9%	66.5%	-10.3%	8.2%	8.2%
- 기타	1,160	2,450	830	830	830	27.5%	111.2%	-66.1%	0.0%	0.0%
매출액	139,033	137,357	150,137	159,647	170,749	15.1%	-1.2%	9.3%	6.3%	7.0%
본사	122,576	125,015	137,795	142,304	153,407	1.5%	2.0%	10.2%	3.3%	7.8%
- 조선	77,832	61,890	61,258	56,265	57,028	7.0%	-20.5%	-1.0%	-8.2%	1.4%
- 해양	43,433	61,775	75,119	84,550	94,815	-7.2%	42.2%	21.6%	12.6%	12.1%
- 기타	1,311	1,351	1,418	1,489	1,564	6.4%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
자회사	16,456	12,342	12,342	17,342	17,342	39.3%	-25.0%	0.0%	40.5%	0.0%
조정영업이익	10,613	5,316	6,343	7,428	9,479	5.3%	-49.9%	19.3%	17.1%	27.6%
본사	10,126	4,400	4,713	7,255	9,132	0.2%	-56.6%	7.1%	53.9%	25.9%
(대손상각비)	83	1,842	2,000	0	0	-	-	-	-	-
본사*	10,210	6,242	6,713	7,255	9,132	1.0%	-38.9%	7.6%	8.1%	25.9%
자회사	403	-926	-370	173	347	-1531.0%	-329.6%	-60.0%	-146.8%	100.0%
세전이익	9,976	4,564	5,844	7,211	9,896	2.3%	-54.2%	28.0%	23.4%	37.2%
당기순이익	6,483	3,493	4,500	5,553	7,620	-12.8%	-46.1%	28.8%	23.4%	37.2%
조정 OPM	7.6%	3.9%	4.2%	4.7%	5.6%	-0.7%p	-3.8%p	0.4%p	0.4%p	0.9%p
본사	8.3%	3.5%	3.4%	5.1%	6.0%	-0.1%p	-4.7%p	-0.1%p	1.7%p	0.9%p
(대손상각비)	0.1%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%	-	-	-	-	-
본사*	8.3%	5.0%	4.9%	5.1%	6.0%	0.0%p	-3.3%p	-0.1%p	0.2%p	0.9%p
자회사	2.4%	-7.5%	-3.0%	1.0%	2.0%	2.7%p	-9.9%p	4.5%p	4.0%p	1.0%p

주: *본사가 쌓은 대손상각비는 모두 자회사와의 거래에서 발생한 매출채권등을 대상으로한 것임. 즉, 연결기준으로는 대손상각비로 인정되지 않으며 고려할 필요도 없음

자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터추정

대우조선해양 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	129,895	139,033	137,357	150,137	159,647
매출원가	111,822	122,530	125,586	136,738	144,715
매출총이익	18,073	16,502	11,772	13,399	14,932
판매비	6,388	5,890	6,456	7,056	7,503
영업이익	11,685	10,613	5,316	6,343	7,428
EBITDA	13,842	12,977	7,893	9,018	10,124
영업외손익	-1,283	-637	-752	-499	-217
외환관련손익	-975	-575	-1,698	-129	0
이자손익	-490	166	-111	-104	50
관계기업관련손익	-47	-709	-37	-37	-37
기타	228	481	1,093	-230	-230
법인세비용차감전순손익	10,402	9,976	4,564	5,844	7,211
법인세비용	2,641	3,493	1,071	1,344	1,659
계속사업순손익	7,760	6,483	3,493	4,500	5,553
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,760	6,483	3,493	4,500	5,553
지배지분순이익	7,669	6,864	3,775	4,500	5,553
포괄순이익	8,650	5,836	3,545	4,500	5,553
지배지분포괄이익	8,682	6,108	4,974	6,314	7,791

주: 1. 영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	81,031	76,180	65,540	71,621	75,602
현금및현금성자산	6,143	5,417	2,843	3,753	4,789
매출채권 및 기타채권	48,313	49,428	39,049	43,540	46,298
재고자산	7,285	7,521	7,308	7,988	8,175
비유동자산	77,195	90,418	92,669	92,317	92,121
유형자산	53,617	65,037	64,868	64,747	64,600
관계기업등 지분관련자산	1,034	190	188	188	188
기타투자자산	5,529	6,822	6,787	6,787	6,787
자산총계	158,226	166,597	158,209	163,938	167,722
유동부채	92,363	95,196	82,421	84,669	83,942
매입채무 및 기타채무	70,045	63,089	44,017	44,744	44,805
단기차입금	9,327	16,820	21,272	22,794	22,005
유동성장기부채	3,315	11,252	10,100	10,100	10,100
비유동부채	25,595	26,381	28,220	28,220	28,220
장기차입금	9,842	11,281	10,168	10,168	10,168
사채	6,699	4,718	8,621	8,621	8,621
부채총계	117,958	121,577	110,641	112,889	112,162
지배지분	40,765	45,817	48,579	52,134	56,741
자본금	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
자본잉여금	4,736	154	154	154	자본잉여금
이익잉여금	36,847	51,883	56,496	62,173	이익잉여금
비지배지분	5,323	6,952	7,512	8,243	비지배지분
자본총계	49,866	61,578	66,561	72,969	자본총계
순차입금	4,186	468	-900	557	순차입금
총차입금	16,214	18,595	17,095	17,979	총차입금

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-2,098	23	-6,615	2,343	3,117
당기순이익	7,760	6,483	3,493	4,500	5,553
감가상각비	2,106	2,309	2,517	2,621	2,647
외환손익	555	571	1,344	129	0
총속,관계기업관련손익	47	789	43	37	37
자산부채의 증감	-15,442	-15,314	-15,094	-8,077	-8,249
기타현금흐름	2,877	5,184	1,082	3,134	3,130
투자활동 현금흐름	-4,519	-6,118	-4,372	-2,742	-2,742
투자자산	206	-172	-711	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,039	-4,527	-3,763	-2,500	-2,500
유형자산 감소	158	71	160	0	0
기타현금흐름	-1,844	-1,489	-58	-242	-242
재무활동 현금흐름	3,567	5,375	10,204	544	-1,767
단기차입금	1,128	3,430	4,632	1,522	-789
사채 및 장기차입금	3,311	2,989	3,549	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-951	-958	-989	-989	-989
기타현금흐름	80	-85	3,011	11	11
연결범위변동 등 기타	-47	-7	-1,790	765	2,428
현금의 증감	-3,096	-727	-2,574	910	1,036
기초 현금	9,240	6,143	5,417	2,843	3,753
기말 현금	6,143	5,417	2,843	3,753	4,789
NOPLAT	11,685	10,613	5,316	6,343	7,428
FCF	-7,606	-10,580	-12,211	-3,019	-2,333

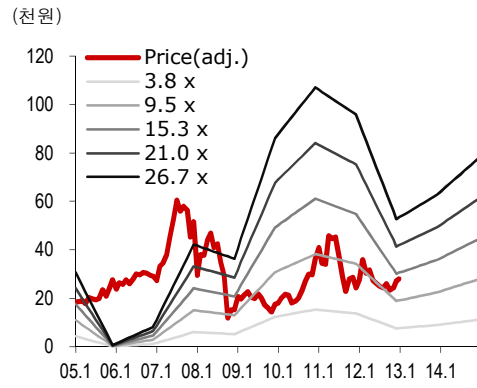
자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

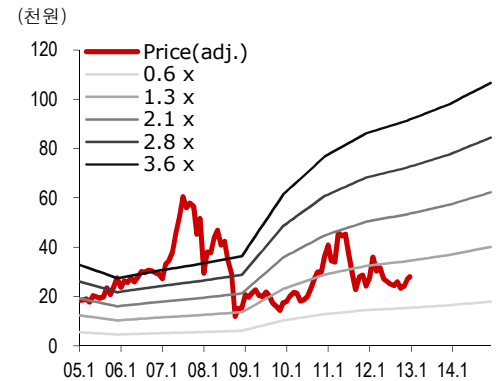
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	4,007	3,587	1,972	2,351	2,901
BPS	21,456	24,096	25,539	27,396	29,803
EBITDAPS	7,232	6,780	4,124	4,712	5,290
SPS	67,869	72,643	71,768	78,445	83,414
DPS	500	500	500	500	500
PER	5.8	9.5	14.2	11.9	9.7
PBR	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.4	7.8	12.9	11.4	9.9
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	-1.9	7.0	-1.2	9.3	6.3
영업이익 증가율 (%)	75.1	-9.2	-49.9	19.3	17.1
지배순이익 증가율 (%)	24.3	-10.5	-45.0	19.2	23.4
매출총이익률 (%)	13.9	11.9	8.6	8.9	9.4
영업이익률 (%)	9.0	7.6	3.9	4.2	4.7
지배순이익률 (%)	5.9	4.9	2.7	3.0	3.5
EBITDA 마진 (%)	10.7	9.3	5.7	6.0	6.3
ROIC	15.9	11.8	5.5	6.0	6.8
ROA	4.7	4.2	2.3	2.8	3.3
ROE	20.9	15.9	8.0	8.9	10.2
부채비율 (%)	292.9	270.0	232.6	221.1	201.9
순차입금/자기자본 (%)	40.0	80.8	101.9	96.1	85.1
영업이익/금융비용 (배)	8.8	9.0	3.8	4.6	5.5

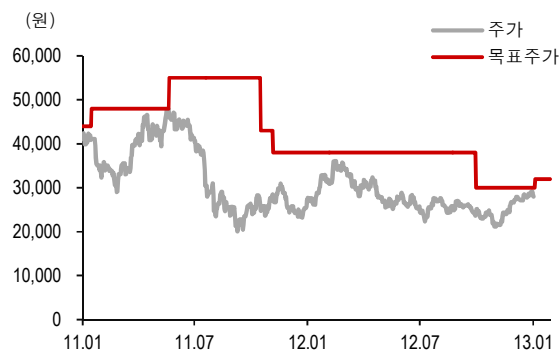
PER Band chart



PBR Band chart



대우조선해양 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-01-21	BUY	32,000
2012-11-30	BUY	30,000
2012-10-17	BUY	30,000
2012-09-17	BUY	38,000
2012-08-30	BUY	38,000
2012-04-23	BUY	38,000
2012-02-06	BUY	38,000
2012-01-16	BUY	38,000
2011-11-23	BUY	38,000
2011-11-03	BUY	43,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동종 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 대우조선해양종목을 기초자산으로 하는 추가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550 jaewon.lee@tongyang.co.kr



현대미포조선 (010620)

PC선, 가격인상 움직임까지..

투자의견: BUY (M)

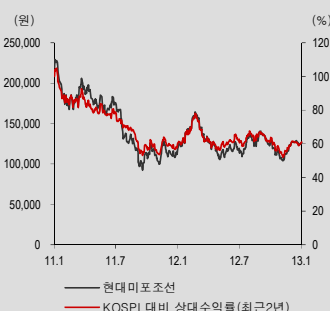
목표주가: 161,000원 (D)

조선

주가	127,000원
자본금	1,000억원
시가총액	25,400억원
주당순자산	167,065원
부채비율	155.29%
총발행주식수	20,000,000주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	121,920주
52주 고	164,500원
52주 저	104,000원
외인지분율	18.16%
주요주주	현대삼호중공업 외 5인
	46.40%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	1.2	(1.9)	6.3
상대	(0.3)	1.5	5.0
절대(달러환산)	2.7	2.4	14.8



자료: Datastream

Investment Point

4Q12 실적 전망: 이익 하락세 크게 둔화

▶ 4Q12 현대미포조선은 영업이익이 345억원(-45.4% yoy, 16.6% qoq)의 실적을 거둔 것으로 추정된다. 1~3Q 누적 기준 영업이익이 -70% yoy의 감소를 나타낸 점에 비하면 이익 하락세는 상당히 둔화되었으나 여전히 큰 폭의 하락세이다. 2010년 수주한 대규모의 저가 벌크선 물량(23억불)이 타사대비 부진한 실적흐름의 주요인이며, 지난해부터 신조선을 본격화한 베트남 비나신 조선은 적자를 기록하면서 지속적으로 부담이 되고 있다.

▶ 그러나 4Q12를 바닥으로 1Q13부터는 완만한 회복세가 나타날 것으로 보인다. 2010년 저가 벌크선 물량이 소진되고 있다는 점이 핵심이다. 매출에서 차지하는 비중은 40~45% (2Q12)→30%(3Q12)로 이미 뚜렷한 하락추세를 그리고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 단, 13~15년 실적은 당초 전망대비 전반적으로 하향 조정한다. 비나신 조선의 턴어라운드가 쉽지 않을 것이란 점, 2011년 이후 수주한 선박의 수주마진이 예상 보다는 높지 않을 것이란 점 등을 반영하였다.

1Q13 수주 전망: PC선 중심으로 꾸준한 수주 기대. 선가 인상도 검토중

▶ 한편 수주실적 측면에선, PC선 시장 개선과 PCTC/RORO선 시장의 안정적인 흐름에 힘입어 매분기 꾸준한 실적이 기대된다. 특히 PC선의 경우 인파이어리가 크게 늘어난 상황이며, 선가 인상마저 검토하고 있을 정도로 분위기가 좋다. 1Q13에는 5억불 규모의 PC선 등 옵션계약의 발효여부, 4.5억불 규모의 해양특수선 입찰결과 등이 수주실적을 좌우할 전망이다.

안정적인 이익과 해양 수주모멘텀의 매력

▶ 투자의견 BUY를 유지한다. ①4Q12를 바닥으로 영업이익은 yoy측면에서 회복세가 예상되고, ②PC선 시장 회복국면에서 현대미포조선이 최고의 수혜를 받을 수 있다는 점이 핵심 투자포인트이다. 단, 목표주가는 2013~2015년 실적 전망 하향조정을 반영하여 기존 17.5만원→16.1만원으로 8% 하향조정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 161,000원으로 하향

- PC선 업황 회복 최고의 수혜주
- 분기 실적 부진하지만, 4Q12를 바닥으로 완만한 회복세 예상

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	41,381	46,239	44,777	41,919	44,873
매출액증가율	2.7	11.7	-3.2	-6.4	7.0
영업이익	6,828	3,778	1,296	1,503	1,779
영업이익률	16.5	8.2	2.9	3.6	4.0
지배주주귀속 순이익	4,926	1,998	1,231	1,439	1,676
지배주주 귀속 EPS	24,629	9,992	6,156	7,197	8,379
증가율	30.1	-59.4	-38.4	16.9	16.4
PER	6.3	15.7	20.6	17.6	15.2
PBR	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.1	5.8	13.4	12.2	10.4
ROA	5.9	2.3	1.5	1.6	1.8
ROE	14.6	5.5	3.8	4.3	4.9

주: 영업이익은 기존 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: 동양증권

4Q12 실적전망 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			시장(B)			(A)/(B)
				4Q12E	yoy	qoq	4Q12E	yoy	qoq	
현대미포조선	매출액	11,497	11,053	11,948	3.9%	8.1%	11,110	-3.4%	0.5%	7.5%
	영업이익	633	296	345	-45.4%	16.6%	340	-46.3%	14.6%	1.7%
	세전이익	-854	433	353	흑전	-18.5%	395	흑전	-8.9%	-10.6%
	순이익	-912	319	268	흑전	-15.9%	296	흑전	-7.3%	-9.3%
	OPM	5.5%	2.7%	2.9%	-2.6%p	0.2%p	3.1%	-2.4%	0.4%	-0.2%p

자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

실적전망 수정

(단위: 억원)

	변경전			변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	44,052	47,033	49,522	41,919	44,873	45,167	-4.8%	-4.6%	-8.8%
영업이익	2,042	2,286	3,324	1,503	1,779	2,613	-26.4%	-22.1%	-21.4%
세전이익	2,557	2,889	4,044	1,869	2,176	3,064	-26.9%	-24.7%	-24.2%
순이익	1,969	2,224	3,114	1,439	1,676	2,360	-26.9%	-24.7%	-24.2%
OPM	4.6%	4.9%	6.7%	3.6%	4.0%	5.8%	-1.1%p	-0.9%p	-0.9%p
ROE	5.8%	6.3%	8.2%	4.3%	4.9%	6.5%	-1.5%p	-1.4%p	-1.7%p

자료: 동양증권 리서치센터 추정

Valuation

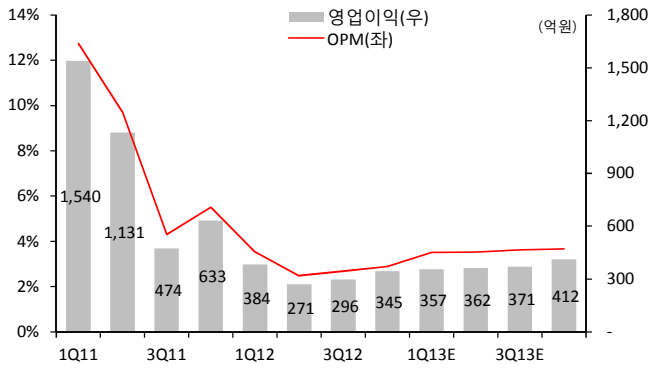
(단위: 억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBITDA-개별	3,921	1,801	1,873	2,054	2,871	2,904
EBITDA-연결	4,411	1,954	2,177	2,463	3,305	3,357
EPS-지배주주(원)	9,992	6,156	7,197	8,379	11,798	12,183
BPS-지배주주(원)	163,132	165,913	171,151	177,570	187,409	197,633
ROE	14.6	5.5	3.8	4.3	4.9	6.5

항목	금액	비고
EV	11,181	
EBITDA	2,463	14~15년 평균. 별도
적정 EV/EBITDA	4.5	04~06년 평균
순현금	2,370	12.9월말 기준
장기투자자산	29,268	
현대중공업	16,090	지분율 7.98%. 4~9월 평균
포스코	3,234	지분율 1%. 4~9월 평균
KCC	1,194	지분율 3.77%. 4~9월 평균
종속법인 및 관계회사	8,750	현대비나신, 하이증권 등. 장부가치
주주가치	32,142	순현금의 20%, 투자자산의 70%만 반영함
발행주식수(천주)	20,000	
주당주주가치(원)	161,000	

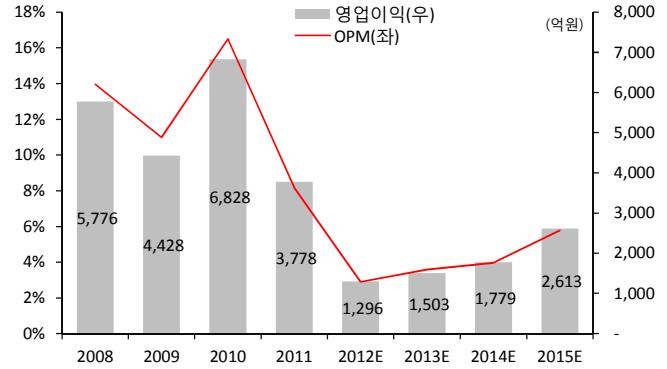
자료: 동양증권 리서치센터

현대미포조선 분기 영업이익 추이



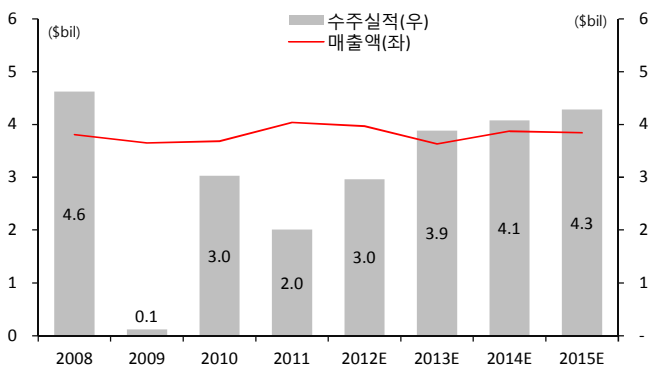
자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 연간 영업이익 추이



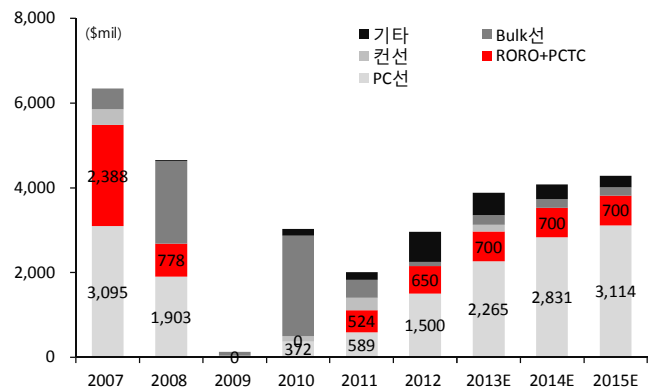
자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 수주-매출액 추이



자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 부문별 수주실적 전망



자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 분기실적전망

(단위: 억원)

	1Q12P	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	4Q12 yoy	4Q12 qoq
수주실적(\$m)	701	437	694	1,128	-	-	-	-	164.3%	62.5%
매출액	10,873	10,902	11,053	11,948	10,148	10,281	10,242	11,248	3.9%	8.1%
본사	9,769	9,975	9,817	10,907	8,892	9,262	8,892	10,003	6.3%	11.1%
(내부매출)*	209	172	164	265	185	185	185	185	20.1%	61.9%
기타**	72	84	80	114	75	88	84	120	27.9%	43.3%
금융	1,242	1,015	1,320	1,191	1,367	1,116	1,452	1,310	-12.6%	-9.7%
영업이익	384	271	296	345	357	362	371	412	-45.4%	16.6%
본사	375	331	313	358	338	352	356	399	-36.4%	14.5%
기타	-38	-44	-56	-37	-15	-18	-21	-20	적전	적지
금융	47	-16	40	25	34	28	36	33	흑전	-38.2%
세전이익	509	326	433	353	443	452	466	509	흑전	-18.5%
순이익	428	216	319	268	353	331	340	415	흑전	-15.9%
지배주주순이익	435	253	329	214	353	331	340	415	흑전	-34.8%
영업이익률(%)	3.5%	2.5%	2.7%	2.9%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	-2.6%p	0.2%p
본사	3.8%	3.3%	3.2%	3.3%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	-2.2%p	0.1%p
기타	-52.8%	-52.1%	-70.4%	-32.5%	-20.0%	-20.0%	-25.0%	-16.5%	-146.2%p	37.9%p
금융	3.8%	-1.6%	3.0%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	4.4%p	-1.0%p

주: *연결실적 산출시 종속회사 대상 내부매출은 제거함 / **기타부문은 비나신, 미포엔지니어링 등을 포함

자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터

연결기준 연간실적전망

(단위: 억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	'11yoy	'12yoy	'13yoy	'14yoy	'15yoy
수주실적(\$m)	2,011	2,960	3,880	4,076	4,283	-33.6%	47.2%	31.1%	5.1%	5.1%
매출액	46,239	44,777	41,919	44,873	45,167	11.7%	-3.2%	-6.4%	7.0%	0.7%
본사	41,738	40,468	37,048	39,502	39,216	11.6%	-3.0%	-8.5%	6.6%	-0.7%
(내부매출)*	1,351	809	741	790	784	132.4%	-40.1%	-8.5%	6.6%	-0.7%
기타**	553	350	367	391	389	24.8%	-36.8%	5.0%	6.6%	-0.7%
금융	5,298	4,768	5,245	5,770	6,347	34.8%	-10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
영업이익	3,778	1,296	1,503	1,779	2,613	-44.7%	-65.7%	15.9%	18.4%	46.9%
본사	3,517	1,376	1,445	1,620	2,431	-35.7%	-60.9%	5.0%	12.1%	50.1%
기타	118	-175	-73	16	23	-73.7%	-248.2%	-58.0%	-121.3%	48.9%
금융	144	95	131	144	159	-84.3%	-33.7%	37.5%	10.0%	10.0%
세전이익	3,147	1,621	1,869	2,176	3,064	-54.4%	-48.5%	15.3%	16.4%	40.8%
순이익	2,024	1,231	1,439	1,676	2,360	-62.1%	-39.2%	16.9%	16.4%	40.8%
지배주주순이익	1,998	1,231	1,439	1,676	2,360	-59.4%	-38.4%	16.9%	16.4%	40.8%
영업이익률(%)	8.2%	2.9%	3.6%	4.0%	5.8%	-8.3%p	-5.3%p	0.7%p	0.4%p	1.8%p
본사	8.4%	3.4%	3.9%	4.1%	6.2%	-6.2%p	-5.0%p	0.5%p	0.2%p	2.1%p
기타	21.3%	-50.0%	-20.0%	4.0%	6.0%	-79.9%p	-71.3%p	30.0%p	24.0%p	2.0%p
금융	2.7%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%	-20.5%p	-0.7%p	0.5%p	0.0%p	0.0%p

주: *연결실적 산출시 종속회사 대상 내부매출은 제거함 / **기타부문은 비나신, 미포엔지니어링 등을 포함

자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터

현대미포조선 (010620) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	41,381	46,239	44,777	41,919	44,873
매출원가	31,981	39,745	40,651	37,518	39,940
매출총이익	9,400	6,493	4,125	4,402	4,933
판매비	2,572	2,715	2,829	2,899	3,153
영업이익	6,828	3,778	1,296	1,503	1,779
EBITDA	7,410	4,411	1,967	2,177	2,463
영업외손익	71	-632	324	367	397
외환관련손익	-194	-105	-173	-146	-146
이자손익	291	242	81	87	117
관계기업관련손익	10	-2	-4	-4	-4
기타	-36	-766	421	429	429
법인세비용차감전순이익	6,899	3,147	1,621	1,869	2,176
법인세비용	1,567	1,123	390	430	501
계속사업순이익	5,332	2,024	1,231	1,439	1,676
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,332	2,024	1,231	1,439	1,676
지배지분순이익	4,926	1,998	1,231	1,439	1,676
포괄순이익	17,162	-8,212	714	1,390	1,626
지배지분포괄이익	16,778	-8,233	811	1,579	1,848

주: 1. 영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	47,984	41,335	52,514	53,555	54,965
현금및현금성자산	7,315	5,636	3,143	3,084	4,085
매출채권 및 기타채권	8,621	10,008	21,534	22,688	22,821
재고자산	2,287	2,830	2,509	2,349	2,514
비유동자산	47,788	36,911	36,202	36,366	36,535
유형자산	8,525	8,890	9,173	9,315	9,447
관계기업등 지분관련자산	0	338	388	440	493
기타투자자산	34,707	23,750	22,634	22,634	22,634
자산총계	95,772	78,246	88,716	89,921	91,500
유동부채	45,335	39,137	46,512	46,604	46,820
매입채무 및 기타채무	27,242	20,661	23,864	23,956	24,171
단기차입금	14,278	16,386	20,897	20,897	20,897
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,209	5,022	7,454	7,454	7,454
장기차입금	0	346	938	938	938
사채	0	0	1,998	1,998	1,998
부채총계	52,544	44,160	53,966	54,058	54,273
지배지분	41,091	32,173	32,729	33,776	35,060
자본금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
자본잉여금	4,736	154	154	154	자본잉여금
이익잉여금	36,847	51,883	56,496	62,173	이익잉여금
비지배지분	5,323	6,952	7,512	8,243	비지배지분
자본총계	49,866	61,578	66,561	72,969	자본총계
순차입금	4,186	468	-900	557	순차입금
총차입금	16,214	18,595	17,095	17,979	총차입금

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	5,376	-5,806	-8,417	-5,636	-5,572
당기순이익	5,332	2,024	1,231	1,439	1,676
감가상각비	571	622	653	658	668
외환손익	-9	5	49	146	146
총속, 관계기업 관련손익	-10	2	4	4	4
자산부채의 증감	-2,392	-10,750	-11,668	-9,087	-9,269
기타현금흐름	1,884	2,291	1,315	1,204	1,204
투자활동 현금흐름	-12,793	2,650	534	186	186
투자자산	-805	-3,052	-532	-56	-56
유형자산 증가 (CAPEX)	-868	-1,005	-1,039	-800	-800
유형자산 감소	148	5	11	0	0
기타현금흐름	-11,268	6,702	2,095	1,042	1,042
재무활동 현금흐름	5,469	1,522	6,470	-642	-642
단기차입금	6,060	2,106	4,511	0	0
사채 및 장기차입금	0	346	2,601	0	0
자본	46	0	0	0	0
현금배당	-637	-930	-642	-642	-642
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	95	-45	-1,080	6,033	7,030
현금의 증감	-1,852	-1,678	-2,493	-59	1,002
기초 현금	9,167	7,315	5,636	3,143	3,084
기말 현금	7,315	5,636	3,143	3,084	4,085
NOPLAT	6,828	3,778	1,296	1,503	1,779
FCF	2,600	-8,693	-11,052	-8,056	-8,016

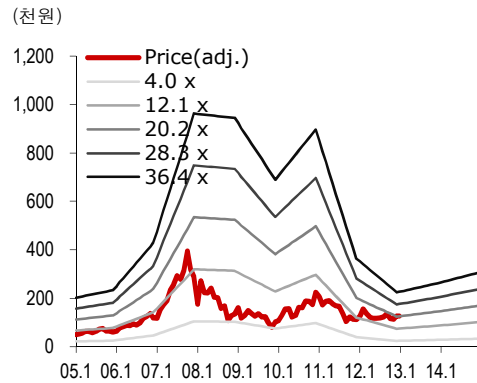
자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

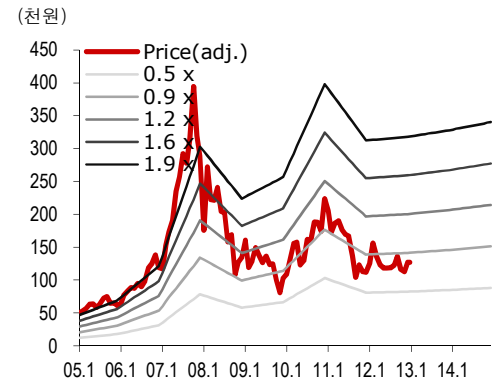
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	24,629	9,992	6,156	7,197	8,379
BPS	207,725	163,132	165,913	171,151	177,570
EBITDAPS	37,050	22,054	9,835	10,887	12,315
SPS	206,906	231,193	223,883	209,597	224,364
DPS	3,500	2,000	2,000	2,000	2,000
PER	6.3	15.7	20.6	17.6	15.2
PBR	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.1	5.8	13.4	12.2	10.4
PSR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	2.7	11.7	-3.2	-6.4	7.0
영업이익 증가율 (%)	54.2	-44.7	-65.7	15.9	18.4
지배순이익 증가율 (%)	30.1	-59.4	-38.4	16.9	16.4
매출총이익률 (%)	22.7	14.0	9.2	10.5	11.0
영업이익률 (%)	16.5	8.2	2.9	3.6	4.0
지배순이익률 (%)	11.9	4.3	2.7	3.4	3.7
EBITDA 마진 (%)	17.9	9.5	4.4	5.2	5.5
ROIC	1,114.4	59.7	8.2	6.9	7.9
ROA	5.9	2.3	1.5	1.6	1.8
ROE	14.6	5.5	3.8	4.3	4.9
부채비율 (%)	121.6	129.6	155.3	150.7	145.8
순차입금/자기자본 (%)	-43.0	-23.4	-3.1	-2.8	-5.6
영업이익/금융비용 (배)	584.6	689.5	45.3	52.6	62.2

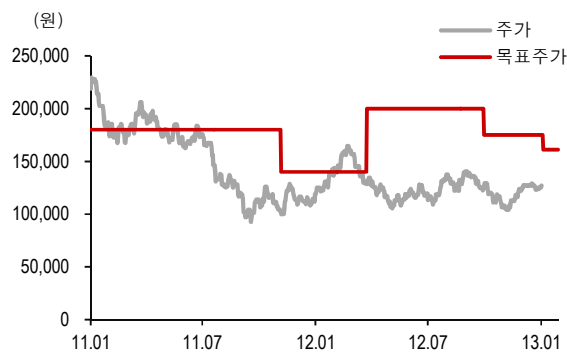
PER Band chart



PBR Band chart



현대미포조선 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-01-21	BUY	161,000
2012-11-13	BUY	175,000
2012-10-17	BUY	175,000
2012-08-27	BUY	200,000
2012-05-16	BUY	200,000
2012-04-23	BUY	200,000
2012-04-10	BUY	200,000
2011-11-23	HOLD	140,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동종 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.