



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550

jaewon.lee@tongyang.co.kr

동양증권

조선업종 분기 Update

2Q13: 조선주는 이럴때가 기회



Why This Report

안녕하세요 조선주가 올해도 여지없이 연초 반짝 상승이후 하락세를 나타내고 있습니다. 2011년 이후 무려 3년째 동일한 패턴을 반복하고 있고 이에 대해 많은 투자자들이 실망하고 계신 모습입니다. 그러나 작금의 상황은 분명 지난 2년과는 다르며, '역시나'하는 실망보다는 새로운 기회를 포착해 나가야 하는 시점으로 판단됩니다. 왜 그럴까요? 자료를 통해 확인해보시죠.

종목	투자의견	목표주가 (원)
현대중공업	BUY	240,000
삼성중공업	BUY	45,000
대우조선해양	BUY	32,000
현대미포조선	BUY	142,000

Investment Point

투자의견 및 Valuation : 매수기회 포착해 나가야할 시점

- ▶ 3월초 이후 주도주인 대우, 삼성을 중심으로 조정 받고 있음. 삼성이 발표한 일련의 수주취소/변경공시, 대우/삼성 일부 프로젝트들의 발주지연 등이 작용한 것으로 보임
- ▶ 그러나 주도주들의 일시적인 약재에도 불구하고 조선업종을 바라보는 시각에는 변화가 없음. 해양부문을 중심으로한 수주모멘텀, 그리고 상선부문의 점진적인 회복 여전히 기대 가능
- ▶ 특히 글로벌 경기흐름이 긍정적임. 미국 경기회복 이어지는 가운데, 상선부문 부진의 핵심요인중 하나인 유럽도 하반기에는 회복세로 돌아서면서 조선업종 펀더멘털 개선에 기여할 전망. 유럽리스크 확대, 선진국 경기둔화가 진행되었던 2Q12와는 다른 상황임
- ▶ 매수기회 포착해 나가야할 시점. 최선호주 삼성, 차선호주 미포 제시함. 삼성=①Egina FPSO외에도 컨선, LNG선 등으로 전분기대비 2배의 수주성장 기대됨. ②일련의 수주취소/연기는 펀더멘털에 미친 영향이 거의 없으며 그나마도 이제는 모두 종료되었음. ③valuation 매력적. 미포=①PC선 시황 개선으로 2013년 수주목표 초과달성 기대감 강화되고 있으며, ②선가 인상 가능성도 높아지는 중

2Q13 수주전망 : 삼성, 미포 높은 수주모멘텀 기대

- ▶ 3월말 현재 조선4사의 조선+해양 부문 평균 수주실적 달성율(현재는 2월말 기준)은 18.6%로서 비교적 양호한 수준. 예상했던대로 해양생산설비, PC 선이 업체들 수주실적에 가장 큰 기여
- ▶ 2Q13에는 삼성, 미포에 특히 기대감. 삼성은 최대 45억불까지 수주가능, 미포도 전분기의 10억불을 넘어설 가능성. 반면 현재는 여전히 본사 비조선 및 삼호중공업의 수주 부진으로 연간 목표 달성에 대한 우려는 남을 것으로 보이며, 대우는 발주시점에 약간의 불확실성이 있어 전분기대비 수주모멘텀이 약화될 가능성 있음. 경쟁사대비 공정기술이 6개월

1Q13 실적전망 : 대우, 현대 전분기 대비 수익성 개선 가능

- ▶ 4Q12의 실적 부진으로 향후 이익전망에 대한 눈높이가 낮아지기는 하였으나 이익률이 바닥권에 도달한 뒤 회복 국면에 진입할 것이란 기존의 관점에는 변화가 없는 상황. 각 회사들의 상선 매출은 이제 대체로 2010년 이후 수주물량에서 발생하고 있기 때문에 더 이상의 급격한 수익성 훼손 가능성은 낮아보임. 전분기대비로는 대우와 현대가 비교적 긍정적 흐름이 예상되며, 미포는 영업이익이 BEP 수준에 머물며 부진한 흐름 이어갈 전망

매수기회 포착해 나가야할 시점. 삼성, 미포 Top pick

- 삼성: 전분기대비 수주실적 2배 증가예상. 업종내 가장 낮은 valuation 부담
- 미포: 연간 수주목표 초과달성 기대감. PC선 업황 회복 최고 수혜주

I. 투자의견 및 Valuation

주도주들 중심으로 3월이후
조정지속

3월초 이후 조선업체들의 주가는 주도주인 대우, 삼성을 중심으로 조정을 받고 있다. 현대와 미포도 이미 4Q12 어닝시즌때 미리 조정을 받아 상대적으로 견조하긴 하지만 시장수익률 수준에 불과하다. 3월부터 시작된 주가조정의 배경에는 ①삼성이 발표한 일련의 수주취소/변경 공시, ②대우, 삼성 일부 프로젝트들의 발주지연 등이 작용한 것으로 판단된다. 일부 프로젝트의 지연에도 불구하고 각사가 수주목표 대비 평균 19%의 수주실적을 달성한 것에 비하면 다소 아쉬운 주가흐름이다.

그러나 펀더멘털은 여전히
견조함. 글로벌 경기흐름도
긍정적. 2Q12와는 분명히
다른 상황임

그러나 주도주들의 일시적인 악재에도 불구하고, 조선업종을 바라보는 시각에는 별다른 변화가 없는 상황이다. 해양부문을 중심으로한 수주모멘텀은 여전히 견조하고, 상선부문의 회복도 점진적으로 진행될 가능성이 높다. 글로벌 경기도 미국의 호조가 이어지는 가운데, 상선부문 부진의 핵심요인 중 하나인 유럽도 하반기 회복세로 돌아서면서 조선업 펀더멘털 개선에 기여할 것으로 기대된다.

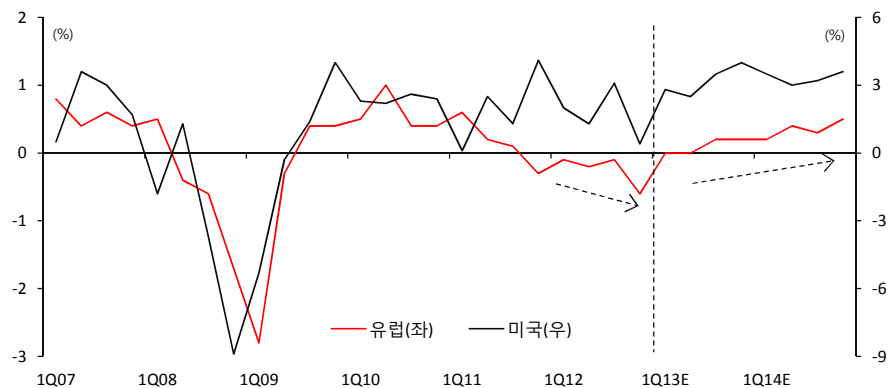
적어도 유럽리스크 확대, 선진국 경기둔화로 조정을 받았던 2Q12와는 다른 상황이라는 판단이며, 양호한 실적과 수주모멘텀을 중심으로 종목을 선별한다면 조선주에도 충분히 기회는 있을 것으로 보인다. 일시적인 악재에 위축되기보다는 하반기 글로벌 경기 회복을 기대하며 매수기회를 잡아나갈 필요가 있다는 판단이다.

매수기회 포착해 나가야.
최선호주 삼성,
차선호주 미포 제시

2분기 조선업종 Top pick 으로 삼성, 차선호주로는 미포를 제시한다. ①시장에서 충분히 인지하고 있는 Egina FPSO 외에도 컨선, LNG 선 등에 높은 수주실적이 기대되는 가운데, ②일련의 수주취소/연기 공시 등으로 우려감이 컸으나, 실제 펀더멘털에 미친 영향은 거의 없고, 그나마도 이제는 수주취소 리스크가 모두 종료된 상황이다. ③valuation 은 2013년 실적을 기준으로 PER 은 업종내 최저인 9.7배이며, PBR 은 금융위기 이후 최저 수준인 1.2배까지 떨어져 있다. 여러모로 매력적인 상황으로 판단된다.

한편, 미포는 부진한 분기실적이 이어지겠으나 ①PC 선 시황 개선으로 올해 수주목표 초과달성 기대감 높아지는 가운데, ①선가인상 기대감도 지속적으로 강화되고 있는 상황이다. 업종내에서 상대적으로 긍정적인 주가 흐름이 가능하다는 판단이다.

선진국 GDP(qoq) : 매크로 환경은 분명 2012년과는 다른 상황

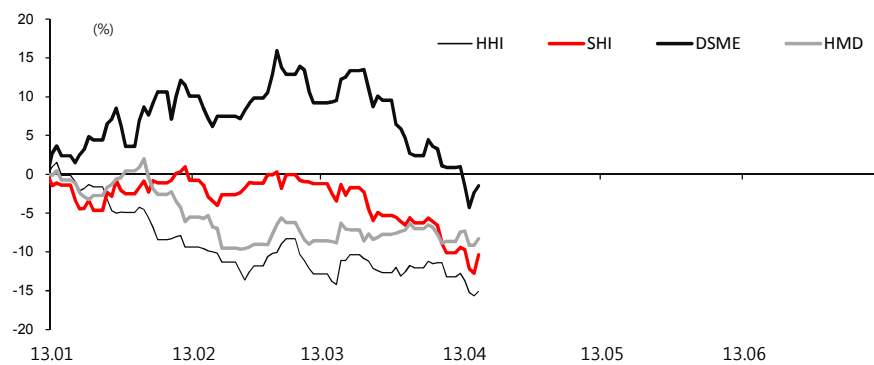


자료: bloomberg, 동양증권 리서치센터전망

동양 조선업종 coverage		(단위: 원, 배, %)			
		현대	삼성	대우	미포
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		240,000	45,000	32,000	142,000
현재주가		197,000	33,200	25,800	112,000
상승여력		21.8%	35.5%	24.0%	26.8%
현재시총(억원)		149,720	76,651	49,379	22,400
PBR	2013E	0.8	1.2	1.0	0.7
	2014E	0.7	1.0	0.9	0.7
	2015E	0.7	0.9	0.8	0.7
PER	2013E	14.3	9.7	14.3	135.4
	2014E	9.8	8.9	8.9	26.3
	2015E	7.2	7.3	6.3	14.3
BPS	2013E	251,019	28,381	26,038	160,500
	2014E	269,150	31,648	28,691	163,295
	2015E	294,536	35,724	32,538	169,674
EPS	2013E	13,809	3,409	1,804	827
	2014E	20,148	3,738	2,900	4,264
	2015E	27,401	4,548	4,094	7,849
ROE	2013E	6.1	14.1	7.2	0.5
	2014E	8.3	13.8	10.7	2.7
	2015E	10.4	14.7	13.4	4.8

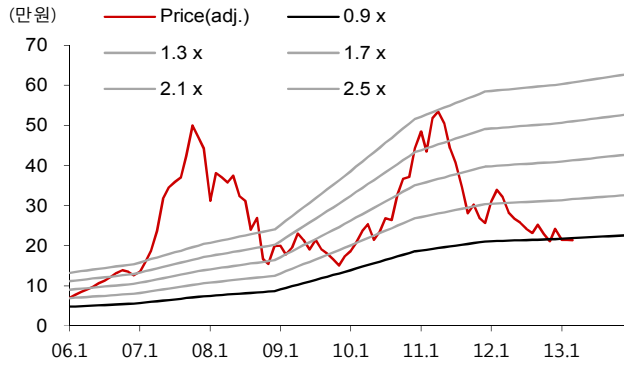
자료: 동양증권 리서치센터

시장대비 상대주가 흐름 : 3 월들어 대우, 삼성 주가 조정 심화



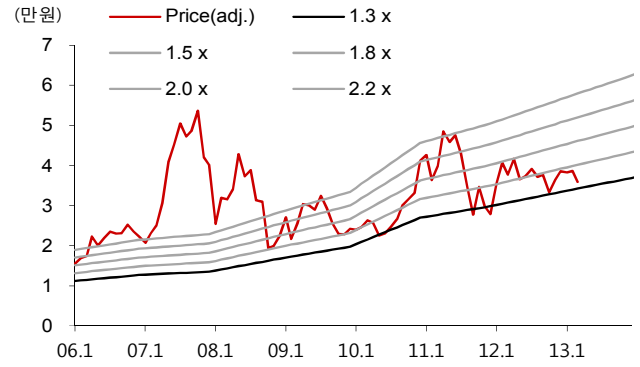
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터전망

현대중공업 PBR 밴드



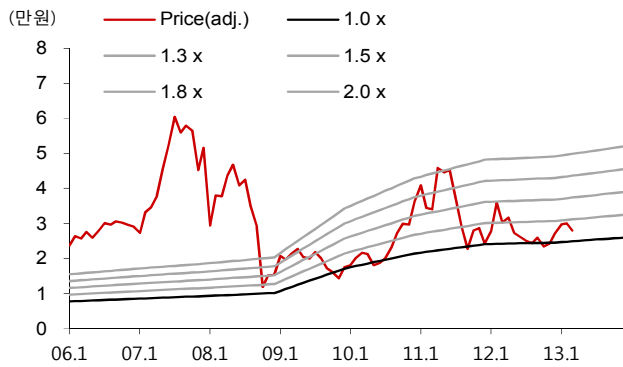
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

삼성중공업 PBR 밴드 : 09 년이후 세번째 PBR 1.3 배 도달



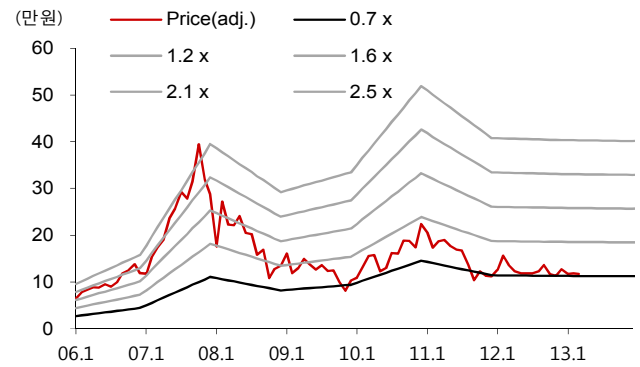
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

대우조선해양 PBR 밴드



자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

현대미포조선 PBR 밴드



자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

II. 수주

1. 1Q13 수주 Review: 생산설비/PC 선 호조. 시추선/LNG 선/컨선 부진

4사 조선/해양 평균
수주실적 달성을 18.6%.
1분기엔 미포, 대우 선전

3월말 현재 조선4사의 조선+해양 부문 평균 수주실적 달성을(현대는 2월말 기준)은 18.6%로서 비교적 양호한 실적을 기록하였다. 예상했던대로 해양생산설비, PC 선이 업체들 수주실적에 가장 큰 기여를 하였는데, 특히 생산설비의 경우 Egina FPSO 를 제외한 대부분의 프로젝트들은 당초 예상과 크게 다르지 않은 시점에 계약이 이루어져 매우 고무적이었다. 반면, 시추선/LNG 선의 경우 기대보다는 발주량이 적었고, 컨테이너선은 예상대로 별다른 회복세를 보이지 못했다.

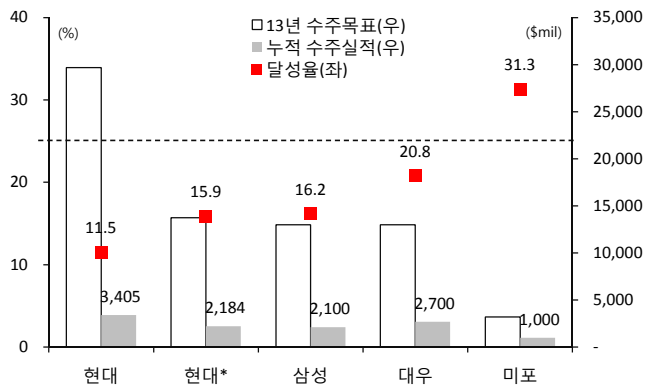
▶업체별로는 1Q13중 10억불(달성을 31%)의 수주실적을 달성한 미포가 조선업체들중 가장 좋은 성과를 기록하였다. 전체 28척중 21척이 PC 선일 정도로 PC 선 발주 회복에 따른 수혜를 확실하게 입었다. 4Q12에 이어 2분기 연속 10억불이 넘는 수주실적을 기록함으로써 올해 수주목표(32억불) 초과달성에 대한 기대감을 높이고 있다.

▶대우 역시 27억불(달성을 21%)로 선전하였다. 비록 컨테이너선, LNG 선, 시추선 등은 전혀 수주가 없었으나, 유럽에서 받은 2건의 대형 해양플랜트(영국 Bressay 플랫폼 15억불, 노르웨이 Dagny 플랫폼 11억불)를 통해 양호한 실적을 기록할 수 있었다.

▶반면, 삼성은 기대했던 Egina FPSO 가 1분기중 수주 확정되지 않으면서 21억불(달성을 16%)로 다소 아쉬운 실적을 달성하였다. 그러나 대형 생산설비 수주가 없었음에도 드릴쉽 (1기), LNG 선(7척) 등 다양한 선종으로 최소한의 수주실적을 확보한 점은 매우 긍정적이며, Egina 는 현대와의 치열한 경쟁끝에 우선협상대상자 지위를 확정지었다는 점에서 충분히 의미가 있다.

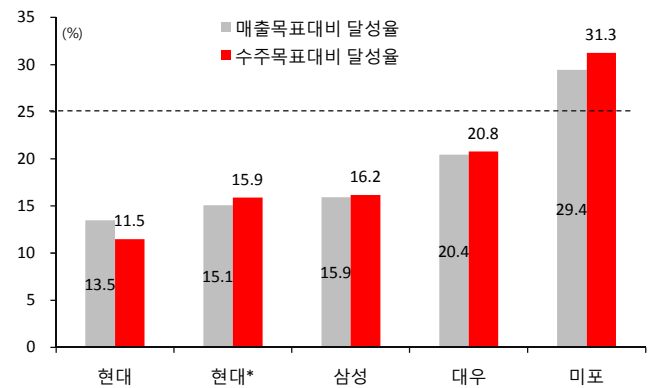
▶3월 실적이 아직 발표되지 않은 현대는 2월말 현재 실적을 기준으로 전사 수주실적이 34억불(달성을 12%)에 그치며 부진하였다. 그러나 조선+해양은 1월에 수주한 생산설비(Aasta Hansteen, 11억불)에 힘입어 22억불(달성을 16%)로 매우 양호한 흐름을 보이고 있다. 3월 LOI 체결한 콩고 Moho Nord 는 1Q13 실적에 인식되지 않을 예정이나, 포함하여 계산시 조선+해양 수주는 42억불(달성을 30.6%)까지 상승한다. 반면, 자회사 삼호중공업은 3월말 현재 약 6.6억불(달성을 15%, 추정치)로 부진한 흐름을 이어가고 있다.

누적 수주실적 및 달성율 : 미포, 대우 높은 달성율



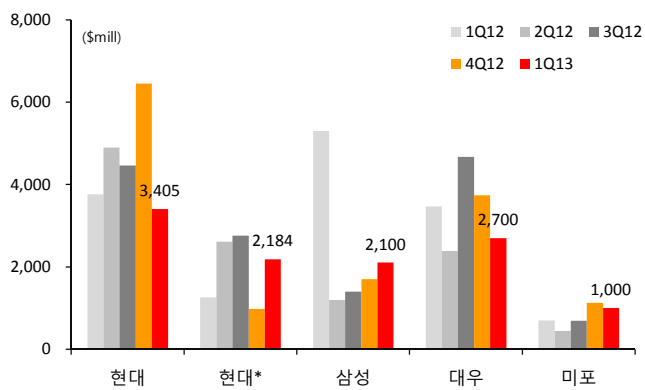
주: 현대는 2 월말 기준. 현대*=조선, 해양부문 합산기준
자료: 각사, 동양증권 리서치센터

수주실적 달성율(수주목표 대비 vs 매출목표 대비)



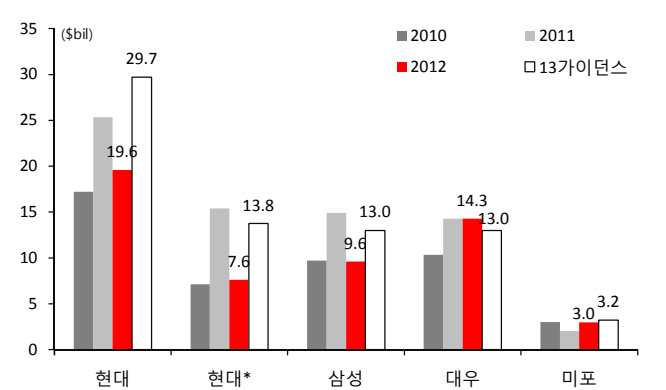
자료: 각사, 동양증권 리서치센터

분기별 수주실적 추이 : 미포 2 분기 연속 10 억불 달성



자료: 각사, 동양증권 리서치센터

연간 수주실적 추이



자료: 각사, 동양증권 리서치센터

각사 부문별 수주가이던스 및 실적					(단위: \$m)	
		12A(a)	13Target(b)	13.2~3월(c)	달성율	yoy(b/a)
현대	전체	19,567	29,676	3,405	11.5%	51.7%
	조선	6,143	7,750	937	12.1%	26.2%
	해양	2,072	6,000	1,247	20.8%	189.6%
	플랜트	4,077	6,000	37	0.6%	47.2%
	엔진기계	1,858	3,100	397	12.8%	66.8%
	전기전자	2,318	3,160	282	8.9%	36.3%
	그린에너지	326	394	57	14.5%	20.9%
	건설기계	2,773	3,272	448	13.7%	18.0%
현대삼호	전체	2,508	4,500	660	14.6%	79.4%
삼성	전체	9,600	13,000	2,100	16.2%	35.4%
	조선	1,300	3,000	1,500	50.0%	130.8%
	해양	8,300	10,000	600	6.0%	20.5%
대우	전체	14,270	13,000	2,700	20.8%	-8.9%
	조선	1,340	3,900	-	0.0%	191.0%
	해양	10,470	9,100	2,700	29.7%	-13.1%
	특수선	2,460	-	-	-	-
미포	전체	2,960	3,200	1,000	31.3%	8.1%
전체		46,397	58,876	9,205	15.6%	
전체(조선+해양 기준)		35,045	42,950	7,984	18.6%	

주: 현대는 2 월말 기준. 나머지는 3 월말 기준 누적 수주실적/ 현대삼호는 회사 발표 데이터가 아닌 당사 추정치임
 자료: 각사, 동양증권 리서치센터

2.2Q13 및 하반기 수주 전망

1)업황점검

드릴쉽 수주부진. 13년 인도선박도 일부 용선미체결. 그러나 용선료 상승, 높은 가동율 감안시 투자여지 살아날 것

▶**드릴쉽**: 드릴쉽은 지난해말부터 수주모멘텀이 상당히 약화되어 2013년에는 3월 현재 1척 수주에 그치고 있다. 올해 2Q, 3Q 인도선에 대해서도 용선 미체결인 경우가 다소 있고, 2014년 인도물량은 대부분 미체결 상태여서 선사들이 신규 발주에 숨고르기를 하는 것으로 보인다.

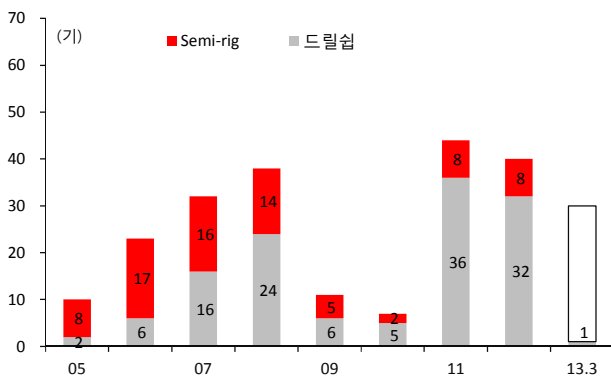
그러나, 지나친 우려는 불필요하다고 판단되는데, ①시추선 용선료의 고공행진, ②90% 이상의 높은 가동율, ③ 고점대비 27%나 낮은 선가 등 긍정적 측면을 주목할 필요가 있다. 여전히 시추선사들의 신규투자에 대한 욕구는 높은 상황이다. 용선료가 계속 상승한다면 석유회사들도 더 이상 기다리기 어려울 것이고, 용선체결이 원활하게 진행된다면 하반기쯤에는 신규발주도 충분히 기대 가능하다는 판단이다.

여전히 올해 가장 높은 성장 기대감. 다만 3사의 연간 수주실적은 170억불→155억불로 하향

▶**해양생산설비**: 생산설비는 2013년 가장 성장 기대감이 큰 섹터로서, 이미 시장에 잘 알려진 나이지리아 Egina FPSO(삼성), 콩고 Moho Nord(현대) 등이 수주계약으로 이어지면서 2Q13에도 우리 업체들의 수주실적에 큰 기여를 할 것으로 전망된다. 프로젝트 진행여부가 불투명했던 호주 Browse 도 최근 진척이 빨라지면서 2~3Q13중 발주 가능성이 높아졌고, 호주 Cash Maple FLNG 프로젝트도 추가되었다.

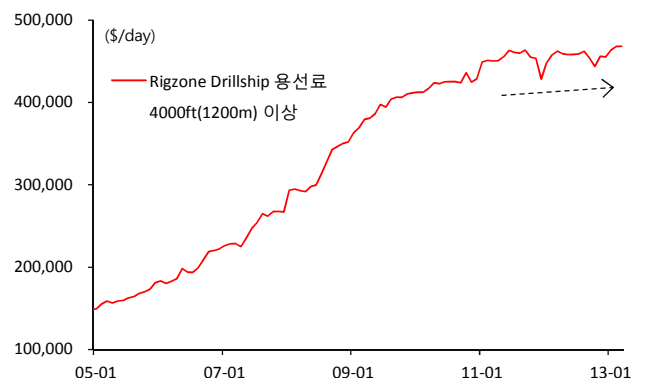
다만, 2013년 최대의 프로젝트였던 이스라엘 Tamar FLNG(대우)는 금년보다는 2014년 발주 가능성이 높아졌고, 기대했던 베트남 Block B 프로젝트는 여전히 안갯속에 있다. 올해 생산설비 수주 총액 예상치는 170억불(2월말) → 155억불(3월말 현재)로 다소 하향조정한다.

전세계 시추선 발주량추이



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

드릴쉽 용선료



자료: bloomberg, 동양증권 리서치센터

주요시추선사들 신규 심해시추선 용선체결 현황

(단위: 기)

시추선사	선박명	종류	조선소	인도시점	용선계약체결
Ensco	ENSCO DS-7	Drillship	삼성	2013.3Q	체결
	ENSCO DS-8	Drillship	삼성	2014.3Q	미체결
	ENSCO DS-9	Drillship	삼성	2014.4Q	미체결
Noble	Noble Globetrotter II	Drillship	현대	2013.2Q	체결
	Noble Don Taylor	Drillship	현대	2013.2Q	체결예정
	Noble Bob Douglas	Drillship	현대	2013.4Q	체결
	Noble Sam Croft	Drillship	현대	2014.2Q	미체결
	HHI Drillship IV	Drillship	현대	2014.3Q	미체결
Diamond	Ocean BlackHawk	Drillship	현대	2013.2Q	체결
	Ocean BlackHornet	Drillship	현대	2013.4Q	체결
	Ocean BlackRhino	Drillship	현대	2014.2Q	미체결
	Ocean BlackLion	Drillship	현대	2014.4Q	미체결
Seadrill	West Auriga	Drillship	삼성	2013.1Q	체결
	West Vela	Drillship	삼성	2013.2Q	체결
	West Tellus	Drillship	삼성	2013.3Q	미체결
	West Neptune	Drillship	삼성	2014.2Q	미체결
	West Jupiter	Drillship	삼성	2014.3Q	미체결
	West Saturn	Drillship	삼성	2014.2Q	미체결
	West Mira	Semi-sub rigs	현대	2015.1Q	체결
	West Rigel	Semi-sub rigs	Jurong	2015.1Q	미체결
Rowan	Rowan Resolute	Drillship	현대	2014.2Q	미체결
	Rowan Renaissance	Drillship	현대	2013.4Q	체결
	Rowan Reliance	Drillship	현대	2014.4Q	미체결
Pacific	Pacific Khamsin	Drillship	삼성	2013.2Q	체결
	Pacific Sharav	Drillship	삼성	2013.4Q	체결
	Pacific Meltem	Drillship	삼성	2014.2Q	미체결
Maersk	DEEPWATER ADVANCED 1	Drillship	삼성	2013.4Q	체결
	DEEPWATER ADVANCED 2	Drillship	삼성	2014.1Q	체결
	DEEPWATER ADVANCED 3	Drillship	삼성	2014.2Q	미체결
	DEEPWATER ADVANCED 4	Drillship	삼성	2014.3Q	미체결
Atwood Oceanics	ATWOOD ADVANTAGE	Drillship	대우	2013.3Q	체결
	ATWOOD ACHIEVER	Drillship	대우	2014.2Q	미체결
	ATWOOD ADMIRAL	Drillship	대우	2015.1Q	미체결
Fred Olsen Energy	Bolette Dolphin	Drillship	현대	2013.3Q	체결
Vantage Drilling	Tungsten Explorer	Drillship	대우	2013.2Q	미체결
Dryships	Ocean Rig Mylos	Drillship	삼성	2013.3Q	체결
	Ocean Rig skylos	Drillship	삼성	2013.4Q	미체결
	Ocean Rig Athena	Drillship	삼성	2013.4Q	체결
		전체	용선계약체결	미체결	체결율
요약	2013	17	14	3	82.4%
	2014	18	4	14	22.2%
	2015	3	0	3	0.0%

주: 주요 시추선사들의 수주잔고만 샘플링한 것임. 가령 2013년 전체 인도량은 27척임 / 음영은 2013년 인도선종에서 용선미체결인 시추선임

자료: 각사, 동양증권 리서치센터 취합

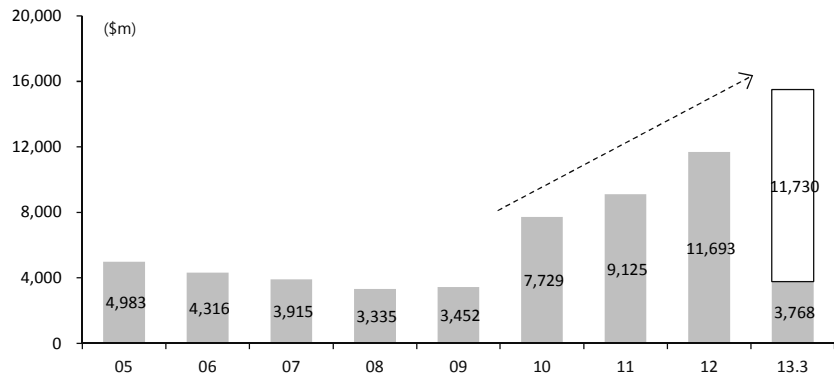
2013년 주요 해양생산설비 프로젝트

(단위: \$m)

No.	상태	투입지역	내용	시점	발주처	lowest/유력	예산금액
1	완료	노르웨이 Aasta Hansteen	Gas Spar platform. 2.1만톤	13/01	Statoil(노)	현대	1,100
2	완료	영국 Bressay	Platform. 3.1만톤	13/02	Statoil(노)	대우	1,588
3	완료	노르웨이 Dagny	Platform. 1.7만톤	13/02	Statoil(노)	대우	1,080
4	진행	UAE Upper Zakum	onshore module. 70만 bpd	13/2Q	Zadco(UAE)	대우	800
5	진행	콩고 Moho Nord	TLWP, 10만톤급	13/2Q	Total(프)	현대	690
6	진행	콩고 Moho Nord	FPU	13/2Q	Total(프)	현대	1,240
7	진행	나이지리아 Egina	OIL FPSO. 20만 bpd	13/2Q	Total(프)	삼성	3,000
8	진행	말레이시아 Rotan	LNG FPSO 2호기	13/3Q	Petronas(말)	JGC-삼성 vs Toyo 컨소시엄	1,000*
9	진행	호주 Cash Maple	LNG FPSO	13/3Q	PTTEP(태)	대우	1,000*
10	진행	인니 Jangkrik	FPU, 파이프라인, subsea	2013	Eni(이)	-	1,000*
11	진행	인니 Gendalo-Gehem	FPU 2기	2013	Chevron(미)	-	1,000*
12	진행	호주 Browse LNG	Platform 등	2013	Woodside	-	1,000
13	진행	베트남 Block B	Gas processing platform. 2.2만톤	2013	Chevron(미)	-	1,000
합							15,498

주: *표는 금액 추정치 / 자료: 각사, Upstream, 동양증권 리서치센터 취합

한국 대형 3사 해양생산설비 수주실적



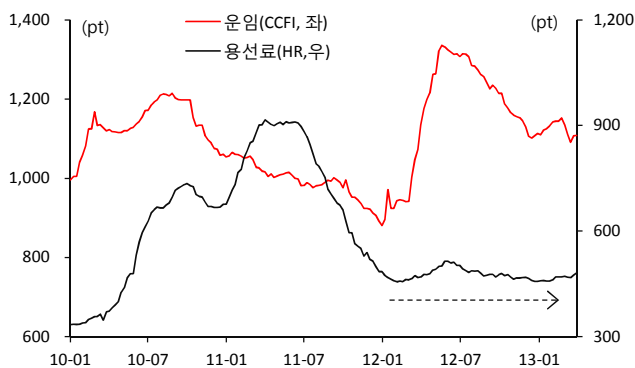
자료: 해외플랜트협회, Upstream, 동양증권 리서치센터 취합

국내 대형 3사가 각각
1~2개의 메가컨선
프로젝트 수주할 수 있는
정도의 업황 유지될 듯

▶**컨테이너선:** 컨테이너선은 2012년 하반기부터는 확실히 수주가 살아나고 있다. 해운시장의 펀더멘털에는 별다른 개선이 없었으나 유럽 금융시장의 안정, 메가 컨선 미보유 선사를 중심으로한 메가 컨선 투자 등이 영향을 주고 있는 상황이다. 그러나, 과거 2H10~1H11과 같은 발주붐을 기대하기 위해선 먼저 용선료의 회복이 선행되어야 하는데, 유럽 경기부진등으로 현재 해운시장의 상황은 그렇게 낙관적이지 않다.

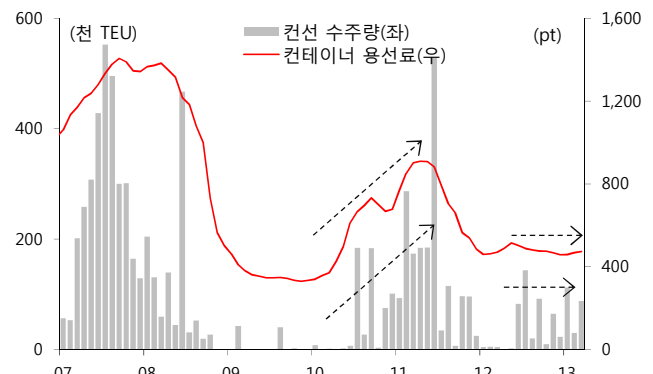
당분간 전세계 컨테이너선 발주량은 현재의 수준에서 횡보하는 흐름이 예상되며, 국내 3사가 회사별로 메가 컨선 프로젝트를 1~2개씩(10~20억불) 수주할 수 있는 정도의 시장 환경은 조성될 것으로 기대된다. 아울러, 당센터의 전망대로 하반기부터 유럽경기가 회복세를 나타낸다면, 2014년은 2013년 대비 좀더 긍정적인 변화가 가능할 것이다.

컨테이너 용선료 및 운임



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

컨테이너선 수주량 추이 : 아직 추세적인 회복단계 아님



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

2013년 주요 메가 컨테이너선 프로젝트

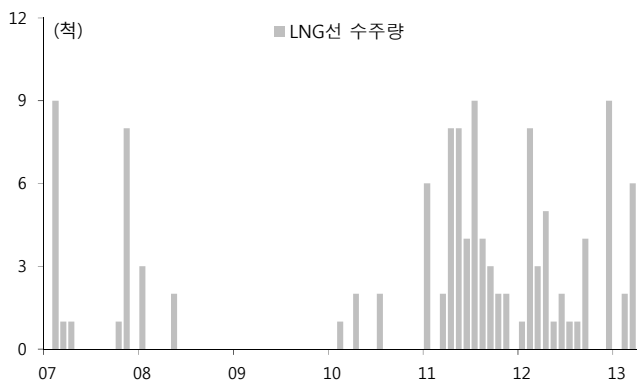
No	상태	발주처	국적	(예상)수주처	(예상)시점	척당 size (TEU)	발주규모 (척)	척당금액 (\$m)	총금액 (\$m)	비고
1	완료	Seaspan	대만	현대	13/01	14,000	5+5	105	1,050	
2	완료	Seaspan	대만	Yangzijiang(중)	13/01	10,000	4+4	90	720	
3	완료	K-Line	일본	Imabari(일)	13/03	13,870	5+0	미공개	-	
4	진행	CSAV	칠레	삼성	13/2Q	9,000	7+7	80	1,120	13/2월 삼성과 LOI 체결
5	진행	Ocean Bulk	그리스	현대	-	9,000	6+0	85	510	13/3월 현대와 LOI 체결
6	진행	UASC	UAE	-	13/2H	18,000	9+0	-	-	
7	진행	UASC	UAE	-	-	14,000	미정	-	-	
8	진행	Rickmers	독일	-	-	미정	8+8	-	-	

자료: Clarksons, Lloyd's list, 동양증권 리서치센터 취합

무난한 시장흐름. 호주 등
대형 가스전 프로젝트
살아있어 LNG 선
발주모멘텀도 여전히 유효

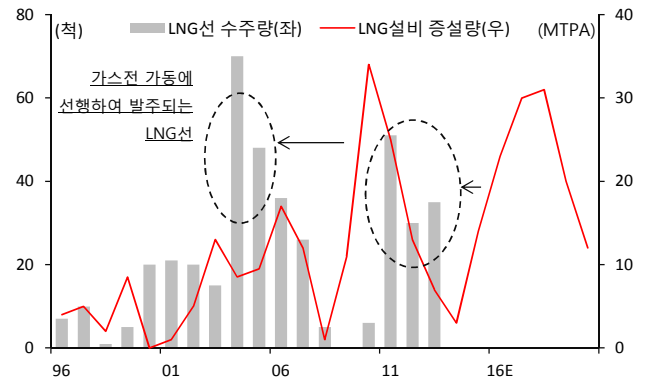
▶LNG 선: LNG 선 발주량은 한국업체들이 주로 건조하는 160k 이상 사이즈를 기준으로 32척 (2012) vs 8척(2013.3월)으로 나뉘지 않고, 당사의 시장전망치 연간 35척 대비해서도 무난한 실적을 거두고 있다. LNG 선 시장은 화주가 직접 선박을 보유하거나, 선사와 20년 이상의 장기계약을 맺는 경우가 많기 때문에 운임지표를 통해 시장을 조망하기가 매우 어렵다. 그러나 2011년부터 시작된 발주사이클의 배경이 호주, 아프리카, 러시아등의 대형 가스전(대체로 2015년부터 본격 생산)에 있음을 감안하면 쉽게 꺾일 성질의 모멘텀은 아니다. 2015년까지 매년 안정적으로 30척이상의 발주를 기대해도 좋다는 판단이다.

LNG 선(140k 이상) 수주량 추이



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

LNG 선 수주량 vs LNG capa 증설



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

2013년 주요 LNG 선 프로젝트

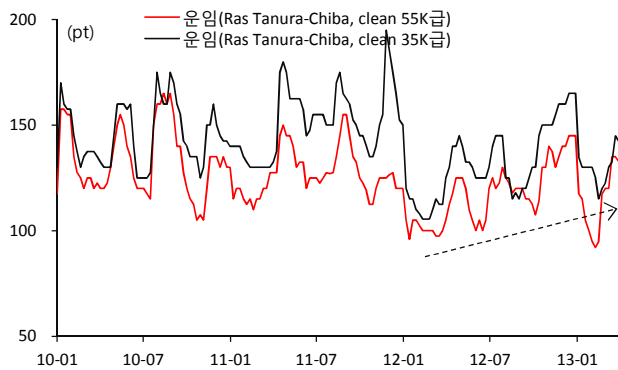
No	상태	발주처	국적	(예상)수주처	(예상)시점	척당 size	발주규모	척당금액	총금액	비고
						(cbm)	(척)	(\$m)	(\$m)	
1	완료	BW group	싱가폴	삼성	13/01	-	1+0	200	200	LNG FSRU
2	완료	GasLog Ltd.	그리스	삼성	13/02	174k	2+0	200	400	
3	완료	NLNG	나이지리아	삼성	13/03	170k	4+0	225	900	
3	완료	NLNG	나이지리아	현대	13/03	170k	2+0	225	450	
4	진행	SK 해운	한국	삼성	13/2Q	180k	2	200	400	
5	진행	Yamal LNG	러시아	-	2013	170k	16	300	4,800	한4, 일2, 리1개사 경쟁중
6	진행	Hyproc	알제리	-	2013	155~170k	3	-	-	한3, 일2개사 경쟁중
7	진행	MISC	말레이시아	-	2013	-	8	-	-	현대,대우,STX, 일2개사 경쟁중

자료: 동양증권 리서치센터

해운시장 완만한 회복세.
선복량 증가세 둔화에
힘입어 업황은 지속 회복
가능성
수주실적 증가 기대

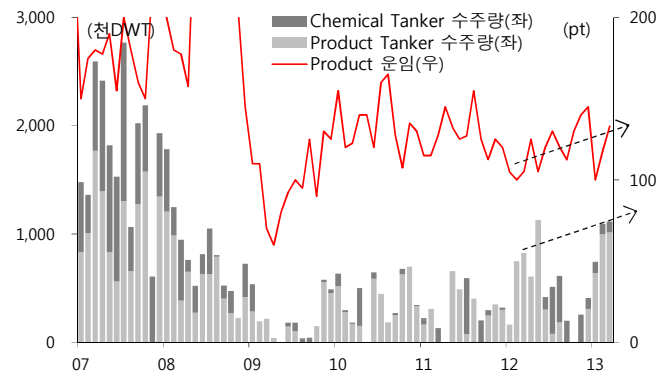
▶PC 선: PC 선의 경우는 2012년부터 운임이 완만한 상승세를 보이고 있다. 비록 2013년초 일시적으로 급락하긴 하였으나 다시금 반등에 성공한 모습이다. 그리고 해운시장의 회복에 힘입어 신조선 발주량도 조금씩 증가세를 시험하고 있다. PC 선 해운시장의 회복은 선복량 증가율이 1%대로 떨어질 정도로 공급이 안정됐기 때문인데, 물동량만 조금더 회복되어 준다면 보다 강한 운임/발주량 상승세를 기대할 수 있을 전망이다.

Product 운임 : 운임은 완만한 회복세. 2014 년까지 이어질 것



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

PC선 수주량 추이



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

삼성=전분기대비 수주실적
2배, 미포도 견조한 흐름
기대

2)회사별 수주 전망

2Q13에는 각사가 예상하는 프로젝트들만 계약이 된다면 각사 모두 전분기 이상의 수주실적은 충분히 달성 가능한 상황이다. 특히 삼성의 경우 1Q13 대비 확연하게 높은 수주성장이 예상되며, 미포도 전분기만큼의 수주실적은 충분히 달성 가능해 보인다. 반면 현대는 해양, 플랜트 부문 수주모멘텀 기대되지만 여전히 본사 비조선 및 삼호중공업의 수주 부진으로 연간 목표 달성에 대한 우려는 남을 것으로 보이며, 대우는 발주시점에 약간의 불확실성이 있어 전분기대비 수주모멘텀이 약화될 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.

▶삼성: ①나이지리아 Egina FPSO(30억불), ②CSAV 컨선(5.5~11억불), ③SK 해운 LNG 선 2척(4억불) 등으로 최대 40~45억불의 수주실적이 기대된다. Egina FPSO는 삼성이 우선협상 대상자로 선정되어 협상이 진행중이고, CSAV 컨선도 금융지원 문제만 남아 수주 확정될 가능성이 높은 상황이다. 전분기의 2배 가까운 수주실적이며, 드릴쉽 옵션 물량까지 일부 발주되는 것을 고려하면 실제 수주실적은 훨씬 올라갈 가능성이 있다.

▶미포: 2분기에도 PC 선 중심의 수주가 예상된다. PC 선 옵션물량만 20척 이상 보유중인데 상당수가 4월중 발주될 전망이다. 2분기에도 10억불 수주달성은 충분히 가능한 것으로 판단된다. 최근 PC 선 시장은 STX의 영업활동이 다소 주춤한 가운데, SPP-미포조선의 양강 구도로 재편된 상황 이어서 선가 인상 여지도 충분히 존재한다.

▶현대: ①쿠웨이트 노스알주르 발전플랜트(12억불), ②콩고 Moho Nord FPU(7억불)와 TLWP(12.5억불) 등 대형 수주건들이 기다리고 있다. 특히 노스알주르 발전 프로젝트는 2012년초 LOI 체결 이후 장기간 표류하였으나 이번에는 수주 계약 체결 가능성이 높아 주가에도 긍정적인 영향이 예상된다. 반면, 전진/엔진기계는 2Q13에도 부진한 흐름이 예상되고, 삼호 역시 별다른 회복은 어려워 보인다.

▶대우: 1분기에서 지연되어 넘어온 ①UAE Upper Zakum 모듈(8억불), ②Transocean 드릴쉽 4척(22억불)의 수주 여부가 초미의 관심사이다. 그러나 연내 수주는 거의 확정적임에도, 2Q13에 발주될지에 대해서는 불확실성이 남아있는 상황이다. 이 두 프로젝트들의 수주계약이 또다시 미뤄진다면 이번분기 수주모멘텀은 전분기대비 다소 약화될 가능성이 있다.

대형 3 사 수주실적 및 예상수주 리스트								(단위: \$m)	
			구분	내용	(예상)시점	발주처	(예상)금액	비고	
현대	수주	조선	컨선	14,000TEU 5척	13/01	Seaspan	550		
		조선	기타	기타			387		
		해양	생산설비	노르웨이 Aasta Hansteen Gas Spar	13/1Q	Statoil	1,100		
		해양	생산설비	기타			147		
		(조선소계)						937	
		(해양소계)						1,247	
		(합)						2,184	
	예상	조선	컨선	14,000TEU 5척	-	Seaspan	550	옵션	
		조선	컨선	9,000TEU 2+2+2척	-	Ocean Bulk	510	LOI 체결	
		해양	생산설비	콩고 Moho Nord FPU	13/2Q	Total(프)	1,240	LOI 체결	
		해양	생산설비	콩고 Moho Nord TLWP	13/2Q	Total(프)	690	LOI 체결	
		(조선소계)						1,060	
		(해양소계)						1,930	
		(합)						2,990	
수주+예상							5,174		
연간목표							13,750		
삼성	수주	조선	LNG FSRU	1척	13/01	BW	200		
		조선	LNG 선	174k 2척	13/02	Gaslog	400		
		조선	LNG 선	170k 4척	13/03	NLNG	900		
		해양	시추선	드릴십 1척	13/01	Pacific	600		
		(조선소계)						1,500	
		(해양소계)						600	
		(합)						2,100	
	예상	조선	컨선	9,000TEU 5+5척	13/2Q	CSAV	1,100	LOI 체결	
		조선	LNG 선	180k 2척	13/2Q	SK 해운	400		
		해양	생산설비	나이지리아 Egina OIL FPSO	13/2Q	Total	3,000	우선협상대상자	
		해양	생산설비	말레이시아 Rotan LNG FPSO 2호기	13/2H	Petronas	1,000	입찰경쟁중	
		해양	시추선	드릴십 9척	13/2H	-	4,950	옵션	
		(조선소계)						1,500	
		(해양소계)						8,950	
	(합)						10,450		
	수주+예상							12,550	
	연간목표							13,000	
대우	수주	해양	생산설비	영국 Bressay Platform	13/02	Statoil	1,588		
		해양	생산설비	노르웨이 Dagny Platform	13/02	Statoil	1,080		
		해양	기타	기타			32		
		(조선소계)						0	
		(해양소계)						2,700	
		(합)						2,700	
	예상	해양	생산설비	UAE Upper Zakum onshore module	2013	Zadco	800	우선협상대상자	
		해양	생산설비	Cash Maple LNG FPSO	13/3Q	PTTEP	1,000	가능성 높음	
		해양	시추선	드릴십 6척	-	Transocean	3,300	옵션	
		해양	시추선	드릴십 2척	-	기타	1,100	옵션	
		(조선소계)						0	
		(해양소계)						6,200	
		(합)						6,200	
수주+예상							8,900		
연간목표							13,000		

자료: 각사, 언론보도, 동양증권 리서치센터

III. 실적

1. 1Q13 전망 : 바닥권 도달후 회복 국면

4Q12 실적 부진으로
이익전망 높이는
낮아졌으나, 회복 국면 진입
관점은 유효

지난 4Q12 조선사들의 실적은 삼성을 제외하고 대체로 실망스러웠다. 07~08년에 수주한 저선가 물량이 수주잔고에서 모두 빠져나가면서 수익성 하락세가 진정될 것으로 기대했으나, 생각보다 큰 폭으로 직전분기대비 수익성이 악화되었다. 전분기대비 OPM 변화는 미포가 -2.9%p로 비교적 하락이 컸고, 대우도 -1.5%p 하락하였다. 현대는 일회성 충당금을 배제하고 보더라도 전사 OPM이 전분기대비 -1.6%p 하락하였다. 삼성만이 -0.6%p로 예상했던 수준의 하락세를 나타내었다. 환율하락 및 2011년 이후 수주한 선박의 수익성이 생각보다 좋지 않았기 때문으로 판단된다.

그러나 4Q12의 실적 부진으로 향후 이익전망에 대한 눈높이가 낮아지기는 하였으나 이익률이 바닥권에 도달한 뒤 회복 국면에 진입할 것이란 기존의 관점에는 변화가 없는 상황이다. 각 회사들의 상선 매출은 이제 대체로 2010년 이후 수주물량에서 발생하고 있기 때문에 더 이상의 급격한 수익성 훼손 가능성은 낮아보인다. 1Q13 각사 영업이익은 yoy 역성장장을 지속하겠으나, 적어도 전분기 대비로는 회복하거나 약간의 반등이 가능할 전망이다.

전분기대비로는 대우,
현대가 비교적 긍정적,
미포는 BEP 수준에서
뒹뚱날 듯

전분기대비로는 대우와 현대가 비교적 긍정적 흐름이 예상되며, 미포는 영업이익이 BEP 수준에 머물며 부진한 흐름을 이어갈 전망이다.

▶대우: 영업이익 1,231억원(-13.1% yoy, 39.4% qoq), OPM 3.3%. 07~08년 고선가 물량 감소에 따른 수익성 하락 국면이 마무리된 가운데, 금년에는 높은 매출성장 및 해양매출비중 증가로 타사와 달리 OPM 개선이 기대되는 상황이다. 이번 1Q13은 이러한 실적개선이 본격화되는 분기가 될 것이다. 다만, 보유중인 미인도 선박들에 대해서 얼마만큼의 유형자산손상차손을 반영할 것인가가 변수가 될 전망이다.

▶현대: 영업이익 4,451억원(-54.1% yoy, 522.4% qoq), OPM 3.4%. 지난 분기에 조선에서 발생한 일회성 비용(3,537억원)을 제거한 영업이익(4,080억원, OPM 2.9%)을 기준으로도 약간의 OPM 개선은 가능하다는 판단이다. 조선의 OPM이 회복(일회성제거 기준)하고, 플랜트는 전분기 대비 수익성 악화되었으나, 정유/전기가 개선되면서 견조한 실적으로 이어질 전망이다.

▶삼성: 영업이익 2,706억원(-17.6% yoy, 2.6% qoq), OPM 7.3%. 07~08년 수주한 고선가 물량이 지난해 하반기를 끝으로 수주잔고에서 대부분 빠져나갔고, 드릴쉽 매출 비중은 큰 변동이 없는 상황이기 때문에, 대체로 4Q12 수준의 수익성을 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

▶미포: 영업이익 6억원(-98.5% yoy, 흑전 qoq), OPM 0.1%. 영업적자로 어닝쇼크를 기록했던 전분기대비 거의 변화가 없을 것이란 판단이다. LPG, RORO 선 등 고마진 선박 수주가 많았던 2011년에 비해, 2012년에는 저마진의 PC 선 수주비중이 크게 늘었는데, 그 영향이 지난 분기부터 본격적으로 실적에 영향을 주고 있는 상황이다. 적어도 상반기까지는 BEP 수준의 이익흐름이 이어질 전망이다.

회사별 분기 실적 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			컨센서스(B)			(A)/(B)
				1Q13E	yoy	qoq	1Q13E	yoy	qoq	
현대중공업	매출액	139,383	141,360	129,166	-7.3%	-8.6%	139,036	-0.2%	-1.6%	-7.1%
	영업이익	9,693	715	4,451	-54.1%	522.4%	4,333	-55.3%	506.0%	2.7%
	세전이익	7,651	-5,470	4,259	-44.3%	흑전	3,784	-50.5%	흑전	12.6%
	순이익	5,230	-3,659	3,194	-38.9%	흑전	2,751	-47.4%	흑전	16.1%
	OPM	7.0%	0.5%	3.4%	-3.5%p	2.9%p	3.1%	-3.8%	2.6%	0.3%p

▶1Q12: 영업이익 시장 기대 상회. 후반기 가격 인하로 조선부문 실적 호조 나타냄. 전전, 그린에너지 등 비조선은 부진한 흐름

▶4Q12: 어닝쇼크 기록. 본사 조선사업부+삼호중공업에서 대규모 충당금(3,537억원) 발생. 비영업에선 금융자산 손상차손, 유형자산손상차손등. 일회성 요인 없을 경우 영업 이익=4,080억원, 세전이익=5,128억원

▶1Q13E: 조선은 추세적인 하락세 지속. 정유, 건기부문 이익 증가로 qoq 이익 회복(전분기 일회성손실 제거한 기준). 별다른 일회성손실 없을 전망

삼성중공업	매출액	35,389	35,395	37,307	5.4%	5.4%	36,550	3.3%	3.3%	2.1%
	영업이익	3,284	2,639	2,706	-17.6%	2.6%	2,697	-17.9%	2.2%	0.3%
	세전이익	3,284	1,201	2,557	-22.1%	113.0%	2,942	-10.4%	145.1%	-13.1%
	순이익	2,527	732	1,956	-22.6%	167.2%	2,232	-11.7%	205.0%	-12.4%
	OPM	9.3%	7.5%	7.3%	-2.0%p	-0.2%p	7.4%	-1.9%	-0.1%	-0.1%p

▶1Q12: 어닝서프라이즈 기록. 후반기 가격 하락 및 해양 프로젝트 change order, 중개수수료 감소 등 일회성 이익 때문

▶4Q12: 영업이익 시장 기대 소폭 상회. 드릴십 매출비중 높게 유지하며 수익성 안정. 영업외에선 태안발전기금 출연대비한 충당금(1,400억원) 발생

▶1Q13E: OPM은 전분기대비 소폭 하락할 전망. 기대치에서 벗어나지 않는 무난한 실적 흐름 예상

대우조선해양	매출액	30,646	38,720	37,054	20.9%	-4.3%	35,706	16.5%	-7.8%	3.8%
	영업이익	1,416	883	1,231	-13.1%	39.4%	1,354	-4.4%	53.3%	-9.1%
	세전이익	1,246	-527	1,304	4.6%	흑전	1,167	-6.3%	흑전	11.7%
	순이익	842	-689	997	18.5%	흑전	859	2.1%	흑전	16.0%
	OPM	4.6%	2.3%	3.3%	-1.3%p	1.0%p	3.8%	-0.8%	1.5%	-0.5%p

▶1Q12: 영업이익 컨센서스 하회. 후반기 가격 인하, 해양 매출비중 증가 등 호재요인 있었으나 자회사들 적자로 다소 부진

▶4Q12: 영업이익 컨센서스 하회. 해양 매출비중 증가했으나, 자회사들 적자 여전. 유형자산손상차손 1,009억원, 외화환산손실 400억원

▶1Q13E: 해양 매출 비중 확대, 자회사 적자 감소로 전분기대비 수익성 회복 기대. 영업외에선 환율 상승으로 외화환산 이익 발생 기대. 단, 보유중인 미인도 VLCC에 대해 유형자산손상차손 크게 발생시 생각보다 작아질수도

현대미포조선	매출액	10,873	11,325	10,359	-4.7%	-8.5%	10,146	-6.7%	-10.4%	2.1%
	영업이익	384	-24	6	-98.5%	흑전	120	-68.8%	흑전	-95.1%
	세전이익	509	-76	307	-39.7%	흑전	335	-34.3%	흑전	-8.2%
	순이익	428	-99	234	-45.4%	흑전	270	-36.8%	흑전	-13.6%
	OPM	3.5%	-0.2%	0.1%	-3.5%p	0.3%p	1.2%	-2.3%	1.4%	-1.1%p

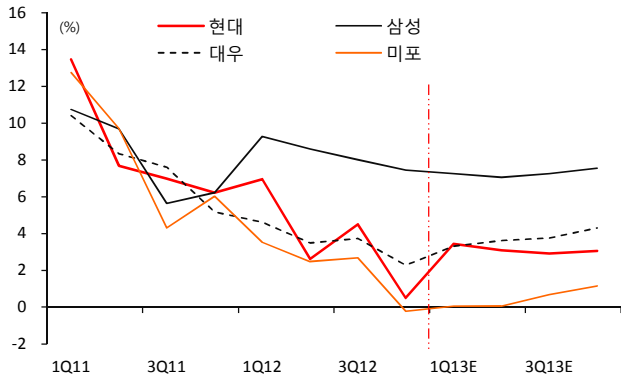
▶1Q12: 영업이익 컨센서스 하회. 후반기 가격 하락에도 불구하고 2010년 수주한 저가 벌크선 매출 비중 늘어나며 실적에 부담

▶4Q12: 어닝쇼크. 본사 수익성 BEP 수준으로 하락, 비나신은 매출감소로 적자 확대. 11년 하반기부터 수주한 선박들 마진 크게 악화

▶1Q13E: 영업이익은 전분기대비 별로 개선 안될 듯. 단, 현중에서의 배당금 수입으로 세전이익은 상대적으로 좋은 흐름 예상

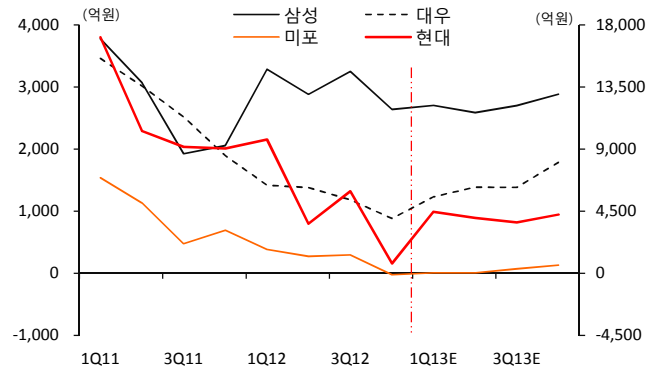
주: 영업이익은 기준 K-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

분기별 OPM 추이



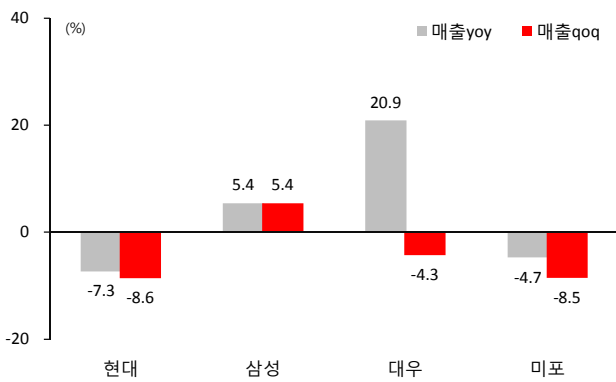
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

분기별 영업이익 추이



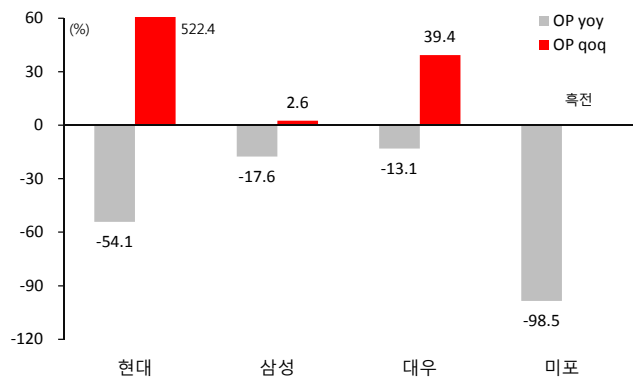
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

1Q13E 매출액 qoq, yoy 비교



자료: 동양증권 리서치센터 추정

1Q13E 영업이익 qoq, yoy 비교



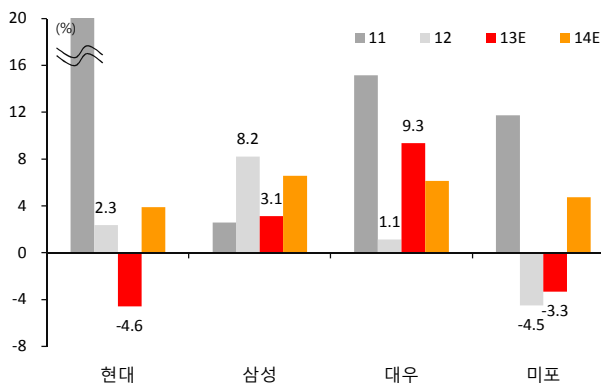
자료: 동양증권 리서치센터 추정

2. 연간 실적전망

회사별 연간실적 비교						(단위: 억원)				
		동양				컨센서스				
		2012	2013E	yoy	2014E	yoy	2013E	yoy	2014E	yoy
현대중공업	매출액	549,737	524,542	-4.6%	545,533	4.0%	556,304	1.2%	579,146	4.1%
	영업이익	19,932	16,440	-17.5%	21,100	28.4%	19,156	-3.9%	23,556	23.0%
	세전이익	14,359	14,520	1.1%	21,178	45.9%	16,041	11.7%	20,985	30.8%
	순이익	10,206	10,890	6.7%	15,883	45.9%	11,819	15.8%	15,364	30.0%
	OPM	3.6%	3.1%	-0.5%p	3.9%	0.7%p	3.4%	-0.2%	4.1%	0.6%
삼성중공업	매출액	144,895	149,415	3.1%	159,220	6.6%	148,813	2.7%	154,058	3.5%
	영업이익	12,057	10,881	-9.7%	11,568	6.3%	10,976	-9.0%	11,747	7.0%
	세전이익	10,450	10,290	-1.5%	11,281	9.6%	11,770	12.6%	12,427	5.6%
	순이익	7,964	7,872	-1.2%	8,630	9.6%	8,953	12.4%	9,512	6.2%
	OPM	8.3%	7.3%	-1.0%p	7.3%	0.0%p	7.4%	-0.9%	7.6%	0.2%
대우조선해양	매출액	140,578	153,710	9.3%	163,133	6.1%	146,255	4.0%	155,289	6.2%
	영업이익	4,863	5,788	19.0%	7,678	32.7%	6,522	34.1%	8,831	35.4%
	세전이익	2,651	4,387	65.5%	7,304	66.5%	5,927	123.6%	8,823	48.9%
	순이익	1,759	3,356	90.8%	5,551	65.4%	4,079	131.9%	6,342	55.5%
	OPM	3.5%	3.8%	0.3%p	4.7%	0.9%p	4.5%	1.0%	5.7%	1.2%
현대미포조선	매출액	44,154	42,690	-3.3%	44,717	4.7%	41,044	-7.0%	42,513	3.6%
	영업이익	927	216	-76.7%	998	362.9%	775	-16.4%	1,550	100.0%
	세전이익	1,192	234	-80.4%	1,122	379.5%	1,220	2.3%	1,816	48.9%
	순이익	864	178	-79.4%	853	379.5%	904	4.7%	1,324	46.5%
	OPM	2.1%	0.5%	-1.6%p	2.2%	1.7%p	1.9%	-0.2%	3.6%	1.8%

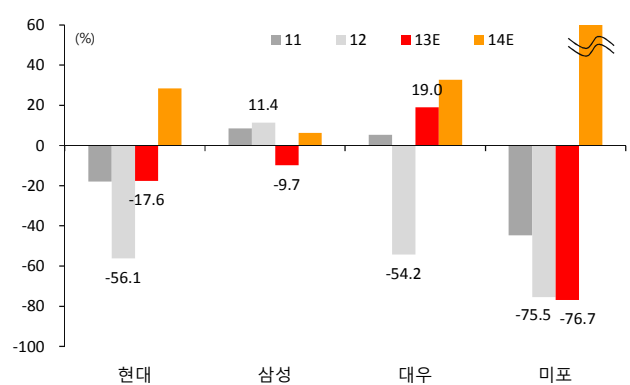
주: 영업이익은 기존 k-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: Wisefin, 동양증권 리서치센터 추정

회사별 매출액 증가율 비교



자료: 동양증권 리서치센터 추정

회사별 영업이익 증가율 비교



자료: 동양증권 리서치센터 추정

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

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



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550

jaewon.lee@tongyang.co.kr

동양증권

현대중공업 (009540)

분기 실적, 바닥은 잡은 듯

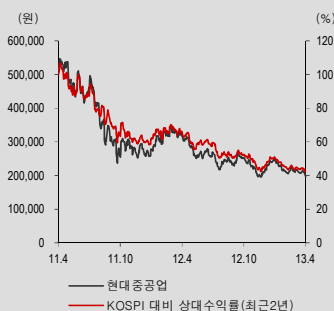
투자의견: **BUY (M)**
목표주가: **240,000원 (D)**

조선

주가	197,000원
자본금	3,800억원
시가총액	149,720억원
주당순자산	251,037원
부채비율	155.72%
총발행주식수	76,000,000주
60일 평균 거래대금	480억원
60일 평균 거래량	223,287주
52주 고	316,500원
52주 저	195,500원
외인지분율	17.92%
주요주주	정몽준 외 5인 21.31%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(6.2)	(19.1)	(37.8)
상대	(4.4)	(4.2)	(5.0)
절대(달러환산)	(9.9)	(24.0)	(38.0)



자료: Datastream

Investment Point

1Q13 실적전망 : 일부 비조선 사업부 전분기대비 수익성 개선

▶ 1Q13 현대중공업은 영업이익 4,451억원(-54.1% yoy, 522.4% qoq), OPM 3.4%의 실적을 거둔 것으로 추정된다. 지난 분기에 조선에서 발생한 일회성 비용(3,537억원)을 제거한 영업이익(4,080억원, OPM 2.9%)을 기준으로도 약간의 OPM 개선은 가능하다는 판단이다. 조선의 OPM이 회복(일회성제거 기준)하고, 플랜트는 전분기대비 수익성 악화되었으나, 정유/건기가 개선되면서 견조한 실적으로 이어질 전망이다.

2Q13 수주전망 : 플랜트 수주모멘텀 기대. 그러나 전전/엔진기계, 삼호 부진

▶ 2월말 현재 회사의 전사 수주실적은 34억불(달성율 11.5%)로 부진한 상황이다. 그러나, 조선+해양은 1월 수주한 생산설비(Aasta Hansteen, 11억불)에 힘입어 22억불(달성율 16%)로 매우 양호한 흐름을 보이고 있다. 3월 LOI 체결한 콩고 Moho Nord는 1Q13 실적에 인식되지 않았으나, 포함하여 계산시 조선+해양 수주는 42억불(달성율 30.6%)까지 상승한다. 한편, 삼호는 3월말 현재 약 6.6억불(달성율 15%, 추정치)로 부진한 흐름을 이어가고 있다.

▶ 2Q13의 경우, ①쿠웨이트 노스알주르 발전(12억불), ②콩고 Moho Nord FPU(7억불)와 TLWP(12.5억불) 등 대형 수주건들이 기다리고 있다. 특히, 노스알주르 발전 프로젝트는 2012년초 LOI 체결 이후 장기간 표류하였으나 이번에는 수주 계약이 체결 가능성이 높아 주가에도 긍정적인 영향이 예상된다. 반면, 전전/엔진기계는 2Q13에도 부진한 흐름 예상되고, 삼호 역시 별다른 회복이 어려운 상황이다. 1Q13 보다는 수주 실적 개선이 기대되나 여전히 연간 수주목표 달성 가능성에 대한 우려감은 남아있다.

하반기 경기회복 + 분기실적 바닥확인. 주가도 하방경직성 확보한 듯

▶ 상선 및 일부 비조선(전기전자, 엔진기계 등) 부문의 업황은 여전히 어려운 상황이다. 다만, 글로벌 경기회복 흐름이 강화된다면 현재 부진한 사업부들의 수주실적도 점차 회복세로 돌아설 가능성은 남아있으며, 분기 영업이익도 이제는 대체로 바닥을 확인한 상황이다. 주가도 충분히 하방경직성을 확보한 것으로 판단된다. 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 실적전망 수정을 반영하여 25 → 24만원으로 하향조정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 24만원 제시

- 글로벌 경기회복 지속시 부진한 비조선사업부도 턴어라운드 가능
- 분기 영업이익 바닥 도달

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	537,117	549,737	524,542	545,533	577,500
매출액증가율	43.8	2.3	-4.6	4.0	5.9
영업이익	45,610	19,932	16,440	21,100	26,819
영업이익률	8.5	3.6	3.1	3.9	4.6
지배주주귀속 순이익	25,590	9,843	10,509	15,328	20,841
지배주주 귀속 EPS	33,671	12,951	13,827	20,168	27,423
증가율	-38.4	-61.5	6.8	45.9	36.0
PER	11.8	20.5	14.2	9.8	7.2
PBR	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.0	10.8	10.2	8.4	6.7
ROA	5.3	2.0	2.1	3.0	3.9
ROE	16.7	5.9	6.1	8.3	10.4

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

1Q13 실적 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			컨센서스(B)			(A)/(B)
				1Q13E	yoy	qoq	1Q13E	yoy	qoq	
현대중공업	매출액	139,383	141,360	129,166	-7.3%	-8.6%	139,036	-0.2%	-1.6%	-7.1%
	영업이익	9,693	715	4,451	-54.1%	522.4%	4,333	-55.3%	506.0%	2.7%
	세전이익	7,651	-5,470	4,259	-44.3%	흑전	3,784	-50.5%	흑전	12.6%
	순이익	5,230	-3,659	3,194	-38.9%	흑전	2,751	-47.4%	흑전	16.1%
	OPM	7.0%	0.5%	3.4%	-3.5%p	2.9%p	3.1%	-3.8%	2.6%	0.3%p

▶1Q12: 영업이익 시장 기대 상회. 후반기 가격 인하로 조선부문 실적 호조 나타냄. 전전, 그린에너지 등 비조선은 부진한 흐름

▶4Q12: 어닝쇼크 기록. 본사 조선사업부+삼호중공업에서 대규모 충당금(3,537억원) 발생. 비영업에선 금융자산 손상차손, 유형자산손상차손 등. 일회성 요인 없을 경우 영업 이익=4,080억원, 세전이익=5,128억원

▶1Q13E: 조선은 추세적인 하락세 지속. 정유, 건기부문 이익 증가로 qoq 이익 회복(전분기 일회성손실 제거한 기준). 별다른 일회성손실 없을 전망 L O R

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

Valuation

(단위: 원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
BPS	233,942	240,543	251,019	269,150	294,536	325,821
ROE	16.7%	5.9%	6.1%	8.3%	10.4%	11.4%

적정 PBR	0.87	자기자본비용	10.4%
ROE(14~15년 평균)	9.4%	무위험자산 이자율	4.0%
영구성장률	2%	beta	1.17
BPS	269,150	리스크프리미엄	5.5%
적정주가	240,000		

자료: 동양증권 리서치센터

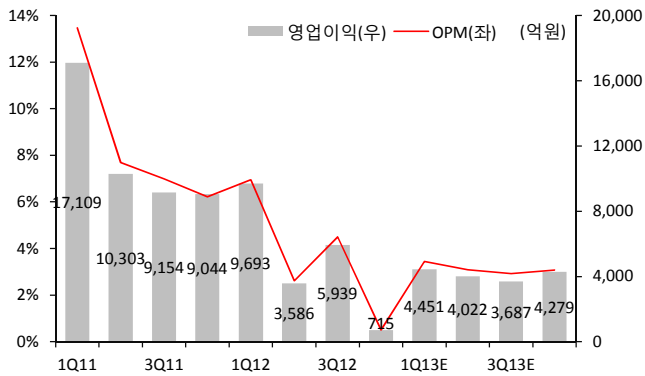
실적전망 수정

(단위: 억원)

변경전				변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	524,057	544,998	578,293	524,542	545,533	577,500	0.1%	0.1%	-0.1%
영업이익	17,739	21,143	27,019	16,440	21,100	26,819	-7.3%	-0.2%	-0.7%
세전이익	17,080	21,451	28,550	14,520	21,178	28,796	-15.0%	-1.3%	0.9%
순이익	12,134	15,239	21,413	10,890	15,883	21,597	-10.3%	4.2%	0.9%
OPM	3.4%	3.9%	4.7%	3.1%	3.9%	4.6%	-0.3%p	0.0%p	0.0%p
ROE	7.0%	8.7%	10.4%	6.1%	8.3%	10.4%	-0.9%p	-0.3%p	0.0%p

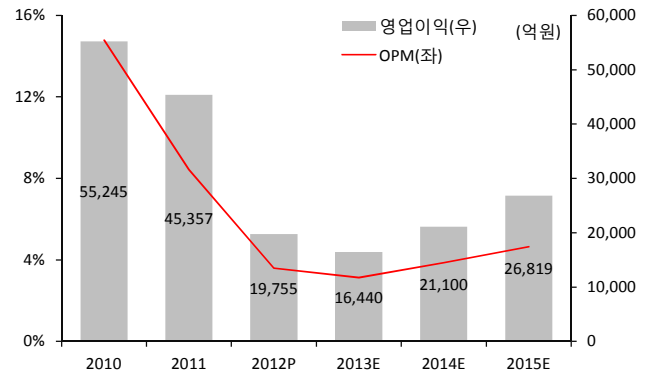
자료: 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 분기 영업이익 추이 (연결)



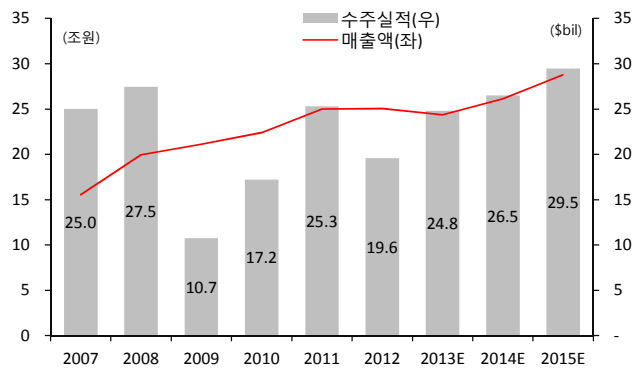
자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 연간 영업이익 추이 (연결)



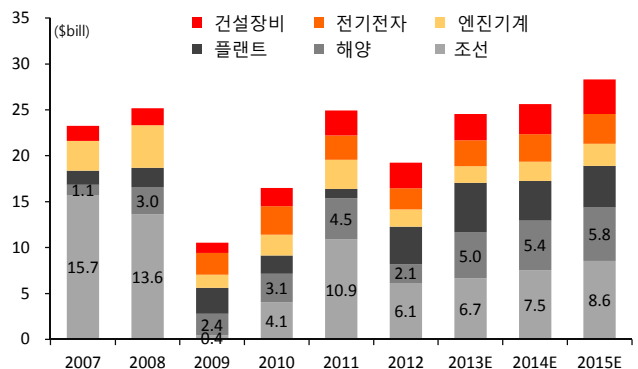
자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 수주-매출액 추이 (개별)



자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 부문별 수주실적 (개별)



자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q13 yoy	1Q13 qoq
수주(\$m)	3,757	4,897	4,462	6,451	-	-	-	-	-	-
매출액	139,383	137,004	131,990	141,360	129,166	130,127	126,197	139,052	-7.3%	-8.6%
조선	46,184	44,482	40,685	46,526	40,747	41,558	38,390	44,594	-11.8%	-12.4%
- 현중	22,610	24,940	23,860	26,254	22,362	22,819	20,993	25,101	-1.1%	-14.8%
- 삼호	13,738	10,168	7,975	10,437	9,392	9,356	8,397	9,365	-31.6%	-10.0%
- 미포	9,631	9,888	9,733	10,187	8,992	9,383	9,000	10,129	-6.6%	-11.7%
해양	9,395	11,316	10,142	12,965	10,647	11,090	10,425	12,199	13.3%	-17.9%
플랜트	3,025	2,922	3,424	4,940	4,798	4,998	4,698	5,498	58.6%	-2.9%
엔진	3,782	4,211	6,097	6,021	4,217	4,301	4,048	4,301	11.5%	-30.0%
전기전자(중전기)	6,455	7,515	7,155	7,608	6,674	6,952	6,674	7,508	3.4%	-12.3%
그린에너지	942	625	671	1,132	647	674	647	728	-31.3%	-42.8%
건설기계	11,787	10,257	8,793	7,075	11,100	10,334	8,803	8,038	-5.8%	56.9%
정유	55,637	53,609	52,677	53,065	48,061	48,061	50,064	54,069	-13.6%	-9.4%
금융/기타	2,176	2,067	2,346	2,028	2,275	2,158	2,447	2,116	4.5%	12.2%
영업이익	9,693	3,586	5,938	715	4,451	4,022	3,687	4,279	-54.1%	522.4%
조선	6,172	3,890	2,041	-1,714	1,098	1,099	1,060	1,378	-82.2%	흑전
- 현중	2,885	2,911	2,062	-816	894	890	819	1,048	-69.0%	흑전
- 삼호	2,955	697	-273	-839	235	234	210	234	-92.1%	흑전
- 미포	337	287	256	-54	-27	-20	37	101	적전	적지
해양	697	573	1,069	828	745	776	730	854	6.9%	-10.0%
플랜트	161	163	-16	733	192	200	188	220	19.2%	-73.8%
엔진	970	850	931	692	506	516	486	516	-47.8%	-26.9%
전기전자(중전기)	-180	-410	-335	145	100	139	133	184	흑전	-31.0%
그린에너지	-49	-189	-416	-410	-129	-135	-129	-146	적지	적지
건설기계	1,106	756	617	263	1,110	982	704	546	0.4%	322.1%
정유	1,389	-1,575	2,481	777	1,202	865	1,051	1,125	-13.5%	54.6%
금융/기타	-573	-472	-434	-599	-372	-420	-537	-398	적지	적지
세전이익	7,651	2,086	10,091	-5,470	4,259	3,467	3,098	3,696	-44.3%	흑전
당기순이익	5,230	1,341	7,293	-3,659	3,194	2,601	2,324	2,772	-38.9%	흑전
영업이익률	7.0%	2.6%	4.5%	0.5%	3.4%	3.1%	2.9%	3.1%	-3.5%p	2.9%p
조선	13.4%	8.7%	5.0%	-3.7%	2.7%	2.6%	2.8%	3.1%	-10.7%p	6.4%p
- 현중	12.8%	11.7%	8.6%	-3.1%	4.0%	3.9%	3.9%	4.2%	-8.8%p	7.1%p
- 삼호	21.5%	6.8%	-3.4%	-8.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	-19.0%p	10.5%p
- 미포	3.5%	2.9%	2.6%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	0.4%	1.0%	-3.8%p	0.2%p
해양	7.4%	5.1%	10.5%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-0.4%p	0.6%p
플랜트	5.3%	5.6%	-0.5%	14.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-1.3%p	-10.8%p
엔진	25.6%	20.2%	15.3%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	-13.6%p	0.5%p
전기전자(중전기)	-2.8%	-5.5%	-4.7%	1.9%	1.5%	2.0%	2.0%	2.4%	4.3%p	-0.4%p
그린에너지	-5.2%	-30.2%	-62.0%	-36.2%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-14.8%p	16.2%p
건설기계	9.4%	7.4%	7.0%	3.7%	10.0%	9.5%	8.0%	6.8%	0.6%p	6.3%p
정유	2.5%	-2.9%	4.7%	1.5%	2.5%	1.8%	2.1%	2.1%	0.0%p	1.0%p
금융/기타	-26.3%	-22.8%	-18.5%	-29.5%	-16.4%	-19.5%	-21.9%	-18.8%	10.0%p	13.2%p

자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 연간실적 전망

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	'11 yoy	'12 yoy	'13 yoy	'14 yoy	'15 yoy
수주(\$m)	25,324	19,567	24,790	26,513	29,498	47.2%	-22.7%	26.7%	6.9%	11.3%
매출액(억원)	537,117	549,736	524,542	545,533	577,500	43.8%	2.3%	-4.6%	4.0%	5.9%
조선	183,519	177,877	165,289	157,891	163,878	15.6%	-3.1%	-7.1%	-4.5%	3.8%
- 현중	94,872	97,664	91,275	84,913	89,542	20.9%	2.9%	-6.5%	-7.0%	5.5%
- 삼호	48,286	42,318	36,510	33,965	35,817	11.9%	-12.4%	-13.7%	-7.0%	5.5%
- 미포	40,941	39,439	37,504	39,013	38,520	9.9%	-3.7%	-4.9%	4.0%	-1.3%
해양	37,289	43,818	44,361	47,666	53,056	8.9%	17.5%	1.2%	7.4%	11.3%
플랜트	26,937	14,311	19,991	27,005	30,930	1.4%	-46.9%	39.7%	35.1%	14.5%
엔진	21,550	20,111	16,866	16,435	17,105	10.5%	-6.7%	-16.1%	-2.6%	4.1%
전기전자(중전기)	23,958	28,733	27,809	30,331	32,691	-13.7%	19.9%	-3.2%	9.1%	7.8%
그린에너지	3,804	3,370	2,697	9,431	12,873	-	-11.4%	-20.0%	249.8%	36.5%
건설기계	42,630	37,912	38,276	44,017	50,620	27.1%	-11.1%	1.0%	15.0%	15.0%
정유	188,185	214,988	200,256	203,357	206,519	206.8%	14.2%	-6.9%	1.5%	1.6%
금융/기타	9,245	8,616	8,996	9,400	9,827	42.8%	-6.8%	4.4%	4.5%	4.5%
영업이익(억원)	45,357	19,755	16,440	21,100	26,819	-17.9%	-56.4%	-16.8%	28.4%	27.1%
조선	24,848	10,389	4,636	5,082	7,599	-7.5%	-58.2%	-55.4%	9.6%	49.5%
- 현중	13,189	7,042	3,651	3,397	4,477	12.1%	-46.6%	-48.2%	-7.0%	31.8%
- 삼호	8,043	2,540	913	849	1,433	-2.3%	-68.4%	-64.1%	-7.0%	68.7%
- 미포	3,635	826	91	855	1,708	-38.5%	-77.3%	-89.0%	838.8%	99.7%
해양	3,892	3,167	3,105	3,337	3,714	-49.1%	-18.6%	-1.9%	7.4%	11.3%
플랜트	2,471	1,041	800	1,350	1,546	-28.2%	-57.9%	-23.2%	68.9%	14.5%
엔진	5,944	3,443	2,024	1,972	2,309	-21.3%	-42.1%	-41.2%	-2.6%	17.1%
전기전자(중전기)	1,532	-780	556	2,123	3,269	-72.6%	적전	흑전	281.7%	54.0%
그린에너지	-1,752	-1,064	-539	94	257	-	적지	적지	흑전	173.0%
건설기계	4,600	2,742	3,342	4,622	5,315	18.3%	-40.4%	21.9%	38.3%	15.0%
정유	5,950	3,072	4,243	4,187	4,336	221.9%	-48.4%	38.1%	-1.3%	3.6%
금융/기타	-2,128	-2,255	-1,727	-1,667	-1,528	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	38,763	14,359	14,520	21,178	28,796	-36.7%	-63.0%	1.1%	45.9%	36.0%
당기순이익	27,434	10,206	10,890	15,883	21,597	-39.9%	-62.8%	6.7%	45.9%	36.0%
영업이익률(%)	8.4%	3.6%	3.1%	3.9%	4.6%	-6.3%p	-4.9%p	-0.5%p	0.7%p	0.8%p
조선	13.5%	5.8%	2.8%	3.2%	4.6%	-3.4%p	-7.7%p	-3.0%p	0.4%p	1.4%p
- 현중	10.4%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	-11.9%p	-3.2%p	-0.2%p	0.0%p	0.0%p
- 삼호	9.2%	7.3%	4.0%	5.0%	5.0%	-3.8%p	-1.9%p	-3.3%p	1.0%p	0.0%p
- 미포	27.6%	17.1%	12.0%	12.0%	13.5%	-11.1%p	-10.5%p	-5.1%p	0.0%p	1.5%p
해양	6.4%	-2.7%	2.0%	7.0%	10.0%	-13.8%p	-9.1%p	4.7%p	5.0%p	3.0%p
플랜트	-46.1%	-31.6%	-20.0%	1.0%	2.0%	-	14.5%p	11.6%p	21.0%p	1.0%p
엔진	10.8%	7.2%	8.7%	10.5%	10.5%	-0.8%p	-3.6%p	1.5%p	1.8%p	0.0%p
전기전자	3.2%	1.4%	2.1%	2.1%	2.1%	0.1%p	-1.7%p	0.7%p	-0.1%p	0.0%p
그린에너지	-23.0%	-26.2%	-19.2%	-17.7%	-15.5%	1.5%p	-3.2%p	7.0%p	1.5%p	2.2%p
건설기계	25,324	19,567	24,790	26,513	29,498	47.2%	-22.7%	26.7%	6.9%	11.3%
정유	537,117	549,736	524,542	545,533	577,500	43.8%	2.3%	-4.6%	4.0%	5.9%
금융/기타	183,519	177,877	165,289	157,891	163,878	15.6%	-3.1%	-7.1%	-4.5%	3.8%

자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 수주실적 및 예상수주 리스트								(단위: \$m)	
			구분	내용	(예상)시점	발주처	(예상)금액	비고	
현대	수주	조선	컨선	14,000TEU 5척	13/01	Seaspan	550		
		조선	기타	기타			387		
		해양	생산설비	노르웨이 Aasta Hansteen Gas Spar	13/1Q	Statoil	1,100		
		해양	생산설비	기타			147		
		(조선소계)						937	
		(해양소계)						1,247	
		(합)						2,184	
예상		조선	컨선	14,000TEU 5척	-	Seaspan	550	옵션	
		조선	컨선	9,000TEU 2+2+2척	-	Ocean Bulk	510	LOI 체결	
		해양	생산설비	콩고 Moho Nord FPU	13/2Q	Total(프)	1,240	LOI 체결	
		해양	생산설비	콩고 Moho Nord TLWP	13/2Q	Total(프)	690	LOI 체결	
		(조선소계)						1,060	
		(해양소계)						1,930	
		(합)						2,990	
수주+예상							5,174		
연간목표							13,750		

자료: 동양증권 리서치센터

현대중공업 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	537,117	549,737	524,542	545,533	577,500
매출원가	467,844	503,309	487,121	502,611	527,581
매출총이익	69,272	46,428	37,421	42,921	49,919
판매비	23,662	26,496	20,982	21,821	23,100
영업이익	45,610	19,932	16,440	21,100	26,819
EBITDA	54,987	29,885	26,749	31,278	36,999
영업외손익	-6,847	-5,573	-1,920	78	1,978
외환관련손익	-1,784	-696	-815	-815	-815
이자손익	-516	-2,141	-2,380	-1,875	-903
관계기업관련손익	-1,483	-3,693	-299	39	230
기타	-3,065	957	1,574	2,728	3,465
법인세비용차감전순손익	38,763	14,359	14,520	21,178	28,796
법인세비용	11,329	4,153	3,630	5,294	7,199
계속사업순손익	27,434	10,206	10,890	15,883	21,597
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27,434	10,206	10,890	15,883	21,597
지배지분순이익	25,590	9,843	10,509	15,328	20,841
포괄순이익	26,168	7,350	9,889	14,882	20,596
지배지분포괄이익	24,984	7,076	9,856	14,361	19,875

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	230,764	252,786	261,623	278,913	297,860
현금및현금성자산	16,100	11,077	10,366	18,427	27,875
매출채권 및 기타채권	98,077	112,701	117,966	119,038	125,495
재고자산	64,781	61,911	65,595	68,220	72,218
비유동자산	259,244	239,945	239,849	240,222	240,783
유형자산	155,647	155,565	156,045	156,535	156,966
관계기업등 지분관련자산	9,729	8,510	8,723	9,275	10,017
기타투자자산	42,156	34,754	34,754	34,754	34,754
자산총계	490,008	492,732	501,472	519,135	538,643
유동부채	254,908	221,740	221,794	224,155	225,244
매입채무 및 기타채무	150,162	115,231	115,286	122,646	128,735
단기차입금	72,123	75,826	75,826	70,826	65,826
유동성장기부채	9,063	9,421	9,421	9,421	9,421
비유동부채	53,335	83,578	83,578	83,578	80,578
장기차입금	22,899	37,587	37,587	37,587	34,587
사채	6,485	25,431	25,431	25,431	25,431
부채총계	308,243	305,318	305,373	307,733	305,823
지배지분	163,791	168,808	176,784	190,579	209,888
자본금	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
자본잉여금	10,998	11,093	11,093	11,093	11,093
이익잉여금	153,994	160,980	169,957	183,752	203,061
비지배지분	17,974	18,605	19,316	20,823	22,933
자본총계	181,765	187,414	196,099	211,402	232,821
순차입금	67,801	103,782	104,493	91,431	73,984
총차입금	113,426	150,172	150,172	145,172	137,172

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	5,035	-34,591	8,950	19,129	20,034
당기순이익	27,434	10,206	10,890	15,883	21,597
감가상각비	8,525	9,109	9,519	9,511	9,569
외환손익	0	0	815	815	815
총속,관계기업관련손익	1,483	3,693	299	-39	-230
자산부채의 증감	-39,818	-62,733	-26,839	-21,184	-25,805
기타현금흐름	7,411	5,133	14,266	14,143	14,087
투자활동 현금흐름	-13,668	-8,093	-10,896	-10,896	-10,896
투자자산	-3,000	5,450	-512	-512	-512
유형자산 증가 (CAPEX)	-16,267	-10,954	-10,000	-10,000	-10,000
유형자산 감소	436	424	0	0	0
기타현금흐름	5,163	-3,013	-384	-384	-384
재무활동 현금흐름	5,988	37,740	34,864	29,864	26,864
단기차입금	0	0	0	-5,000	-5,000
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	-3,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,105	-2,343	-1,424	-1,424	-1,424
기타현금흐름	10,093	40,084	36,289	36,289	36,289
연결범위변동 등 기타	-44	-80	-33,629	-30,036	-26,554
현금의 증감	-2,688	-5,023	-711	8,061	9,448
기초 현금	18,788	16,100	11,077	10,366	18,427
기말 현금	16,100	11,077	10,366	18,427	27,875
NOPLAT	45,610	19,932	16,440	21,100	26,819
FCF	-14,427	-49,566	-14,200	-5,181	-5,510

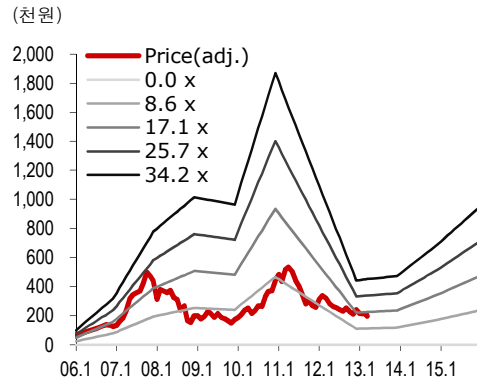
자료: 동양증권

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

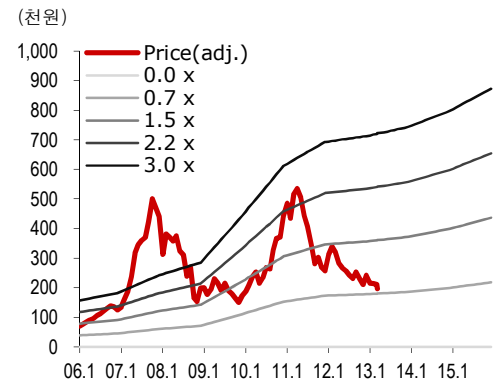
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	33,671	12,951	13,827	20,168	27,423
BPS	233,942	240,543	251,037	269,189	294,595
EBITDAPS	72,351	39,322	35,197	41,156	48,684
SPS	706,732	723,338	690,187	717,806	759,868
DPS	4,000	2,500	2,500	2,500	2,500
PER	11.8	20.5	14.2	9.8	7.2
PBR	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.0	10.8	10.2	8.4	6.7
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	43.8	2.3	-4.6	4.0	5.9
영업이익 증가율 (%)	-17.5	-56.3	-17.5	28.4	27.1
지배순이익 증가율 (%)	-38.4	-61.5	6.8	45.9	36.0
매출총이익률 (%)	12.9	8.4	7.1	7.9	8.6
영업이익률 (%)	8.5	3.6	3.1	3.9	4.6
지배순이익률 (%)	4.8	1.8	2.0	2.8	3.6
EBITDA 마진 (%)	10.2	5.4	5.1	5.7	6.4
ROIC	17.7	6.2	4.7	5.9	7.5
ROA	5.3	2.0	2.1	3.0	3.9
ROE	16.7	5.9	6.1	8.3	10.4
부채비율 (%)	169.6	162.9	155.7	145.6	131.4
순차입금/자기자본 (%)	41.4	61.5	59.1	48.0	35.2
영업이익/금융비용 (배)	15.8	5.1	4.1	5.5	7.3

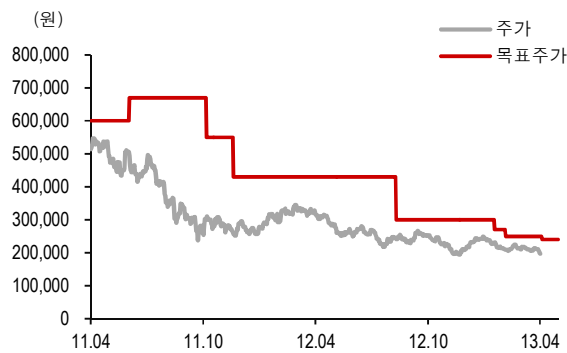
PER Band chart



PBR Band chart



현대중공업 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-04-08	BUY	240,000
2013-02-25	BUY	250,000
2013-02-08	BUY	250,000
2013-01-21	BUY	270,000
2012-10-26	BUY	300,000
2012-10-17	BUY	300,000
2012-08-14	BUY	300,000
2012-06-28	BUY	430,000
2012-05-04	BUY	430,000
2012-02-03	BUY	430,000

자료: 동양증권

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

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



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550

jaewon.lee@tongyang.co.kr

동양증권

삼성중공업 (010140)

수주엔진, 2분기부터 본격 가동

투자의견: BUY (M)

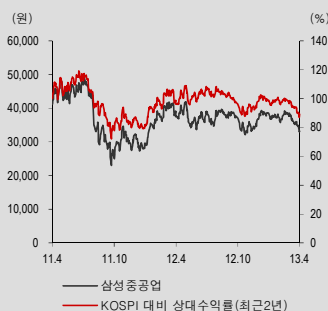
목표주가: 45,000원 (M)

조선

주가	33,200원
자본금	11,550억원
시가총액	76,679억원
주당순자산	28,381원
부채비율	180.84%
총발행주식수	230,990,231 주
60일 평균 거래대금	288억원
60일 평균 거래량	784,326 주
52주 고	41,900원
52주 저	32,100원
외인지분율	30.94%
주요주주	삼성전자 외 9 인 24.46%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(11.7)	(13.3)	(11.9)
상대	(4.4)	(4.2)	(5.0)
절대(달러환산)	(15.2)	(18.5)	(12.3)



자료: Datastream

Investment Point

2Q13 수주전망: 생산설비+컨선+LNG 선 등 다양한 수주모멘텀

▶ 삼성중공업은 지난 1분기 Egina FPSO가 1분기중 수주 확정되지 않으면서 21억불(달성을 16%)로 다소 아쉬운 수주실적을 달성하였다. 그러나 2분기에는 비로소 기대했던 수주모멘텀이 본격화될 전망이다. ①나이 지리아 Egina FPSO(30억불), ②CSAV 컨선(5.5~11억불), ③SK해운 LNG선 2척(4억불)으로 최소 39.5~45억불의 실적을 기록할 것으로 기대된다. 드릴쉽 옵션 물량까지 일부 수주확정될 가능성이 있기 때문에 1분기대비 2배이상의 수주실적 달성도 충분히 기대할 수 있는 상황으로 판단된다.

1Q13 실적전망: 시장기대 충족. 안정적인 이익흐름 기대

▶ 1Q13 삼성중공업은 영업이익 2,706억원(-17.6% yoy, 2.6% qoq), OPM 7.3%의 실적을 거둘 것으로 추정된다. 07~08년 수주한 고선가 물량이 지난해 하반기를 끝으로 수주잔고에서 대부분 빠져나갔고, 드릴쉽 매출 비중은 큰 변동이 없는 상황이기 때문에, 대체로 4Q12 수준의 수익성을 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 1Q12에는 일회성 이익 650억원에 힘입어 기대이상의 실적을 달성한 바 있어, 1Q13의 영업이익 yoy 감소폭은 비교적 크게 나타날 전망이다.

낮은 valuation 과 큰 폭의 수주실적 회복

▶ 삼성중공업에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지하며, 업종 Top pick으로 제시한다. ①시장에서 충분히 인지하고 있는 Egina FPSO외에도 컨선, LNG선 등에서 높은 수주실적이 기대되는 가운데, ②일련의 수주최소/연기 공시 등으로 우려감이 컸으나, 실제 펀더멘탈에 미친 영향은 거의 없고, 그나마도 이제는 수주최소 리스크가 모두 종료된 상황이다. ③valuation은 2013년 실적을 기준으로 PER은 업종내 최저인 9.7배이며, PBR은 금융위기 이후 최저 수준인 1.2배까지 떨어져 있다. 여러모로 매력적인 상황으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 제시

- 전분기대비 큰 폭의 수주실적 회복 기대
- 1Q13 실적, 시장 기대치 충족할 듯

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	133,918	144,895	149,415	159,220	173,645
매출액증가율	1.9	8.2	3.1	6.6	9.1
영업이익	10,826	12,057	10,881	11,568	13,986
영업이익률	8.1	8.3	7.3	7.3	8.1
지배주주귀속 순이익	8,512	7,964	7,872	8,630	10,501
지배주주 귀속 EPS	3,687	3,449	3,409	3,738	4,548
증가율	-14.9	-6.5	-1.2	9.7	21.7
PER	10.2	10.7	9.7	8.9	7.3
PBR	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.7	6.2	5.9	5.3	4.3
ROA	4.8	4.8	4.7	5.1	6.1
ROE	19.4	16.0	14.1	13.8	14.7

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

1Q13 분기 실적 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			컨센서스(B)			(A)/(B)
				1Q13E	yoy	qoq	1Q13E	yoy	qoq	
삼성중공업	매출액	35,389	35,395	37,307	5.4%	5.4%	36,550	3.3%	3.3%	2.1%
	영업이익	3,284	2,639	2,706	-17.6%	2.6%	2,697	-17.9%	2.2%	0.3%
	세전이익	3,284	1,201	2,557	-22.1%	113.0%	2,942	-10.4%	145.1%	-13.1%
	순이익	2,527	732	1,956	-22.6%	167.2%	2,232	-11.7%	205.0%	-12.4%
	OPM	9.3%	7.5%	7.3%	-2.0%p	-0.2%p	7.4%	-1.9%	-0.1%	-0.1%p

▶1Q12: 어닝서프라이즈 기록. 후판가격 하락 및 해양 프로젝트 change order, 중개수수료 감소 등 일회성 이익 650억원 있었음

▶4Q12: 영업이익 시장 기대 소폭 상회. 드릴쉽 매출비중 높게 유지하며 수익성 안정. 영업외에선 태안발전기금 출연대비한 충당금(1,400억원) 발생

▶1Q13E: 무난한 실적 흐름 예상

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

Valuation							(단위: 원)
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	
BPS	22,956	25,714	28,381	31,648	35,724	40,231	
ROE	19.4%	16.0%	14.1%	13.8%	14.7%	14.2%	
적정 PBR	1.42						자기자본비용 10.6%
ROE	14.2%						무위험자산 이자 4.0%
영구성장률	2%						beta 1.20
BPS	31,648						리스크프리미엄 5.5%
적정주가	45,000						

자료: 동양증권 리서치센터

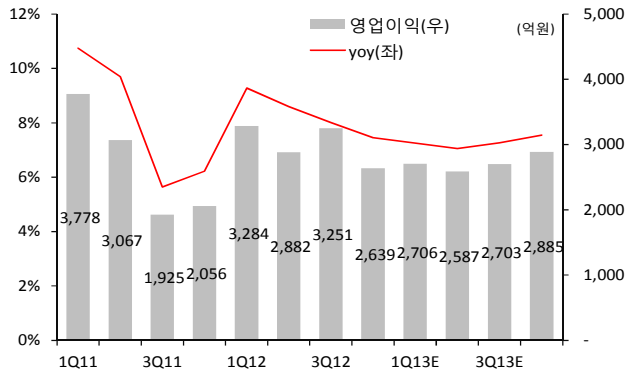
실적전망 수정

(단위: 억원)

변경전				변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	150,925	161,966	176,358	149,415	159,220	173,645	-1.0%	-1.7%	-1.5%
영업이익	10,927	11,758	14,190	10,881	11,568	13,986	-0.4%	-1.6%	-1.4%
세전이익	10,455	11,314	13,867	10,290	11,281	13,727	-1.6%	-0.3%	-1.0%
순이익	8,050	8,712	10,677	7,872	8,630	10,501	-2.2%	-0.9%	-1.6%
OPM	7.2%	7.3%	8.0%	7.3%	7.3%	8.1%	0.1%p	0.0%p	0.1%p
ROE	14.2%	13.6%	14.8%	14.1%	13.8%	14.7%	-0.1%p	0.2%p	-0.1%p

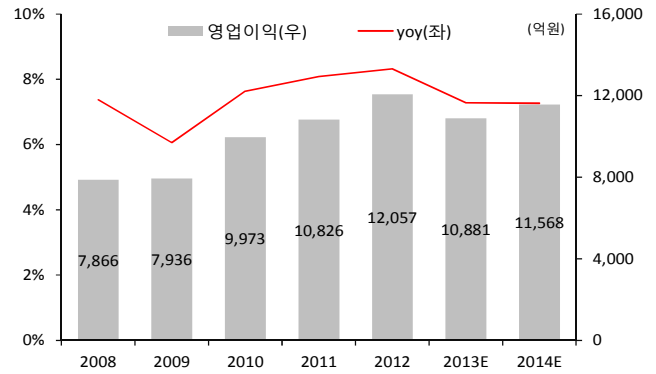
자료: 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 분기 영업이익 추이



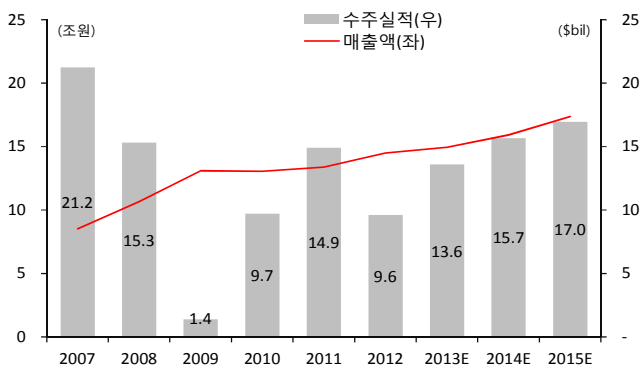
자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 연간 영업이익 추이



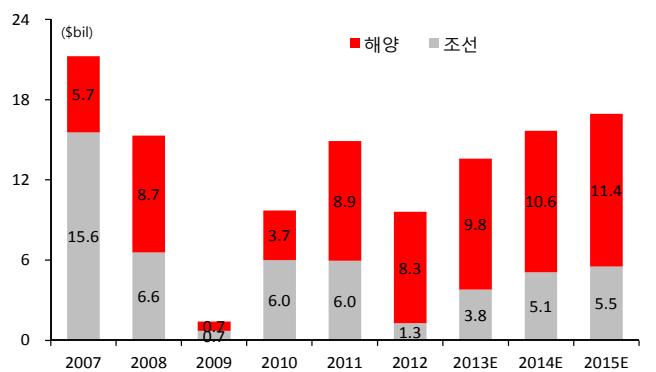
자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 수주-매출액 추이



자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 부문별 수주실적 전망



자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 분기실적전망

(단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q13 yoy	1Q13 qoq
수주실적(\$m)	5,300	1,200	1,400	1,700	-	-	-	-	-	-
조선	400	185	0	715	-	-	-	-	-	-
해양	4,900	1,015	1,400	985	-	-	-	-	-	-
매출액	35,389	33,523	40,587	35,395	37,307	36,653	37,214	38,241	5.4%	5.4%
조선해양	33,202	31,117	38,582	33,429	35,020	34,319	35,020	35,720	5.5%	4.8%
건설	2,188	2,407	2,004	1,966	2,287	2,334	2,194	2,521	4.5%	16.3%
조정영업이익	3,284	2,882	3,251	2,639	2,706	2,587	2,703	2,885	-17.6%	2.6%
조선해양	3,228	2,820	3,165	2,591	2,626	2,505	2,626	2,797	-18.6%	1.4%
건설	56	62	86	48	80	81	77	88	42.5%	67.3%
세전이익	3,284	2,494	3,472	1,201	2,557	2,439	2,560	2,734	-22.1%	113.0%
당기순이익	2,527	1,931	2,773	732	1,956	1,866	1,958	2,091	-22.6%	167.2%
조정 OPM	9.3%	8.6%	8.0%	7.5%	7.3%	7.1%	7.3%	7.5%	-2.0%p	-0.2%p
조선해양	9.7%	9.1%	8.2%	7.8%	7.5%	7.3%	7.5%	7.8%	-2.2%p	-0.3%p
건설	2.6%	2.6%	4.3%	2.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	0.9%p	1.1%p

자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 연간실적전망

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	'11 yoy	'12 yoy	'13 yoy	'14 yoy	'15 yoy
수주실적(\$m)	14,900	9,600	13,586	15,674	16,951	53.6%	-35.6%	41.5%	15.4%	8.2%
조선	5,960	1,300	3,811	5,102	5,518	-0.7%	-78.2%	193.1%	33.9%	8.2%
해양	8,940	8,300	9,775	10,572	11,433	141.6%	-7.2%	17.8%	8.2%	8.2%
매출액	133,918	144,895	149,415	159,220	173,645	2.6%	8.2%	3.1%	6.6%	9.1%
조선해양	123,182	136,330	140,079	144,044	157,554	2.0%	10.7%	2.8%	2.8%	9.4%
건설	10,735	8,565	9,336	10,176	11,092	9.5%	-20.2%	9.0%	9.0%	9.0%
조정영업이익	10,826	12,057	10,881	11,568	13,986	8.6%	11.4%	-9.7%	6.3%	20.9%
조선해양	11,869	11,808	10,555	10,939	13,282	19.7%	-0.5%	-10.6%	3.6%	21.4%
건설	-1,042	249	326	488	555	적전	흑전	30.9%	49.9%	13.5%
세전이익	11,503	10,450	10,290	11,281	13,727	-11.4%	-9.2%	-1.5%	9.6%	21.7%
당기순이익	8,511	7,964	7,872	8,630	10,501	-14.9%	-6.4%	-1.2%	9.6%	21.7%
조정 OPM	8.1%	8.3%	7.3%	7.3%	8.1%	0.4%p	0.2%p	-1.0%p	0.0%p	0.8%p
조선해양	9.6%	8.7%	7.5%	7.6%	8.4%	1.4%p	-1.0%p	-1.1%p	0.1%p	0.8%p
건설	-9.7%	2.9%	3.5%	4.8%	5.0%	-10.3%p	12.6%p	0.6%p	1.3%p	0.2%p

자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 수주실적 및 예상수주 리스트								(단위: \$m)	
			구분	내용	(예상)시점	발주처	(예상)금액	비고	
삼성	수주	조선	LNG FSRU	1척	13/01	BW	200		
		조선	LNG 선	174k 2척	13/02	Gaslog	400		
		조선	LNG 선	170k 4척	13/03	NLNG	900		
		해양	시추선	드릴십 1척	13/01	Pacific	600		
		(조선소계)						1,500	
		(해양소계)						600	
		(합)						2,100	
예상		조선	컨선	9,000TEU 5+5척	13/2Q	CSAV	1,100	LOI 체결	
		조선	LNG 선	180k 2척	13/2Q	SK 해운	400		
		해양	생산설비	나이지리아 Egina OIL FPSO	13/2Q	Total	3,000	우선협상대상자	
		해양	생산설비	말레이시아 Rotan LNG FPSO 2호기	13/2H	Petronas	1,000	입찰경쟁중	
		해양	시추선	드릴십 9척	13/2H	-	4,950	옵션	
		(조선소계)						1,500	
		(해양소계)						8,950	
		(합)						10,450	
수주+예상							12,550		
연간목표							13,000		

자료: 동양증권 리서치센터

삼성중공업 (010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	133,918	144,895	149,415	159,220	173,645
매출원가	116,284	125,543	131,885	140,965	152,713
매출총이익	17,634	19,351	17,530	18,255	20,932
판매비	6,808	7,295	6,649	6,687	6,946
영업이익	10,826	12,057	10,881	11,568	13,986
EBITDA	14,546	15,072	14,054	14,846	17,234
영업외손익	677	-1,606	-591	-287	-259
외환관련손익	-1,023	-361	-280	-95	-113
이자손익	246	279	194	214	260
관계기업관련손익	-324	-3	-14	-14	-14
기타	1,779	-1,520	-491	-392	-392
법인세비용차감전순이익	11,503	10,450	10,290	11,281	13,727
법인세비용	2,992	2,487	2,418	2,651	3,226
계속사업순이익	8,511	7,964	7,872	8,630	10,501
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,511	7,964	7,872	8,630	10,501
지배지분순이익	8,512	7,964	7,872	8,630	10,501
포괄순이익	6,162	7,455	7,872	8,630	10,501
지배지분포괄이익	6,164	7,455	7,873	8,632	10,503

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	94,242	102,759	102,364	107,119	112,588
현금및현금성자산	8,056	9,289	11,896	12,022	12,335
매출채권 및 기타채권	39,860	50,329	47,789	47,430	49,990
재고자산	5,404	6,992	6,407	6,828	7,446
비유동자산	69,897	63,591	63,304	63,345	63,383
유형자산	54,083	52,780	52,408	52,433	52,487
관계기업등 지분관련자산	3	58	144	163	149
기타투자자산	11,470	7,197	7,197	7,197	7,197
자산총계	164,139	166,350	165,668	170,464	175,970
유동부채	105,390	89,187	82,345	80,594	77,683
매입채무 및 기타채무	49,815	48,662	42,821	44,070	44,159
단기차입금	5,848	12,469	12,469	9,469	6,469
유동성장기부채	10,994	2,057	2,057	2,057	2,057
비유동부채	12,310	24,334	24,334	23,334	22,334
장기차입금	997	5,443	5,443	5,443	5,443
사채	0	11,963	11,963	10,963	9,963
부채총계	117,700	113,520	106,679	103,928	100,017
지배지분	46,436	52,826	58,985	66,531	75,948
자본금	11,550	11,550	11,550	11,550	11,550
자본잉여금	4,230	4,232	4,232	4,232	4,232
이익잉여금	36,098	42,986	49,773	57,319	66,736
비지배지분	4	3	4	5	5
자본총계	46,440	52,829	58,989	66,536	75,954
순차입금	-3,264	8,361	5,754	1,628	-2,685
총차입금	27,151	36,676	36,676	32,676	28,676

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	14,398	-11,934	-2,298	2,996	3,367
당기순이익	8,511	7,964	7,872	8,630	10,501
감가상각비	2,942	2,958	3,171	3,276	3,246
외환손익	78	28	280	95	113
총속, 관계기업관련손익	324	3	14	14	14
자산부채의 증감	4,567	-26,629	-16,404	-11,789	-13,276
기타현금흐름	-2,025	3,741	2,770	2,770	2,770
투자활동 현금흐름	1,152	-85	-2,900	-3,333	-3,300
투자자산	161	-759	-100	-33	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,059	-2,450	-2,800	-3,300	-3,300
유형자산 감소	642	150	0	0	0
기타현금흐름	3,408	2,975	0	0	0
재무활동 현금흐름	-11,884	13,348	-1,084	-5,084	-5,084
단기차입금	-9,897	6,838	0	-3,000	-3,000
사채 및 장기차입금	-917	7,588	0	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,082	-1,084	-1,084	-1,084	-1,084
기타현금흐름	13	6	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-77	-96	8,889	5,548	5,330
현금의 증감	3,588	1,233	2,607	126	313
기초 현금	4,467	8,056	9,289	11,896	12,022
기말 현금	8,056	9,289	11,896	12,022	12,335
NOPLAT	10,826	12,057	10,881	11,568	13,986
FCF	13,238	-16,876	-7,707	-2,961	-2,629

자료: 동양증권

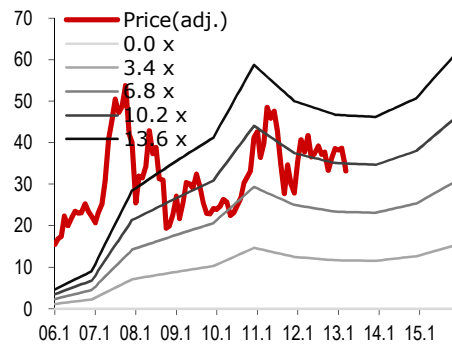
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,687	3,449	3,409	3,738	4,548
BPS	22,956	25,714	28,381	31,648	35,724
EBITDAPS	6,297	6,525	6,084	6,427	7,461
SPS	57,975	62,728	64,685	68,929	75,174
DPS	500	500	500	500	500
PER	10.2	10.7	9.7	8.9	7.3
PBR	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.7	6.2	5.9	5.3	4.3
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	1.9	8.2	3.1	6.6	9.1
영업이익 증가율 (%)	-9.8	11.4	-9.7	6.3	20.9
지배순이익 증가율 (%)	-14.9	-6.4	-1.2	9.6	21.7
매출총이익률 (%)	13.2	13.4	11.7	11.5	12.1
영업이익률 (%)	8.1	8.3	7.3	7.3	8.1
지배순이익률 (%)	6.4	5.5	5.3	5.4	6.0
EBITDA 마진 (%)	10.9	10.4	9.4	9.3	9.9
ROIC	15.9	16.9	12.9	13.0	14.8
ROA	4.8	4.8	4.7	5.1	6.1
ROE	19.4	16.0	14.1	13.8	14.7
부채비율 (%)	253.4	214.9	180.8	156.2	131.7
순차입금/자기자본 (%)	-7.0	15.8	9.8	2.4	-3.5
영업이익/금융비용 (배)	53.6	63.1	40.5	46.0	64.9

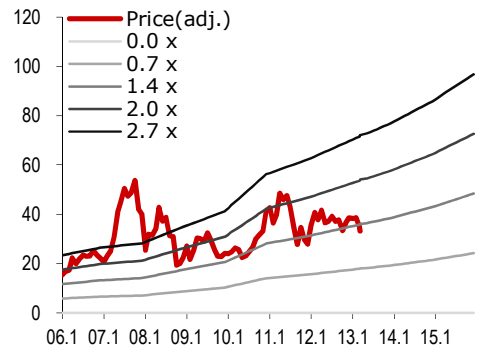
PER Band chart

(천 원)

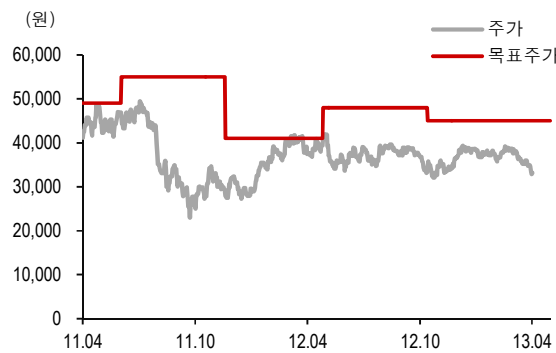


PBR Band chart

(천 원)



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2013-04-08	BUY	45,000
2013-02-08	BUY	45,000
2013-01-31	BUY	45,000
2013-01-21	BUY	45,000
2012-11-02	BUY	45,000
2012-10-17	BUY	45,000
2012-08-14	BUY	48,000
2012-06-28	BUY	48,000
2012-04-30	BUY	48,000
2012-02-03	BUY	41,000

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

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



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

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

동양증권

대우조선해양 (042660)

해양비중 확대 스토리는 여전히 유효

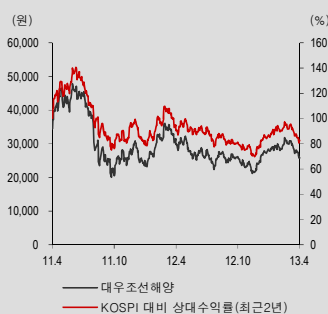
투자의견: **BUY (M)**
목표주가: **32,000원 (M)**

조선

주가	25,800원
자본금	9,620억원
시가총액	49,379억원
주당순자산	26,038원
부채비율	239.47%
총발행주식수	191,390,758주
60일 평균 거래대금	255억원
60일 평균 거래량	881,044주
52주 고	32,300원
52주 저	21,200원
외인지분율	16.39%
주요주주	한국산업은행 외 2인
	31.26%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(14.0)	(7.9)	(12.8)
상대	(4.4)	(4.2)	(5.0)
절대(달러환산)	(17.4)	(13.4)	(13.2)



자료: Datastream

Investment Point

2Q13 수주전망 : 주요 프로젝트 일정 불확실성 존재

- ▶ 지난 1Q13 대우조선해양은 27억불(달성율 21%)의 수주실적을 달성하며 선전하였다. 비록 컨테이너선, LNG선, 시추선 등에선 전혀 수주가 없었으나, 유럽에서 받은 2건의 대형 해양플랜트(영국 Bressay 플랫폼, 노르웨이 Dagny 플랫폼)를 통해 좋은 실적을 기록할 수 있었다.
- ▶ 2Q13의 경우 지난 분기에 지연되어 넘어온 ①UAE Upper Zakum 모듈(8억불), ②Transocean 드릴쉽 4척(22억불)의 수주 여부가 초미의 관심사이다. 그러나 연내 수주가 거의 확정적임에도, 2Q13에 발주 될지에 대해서는 불확실성이 남아있는 상황이다. 이 두가지 프로젝트들의 수주계약이 또다시 미뤄진다면 이번 분기 수주모멘텀은 전분기대비 다소 약화될 가능성이 있다.

1Q13 실적전망 : 실적개선 본격화 기대

- ▶ 1Q13 대우조선해양은 영업이익 1,231억원(-13.1% yoy, 39.4% qoq), OPM 3.3%의 실적을 거둘 것으로 추정된다. 대우조선해양은 07~08년 고선이 물량 감소에 따른 수익성 하락 국면이 마무리된 가운데, 금년에는 높은 매출성장 및 해양매출비중 증가로 타사와 달리 OPM 개선이 기대되는 상황이다. 이러한 긍정적 인 이익흐름은 2011~2012년의 높은 수주실적이 핵심요인이다. 이번 1Q13은 이러한 완만한 실적개선이 본격화되는 분기가 될 것으로 기대된다.

해양비중 확대 스토리는 여전히 유효

- ▶ 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원을 유지한다. ①2011~2012년 해양수주실적 증가에 따른 2013~2014년 완만한 실적회복, ②해양생산설비 시장에서의 높은 수주 경쟁력 등이 대우조선해양의 핵심투자포인트이다. 연간 수주실적 달성 기대감도 여전히 유효하다. 다만, 2Q13에 예정된 주요프로젝트들의 일정이 다소 불투명한 만큼 본격적인 반등까지 좀더 시간이 필요할 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 32,000원 제시

- 2013~2014년 완만한 실적회복 기대
- 해양생산설비 시장에서의 높은 수주경쟁력

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	139,033	140,578	153,710	163,133	174,207
매출액증가율	7.0	1.1	9.3	6.1	6.8
영업이익	10,887	4,863	5,788	7,678	10,185
영업이익률	7.8	3.5	3.8	4.7	5.8
지배주주귀속 순이익	6,864	2,219	3,453	5,551	7,835
지배주주 귀속 EPS	3,587	1,159	1,804	2,900	4,094
증가율	-10.5	-67.7	55.7	60.8	41.2
PER	9.5	23.5	14.3	8.9	6.3
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	13.4	11.8	9.2	7.2
ROA	4.2	1.4	2.1	3.3	4.6
ROE	15.9	4.8	7.2	10.7	13.4

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

1Q13 분기 실적 비교

(단위: 억원)

				동양(A)			컨센서스(B)			(A)/(B)
				1Q13E	yoy	qoq	1Q13E	yoy	qoq	
대우조선해양	매출액	30,646	38,720	37,054	20.9%	-4.3%	35,706	16.5%	-7.8%	3.8%
	영업이익	1,416	883	1,231	-13.1%	39.4%	1,354	-4.4%	53.3%	-9.1%
	세전이익	1,246	-527	1,304	4.6%	흑전	1,167	-6.3%	흑전	11.7%
	순이익	842	-689	997	18.5%	흑전	859	2.1%	흑전	16.0%
	OPM	4.6%	2.3%	3.3%	-1.3%p	1.0%p	3.8%	-0.8%	1.5%	-0.5%p

▶1Q12: 영업이익 컨센서스 하회. 후판가격 인하, 해양 매출비중 증가 등 호재요인 있었으나 자회사들 적자로 다소 부진

▶4Q12: 영업이익 컨센서스 하회. 해양 매출비중 증가했으나, 자회사들 적자 여전. 유형자산손상차손 1,009억원, 외화환산손실 400억원

▶1Q13E: 해양 매출 비중 확대, 자회사 적자 감소로 전분기대비 수익성 회복 기대. 영업외에선 환율 상승으로 외화환산 이익 발생 가능. 단, 보유중인 미인도 VLCC 에 대해 유형자산손상차손 크게 발생시 생각보다 작아질수도

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

Valuation

(단위: 원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
BPS	24,096	24,566	26,038	28,691	32,538	36,795
ROE	15.9%	4.8%	7.2%	10.7%	13.4%	13.1%

적정 PBR	1.1	자기자본비용	10.9%
ROE	12.1%	무위험자산 이자	4.0%
영구성장률	2.0%	beta	1.25
BPS	28,691	리스크프리미엄	5.5%
적정주가	32,000		

자료: 동양증권 리서치센터

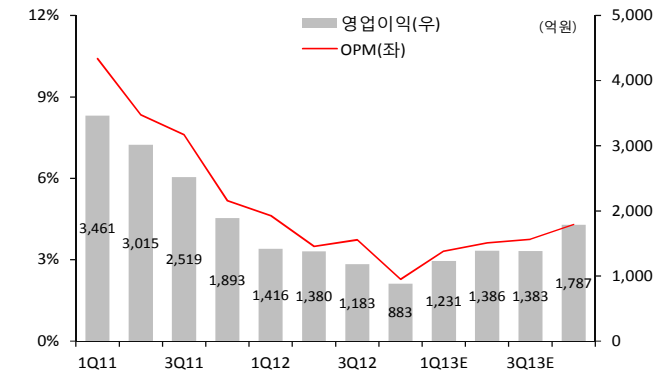
실적전망 수정

(단위: 억원)

	변경전			변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	150,137	159,647	170,749	153,710	163,133	174,207	2.4%	2.2%	2.0%
영업이익	6,343	7,428	9,479	5,788	7,678	10,185	-8.8%	3.4%	7.4%
세전이익	5,844	7,211	9,896	4,387	7,304	10,309	-24.9%	1.3%	4.2%
순이익	4,500	5,553	7,620	3,356	5,551	7,835	-25.4%	0.0%	2.8%
OPM	4.2%	4.7%	5.6%	3.8%	4.7%	5.8%	-0.4%p	0.0%p	0.2%p
ROE	8.9%	10.2%	12.7%	7.2%	10.7%	13.4%	-1.7%p	0.5%p	0.7%p

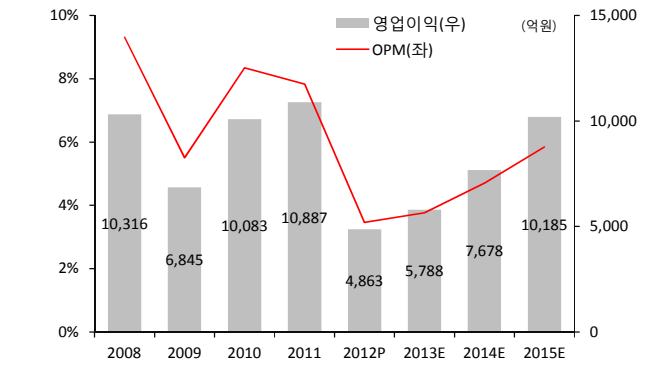
자료: 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 분기 영업이익 추이



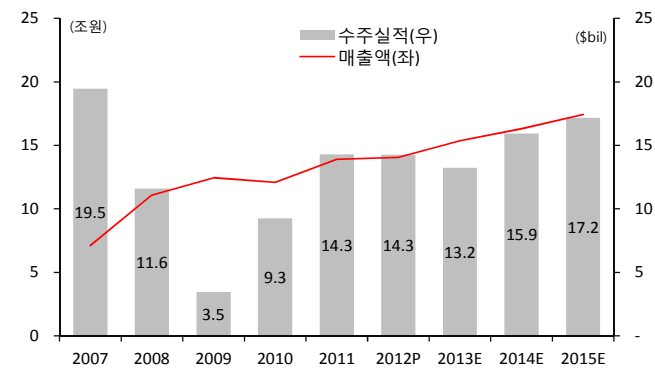
자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 연간 영업이익 추이



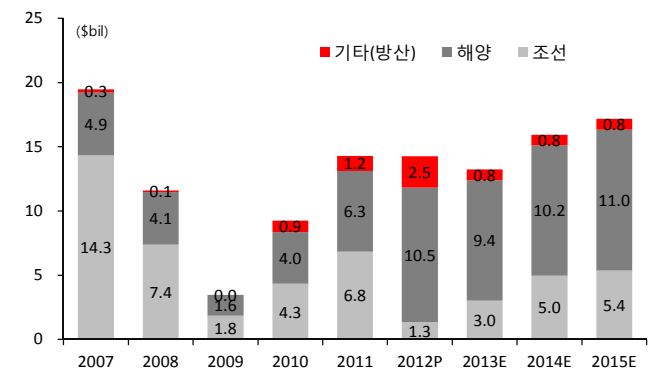
자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 수주-매출액 추이



자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 부문별 수주실적 전망



자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

분기실적 추이					(단위: 억원)					
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q13 yoy	1Q13 qoq
수주실적(\$m)	3,470	2,390	4,670	3,730	-	-	-	-	-	-
- 조선	560	400	0	380	-	-	-	-	-	-
- 해양	2,190	1,880	4,670	1,730	-	-	-	-	-	-
- 기타	720	110	0	1,620	-	-	-	-	-	-
매출액	30,646	39,505	31,706	38,720	37,054	38,290	36,803	41,562	20.9%	-4.3%
본사	29,620	32,878	29,339	33,817	33,323	34,559	33,072	37,831	12.5%	-1.5%
- 조선	15,297	15,450	14,758	16,691	15,061	15,626	14,810	17,258	-1.5%	-9.8%
- 해양	13,915	17,113	14,231	16,803	17,896	18,567	17,896	20,207	28.6%	6.5%
- 기타	408	314	351	322	366	366	366	366	-10.3%	13.7%
자회사	1,027	6,627	2,367	4,903	3,731	3,731	3,731	3,731	263.4%	-23.9%
조정영업이익	1,416	1,380	1,183	883	1,231	1,386	1,383	1,787	-13.1%	39.4%
본사	1,409	1,268	755	1,084	1,017	1,173	1,170	1,674	-27.8%	-6.2%
(대손상각비)	218	696	527	70	400	400	400	300	83.2%	469.6%
본사*	1,627	1,964	1,282	1,154	1,417	1,573	1,570	1,974	-12.9%	22.8%
자회사	-211	-584	-99	-271	-187	-187	-187	-187	적지	적지
세전이익	1,246	1,082	850	-527	1,304	885	881	1,317	4.6%	흑전
당기순이익	842	964	641	-689	997	677	674	1,007	18.5%	흑전
조정 OPM	4.6%	3.5%	3.7%	2.3%	3.3%	3.6%	3.8%	4.3%	-1.3%p	1.0%p
본사	4.8%	3.9%	2.6%	3.2%	3.1%	3.4%	3.5%	4.4%	-1.7%p	-0.2%p
(대손상각비)	0.7%	2.1%	1.8%	0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	-	-
본사*	5.5%	6.0%	4.4%	3.4%	4.3%	4.6%	4.7%	5.2%	-1.2%p	0.8%p
자회사	-20.6%	-8.8%	-4.2%	-5.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	15.6%p	0.5%p

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

연간실적 추이						(단위: 억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	'11 yoy	'12 yoy	'13 yoy	'14 yoy	'15 yoy
수주실적(\$m)	14,280	14,260	13,228	15,944	17,176	54.4%	-0.1%	-7.2%	20.5%	7.7%
- 조선	6,830	1,340	3,011	4,961	5,366	57.7%	-80.4%	124.7%	64.8%	8.2%
- 해양	6,290	10,470	9,388	10,153	10,980	56.9%	66.5%	-10.3%	8.2%	8.2%
- 기타	1,160	2,450	830	830	830	27.5%	111.2%	-66.1%	0.0%	0.0%
매출액	139,033	140,578	153,710	163,133	174,207	15.1%	1.1%	9.3%	6.1%	6.8%
본사	122,576	125,654	138,786	147,709	158,283	1.5%	2.5%	10.5%	6.4%	7.2%
- 조선	77,832	62,197	62,755	61,783	62,697	7.0%	-20.1%	0.9%	-1.5%	1.5%
- 해양	43,433	62,062	74,566	84,387	93,970	-7.2%	42.9%	20.1%	13.2%	11.4%
- 기타	1,311	1,396	1,465	1,539	1,616	6.4%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
자회사	16,456	14,924	14,924	15,424	15,924	39.3%	-9.3%	0.0%	3.4%	3.2%
조정영업이익	10,887	4,863	5,788	7,678	10,185	8.0%	-55.3%	19.0%	32.7%	32.6%
본사	10,126	4,516	5,034	7,987	10,026	0.2%	-55.4%	11.5%	58.7%	25.5%
(대손상각비)	83	1,512	1,500	0	0	-	-	-	-	-
본사*	10,210	6,028	6,534	7,987	10,026	1.0%	-41.0%	8.4%	22.2%	25.5%
자회사	678	-1,165	-746	-308	159	흑전	적전	적지	적지	흑전
세전이익	9,976	2,651	4,387	7,304	10,309	2.3%	-73.4%	65.5%	66.5%	41.1%
당기순이익	6,483	1,759	3,356	5,551	7,835	-12.8%	-72.9%	90.8%	65.4%	41.1%
조정 OPM	7.8%	3.5%	3.8%	4.7%	5.8%	-0.5%p	-4.4%p	0.3%p	0.9%p	1.1%p
본사	8.3%	3.6%	3.6%	5.4%	6.3%	-0.1%p	-4.7%p	0.0%p	1.8%p	0.9%p
(대손상각비)	0.1%	1.2%	1.1%	0.0%	0.0%	-	-	-	-	-
본사*	8.3%	4.8%	4.7%	5.4%	6.3%	0.0%p	-3.5%p	-0.1%p	0.7%p	0.9%p
자회사	4.1%	-7.8%	-5.0%	-2.0%	1.0%	4.4%p	-11.9%p	2.8%p	3.0%p	3.0%p

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

대우조선해양 수주실적 및 예상수주 리스트								(단위: \$m)
			구분	내용	(예상)시점	발주처	(예상)금액	비고
대우	수주	해양	생산설비	영국 Bressay Platform	13/02	Statoil	1,588	
		해양	생산설비	노르웨이 Dagny Platform	13/02	Statoil	1,080	
		해양		기타			32	
		(조선소계)					0	
		(해양소계)					2,700	
		(합)					2,700	
	예상	해양	생산설비	UAE Upper Zakum onshore module	2013	Zadco	800	우선협상대상자
		해양	생산설비	Cash Maple LNG FPSO	13/3Q	PTTEP	1,000	가능성 높음
		해양	시추선	드릴십 6척	-	Transocean	3,300	옵션
		해양	시추선	드릴십 2척	-	기타	1,100	옵션
(조선소계)						0		
(해양소계)						6,200		
(합)							6,200	
수주+예상							8,900	
연간목표							13,000	

자료: 동양증권 리서치센터

대우조선해양 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	139,033	140,578	153,710	163,133	174,207
매출원가	122,691	129,219	140,819	147,916	155,972
매출총이익	16,341	11,359	12,891	15,217	18,236
판매비	5,454	6,497	7,104	7,539	8,051
영업이익	10,887	4,863	5,788	7,678	10,185
EBITDA	13,252	7,449	8,236	10,502	13,033
영업외손익	-912	-2,212	-1,401	-374	124
외환관련손익	-575	-1,863	81	130	469
이자손익	166	-200	-371	-374	-204
관계기업관련손익	-709	6	-20	-20	-20
기타	206	-154	-1,091	-110	-121
법인세비용차감전순손익	9,976	2,651	4,387	7,304	10,309
법인세비용	3,493	892	1,031	1,753	2,474
계속사업순손익	6,483	1,759	3,356	5,551	7,835
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,483	1,759	3,356	5,551	7,835
지배지분순이익	6,864	2,219	3,453	5,551	7,835
포괄순이익	5,836	1,486	3,193	5,558	7,842
지배지분포괄이익	6,108	1,845	3,210	5,587	7,883

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	76,180	71,605	74,777	79,378	83,757
현금및현금성자산	5,417	2,667	2,231	2,921	3,750
매출채권 및 기타채권	49,428	38,834	39,069	42,415	45,294
재고자산	7,521	11,982	11,875	12,440	13,110
비유동자산	90,418	89,617	89,369	89,746	90,098
유형자산	65,037	62,186	62,002	62,435	62,840
관계기업등 지분관련자산	190	606	606	606	606
기타투자자산	6,822	6,771	6,771	6,771	6,771
자산총계	166,597	161,222	164,147	169,124	173,854
유동부채	95,196	81,727	81,839	81,859	80,402
매입채무 및 기타채무	63,400	49,041	49,857	49,877	49,920
단기차입금	16,820	22,204	22,204	22,204	20,704
유동성장기부채	10,941	7,518	7,518	7,518	7,518
비유동부채	26,381	33,953	33,953	33,953	32,953
장기차입금	11,281	11,048	11,048	11,048	11,048
사채	4,718	13,610	13,610	13,610	12,610
부채총계	121,577	115,680	115,792	115,812	113,355
지배지분	45,817	46,716	49,534	54,613	61,975
자본금	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	36,028	37,076	40,057	45,135	52,498
비지배지분	-797	-1,174	-1,180	-1,301	-1,476
자본총계	45,020	45,543	48,354	53,312	60,499
순차입금	36,695	48,940	49,376	48,686	45,357
총차입금	46,416	56,136	56,136	56,136	53,636

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	23	-9,961	2,500	3,576	5,462
당기순이익	6,483	1,759	3,356	5,551	7,835
감가상각비	2,309	2,530	2,384	2,767	2,796
외환손익	571	1,242	-81	-130	-469
총속, 관계기업 관련손익	789	-4	0	20	20
자산부채의 증감	-15,314	-16,953	-7,722	-9,189	-9,271
기타현금흐름	5,184	1,467	4,564	4,556	4,552
투자활동 현금흐름	-6,118	-4,134	-2,443	-2,443	-2,443
투자자산	-172	-915	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,527	-3,382	-3,200	-3,200	-3,200
유형자산 감소	71	216	0	0	0
기타현금흐름	-1,489	-53	757	757	757
재무활동 현금흐름	5,375	11,358	-493	-493	-2,993
단기차입금	3,430	6,240	0	0	-1,500
사채 및 장기차입금	2,989	6,084	0	0	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-958	-966	-493	-493	-493
기타현금흐름	-85	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-7	-13	0	51	803
현금의 증감	-727	-2,750	-436	690	829
기초 현금	6,143	5,417	2,667	2,231	2,921
기말 현금	5,417	2,667	2,231	2,921	3,750
NOPLAT	10,887	4,863	5,788	7,678	10,185
FCF	-10,402	-14,524	-4,047	-3,730	-1,883

자료: 동양증권

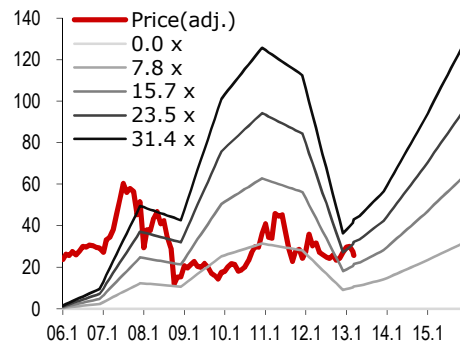
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,587	1,159	1,804	2,900	4,094
BPS	24,096	24,566	26,038	28,691	32,538
EBITDAPS	6,924	3,892	4,303	5,487	6,810
SPS	72,643	73,451	80,312	85,236	91,022
DPS	500	250	250	250	250
PER	9.5	23.5	14.3	8.9	6.3
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	13.4	11.8	9.2	7.2
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	7.0	1.1	9.3	6.1	6.8
영업이익 증가율 (%)	-6.8	-55.3	19.0	32.7	32.6
지배순이익 증가율 (%)	-10.5	-67.7	55.6	60.8	41.1
매출총이익률 (%)	11.8	8.1	8.4	9.3	10.5
영업이익률 (%)	7.8	3.5	3.8	4.7	5.8
지배순이익률 (%)	4.9	1.6	2.2	3.4	4.5
EBITDA 마진 (%)	9.5	5.3	5.4	6.4	7.5
ROIC	12.1	4.4	5.6	7.0	8.9
ROA	4.2	1.4	2.1	3.3	4.6
ROE	15.9	4.8	7.2	10.7	13.4
부채비율 (%)	270.0	254.0	239.5	217.2	187.4
순차입금/자기자본 (%)	80.1	104.8	99.7	89.1	73.2
영업이익/금융비용 (배)	9.3	3.1	3.8	5.0	7.0

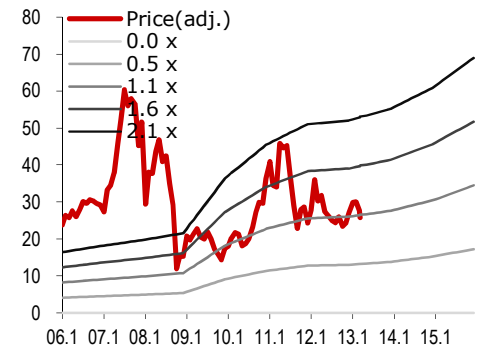
PER Band chart

(천원)

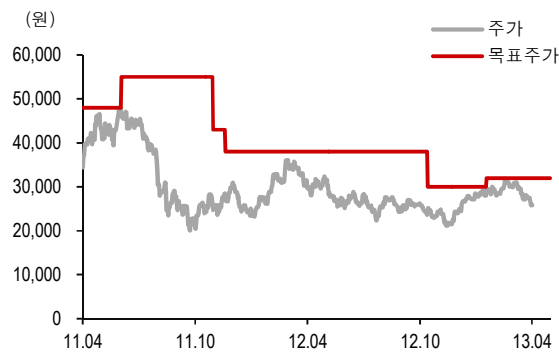


PBR Band chart

(천원)



대우조선해양 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



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

자료: 동양증권

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

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



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

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

동양증권

현대미포조선 (010620)

PC선 시장은 갈수록 회복세

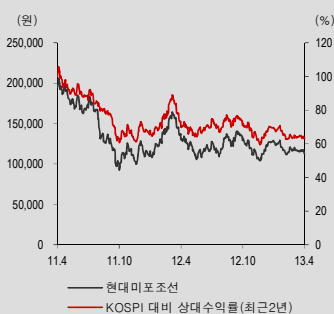
투자의견: **BUY (M)**
목표주가: **142,000원 (D)**

조선

주가	112,000원
자본금	1,000억원
시가총액	22,400억원
주당순자산	160,500원
부채비율	128.89%
총발행주식수	20,000,000주
60일 평균 거래대금	107억원
60일 평균 거래량	89,780주
52주 고	140,500원
52주 저	104,000원
외인지분율	17.46%
주요주주	현대삼호중공업 외 5인
	46.40%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.3)	(11.8)	(13.5)
상대	(4.4)	(4.2)	(5.0)
절대(달러환산)	(8.1)	(17.1)	(13.9)



자료: Datastream

Investment Point

2Q13 수주전망: PC 선 수주모멘텀 지속

▶ 현대미포조선은 지난 1Q13에 10억불(달성을 31%)의 수주실적을 달성하며 업종내에서 가장 좋은 목표달성율을 기록하였다. 전체 28척중 21척이 PC선일 정도로 PC선 발주 회복에 따른 수혜를 확실하게 입은 모습이다. 이러한 양호한 흐름은 2Q13에도 이어질 전망이다. 역시 PC선 중심의 수주가 이어질 전망이다, 특히 옵션물량 20척에 대한 수주 기대감이 높은 상황이다. 전반적으로 PC선 시장이 SPP-미포의 양강 구도로 재편된 모습이어서 선가 인상 여지도 충분히 존재한다는 판단이다.

1Q13 실적전망: BEP 수준의 부진한 영업이익 예상

▶ 1Q13 현대미포조선은 영업이익 6억원(-98.5%yoy, 흑전 qoq), OPM 0.1%의 실적을 거둘 것으로 추정된다. 영업적자로 어닝쇼크를 기록했던 전분기대비 거의 변화가 없을 것이라 판단이다. LPG, RORO선 등 고마진 선박 수주가 많았던 2011년에 비해, 2012년에는 저마진의 PC선 수주비중이 크게 늘었는데, 그 영향이 지난 분기부터 본격적으로 실적에 영향을 주고 있는 상황이다. 적어도 상반기까지는 BEP 수준의 이익 흐름이 이어질 전망이다.

PC 선 시장 회복 최대 수혜. 연간 수주실적 초과달성 기대감

▶ 투자의견 BUY를 유지하며, 조선업종 차선호주로 제시한다. ①PC선 시장의 점진적인 회복에 힘입어 기대 이상의 수주실적을 시현하고 있으며, ②시장이 SPP-미포의 과점체제로 변화하면서 선가 인상 가능성도 높아지고 있다는 점이 핵심 투자포인트이다. 실적부진이 한동안 이어지겠지만, 그보다는 업황 회복 흐름에 좀더 포커스를 맞추고 긍정적 시각을 유지할 필요가 있다는 판단이다. 단, 목표주가는 실적전망 조정을 반영하여 기존 16.1만원 → 14.2만원으로 -12% 하향조정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 142,000원 제시

- PC선 시장회복 지속. 연간 수주목표 초과달성 기대감
- PC선 시장 SPP-미포 과점체제로 변화중. 선가인상 가능성 높아져

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	46,239	44,154	42,690	44,717	44,795
매출액증가율	11.7	-4.5	-3.3	4.7	0.2
영업이익	3,838	927	216	998	1,865
영업이익률	8.3	2.1	0.5	2.2	4.2
지배주주귀속 순이익	1,998	965	165	853	1,570
지배주주 귀속 EPS	9,992	4,827	827	4,264	7,849
증가율	-59.4	-51.7	-82.9	415.6	84.1
PER	15.7	26.0	135.4	26.3	14.3
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.8	15.7	23.2	12.0	7.8
ROA	2.3	1.2	0.2	1.1	2.0
ROE	5.5	3.0	0.5	2.7	4.8

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

1Q13 분기 실적 비교

(단위: 억원)

		동양(A)			컨센서스(B)			(A)/(B)	
		1Q12	4Q12	1Q13E	yoy	qoq	1Q13E	yoy	qoq
현대미포조선	매출액	10,873	11,325	10,359	-4.7%	-8.5%	10,146	-6.7%	-10.4%
	영업이익	384	-24	6	-98.5%	흑전	120	-68.8%	흑전
	세전이익	509	-76	307	-39.7%	흑전	335	-34.3%	흑전
	순이익	428	-99	234	-45.4%	흑전	270	-36.8%	흑전
	OPM	3.5%	-0.2%	0.1%	-3.5%p	0.3%p	1.2%	-2.3%	1.4%

▶1Q12: 영업이익 컨센서스 하회. 후판가격 하락에도 불구하고 2010년 수주한 저가 벌크선 매출 비중 늘어나며 실적에 부담

▶4Q12: 어닝쇼크. 본사 수익성 BEP 수준으로 하락, 비나신은 매출감소로 적자 확대. 11년 하반기부터 수주한 선박들 마진 크게 악화

▶1Q13E: 영업이익은 전분기대비 별로 개선 안될 듯. 1분기는 원래 현중에서의 배당금 수입으로 세전이익이 상대적으로 좋음

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

Valuation

(단위: 억원)

항목	금액	비고
EV	7,745	
EBITDA	1,706	14~15년 평균.
적정 EV/EBITDA	4.5	04~06년 평균
순현금	740	12.12월말 기준
장기투자자산	29,268	
현대중공업	16,090	지분율 7.98%. 2012년 평균
포스코	3,234	지분율 1%. 2012년 평균
KCC	1,194	지분율 3.77%. 2012년 평균
종속법인 및 관계회사	8,750	현대비나신, 하이증권 등. 장부가치
주주가치	28,380	순현금의 20%, 투자자산의 70%만 반영함
발행주식수(천주)	20,000	
주당주주가치(원)	142,000	

자료: 동양증권 리서치센터

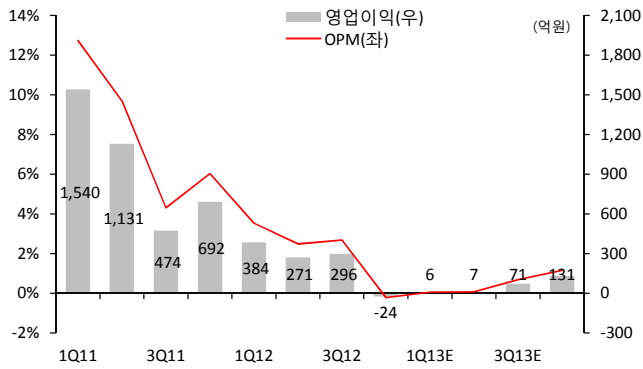
실적전망 수정

(단위: 억원)

	변경전			변경후			변화율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	41,919	44,873	45,167	42,690	44,717	44,795	1.8%	-0.3%	-0.8%
영업이익	1,503	1,779	2,613	216	998	1,865	-85.7%	-43.9%	-28.6%
세전이익	1,869	2,176	3,064	234	1,122	2,065	-87.5%	-48.4%	-32.6%
순이익	1,439	1,676	2,360	178	853	1,570	-87.6%	-49.1%	-33.5%
OPM	3.6%	4.0%	5.8%	0.5%	2.2%	4.2%	-3.1%p	-1.8%p	-1.6%p
ROE	4.3%	4.9%	6.5%	0.5%	2.7%	4.8%	-3.8%p	-2.2%p	-1.7%p

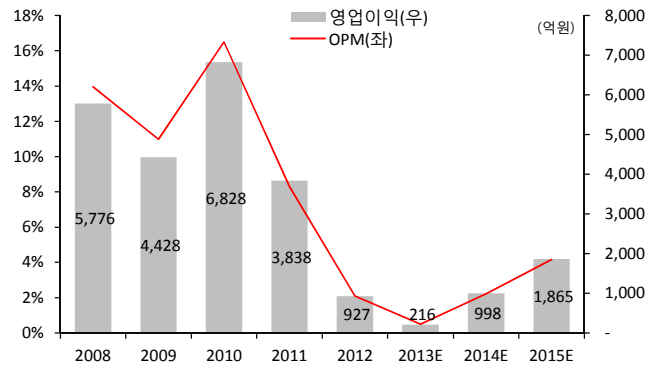
자료: 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 분기 영업이익 추이



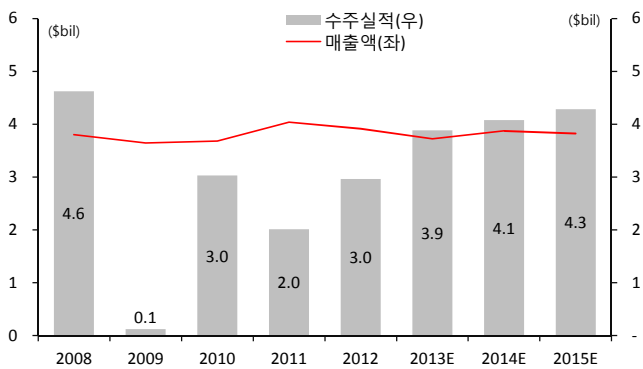
자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 연간 영업이익 추이



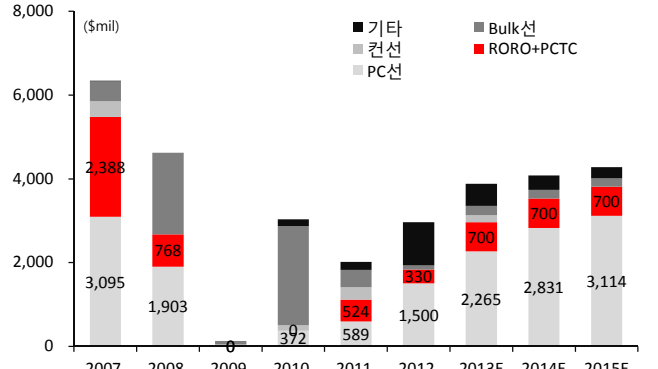
자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 수주-매출액 추이



자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

현대미포조선 부문별 수주실적 전망



자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

연결기준 분기실적전망

(단위: 억원)

	1Q12P	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q13 yoy	1Q13 qoq
수주실적(\$m)	701	437	694	1,128	-	-	-	-	-	-
매출액	10,873	10,902	11,053	11,325	10,359	10,500	10,452	11,380	-4.7%	-8.5%
본사	9,769	9,975	9,817	10,472	9,114	9,494	9,114	10,253	-6.7%	-13.0%
(내부매출)*	209	172	164	353	190	190	190	190	-9.3%	-46.3%
기타**	72	84	80	69	68	80	76	66	-5.0%	-1.2%
금융	1,242	1,015	1,320	1,138	1,367	1,116	1,452	1,251	10.0%	20.1%
영업이익	384	271	296	-24	6	7	71	131	-98.5%	흑전
본사	375	331	313	82	55	76	82	109	-85.4%	-32.9%
기타	-38	-44	-56	-136	-82	-96	-45	-8	적지	적지
금융	47	-16	40	30	33	27	35	30	-30.1%	9.0%
세전이익	509	326	433	-76	307	-86	-23	35	-39.7%	흑전
순이익	428	216	319	-99	234	-66	-17	27	-45.4%	흑전
지배주주순이익	435	253	329	-51	234	-66	-17	27	-46.3%	흑전
영업이익률(%)	3.5%	2.5%	2.7%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.7%	1.2%	-3.5%	0.3%
본사	3.8%	3.3%	3.2%	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	-3.2%	-0.2%
기타	-52.8%	-52.1%	-70.4%	-197.1%	-120.0%	-120.0%	-60.0%	-11.7%	-67.2%	77.1%
금융	3.8%	-1.6%	3.0%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	-1.4%	-0.2%

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

자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터

연결기준 연간실적전망

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	11yoy	'12yoy	'13yoy	'14yoy	'15yoy
수주실적(\$m)	2,011	2,960	3,880	4,076	4,283	-33.6%	47.2%	31.1%	5.1%	5.1%
매출액	46,239	44,154	42,690	44,717	44,795	11.7%	-4.5%	-3.3%	4.7%	0.2%
본사	41,738	40,033	37,974	39,502	39,003	11.6%	-4.1%	-5.1%	4.0%	-1.3%
(내부매출)*	1,351	898	759	790	780	132.4%	-33.5%	-15.4%	4.0%	-1.3%
기타**	553	304	289	301	297	24.8%	-45.0%	-4.9%	4.0%	-1.3%
금융	5,298	4,715	5,186	5,705	6,275	34.8%	-11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
영업이익	3,838	927	216	998	1,865	-43.8%	-75.8%	-76.7%	362.9%	86.9%
본사	3,517	1,100	322	769	1,578	-35.7%	-68.7%	-70.8%	139.2%	105.3%
기타	118	-273	-230	86	130	-73.7%	적전	적지	흑전	50.0%
금융	203	101	124	143	157	-77.8%	-50.4%	23.5%	14.6%	10.0%
세전이익	3,147	1,192	234	1,122	2,065	-54.4%	-62.1%	-80.4%	379.5%	84.1%
순이익	2,024	864	178	853	1,570	-62.1%	-57.3%	-79.4%	379.5%	84.1%
지배주주순이익	1,998	965	178	853	1,570	-59.4%	-51.7%	-81.6%	379.5%	84.1%
영업이익률(%)	8.3%	2.1%	0.5%	2.2%	4.2%	-8.2%p	-6.2%p	-1.6%p	1.7%p	1.9%p
본사	8.4%	2.7%	0.8%	1.9%	4.0%	-6.2%p	-5.7%p	-1.9%p	1.1%p	2.1%p
기타	21.3%	-89.9%	-79.7%	28.7%	43.6%	-79.9%p	-111.2%p	10.2%p	108.4%p	14.9%p
금융	3.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.5%	-19.4%p	-1.7%p	0.3%p	0.1%p	0.0%p

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

자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터

현대미포조선 (010620) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	46,239	44,154	42,690	44,717	44,795
매출원가	39,686	40,580	39,714	40,741	39,767
매출총이익	6,553	3,574	2,976	3,976	5,028
판매비	2,715	2,647	2,760	2,978	3,163
영업이익	3,838	927	216	998	1,865
EBITDA	4,470	1,594	976	1,833	2,707
영업외손익	-691	265	18	124	201
외환관련손익	-105	-209	-20	5	5
이자손익	242	79	19	39	41
관계기업관련손익	-2	4	0	0	0
기타	-826	391	20	80	155
법인세비용차감전순이익	3,147	1,192	234	1,122	2,065
법인세비용	1,123	328	56	269	496
계속사업순이익	2,024	864	178	853	1,570
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,024	864	178	853	1,570
지배지분순이익	1,998	965	165	853	1,570
포괄순이익	-8,212	-117	118	793	1,510
지배지분포괄이익	-8,233	59	122	821	1,563

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	41,335	41,693	41,344	42,585	42,909
현금및현금성자산	5,636	1,550	1,140	1,889	1,892
매출채권 및 기타채권	10,008	13,141	12,662	12,759	12,763
재고자산	2,830	1,866	2,130	2,231	2,235
비유동자산	36,911	35,536	35,806	35,870	35,928
유형자산	8,890	9,174	9,465	9,549	9,626
관계기업등 지분관련자산	338	313	313	313	313
기타투자자산	23,750	22,044	22,044	22,044	22,044
자산총계	78,246	77,228	77,149	78,455	78,837
유동부채	39,137	36,727	36,870	37,580	36,603
매입채무 및 기타채무	20,661	16,838	16,981	17,691	17,714
단기차입금	16,386	17,908	17,908	17,908	16,908
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,022	6,574	6,574	6,574	6,574
장기차입금	346	1,114	1,114	1,114	1,114
사채	0	999	999	999	999
부채총계	44,160	43,301	43,443	44,154	43,177
지배지분	32,173	31,832	31,646	32,205	33,481
자본금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
자본잉여금	906	901	901	901	901
이익잉여금	20,808	21,361	21,233	21,792	23,067
비지배지분	1,913	2,096	2,060	2,096	2,179
자본총계	34,086	33,927	33,706	34,302	35,661
순차입금	-7,537	-2,235	-1,825	-2,573	-3,576
총차입금	16,944	20,255	20,255	20,255	19,255

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-5,806	-7,324	-3,984	-3,139	-2,482
당기순이익	2,024	864	178	853	1,570
감가상각비	622	648	739	816	824
외환손익	5	21	20	-5	-5
총속, 관계기업 관련손익	2	-4	0	0	0
자산부채의 증감	-10,641	-9,171	-5,327	-5,269	-5,410
기타현금흐름	2,183	319	405	466	540
투자활동 현금흐름	2,650	215	-830	-700	-700
투자자산	-3,141	-1,834	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,005	-1,153	-1,030	-900	-900
유형자산 감소	5	11	0	0	0
기타현금흐름	6,790	3,191	200	200	200
재무활동 현금흐름	1,522	2,913	-303	-303	-1,303
단기차입금	2,106	1,522	0	0	-1,000
사채 및 장기차입금	346	1,792	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-930	-401	-303	-303	-303
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-45	110	4,707	4,890	4,488
현금의 증감	-1,678	-4,086	-410	749	3
기초 현금	7,315	5,636	1,550	1,140	1,889
기말 현금	5,636	1,550	1,140	1,889	1,892
NOPLAT	3,838	927	216	998	1,865
FCF	-8,546	-8,985	-5,433	-4,575	-4,051

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

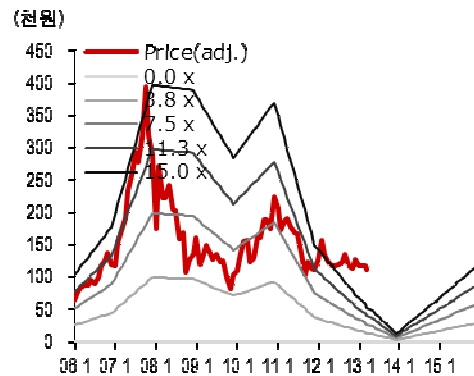
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

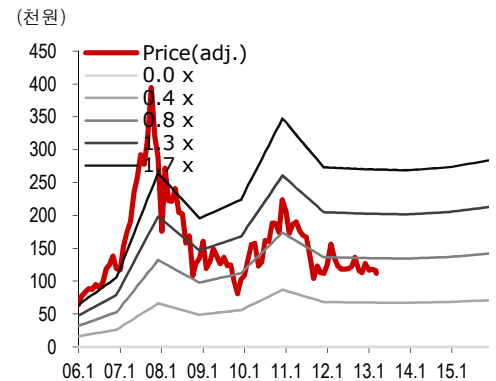
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	9,992	4,827	827	4,264	7,849
BPS	163,132	161,427	160,500	163,295	169,674
EBITDAPS	22,351	7,970	4,878	9,166	13,535
SPS	231,193	220,768	213,450	223,586	223,973
DPS	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
PER	15.7	26.0	135.4	26.3	14.3
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.8	15.7	23.2	12.0	7.8
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	11.7	-4.5	-3.3	4.7	0.2
영업이익 증가율 (%)	-43.8	-75.8	-76.7	362.9	86.9
지배순이익 증가율 (%)	-59.4	-51.7	-82.9	415.7	84.1
매출총이익률 (%)	14.2	8.1	7.0	8.9	11.2
영업이익률 (%)	8.3	2.1	0.5	2.2	4.2
지배순이익률 (%)	4.3	2.2	0.4	1.9	3.5
EBITDA 마진 (%)	9.7	3.6	2.3	4.1	6.0
ROIC	60.6	6.0	1.1	5.1	9.5
ROA	2.3	1.2	0.2	1.1	2.0
ROE	5.5	3.0	0.5	2.7	4.8
부채비율 (%)	129.6	127.6	128.9	128.7	121.1
순차입금/자기자본 (%)	-23.4	-7.0	-5.8	-8.0	-10.7
영업이익/금융비용 (배)	700.4	34.9	6.7	30.8	60.6

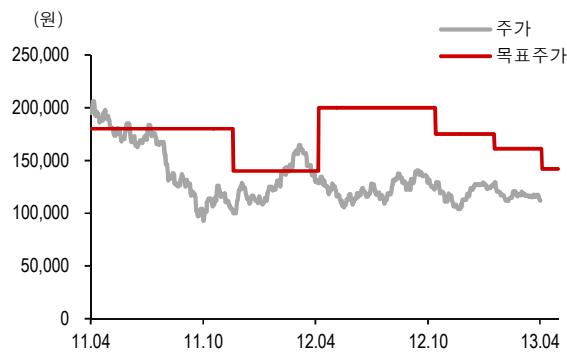
PER Band chart



PBR Band chart



현대미포조선 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-04-08	BUY	142,000
2013-03-25	BUY	161,000
2013-01-21	BUY	161,000
2012-11-13	BUY	175,000
2012-10-17	BUY	175,000
2012-08-27	BUY	200,000
2012-05-16	BUY	200,000
2012-04-23	BUY	200,000
2012-04-10	BUY	200,000
2011-11-23	HOLD	140,000

자료: 동양증권

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

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