

Sector comment

Korea / Shipbuilding

11 March 2013

OVERWEIGHT



Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
삼성중공업 (010140 KS)	BUY	38,050	53,000
현대중공업 (009540 KS)	BUY	218,000	265,000
대우조선해양 (042660 KS)	BUY	30,900	36,600
현대미포조선 (010620 KS)	BUY	118,500	134,000
한진중공업 (097230 KS)	HOLD	9,380	10,000
두산엔진 (082740 KS)	HOLD	8,640	8,000
STX 엔진 (077970 KS)	HOLD	8,200	9,000
성광벤드 (014620 KS)	BUY	23,950	30,000
태광 (023160 KS)	BUY	24,550	25,000

(주: 3월 8일 종가 기준)

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraeasset.com

송인옥

3774 3967 amy.song@miraeasset.com

조선업

조선업종 아시아 마케팅 후기

지난주 아시아 지역 조선업종 애널리스트 마케팅을 실시하였으며, 24 곳의 홍콩/싱가폴 투자자와의 미팅을 가짐. 해당 지역 투자자들의 한국 조선주에 대한 비중은 여전히 매우 낮거나 없어 보였는데, 이는 상선시장에서 아직은 뚜렷한 회복 조짐이 부재하기 때문. 그러나 유로존 실물경기가 더 이상 악화되지 않을 것으로 보이고, 해양 설비수주 모멘텀이 견조하게 유지될 것으로 예상됨에 따라, 하반기 상선(특히 대형 컨테이너선) 부문 신규수주 모멘텀의 점진적인 회복에 힘입어 투자자들이 한국 조선주 비중을 확대할 가능성이 있는 것으로 판단함. 또한 상반기의 견조한 해양 설비수주 모멘텀, 2) 이익 추정치 하향 리스크 감소, 및 3) 신조선 가격 등 기타 조선업종 지표의 추가 악화 가능성이 제한적임 등의 긍정적인 요소가 현재 조선업종 평균 밸류에이션인 2013년 P/B 1.1배(리먼사태 당시 저점인 1.0배에 근접한 수준)에 아직 반영돼 있지 않다는 당시 의견에도 특별한 이견 없었음. 국내 조선업에 대해 Overweight 투자의견 유지. 마케팅 시 주요 전달 사항은 아래와 같음.

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 이전됨에 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

신조선가가 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.

조선업종 Overweight 투자의견 유지

국내 조선업에 대해 Overweight 투자의견 유지함. 당사는 2013년 상반기 신규 수주 모멘텀 호조가 예상되는 해양설비 부문의

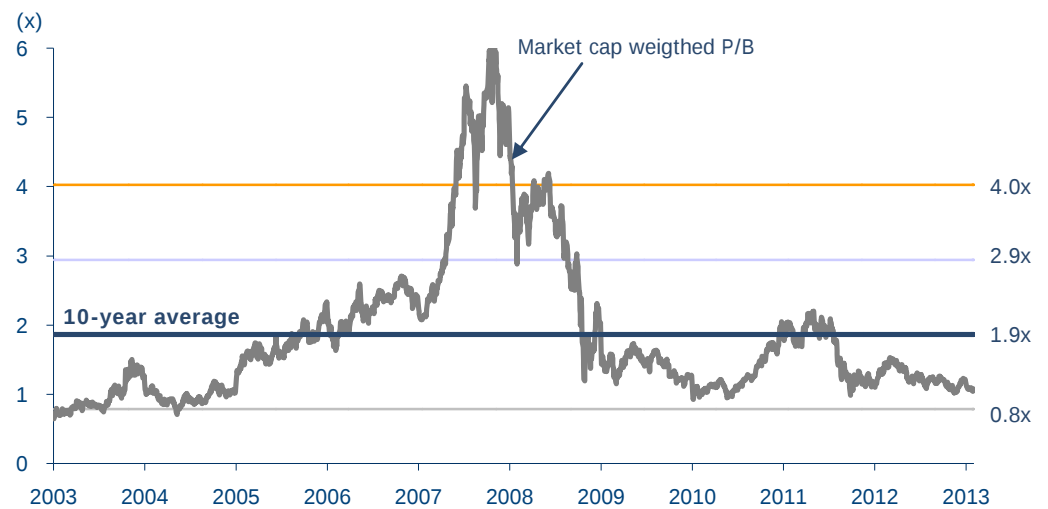
Figure 1 조선업 상황 전망

	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 국내조선업종 12M forward P/B 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

주: P/B는 빅 3 합산 시가총액 기준 가중평균치임

Figure 3 커버리지 종목 목표주가 및 투자 의견

기업	Code	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	Upside (%)	목표주가 산출방식	비고
삼성중공업	010140 KS	BUY	53,000	38,050	39.3	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
현대중공업	009540 KS	BUY	265,000	218,000	21.6	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
대우조선해양	042660 KS	BUY	36,600	30,900	18.4	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
현대미포조선	010620 KS	BUY	134,000	118,500	13.1	SOTP valuation	가치합상방식 사용
한진중공업	097230 KS	HOLD	10,000	9,380	6.6	SOTP valuation	가치합상방식 사용
두산엔진	082740 KS	HOLD	8,000	8,640	(7.4)	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
STX 엔진	077970 KS	HOLD	9,000	8,200	9.8	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
성광벤드	014620 KS	BUY	30,000	23,950	25.3	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정
태광	023160 KS	BUY	25,000	24,550	1.8	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 3%, 시장위험 프리미엄 6.2%, 영구성장률 0% 가정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 2013년 3월 8일 종가 기준

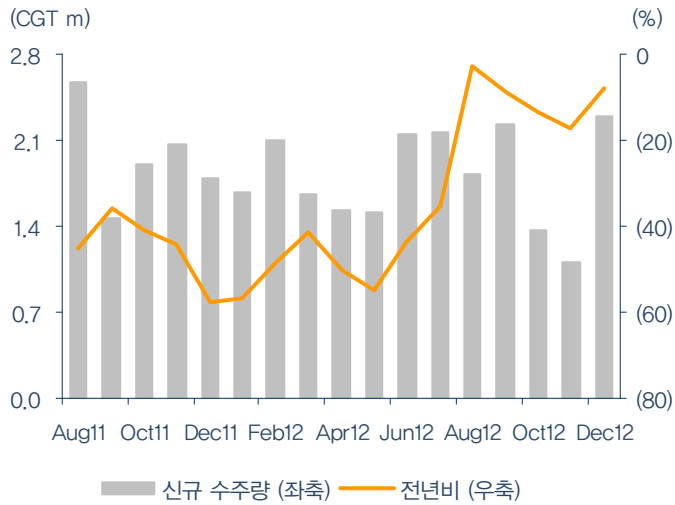
Figure 4 주요 조선업체 peer valuation

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)		38,050	218,000	30,900	118,500	9,380
괴리율 (%)		39.3	21.6	18.4	13.1	6.6
시가총액 (십억원)		8,785	16,568	5,914	2,370	453
시가총액 (US\$m)		9,550	18,011	6,429	2,576	492
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	9.8	12.3	13.6	22.2	NA
	FY14E	9.5	10.2	9.8	14.9	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

Figure 5 엔진 및 피팅업체 peer valuation

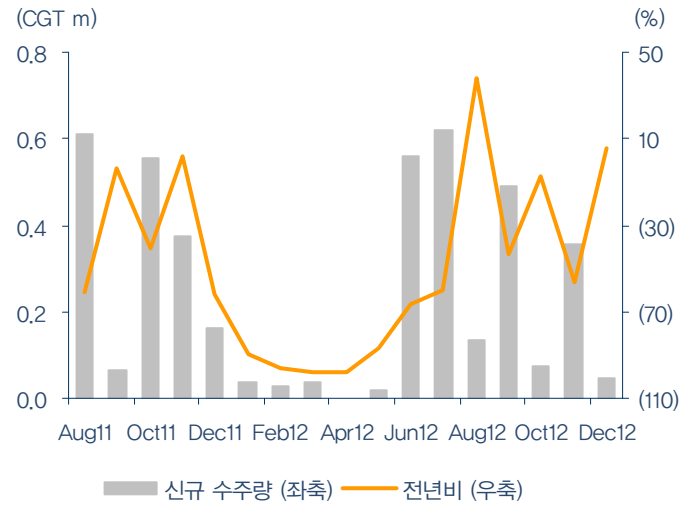
기업		두산엔진	STX 엔진	성광벤드	태광
Code		082740 KS	077970 KS	014620 KS	023160 KS
투자 의견		HOLD	HOLD	BUY	BUY
목표주가 (원)		8,000	9,000	30,000	25,000
현재주가 (원)		8,640	8,200	23,950	24,550
괴리율 (%)		(7.4)	9.8	25.3	1.8
시가총액 (십억원)		600	235	685	596
시가총액 (US\$m)		653	256	745	648
매출액 (십억원)	FY11	2,005	2,089	277	259
	FY12E	1,313	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	15.0	12.7	14.5
	FY13E	13.0	10.6	10.1	12.7
	FY14E	8.0	5.7	8.6	10.0
P/B (x)	FY11	1.4	0.6	1.7	1.6
	FY12E	0.9	0.4	1.9	1.3
	FY13E	0.9	0.3	1.5	1.4
	FY14E	0.8	0.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	FY11	2.2	7.2	17.5	13.7
	FY12E	3.9	8.5	10.0	10.6
	FY13E	11.4	9.2	7.9	8.9
	FY14E	6.9	7.7	6.3	7.1
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				

Figure 6 글로벌 신규 수주 성장 모델링



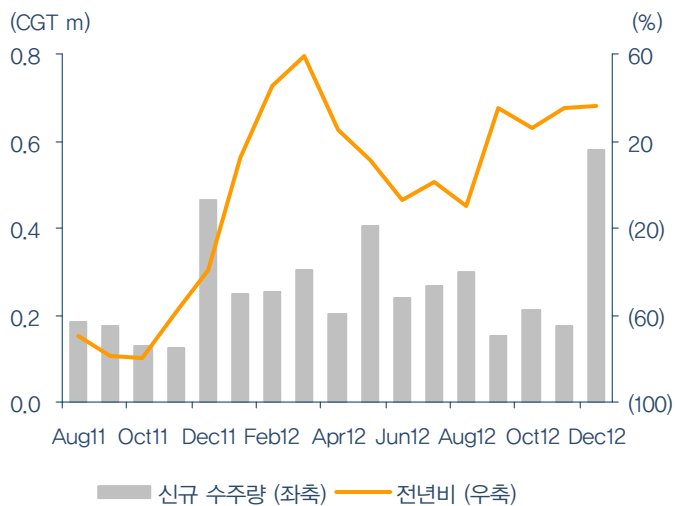
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 컨테이너선 신규 수주 성장 모델링



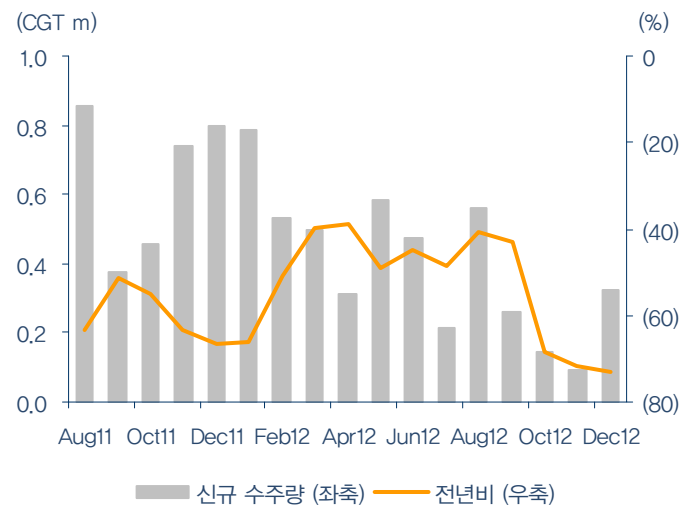
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 탱커 신규 수주 성장 모델링



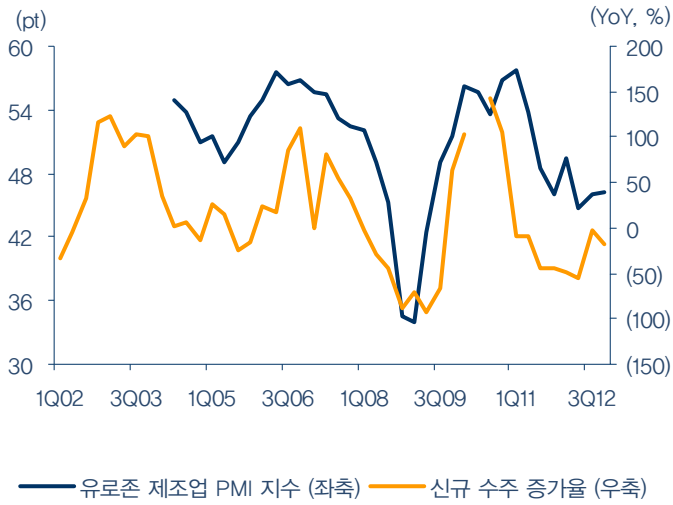
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 벌크선 신규 수주 성장 모델링



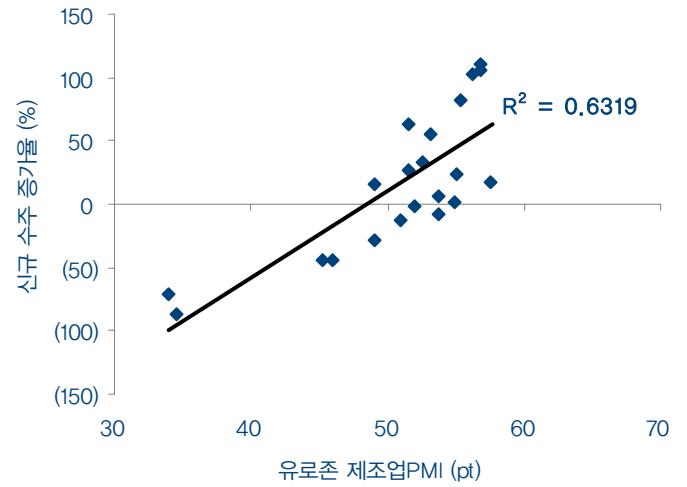
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 유로존 PMI 지수 및 신규 수주 증가율 추이



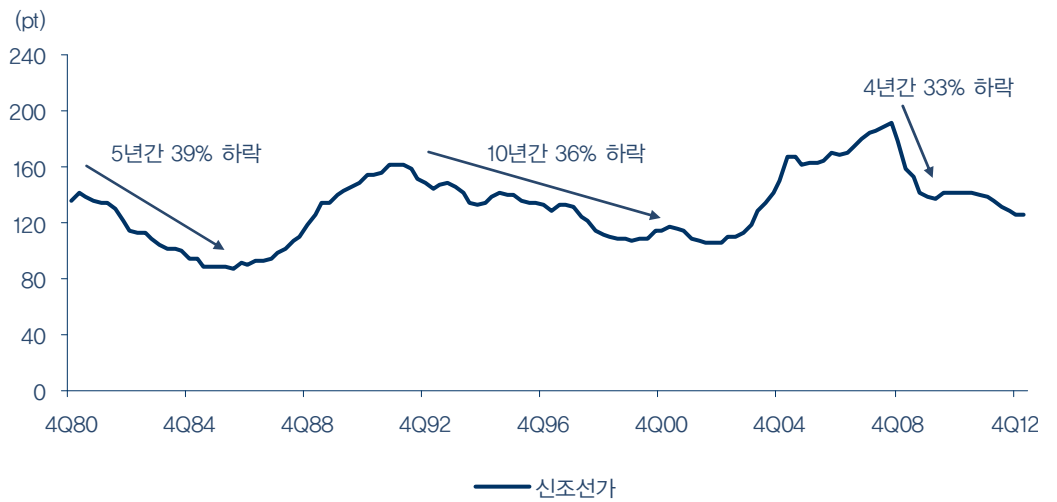
자료: Bloomberg, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 유로존 PMI 지수, 신규 수주 증가율과 높은 상관관계 보임



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 신조선가 최근 들어 바닥을 벗어나고 있는 것으로 보임



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 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 업종자수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종자수 대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종자수 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 기관투자가 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 정 우 창 송 인 옥

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.