

Sector update

Korea / Shipbuilding

12 February 2013

OVERWEIGHT

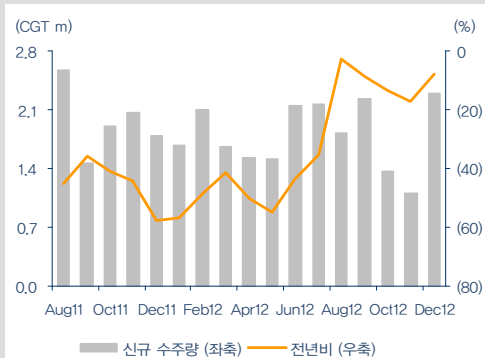


Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
삼성중공업 (010140 KS)	BUY	36,050	53,000
현대중공업 (009540 KS)	BUY	210,500	265,000
대우조선해양 (042660 KS)	BUY	28,000	36,600
현대미포조선 (010620 KS)	BUY	114,500	134,000
한진중공업 (097230 KS)	HOLD	8,830	10,000
두산엔진 (082740 KS)	HOLD	7,550	8,000
STX 엔진 (077970 KS)	HOLD	7,580	9,000
성광벤드 (014620 KS)	BUY	22,750	30,000
태광 (023160 KS)	BUY	22,200	25,000

(주: 2월 6일 증가 기준)

글로벌 신규 수주 성장 모멘텀



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Table of contents

I. Executive Summary	3
II. 밸류에이션: More upside risks	9
III. 견조한 해양설비 수주 전망	16
IV. 하반기부터 상선 신규 수주 모멘텀 개선 예상	22
V. 매크로 전망	34
VI. 신조선가 저점 통과 중	37
VII. 실적 추가 하향 가능성은 제한적	40
VIII. 환율변동 영향	42
IX. Quant 관점에서 본 국내 조선 3사 선호도	44
X. 투자 리스크	45
Appendix	46
Company Analysis	62

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraeeasset.com

송인욱

3774 3967 amy.song@miraeeasset.com

조선업

리스크 해소 국면

당사는 국내 조선업에 대해 보다 긍정적인 입장으로 선화하며, (1) 국내 조선업체의 전체 수주잔고의 약 61%를 차지하는 해양설비 부문의 상반기 수주모멘텀 강화 및 (2) 전체 수주잔고의 39%를 차지하는 상선 부문의 하반기 업황 회복을 앞두고 조선업체 주식들의 비중 확대를 권고함. 국내 조선업에 대한 투자 의견을 중립에서 Overweight으로 상향.

해양설비 부문 수주 모멘텀 견제

고유가 지속 및 오일메이저들의 활발한 해양설비 투자활동에 따른 국내 조선업 '빅3(삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양)' 기업들의 수혜가 내년에 걸쳐 지속될 것으로 판단. 작년 4분기에 예정되었던 주요 해양 프로젝트(나이지리아 Egina 프로젝트 등)의 발주가 올해 상반기로 이연됨에 따라 해양설비 부문 수주는 2013년 전년 대비 10% 증가할 것으로 예상되며 2012년 대비(6% 증가) 성장세가 가속화될 것으로 보임. 해양설비 부문 빅 3의 합산 신규 수주금액은 2013년 US\$230억(+10% YoY), 2014년에는 US\$240억(+5% YoY)에 이를 것으로 전망.

하반기부터 상선 신규 수주 모멘텀 개선 예상

조선업 주가 흐름에 영향을 미치는 다양한 변수 중에서 신규 수주가 경험적으로 조선업체 주가와 가장 높은 상관성($R^2=0.77$)을 보임. 최근 들어 매크로 불확실성이 다소 줄어들고 있는 가운데, 상선 시장(특히 컨테이너선)의 공급 과잉 현상이 하반기부터 점진적으로 개선되며 신규 수주 모멘텀이 살아날 것으로 전망함.

신조선가 저점 통과 중

신조선가 지수는 리먼사태 이후 지속 하락세를 보여왔으나, 2012년 10월 이후 횡보세를 유지. 저점을 통과하고 있는 것으로 보임. 글로벌 경기 회복이 예상되는 가운데 상선 시장センチ먼트 개선 등에 따라 최근 국내 주요 조선업체에 발주 문의가 증가하고 있어 2013년 신조선가가 현재 수준에서 추가 하락할 가능성은 제한적이라고 판단함.

실적 추가 하향 가능성도 제한적

지난 1년간 주요 조선업체의 컨센서스 이익 추정치가 5~40% 하향 조정된 후, 하향 조정폭은 2012년 4분기 이후 줄어들고 있는 모습임. 당사는 국내 3대 조선 업체 2013년 실적에 대한 시장 기대치가 충분히 낮게 조정되었다고 판단함. 국내 조선 3사(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양)에 대한 당사의 2013년 영업이익 추정치는 컨센서스와 거의 유사한 수준임.

Top-Picks: 삼성중공업, 대우조선해양, 성광벤드

당사는 2013년 상반기 신규 수주 모멘텀 호조가 예상되는 해양설비 부문의 수주 비중이 높은 삼성중공업, 대우조선해양(수주잔고의 65%, 72% 차지)을 선호함. 과점화된 글로벌 피팅 시장에서 견조한 해양설비 수주 모멘텀의 지속적인 수혜가 예상되는 피팅 업체 성광벤드에 대해서도 긍정적임. 한편, 현대중공업에 대한 투자 의견을 HOLD에서 BUY로 상향하는데 이는 1) FY13E P/B 0.8배의 낮은 밸류에이션(리먼사태 당시 저점에 근접), 2) 2013년 신규 수주 회복 전망을 감안한 것임. 나아가 2012년 실적 및 수주 모멘텀 둔화 등 동사에 대한 부정적 요소는 현 주가에 이미 대부분 반영된 것으로 판단됨. 선박엔진업체 STX엔진과 두산엔진에 대해서는 보수적임 입장을 유지하는데, 이는 선박엔진 시장이 조선업황에 약 6~12개월 후행하여 회복되므로, 이로 인한 추가적인 실적하향 리스크가 여전히 존재하는 것으로 보이기 때문임.

Table of contents

I . Executive Summary	3
II. 밸류에이션: More upside risks	9
III. 건조한 해양설비 수주 전망	16
IV. 하반기부터 상선 신규 수주 모멘텀 개선 예상	22
V. 매크로 전망	34
VI. 신조선가 저점 통과 중	37
VII. 실적 추가 하향 가능성은 제한적	40
VIII. 환율변동 영향	42
IX. Quant 관점에서 본 국내 조선 3사 선호도	44
X. 투자 리스크	45
Appendix	46
Company Analysis	62
삼성중공업 (010140 KS) BUY, TP: 53,000 원	63
대우조선해양 (042660 KS) BUY, TP: 36,600 원	67
현대중공업 (009540 KS) BUY, TP: 265,000 원	71
현대미포조선 (010620 KS) BUY, TP: 134,000 원	77

I. Executive Summary

조선업에 대한 투자 의견 중립에서
Overweight으로 상향

당사는 조선업에 대한 투자 의견을 중립에서 Overweight으로 상향한다. 또한 (1) 2013년 상반기 해양설비 부문(국내 조선업체 전체 수주잔고의 약 61%)의 수주 모멘텀 호조 및 (2) 하반기 상선 부문(전체 수주잔고의 39%) 시장의 점진적 회복이 기대되는 가운데 조선업 비중 확대를 권고한다.

조선 업종 펀더멘털이 개선되고 있으며,
개선추세가 향후 12개월 간 지속될 전망

국내 조선업종 지수는 지난 12개월간 약 19% 하락하며, KOSPI 지수를 19% 초과 하락했다. 당사가 커버하는 주요 조선업체들은 현재 2013년 예상 BPS 기준 1.1 배로 거래되고 있으며, 이는 리먼사태 금융위기 이후 저점 1.0 배에 근접한 수준이며, 과거 10년 평균 1.9 배 대비 현저히 낮은 수준이다. 조선업체 주가 약세는 (1) 유로존 재정위기에 대한 우려 및 상선 부문의 공급과잉(특히 벌크선과 컨테이너선)으로 인한 2012년 상선 부문의 신규 수주 모멘텀 약화(전년 대비 21% 감소), (2) 그에 따른 신조선가 약세(전년 대비 7% 하락, 2008년 하반기 고점 대비 27% 하락), (3) 조선업황 상승 국면인 2009년 이전 고가 수주된 물량의 매출 비중의 빠른 감소에 따른 컨센서스 실적 하향 조정 등을 이유로 볼 수 있다. 그러나, 당사는 조선 업종의 펀더멘털이 개선되고 있으며, 개선추세가 향후 12개월 간 지속될 것으로 판단한다. 전세계적으로 신규 발주금액이 지난 3분기 전년 대비 26% 하락한 이후 4분기에는 전년 대비 5% 증가했고, 신조선가 및 실적 모멘텀 역시 저점을 통과하고 있는 것으로 보인다.

당사는 조선업종 지수가 향후 12개월 내에 상승 국면에 진입할 것으로 기대한다. 이는 (1) 올 상반기 해양 설비 부문의 견조한 신규수주 모멘텀이 기대되고, (2) 컨테이너선 부문 회복에 힘입어 상선 부문 역시 올해 하반기부터 점진적으로 회복될 것으로 예상되며, (3) 실적 및 신조선가격의 추가적인 하향 조정 여지가 제한적일 것으로 보이기 때문이다. 신조선 수주 증가율과 비교적 높은 상관관계를 보이는 유로존 경제 ($R^2=0.63$) 회복에 대한 기대감 역시 조선업종 투자 심리 회복에 기여할 것으로 보인다.

견조한 해양설비 수주 전망

해양설비 부문 수주는 2013년 전년 대비
10% 증가할 것으로 예상

해양설비 부문 국내 조선사 '빅3(삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양)'의 합산 신규 수주액은 2013년에 US\$230억(+10% YoY), 2014년에 US\$240억(+5% YoY)을 기록하며 견조한 수준을 유지할 전망이다. 이는 고유가 지속 및 오일메이저들의 활발한 해양설비 투자활동에 따른 것이다. 애초에 작년 4분기에 예정이었던 주요 해양 프로젝트(나이지리아 Egina 프로젝트 등)의 발주가 올해 상반기로 지연됨에 따라 해양설비 부문 수주는 2013년 전년 대비 10% 증가할 것으로 예상되며(2012년 6% 증가) 동 부문의 성장이 가속화 될 것으로 보인다.

하반기부터 상선 신규수주 모멘텀 개선 예상

매크로 불확실성이 해소됨에 따라,
상선 시장 특히 컨테이너선 부문의 공급
과잉은 점진적으로 개선될 것으로 전망

경험적으로 조선업과 관련된 다양한 변수 중에서 신규수주가 상관계수 0.77을 나타내며 조선업체 주가와 가장 높은 상관성을 보이고 있다. 유로존 재정위기 등 매크로 불확실성이 다소 해소되는 가운데, 상선 시장(특히 컨테이너선)에서의 공급 과잉 현상이 올 하반기부터 점진적으로 개선되며 신규 수주 모멘텀이 살아날 것으로 전망된다. 컨테이너선 물동량(수요)은 북미-유럽간 및 아시아-유럽간 물동량(전체 물동량의 16%)의 점진적인 회복에 힘입어 2013년 전년 대비 6% 증가할 것으로 추정된다. 또한 현재 수주잔고에 올라가 있는 선박 인도예정 시기에 따르면 2013년 인도될 신규 컨테이너선의 선박량은 전년 대비 6.2% 증가할 것으로 예상된다(vs. 2011년과 2012년 각각 전년 대비 6.8%, 5.2% 증가). 올해 전반적인 수요(물동량) 증가율이 공급(선박량) 증가에 거의 근접할 것으로 보임에 따라 컨테이너 시장 수급은 대체적으로 균형을 이룰 것으로 기대된다.

신조선가 저점 통과 중

신조선가가 현재 수준에서 추가 하락할
가능성은 제한적이라고 판단

클릭스에 따르면 신조선가 지수는 신규 수주 둔화로 기준 고점(2008년 하반기) 대비 27% 하락 후 2012년 추가적으로 7% 하락했으나 2012년 10월부터는 횡보세를 보여왔다. 당사는 신조선가의 본격 회복까지는 시간이 걸릴 것으로 전망하는데 이는 신조선가가 신규 수주 실적 흐름에 6-12개월 후행하는 경향이 있기 때문이다. 따라서 올해 하반기 신규 수주 회복이 가시화될 후 신조선가도 점진적 회복세를 보일 것으로 예상된다. 그러나 최근 글로벌 경기 회복에 대한 기대감에 상선 시장センチ먼트가 개선됨에 따라 국내 주요 조선업체에 발주문의가 증가하고 있어 2013년 신조선가가 현재 수준에서 추가 하락할 가능성은 제한적이라고 판단한다.

실적에 대한 컨센서스 하향 조정 강도는
2012년 4분기 이후 약화되고 있음

실적 추가 하향 가능성도 제한적

지난 1년간 주요 조선업체의 컨센서스 이익 추정치가 5~40% 하향 조정된 바 있으나, 하향 조정폭은 2012년 4분기 이후 대체로 약화되는 모습이다(현대미포조선은 제외). 현대미포조선의 경우, 2012년 4분기부터 2013년까지 마진 회복이 더딜 것으로 예상되어 현재 컨센서스 추정치에 추가 하향 가능성이 있으나, 기타 주요 업체에 대한 하향 조정 리스크는 제한적이라고 판단한다. 국내 3대 조선업체(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양)에 대한 당사의 2013년 영업 이익 추정치는 컨센서스와 거의 유사한 수준이다.

Top-Picks: 삼성중공업, 대우조선해양,
성광벤드

Top-Picks: 삼성중공업, 대우조선해양, 성광벤드

당사는 주요 조선업체 중 2013년 상반기 신규 수주 모멘텀 호조에 예상되는 해양설비 수주 비중이 높은 삼성중공업, 대우조선해양(각각 65%, 72%)을 선호한다. 과점화된 글로벌 피팅 시장에서 견조한 해양설비 수주 모멘텀의 지속적인 수혜가 예상되는 피팅 업체인 성광벤드 역시 BUY 투자 의견을 유지한다.

현대중공업에 대한 투자 의견을
HOLD에서 BUY로 상향

한편 현대중공업에 대한 투자 의견을 HOLD에서 BUY로 상향하는데 이는 1) FY13E P/B 0.8배의 낮은 밸류에이션(리만 사태 저점에 근접), 2) 2012년의 낮은 가시성과 경쟁사 대비 높은 상선 수주 비중(총 수주액 중 58%, 타 업체는 28~35%)에 따른 2013년 신규 수주 회복 전망을 감안한 것이다. 2012년 실적 및 수주 모멘텀 둔화 등 동사에 대한 부정적 요소는 현재 주가에 대부분 반영된 것으로 판단한다. 선박엔진업체 STX 엔진 및 두산엔진에 대해서는, 선박엔진 시장이 조선업황에 약 6~12개월 후행하여 회복되므로, 이로 인한 추가적인 실적하향 리스크를 감안하여 지속적으로 보수적인 입장을 유지한다.

삼성중공업 (010140 KS, BUY, TP: 53,000 원)

당사는 삼성중공업의 2013년 신규 수주 전망에 대해 긍정적 시각을 유지한다. 대규모 해양 프로젝트 발주가 지난해 4분기로부터 이연되어 2013년에 이뤄짐에 따라 동사의 신규 수주 모멘텀이 가속화될 것으로 예상되기 때문이다. 나이지리아 Egina 프로젝트(US\$20~25억), 말레이시아 Petronas LNG FPSO(US\$15억) 등 견조한 해양설비 수주 모멘텀에 힘입어 삼성중공업의 2013년 신규 수주액은 전년 대비 35% 증가한 US\$130억에 달할 전망이다. 2013년의 높은 수주 모멘텀 및 실적 가시성이 주가 상승 촉매로 작용할 것으로 판단된다.

대우조선해양 (042660 KS, BUY, TP: 36,600 원)

대우조선해양의 2012년 신규 수주액은 해양설비 수주 호조에 힘입어 전년대비 비슷한 수준인 US\$140억을 기록, 당사의 기존 추정치 US\$120억을 상회했다. 2012년 드릴십 및 플랫폼을 포함한 해양설비 부문의 신규 수주 비중은 73%에 달했다. 이스라엘의 Tamar FLNG 프로젝트(US\$30억), UAE의 Upper Zakum 프로젝트(US\$10억) 등 해양설비 수주 모멘텀 강세가 지속됨에 따라 대우조선해양의 2013년 신규 수주액 역시 US\$130억으로 높은 수준을 유지할 전망이다. 선형별 수주 비중 개선에 힘입어 영업이익률은 2012년 4.3%에서 2013년 4.5% 수준으로 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

성광벤드 (014620 KS, BUY, TP: 30,000 원)

최근 원화 강세로 인한 역풍에도 불구하고 당사는 성광벤드에 대해 투자 의견 BUY를 유지한다. 전방산업인 해양 설비 부문의 업황 호조 및 과점화된 피팅 산업구조 등 피팅 산업의 견조한 펀더멘탈에 힘입어 동사의 순이익이 2013년 전년대비 24% 증가할 것으로 예상된다.

투자 리스크

유로존 경기 회복 속도 둔화

당사의 민감도 분석(sensitivity analysis)에 따르면, 신조 수주 증가율은 유로존 경제, 즉 최대 발주처인 유럽 경제와 높은 상관관계를 보인다. 당사 매크로팀은 최근 들어 유로존 경제에 대해 보다 긍정적인 입장으로 선화하고 있다. 단 유로존 경기 회복 속도가 예상을 하회할 경우, 당사의 신조 수주 추정치 및 주요 조선업체에 적용한 벨류에이션 목표배수에 하향 조정이 있을 것으로 예상된다.

예상을 하회하는 유가 수준

경험적으로 국내 조선업체들의 해양설비 수주액은 유가와 높은 상관관계를 보여왔다($R^2 = 0.89$). 당사 홍콩 리서치센터 석유화학팀은 연평균 브렌트유가가 2013 년과 2014 년 각각 배럴당 US\$115, US\$110 으로 높은 수준을 유지할 것으로 예상하고 있으나 실제 국제 유가가 예상을 하회할 경우, 국내 조선주에 대한 투자심리에 부정적 영향이 예상된다.

중국정부의 자국 조선 산업 육성 노력은 국내 조선업체들에 장기적 위협 요인

최근 중국 12 개 유관 부처는 자국의 9 개 주요 산업 구조조정에 관한 공동 성명을 발표했으며, 9 개 업종에 대한 구조조정을 2015 년까지 완료하는 것을 목표로 이와 관련된 핵심 목표를 수립한 바 있다. 당사는 중국의 산업 구조조정이 국내 조선업체에 장기적으로 부정적인 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

2012년 12월 현재 중국 조선사 중 2개 업체만이 세계 10위(수주잔고 기준)권에 포함되며 다수의 중소 조선업체는 주력 분야인 상선 수주시장의 회복 지연으로 인해 도산하고 있는 상황이다. 당사는 중국 정부의 조선업 금융 지원이 특히 상선 시장에서 지속될 것으로 전망하는데, 이는 한국 중소 조선업체들에 장기적 위협요소가 될 것으로 판단된다.

Figure 1 조선업 현황 전망

	글로벌 수주 비중 (%)	FY10	FY11	FY12	FY13E
해양/해양설비 및 LNG선					
해양생산설비/구조물	30	부진	부진	매우 견조	매우 견조
해양시추설비		부진	매우 견조	견조	견조
LNG선	5	매우 부진	매우 견조	매우 견조	매우 견조
상선					
컨테이너선	17	부진	매우 견조	부진	회복
탱커	20	견조	매우 부진	매우 부진	안정
벌크선	26	견조	매우 부진	매우 부진	부진

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 2002년부터 2012년까지 누적 수주금액 기준 비중

Figure 2 커버리지 종목 기업개요 및 밸류에이션 요약 (1)

기업	사업부문별 매출 비중 (%)	신규수주 구성 (%)	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	투자포인트
삼성중공업 (010140 KS)	조선 (41) 해양 (47) 건설 (7)	조선 (13) 해양 (87)	BUY	53,000	36,050	47.0	- 1분기 수주 모멘텀 본격화 기대 - 2013년 수주 믹스 개선에 따른 마진 확대 예상 - 시장대비 지속적으로 아웃퍼폼할 것으로 기대됨. 이는 (1) 동사의 실적 가시성이 비교적 높고 해양설비 수주 모멘텀 또한 상반기에 더욱 강화될 것으로 보이며, (2) 동사의 2013년 예상 ROE가 15.6%로 동종업체 평균 8.2% 대비 월등히 높은 수준이기 때문
현대중공업 (009540 KS)	조선 (16) 해양 (8) 엔진 (4) 플랜트 (2) 기타 (59)	조선 (31) 해양 (11) 엔진 (9) 플랜트 (21) 기타 (28)	BUY	265,000	210,500	25.9	- 현대중공업에 대한 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향함 - 4분기 실적부진 및 주요 해양 설비 프로젝트 수주 실패 가능성에 대한 시장 우려가 현재 주가 수준에 이미 충분히 반영되어 있다는 판단임 - 동사는 현재 2013년 예상 P/B 0.8배로 거래되고 있으며, 이는 리먼 금융위기 당시 저점에 근접하는 수준임
대우조선해양 (042660 KS)	조선 (66) 해양 (31) 기타 (3)	조선 (26) 해양 (74)	BUY	36,600	28,000	30.7	- 해양플랜트 부문 비중 확대로 2013년 마진 개선 전망 - 2013년 견조한 수주 성장 예상- 2013년 견조한 수주 성장 예상
현대미포조선 (010620 KS)	조선 (89) Hyundai-Vinashin Shipyard (11)	프로덕트탱커 (46) LPG 선 (14) PCTC (4) RoRo 선 (12) 벌크선 (3) 기타 (21)	BUY	134,000	114,500	17.0	- 회사의 2013년 연간 수주 가이드는 32억불 (+8% YoY) - 우호적인 P/C 탱커 업황 지속
한진중공업 (097230 KS)	수빅조선소 (42) 부산영도조선소 (17) 기타 (건설포함) (41)	조선 (35) 건설 (65)	HOLD	10,000	8,830	13.3	- 현재 밸류에이션(역사적 저점 2013년 예상 P/B 0.4배에 근접) 및 자산가치(미개발부지)를 고려하면 현 주가 수준에서 추가 하락가능성은 낮아 보이나, 추가상승을 견인할 catalyst가 아직 부재

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013년 2월 6일 종가 기준

Figure 3 커버리지 종목 기업개요 및 밸류에이션 요약 (2)

기업	사업부문별 매출 비중 (%)	신규수주 구성 (%)	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	투자포인트
두산엔진 (082740 KS)	2-stroke 저속엔진 (85) 4-stroke 중속엔진 (10) 발전 플랜트 (2) 기타 (3)	2-stroke 저속엔진 (49) 4-stroke 중속엔진 (10) 발전 플랜트 (29)	HOLD	8,000	7,550	6.0	- 상선부문 수주를 보통 6-12 개월 후행하는 상선용 2-stroke 저속엔진의 매출 의존도(2013년 총매출의 81% 차지)가 높다는 점이 주가상승을 제한할 것으로 판단함 - 상선시장 공급과잉 해소가 시작될 것으로 보이는 2013년 하반기부터 상선부문 수주 확대될 수 있을 것으로 예상함. 이에 따라, 엔진수주가 조선수주를 약 6-12 개월 후행하는 점을 감안하면, 두산엔진의 해상엔진수주 회복은 2014년 초 이후가 될 것으로 보임
STX 엔진 (077970 KS)	선박용엔진 (29) 방산 (14) 발전 플랜트 (3) 기타 (54)	선박용엔진 (44) 방산 (38) 발전 플랜트 (6) 기타 (12)	HOLD	9,000	7,580	18.7	- 해상엔진 수주 회복 지연 및 엔진시장 경쟁 심화 등으로 인한 추가적인 수주하락 및 실적 하향 리스크를 감안할 때, 이미 큰 폭의 주가조정에도 불구하고 저가 매수는 아직 이리다고 판단 - 조선부문 수주를 보통 6-12 개월 후행하는 해상엔진 수주 둔화는 2013년에도 지속될 것으로 예상함
성광벤드 (014620 KS)	정유/화학 (66) 조선/해양 (16) 발전 플랜트 (7) 기타 (11)	EPC (81) 조선 (2) 해양 (17)	BUY	30,000	22,750	31.9	- 2013년 전년대비 19%의 양호한 신규 수주 증가세를 유지할 것으로 예상되며, 이는 (1)고유가 상태가 지속되고 있어 세계 산업플랜트 및 해양플랜트 발주시장이 견조한 성장세를 유지할 전망이고 2) 동사가 이미 2012년 14%의 증설을 완료하여 추가 수주가 가능하기 때문임 - 양호한 신규 수주 모멘텀과 개선된 규모의 경제에 힘입어 2013년 영업이익이익률이 19.8%로 0.4%p 상승할 전망
태광 (023160 KS)	정유/화학 (68) 조선/해양 (15) 발전 플랜트/담수 (14) 기타 (3)	EPC (81) 조선 (2) 해양 (17)	BUY	25,000	22,200	12.6	- 해양플랜트 건조 및 해외 건설사업 등 전방산업의 견조한 성장에 따른 수혜가 지속될 것으로 예상되며 이는 2013년 높은 신규 수주 증가와 빠른 마진 개선으로 이어질 전망 - 양호한 신규 수주 모멘텀과 개선된 규모의 경제에 힘입어 2013년 영업이익이익률이 16%로 2.5%p 상승할 전망

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013년 2월 6일 종가 기준

II. 밸류에이션: More upside risks

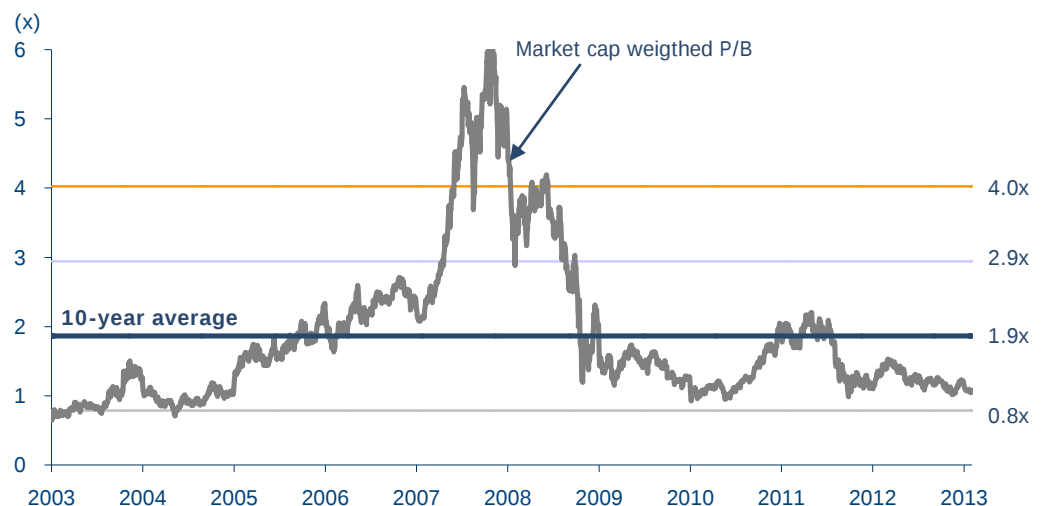
투자의견 중립에서 Overweight으로 상향

조선업에 대한 투자의견 중립에서
 Overweight으로 상향

당사는 조선업에 대한 투자의견을 중립에서 Overweight으로 상향한다. 신규수주 둔화, 신조선가 하락 및 수익성 약세 등에 대한 우려로 국내 조선업종 지수는 지난 12개월간 19% 하락(동기간 KOSPI 지수는 회복)했다. 당사가 커버하는 조선업체들은 현재 2013년 예상 BPS 기준 1.1배로 거래되고 있으며, 이는 과거 10년간의 PBR 평균 1.9배 대비 현저히 낮으며 역사적 저점인 1.0 배에 근접하는 수준이다. 빅 3 조선업체의 시가총액을 가중평균하여 계산한 현재 조선업종 PBR 1.0 배는 지속가능한 ROE 12.2%를 감안할 때, 향후 12개월 동안 동 업종에서 예상되는 각종 호재 요인들을 다 반영하지 못하고 있다는 판단이다.

당사는 조선업종 지수가 향후 12개월 내에 상승 국면에 진입할 수 있을 것으로 기대한다. 이는 (1) 특히 올 상반기에 해양 설비 부문의 견조한 신규수주 모멘텀이 기대되고, (2) 컨테이너선 부문 회복에 힘입어 상선 부문 역시 올해 하반기부터 점진적으로 회복될 것으로 예상되며, (3) 실적 및 신조선가의 추가적인 하향 조정 여지가 제한적일 것으로 보이기 때문이다. 신조선주 증가율과 비교적 높은 상관관계를 보이는 유로존 경제($R^2=0.63$) 개선 역시 조선업종 투자 심리 회복에 기여할 것으로 보인다.

Figure 4 국내조선업종 12M forward P/B 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

주: P/B는 빅 3 합산 시가총액 기준 가중평균치임

Valuation 방법으로는 ROE-PBR 방식을
 적용

Valuation 방법으로는 기존과 마찬가지로 ROE-PBR 방식을 적용하였다. 조선업체의 적정가치를 제대로 평가하기 위해서는 PER 방식보다는 ROE-PBR 방식이 더욱 적합하다는 판단이다. 당사 커버리지 조선업체 및 조선 관련 업체들의 목표주가 산출을 위해, 2011-2014년 평균 ROE를 지속가능한 ROE로 2013년 기준, 목표 PBR을 적용했다(현대미포조선과 한진중공업은 가치합산방식에 의해 목표주가 산정).

지속가능 ROE를 분자, 자기자본비용을 분모로 하여 조선 및 선박엔진 관련 회사의 목표 PBR을 산출했고, 자기자본비용은 무위험 수익률 3%, 리스크 프리미엄 6.2%, 영구성장률을 0%로 가정했다. 현대미포조선과 한진중공업은 순자산가치에서 각각 59%, 58%를 차지하고 있는 투자자산 가치 반영을 위해 가치합산방식(Sum of Parts)을 적용하여 목표주가를 산출했다.

주요 조선업체 목표주가 상향

(1) 조선업체들의 펀더멘털 개선(상반기 해양부문의 수주 모멘텀 강화 및 하반기 상선시장 회복 전망에 근거) 및 (2) 글로벌 매크로 불확실성 감소 및 실적 하향 조정 위험 감소를 반영하여, 커버리지 조선업체의 자기자본 비용을 기존 10.1~11.7% 에서 9.5~9.8%로 하향 조정하고 이에 따라 목표주기도 상향한다. 상향된 신규 목표주가를 기준으로, 조선업종의 2013년 target P/B 배수는 1.4 배 (현재 1.1 배)까지 상승하게 되는데, 이는 리먼 금융 위기 이후 업황 회복기 평균 배수에 근접하는 수준이다. 조선업종의 경우, 리먼 금융 위기 후 1) 억압 수요 (pent-up demand) 및 글로벌 경기 회복 기대에 힘입은 건조한 상선 수주 흐름, 2) 고유가에 따른 해양설비 수주 강세가 나타났다. 그 결과 조선업종 평균 P/B 배수는 리먼 위기 당시 저점인 1.0 배에서 2011년 2분기 2.2 배까지 상승했다. 조선업종은 2013년 상반기 회복 국면에 접어들 것으로 보며, 당사의 2013년 업종 목표 PBR 1.4 배는 합리적 수준이라 판단한다.

Figure 5 커버리지 종목 목표주가 및 투자 의견

기업	Code	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	Upside (%)	목표주가 산출 방식	비고
삼성중공업	010140 KS	BUY	53,000	36,050	47.0	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
현대중공업	009540 KS	BUY	265,000	210,500	25.9	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
대우조선해양	042660 KS	BUY	36,600	28,000	30.7	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
현대미포조선	010620 KS	BUY	134,000	114,500	17.0	SOTP valuation	가치합상방식 사용
한진중공업	097230 KS	HOLD	10,000	8,830	13.3	SOTP valuation	가치합상방식 사용
두산엔진	082740 KS	HOLD	8,000	7,550	6.0	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
STX 엔진	077970 KS	HOLD	9,000	7,580	18.7	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
성광벤드	014620 KS	BUY	30,000	22,750	31.9	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
태광	023160 KS	BUY	25,000	22,200	12.6	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정

자료: 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2013년 2월 6일 종가 기준

Figure 6 커버지리 종목 목표주가 및 투자의견 조정내역

기업	Code	투자의견		목표주가 (원)		목표주가 산출 방식	조정내역
		변경 후	변경 전	변경 후	변경 전		
삼성중공업	010140 KS	BUY	BUY	53,000	48,000	P/B to ROE matrix	자기자본비용을 11.1%에서 9.5%로 하향 조정
현대중공업	009540 KS	BUY	HOLD	265,000	268,000	P/B to ROE matrix	1. 자기자본비용을 11.7%에서 9.8%로 하향 조정, 2. FY12E-FY14E 이익전망치 하향에 따른 지속가능 ROE (%) 12.1%에서 10.5%로 하향 조정
대우조선해양	042660 KS	BUY	BUY	36,600	33,400	P/B to ROE matrix	자기자본비용을 10.1%에서 9.5%로 하향 조정
현대미포조선	010620 KS	BUY	BUY	134,000	139,000	SOTP valuation	이익추정치 하향 조정
한진중공업	097230 KS	HOLD	HOLD	10,000	10,000	SOTP valuation	N/A
두산엔진	082740 KS	HOLD	HOLD	8,000	11,000	P/B to ROE matrix	FY12E-FY14E 이익전망치 하향에 따른 지속가능 ROE (%) 13.3%에서 9.9%로 하향 조정
STX 엔진	077970 KS	HOLD	HOLD	9,000	10,000	P/B to ROE matrix	FY12E-FY14E 이익전망치 하향에 따른 지속가능 ROE (%) 4.5%에서 3.9%로 하향 조정
성광벤드	014620 KS	BUY	BUY	30,000	30,000	P/B to ROE matrix	N/A
태광	023160 KS	BUY	BUY	25,000	25,000	P/B to ROE matrix	N/A

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global peer valuation

현재 국내 주요 조선업체들은 중국 동종업체 대비 2013년 PBR 기준 유사한 수준으로 거래되고 있으나 싱가포르 동종업체 대비는 평균 약 64% 할인되어 거래되고 있다(Bloomberg consensus 기준). 중국 조선업체들의 2013년 ROE가 국내업체의 9-16% 대비 현저히 낮은 3.4%(평균)로 예상된다는 점을 감안하면 중국 동종업체와 유사한 수준인 국내 조선주들의 현 밸류이션은 지나치게 저평가되어 있다는 판단이다. 한편, 싱가포르 동종업체 대비 valuation 디스카운트는 향후 12개월 내에 축소되기 어려울 것으로 보이며, 이는 해양플랜트사업 비중이 거의 100%에 달하는 싱가포르 조선업체들이 해양플랜트 발주 호황의 수혜를 더 크게 받을 것으로 전망되고 ROE도 평균 21%로 더 높게 예상되기 때문이다.

Figure 7 주요 조선업체 peer valuation

기업		삼성중공업	현대중공업	대우조선해양	현대미포조선	한진중공업
Code		010140 KS	009540 KS	042660 KS	010620 KS	097230 KS
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가 (원)		53,000	265,000	36,600	134,000	10,000
현재주가 (원)		36,050	210,500	28,000	114,500	8,830
괴리율 (%)		47.0	25.9	30.7	17.0	13.3
시가총액 (십억원)		8,323	15,998	5,359	2,290	612
시가총액 (백만달러)		9,055	17,406	5,831	2,492	666
매출액 (십억원)	FY11	13,392	53,712	13,903	4,624	2,891
	FY12E	14,472	55,040	13,748	4,464	2,556
	FY13E	15,218	55,875	14,287	4,278	2,803
	FY14E	15,613	59,342	16,376	4,670	2,890
영업이익 (십억원)	FY11	1,160	4,536	1,104	378	108
	FY12E	1,096	2,402	591	106	102
	FY13E	1,185	2,097	637	105	119
	FY14E	1,212	2,474	835	177	123
순이익 (십억원)	FY11	851	2,743	648	202	(97)
	FY12E	815	1,734	308	106	(69)
	FY13E	899	1,449	396	108	(51)
	FY14E	921	1,746	548	162	(45)
영업이익률 (%)	FY11	8.7	8.4	7.9	8.2	3.7
	FY12E	7.6	4.4	4.3	2.4	4.0
	FY13E	7.8	3.8	4.5	2.4	4.2
	FY14E	7.8	4.2	5.1	3.8	4.3
순이익률 (%)	FY11	6.4	5.1	4.7	4.4	(3.4)
	FY12E	5.6	3.2	2.2	2.4	(2.7)
	FY13E	5.9	2.6	2.8	2.5	(1.8)
	FY14E	5.9	2.9	3.3	3.5	(1.5)
EPS (원)	FY11	3,687	33,671	3,587	9,992	(2,006)
	FY12E	3,531	21,284	1,934	5,245	(1,435)
	FY13E	3,895	17,787	2,275	5,345	(735)
	FY14E	3,991	21,434	3,147	7,979	(643)
EPS 성장률 (%)	FY11	(14.9)	(38.4)	(10.5)	(59.4)	NA
	FY12E	(4.2)	(36.8)	(46.1)	(47.5)	NA
	FY13E	10.3	(16.4)	17.6	1.9	NA
	FY14E	2.5	20.5	38.3	49.3	NA
P/E (x)	FY11	7.6	7.6	6.8	11.2	NA
	FY12E	11.2	9.9	14.0	20.9	NA
	FY13E	9.3	11.8	12.3	21.4	NA
	FY14E	9.0	9.8	8.9	14.4	NA
P/B (x)	FY11	1.4	1.2	1.0	0.7	0.5
	FY12E	1.7	1.0	1.1	0.8	0.3
	FY13E	1.4	0.8	1.1	0.7	0.3
	FY14E	1.2	0.8	1.0	0.7	0.3
EV/EBITDA (x)	FY11	4.5	4.9	6.3	3.5	17.9
	FY12E	7.6	6.7	11.2	9.6	16.5
	FY13E	6.2	7.0	9.8	9.0	14.6
	FY14E	5.4	5.8	8.7	6.2	14.6
ROE (%)	FY11	19.4	16.7	16.3	5.5	(5.1)
	FY12E	16.3	9.5	8.2	3.2	(3.8)
	FY13E	15.6	7.4	9.1	3.2	(2.7)
	FY14E	14.1	8.3	11.5	4.7	(2.3)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013년 2월 6일 종가 기준

Figure 8 엔진 및 피팅업체 peer valuation

기업		두산엔진	STX 엔진	성광벤드	태광
Code		082740 KS	077970 KS	014620 KS	023160 KS
투자 의견		HOLD	HOLD	BUY	BUY
목표주가 (원)		8,000	9,000	30,000	25,000
현재주가 (원)		7,550	7,580	22,750	22,200
괴리율 (%)		6.0	18.7	31.9	12.6
시가총액 (십억원)		525	217	651	579
시가총액 (백만달러)		571	236	708	630
매출액 (십억원)	FY11	2,005	2,089	277	259
	FY12E	1,313	2,039	374	345
	FY13E	1,053	1,964	454	380
	FY14E	1,121	2,113	525	457
영업이익 (십억원)	FY11	280	174	31	36
	FY12E	71	105	73	47
	FY13E	33	97	90	61
	FY14E	63	127	109	78
순이익 (십억원)	FY11	225	75	25	28
	FY12E	77	12	59	36
	FY13E	46	24	73	47
	FY14E	75	45	85	60
영업이익률 (%)	FY11	14.0	8.4	11.1	14.1
	FY12E	5.4	5.1	19.4	13.5
	FY13E	3.2	4.9	19.8	16.0
	FY14E	5.6	6.0	20.7	17.0
순이익률 (%)	FY11	11.2	3.6	8.9	10.6
	FY12E	5.9	0.6	15.8	10.5
	FY13E	4.4	1.2	16.0	12.3
	FY14E	6.7	2.1	16.3	13.1
EPS (원)	FY11	3,234	2,388	803	1,135
	FY12E	1,107	384	1,924	1,486
	FY13E	665	776	2,376	1,926
	FY14E	1,076	1,433	2,790	2,461
EPS 성장률 (%)	FY11	0.9	179.8	33.4	1,678.1
	FY12E	(65.8)	(83.9)	139.6	30.9
	FY13E	(39.9)	101.9	23.5	29.6
	FY14E	61.8	84.7	17.4	27.8
P/E (x)	FY11	3.6	5.7	23.7	20.4
	FY12E	5.5	24.2	12.7	14.5
	FY13E	11.4	9.8	9.6	11.5
	FY14E	7.0	5.3	8.2	9.0
P/B (x)	FY11	1.4	0.6	1.7	1.6
	FY12E	0.9	0.4	1.9	1.3
	FY13E	0.8	0.3	1.5	1.2
	FY14E	0.7	0.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	FY11	2.2	7.2	17.5	13.7
	FY12E	3.9	9.1	10.0	10.6
	FY13E	10.1	9.1	7.6	8.7
	FY14E	6.0	7.6	6.0	6.9
ROE (%)	FY11	48.7	10.6	7.5	8.6
	FY12E	12.6	1.6	15.8	9.7
	FY13E	6.9	3.1	16.6	11.4
	FY14E	10.2	5.6	16.6	12.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013년 2월 6일 종가 기준

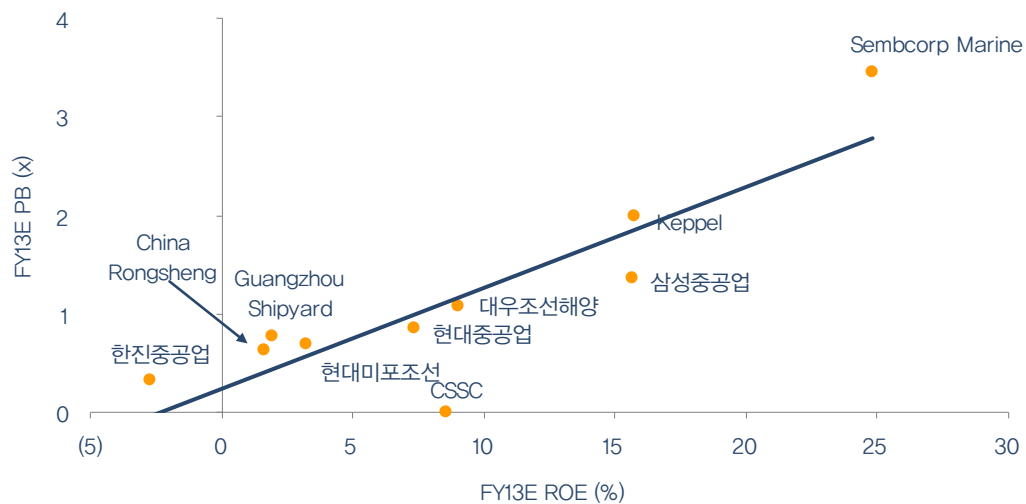
Figure 9 글로벌 peer valuation

기업		CSSC	GUANGZHOU SHIPYARD	CHINA RONGSHENG	KEPPEL CORP	SEMBORP MARINE
Code		600150 CH Equity	317 HK Equity	1101 HK Equity	KEP SP Equity	SMM SP Equity
거래통화		CNY	HKD	HKD	SGD	SGD
회계통화		CNY	CNY	CNY	SGD	SGD
현재주가 (거래통화 기준)		23.81	23.81	6.70	1.42	11.59
시가총액 (거래통화 기준, 백만)		32.8	32.8	8.6	9.9	20.8
시가총액 (백만달러)		204.5	53.5	61.9	129.9	60.5
매출액	FY11	26.2	7.4	17.9	13.8	4.2
(회계통화 기준, 십억)	FY12E	27.0	7.1	11.7	13.3	4.4
	FY13E	27.9	5.3	13.2	14.0	5.5
	FY14E	25.2	5.7	13.3	15.3	6.6
영업이익	FY11	2.5	0.6	2.9	2.4	0.7
(회계통화 기준, 십억)	FY12E	NA	0.4	0.8	2.0	0.6
	FY13E	NA	(0.1)	0.7	2.1	0.7
	FY14E	NA	(0.1)	1.2	2.5	0.9
순이익	FY11	2.4	NA	NA	1.9	0.7
(회계통화 기준, 십억)	FY12E	0.9	NA	0.4	1.6	0.5
	FY13E	0.8	NA	0.3	1.6	0.6
	FY14E	0.7	NA	0.1	1.8	0.8
영업이익률 (%)	FY11	9.6	8.2	16.2	17.6	17.6
	FY12E	NA	5.7	6.9	14.7	14.0
	FY13E	NA	(1.8)	5.6	15.1	13.3
	FY14E	NA	(1.5)	8.8	16.1	13.4
순이익률 (%)	FY11	9.0	NA	NA	14.1	17.0
	FY12E	3.4	NA	3.2	11.8	12.6
	FY13E	2.8	NA	2.3	11.8	11.6
	FY14E	2.7	NA	0.9	12.0	11.4
EPS (회계통화 기준)	FY11	2.25	1.09	0.35	1.08	0.34
	FY12E	0.62	1.03	0.05	0.88	0.27
	FY13E	0.60	0.17	0.04	0.92	0.31
	FY14E	0.56	0.15	0.06	0.97	0.37
EPS 성장률 (%)	FY11	(13.9)	(26.4)	(16.7)	8.4	(13.2)
	FY12E	(62.3)	27.2	(81.6)	(21.9)	(26.6)
	FY13E	(2.4)	(83.5)	(10.9)	4.9	17.0
	FY14E	(6.7)	(11.8)	39.0	5.4	18.7
P/E (x)	FY11	10.3	6.1	4.1	10.7	13.8
	FY12E	37.6	6.5	30.9	13.2	17.5
	FY13E	38.5	39.4	34.6	12.6	15.0
	FY14E	41.3	44.7	24.9	12.0	12.6
P/B (x)	FY11	1.8	0.9	0.6	2.4	3.5
	FY12E	1.8	0.8	0.6	2.1	3.9
	FY13E	1.7	0.8	0.6	2.0	3.5
	FY14E	1.7	0.8	0.6	1.8	3.1
EV/EBITDA (x)	FY11	NA	NA	5.3	10.2	9.2
	FY12E	13.9	NA	19.4	12.3	12.2
	FY13E	15.1	NA	19.2	11.4	10.2
	FY14E	15.9	NA	17.1	10.5	8.3
ROE (%)	FY11	13.9	15.0	16.3	23.7	26.9
	FY12E	7.4	4.6	1.6	16.4	22.7
	FY13E	6.5	1.9	1.7	15.7	24.4
	FY14E	3.7	1.8	1.6	15.0	24.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013년 2월 6일 종가 기준

Figure 10 글로벌 peer comparison (FY13E PB vs. FY13E ROE)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

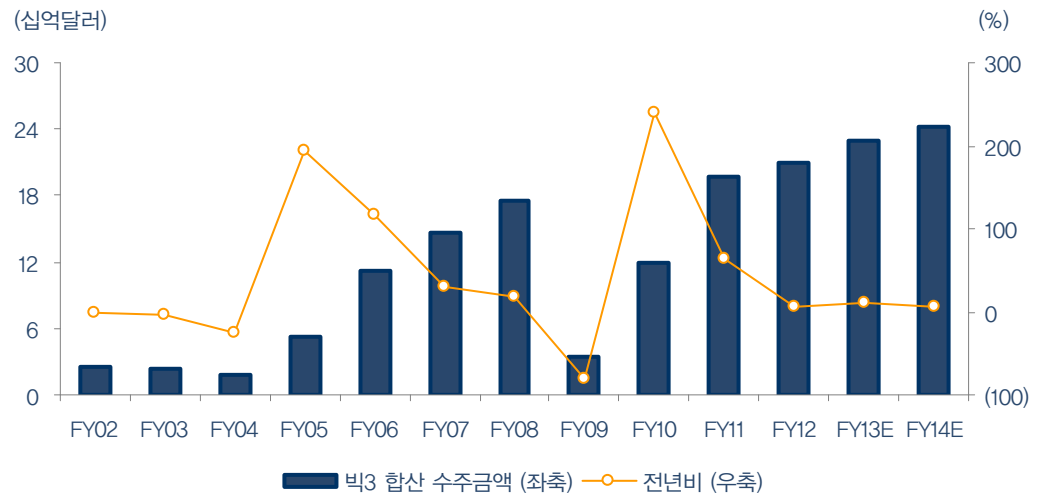
III. 건조한 해양설비 수주 전망

빅3 합산 해양 신규 수주액은 2013년 전년 대비 10% 성장할 전망

빅3 조선업체들의 합산 신규 수주액은
 2013년 전년 대비 10% 증가하며 건조한
 수준 유지 전망

해양설비 부문 국내 조선업 '빅3(삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양)'의 합산 신규 수주액은 2013년에 US\$230억(+10% YoY), 2014년에 US\$240억(+5% YoY)을 기록하며 건조한 수준을 유지할 전망이다. 이는 고유가 지속 및 오일메이저들의 활발한 해양설비 투자활동에 따른 것이다. 직전 4분기에 예정되었던 주요 프로젝트의 발주가 올해 상반기로 이연됨에 따라 해양설비 부문 수주는 2013년 전년 대비 10% 증가할 것으로 예상되며(2012년 6% 증가) 동 부문의 성장이 가속화 될 것으로 보인다.

Figure 11 빅3 해양설비 수주 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

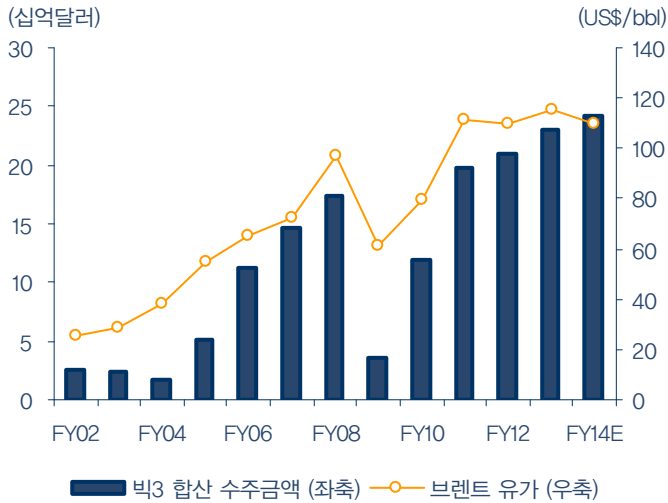
Figure 12 빅3 해양설비 수주 전망

(십억달러)	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
빅3 합산 수주금액 (해양부문)	12	20	21	23	24
전년비 (%)	240	65	6	10	5

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

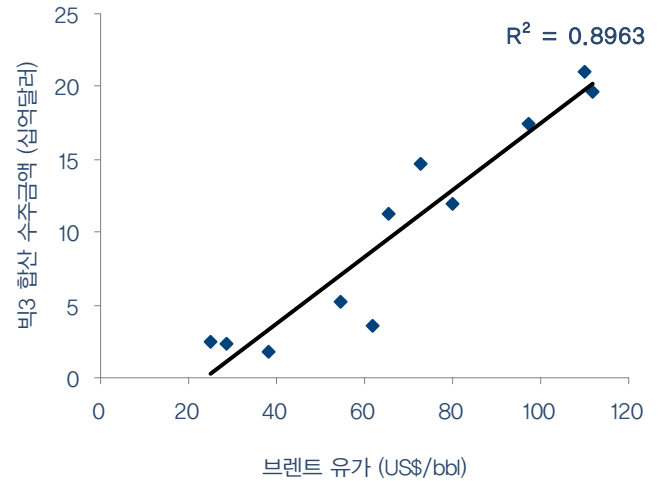
원유가 상승에 힘입은 오일메이저들의 적극적인 투자로, 국내 주요 조선업체들의 해양설비 총 수주액은 지난 5년 동안 연평균(CAGR) 12%로 증가했다. 반면, 상선부문 신규 수주액은 동기간 16% 감소하는 모습을 보였다. 유가 상승에 따른 국내 조선업체들의 해양설비 수주 증가는 높은 상관관계($R^2=0.89$)를 보이고 있다.

Figure 13 유가 및 빅 3 해양설비 수주금액 추이



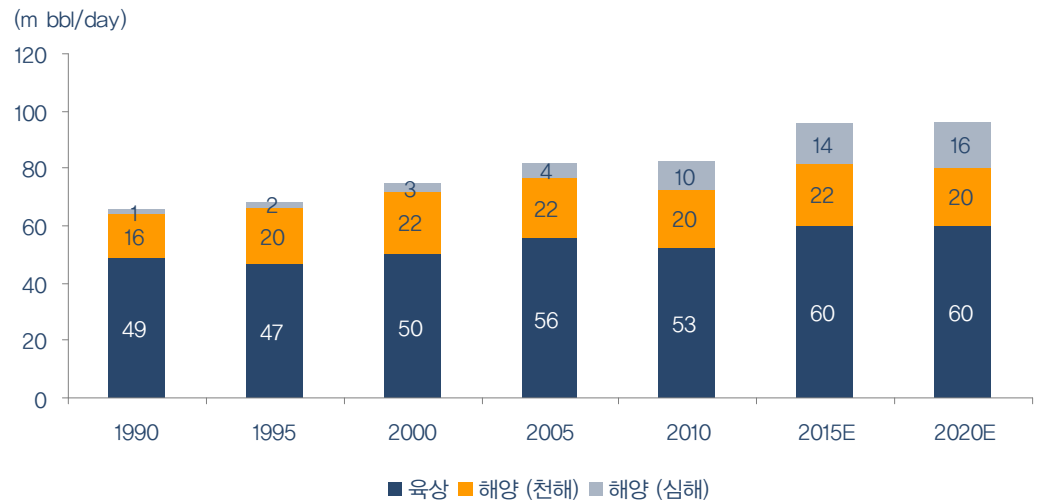
자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 유가와 해양설비 수주금액간의 높은 상관성 ($R^2 = 0.89$)



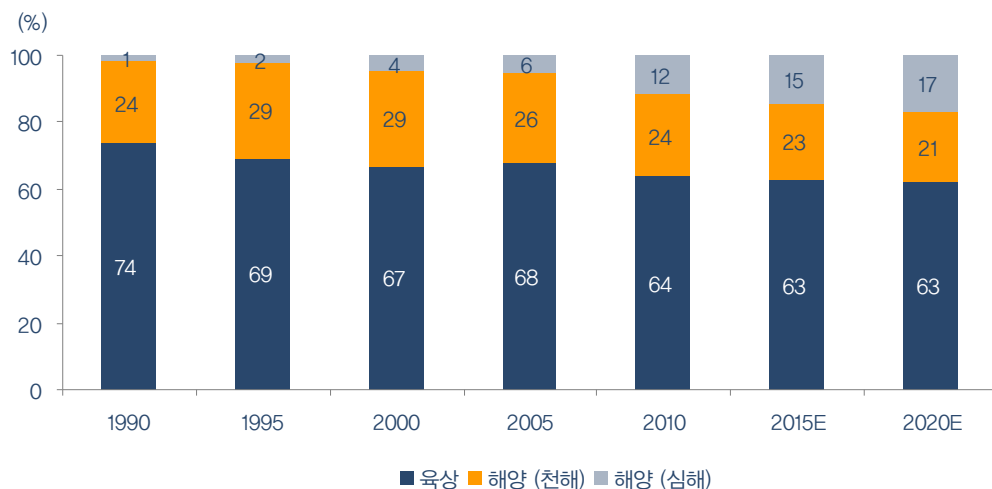
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 부문별 시추 활동 추이 및 전망



자료: BP, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 시추 활동 부문별 비중 추이



자료: BP, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 해양 시추설비



자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 부유식 원유생산저장하역설비 (FPSO, floating production storage and offloading)



자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

브렌트 원유가격은 2013-2014 년에도 강세 지속

당사 홍콩리서치센터 석유화학팀은 연평균 브렌트유가가 2013 년, 2014 년 각각 배럴당 US\$115, US\$110 로 2012 년의 US\$112 와 유사한 수준을 유지할 것으로 예상한다. 그 이유는 다음과 같다.

1. 수요 측면에서 볼 경우, OECD 국가들의 석유 수요는 향후 몇 년간 감소세를 보이겠으나, 중국, 인도 등 신흥국의 수요 확대에 따라 세계 석유소비는 계속해서 증가할 것이다.
2. 공급 측면에서는 주요 산유국들이 계속해서 유가를 현 수준으로 통제할 것으로 예상된다. OPEC 는 장기적으로 유가가 지나치게 급등해 천연가스, 재생에너지 등 대체에너지에 시장점유율을 뺏기는 것을 원치 않을 것이나 그렇다고 유가의 급락 또한 달갑지는 않을 것이다. IMF 데이터를 기초로 한 당사 추정으로는, 사우디 아라비아가 재정 건전성을 유지하기 위한 최저 유가는 현재 US\$80/bbl 로, 인플레이션이 진행됨에 따라 점차 높아질 것으로 예상된다. 한편, non-OPEC 산유국 대부분은 기존 유전 노화로 생산증대에 어려움을 겪고 있는 가운데 비용상승에 직면하고 있다. 이와 같은 상황에서 이들이 비전통 유전(셰일가스, 오일샌드, 심해 및 북극 탐사 등)에서의 생산확대를 위한 장기 프로젝트에 자본지출(CAPEX)을 확대하도록 유도하기 위해서는 현재의 고유가 추세가 지속되어야 한다.
3. 현재 브렌트유가 수준에서는 비전통부문에 대한 투자 및 M&A 가 활발히 이루어져 장기적으로 석유 공급이 풍부하게 될 것이다. 당사는 유가가 현 수준에서 점진적으로 상승(연간 물가상승률을 반영하는 수준)할 것으로 전망한다. 계절적 수요증감, 환율변동, 지정학적 이슈로 인해 유가가 단기적으로 급등할 수 있으나 장기적으로는 US\$100/bbl(인플레이션 반영) 수준으로 정상화 될 것으로 전망한다.

Figure 19 브렌트 유가 전망

(US\$/bbl)	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E
브렌트 유가	73	97	62	80	112	112	115	110
전년비 (%)	11	34	(37)	30	40	0	3	(4)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 20 주요 해양 프로젝트 입찰진행 현황

입찰 진행 상태	발주처/ 운영사	프로젝트명	프로젝트 내용	수주 금액 (십억달러)	경합현황	최저가입찰자/ 유력후보	계약자	계약시기	인도예정시기	프로젝트 진행 상태	지역
계약완료	Total E&P	Pazflor Project	FPSO	2.1			DSME	2007	2011	인도완료	앙골라
계약완료	Inpex	Ichthys LNG Project	CPF	2.7			SHI	2012 년 1 월	4Q15	건조중	호주
계약완료	Dong E&P Bayerngas	Hejre Project	Fixed wellhead Process platform	0.6	Kvaerner, Ramboll-Heerema Fabrication Group, Technip-DSME		Technip-DSME	2012 년 2 월	2014-2015	건조중	덴마크
계약완료	Inpex	Ichthys LNG Project	FPSO	2.0	SHI, HHI, DSME		DSME	2012 년 3 월		건조중	호주
계약완료	Petronas		FLNG	0.8	Technip-DSME		Technip-DSME	2012 년 7 월		건조중	말레이시아
계약완료	Statoil	Aasta Hansteen	Gas spar platform (hull)	0.8		HHI	HHI	2012 년 7 월	1H15	건조중	노르웨이
수주확정	Statoil Total	Martin Linge	Platform (topside)	1.3	SHI-Technip, HHI, DSME	SHI-Technip (SHI 뒀은 47 억달러로 추정)	SHI-Technip	2012 년 12 월	2016	계약진행중	노르웨이
수주확정	Statoil	Aasta Hansteen	Gas spar platform (topside)	1.1	SHI, HHI, DSME, Kvaerner	HHI	HHI	2013 년 1 월	1Q16	계약진행중	노르웨이
입찰진행중	Zadco	Upper Zakum	Onshore module	3.8	HHI-KBR, DSME-Petrofac, NPCC-Technip, 삼성엔지니어링, 대우건설	DSME-Petrofac (DSME 뒀은 8-10 억달러로 추정)		1H13			UAE
입찰진행중	Det Norske	Ivar Aasen	Platform	0.8	SHI-Aker, DSME-WorleyParsons	SHI-Aker		1H13	2016		노르웨이
입찰진행중	Statoil Eni	Mariner & Bressay Heavy Oil Project	PDQ platform FSU	1.5	SHI-KBR, HHI-WorleyParsons, DSME-CB&I, Kvaerner-Heerema Fabrication Group	DSME-CB&I		1Q13			영국

자료: 각 사, Upstream, 언론보도, 미래에셋증권 리서치센터

주: 수주 금액과 계약 시기는 예상치로 입찰 진행 상황에 따라 바뀔 수 있음

Figure 21 주요 해양 프로젝트 입찰진행 현황

입찰 진행 현황	발주처/ 운영사	프로젝트명	프로젝트 내용	수주 금액 (십억달러)	경합현황	최저가입찰자/ 유력후보	계약자	계약시기	인도에정시기	프로젝트 진행 현황	지역
입찰진행중	Total	Moho Nord	FPU	1.0~1.2	DSME-Technip-SBM, HHI-Doris-Houston, SHI-Modex-IntecSea, FloaTec-McDermott-Keppel, STX-Saipem	HHI-Doris		1Q13	2016		콩고
입찰진행중	Chevron	Gendalo- Gehem	FPU (2 units)	1.0	HHI-Saipem, DSME-Petrofac, McDermott	NA		1Q13	2016	Pre-FEED	인도네시아
입찰진행중	Eni	Jangkrik	FPU Pipeline Subsea	2.0	HHI-Chiyoda, DSME-Petrofac, Technip	Technip		1Q13	2016		인도네시아
입찰진행중	Adma- Opco	Lulu&Sarab	CPF (EPC-2)	0.7	HHI, SHI-삼성엔지니어링, DSME, Technip-NPCC, McDermott	Technip-NPCC, McDermott		1Q13			UAE
입찰진행중	Adma- Opco	Lulu&Sarab	Onshore facility (EPC-4)	0.5	HHI, SHI-삼성엔지니어링, Petrofac	Petrofac		1Q13			UAE
입찰진행중	Woodside	Browse LNG	Platform	1.0	HHI, SHI, DSME, McDermott			1Q13			호주
입찰진행중	Total	Egina	Oil FPSO	2.0~2.5	HHI, SHI, Technip	SHI		1Q13			나이지리아
입찰진행중	Chevron	Block B	Gas processing platform	1.0	SHI-Technip, DSME-Aker, McDermott			1H13			베트남
입찰진행중	Total	Moho Nord	TLWP	0.8	HHI-Doris, SHI-Modex	HHI-Doris		2H13	2016		콩고
입찰진행중	Petronas	Rotan	LNG FPSO	N/A	HHI-Technip, SHI-JGC, DSME-Saipem, Toyo-Modex-IHI	SHI-JGC Toyo-Modex-IHI		2Q13	2016		말레이시아
입찰진행중	Noble	Tamar	LNG FPSO	4.0	DSME	DSME					이스라엘
입찰예정	Noble	Leviathan	LNG FPSO								이스라엘
입찰예정	Statoil	Dagny	Platform	N/A	DSME-Aker, HHI-Mustang, SHI-Technip			N/A	2017	2013년 1월 FID 예정	노르웨이
입찰예정	Hess Exploration	Hess Equus Development	FPS	N/A				2013년 10월		FEED	호주

자료: 각 사, Upstream, 언론보도, 미래에셋증권 리서치센터

주: 수주 금액과 계약 시기는 예상치로 입찰 진행 상황에 따라 바뀔 수 있음

IV. 하반기부터 상선 신규 수주 모멘텀 개선 예상

클락슨에 따르면, 전세계적으로 발주된 신조선 규모는 2012년 전년 대비 21% 감소했다. 이는 유로존 금융위기 지속으로 인한 신조선 시장 수요 둔화 및 선박 공급과잉 때문인 것으로 파악된다.

매크로 환경 관련 리스크(글로벌 조선 산업과 밀접한 관련이 있는 유럽 관련)가 해소되는 가운데, 주요 상선 시장의 공급 과잉 이슈의 점진적으로 개선될 것으로 보이는 하반기부터 상선 신규 수주 성장 모멘텀이 살아날 것으로 전망된다. 특히 컨테이너선 부문의 공급과잉 문제가 개선될 것으로 기대된다.

컨테이너선 (글로벌 신규 수주의 17%, 상선 수주의 24%)

2013년 컨테이너선 공급(선박량) 증가는
 수요증가에 근접하는 수준

컨테이너선은 컨테이너 수송전용 화물선이다. 컨테이너선 물동량은 2012년 전년 대비 3.7% 증가하며 2011년의 7.1% 대비 증가세가 둔화되었다. 하지만, 2013년에는 북미-유럽간 및 아시아-유럽간 물동량(전체 물동량의 16%)의 점진적인 회복에 따라 전년 대비 6%로 증가세가 다시 회복될 것으로 전망한다.

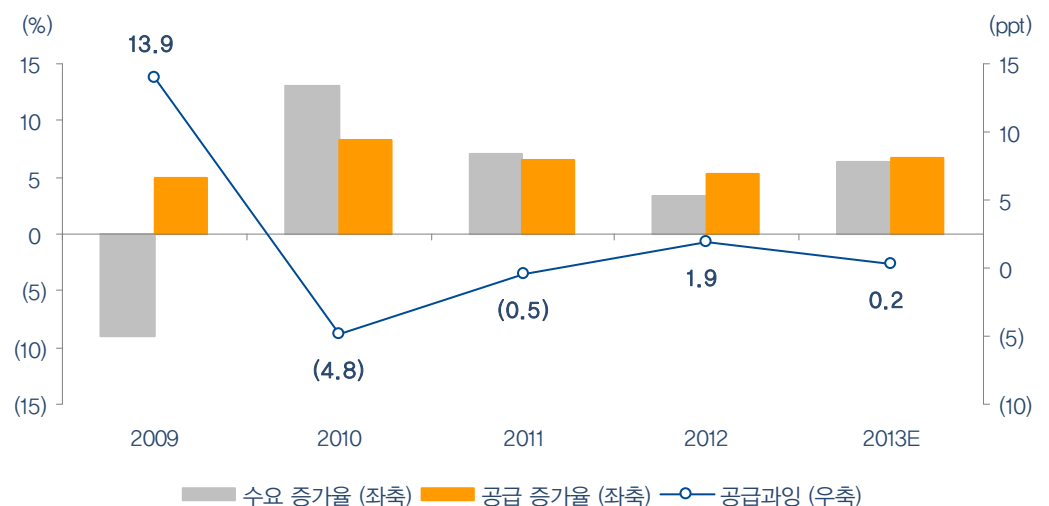
공급 측면에서는 컨테이너선 선박량이 2012년 전년 대비 5.2% 증가(2011년에는 6.8% 증가)한 이후, 2013년에는 전년 대비 6.2% 증가할 것으로 예상되어, 올해 전반적인 선박 공급 증가율이 수요 증가에 거의 근접하여 수급 균형을 이룰 것으로 보인다.

Figure 22 컨테이너선



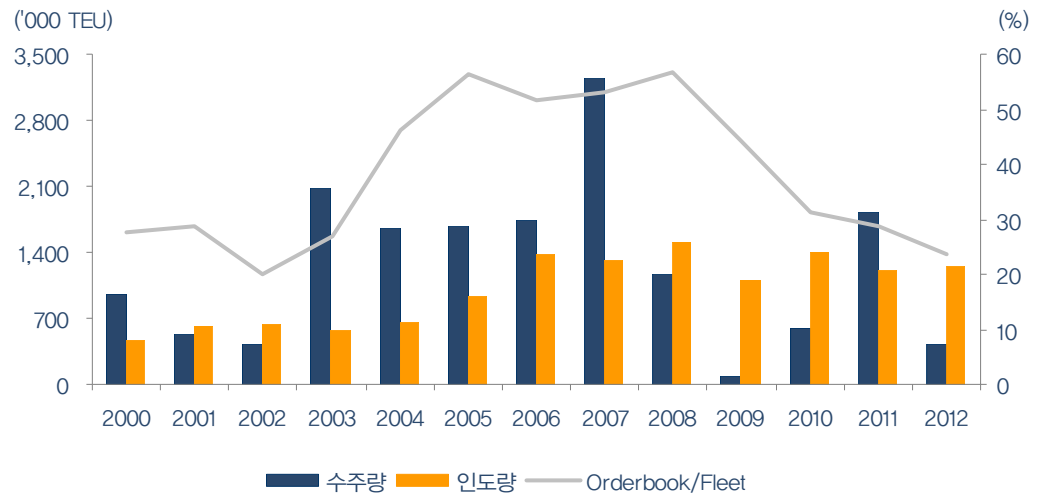
자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 23 컨테이너선 수급 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 24 컨테이너선 신규 수주 및 인도량 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013-2014년 인도량은 현재 수주잔량의 인도일정을 기준으로 한 수치임

Figure 25 CCFI (중국발 컨테이너 운임지수) 12월 말부터 오름세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

프로덕트 탱커 발주 환경 2013 년에도
 여전히 우호적

탱커 (글로벌 신규 수주의 20%, 상선 수주의 29%)

오일 탱커(유조선)는 유류 운송 전용 상선으로 순수 원유만 운송하는 원유 탱커(crude tanker)와 프로덕트 탱커(product tanker)로 구분된다. 원유 탱커는 다량의 원유를 시추지점에서 정유공장까지 운송하며, 크기가 상대적으로 작은 프로덕트 탱커는 석유화학제품을 정유공장에서부터 소비시장 근처로 운반하는 상선이다.

영국 해운조선 분석기관인 클락슨은 중국을 비롯한 극동지역의 원유수입 증가와 더불어 원유 탱커 수요가 2013 년 전년 대비 3.2% 증가(2012 년 2.6% 증가)하여 전년 대비 개선될 것으로 예상하고 있다. 한편 오일탱커 선박량은 전년 대비 3.8% 증가하여 수요 증가를 소폭 초과할 것으로 보인다.

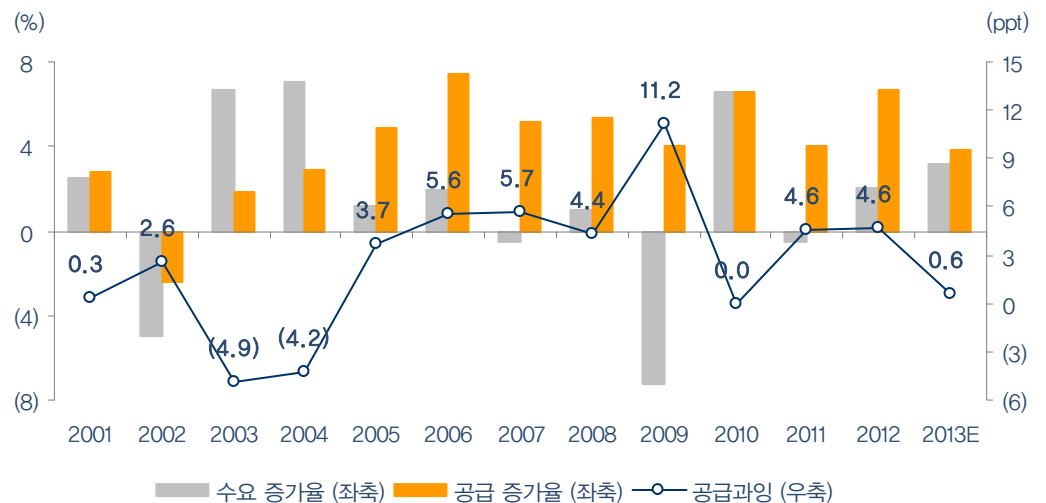
프로덕트 탱커시장의 경우, 2012 년과 마찬가지로, 올해 수요와 공급이 전년 대비 각각 4.2%, 3.6% 증가하며 거의 수급 균형이 예상되어, 기타 상선 선종 대비 비교적 우호적인 발주환경이 전년에 이어 유지될 것으로 보인다. 이에 따라 중소형 프로덕트 탱커에 주력하고 있는 현대미포조선(프로덕트 탱커가 2013 년 예상 신규 수주금액의 30% 차지)의 향후 수혜를 기대할 수 있다.

Figure 26 탱커



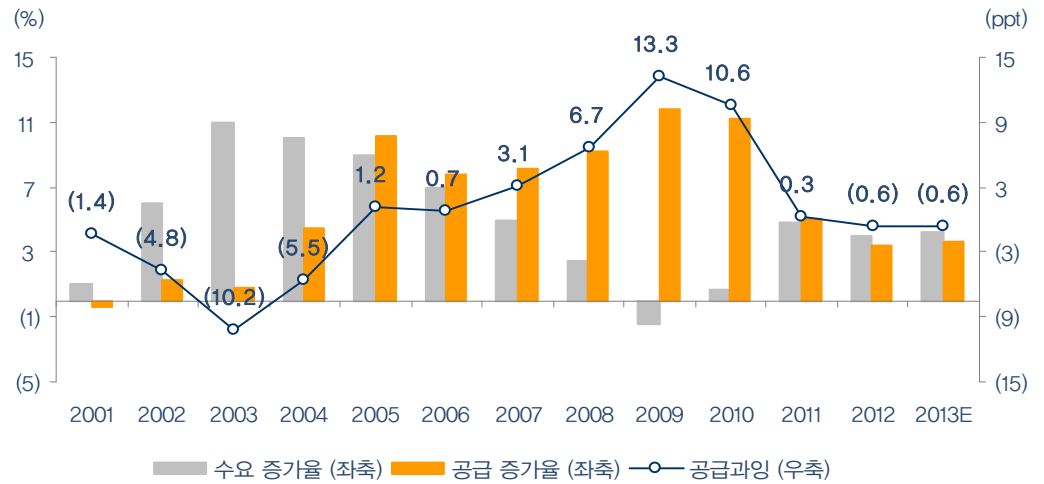
자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 27 원유 탱커 수급 전망



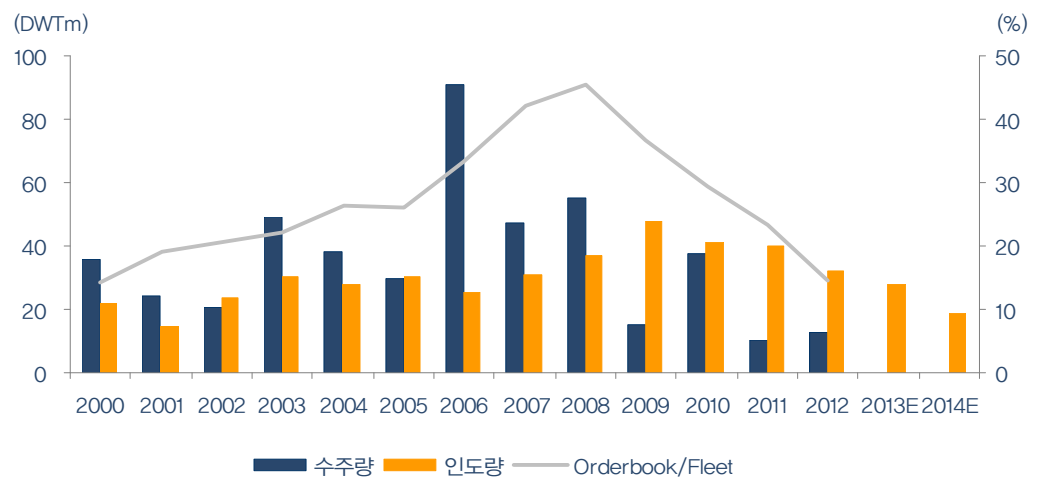
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 28 프로젝트 탱커 수급 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

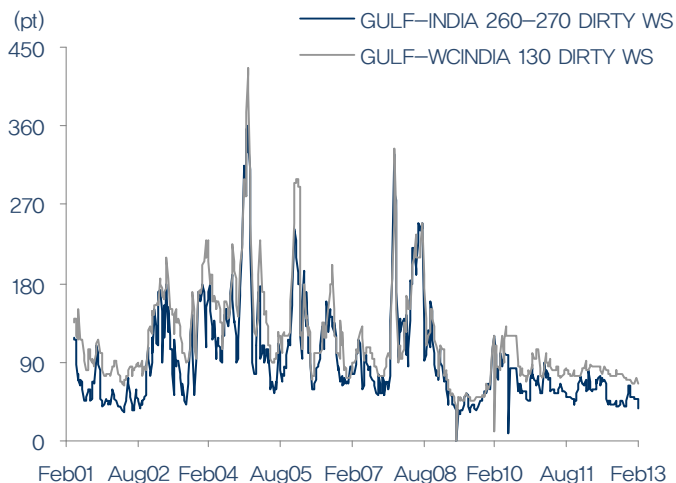
Figure 29 탱커 신규 수주 및 인도량 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

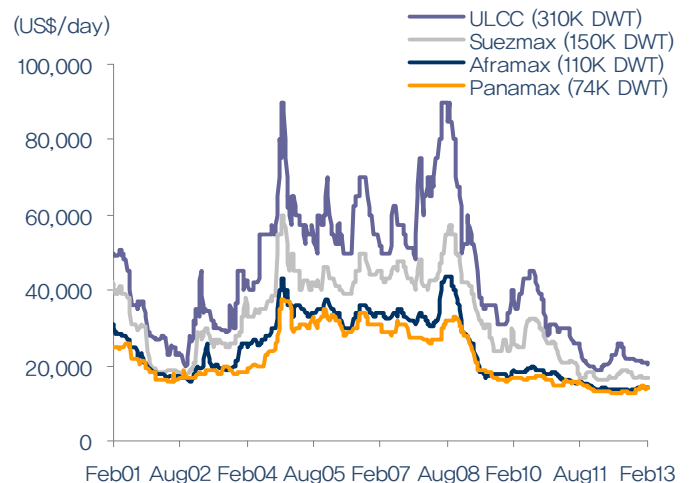
주: 2013-2014년 인도량은 현재 수주잔량의 인도일정을 기준으로 한 수치임

Figure 30 World Scale 지수 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 31 탱커 선형별 1년 용선료 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

벌크선 (글로벌 신규 수주의 26%, 상선 수주의 37%)

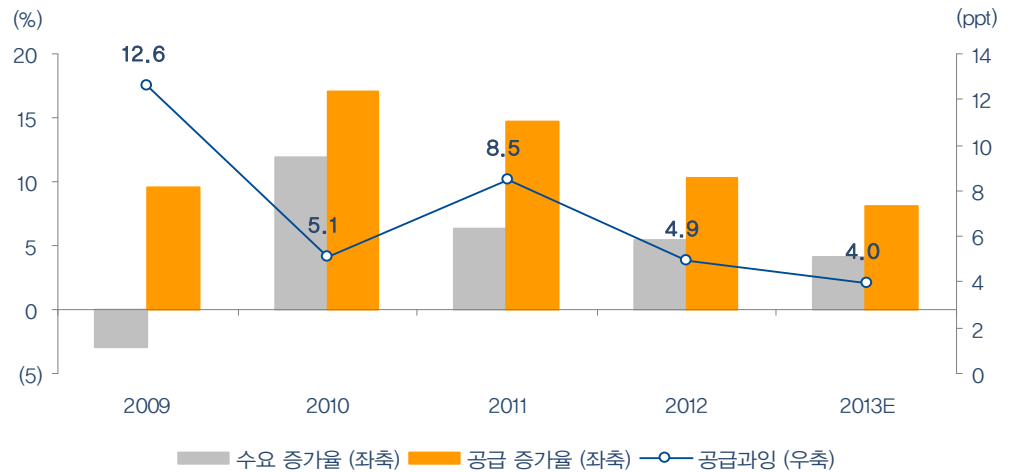
벌크선은 곡물, 석탄, 철 등 건화물을 운송하는데 사용되는 상선이다. 벌크선 시장은 글로벌 경기둔화로 인한 수요 감소로, 2009년 이후 신규 벌크선 선박량 증가가 물동량 증가를 지속 초과하고 있는 상황이다. 2013년 벌크선 수요는 글로벌 경기 개선에 힘입어 전년 대비 4% 증가할 것으로 예상됨에도 불구하고, 공급이 전년 대비 8% 증가할 것으로 예상되어, 공급과잉 상태는 올해에도 지속될 것으로 보인다.

Figure 32 벌크선



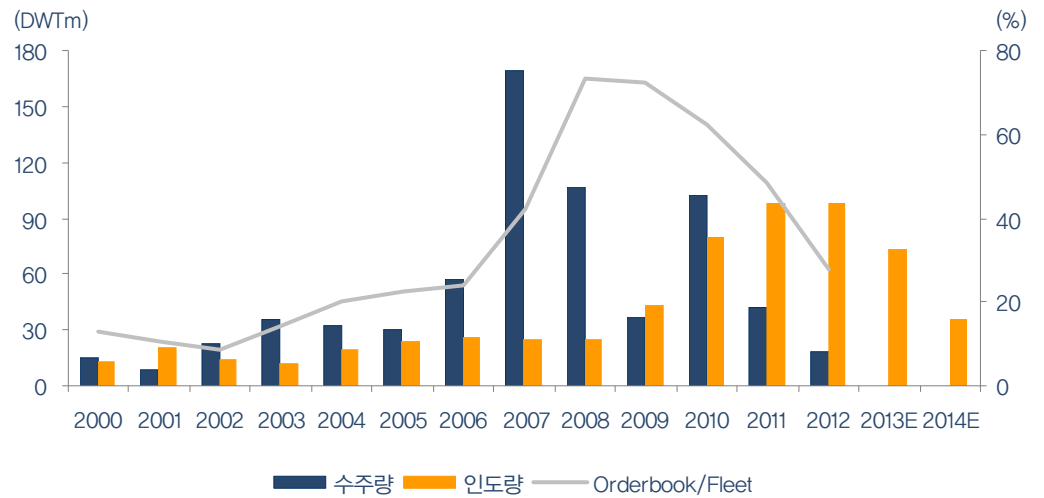
자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 33 벌크선 수급 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

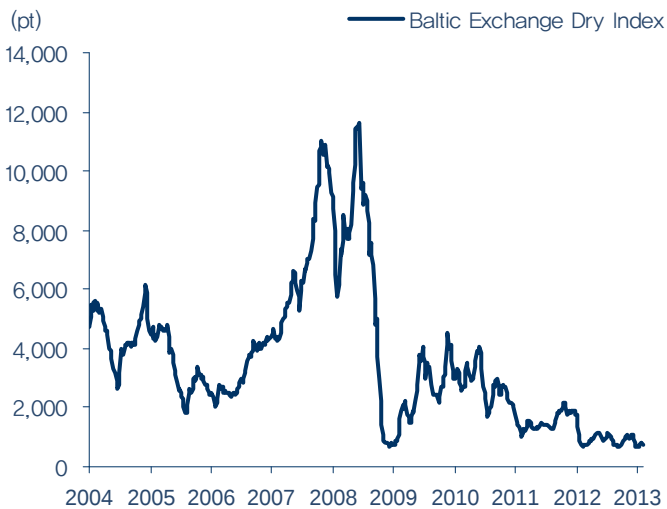
Figure 34 벌크선 신규 수주 및 인도량 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

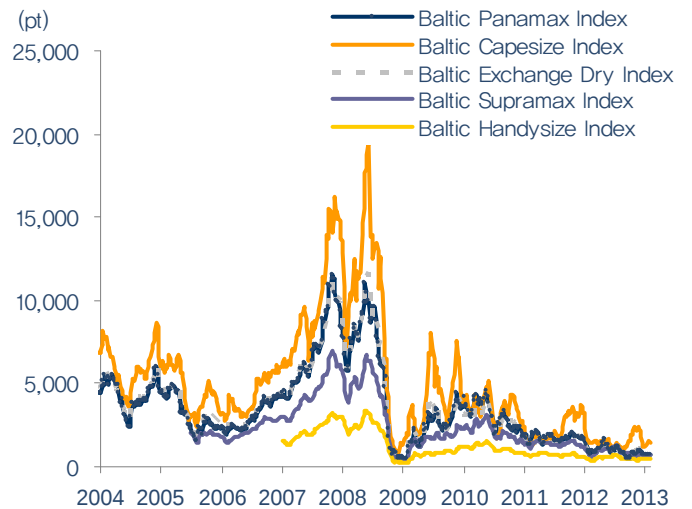
주: 2013-2014년 인도량은 현재 수주잔량의 인도일정을 기준으로 한 수치임

Figure 35 BDI 지수 최근 반등



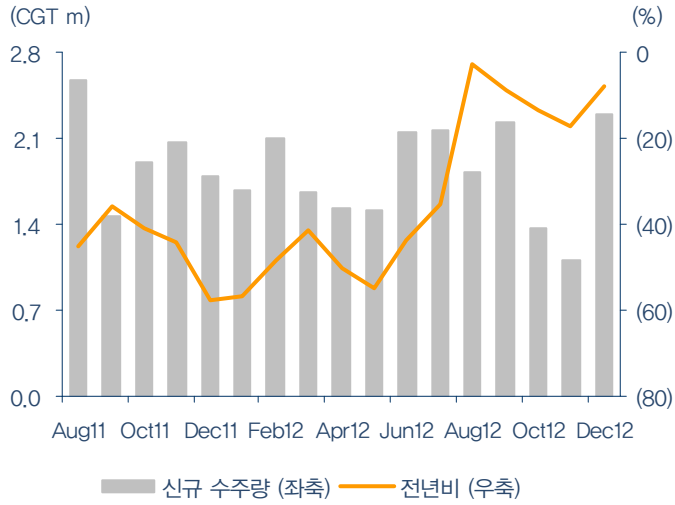
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 36 선형별 BDI 지수 흐름



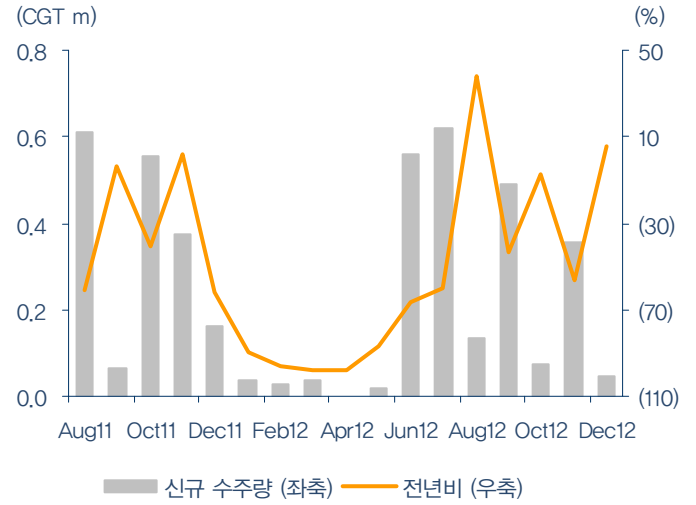
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 37 글로벌 신규 수주 성장 모멘텀



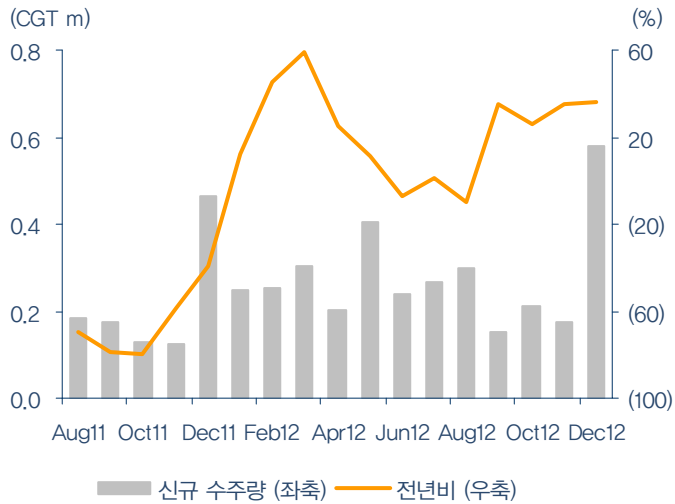
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 38 컨테이너선 신규 수주 성장 모멘텀



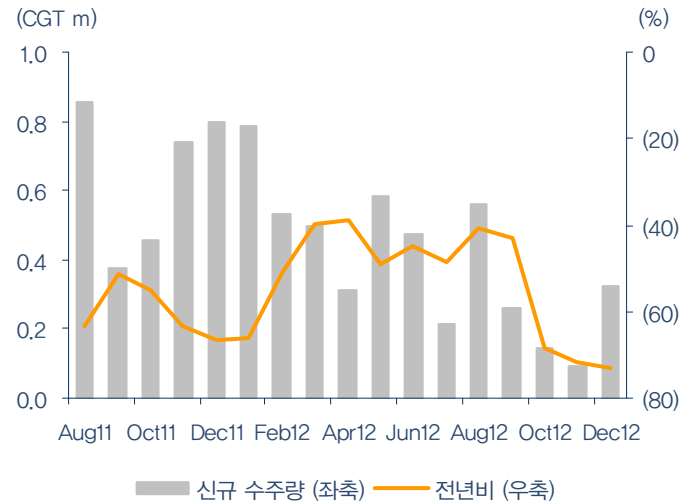
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 39 탱커 신규 수주 성장 모멘텀



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 40 벌크선 신규 수주 성장 모멘텀



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

장기적으로는 LNG선 발주 및 수주는
 긍정적

LNG 선 (글로벌 신규 수주의 10%)

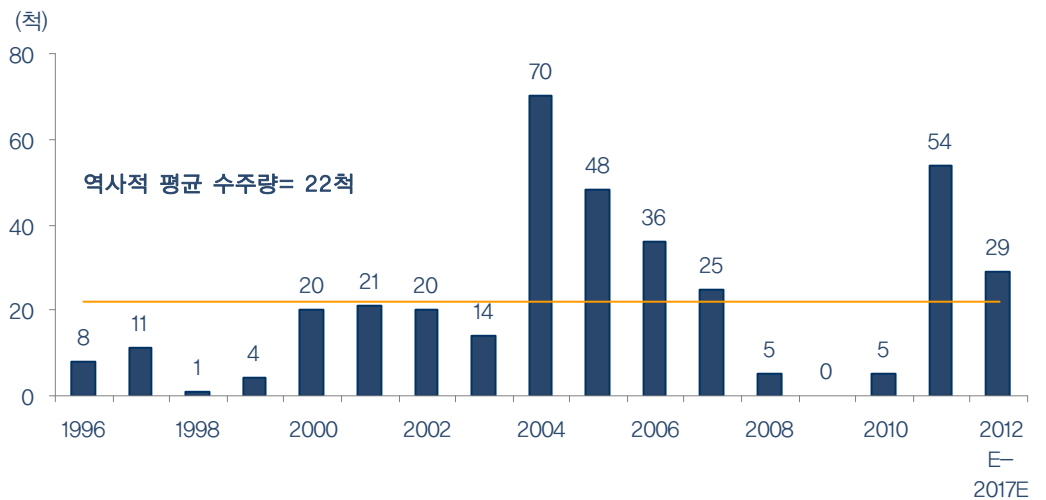
LNG 선은 액화천연가스(LNG) 수송 전용 탱커로 2011년 2012년 각각 54척 및 30척의 선박이 전세계적으로 신규 발주된 이후 2013년에도 수주모멘텀이 양호하게 유지될 것으로 기대한다. 장기적으로도 LNG선 발주 및 수주가 긍정적인 흐름을 보일 것으로 예상하는데, 이유는 다음과 같다. (1) 세계 최대 LNG 수입국인 일본의(2011년 현재 글로벌 LNG 수출입 물동량의 32%) 대지진 이후 원자력 발전 비중 축소 방침(현재 28%에서 2020년까지 22% 수준으로 축소할 계획)에 따른 LNG 수요 증가와 (2) 중국 인도 등 개발도상국에서의 신규 LNG 수요 때문이다. 노후 LNG 선의 교체수요가 연간 약 5-6척에 달할 것으로 예상됨에 따라, 연간 LNG선 총 발주량은 2017년까지 약 28-29척에 이를 것으로 추정한다. 국내조선업체들의 LNG선 시장 점유율이 향후 5년간 80% 수준으로 유지된다고 가정할 경우, 국내 조선업체들의 LNG선 부문의 신규 수주 금액은 연간 약 US\$45억-46억씩 증가할 것으로 추정되며, 이는 각 업체의 연간 신규 수주 금액의 약 10-15%에 해당한다.

Figure 41 LNG 선



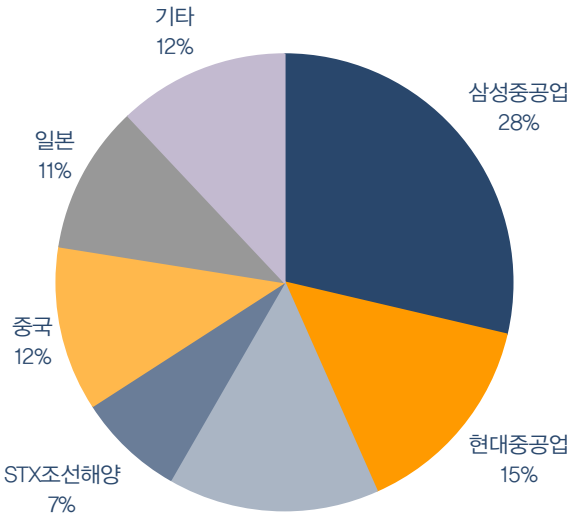
자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 42 LNG선 신규 수주 선박 수 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 43 2012년 LNG선 신규 수주 점유율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2013년 1월 말 수주잔량 기준

Figure 44 글로벌 LNG 물동량 추이 및 전망

(billion m ³)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
북미	17.4	17.6	17.8	18.0	18.2	18.5	18.7
미주/남미	10.9	11.6	12.3	13.0	13.8	14.6	15.5
유럽/동유럽	90.7	91.6	92.5	93.4	94.3	95.3	96.2
중동	4.6	4.9	5.3	5.6	6.0	6.5	6.9
아시아	207.3	227.2	244.1	262.5	282.8	305.3	330.1
중국	16.6	19.9	23.9	28.7	34.5	41.4	49.6
인도	17.1	18.8	20.7	22.8	25.0	27.5	30.3
일본	107.0	112.3	117.9	123.8	130.0	136.5	143.3
한국	49.3	52.8	56.5	60.4	64.6	69.2	74.0
대만	16.3	17.4	18.7	20.0	21.4	22.9	24.5
태국	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
전체 물동량	330.8	352.9	371.9	392.6	415.3	440.1	467.5
전년비 (%)							
북미		1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
미주/남미		6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
유럽/동유럽		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
중동		7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
아시아		9.6	7.4	7.6	7.7	7.9	8.1
중국		20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
인도		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
일본		5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
한국		7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
대만		7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
태국		7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
전체 물동량		6.7	5.4	5.6	5.8	6.0	6.2
비중 (%)							
북미	5.2	5.0	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0
미주/남미	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
유럽/동유럽	27.4	25.9	24.9	23.8	22.7	21.7	20.6
중동	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
아시아	62.7	64.4	65.6	66.9	68.1	69.4	70.6
중국	5.0	5.7	6.4	7.3	8.3	9.4	10.6
인도	5.2	5.3	5.6	5.8	6.0	6.3	6.5
일본	32.3	31.8	31.7	31.5	31.3	31.0	30.7
한국	14.9	15.0	15.2	15.4	15.6	15.7	15.8
대만	4.9	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
태국	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
전체 물동량	100	100	100	100	100	100	100

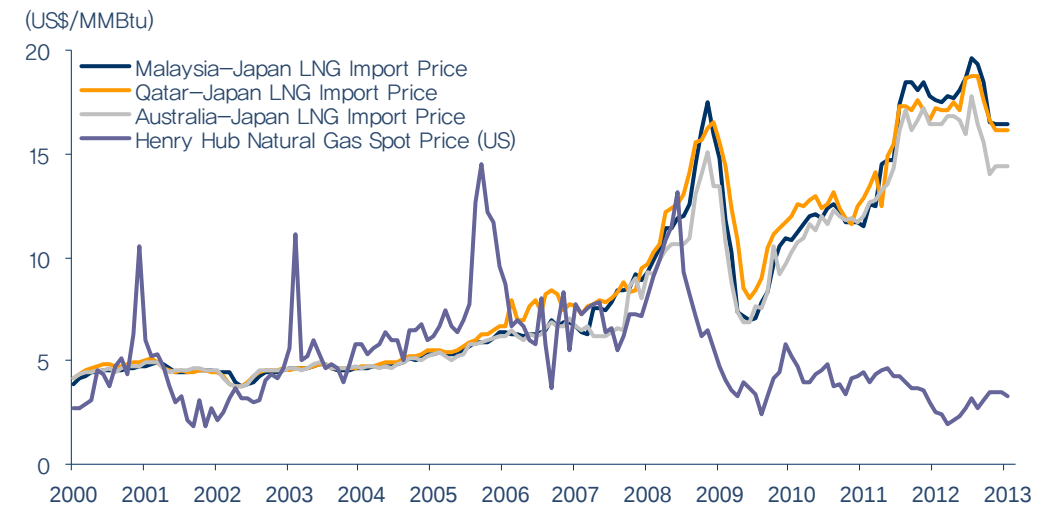
자료: BP, 미래에셋증권 리서치센터

Sabine Pass 프로젝트 수출 승인과 함께
 LNG 수출물량 증대로 빅3의 신규
 수주액은 연간 5~10% 증가할 전망

북미 셰일가스 LNG 수출 영향

현재 총 16 개의 프로젝트가 북미산 LNG 수출을 위한 승인 절차를 진행 중이다. 하지만 그 중 단 하나 Sabine Pass 프로젝트만 수출허가를 취득한 상태이다. 이 프로젝트는 LNG 수출을 위해 액화 터미널(트레인) 4기를 건설하는 프로젝트로, 4기 모두 가동을 개시하면, 연간 LNG 최대수출물량은 2015년 1,690만톤(연간 222억m³, 세계 LNG 거래량의 6%)에 달할 예정이다. 당사는 Sabine Pass 프로젝트에 따른 LNG 수출물량 증대로 LNG 신조선 수요가 총 22척 늘어날 것으로 추정한다. 한국 조선업체들의 글로벌 LNG 선 시장 점유율 80%를 감안하면, '빅3(삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양)' 각각 LNG 선 6척을 추가 수주할 수 있다. 이에 따라 빅3의 신규 수주액(US\$bn)은 연간 기준으로 5~10% 증가할 것으로 추정된다. 당사는 신규 수주 전망 관련 Sabine Pass 프로젝트에 따른 LNG 공급 증가 물량만을 반영하였는데, 이는 다른 프로젝트의 경우 승인처리 일정이 불확실하고 프로젝트기간이 보다 장기(수출 목표시점이 2017년)이기 때문이다.

Figure 45 일본 LNG 수입 가격과 미국 국내 가격 격차 여전히 존재



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 46 북미발 LNG 수출 관련 프로젝트 개요

프로젝트명	운영사	생산지/수출 기점	연간 수출 물량 (백만톤)	예상 수출 시기	진행 현황
BC LNG	LNG Partners		1.8	2014	Approved by Canada's National Energy Board.
Sabine Pass Liquefaction	Cheniere Energy	Louisiana, USA	16.9	2015	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for both FTA and Non-FTA countries. Application is pending with Federal Energy Regulatory Commission (FERC)
Cameron LNG Export	Sempra Energy	LA, USA	13	2016-2017	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Kitimat LNG	Apache, EOG Resources, EnCana	British Columbia, Canada	9.8	2016-2018	Approved by Canada's National Energy Board.
2nd Freeport LNG Expansion	Conoco Phillips	Texas, USA	9	2017-2018	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Freeport LNG Expansion	ConocoPhillips, others	Texas, USA	9	2017-2018	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Lake Charles Exports	Southern Union	Louisiana, USA	15.3	2017-2020	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Carib Energy	Carib Energy	N/A	0.31	2017-2020	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Dominion Cove Point	Dominion Resources	Maryland, USA	7.7	2017-2020	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Jordan Cove Energy	Fort Chicago and Energy Projects Development	Oregon, USA	9.2	2017-2020	Received conditional export approval from Department of Energy (DOE) for FTA countries. Application to export to FTA countries is pending with DOE.
Gulf Coast LNG Export	Gulf Coast LNG	Texas, USA	21.5	N/A	Waiting for export approval for both FTA and non-FTA countries from DOE
Cambridge Energy Export	Cambridge Energy	Southeastern USA	2.1	N/A	Waiting for export approval for both FTA and non-FTA countries from DOE
Gulf LNG Liquefaction Export	El Paso	Mississippi, USA	11.5	N/A	Waiting for export approval for both FTA and non-FTA countries from DOE
LNG Development Export	LNG Development Company	Oregon, USA	9.6	N/A	Waiting for export approval for both FTA and non-FTA countries from DOE
SB Power Export	SB Power Solutions	Atlantic/Gulf of Mexico	0.5	N/A	Waiting for export approval for both FTA and non-FTA countries from DOE
Southern LNG Export	Southern LNG Company	Georgia, USA	3.8	N/A	Waiting for export approval for both FTA and non-FTA countries from DOE

자료: 미 에너지부, Office of Fossil Energy, 미래에셋증권 리서치센터

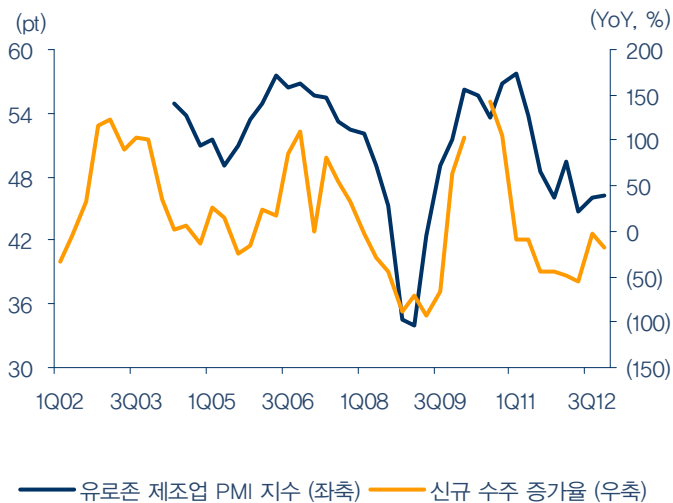
V. 매크로 전망

매크로 경기 회복 조짐은 올해 조선업종
 センチメント에 긍정적으로 작용할 것

글로벌 경제의 불확실성은 지속될 것으로 보이나 당사 매크로팀은 올해 세계 경기 전망에 대해 보다 긍정적 시각으로 선화하고 있다. 또한 유로존 경제의 경우 이미 회복 조짐을 보이고 있는 것으로 판단한다. 1월 유로존 PMI 지수는 전월 대비 1포인트 상승한 48.2를 기록, 3개월 연속 상승세를 이어갔다. 특히 신규 수주 증가율과 밀접하게 움직이는 제조업 PMI 지수는 2012년 12월 46.1에서 2013년 1월 47.5로 반등했다. 매크로 경기의 점진적으로 회복과 맞물려, 2013년 조선업종センチメント는 개선될 것으로 전망한다.

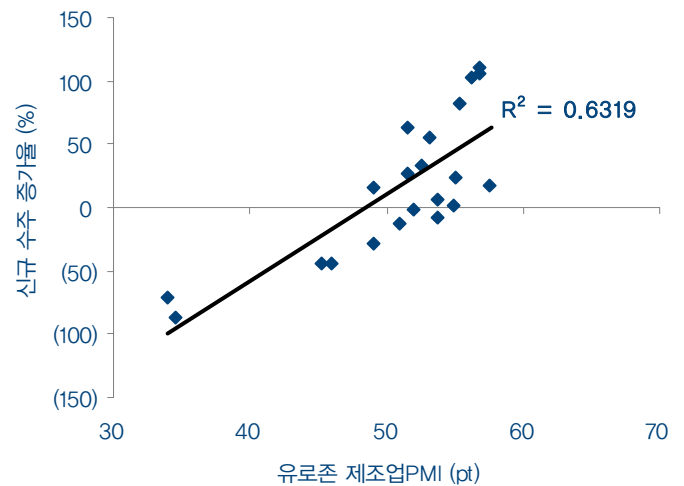
당사의 지난 9월 initiation 리포트에서 강조했듯, 조선업종의 신규 수주 증가율은 미국과 중국보다는 유로존의 매크로 경기에 더 큰 영향을 받는다. 특히 신규 수주 증가율은 유로존 제조업 PMI 지수와 가장 높은 상관성($R^2=0.63$)을 보였다. 이는 유럽이 선박금융시장에서 가장 높은 비중을 차지하고 있기 때문이라고 판단된다.

Figure 47 유로존 PMI 지수 및 신규 수주 증가율 추이



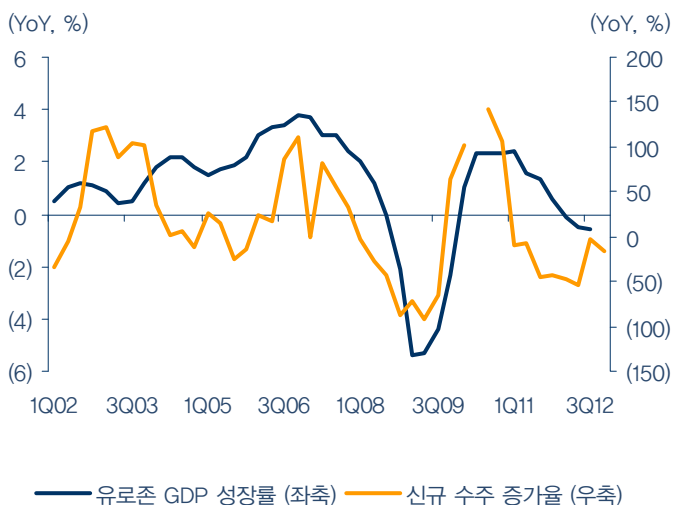
자료: Bloomberg, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 48 유로존 PMI 지수, 신규 수주 증가율과 높은 상관관계 보임



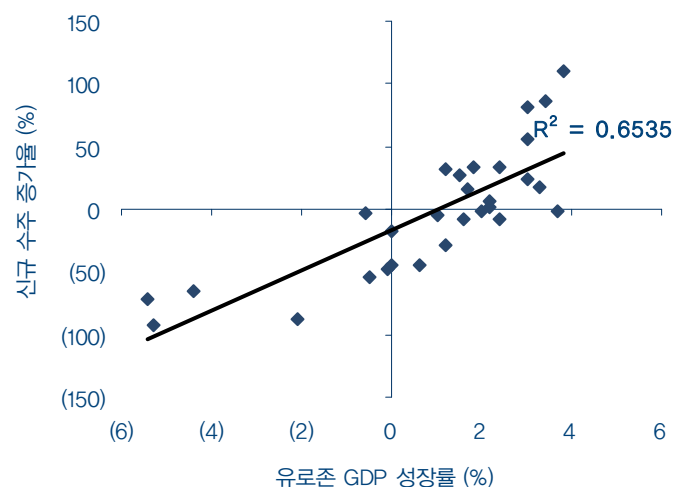
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 49 유로존 GDP 성장률 및 신규 수주 증가율 추이



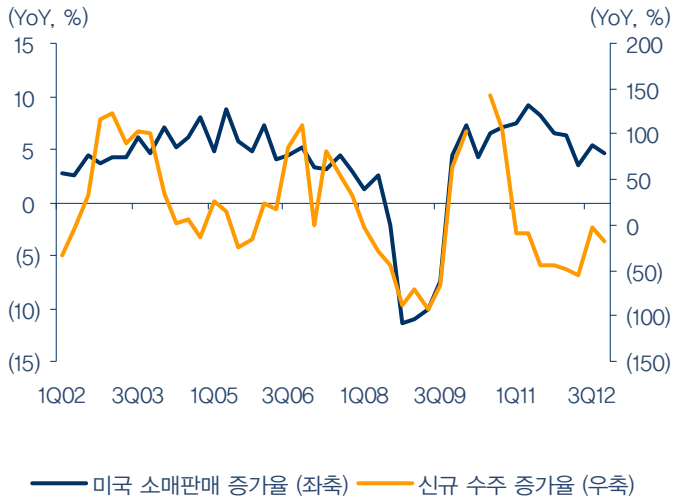
자료: Bloomberg, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 50 신규 수주 증가율, 유로존 GDP 성장률과도 연관성 높음



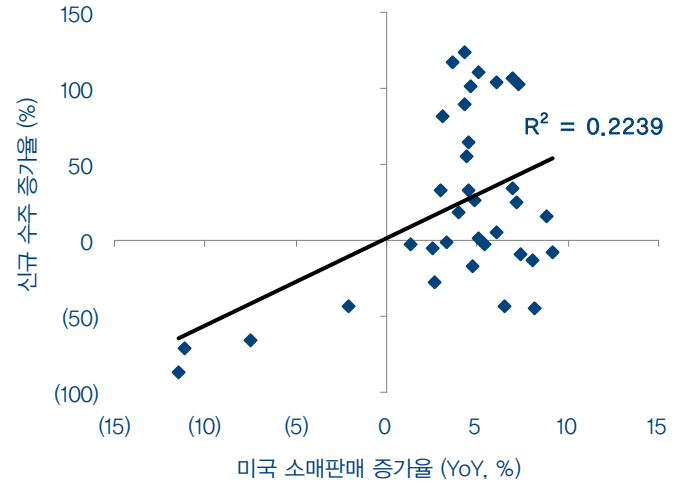
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 51 미국 소매판매 증가율 및 신규 수주 증가율 추이



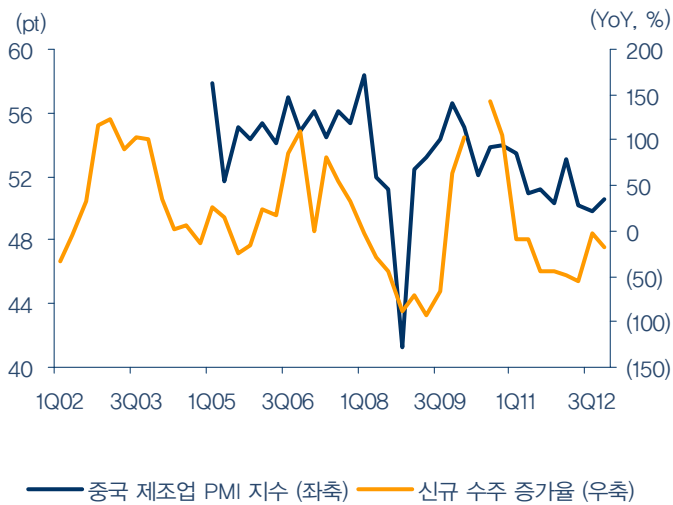
자료: Bloomberg, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 52 미국 소매판매 증가율은 신규 수주 증가율과 비교적 낮은 상관관계를 보임



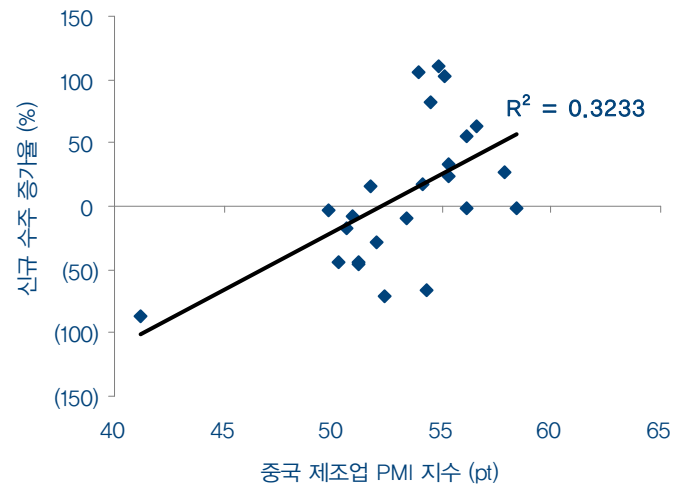
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 53 중국 제조업 PMI 지수 및 신규 수주 증가율 추이



자료: Bloomberg, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

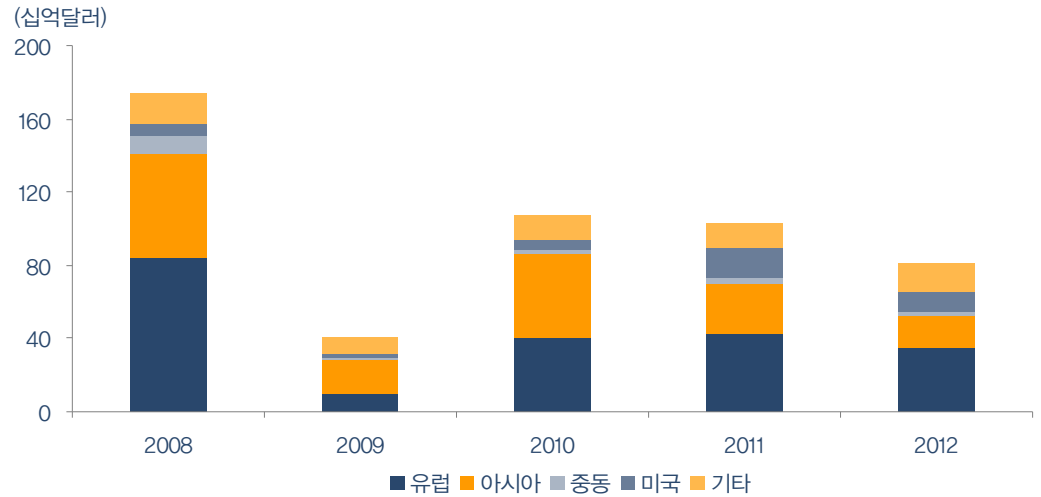
Figure 54 신규 수주 증가율, 중국 제조업 PMI 지수와도 비교적 낮은 상관관계 보임



자료: 미래에셋증권 리서치센터

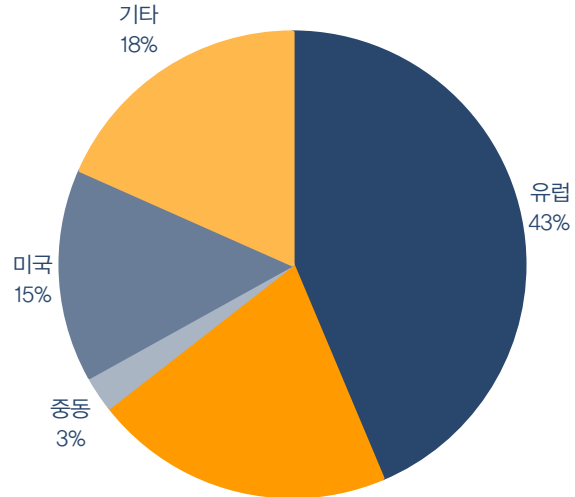
2012년 신조선 투자액은 US\$809 억으로 2011년 US\$1,024 억 대비 21% 감소한 것으로 추정된다. 지역별로는 유럽이 신조선 투자액수(US\$)와 비중 기준 모두에서 1위로 나타나고 있다. 2012년 글로벌 총 신조선 투자액 중 유럽은 투자액 US\$353 억으로 43.6%를 차지하고 있다.

Figure 55 지역별 신조 발주 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 56 2012년 신조 발주 지역별 비중



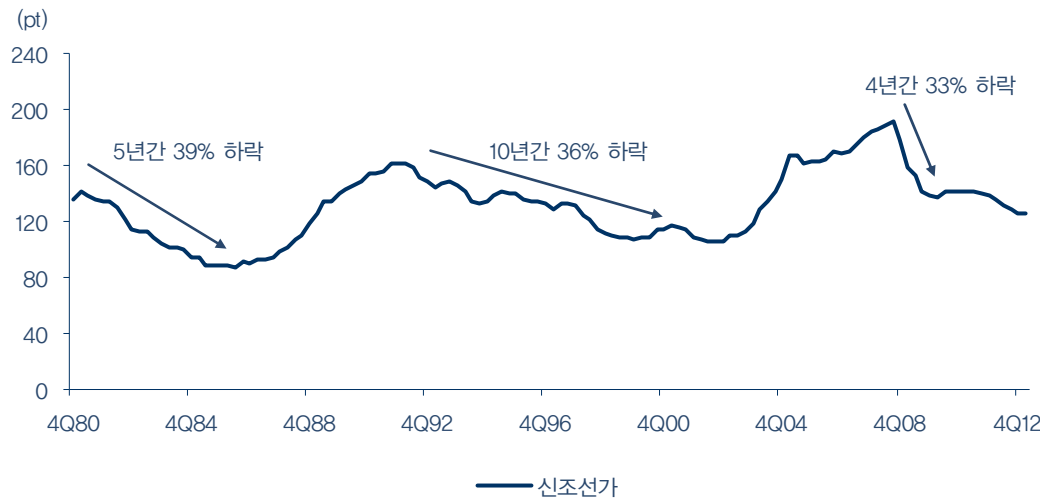
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

VI. 신조선가 저점 통과 중

2013년 신조선가 추가 하락 가능성은
 낮음

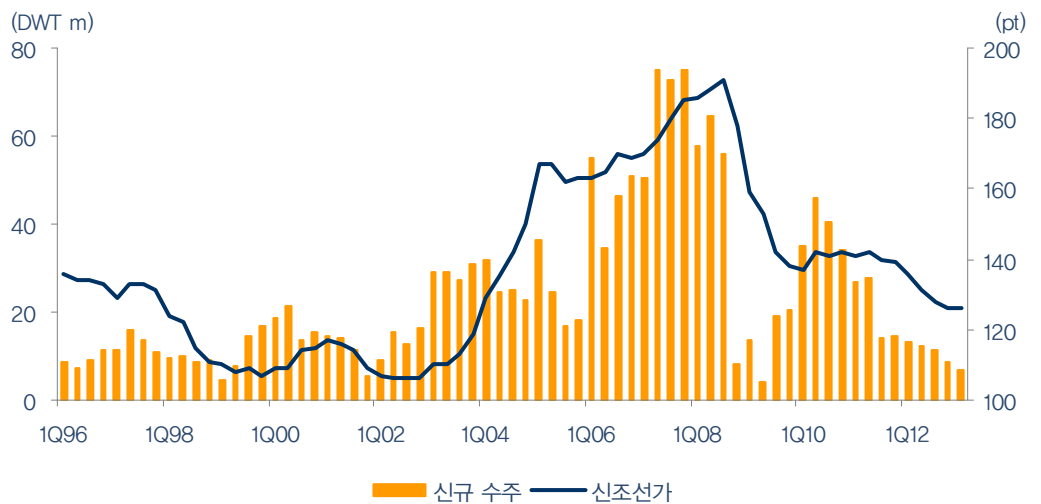
클락슨에 따르면, 신조선가는 신규 수주 둔화로 기존 고점(2008년 하반기) 대비 27% 하락한 이후, 2012년 추가적으로 7% 하락했다. 그러나 2012년 10월부터는 회복세를 보여왔다. 당시는 신조선가의 본격 회복이 가시화 되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 판단하는데, 이는 신조선가가 신규 수주 실적 흐름에 6~12개월 후행하기 때문이다. 당시는 신규 수주시장이 올해 하반기부터 회복세를 보일 것으로 예상하고 있다. 그러나 글로벌 경기 회복을 앞둔 상황에서 최근 상선 수요センチ먼트 개선 등에 따라 국내 주요 조선업체에 발주문의가 증가하고 있어 2013년 신조선가가 현재 수준에서 추가 하락할 가능성은 제한적이라고 판단한다.

Figure 57 신조선가 최근 들어 바닥을 벗어나고 있는 것으로 보임



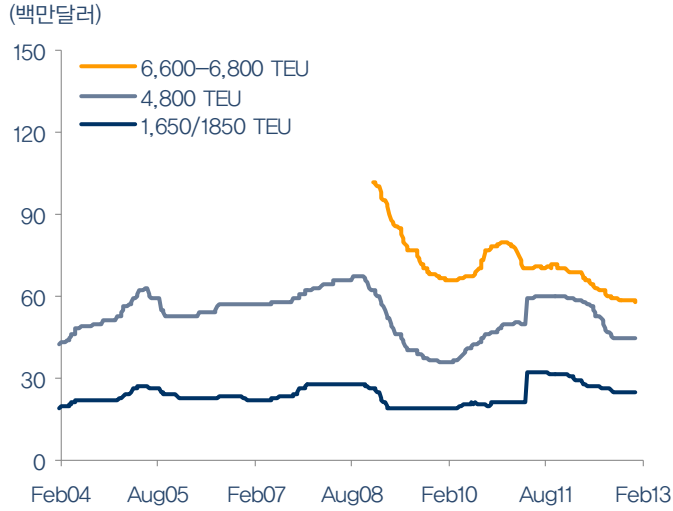
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 58 신조선가 및 신규 수주 추이



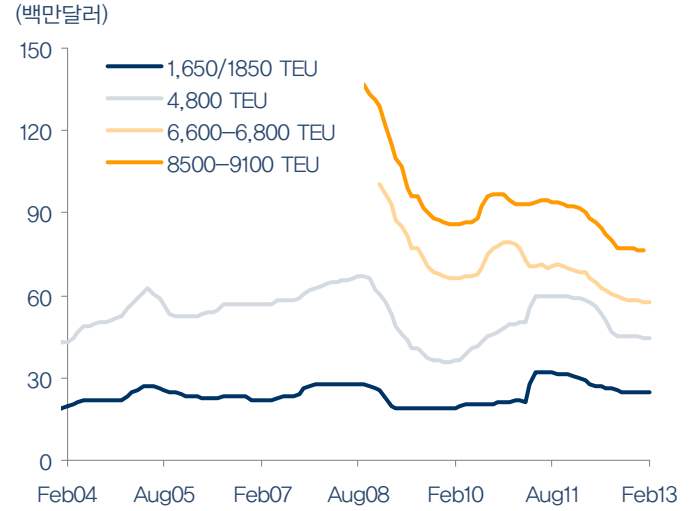
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 59 컨테이너선 주간 신조가격 추이



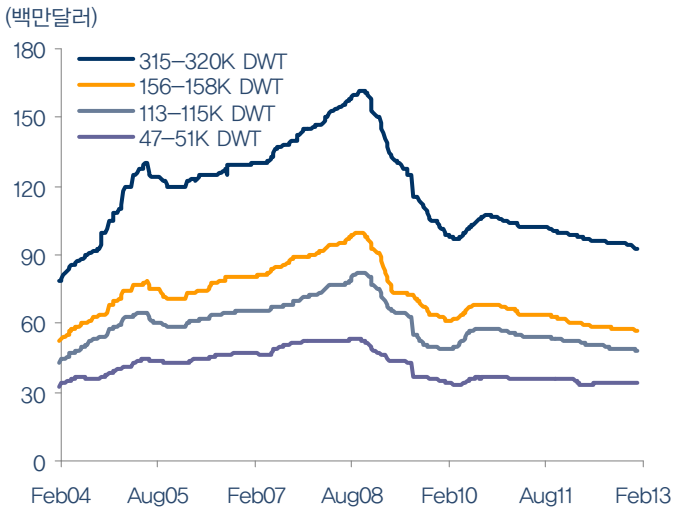
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 60 컨테이너선 월별 신조가격 추이



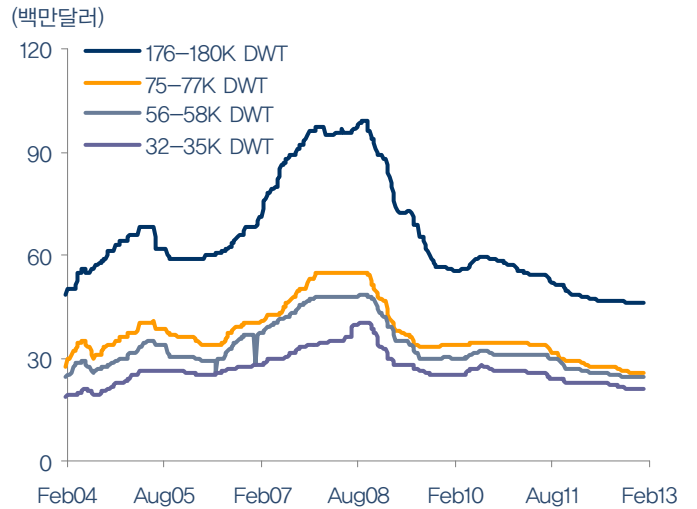
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 61 탱커 신조가격 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

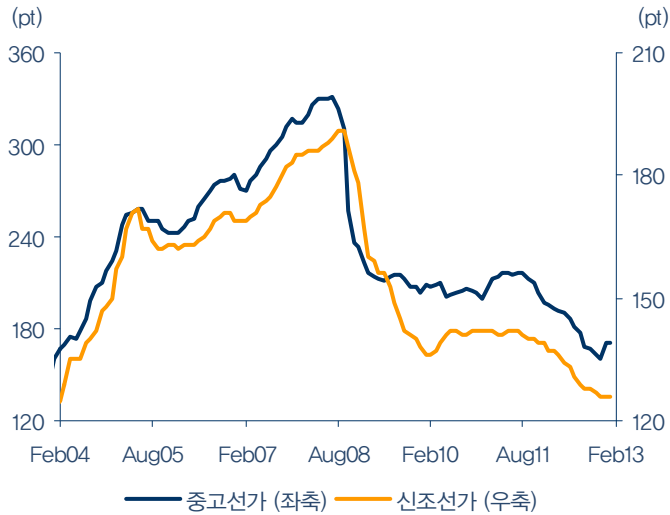
Figure 62 벌크선 신조가격 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

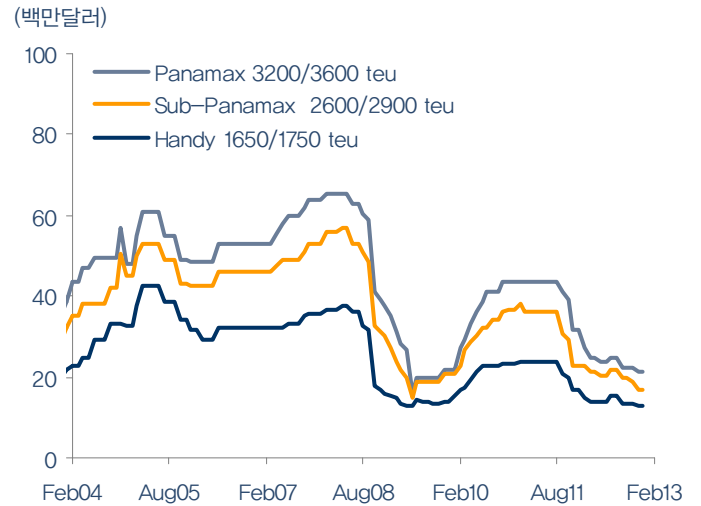
클락슨에 따르면, 중고선가는 2012년 12월 전월 대비 6% 상승해, 2년 만에 첫 오름세를 기록했다. 아래 Figure 63에서 볼 수 있듯, 신조선가는 과거 중고선가와 나란히 움직이는 경향을 보여왔다. 최근 신조선가와 중고선가 간 상관관계가 약화되긴 했지만 12월 중고선가 상승은 전체 수요 개선을 시사하기 때문에 신조선가에 좋은 조짐이라 판단한다.

Figure 63 중고선가 및 신조선가 추이



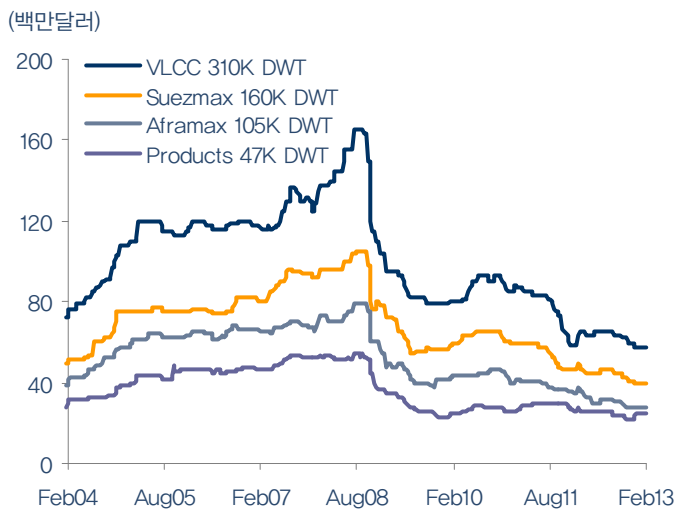
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 64 선령 5년 컨테이너선 중고가 추이



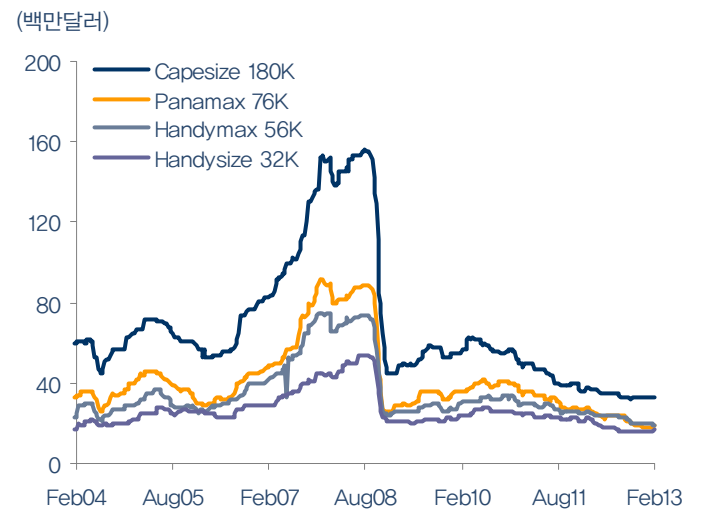
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 65 선령 5년 탱커 중고가 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 66 선령 5년 벌크선 중고가 추이



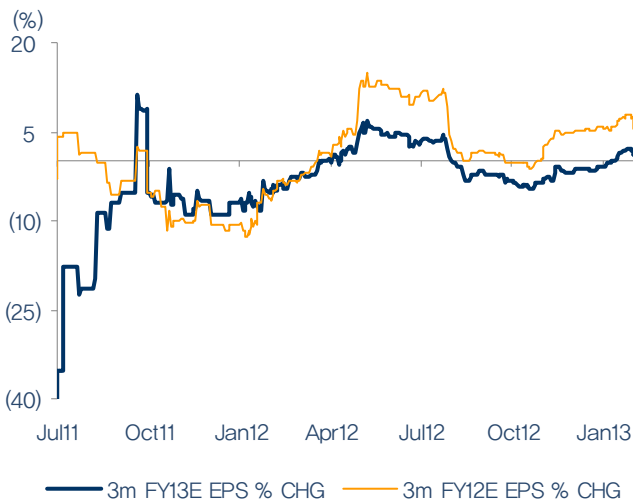
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Ⅶ. 실적 추가 하향 가능성은 제한적

당사의 2013년 영업이익 추정치는
 컨센서스와 거의 유사한 수준

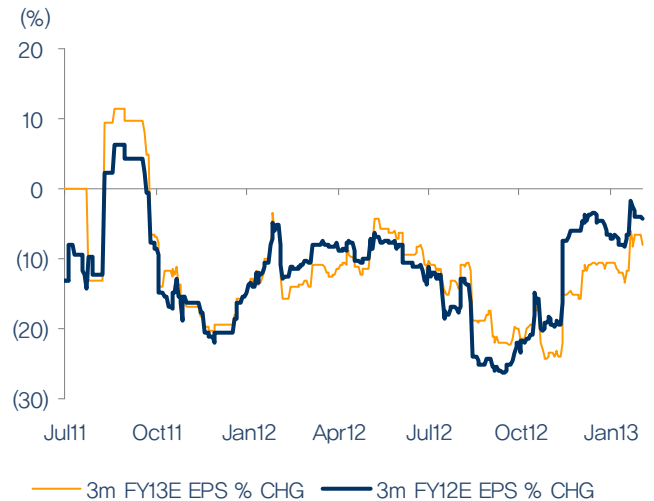
지난 1년간 주요 조선업체의 컨센서스 이익 추정치가 5~40% 하향 조정된 바 있으나, 아래 차트에서 볼 수 있듯, 하향 조정 강도는 2012년 4분기 이후 약화되고 있다(현대미포조선은 제외). 현대미포조선의 경우, 2012년 4분기부터 2013년까지 마진회복 둔화가 예상되어 현재 컨센서스 추정치가 추가 하향될 가능성이 있으나, 기타 주요 업체에 대한 하향 조정 리스크는 제한적이라고 판단한다. 국내 3대 조선업체(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양)에 대한 당사의 2013년 영업이익 추정치는 컨센서스와 거의 유사한 수준이다.

Figure 67 삼성중공업의 실적 조정 추이 (3개월 컨센서스 EPS 변화)



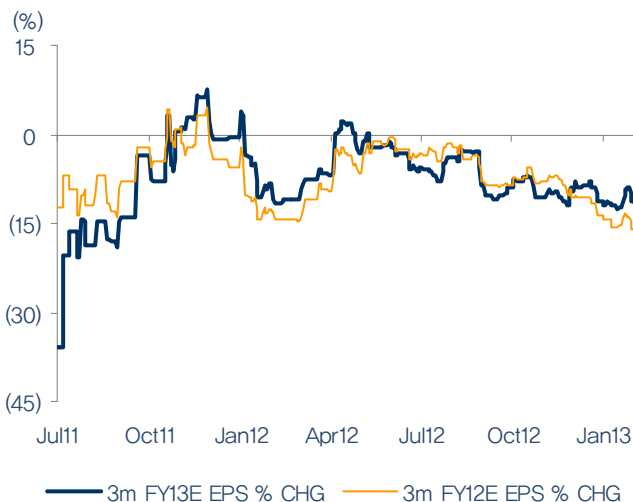
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 68 현대중공업의 실적 조정 추이 (3개월 컨센서스 EPS 변화)



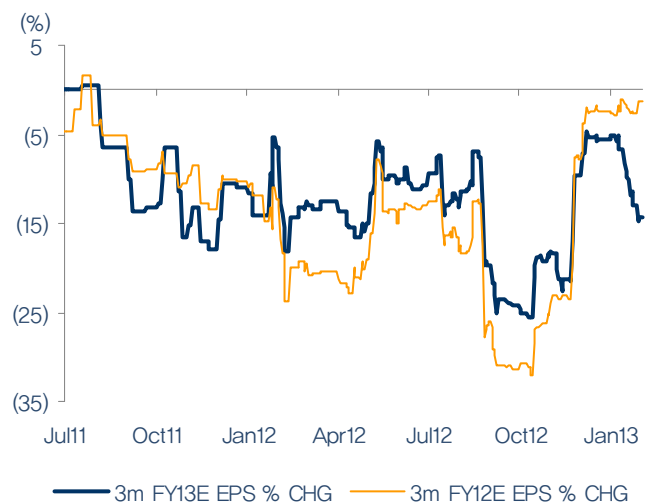
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 69 대우조선해양의 실적 조정 추이 (3개월 컨센서스 EPS 변화)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 70 현대미포조선의 실적 조정 추이 (3개월 컨센서스 EPS 변화)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 71 커버리지 종목 실적 추정치: 미래에셋 대비 컨센서스 추정치 비교

기업	(십억원)	미래에셋 추정치		컨센서스 추정치		차이 (%)	
		FY13E	FY14E	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E
삼성중공업	매출액	15,218	15,613	14,889	15,562	2.2	0.3
	영업이익	1,185	1,212	1,132	1,237	4.6	(2.0)
	순이익	899	921	865	983	4.0	(6.3)
현대중공업	매출액	55,875	59,342	55,961	58,411	(0.2)	1.6
	영업이익	2,097	2,474	2,168	2,312	(3.3)	7.0
	순이익	1,352	1,629	1,405	1,612	(3.8)	1.0
대우조선해양	매출액	14,287	16,376	14,659	15,640	(2.5)	4.7
	영업이익	637	835	662	879	(3.8)	(5.0)
	순이익	435	602	445	646	(2.2)	(6.8)
현대미포조선	매출액	4,278	4,670	4,250	4,387	0.7	6.5
	영업이익	105	177	157	185	(33.1)	(4.6)
	순이익	107	160	136	161	(21.4)	(0.9)
한진중공업	매출액	2,803	2,890	N/A	N/A	N/A	N/A
	영업이익	119	123	N/A	N/A	N/A	N/A
	순이익	(51)	(45)	N/A	N/A	N/A	N/A
두산엔진	매출액	1,053	1,121	N/A	N/A	N/A	N/A
	영업이익	33	63	N/A	N/A	N/A	N/A
	순이익	46	75	N/A	N/A	N/A	N/A
STX 엔진	매출액	1,964	2,113	N/A	N/A	N/A	N/A
	영업이익	97	127	N/A	N/A	N/A	N/A
	순이익	22	41	N/A	N/A	N/A	N/A
성광벤드	매출액	454	525	N/A	N/A	N/A	N/A
	영업이익	90	109	N/A	N/A	N/A	N/A
	순이익	68	80	N/A	N/A	N/A	N/A
태광	매출액	380	457	414	463	(8.3)	(1.3)
	영업이익	61	78	72	89	(15.4)	(12.6)
	순이익	47	60	56	69	(16.4)	(13.9)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

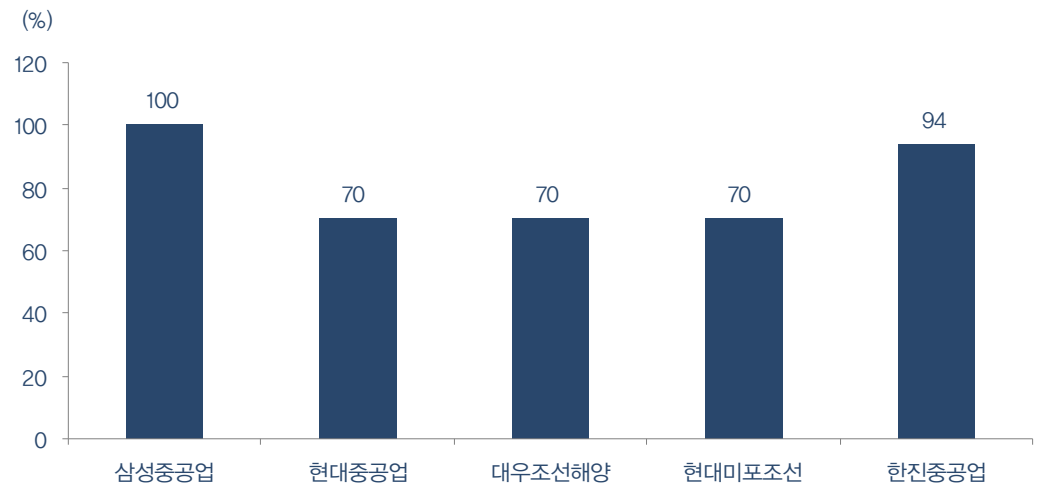
VIII. 환율변동 영향

원화 강세 영향

원달러 환율 변동이 조선업체 주가와 이익에 미치는 영향은 미미함

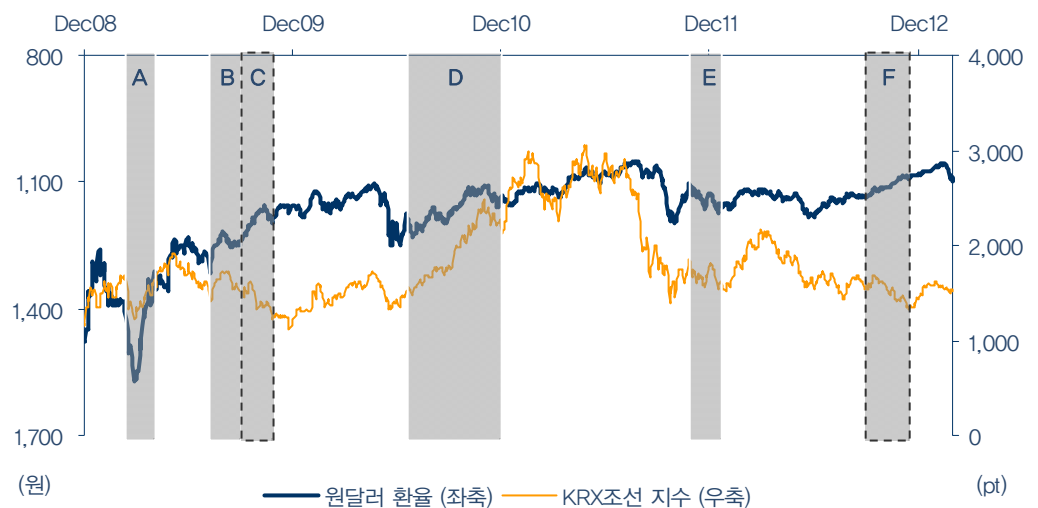
대부분의 선박건조계약은 US\$ 기준으로 체결된다. 따라서 환헤지를 하지 않는 경우 조선업체의 실적은 원달러 환율 변동에 직접적인 영향을 받게 된다. 그러나 대부분의 국내업체들이 달러 기준 수주금액 및 원재료의 70% 이상에 대해 환헤지를 실시함에 따라, 원달러 환율 변동이 조선업체의 순이익 및 주가에 미치는 영향은 실제 미미하다. 즉 조선업체 주가와 원달러 환율 변화간의 상관관계는 크지 않아 보인다.

Figure 72 국내 주요 조선업체들의 환 헤지 비율



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 73 환율 변동이 조선업종 지수에 미치는 영향은 중립적인 것으로 나타남



자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

주: 음영처리 구간은 양의 상관관계를, 점선테두리 음영구간은 음의 상관관계를 의미

파팅업체의 실적은 환율 변동에 비교적 민감하게 반응

단 조선 피팅업체 성공밴드 및 태광의 경우 수출이 전체 매출(달러 표시 매출)에서 차지하는 비중이 각각 62%, 73%에 달함에 따라 최근 원화절상으로 인한 부정적인 영향이 예상된다. 당사의 민감도 분석에 따르면, 원화 가치가 1% 절상될 경우 성공밴드 및 태광의 EPS 전망치는 각각 1.9%, 2.6% 하락할 것으로 추정된다.

지난 1월, 2013년 원달러 환율 가정치의 하향 조정(기준 1,074 원에서 1,024 원)에 따라, 당사 커버리지 피팅업체 성공밴드(014620 KS, BUY) 및 태광(023160 KS, BUY)의 2013년 EPS 추정치를 각각 9% 및 12%씩 하향 조정하고, 이에 따라 12개월 목표주가를 각각 30,000 원(기준 34,000 원), 25,000 원(기준 27,000 원)으로 하향 조정한 바 있다.

Figure 74 원/달러 환율 변동에 따른 성공밴드의 이익 민감도 분석

	원/달러 환율	FY13E 영업이익 (십억원)	YoY (%)	FY13E EPS (원)	YoY (%)	FY13E P/E (x)
5.0% 원화 가치 상승 시	973	81	12	2,150	12	10.6
2.5% 원화 가치 상승 시	998	86	18	2,263	18	10.1
Base case	1,024	90	24	2,376	23	9.6
2.5% 원화 가치 하락 시	1,050	94	30	2,489	29	9.1
5.0% 원화 가치 하락 시	1,075	98	36	2,602	35	8.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터
 주: 원/달러 환율은 연평균값임

Figure 75 원/달러 환율 변동에 따른 태광의 이익 민감도 분석

	원/달러 환율	FY13E 영업이익 (십억원)	YoY (%)	FY13E EPS (원)	YoY (%)	FY13E P/E (x)
5.0% 원화 가치 상승 시	973	53	14	1,675	13	13.3
2.5% 원화 가치 상승 시	998	57	22	1,801	21	12.3
Base case	1,024	61	30	1,926	30	11.5
2.5% 원화 가치 하락 시	1,050	65	39	2,051	38	10.8
5.0% 원화 가치 하락 시	1,075	69	47	2,176	46	10.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터
 주: 원/달러 환율은 연평균값임

Figure 76 미래에셋 주요 환율 추정치

	2012				2013				2012	2013
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
USD-KRW	1,131	1,152	1,133	1,090	1,050	1,030	1,010	1,005	1,127	1,024
JPY-KRW	14.3	14.4	14.4	13.4	11.8	11.5	11.1	10.8	14.1	11.3
EUR-KRW	1,483	1,479	1,417	1,413	1,385	1,380	1,375	1,365	1,448	1,376
USD-JPY	79.3	80.2	78.7	81.1	89	90	91	93	79.8	90.8
EUR-USD	1.31	1.28	1.25	1.3	1.32	1.34	1.36	1.36	1.29	1.34

자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 모두 기간 중 평균값임

IX. Quant 관점에서 본 국내 조선 3사 선호도

Quant 관점에서는 대우조선해양이 투자
 매력도 제일 높음

당사 퀀트 담당 이진우 연구원은 국내 조선 3사인 삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양에 대한 우선순위를 퀀트 측면에서 점검해 보았다. 크게 세 가지 측면으로 접근하였는데, 1) Valuation & Earnings, 2) 기술적(Technical) 그리고 3) 수급(Liquidity) 측면이다. 결론적으로 위의 세 가지 요인을 모두 고려했을 경우 대우조선해양, 삼성중공업, 현대중공업 순으로 투자 매력도가 높다고 판단한다.

먼저 Valuation & Earnings 관점에서 보면 대우조선해양이 가장 높은 점수를 받았다. Valuation 측면(2000 년 이후 P/E, P/B 의 Std 수준으로 판단)과 Earnings 측면에서 모두 안정적인 모습을 보이고 있다는 점 때문이다. 참고로 Earnings 에 대한 판단은 12 개월 포워드 EPS 와 ERR(Earnings Revision Ratio)을 같이 고려하였다.

기술적(technical) 측면에서는 대우조선해양과 삼성중공업이 유사하고, 현대중공업이 가장 낮은 매력도를 보인 것으로 나타났다. 당사는 기술적(technical) 지표로 MACD 와 MACD Histogram 을 활용한 모델을 사용하는데, 현대중공업의 경우 다른 조선업체에 비해 상대적으로 열위에 있는 것으로 나타났다.

한편, 수급(Liquidity) 측면에서도 Technical 결과와 유사하게 나타났다. 대우조선해양, 삼성중공업의 수급 여건이 가장 우호적인 상황이다. 수급(Liquidity)의 판단기준은 외국인과 기관투자자들의 중기, 단기 수급 추세의 변화를 Signal 로 판단하는 당사 모형에 기반하였다. 한편, 현대중공업의 경우 기관투자자 수급의 추세 이탈이 진행 중인 종목으로 판단된다.

Figure 77 Quant 관점에서 본 국내 3대 조선업체 선호도

	삼성중공업		현대중공업		대우조선해양	
Valuation & Earnings	Neutral		Neutral		Positive	
Valuation (STD)	Historical P/E	Historical P/B	Historical P/E	Historical P/B	Historical P/E	Historical P/B
	0.85	(0.85)	0.56	(0.53)	0.17	0.02
Earnings Momentum (%)	(11.31)		(14.96)		3.66	
Earnings Revision Ratio (%)	(17.65)		(10.53)		5.26	
Technical Signal (기술적)						
Short- Term	Neutral		Neutral		Neutral	
Long - Term	Neutral		Neutral		Positive	
Liquidity Signal (수급)						
국내기관	Positive		Negative		Positive	
외인	Negative		Positive		Negative	

자료: I/B/E/S, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

X. 투자 리스크

유로존 경기 회복세 둔화

당사의 민감도 분석(sensitivity analysis)에 따르면, 신조 수주 증가율은 유로존 경제, 즉 최대 발주처인 유럽 경제와 높은 상관관계를 보인다. 당사 매크로팀은 최근 유로존 경제에 대해 보다 긍정적인 입장으로 선화하고 있다. 단 유로존 경기 회복 속도가 예상을 하회할 경우, 당사의 신조 수주 추정치 및 주요 조선업체에 적용한 벨류에이션 목표배수에 하향 조정이 있을 것으로 예상된다.

예상을 하회하는 유가 수준

경험적으로 국내 조선업체들의 해양시설 수주액은 유가와 높은 상관관계를 보여왔다($R^2=0.89$). 당사 홍콩 리서치센터 석유화학팀은 연평균 브렌트유가가 2013년과 2014년 각각 배럴당 US\$115, US\$110로 높은 수준을 유지할 것으로 예상하고 있으나 실제 세계 유가가 예상을 하회할 경우, 국내 조선주에 대한 투자심리에 부정적 영향이 예상된다.

중국정부의 자국 조선 산업 육성 노력은 국내 조선업체들에 장기적 위협 요인

최근 중국 12개 유관 부처는 자국의 9개 주요 산업 구조조정에 관한 공동 성명을 발표했으며, 9개 업종에 대한 구조조정을 2015년까지 완료하는 것을 목표로 이와 관련된 핵심 목표를 수립한 바 있다. 당사는 중국의 산업 구조조정이 국내 조선업체에 장기적으로 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

2012년 12월 현재 중국 조선사 중 2개 업체만이 세계 10위(수주잔고 기준)권에 포함되며 다수의 중소 조선업체는 주력 분야인 상선 수주시장의 회복 지연으로 인해 도산하고 있는 상황이다. 당사는 중국 정부의 조선업 금융 지원이 특히 상선 시장에서 지속될 것으로 전망하는데, 이는 한국 중소 조선업체들에 장기적 위협요소가 될 것으로 판단된다.

한편, 중국 정부의 조선산업 육성 방침에도 불구하고, 중국 조선사들이 글로벌 조선 수주시장의 65% 차지하는 해양설비 수주시장에서 점유율을 크게 확대하기는 어려울 것으로 보인다. 이는 해양설비 시장의 경우, 장기간의 검증 단계를 거쳐 품질을 인정받아야 하고 고객(글로벌 메이저 정유사)과의 장기적 관계 정립이 요구되는 등 진입장벽이 높기 때문이다. 또한 해양설비 부문에서 한국 조선업체와의 기술 격차를 줄이는데도 4-5년이 소요될 것으로 예상된다. 따라서 중국정부의 조선산업 육성 방침이 한국 조선업체들에는 장기적인 위협요인이 될 것으로 판단한다.

Figure 78 조선소별 수주잔고 및 시장 점유율 현황 (2012년 12월 기준)

순위	조선소	수주잔고 (m CGT)	글로벌 M/S (%)
1	현대중공업	7.9	8.5
2	삼성중공업	6.4	6.9
3	STX조선해양	6.3	6.8
4	대우조선해양	5.7	6.1
5	Imabari Shipbuilding	3.3	3.5
6	현대미포조선	2.9	3.1
7	Jiangsu Rongsheng	2.5	2.7
8	Tsuneishi Holdings	2.3	2.4
9	Oshima Shipbuilding	1.9	2.1
10	Hudong Shipyard	1.8	2.0
11	Shanghai Waigaoqiao	1.7	1.9
12	Universal Shipbuilding	1.5	1.7
13	Yangzijiang SB Group	1.5	1.6
14	Dalian Shipbuilding	1.5	1.6
15	SPP Shipbuilding	1.5	1.6

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

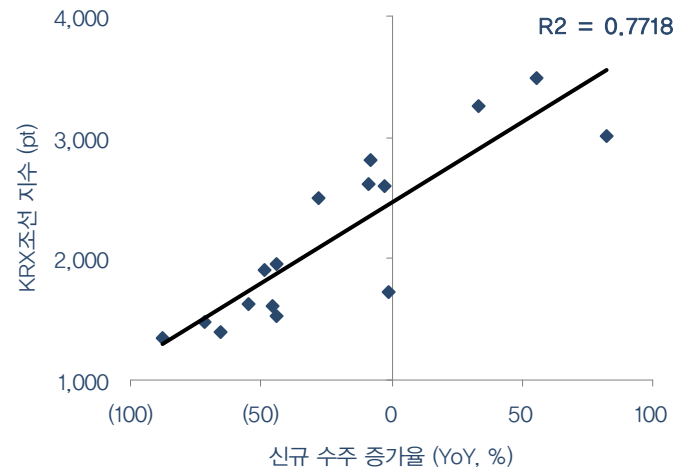
1. 주가 상승요인 분석

신규 수주, 조선업체 주가와 가장 높은
 상관성 보여

조선업체들의 주가 상승요인을 파악하기 위해 조선업체 주가와 신규 수주, 신조선가, 후판가격, 환율 등 조선업 관련 다양한 변수 간의 역사적인 상관관계를 산출해 보았다. 당사의 분석에 따르면, 신규 수주가 조선업체 주가와 가장 높은 상관성을 보이고 있으며($R^2=0.77$), 이는 조선업체가 수주산업이라는 점을 감안하면 놀랍지 않은 결과이다.

Figure 79 조선업 지수와 신규 수주 추이

Figure 80 조선업 지수, 신규 수주 증가율과 높은 상관관계 보임



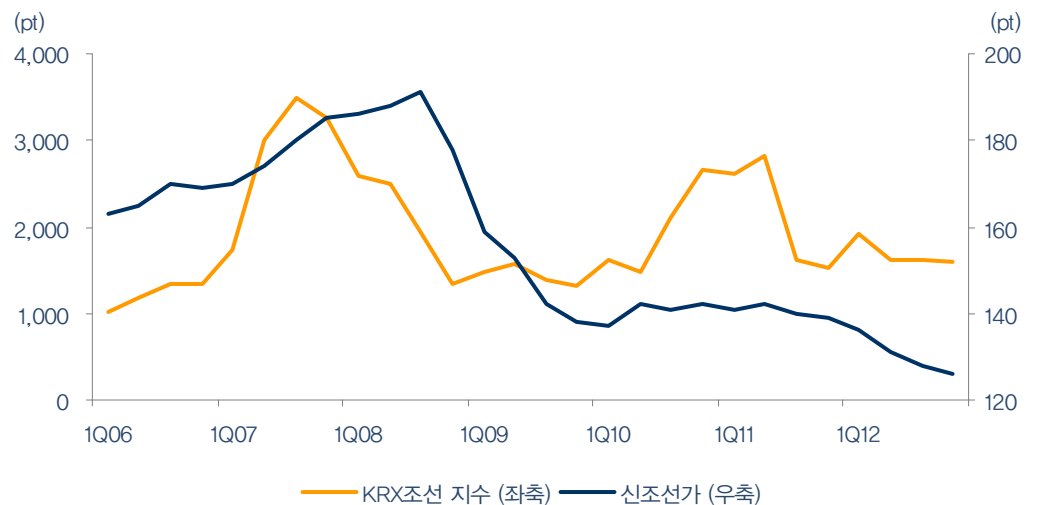
자료: Clarksons, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

신조선가는 조선업의 주가 및 신규 수주
 실적 흐름에 6-12개월 후행

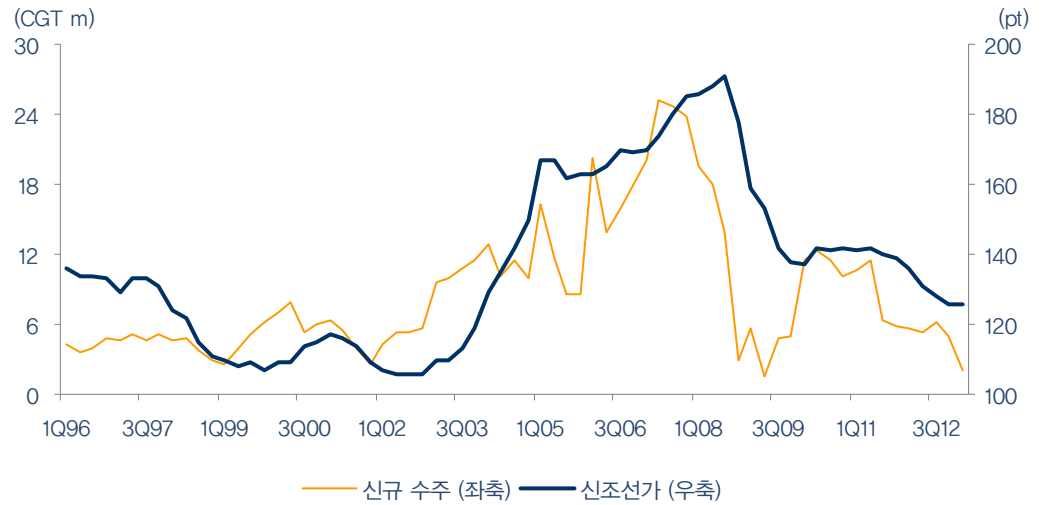
한편, 신조선가는 역사적으로 조선업의 주가 및 신규 수주 실적 흐름에 6-12개월 후행하는 경향이 있다. 이는 불황기의 조선업체들은 수익성에 따른 선별 수주 여력이 생기기 전까지는 저가수주를 통해서라도 빈 도크를 일단 채우고자 다소 공격적인 수주정책을 추구하기 때문이다. 이에 따라 신조선가가 또한 신규 수주 금액 추세에 후행하는 경향을 보인다.

Figure 81 조선업 지수 및 신조선가 추이



자료: Clarksons, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 82 신조선가는 신규 수주 흐름에 6-12개월 후행하는 경향을 보임



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

후판가격 및 원달러 환율은 조선업체
 주가와 비교적 낮은 상관관계

마지막으로, 조선업체의 주요한 원가 항목인 후판가격은 조선업체 주가와 비교적 낮은 상관관계를 보인다. 후판가격은 조선업체의 연결기준 총 매출의 약 3-16%를 차지하고 있어, 이론적으로는 후판가격 하락이 조선업체 실적 및 주가에 긍정적일 것으로 보인다. 그러나, 실제 과거의 후판가격 하락은 주로 선박 수요 감소와 신조선가 하락 때문에 발생했다. 따라서 후판가격 하락의 긍정적인 영향은 저조한 매출(선박 건조량 및 선가)로 대부분 상쇄되었고, 이로 인해 후판가격과 조선업체 주가와의 상관관계가 약화된 것으로 보인다.

Figure 83 조선업 지수와 후판가격 추이 비교



자료: Quantiwise, 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

2. 글로벌 조선 시장 현황

2012년 상선과 해양구조물 관련 수주가
 글로벌 조선 발주 금액의 각각 35%와
 65%를 차지함

2012년 세계적으로 발주된 신조선 수주금액을 보면 상선과 해양구조물 관련 수주가 각 65%와 35%를 차지하였다 (클락슨 기준). 상선부문 수주금액은 컨테이너선(총 수주실적의 5%, 상선수주실적의 14%), 벌크선(9%, 26%), 탱크선(9%, 26%) 및 LNG 선(9%, 26%)으로 이루어진 것으로 나타났다.

Figure 84 2012년 부분별 신규 수주 비중

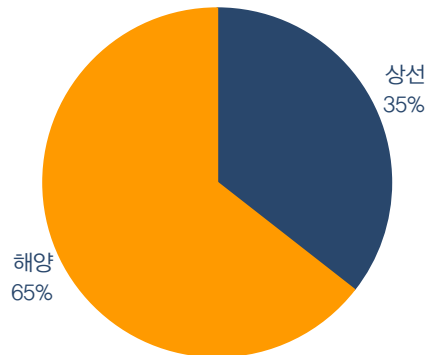
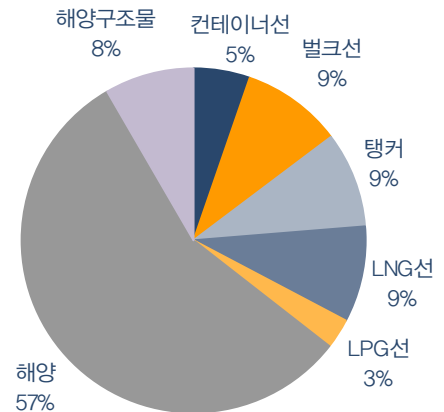


Figure 85 2012년 상선부문 선형별 신규 수주 비중

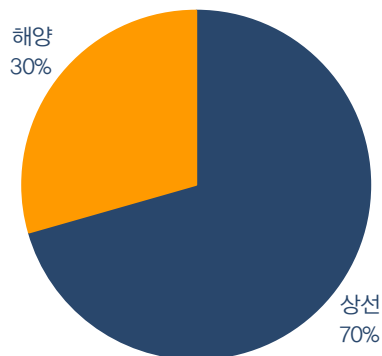


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

주: LNG 선과 LPG 선은 상선에 포함

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

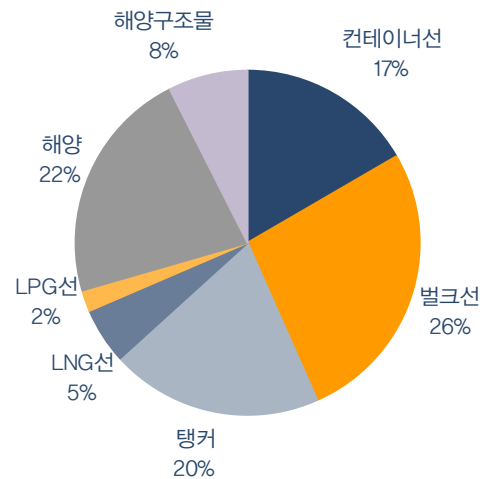
Figure 86 2002-2012년 누적 신규 수주 breakdown



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

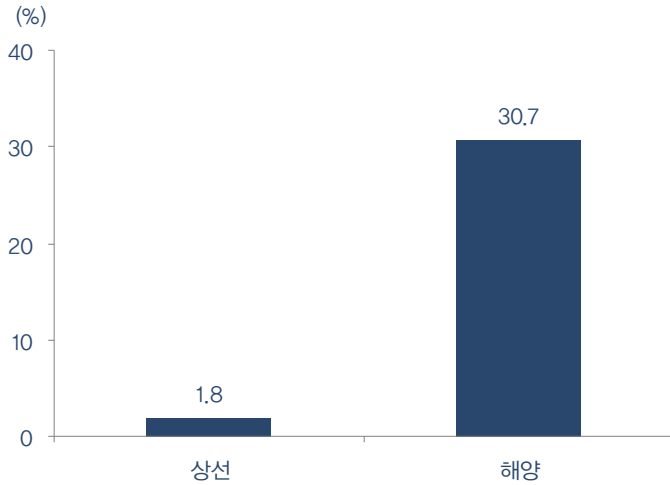
주: LNG 선과 LPG 선은 상선에 포함

Figure 87 2002-2012년 상선부문 누적 신규 수주 breakdown



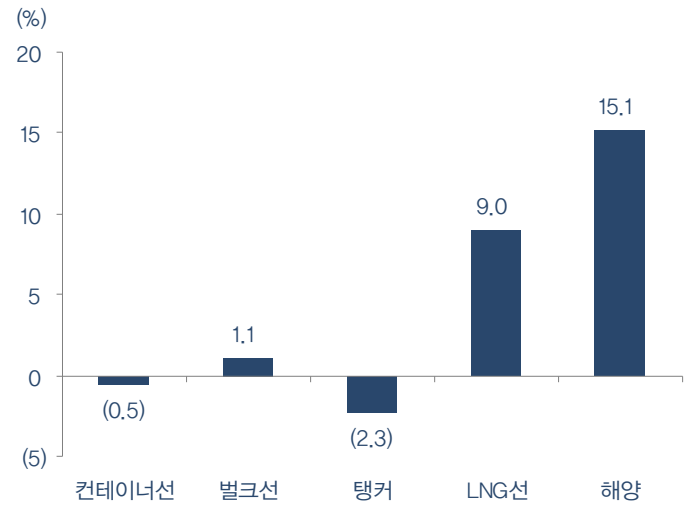
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 88 해양부문 수주금액 지난 10년간 연평균 30%로 고성장



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

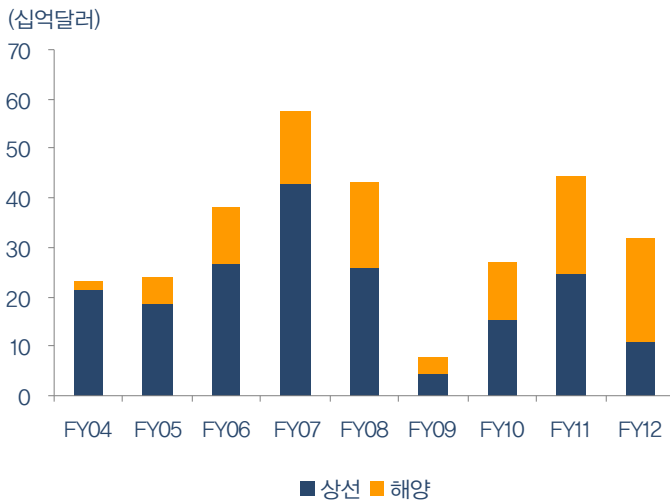
Figure 89 상선부문 선형별 FY02-FY12 연평균 성장률 비교



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

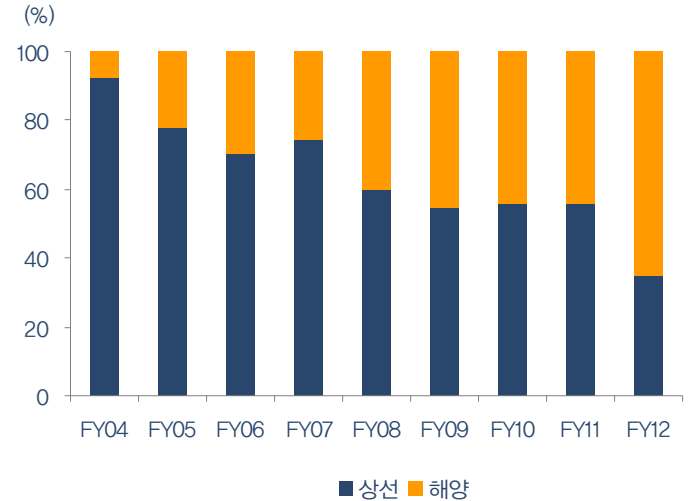
최근 국내 조선업체들의 신규 수주 비중이 상선에서 해양설비 쪽으로 빠르게 이동하고 있는데, 이는 해양설비 시장의 강한 성장세 및 상선시장 침체 등에 기인한다. 당사는 2012년 65%였던 국내 주요 조선업체들의 해양설비 수주(합산) 비중이 2013년에도 61%로 여전히 높게 유지될 것으로 전망하고 있다. 커버리지 종목 중에는 삼성중공업이 2013년 예상 수주금액 기준 해양설비 수주 비중이 88%로, 주요 조선업체 중 가장 높은 것으로 나타난다. 대우조선해양은 74%, 현대중공업은 25%로 추정된다.

Figure 90 빅 3 합산 신규 수주 금액 차이



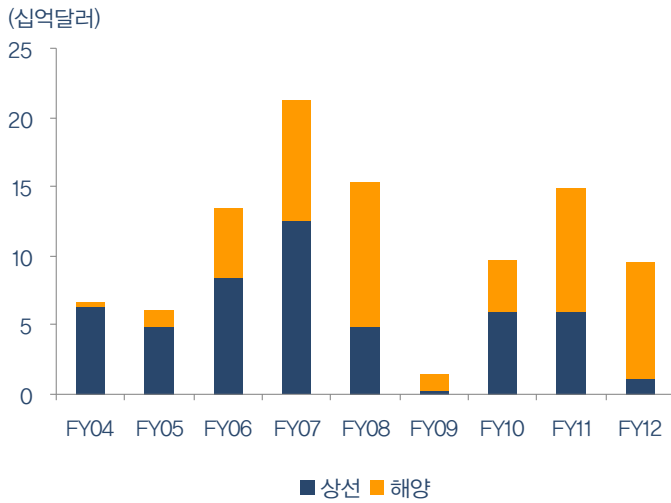
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 91 빅 3 합산 신규 수주 부문별 비중 추이



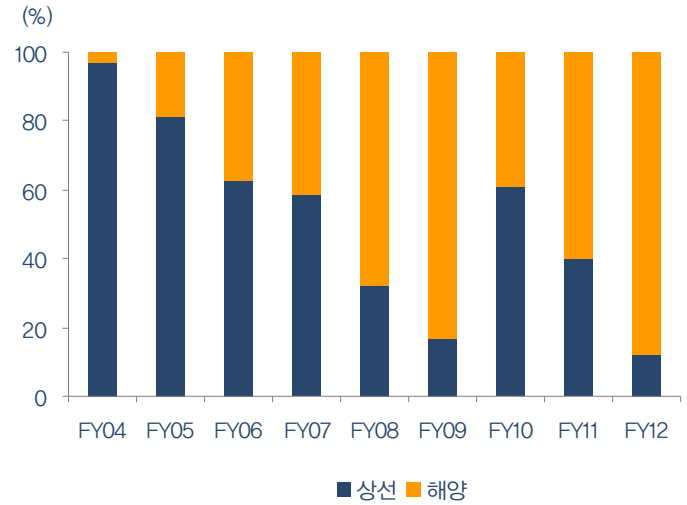
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 92 삼성중공업 신규 수주 금액 추이



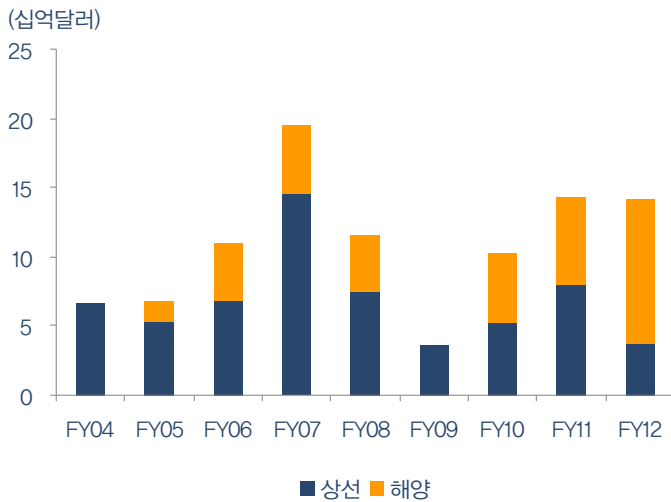
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 93 삼성중공업 수주 믹스 추이



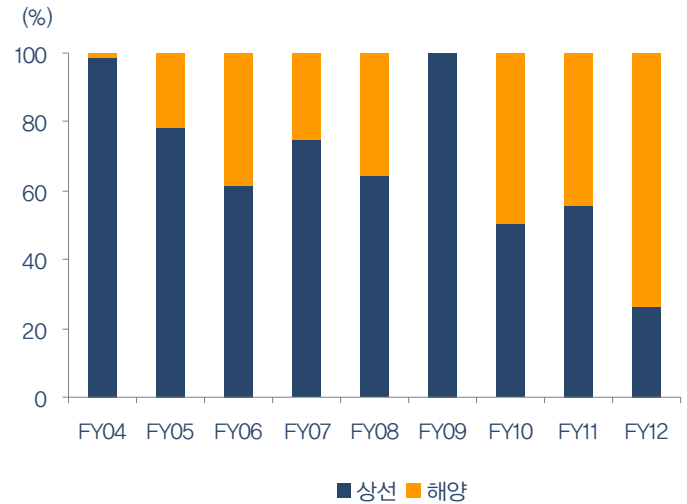
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 94 대우조선해양 신규 수주 금액 추이



자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 95 대우조선해양 수주 믹스 추이



자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

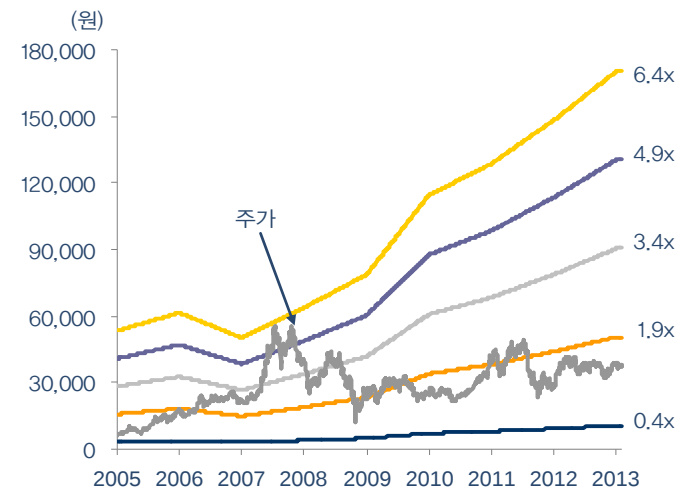
Figure 96 주요 조선사 연간 신규 수주 동향

	2010	2011	2012	2013E
신규 수주 (백만달러)				
I. 총 조선관련 수주				
삼성중공업	9,700	14,900	9,607	13,100
대우조선해양	10,330	14,280	14,210	13,517
현대중공업	7,130	15,385	8,215	11,127
현대미포조선	3,029	2,011	2,912	3,231
II. 해양 설비 관련 수주				
삼성중공업	3,800	8,940	8,407	9,100
대우조선해양	5,090	6,290	10,470	9,737
현대중공업	3,069	4,480	2,072	4,144
현대미포조선	0	0	0	0
III. 일반 상선 수주				
삼성중공업	5,900	5,960	1,200	4,000
대우조선해양	5,240	7,990	3,740	3,780
현대중공업	4,061	10,905	6,143	6,983
현대미포조선	3,029	2,011	2,912	3,231
전년동기대비 (YoY)				
I. 총 조선관련 수주				
삼성중공업		53.6	(35.5)	36.4
대우조선해양		38.2	(0.5)	(4.9)
현대중공업		115.8	(46.6)	35.4
현대미포조선		(33.6)	44.8	10.9
II. 해양 설비 관련 수주				
삼성중공업		135.3	(6.0)	8.2
대우조선해양		23.6	66.5	(7.0)
현대중공업		46.0	(53.8)	100.0
현대미포조선				
III. 일반 상선 수주				
삼성중공업		1.0	(79.9)	233.3
대우조선해양		52.5	(53.2)	1.1
현대중공업		168.5	(43.7)	13.7
현대미포조선		(33.6)	44.8	10.9
구성비 (%)				
해양 설비 관련 수주				
삼성중공업	39.2	60.0	87.5	69.5
대우조선해양	49.3	44.0	73.7	72.0
현대중공업	43.0	29.1	25.2	37.2
현대미포조선				
일반 상선 수주				
삼성중공업	60.8	40.0	12.5	30.5
대우조선해양	50.7	56.0	26.3	28.0
현대중공업	57.0	70.9	74.8	62.8
현대미포조선	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

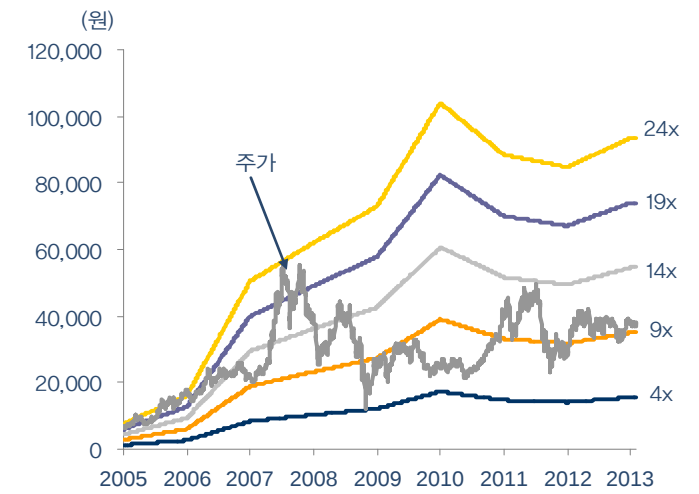
3. Band charts

Figure 97 삼성중공업 12M forward P/B 밴드차트



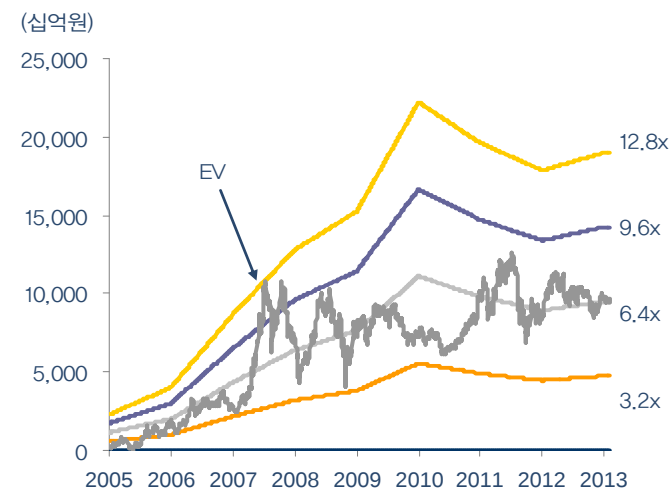
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 98 삼성중공업 12M forward P/E 밴드차트



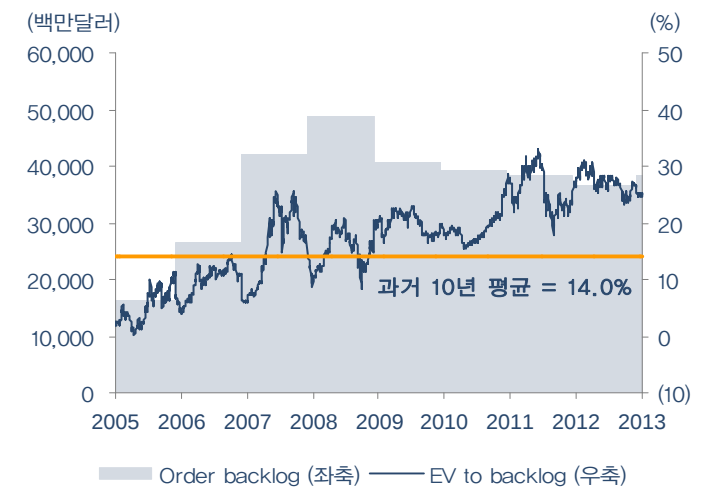
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 99 삼성중공업 EV/EBITDA 추이



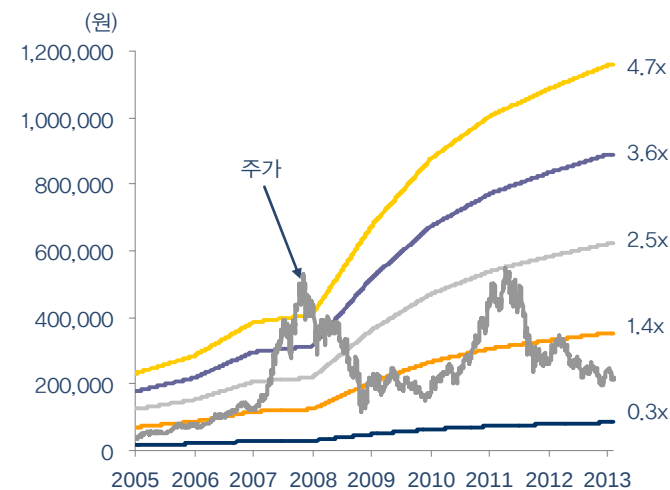
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 100 삼성중공업 EV/backlog 추이



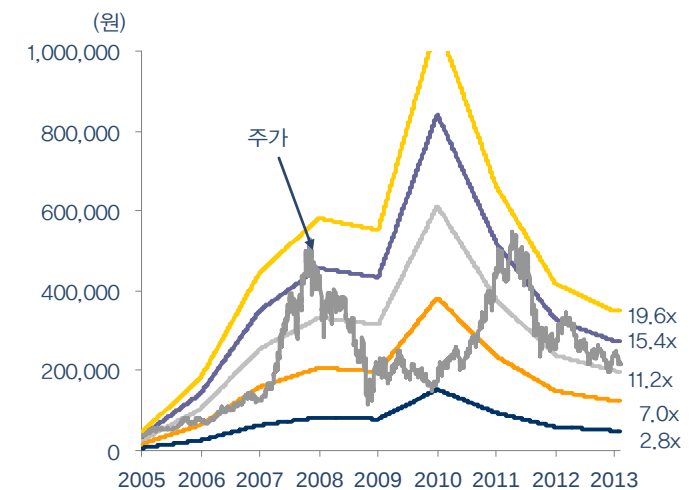
자료: 삼성중공업, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 101 현대중공업 12M forward P/B 밴드차트



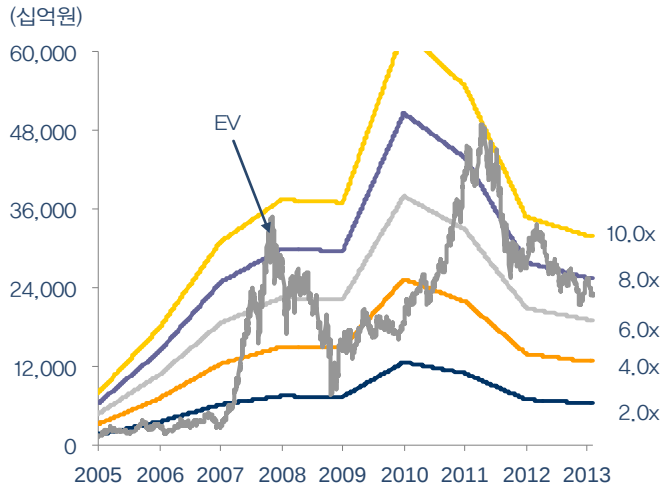
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 102 현대중공업 12M forward P/E 밴드차트



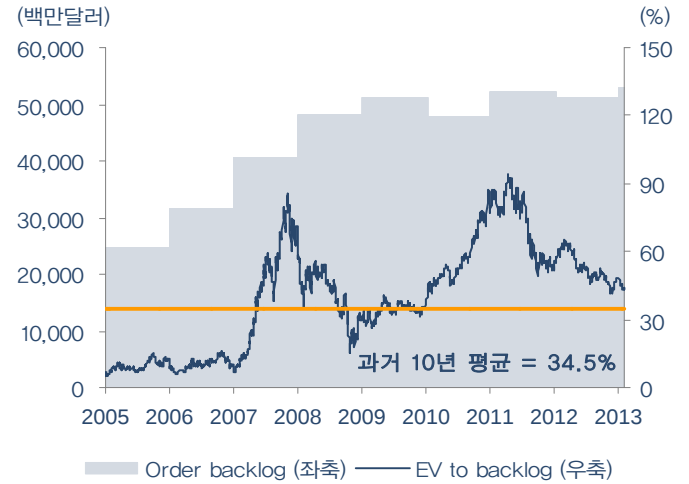
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 103 현대중공업 EV/EBITDA 추이



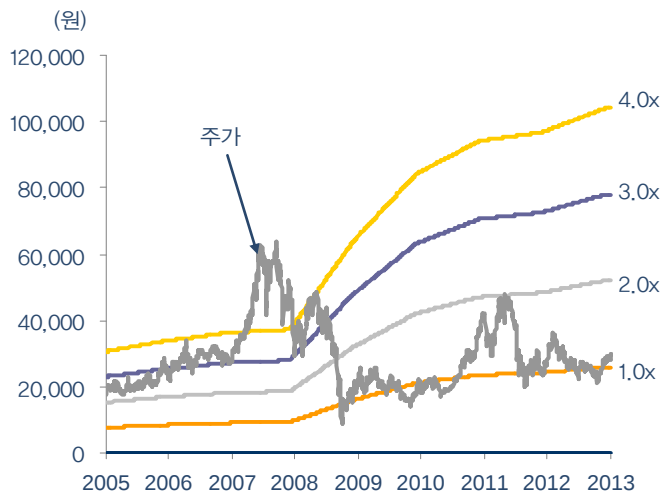
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 104 현대중공업 EV/backlog 추이



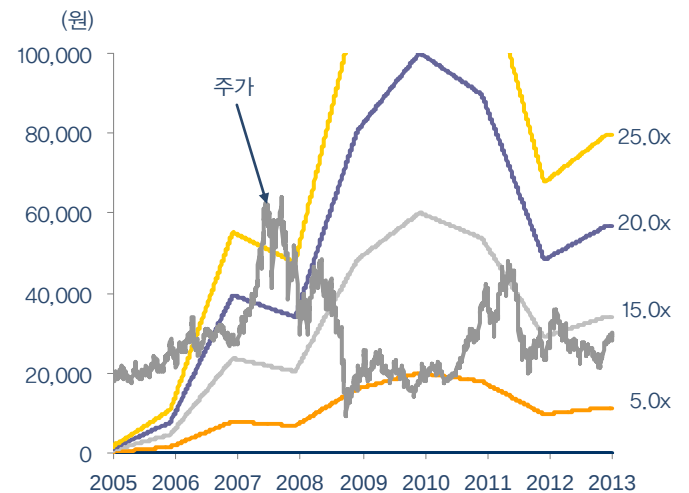
자료: 현대중공업, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 105 대우조선해양 12M forward P/B 밴드차트



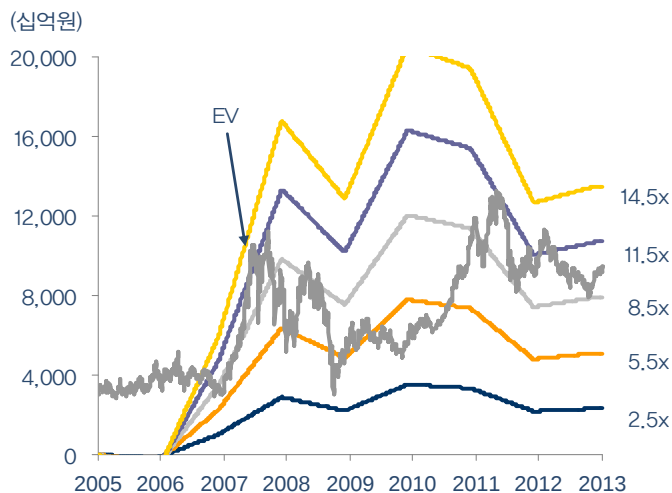
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 106 대우조선해양 12M forward P/E 밴드차트



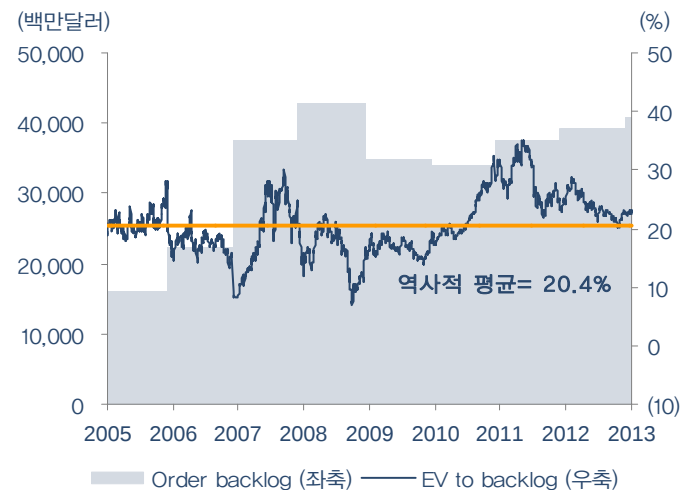
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 107 대우조선해양 EV/EBITDA 추이



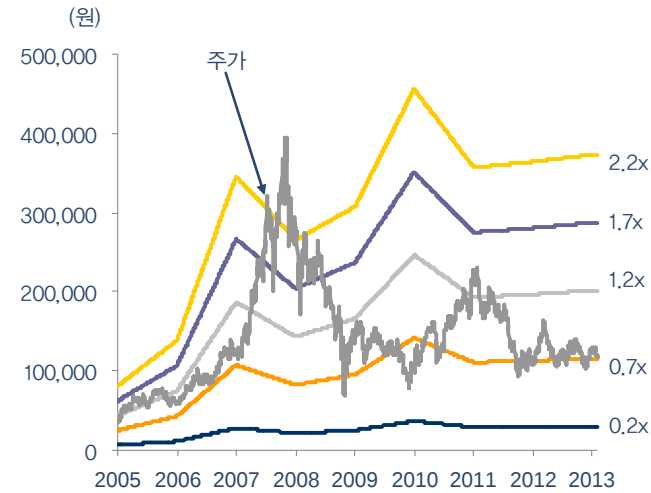
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 108 대우조선해양 EV/backlog 추이



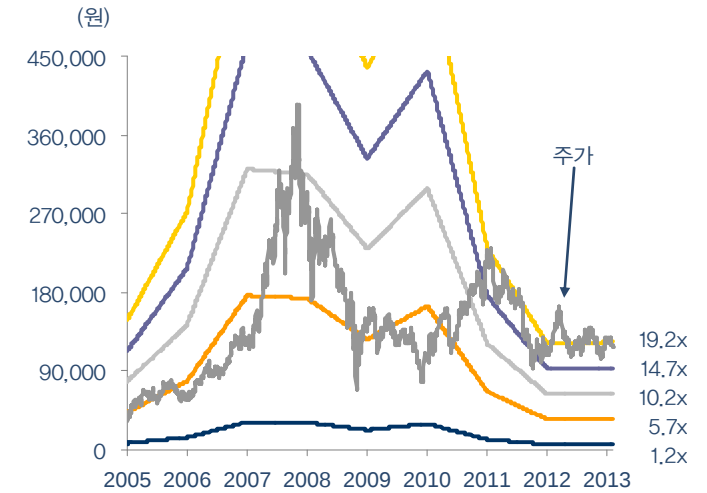
자료: 대우조선해양, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 109 현대미포조선 12M forward P/B 밴드차트



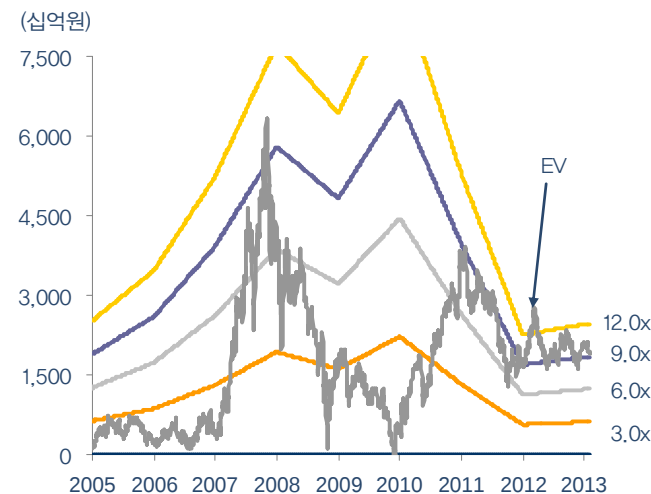
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 110 현대미포조선 12M forward P/E 밴드차트



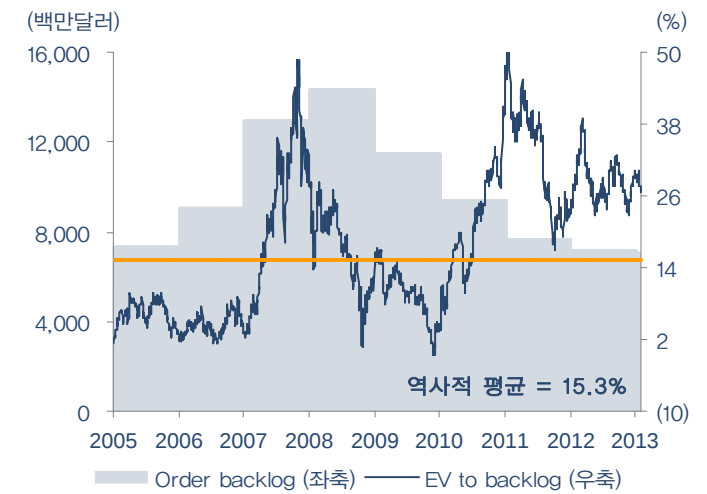
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 111 현대미포조선 EV/EBITDA 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 112 현대미포조선 EV/backlog 추이



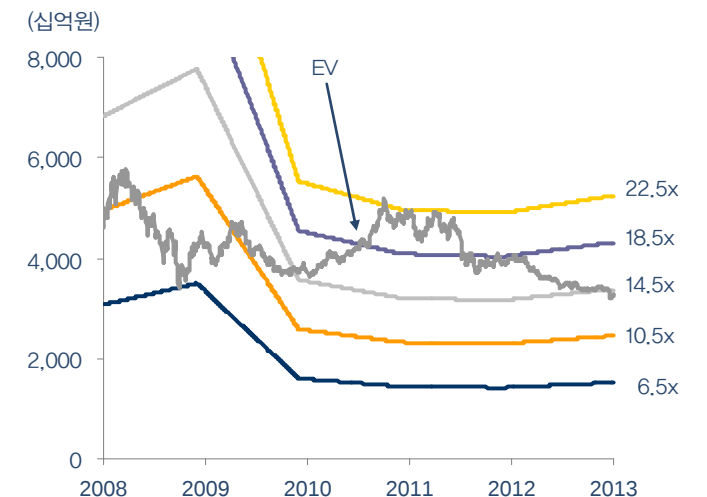
자료: 현대미포조선, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 113 한진중공업 12M forward P/B 밴드차트



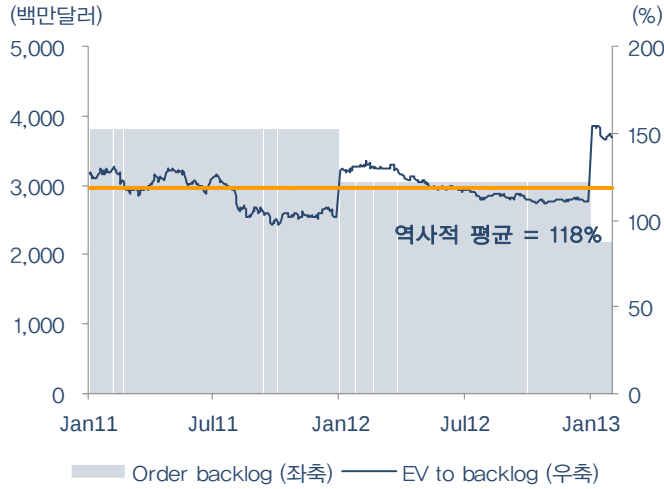
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 114 한진중공업 EV/EBITDA 추이



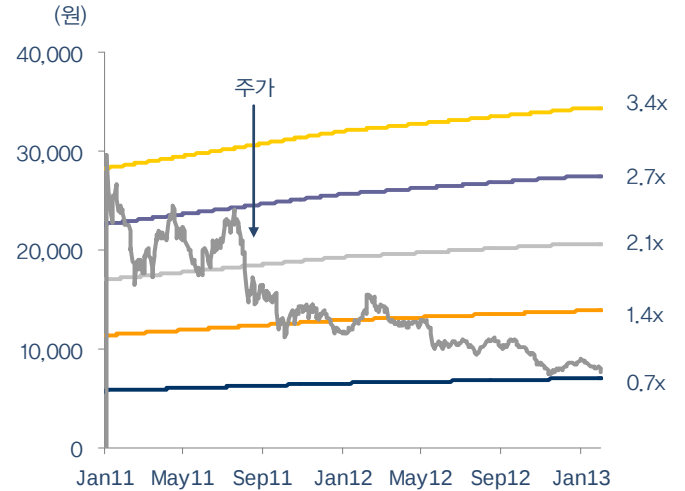
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 115 한진중공업 EV/backlog 추이



자료: 한진중공업, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 116 두산엔진 12M forward P/B 밴드차트



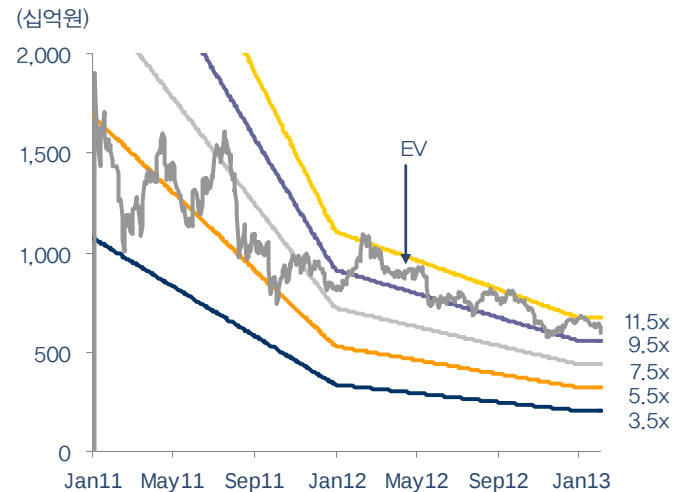
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 117 두산엔진 12M forward P/E 밴드차트



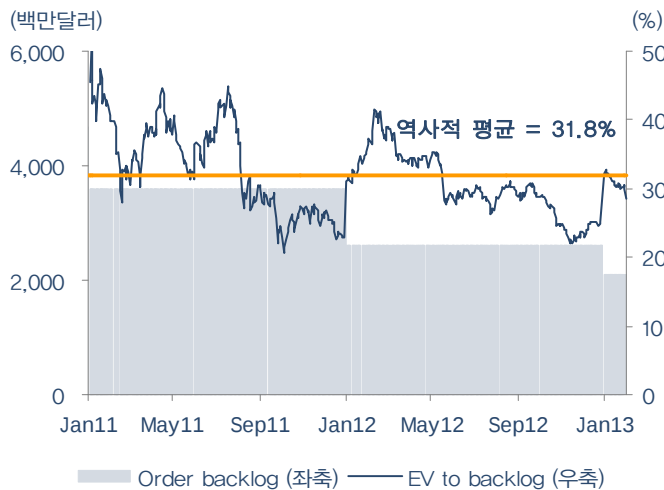
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 118 두산엔진 EV/EBITDA 추이



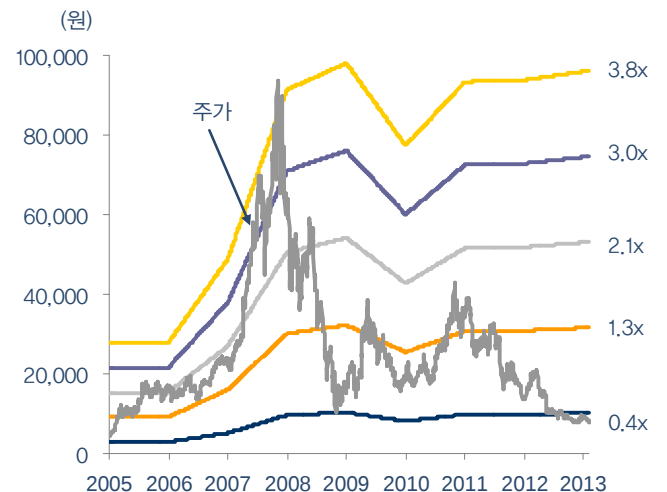
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 119 두산엔진 EV/backlog 추이



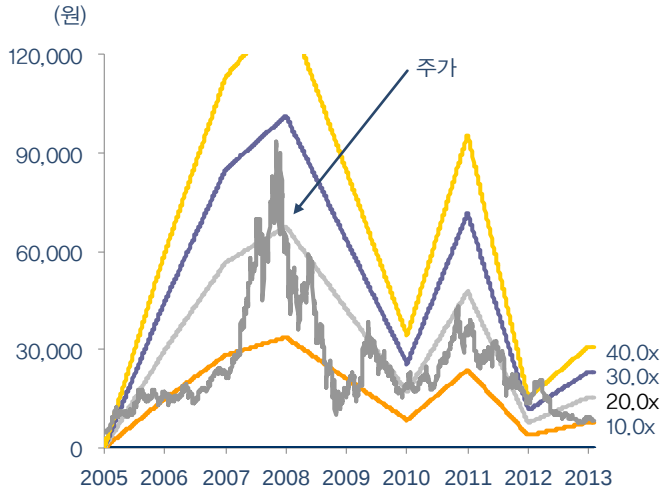
자료: 두산엔진, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 120 STX 엔진 12M forward P/B 밴드차트



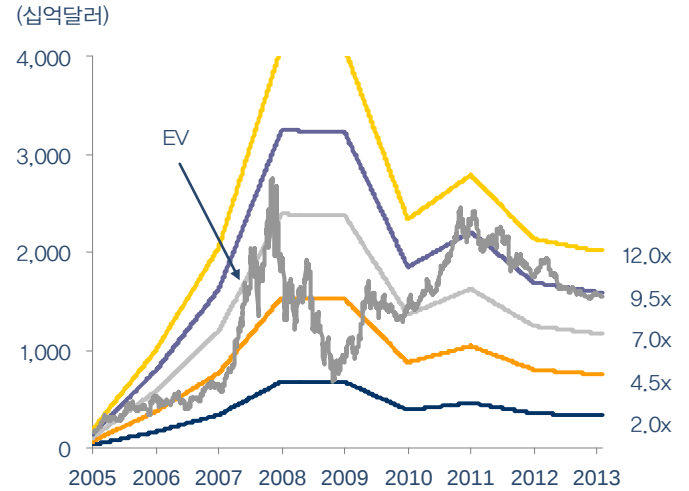
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 121 STX 엔진 12M forward P/E 밴드차트



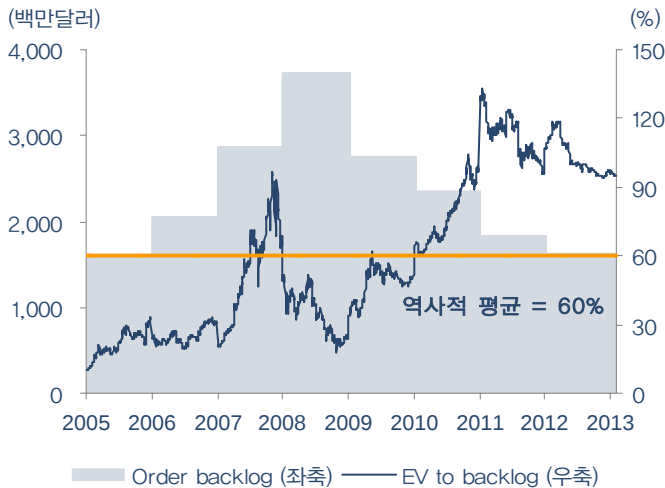
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 122 STX 엔진 EV/EBITDA 추이



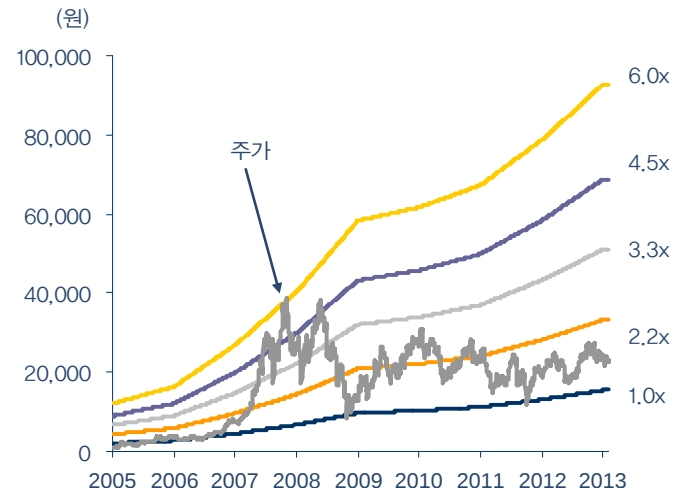
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 123 STX 엔진 EV/backlog 추이



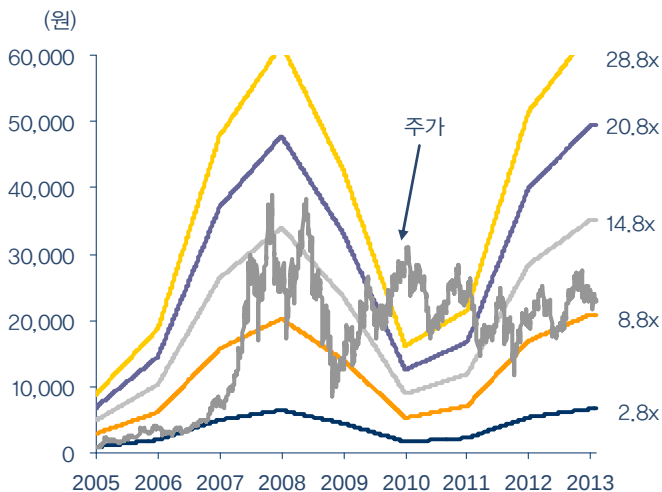
자료: STX 엔진, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 124 성광벤드 12M forward P/B 밴드차트



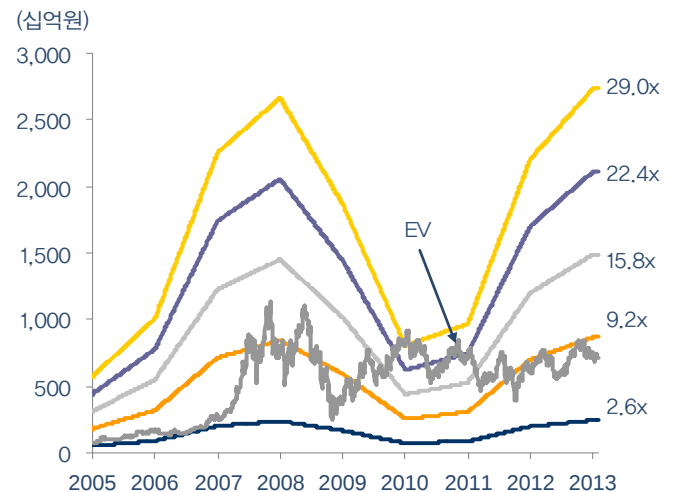
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 125 성광벤드 12M forward P/E 밴드차트



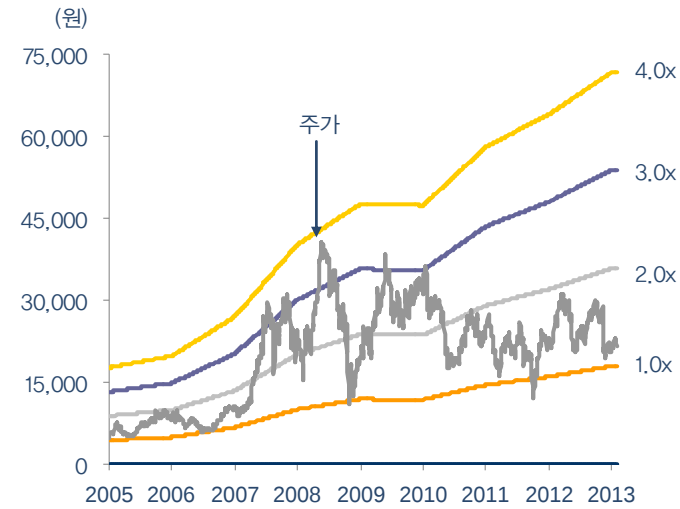
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 126 성광벤드 EV/EBITDA 추이



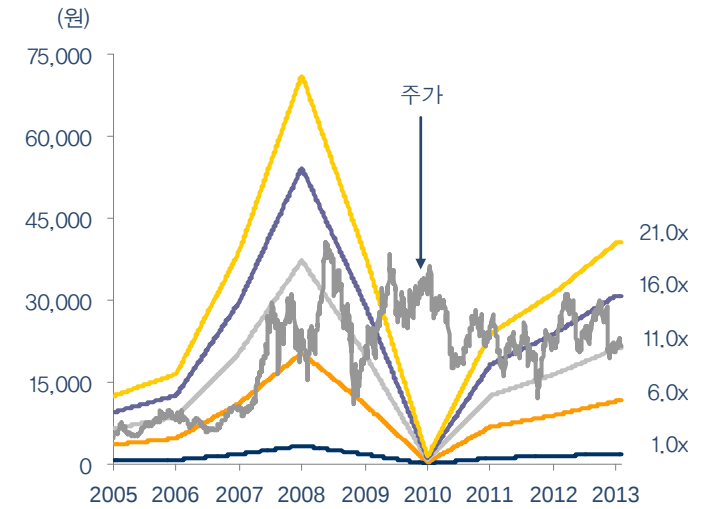
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 127 태광 12M forward P/B 밴드차트



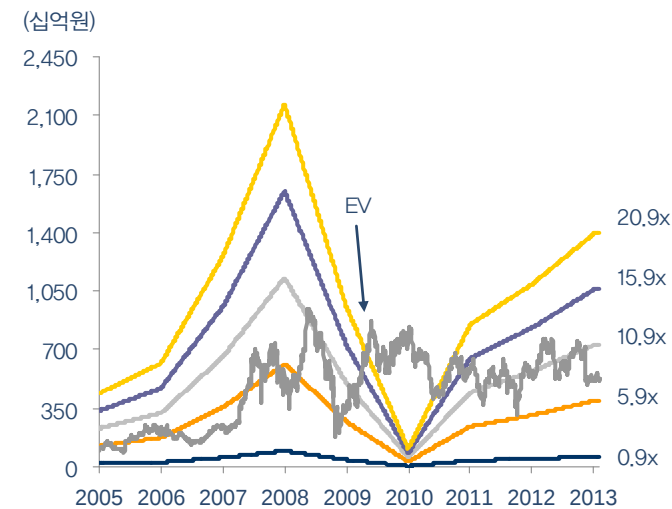
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 128 태광 12M forward P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 129 태광 EV/EBITDA 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

4. 숏커버링 추이: 시가총액 대비 대차거래잔고 비중

Figure 130 삼성중공업 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 131 현대중공업 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 132 대우조선해양 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 133 현대미포조선 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 134 한진중공업 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 135 두산엔진 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 136 STX 엔진 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 137 성광벤드 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

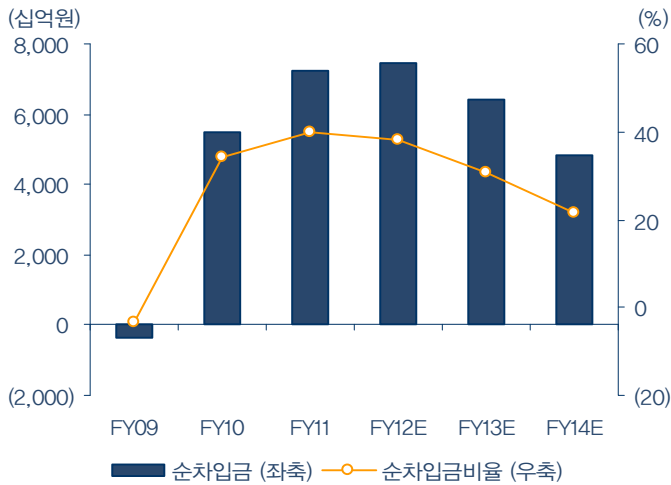
Figure 138 태광 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

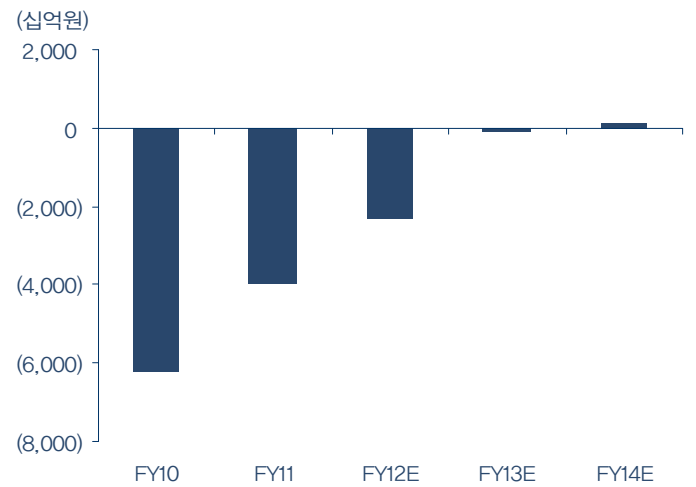
5. 빅 3 순차입금 및 운전자본 추이

Figure 139 현대중공업 순차입금 추이



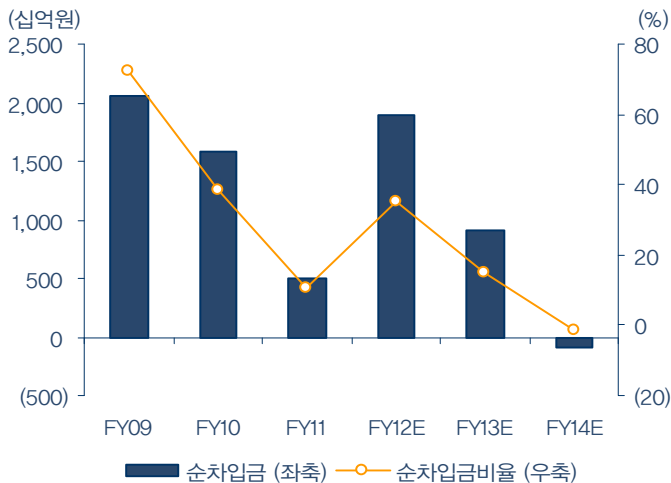
자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 140 현대중공업 운전자본 추이



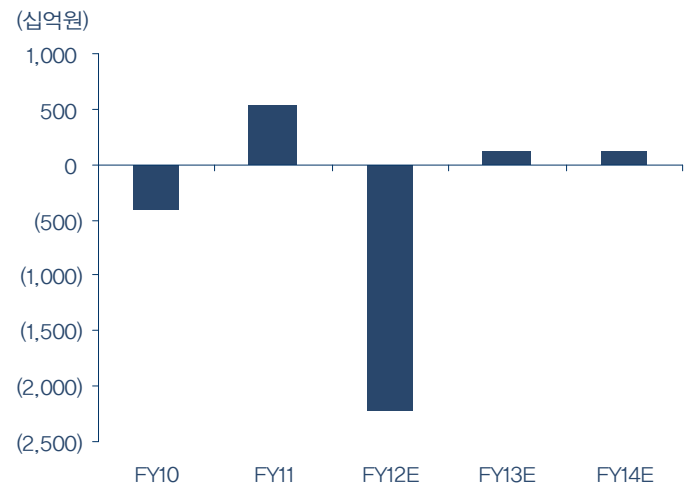
자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 141 삼성중공업 순차입금 추이



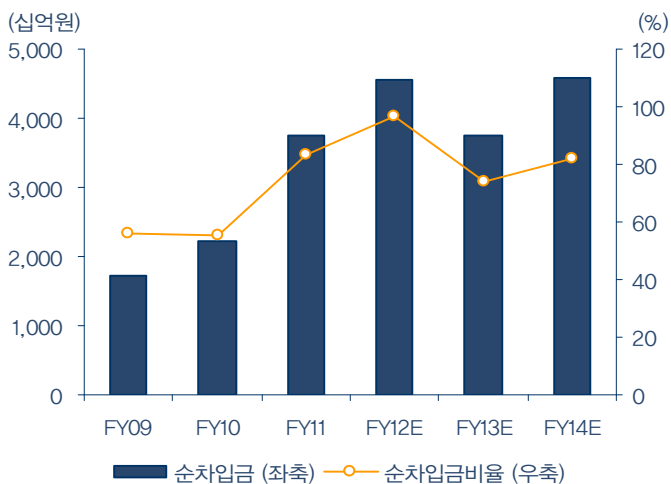
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 142 삼성중공업 운전자본 추이



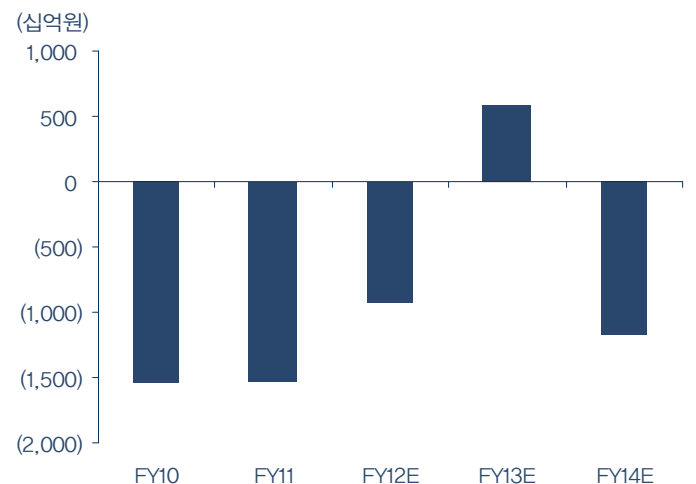
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 143 대우조선해양 순차입금 추이



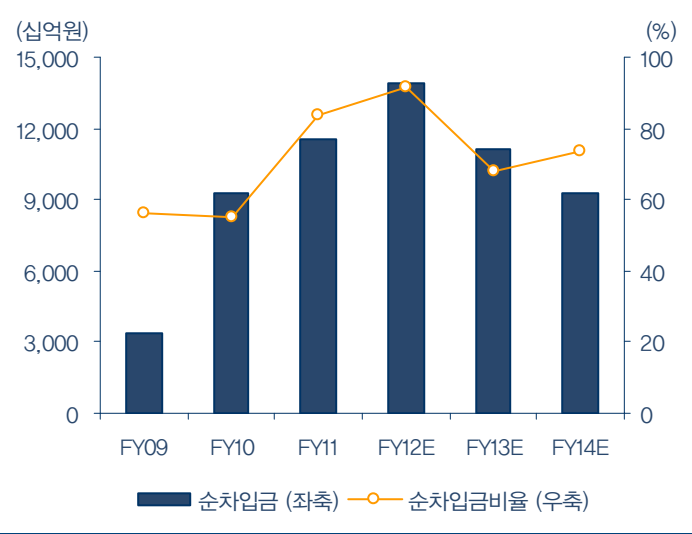
자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 144 대우조선해양 운전자본 추이



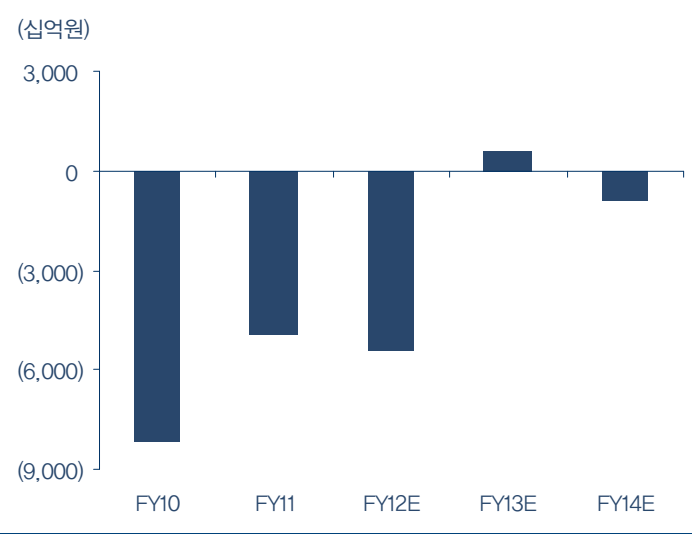
자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 145 빅 3 순차입금(합산) 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 146 빅 3 운전자본(합산) 추이



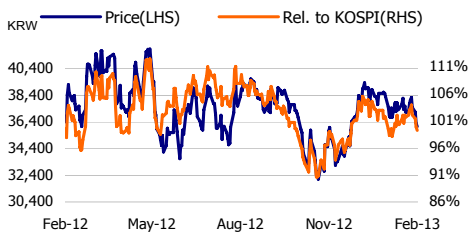
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Company Analysis

- 삼성중공업 (010140 KS, BUY, TP: 53,000 원)
- 대우조선해양 (042660 KS, BUY, TP: 36,600 원)
- 현대중공업 (009540 KS, BUY, TP: 265,000 원)
- 현대미포조선 (010620 KS, BUY, TP: 134,000 원)

Target Price raised

Korea / Shipbuilding				
12 February 2013	BUY			
목표주가	53,000 원			
현재주가 (6 Feb 13)	36,050 원			
Upside/downside (%)	47.0			
KOSPI	1936.19			
시가총액 (십억원)	8,323			
52 주 최저/최고	31,650 - 42,350			
일평균거래대금 (십억원)	31.2			
외국인 지분율 (%)	31.5			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	13,392	14,472	15,218	15,613
영업이익 (십억원)	1,160.0	1,095.6	1,184.8	1,212.2
당기순이익 (십억원)	851.1	815.2	899.2	921.2
수정순이익 (십억원)	851.2	815.3	899.3	921.4
EPS (원)	3,687	3,531	3,895	3,991
EPS 성장률 (%)	(14.9)	(4.2)	10.3	2.5
P/E (x)	7.6	10.9	9.3	9.0
EV/EBITDA (x)	4.5	7.7	6.2	5.4
배당수익률 (%)	1.8	1.3	1.4	1.4
P/B (x)	1.4	1.7	1.4	1.2
ROE (%)	19.4	16.3	15.6	14.1
순차입금/자기자본 (%)	10.7	35.4	14.8	(1.3)
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(5.9)	0.8	(2.2)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(2.1)	0.4	(0.3)

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraeasset.com

송인옥

3774 3967 amy.song@miraeasset.com

삼성중공업 (010140 KS)

높은 수주 모멘텀과 실적 가시성

삼성중공업에 대한 긍정적인 관점 유지하며, 투자 의견 BUY 유지. 자기자본비용 가정치를 기존 11.1%에서 9.5%로 하향함에 따라 동사 목표주가를 기존 48,000 원에서 53,000 원으로 상향 조정함. 삼성중공업은 시장대비 지속적으로 아웃퍼폼할 것으로 기대됨. 이는 1) 동사의 실적 가시성이 비교적 높고 해양설비 수주 모멘텀 또한 상반기에 더욱 강화될 것으로 보이며, 2) 동사의 2013년 예상 ROE가 15.6%로 동종업체 평균 8.2% 대비 월등히 높은 수준이기 때문. 국내 조선업종 중 top pick 유지.

1분기 수주 모멘텀 본격화

당사는 삼성중공업의 올해 신규수주 전망에 대해 긍정적인 시각 유지. 작년 4분기로 예상되었던 주요 프로젝트 발주물량이 올해 하반기로 이연됨에 따라 신규수주 모멘텀이 올해 가속화될 것으로 기대되기 때문. 2013년 해양설비 부문 수주 모멘텀 본격화에 힘입어 동사의 2013년 신규 수주 금액은 전년 대비 36% 증가한 130 억불에 달할 전망. 당사는 나이지리아 Egina 오일 FPSO(US\$2-2.5bn) 및 말레이시아 Petronas LNG FPSO(US\$1.5bn) 등 대규모 해양설비 프로젝트를 올해 수주할 것으로 기대됨.

2013년 수주 믹스 개선에 따른 마진 확대 기대

삼성중공업의 2013년 영업이익률은 수주 믹스 개선에 힘입어 전년 대비 0.2ppt 증가한 7.8%에 달할 것으로 기대됨. 해양설비 시장에서의 견조한 신규 수주 흐름에 힘입어, 상대적으로 수익성이 좋은 해양설비(해양설비부문 영업이익률 10% vs. 상선부문 7%)의 매출 비중이 2012년 49%에서 2013년 51%로 증가할 것으로 예상됨.

조선업종 내 top pick 유지

상향된 목표주가는 지속가능 ROE 18.8%, 자본비용 9.5%(기존 11.1% 대비 하향), 영구성장률 0%를 가정, 2013년 예상 BPS 대비 2.0 배를 적용하여 산출됨. 밸류에이션 방법으로는 기존과 마찬가지로 ROE-PBR 방식을 적용했지만, 자본비용 가정치는 소폭 하향함. 이는 1) 해양설비 부문의 수주 모멘텀이 상반기 강화될 것으로 보이고 상선 부문 업황 역시 하반기부터 회복될 것으로 기대되며 2) 글로벌 경기에 대한 불확실성이 최근 들어 감소했기 때문임. 2013년의 수주 모멘텀 호조 및 실적 가시성 증가 등이 주가 상승 촉매로 작용할 것으로 판단. 삼성중공업은 현재 2013년 P/B 기준 1.4 배(2013년 예상 ROE 15.6% 대비)로 거래되고 있음.

Figure 1 목표주가 산정내역

지속가능 ROE (%)	18.8
Beta (x)	1.1
Risk free rate (%)	3.0
Market risk premium (%)	6.2
자기자본비용 (%)	9.5
영구성장률 (%)	0.0
P/B multiple (x)	2.0
FY13E BPS (원)	26,606
목표주가 (원)	53,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

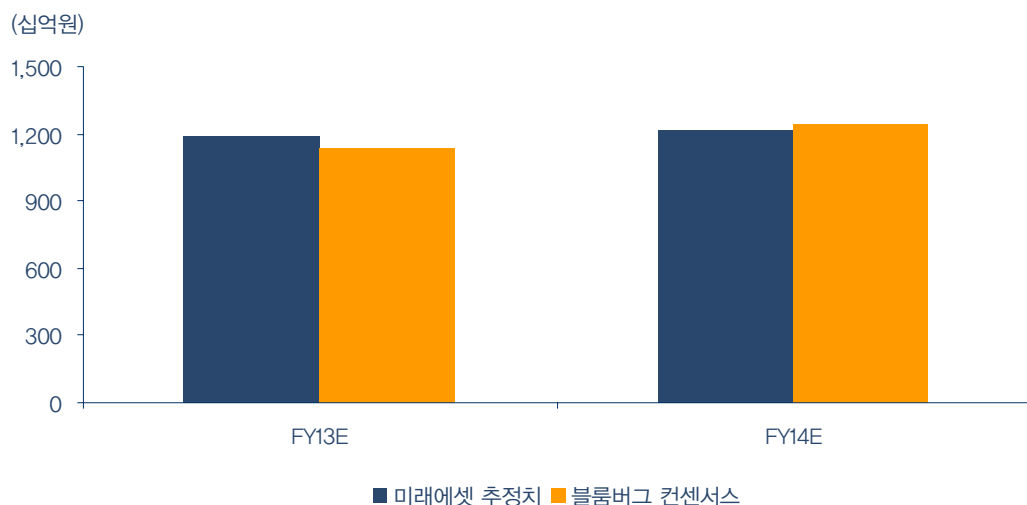
주: P/B 배수 산출은 다음 식을 통해 계산됨: (지속가능 ROE - 영구성장률) / (자기자본비용 - 영구성장률)

Figure 2 연간 실적 전망

(십억원)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
매출액	13,392	14,472	15,218	15,613
조선(상선)	6,973	6,235	6,173	6,119
해양	5,370	7,087	7,784	8,110
건설	1,016	1,118	1,230	1,353
영업이익	1,160	1,096	1,185	1,212
조선(상선)		468	432	422
해양		680	802	835
건설		34	37	41
세전이익	1,150	1,073	1,183	1,212
지배주주 순이익	851	815	899	921
YoY (%)				
매출액		8.1	5.2	2.6
조선(상선)		(10.6)	(1.0)	(0.9)
해양		32.0	9.8	4.2
건설		10.0	10.0	10.0
영업이익		(5.5)	8.1	2.3
조선(상선)		NA	(7.6)	(2.3)
해양		NA	17.8	4.2
건설		NA	10.0	10.0
세전이익		(6.8)	10.3	2.5
지배주주 순이익		(4.2)	10.3	2.5
마진 (%)				
영업이익률				
조선(상선)		7.5	7.0	6.9
해양		9.6	10.3	10.3
건설		3.0	3.0	3.0
세전이익률	8.6	7.4	7.8	7.8
순이익률 (지배주주)	6.4	5.6	5.9	5.9

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

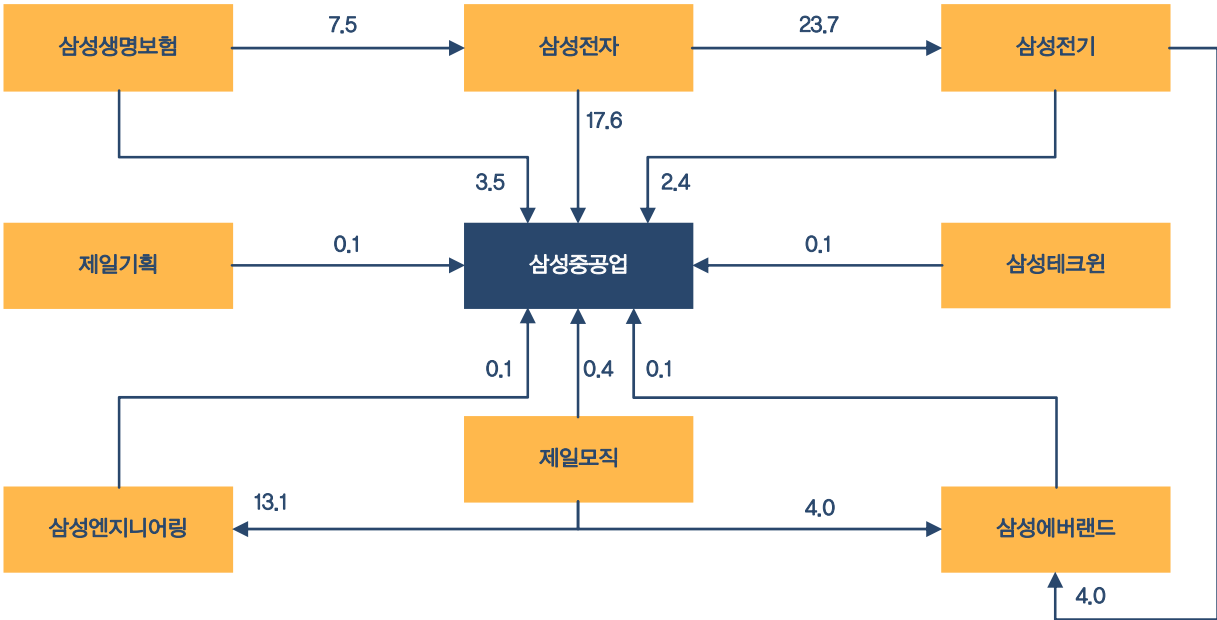
Figure 3 2013-2014년 영업이익 추정치 비교 (미래에셋 vs. 컨센서스)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 삼성중공업 및 삼성 계열사 지배구조

(%)



자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2012년 11월 29일 공시자료 기준

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	13,392	14,472	15,218	15,613
매출원가	(11,628)	(12,724)	(13,348)	(13,697)
매출총이익	1,763	1,748	1,871	1,916
판매비와관리비	(603)	(652)	(686)	(703)
영업이익 (조정)	1,160	1,096	1,185	1,212
영업이익	1,160	1,096	1,185	1,212
순이자손익	25	3	0	2
지분법손익	(32)	(24)	0	0
기타	(2)	(2)	(2)	(2)
세전계속사업손익	1,150	1,073	1,183	1,212
법인세비용	(299)	(257)	(284)	(291)
당기순이익	851	815	899	921
당기순이익 (지배주주지분)	851	815	899	921
EPS (지배주주지분, 원)	3,687	3,531	3,895	3,991

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	1.9	8.1	5.2	2.6
매출총이익 증가율	4.4	(0.9)	7.0	2.4
영업이익 증가율	(19.0)	(5.5)	8.1	2.3
당기순이익 증가율	(14.9)	(4.2)	10.3	2.5
EPS 증가율	(14.9)	(4.2)	10.3	2.5
매출총이익율	13.2	12.1	12.3	12.3
영업이익률	8.7	7.6	7.8	7.8
당기순이익률	6.4	5.6	5.9	5.9

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	1,440	(1,037)	1,349	1,372
당기순이익	851	815	899	921
유무형자산상각비	372	300	300	300
기타	(324)	63	39	39
운전자본증감	541	(2,215)	111	113
투자현금	(218)	(256)	(256)	(256)
자본적지출	(306)	(300)	(300)	(300)
기타	88	44	44	44
재무현금	(1,188)	807	(604)	(514)
배당금	(108)	(108)	(104)	(114)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(1,138)	916	(500)	(400)
기초현금*	1,255	1,289	803	1,291
기말현금*	1,289	803	1,291	1,893

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

*단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	9,617	12,052	12,892	13,592
현금및현금성자산	806	724	761	781
단기금융자산	483	79	530	1,112
매출채권	4,078	6,657	6,772	6,745
재고자산	540	584	614	630
기타유동자산	3,709	4,008	4,215	4,324
비유동자산	6,797	6,773	6,773	6,773
유형자산	5,408	5,408	5,408	5,408
투자자산	170	146	146	146
기타비유동자산	1,219	1,219	1,219	1,219
자산총계	16,414	18,825	19,665	20,365
유동부채	10,539	10,754	10,732	12,082
매입채무	830	882	912	936
단기금융부채	1,684	1,200	700	1,790
기타유동부채	8,025	8,672	9,120	9,356
비유동부채	1,231	2,720	2,787	1,330
장기금융부채	100	1,500	1,500	10
기타비유동부채	1,131	1,220	1,287	1,320
부채총계	11,770	13,474	13,519	13,412
지배주주지분	4,644	5,350	6,146	6,952
비지배주주지분	0	0	0	1
자본총계	4,644	5,351	6,146	6,953
BVPS (원)	20,103	23,163	26,606	30,098

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

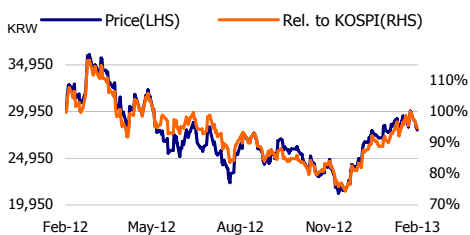
주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	19.4	16.3	15.6	14.1
총자산이익률 (%)	4.8	4.6	4.7	4.6
재고자산 보유기간 (일)	18.0	16.1	16.4	16.6
매출채권 회수기간 (일)	130	135	161	158
매입채무 결제기간 (일)	36.7	24.6	24.5	24.6
순차입금/자기자본 (%)	10.7	35.4	14.8	(1.3)
이자보상배율 (x)	(47.1)	(340)	(8,520)	(657)

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Target Price raised

Korea / Shipbuilding				
12 February 2013	BUY			
목표주가	36,600 원			
현재주가 (6 Feb 13)	28,000 원			
Upside/downside (%)	30.7			
KOSPI	1936.19			
시가총액 (십억원)	5,359			
52 주 최저/최고	21,100 - 36,600			
일평균거래대금 (십억원)	27.3			
외국인 지분율 (%)	18.0			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	13,903	13,748	14,287	16,376
영업이익 (십억원)	1,103.8	591.1	637.1	835.4
당기순이익 (십억원)	648.3	308.5	395.8	547.5
수정순이익 (십억원)	686.4	370.2	435.4	602.3
EPS (원)	3,587	1,934	2,275	3,147
EPS 성장률 (%)	(10.5)	(46.1)	17.6	38.3
P/E (x)	6.8	14.0	12.3	8.9
EV/EBITDA (x)	6.3	11.2	9.8	8.7
배당수익률 (%)	2.1	0.7	1.1	1.4
P/B (x)	1.0	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	16.3	8.2	9.1	11.5
순차입금/자기자본 (%)	83.5	96.7	74.2	82.2
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	0.0	14.5	(6.8)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	3.8	14.1	(5.0)

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraeasset.com

송인옥

3774 3967 amy.song@miraeasset.com

대우조선해양 (042660 KS)

견조한 모멘텀 유지

자본비용 하향 조정 및 실적 가시성 개선에 따라 대우조선해양에 대한 목표주가를 기존 33,400 원에서 36,600 원으로 상향함. 2013 년 견조한 주주 모멘텀 및 마진 턴어라운드에 대한 기대감이 동사 주가 상승을 지속 견인할 것으로 예상됨. 대우조선해양을 삼성중공업(010140 KS)과 함께 조선업종 top-pick 으로 제시함.

회계기준 개정 효과 제외 시 4 분기 본사기준 영업이익은 기대치에 부합한 수준

대우조선해양은 1 월 28 일 장 종료 후 2012 년 4 분기 본사기준 잠정 실적을 발표했는데 회계기준 개정 효과 제외 시 당사 예상에 부합함. K-IFRS 회계기준 개정으로 인해 지난 4 분기 파생상품 관련 이익 및 잡이익(240 억원)이 영업이익이 아닌 영업외이익에 반영됨. 회계기준 개정을 반영하여 최근 당사 4 분기 연결 영업이익 예상치를 1,220 억원(+24% YoY, -30% QoQ)으로 18% 하향 조정했음. 연결기준 실적은 3 월 말에 발표될 예정임.

해양플랜트 부문 비중 확대로 2013 년 마진 개선 전망

해양플랜트 부문 비중 확대에 힘입어 영업이익률이 2012 년 4.3%에서 2013 년 4.5% 수준으로 완만한 회복세를 보일 전망. 또한 2012 년 해양플랜트 부문의 신규수주 호조로 고마진 해양플랜트 부문(매출총이익률 10.5% vs. 상선부문 6.8%)의 연결기준 이익비중이 2012 년 36%에서 2013 년 40%로 확대될 전망.

2013 년 신규 수주 양호할 전망

대우조선해양의 2012 년 신규 수주액은 해양플랜트 수주 호조에 힘입어 US\$140 억(flat YoY)를 기록하며 당사 기존 예상치인 US\$120 억을 상회함. 드릴십 및 플랫폼을 포함한 해양설비 부문의 신규 수주 비중이 73%에 달함. 이스라엘의 Tamar FLNG 프로젝트(US\$30 억)와 아랍에미리트의 Upper Zakum 프로젝트(US\$10 억) 등 해양플랜트 부문의 수주 모멘텀이 지속되고 있어 2013 년 경영진의 신규 수주목표인 US\$130 억은 무난히 달성할 수 있을 것으로 보임. 2012 년 신규 수주액이 US\$140 억으로 당사 기존 예상치인 US\$120 억을 상회함에 따라 주주가 실적으로 반영되기까지 2~3 년의 시차를 감안하여 최근 2014 년 EPS 전망치를 22% 상향 조정한 바 있음.

투자 의견 BUY 유지하며 목표주가 36,600 원으로 상향

실적 가시성 개선 및 매크로 리스크 해소에 대한 기대감을 반영하여 자본비용 가정을 10.1%에서 9.5%으로 하향, 이에 따라 목표주가를 기존 33,400 원에서 36,600 원으로 상향 조정함. 새로운 목표주가는 2013 년 BPS 1.4 배(기존 1.3 배)를 적용하여 산출함. 2013 년 견조한 주주 모멘텀 및 영업이익률 턴어라운드는 대우조선해양 주가 상승에 지속 기여할 전망. 대우조선해양은 당사의 조선업종 top-pick 중 하나임.

Figure 1 목표주가 산정내역

지속가능 ROE (%)	13.4
Beta (x)	1.1
Risk free rate (%)	3.0
Market risk premium (%)	6.2
자기자본비용 (%)	9.5
영구성장률 (%)	0.0
P/B multiple (x)	1.4
FY13E BPS (원)	26,005
목표주가 (원)	36,600

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: P/B 배수 산출은 다음 식을 통해 계산됨: (지속가능 ROE - 영구성장률) / (자기자본비용 - 영구성장률)

Figure 2 대우조선해양 4Q12 연결실적 프리뷰

(십억원)	4Q12E	4Q11	YoY (%)	3Q12	QoQ (%)	4Q12 컨센서스	차이 (%)
매출액	3,562	3,654	(3)	3,171	12	3,531	1
영업이익	122	98	24	174	(30)	155	(21)
영업이익률	3.4	2.7		5.5		4.4	

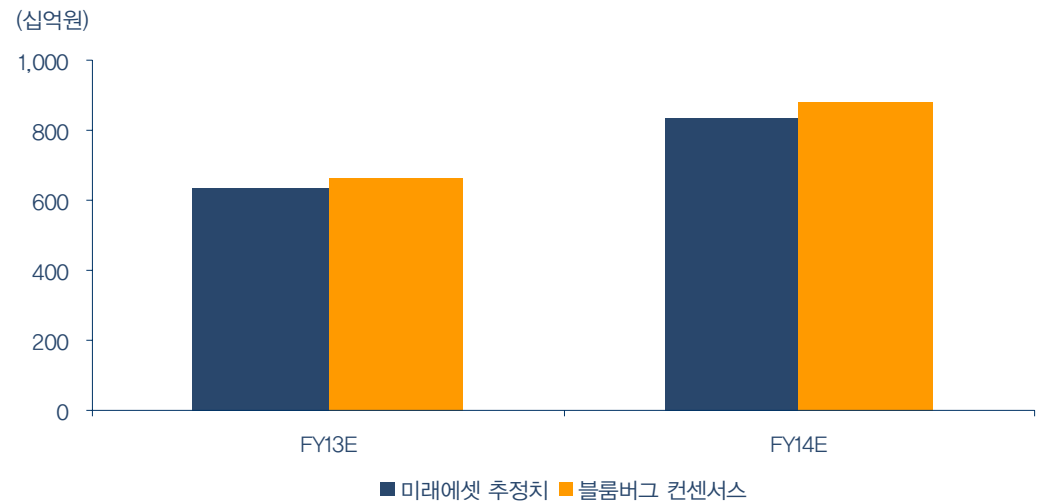
자료: 대우조선해양, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 연간 실적 전망

(십억원)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
매출액	13,903	13,748	14,287	16,376
조선(상선)	9,102	9,077	9,191	9,443
해양	4,343	4,271	4,596	6,334
매출총이익	1,650	1,127	1,180	1,458
조선(상선)	868	617	597	661
해양	673	410	483	697
영업이익	1,104	591	637	835
세전이익	998	441	565	782
지배주주 순이익	686	370	435	602
YoY (%)				
매출액		(1.1)	3.9	14.6
조선(상선)		(0.3)	1.3	2.7
해양		(1.7)	7.6	37.8
매출총이익		(31.7)	4.7	23.5
조선(상선)		(28.9)	(3.2)	10.6
해양		(39.0)	17.7	44.4
영업이익		(46.5)	7.8	31.1
세전이익		(55.8)	28.3	38.3
지배주주 순이익		(46.1)	17.6	38.3
마진 (%)				
매출총이익률	11.9	8.2	8.3	8.9
조선(상선)	9.5	6.8	6.5	7.0
해양	15.5	9.6	10.5	11.0
영업이익률	7.9	4.3	4.5	5.1
세전이익률	7.2	3.2	4.0	4.8
순이익률 (지배주주)	4.9	2.7	3.0	3.7

자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

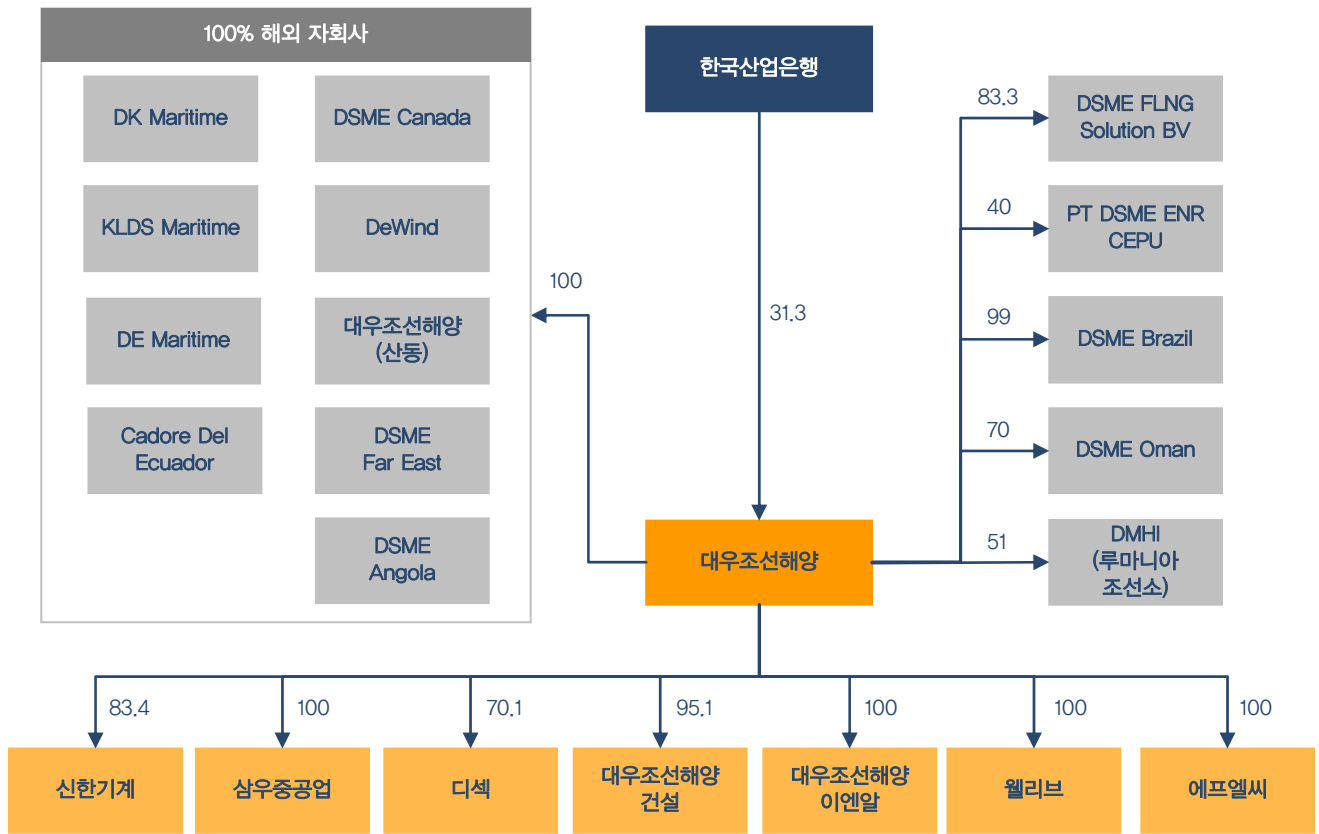
Figure 4 2013-2014년 영업이익의 추정치 비교 (미래에셋 vs. 컨센서스)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 계열사 지배구조

(%)



자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2012년 11월 29일 공시자료 기준

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	13,903	13,748	14,287	16,376
매출원가	(12,253)	(12,621)	(13,107)	(14,919)
매출총이익	1,650	1,127	1,180	1,458
판매비와관리비	(546)	(536)	(543)	(622)
영업이익 (조정)	1,104	591	637	835
영업이익	1,104	591	637	835
순이자손익	17	(32)	(44)	(52)
지분법손익	(71)	(21)	20	20
기타	(52)	(97)	(48)	(22)
세전계속사업손익	998	441	565	782
법인세비용	(349)	(132)	(170)	(235)
당기순이익	648	308	396	548
당기순이익 (지배주주지분)	686	370	435	602
EPS (지배주주지분, 원)	3,587	1,934	2,275	3,147

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	7.0	(1.1)	3.9	14.6
매출총이익 증가율	(8.7)	(31.7)	4.7	23.5
영업이익 증가율	(8.3)	(46.5)	7.8	31.1
당기순이익 증가율	(10.5)	(46.1)	17.6	38.3
EPS 증가율	(10.5)	(46.1)	17.6	38.3
매출총이익율	11.9	8.2	8.3	8.9
영업이익률	7.9	4.3	4.5	5.1
당기순이익률	4.9	2.7	3.0	3.7

자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	2,259	(255)	1,300	(299)
당기순이익	648	308	396	548
유무형자산상각비	236	284	295	305
기타	2,905	73	26	26
운전자본증감	(1,531)	(920)	583	(1,178)
투자현금	(2,865)	(453)	(453)	(453)
자본적지출	(453)	(453)	(453)	(453)
기타	(2,412)	0	0	0
재무현금	538	532	(805)	842
배당금	(95)	(95)	(45)	(58)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	695	627	(760)	900
기초현금*	681	612	437	479
기말현금*	612	437	479	570

자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

*단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	7,618	8,212	7,987	10,322
현금및현금성자산	542	412	429	491
단기금융자산	70	25	51	78
매출채권	4,983	5,774	5,429	7,369
재고자산	752	744	773	886
기타유동자산	1,271	1,257	1,306	1,497
비유동자산	9,042	9,206	9,384	9,552
유형자산	6,504	6,679	6,843	6,996
투자자산	227	206	226	246
기타비유동자산	2,311	2,322	2,316	2,310
자산총계	16,660	17,418	17,372	19,874
유동부채	9,520	9,271	8,773	9,987
매입채무	852	843	876	1,004
단기금융부채	2,773	2,600	1,840	2,040
기타유동부채	5,894	5,828	6,057	6,943
비유동부채	2,638	3,431	3,532	4,331
장기금융부채	1,600	2,400	2,400	3,100
기타비유동부채	1,038	1,031	1,132	1,231
부채총계	12,158	12,702	12,305	14,318
지배주주지분	4,422	4,633	4,977	5,458
비지배주주지분	80	83	90	98
자본총계	4,502	4,716	5,067	5,557
BVPS (원)	23,523	24,205	26,005	28,519

자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

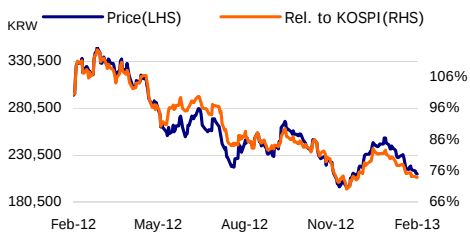
주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	16.3	8.2	9.1	11.5
총자산이익률 (%)	4.0	1.8	2.3	2.9
재고자산 보유기간 (일)	22.1	21.6	21.1	20.3
매출채권 회수기간 (일)	130	143	143	143
매입채무 결제기간 (일)	31.7	24.5	23.9	23.0
순차입금/자기자본 (%)	83.5	96.7	74.2	82.2
이자보상배율 (x)	(66.5)	18.6	14.6	16.2

자료: 대우조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Rating raised / Target Price lowered

Korea / Shipbuilding				
12 February 2013	BUY			
목표주가	265,000 원			
현재주가 (6 Feb 13)	210,500 원			
Upside/downside (%)	25.9			
KOSPI	1936.19			
시가총액 (십억원)	15,998			
52 주 최저/최고	193,500 - 346,500			
일평균거래대금 (십억원)	51.0			
외국인 지분율 (%)	19.6			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	53,712	55,040	55,875	59,342
영업이익 (십억원)	4,535.7	2,401.8	2,096.8	2,474.2
당기순이익 (십억원)	2,743.4	1,734.2	1,449.2	1,746.4
수정순이익 (십억원)	2,559.0	1,617.6	1,351.8	1,629.0
EPS (원)	33,671	21,284	17,787	21,434
EPS 성장률 (%)	(38.4)	(36.8)	(16.4)	20.5
P/E (x)	7.6	11.4	11.8	9.8
EV/EBITDA (x)	4.9	7.4	7.0	5.8
배당수익률 (%)	1.6	1.0	1.0	1.2
P/B (x)	1.2	1.0	0.8	0.8
ROE (%)	16.7	9.5	7.4	8.3
순차입금/자기자본 (%)	39.9	38.0	30.7	21.4
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(13.6)	(5.6)	(28.4)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(9.8)	(6.0)	(26.5)

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraeasset.com

송인옥

3774 3967 amy.song@miraeasset.com

현대중공업 (009540 KS)

밸류에이션 매력 부각

현대중공업에 대한 투자 의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향함. 당사는 현대중공업의 현 주가가 과매도 국면이라고 판단. 동사의 최근 주가 하락은 1) 예상보다 부진한 4분기 실적, 2) 일부 주요 해양설비 프로젝트 수주 실패 가능성 및 3) 매크로에 민감한 상선 수주 비중이 다른 메이저 조선사 대비 상대적으로 높은 점(58% vs. 타사 28-35%)에 대한 시장 우려에 기인함. 그러나 4분기 실적부진 및 주요 해양 설비 프로젝트 수주 실패 가능성에 대한 시장 우려가 현재 주가 수준에 이미 충분히 반영되어 있다는 판단임. 당사는 현재 2013년 예상 P/B 0.8배로 거래되고 있으며, 이는 리먼 금융위기 당시 저점에 근접하는 수준임. 매크로 경기 회복 가능성 및 견조한 해양 수주 시장을 고려 시, 동사의 수주 모멘텀은 2013년에 회복될 것으로 전망.

4분기 실적 부진은 주가에 이미 반영

현대중공업은 2월 7일 장 종료 후 예상보다 부진한 2012년 4분기 실적을 발표함. 4분기 매출은 14.1조원(-3% YoY, +7% QoQ), 영업이익은 543억원(-94% YoY, -91% QoQ)으로 당사 4분기 영업이익 추정치 4,810억원 및 컨센서스 추정치 4,000억원을 모두 하회함. 순이익은 전분기 대비 적자 전환하여 3,481억원의 순손실을 기록함. 시장 기대를 하회한 실적의 주 원인은 1) 동사의 연결 영업이익의 44%를 차지하는 조선 부문의 영업이익율이 전분기 대비 지속적으로 하락했고(2012년 2분기 8.7% → 3분기 5% → 4분기 0.4%), 2) 장기매출채권 및 선박 리세일 관련 3,540억원의 일회성 충당금 비용이 발생했고, 3) 현대오일뱅크 영업마진 약세 (1.5% vs. 당사 추정치 2.1%) 때문임. 일회성 비용 제외 시 4분기 영업이익은 4,080억원 수준으로 최근 하향 조정된 시장 추정치에 근접함.

2013년 견조한 수주 성장 예상

동사의 2012년 신규 수주액은 US\$196억으로 당사 예상치인 US\$226억을 하회하였으며 이는 해양설비 수주규모(US\$21억 vs. 당사 예상 US\$38억)와 상선 부문 수주실적(US\$61억 vs. 당사 예상 US\$70억)이 예상보다 부진했기 때문. 그러나 2013년 신규 수주액은 전년 대비 24% 성장한 US\$243억으로 추정되는데, 이는 1) 2012년의 낮은 기저효과, 2) 해양설비 부문의 견조한 발주흐름에 힘입은 해양설비 수주액 증가(전년 대비 100% 증가한 US\$41억 전망)에 기인함. 한편, 당사의 2013년 수주액 예상치는 동사가 제시한 목표치인 US\$297억(+52% YoY)보다 낮은 수준임. 이는 최근 동사의 수주 가능성이 낮아지고 있는 Upper Zakum(US\$10억), Egina 프로젝트(US\$25억) 등을 당사의 추정치에 반영하지 않았기 때문임.

투자 의견 BUY로 상향

4분기 실적 부진을 반영하여 현대중공업의 2013년과 2014년 EPS 전망치를 각각 31%, 26% 하향 조정함(하향된 EPS 전망치는 현 시장 컨센서스에 부합하는 수준). 이에 따라 당사의 목표주가 역시 268,000원에서 265,000원으로 소폭 하향함. EPS 전망치 조정 대비 목표주가 조정폭이 작은 것은 자본비용 가정치 하향이 실적 하향 조정의 부정적 영향을 대부분 상쇄하기 때문임. (1) 조선업 전반의 펀더멘털 개선(올해 상반기 해양설비 수주 모멘텀 강화 및 하반기부터 예상되는 상선 시장 회복 예상) 및 (2) 경기관련 불확실성 감소 등을 반영하여 현대중공업의 자본비용 가정치를 기존 11.7%에서 9.8%로 하향 조정함. 최근 주가약세를 매수 기회로 삼을 것을 권고함.

Figure 1 목표주가 산정내역

지속가능 ROE (%)	10.5
Beta (x)	1.1
Risk free rate (%)	3.0
Market risk premium (%)	6.2
자기자본비용 (%)	9.8
영구성장률 (%)	0.0
P/B multiple (x)	1.1
FY13E BPS (원)	248,502
목표주가 (원)	265,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: P/B 배수 산출은 다음 식을 통해 계산됨: (지속가능 ROE - 영구성장률) / (자기자본비용 - 영구성장률)

Figure 2 연간 실적 추정치 조정

(십억원)	신규 추정치		기존 추정치		차이 (%)	
	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E
매출액	55,875	59,342	58,370	60,708	(4.3)	(2.2)
영업이익	105	105	2,934	3,238	(96.4)	(96.8)
세전이익	1,907	2,298	2,771	3,106	(31.2)	(26.0)
지배주주 순이익	1,449	1,746	1,964	2,202	(26.2)	(20.7)
EPS (원)	17,787	21,434	25,848	28,970	(31.2)	(26.0)
마진 (%)						
영업이익률	0.2	0.2	5.0	5.3		
세전이익률	3.4	3.9	4.7	5.1		
순이익률 (지배주주)	2.6	2.9	3.4	3.6		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 2012년 4분기 실적 리뷰

(십억원)	4Q12	4Q11	YoY (%)	4Q12E 컨센서스	차이 (%)	4Q12E 미래에셋	차이 (%)
매출액	14,136	14,522	(3)	13,642	4	14,157	(0)
영업이익	54	884	(94)	400	(86)	481	(89)
지배주주 순이익	(348)	(25)	NA	186	NA	227	NA
마진 (%)							
영업이익률	0.4	6.1		2.9		3.4	
순이익률 (지배주주)	(2.5)	(0.2)		1.4		1.6	

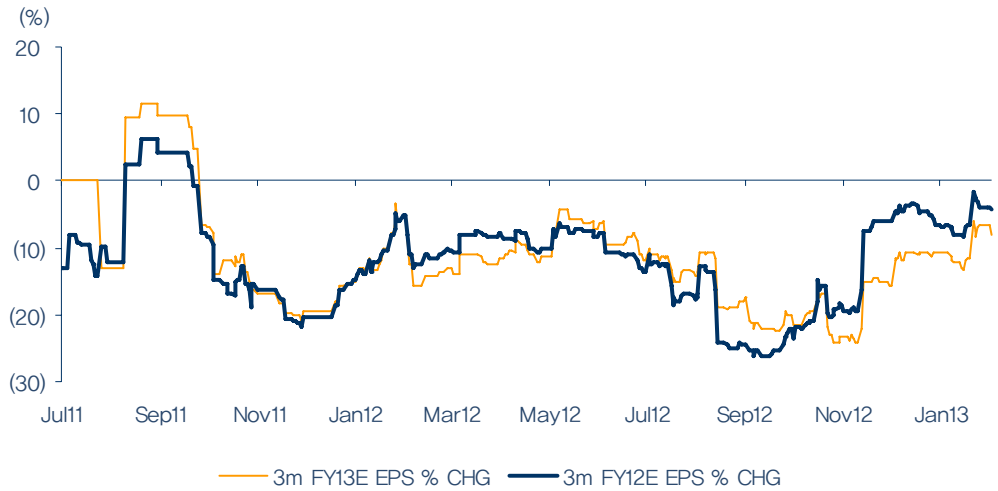
자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 연간 실적 전망

(십억원)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
매출액	53,712	55,040	55,875	59,342
조선(상선)	18,940	17,955	17,441	18,218
해양	3,729	4,497	4,671	4,205
플랜트	2,761	1,214	1,680	3,093
엔진	3,096	2,007	2,240	2,564
기타	25,186	29,367	29,843	31,263
영업이익	4,536	2,402	2,097	2,474
조선(상선)	2,501	1,424	818	915
해양	390	319	327	294
플랜트	241	47	84	186
엔진	630	381	381	449
기타	774	230	487	631
세전이익	3,876	2,282	1,907	2,298
지배주주 순이익	2,743	1,734	1,449	1,746
YoY (%)				
매출액		2.5	1.5	6.2
조선(상선)		(5.2)	(2.9)	4.5
해양		20.6	3.9	(10.0)
플랜트		(56.0)	38.5	84.1
엔진		(35.2)	11.6	14.4
기타		16.6	1.6	4.8
영업이익		(47.0)	(12.7)	18.0
조선(상선)		(43.1)	(42.6)	11.9
해양		(18.1)	2.4	(10.0)
플랜트		(80.4)	77.5	120.9
엔진		(39.5)	(0.1)	17.8
기타		(70.3)	111.8	29.5
세전이익		(41.1)	(16.4)	20.5
지배주주 순이익		(36.8)	(16.4)	20.5
사업부별 영업이익률 (%)				
전사	8.4	4.4	3.8	4.2
조선(상선)	13.2	7.9	4.7	5.0
해양	10.5	7.1	7.0	7.0
플랜트	8.7	3.9	5.0	6.0
엔진	20.3	19.0	17.0	17.5
기타	3.1	0.8	1.6	2.0

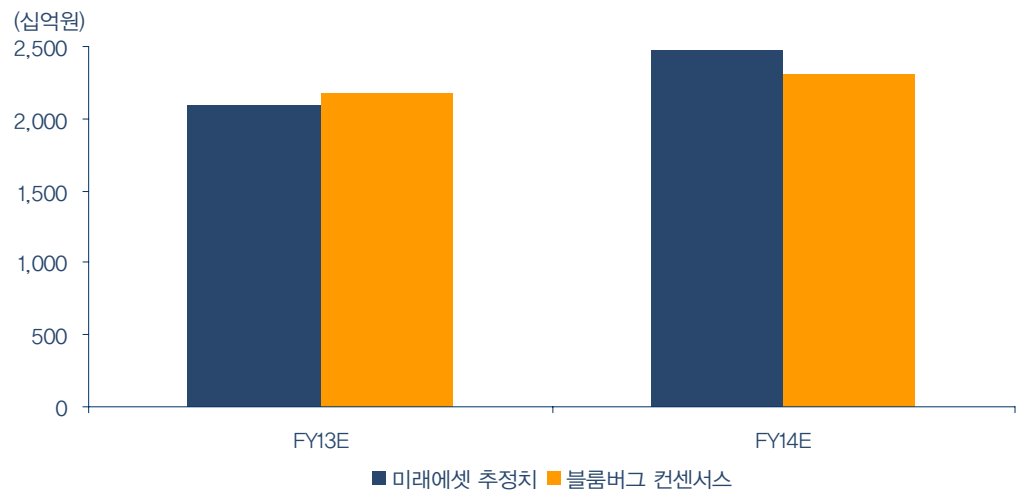
자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 실적 조정 추이 (3개월 컨센서스 EPS 변화)



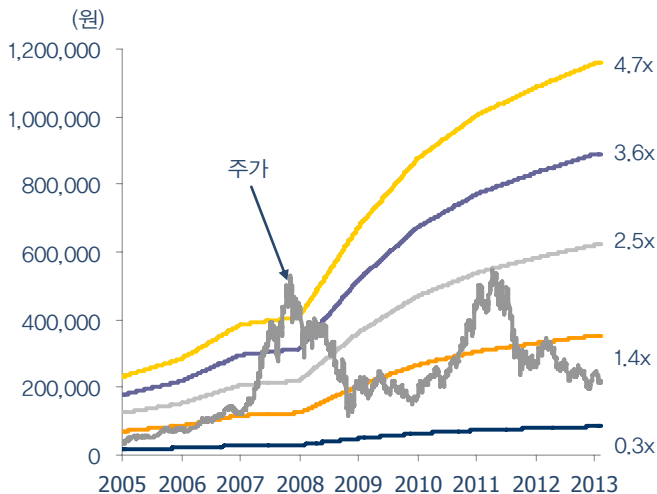
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 2013~2014년 영업이익의 추정치 비교 (미래에셋 vs. 컨센서스)



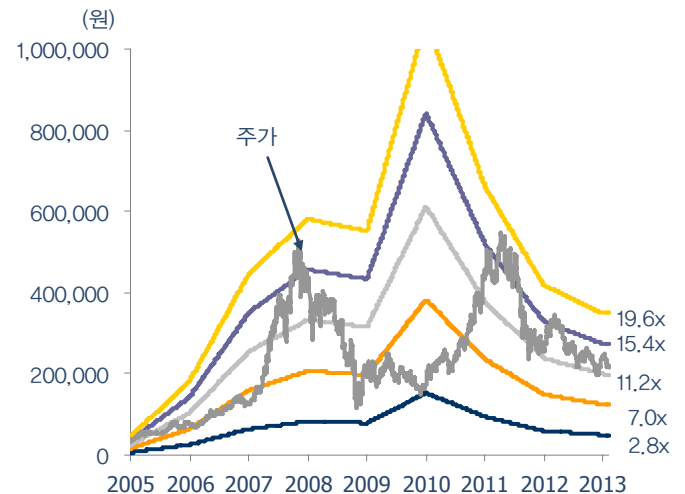
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 12M forward P/B 밴드차트



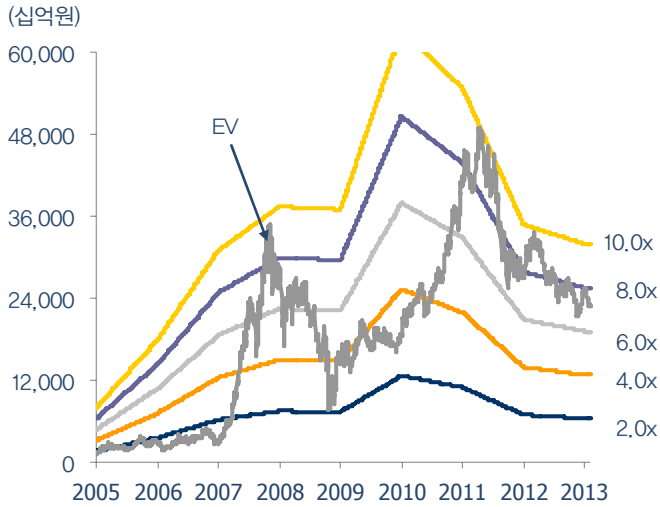
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 12M forward P/E 밴드차트



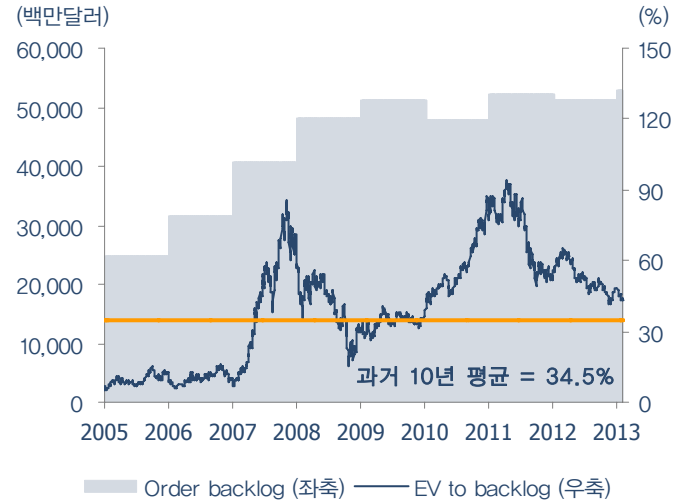
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 EV/EBITDA 추이



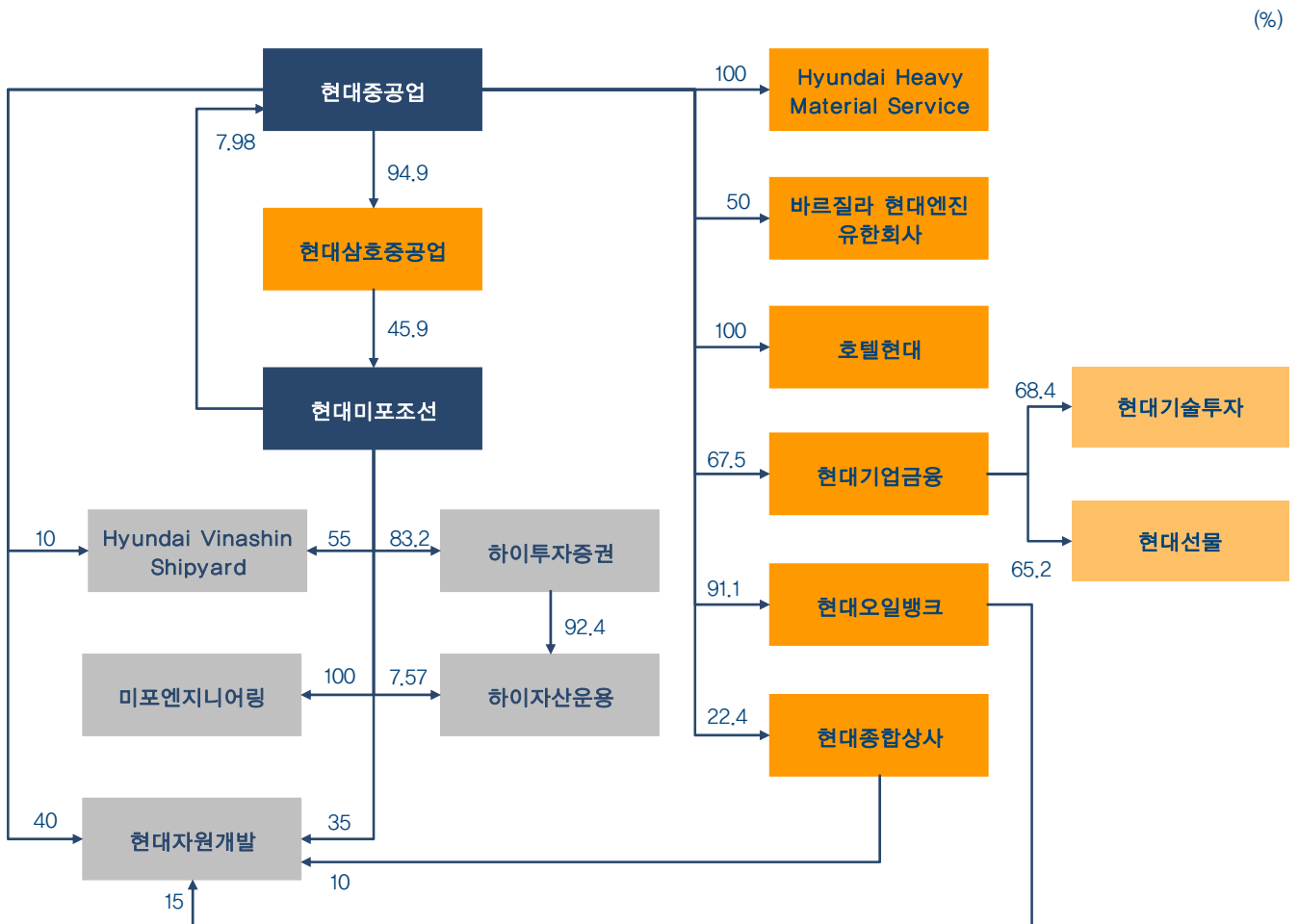
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 EV/backlog 추이



자료: 현대중공업, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 계열사 지배구조



자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2012년 11월 29일 공시자료 기준

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	53,712	55,040	55,875	59,342
매출원가	(46,784)	(50,187)	(51,291)	(54,226)
매출총이익	6,927	4,852	4,585	5,116
판매비와관리비	(2,391)	(2,451)	(2,488)	(2,642)
영업이익 (조정)	4,536	2,402	2,097	2,474
영업이익	4,536	2,402	2,097	2,474
순이자손익	(52)	(100)	(101)	(81)
지분법손익	(148)	15	20	20
기타	(460)	(35)	(109)	(115)
세전계속사업손익	3,876	2,282	1,907	2,298
법인세비용	(1,133)	(548)	(458)	(551)
당기순이익	2,743	1,734	1,449	1,746
당기순이익 (지배주주지분)	2,559	1,618	1,352	1,629
EPS (지배주주지분, 원)	33,671	21,284	17,787	21,434

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	43.8	2.5	1.5	6.2
매출총이익 증가율	(7.6)	(30.0)	(5.5)	11.6
영업이익 증가율	(18.0)	(47.0)	(12.7)	18.0
당기순이익 증가율	(38.4)	(36.8)	(16.4)	20.5
EPS 증가율	(38.4)	(36.8)	(16.4)	20.5
매출총이익율	12.9	8.8	8.2	8.6
영업이익률	8.4	4.4	3.8	4.2
당기순이익률	4.8	2.9	2.4	2.7

자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	504	758	2,701	3,251
당기순이익	2,743	1,734	1,449	1,746
유무형자산상각비	938	1,079	1,094	1,106
기타	804	241	244	244
운전자본증감	(3,982)	(2,296)	(86)	155
투자현금	(1,663)	(729)	(1,509)	(1,509)
자본적지출	(1,627)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
기타	(36)	771	(9)	(9)
재무현금	599	(864)	(1,156)	(4,230)
배당금	(429)	(245)	(156)	(130)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	964	(619)	(1,000)	(4,100)
기초현금*	4,359	3,798	2,963	2,999
기말현금*	3,798	2,963	2,999	511

자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

*단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	23,076	24,652	25,017	23,301
현금및현금성자산	1,610	2,752	2,794	237
단기금융자산	2,188	211	205	273
매출채권	9,930	12,109	12,293	12,462
재고자산	6,478	6,638	6,739	7,157
기타유동자산	2,871	2,941	2,986	3,171
비유동자산	25,924	25,620	26,046	26,460
유형자산	15,565	16,071	16,562	17,041
투자자산	4,670	3,905	3,925	3,945
기타비유동자산	5,690	5,644	5,559	5,474
자산총계	49,001	50,272	51,063	49,761
유동부채	25,491	23,747	23,460	22,975
매입채무	4,403	4,456	4,468	4,745
단기금융부채	8,119	6,000	5,500	3,900
기타유동부채	12,970	13,290	13,492	14,329
비유동부채	5,334	6,860	6,644	4,212
장기금융부채	2,938	4,438	3,938	1,438
기타비유동부채	2,395	2,421	2,706	2,774
부채총계	30,824	30,606	30,104	27,187
지배주주지분	16,379	17,721	18,886	20,342
비지배주주지분	1,797	1,945	2,072	2,232
자본총계	18,177	19,666	20,959	22,575
BVPS (원)	215,515	233,170	248,502	267,662

자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

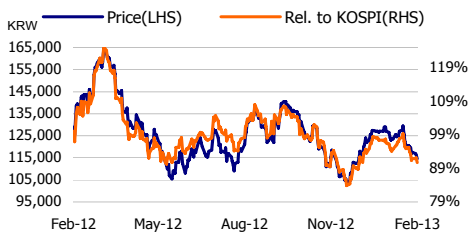
주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	16.7	9.5	7.4	8.3
총자산이익률 (%)	5.7	3.5	2.9	3.5
재고자산 보유기간 (일)	43.6	47.7	47.6	46.8
매출채권 회수기간 (일)	69.7	73.1	79.7	76.1
매입채무 결제기간 (일)	32.1	32.2	31.8	31.0
순차입금/자기자본 (%)	39.9	38.0	30.7	21.4
이자보상배율 (x)	88.0	23.9	20.7	30.5

자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Target Price lowered

Korea / Shipbuilding				
12 February 2013	BUY			
목표주가	134,000 원			
현재주가 (6 Feb 13)	114,500 원			
Upside/downside (%)	17.0			
KOSPI	1936.19			
시가총액 (십억원)	2,290			
52 주 최저/최고	102,500 - 167,000			
일평균거래대금 (십억원)	13.7			
외국인 지분율 (%)	18.3			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	4,624	4,464	4,278	4,670
영업이익 (십억원)	377.8	106.2	104.7	176.5
당기순이익 (십억원)	202.4	106.2	108.3	161.6
수정순이익 (십억원)	199.8	104.9	106.9	159.6
EPS (원)	9,992	5,245	5,345	7,979
EPS 성장률 (%)	(59.4)	(47.5)	1.9	49.3
P/E (x)	11.2	24.2	21.4	14.4
EV/EBITDA (x)	3.5	10.8	9.0	6.2
배당수익률 (%)	1.8	0.9	1.0	1.4
P/B (x)	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	5.5	3.2	3.2	4.7
순차입금/자기자본 (%)	(20.3)	(14.8)	(12.7)	(12.5)
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(9.8)	(0.4)	(11.2)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(6.1)	(0.9)	(9.4)

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraesasset.com

송인옥

3774 3967 amy.song@miraesasset.com

현대미포조선 (010620 KS)

마진회복 약세 이미 반영

2012년 4분기 마진 회복이 예상보다 더딜 것으로 예상됨에 따라 현대미포조선의 2012년과 2013년 EPS 추정치를 각각 18%, 9% 하향 조정하며 목표주가도 기존 139,000 원에서 134,000 원으로 하향함. 그러나 2013년에 견조한 수주 모멘텀이 기대됨에 따라 BUY 투자 의견 유지함. 2013년 마진회복 약세는 현 주가에 이미 반영되어 있다는 판단임.

2013년 연간 수주 가이던스 32억 달러 (+8% YoY)

현대미포조선이 주력하는 프로덕트 탱커(총 수주금액의 약 46%) 부문 수주 모멘텀 호조(+125% YoY)로 동사의 2012년 총 수주금액은 전년대비 47% 증가한 30억 달러에 달함. 동사가 발표한 2013년 신규수주 가이던스에 따르면, 동사는 올해 32억 달러(+8% YoY)의 신규수주 달성을 목표로 하고 있으며 이는 당사의 현재 추정치와 유사한 수준임. 올해 예상되는 P/C 탱커 업황 호조를 고려할 때, 동사가 제시한 연간 수주목표도 충분히 달성 가능하다는 판단임.

우호적인 P/C 탱커 업황 지속

프로덕트 탱커시장의 경우, 2012년과 마찬가지로, 올해 수요와 공급이 전년대비 각각 4.2%, 3.6% 증가하며 거의 수급 균형을 이룰 것으로 예상되어 오일 탱커시장 대비 비교적 우호적인 발주환경이 조성될 것으로 보임. 이에 따라 중소형 프로덕트 탱커에 주력하고 있는 동사(프로덕트 탱커가 2013년 예상 신규 수주금액의 30% 차지)의 향후 수혜를 기대할 수 있음.

4분기 실적: 수주 믹스 개선으로 인한 긍정적인 효과 환율 강세로 상쇄 예상

현대미포조선의 2012년 4분기 영업이익률은 1% 수준(당사 기존 전망은 2.8%)으로 전분기 2.7% 대비 축소될 전망. 저마진 벌크선의 매출 비중이 3분기 30%대 중반에서 4분기 30%대 초반으로 감소하면서 전분기 대비 마진 개선이 예상되나 이러한 개선세는 환율 하락으로 인해 상당부분 상쇄될 것으로 판단. 동사는 순환익스포저(US\$기반)의 약 80%만 헤지하고 있어 남은 20%는 환율 변동에 취약한 상황. 동사의 헤지되지 않은 달러 롱포지션이 4분기 1,500억 원으로 추정되며 환율이 전분기 대비 3% 하락할 경우, 동사의 4분기 영업이익률은 전분기 대비 0.4ppt 감소할 것으로 추정. 당사는 현대미포조선의 2013년 영업이익률이 2.4% 수준에서 횡보할 것으로 추정, 현재의 마진약세가 2013년에 걸쳐 지속될 것으로 예상됨.

투자 의견 BUY 유지

2013년에 예상되는 현대미포조선의 마진회복세 둔화는 현재 주가에 이미 반영되어 있다는 판단. 2013년의 견조한 수주 모멘텀을 고려하여 현대미포조선에 대한 투자 의견 BUY 유지함.

Figure 1 목표주가 산정 내역 (Sum-of-the-parts valuation)

		FY13E EBITDA	EV/EBITDA (x)	적용순자산가치	할인률
I. 영업가치	십억원			888	
조선 사업 부문	십억원	148	6.0	888	
		가치산정기준	보유지분	적용순자산가치	할인률
II. 비영업자산가치 (a+b)	십억원			1,286	
a) 비상장 자회사 지분 가치				485	
하이투자증권	십억원	장부가	83.2%	461	25%
하이자산운용	십억원	장부가	7.6%	1	25%
현대비나신	십억원	장부가	55.0%	46	25%
기타	십억원	장부가		24	25%
b) 매도가능증권	십억원			801	
현대중공업	십억원	시가총액	8.0%	631	60%
포스코	십억원	시가총액	1.0%	124	60%
KCC	십억원	시가총액	3.8%	46	60%
III. 2013 년 순차입금 (순현금)	십억원			(453)	
IV. 자사주 가치	십억원			46	
V. Equity value (I+II-III+IV)				2,673	
총발행주식수 (백만주)				20	
VI. 주당순자산가치 (원)				134,000	

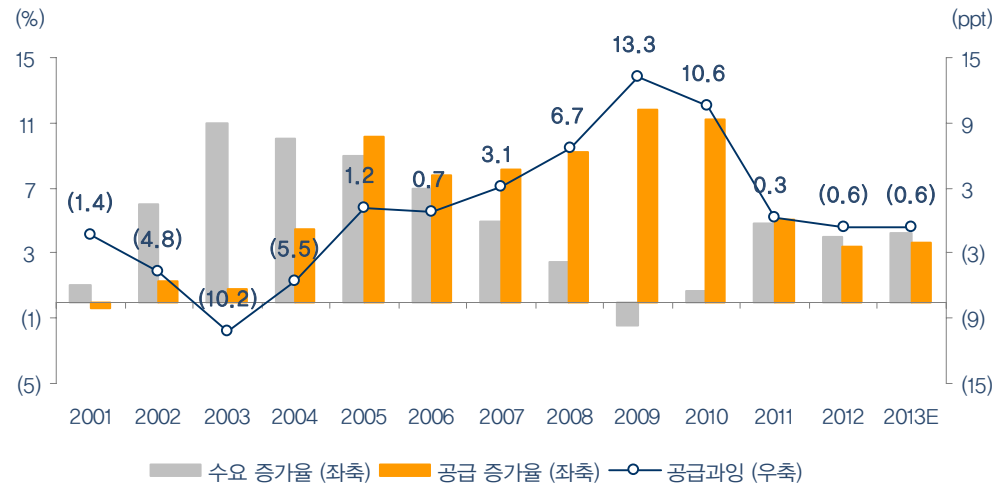
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 연간 실적 추정치 조정

(십억원)	신규 추정치		기존 추정치		차이 (%)	
	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E
매출액	4,278	4,670	4,278	4,670	0.0	0.0
영업이익	105	177	135	197	(22.2)	(10.4)
세전이익	142	213	173	234	(17.6)	(9.1)
지배주주 순이익	108	162	131	178	(17.6)	(9.1)
EPS (원)	5,345	7,979	6,484	8,776	(17.6)	(9.1)
마진 (%)						
영업이익률	2.4	3.8	3.1	4.2		
세전이익률	3.3	4.6	4.0	5.0		
순이익률 (지배주주)	2.5	3.5	3.1	3.8		

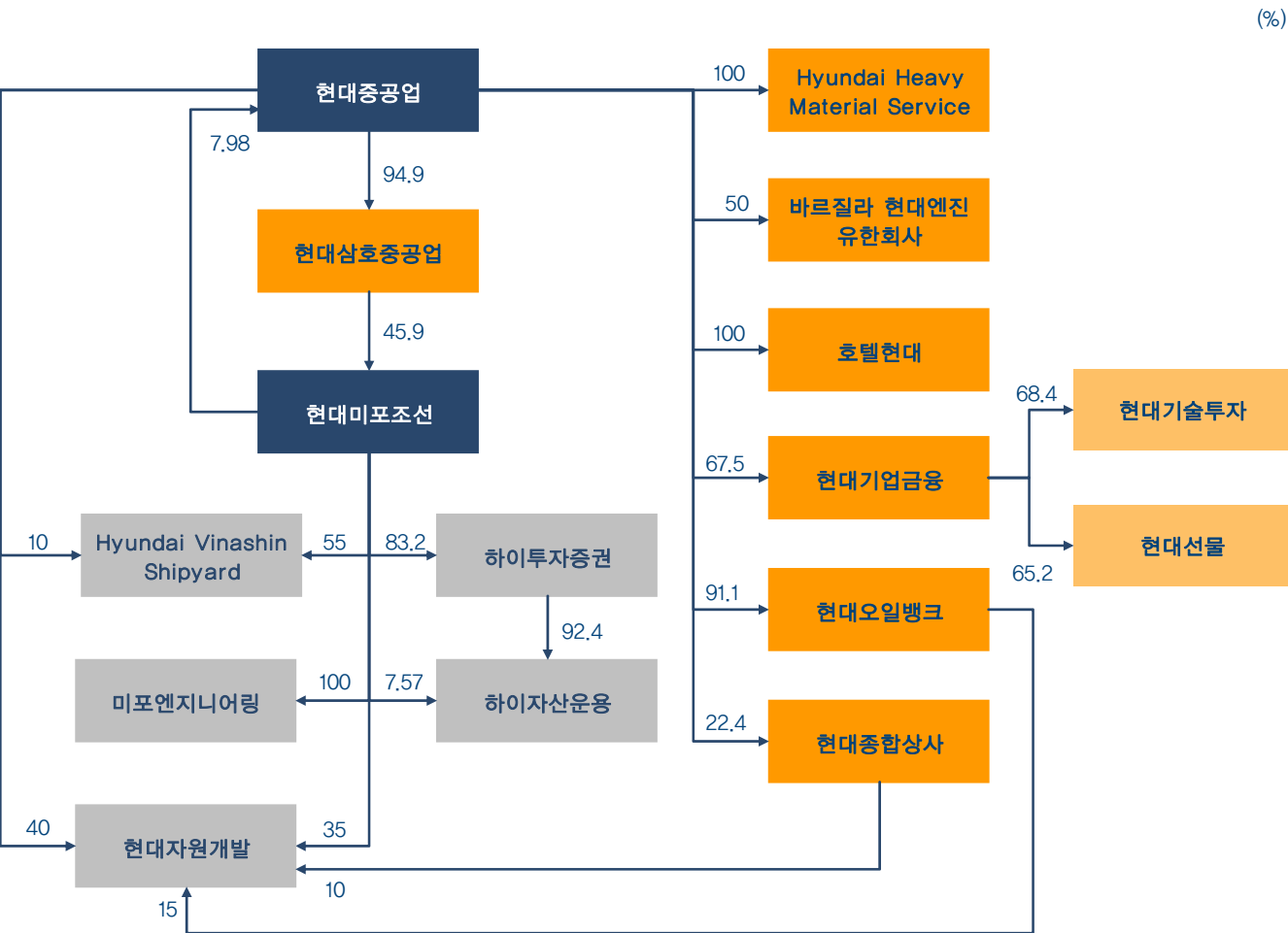
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 프로젝트 탱커 수급 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 계열사 지배구조



자료: 현대미포조선, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2012년 11월 29일 공시자료 기준

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	4,624	4,464	4,278	4,670
매출원가	(3,975)	(4,095)	(3,922)	(4,219)
매출총이익	649	368	356	451
판매비와관리비	(271)	(262)	(251)	(274)
영업이익 (조정)	378	106	105	177
영업이익	378	106	105	177
순이자손익	24	17	17	16
지분법손익	0	0	0	0
기타	(87)	17	21	20
세전계속사업손익	315	140	142	213
법인세비용	(112)	(34)	(34)	(51)
당기순이익	202	106	108	162
당기순이익 (지배주주지분)	200	105	107	160
EPS (지배주주지분, 원)	9,992	5,245	5,345	7,979

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	11.7	(3.5)	(4.2)	9.1
매출총이익 증가율	(30.9)	(43.3)	(3.4)	26.7
영업이익 증가율	(44.7)	(71.9)	(1.5)	68.7
당기순이익 증가율	(59.4)	(47.5)	1.9	49.3
EPS 증가율	(59.4)	(47.5)	1.9	49.3
매출총이익율	14.0	8.3	8.3	9.7
영업이익률	8.2	2.4	2.4	3.8
당기순이익률	4.3	2.4	2.5	3.4

자료: 현대미포조선, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	(581)	164	260	332
당기순이익	202	106	108	162
유무형자산상각비	63	82	100	117
기타	229	45	41	41
운전자본증감	(1,075)	(69)	11	13
투자현금	(293)	(302)	(302)	(302)
자본적지출	(100)	(300)	(300)	(300)
기타	(192)	(2)	(2)	(2)
재무현금	148	(1,078)	(21)	(21)
배당금	(69)	(39)	(21)	(21)
자본의증가 (감소)	1	0	0	0
부채의증가 (감소)	245	(1,039)	0	0
기초현금*	3,092	2,366	1,150	1,088
기말현금*	2,366	1,150	1,088	1,096

자료: 현대미포조선, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

*단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	4,133	2,856	2,723	2,881
현금및현금성자산	564	544	521	569
단기금융자산	1,803	606	566	527
매출채권	803	775	743	811
재고자산	283	273	262	286
기타유동자산	681	658	630	688
비유동자산	3,691	3,914	4,115	4,298
유형자산	889	1,107	1,307	1,491
투자자산	2,315	2,315	2,315	2,315
기타비유동자산	487	492	492	492
자산총계	7,825	6,771	6,837	7,179
유동부채	3,914	2,796	2,705	2,898
매입채무	262	253	242	264
단기금융부채	1,639	600	600	600
기타유동부채	2,013	1,944	1,863	2,033
비유동부채	502	499	569	577
장기금융부채	35	35	35	35
기타비유동부채	468	464	534	543
부채총계	4,416	3,295	3,274	3,475
지배주주지분	3,217	3,281	3,363	3,496
비지배주주지분	191	195	200	208
자본총계	3,409	3,476	3,563	3,704
BVPS (원)	160,863	164,027	168,163	174,798

자료: 현대미포조선, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	5.5	3.2	3.2	4.7
총자산이익률 (%)	2.3	1.5	1.6	2.3
재고자산 보유기간 (일)	23.5	24.8	24.9	23.7
매출채권 회수기간 (일)	59.5	64.5	64.7	60.7
매입채무 결제기간 (일)	27.8	22.9	23.0	21.9
순차입금/자기자본 (%)	(20.3)	(14.8)	(12.7)	(12.5)
이자보상배율 (x)	(15.6)	(6.2)	(6.3)	(10.9)

자료: 현대미포조선, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (2개월 기준)

BUY : 한주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 한주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 한주가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것 이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제 공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함
작 성 자 : 정우창 송인옥

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
REMARK: Korean analyst is responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart



Stock Price & Target Price Trend	■ Stock Price	■ Target Price
■ B - Buy	■ H - Hold	■ R - Reduce

현대중공업 (009540 KS)		
Date	Recommendation	12M target price (KRW)
2012-09-19	HOLD (Initiate)	268,000
2013-02-12	BUY	265,000 (Down)

Stock Price & Target Price Trend	■ Stock Price	■ Target Price
■ B - Buy	■ H - Hold	■ R - Reduce

현대미포조선 (010620 KS)		
Date	Recommendation	12M target price (KRW)
2012-09-19	BUY (Initiate)	166,000
2012-10-18	BUY	166,000
2012-12-10	BUY	139,000 (Down)
2013-01-02	BUY	139,000
2013-02-12	BUY	134,000 (Down)