

2013.05.09

대신증권 전재천의 조선산업



Prospective

조선업 하반기 전망 : 4분기 선가 상승 동반한 상선 발주 증가 예상

대형3사 수주, 5월~8월 감소 예상. 4분기 업황 개선

- 대형3사, 주력 선종(LNG선, Drillship, 해양생산설비)의 발주 감소로 5월~8월 발주 감소예상되고 주가 약세 예상
- 4분기 조선 업황 개선을 예상하고 8월~9월경, 조선대형3사 비중 확대
- 4분기 업황 개선 배경 : 주력선종(LNG선, Drillship, 해양생산설비) 발주 회복 + 상선 선가 상승

2013년 4분기 조선 업황 개선 전망

- Shale가스 수송용 LNG선 입찰 발주 움직임 증가 예상
- Drillship 용선 미확보 물량 소화되며 Option 행사 증가 예상
- FLNG를 비롯한 해양생산설비 발주 재개
- 상선선가 상승 전환 예상
- 대우조선해양 하반기 실적부터 실적 개선효과 조금씩 나타날 것

조선산업의

궁금증을 해결해 드립니다

전재천 769,3082 jjjeon7@daishin.com

이지윤 769,3429 leejiyun0829@daishin.com

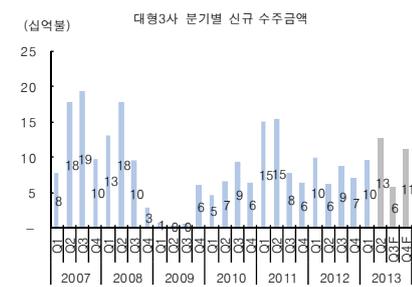
Overweight [비중확대, 유지]

Rating & Target

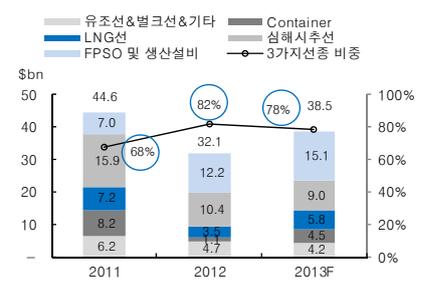
종목명	투자의견	목표주가
대우조선해양	Buy	36,000 원
현대미포조선	Buy	143,000 원
현대중공업	Buy	250,000 원
삼성중공업	Buy	47,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-1.8	0.0	-6.3	-21.3
상대수익률	-1.5	-1.9	-6.6	-20.9

대형3사 수주, 3분기 약세, 4분기 회복 예상



대형3사 수주, 선종별 수주금액 추이



상선 발주 증가 추세. 선가 상승 동반해야 주가 상승 끌어 낼 것 ▶ 18p참고

2012년 하반기 발주 침체를 보였던 상선 발주가 연초부터 개선 추세에 있다. PC선(석유제품운반선), Container선, 벌크선의 발주 증가가 두드러진다. 그럼에도 불구하고 상선 수주를 많이하는 현대중공업, 현대미포조선의 주가는 약세를 보이고 있다. 질 높은 수주에 대한 중요성이 높은 상황에서 선가 상승을 동반한 수주 증가가 이루어져야 주가 상승을 이끌어 낼 것으로 예상된다. 선박 발주가 증가 추세로 전환한 시점에서 9개월 후행한 올해 4분기 선가 상승을 예상된다.

연간 최우선 추천주 : 대우조선해양 / 여름까지는 현대미포조선 ▶ 6p참고

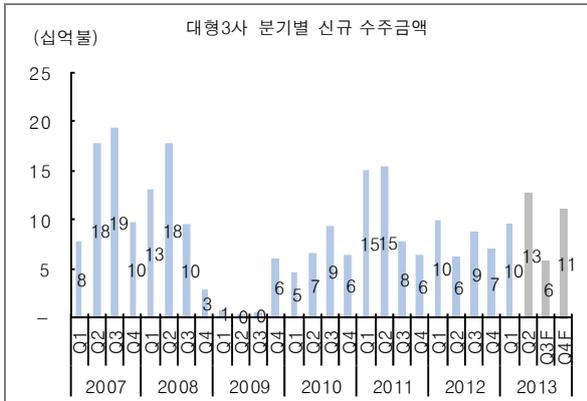
연간 최우선 추천주는 대우조선해양이다. 2013년 기존 약점(낮은 수익성 + 부실 자회사에 대한 총당금)을 털어 내고 2014년 큰 폭의 실적 개선이 예상되기 때문이다. 여름까지 추천주는 현대미포조선이다. 현대미포조선의 주력선종인 PC선은 상선 중에서 가장 빠르게 2분기~3분기에 선가 상승이 나타날 것으로 예상하기 때문이다.

대신증권 전재천의 조선산업 Quick Take

동향 및 전망 - 대형3사 수주, 5월~8월 감소 예상. 4분기 조선업황 개선

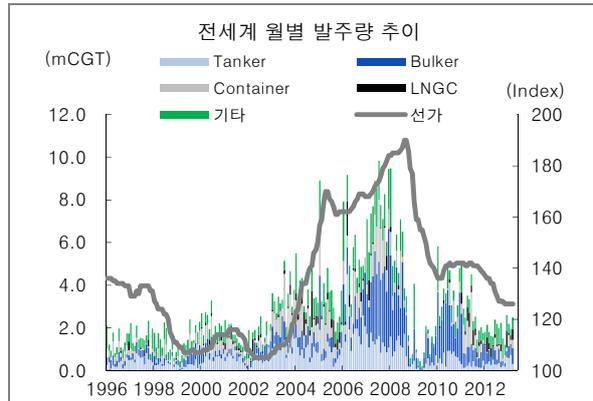
- 대형3사, 주력 선종(LNG선, Drillship, 해양생산설비)의 발주 감소로 5월~8월 발주 감소예상되고 주가 약세 예상
- 4분기 조선 업황 개선을 예상하고 8월~9월경, 조선대형3사 비중 확대
- 4분기 업황 개선 배경 : 주력선종(LNG선, Drillship, 해양생산설비) 발주 회복 + 상선 선가 상승

Key Driver



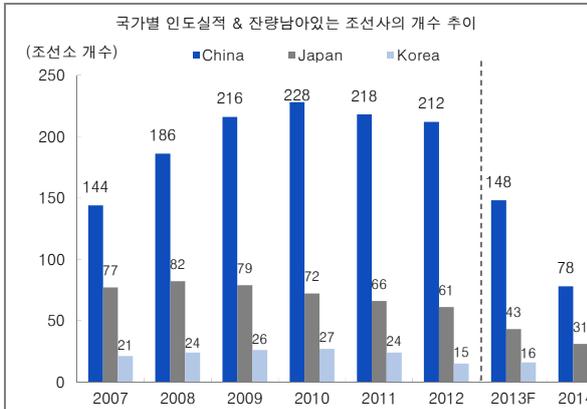
▲ 대형3사 분기 수주 추이 - 3분기 감소, 4분기 회복

대형3사 주력 선종(LNG선, Drillship, 해양생산설비)의 발주 감소로 5월~8월 발주 감소 예상



▲ 전세계 상선 발주 월별 추이 & 선가 추이 - 4분기 반등예상

2012년 12월 월별 수주 증가 추세로 전환 과거 경험 상, 수주 증가 추세로 전환하고, 6개월~9개월 후에 선가 상승 나타남. 2013년 4분기 선가 상승 예상



▲ 연도별 건조 실적이 있는 조선사의 개수-2013년부터 구조조정 효과와 시작

2010년 228개의 중국 조선소가 인도 실적이 있었으나 2013년에는 148개로 감소 2014년에는 78개로 감소 예상. 건조 능력 기준, 3.2mCGT~6.2mCGT 규모의 중국 조선소가 구조조정된 것으로 생각 (중국 전체 생산 능력 19.8mCGT 중, 14%~28%에 해당)



▲ 브라질 Petrobras의 심해시추선 운영 선대 추이(연말 기준)

Petrobras는 2012년 147의 심해시추선을 추가로 용선하고 2013년 이후 심해시추선 용선 수요 급감

[Contents]

04	I. 투자포인트와 Valuation
08	II. 2013년 수주전망 하향. 5월 이후 약세 전환
12	III. 대형3사 분기 수주, 4분기 회복
15	IV. 실적: 2012년 이후 대형3사 실적 차별화 진행
18	V. Issue1: 선가 상승 예상 시점(구조조정 효과)
22	VI. Issue2: 시추선 발주 감소와 생산설비 증가
23	VII. Issue3: 시추선 발주 감소를 보상할 FLNG
25	VIII. Risk 점검
27	IX. 기업분석 현대중공업(009540) 대우조선해양(042660) 현대미포조선(010620)

I . 투자포인트와 Valuation

1. 투자 요약

본보고서 내용 요약

본 보고서의 내용은 2013년 분기 실적 전망과 2가지의 이슈를 담고 있다. 첫번째 이슈는 선가 상승 예상 시점이다. 질 높은 수주에 대한 중요성이 높아지며 주가 상승을 위해서는 선가 상승을 동반한 수주 증가가 필요하기 때문이다. 이 부분을 다룰 때, 전 세계 조선소들의 구조조정 효과를 처음으로 계산하였다. 두번째 이슈는 해양플랜트 수주 추이 변화에 대한 내용이다. Drillship 발주 감소와 생산설비 발주 증가가 그 내용이며 향후 FLNG 발주 증가가 Drillship 발주 감소를 얼마나 상쇄할 수 있는가에 대한 내용이다

2013년 분기 수주전망 : 3분기 발주 감소, 4분기 발주 회복 예상

대형3사 2013년 수주는 2012년 대비 21% 증가한 385억불을 예상한다. 분기 별로 보면 상반기 분기 평균 112억불에서 3분기에 60억불 규모로 감소한 이후, 4분기에 110억불 규모로 회복할 것으로 예상한다.

3분기 발주 감소 배경 : 기존 주력 선종 발주 감소 예상

3분기 수주 감소는 대형3사의 기존 주력 선종인 LNG선, Drillship, 해양생산설비의 발주 감소에 기인한다. LNG선과 Drillship은 2011년 발주된 투기 물량이 아직도 시장에서 소화되지 않으면서 발주 약세를 보이고 있고 해양생산설비는 업황은 양호하나 공급업체도 발주가 2013년 상반기에 집중되고 3분기에는 공백기를 보일 것으로 예상된다.

3분기 상선 발주 증가하나 주력 선종 감소를 상쇄하지 못함

PC선, Container선, 벌크선을 위주로 한 상선 발주는 연초부터 2014년까지 증가 추세가 지속될 것으로 예상된다. 하지만 그 규모가 상대적으로 적어 대형3사의 기존 주력 선종 발주 감소분을 상쇄시키지 못한다.

이에 따라 3분기 대형3사 주가 약세 예상

대형3사 발주 약세기에서는 대형3사의 주가도 약세를 예상된다. 상반기 실적 또한 딱히 모멘텀을 만들지 못하는 수준으로 예상하기 때문이다.

4분기 업황 개선 예상. 대형3사 매수 시점은 2013년 3분기 말

4분기에 조선 업황 개선을 예상하고 있다. 1) 3분기까지 발주 약세를 지속하던 LNG선, Drillship, 해양생산설비의 발주 재개가 예상되기 때문이다. 또한 2) 상선의 선가 상승이 예상되어 향후 실적 개선 기대감으로 수주 증가 효과가 주가에 반영될 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 3) 대우조선해양의 경우, 하반기 실적부터 2012년 수주한 고부가가치 선박의 매출인식 비중 증가로 실적 개선 확인이 가능한 시점이기도 하다.

ISSUE 1 : 선가 상승 예상 시점, 2013년 4분기. 늦어도 2014년

첫번째 이슈는 선가 상승 예상 시점이다. 늦어도 2014년에는 선가 상승이 나타날 것으로 예상하며 빠르면 2013년 4분기에도 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 4분기는 상선발주가 증가하기 시작한 2012년 12월 이후 9개월이 지난 시점으로 수주잔량이 어느 정도 채워지며 선별 수주가 진행되는 시점으로 예상하기 때문이다.

전세계 조선소 구조조정 효과 : 전세계 건조능력의 11%~17% 감소 효과

또한, 중국 조선소의 구조조정 효과가 선가 상승 가능성을 높인다는 판단이다. 전세계 조선소는 2009년 이후 발주 침체로 구조조정이 진행되고 있으며 그 효과는 2013년부터 의미 있게 나타나기 시작해서 2014년에 가속화 된다는 판단이다. 2010년 전세계 선박 건조 능력 57mCGT는 2013년에는 50.6mCGT(yoy -11%)로 감소하고 2014년에는 47.2mCGT(2010년 대비 17% 감소)로 감소할 것으로 예상된다.

ISSUE 2 : 심해시추선 감소, 해양생산설비 비중 증가

두번째는 2012년부터 진행되고 있는 해양플랜트 수주 제품 비중 변화이다. 점차적으로 심해시추선(Drillship, Semi-Rig)의 비중이 감소하고 해양생산설비 비중이 증가할 것으로 예상된다. 심해시추선 수주금액 감소를 해양생산설비가 상쇄하여 2012년 대비 수주금액은 횡보할 것으로 예상하며 FLNG(가스 생산설비)라는 새로운 선종의 증가로 한자리 초 중반의 해양플랜트 수주 증가를 예상한다.

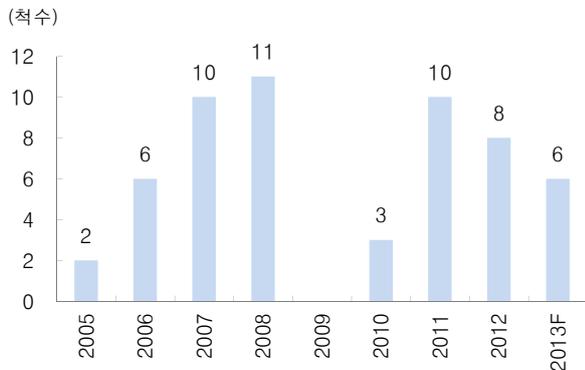
해양플랜트 수주금액 구성 변화와 이에 따른 투자 선호도 변화

이 같은 해양플랜트 수주금액 구성의 변화는 대형3시간 투자 우선 순위에 변화를 준다고 생각한다. Drillship 비중이 높은 삼성중공업이 상대적으로 손해를 보고 해양생산 설비의 수주 경쟁력이 높은 현대중공업과 대우조선해양이 상대적으로 수혜를 볼 것으로 예상된다.

삼성중공업은 Drillship 발주 감소로 향후 수익성 둔화 예상

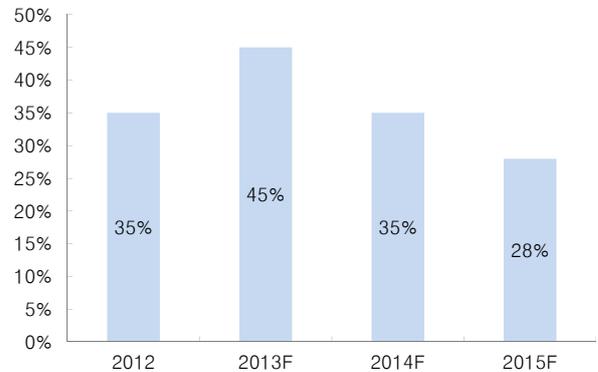
삼성중공업은 장기적으로 보면 Drillship 감소분을 FLNG 등의 수주 증가로 금액은 메꿀 수가 있다고 보는데 다만 수익성 높은 Drillship 비중이 감소하며 상대적으로 수익성은 향후 하락할 것으로 예상된다.

그림 1. 삼성중공업 연간 Drillship 수주척수



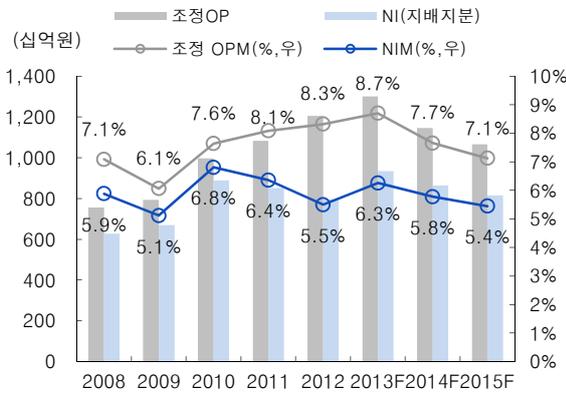
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터
주: 2013년 5월 현재 1기수주

그림 2. 삼성중공업 매출 중 Drillship 비중



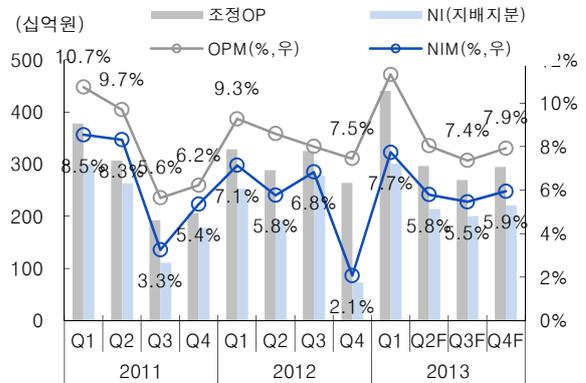
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 3. 삼성중공업 연간 실적 추이



자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 4. 삼성중공업 분기 수주 추이



자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

2. 추천주와 Valuation

연간 최우선 추천주 : 대우조선해양. 투자 의견 매수, 목표 주가 36,000원 유지

조선업 연간 최우선 추천주는 대우조선해양이다. 향후 1년간 주가는 3만원 중반까지 상승할 것으로 예상된다. 투자 포인트는 1) 2013년까지 기존 약점(낮은 수익성 + 부실 자회사에 대한 충당금)을 떨어 내고 2) 2014년에 큰 폭(영업이익 yoy 50%+)의 실적이 개선된다는 점이다. 3분기 대형3사 수주 약세가 예상되고 2013년까지 부실자회사에 대한 충당금 설정이 남아 있어 빠른 주가 반등을 기대하기는 어려워도 1년을 놓고 보면 큰 수익을 거둘수 있을 것으로 예상된다.

여름까지 최우선 추천주 : 현대미포조선. 투자 의견 매수, 목표주가 143,000원 유지

투자 기간을 여름까지 단기적으로 보면 조선사 중 현대미포조선의 수익율이 가장 양호할 것으로 예상된다. 현대미포조선의 주력 선종인 PC선이 여타 상선 보다 빠르게 2분기~3분기 사이에 선가 상승이 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 실적은 2014년 실적까지 약세가 예상되나 선가 상승 시 2014년 하반기 이후 실적 개선 기대감이 커지며 주가 상승이 예상된다. 다만, 선가 상승을 감안해도 2015년 영업이익율이 3%~4%로 예상된다는 점을 감안하면 PBR 0.85배에 해당하는 13만원 중반까지의 상승을 예상된다.

현대중공업 매수 시점 : 8월~9월 경. 투자 의견 매수, 목표주가 250,000원

현대중공업의 매수 시점은 4분기 상선 선가 상승을 염두하고 8월~9월 매수할 수 있다는 판단이다. 2013년 5월 초 현재, 조선+ 해양의 수주금액이 80억불에 육박하고 연간 수주 목표(135억불)의 59%를 달성하였으나 연초 이후, 주가는 약세를 보이고 있다. 가장 큰 이유는 신규 수주 선박에 대한 수익성 우려라고 생각한다. 상선 선가 상승 시, 이 같은 우려가 사라지며 주가 상승이 나타날 것이다. 다만, 현대중공업의 경우 하반기까지 지속적으로 실적 둔화가 예상되어 현재 미리 매수하고 기다리기 보다는 8월~9월까지 기다렸다가 매수하는 전략을 추천한다.

Valuation Table과 바닥가격

아래는 실적과 Valuation 수준을 요약 정리하였으며 대신증권에서 생각하는 바닥 가격도 포함시켰다. 이 중에서 대우조선의 경우만 시기에 관계 없이 바닥 가격 24,000원에 도달했을 때, 저점 매수 전략을 추천한다.

표 1. 조선사 Valuation

(십억원원배%)

		현대중공업	삼성중공업	대우조선해양	현대미포조선
코드		009540	010140	042660	010620
투자이건		매수	매수	매수	매수
현주가(05/08)		197,000	34,100	26,250	110,500
시가총액(십억원)		16,264	8,300	5,359	2,340
목표주가(원)		250,000	47,000	36,000	143,000
상승여력(%)		27%	38%	37%	29%
바닥 주가		183,000	32,000	24,000	100,000
하락 Risk		-9%	-4%	-8%	-8%
Implied PBR(2013)		0.80	1.2	0.91	0.63
매출액 (십억원)	12F	54,974	14,489	14,058	4,415
	13F	53,357	14,944	15,566	4,046
	14F	54,058	14,954	15,806	4,104
영업이익 (십억원)	12F	1,993	1,206	486	93
	13F	1,524	1,300	640	7
	14F	1,429	1,145	910	17
지배순이익 (십억원)	12F	984	796	222	93
	13F	934	935	445	7
	14F	884	864	751	17
EPS (원)	12F	12,951	3,449	1,159	4,827
	13F	12,288	4,050	2,324	1,529
	14F	11,626	3,740	3,925	1,289
BPS (원)	12F	222,116	22,869	24,409	159,158
	13F	229,939	26,325	26,426	159,217
	14F	236,314	29,527	30,059	160,016
PER(배)	12F	18.7	11.2	23.4	26.3
	13F	16.0	8.8	11.3	72.3
	14F	16.9	9.5	6.7	85.7
PBR(배)	12F	1.09	1.70	1.11	0.80
	13F	0.86	1.30	0.99	0.69
	14F	0.83	1.20	0.87	0.69
ROE(%)	12F	5.9	16.0	4.8	3.0
	13F	5.4	16.5	9.3	1.0
	14F	5.0	13.4	14.3	0.8
바닥주가 논리		- 2012년 11월 저점 주가 대비 3% 할인된 주가 - 상선 발주는 회복한 반면 실적 하향 조정 이 컸고 전망 감소에 따라 수주 선박 수익성 하락을 반영	- 2012년 11월 저점 주가 - 상선 발주는 회복한 반면 주력 선종 Drillship 의 발주 약세 감안	- 2012년 11월 저점 주가 대비 15% 높은 수준 - 2012년 대비 펀더멘털 개선 반영(상선발주 증가, 수익성 개선 가시성 확대)	-보유 현금과 유가증권 합이 시가총액과 같은 주가
역사상 저점 PBR		2010년 PBR 0.93 배 2012년 PBR 0.87 배	2010년 PBR 1.17 배 2012년 PBR 1.21 배	2010년 PBR 0.80 배 2012년 PBR .86 배	2010년 PBR 0.48 배 2011년 PBR 0.56 배

자료: 대신증권 리서치센터

II. 2013년 수주 전망 하향. 5월 이후 약세 전환

1. 2013년 수주 전망 하향 조정 : 415억불 → 385억불

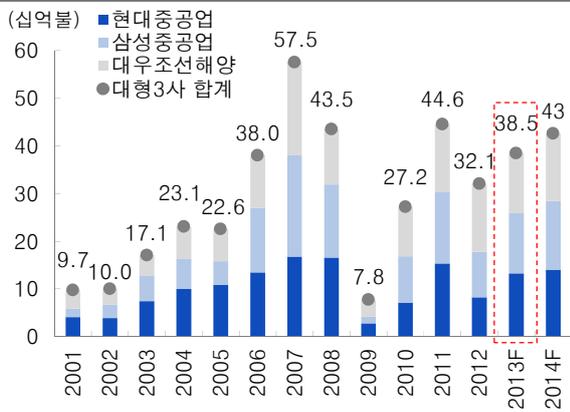
2013년 대형3사 예상 수주 금액 385억불로 하향 조정

조선 대형3사 2013년 수주 예상 금액은 385억불로 2012년 대비 21% 증가할 것으로 예상한다 (4월 말까지 대략 135억불 수주. 연간 예상금액의 35% 달성). 다만, 지난 2012년 말 예상 수주금액 415억불 대비 30억불 가량 하향 조정한 금액이다.

선종별 전망 변화

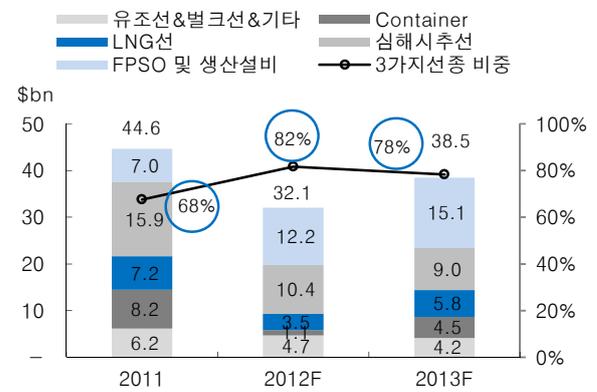
2012년 말과 비교해 보면 Drillship, LNG선이 생각 보다 수주금액이 낮은 것을 반영 하였고 Container선을 포함한 상선은 연초 전망 보다 증가하는 것을 반영하였다.

그림 5. 대형3사, 연간 수주금액 추이



자료: 각사, 전망은 대신증권 리서치센터

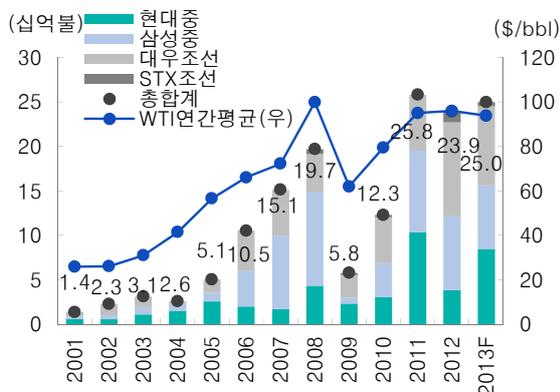
그림 6. 대형3사 수주, 선종별 비중 추이-2012년말과 비교



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

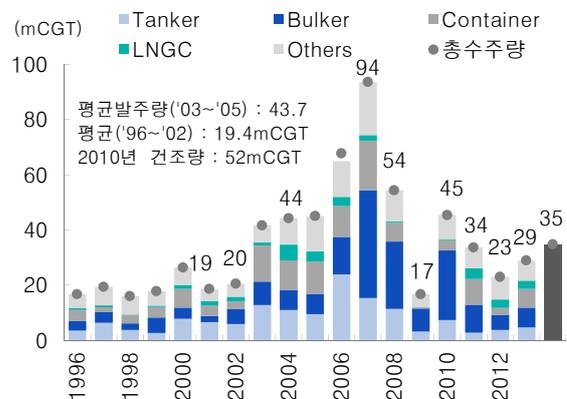
주 : 2012년 말 전망한 2013년 선종별 수주금액(위와 같은 순서대로) : 15.1 십억원/11.8(심해시추선)/6.1/3.6(Container 선)/4.9 십억원
 주: 3 가지 선종은 LNG 선, 심해시추선, 해양생산설비를 지칭함

그림 7. 상장사 해양플랜트 수주금액 추이



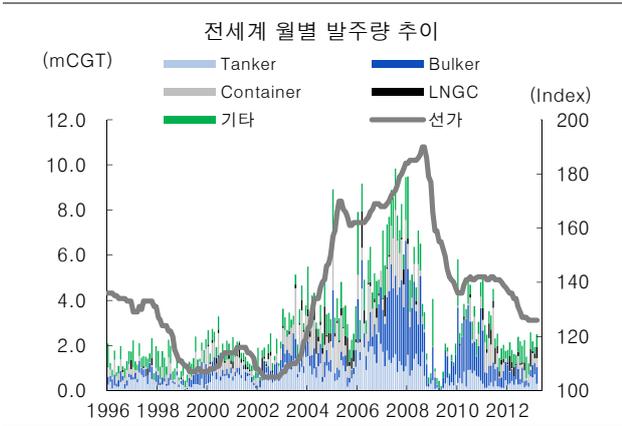
자료: 각사, 대신증권리서치센터

그림 8. 전세계 상선 발주 추이



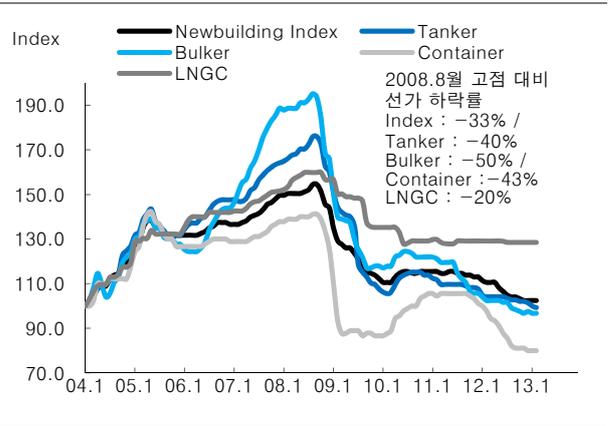
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 9. 월별 상선 발주 추이



자료: Clarkson, 대신증권리서치센터

그림 10. 선종별 신조선가 추이

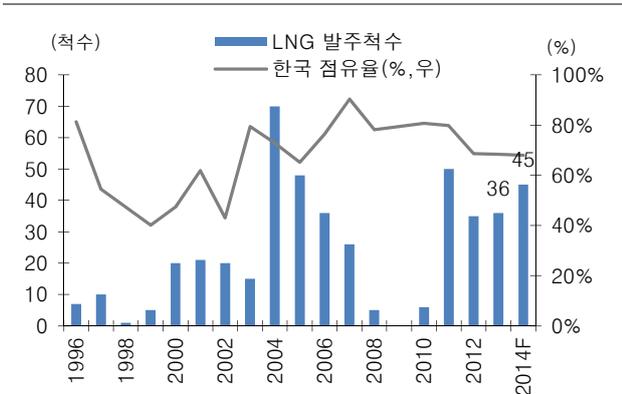


자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

선종별 수주 가정

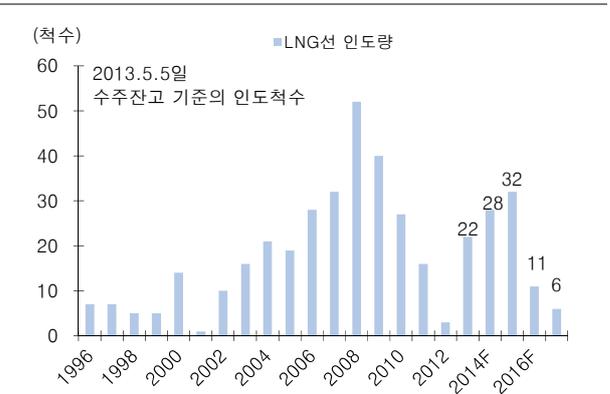
주요 선종별 수주 가정은 다음과 같다. Container선은 2013년 1.2mTEU 수주를 가정하였다

그림 11. LNG선 연간 발주척수- 2014년 발주 증가



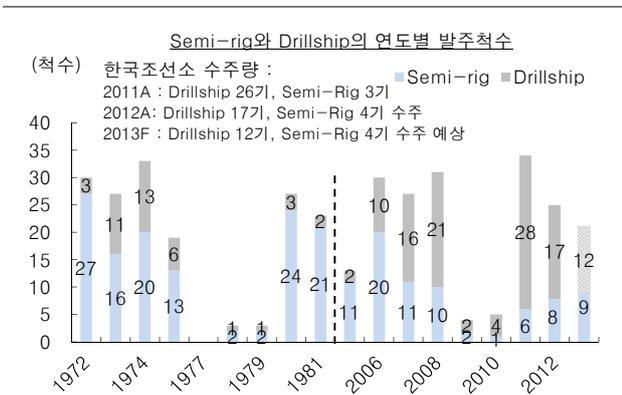
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 12. LNG선 연간 인도량



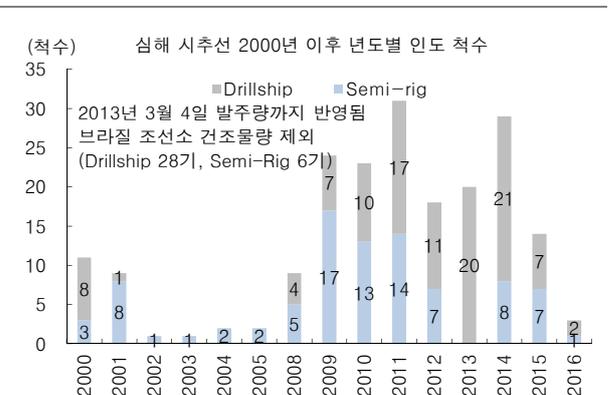
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 13. 심해시추선 연간 발주척수



자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터
주 : 대형3사 2012년 드릴쉽 16기 수주(2012년 STX조선 1기수주)

그림 14. 심해시추선 연간 인도척수



자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

표 2. 2013년 수주현황과 수주목표 대비 달성율- 대형3사 35% 달성

(백만불,%)

	2011년 수주		2012년 수주		2013년 YTD 수주		13년 수주 목표대비 달성율			수주실적 기준일
	백만불	백만불	백만불	백만불	상선	해양	전체	상선	해양	
현대(조선+해양)	15,385	8,215	8,000	2,800	5,200		59%	36%	87%	5월 7일
현대(전사업부)	25,542	19,567	6,926				23%			3월말
삼성	14,894	9,607	3,100	2,500	600		24%	83%	6%	4월말
대우	14,290	14,270	2,900	200	2,700		22%	5%	30%	4월말
미포	1,984	2,960	1,800	1,800			56%			4월말
한진(본사)	278	230	0	-			0%			3월말
STX(본사)	2,100	4,900	270	270	-		4%			3월말
대형3사 합계	44,569	32,092	14,000	5,500	8,500		35%	38%	54%	
상경6사 합계	48,931	40,182	16,070	7,570	8,500		32%	52%	54%	

자료: 각사, 대신증권 리서치센터 / 합계 금액은 조선+해양 사업부만 합산한 것임

2. 대형3사 수주, 5월~8월 약세 예상

2013년 3분기 수주 약세 예상. 대형3사 주가도 약세 예상

대형3사 수주를 수주금액을 분기별로 보면, 2012년 하반기 분기평균 79억불에서 2013년 상반기 분기 평균 112억불로 증가할 것으로 예상되나 3분기에는 60억불 수준으로 감소할 것으로 예상된다. 2013년 상반기 실적도 크게 기대할 것이 없는 상황에서 대형3사 주가도 같은기간 약세를 보일 것으로 예상된다

3분기 수주 약세 배경

3분기 수주 약세를 예상하는 이유는 LNG선과 Drillship의 발주 약세가 이어지고 있고 상반기까지 발주 강세를 보였던 생산설비가 공교롭게도 이 기간에 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

2013년 상반기 수주에서 생산설비 비중 51%→ 3분기에 는 급감

2013년 상반기 대형3사 수주 예상금액 224억불 중, 생산설비가 차지하는 비중은 51%(114억불, Egina FPSO 30억불 포함)로 가장 높은 비중을 차지한다. 그러나 현재 입찰 진행 현황을 고려할 경우, 조선3사의 3분기 생산설비 예상 수주 금액은 0에 가깝다.

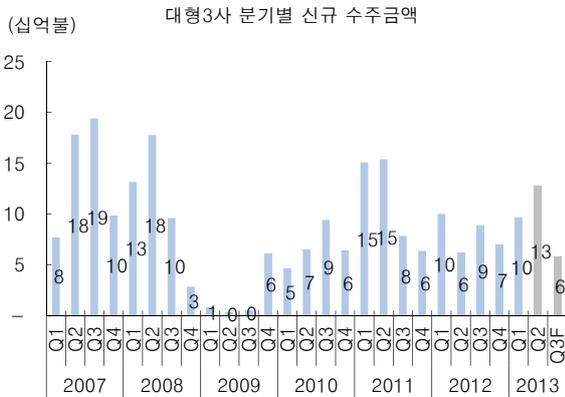
LNG선과 Drillship 발주 약세는 2011년 발주된 투기 물량이 아직도 시장에서 소화되지 못하고 있기 때문

LNG선과 Drillship의 경우는 2011년 발주된 투기 물량이 아직도 시장에서 소화되지 않아 후속 발주는 약한 상태이다. 수주잔량 전체에서 용선 미확보 물량이 차지하는 비중은 Drillship이 41%(51척 중, 21기 용선 미확보, 2013년 5월 초 기준)이며 LNG선이 40%(88척 잔량 중, 35척 미확보, 2013년 2월 기준)이다.

상선 발주는 개선 추세에 있으나 기존 주력 선종 감소를 막기에 역부족

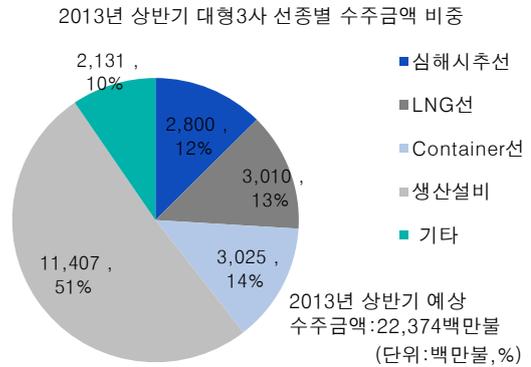
한편, Container선을 포함한 일반 상선(Capesize 벌크선, PC선 등)은 2013년 상반기 상승 추세를 이어가고 있으나 기존 주력 선종(LNG선, Drillship, 해양생산설비) 발주 감소를 상쇄하기에는 역부족이다.

그림 15. 2013년 3분기 발주 강도 약세 예상



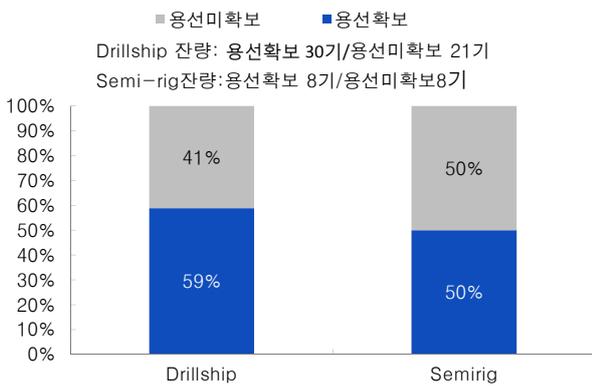
자료: 각사, 대신증권리서치센터

그림 16. 2013년 상반기 예상수주에서 선종별 금액 비중



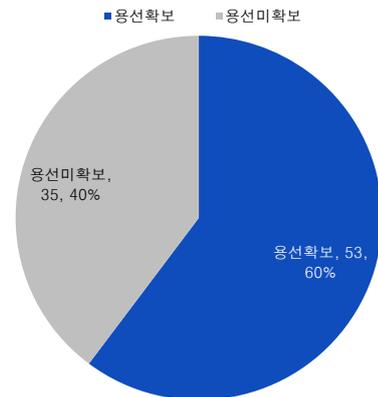
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 17. Drillship 용선 미확보 비율 41%



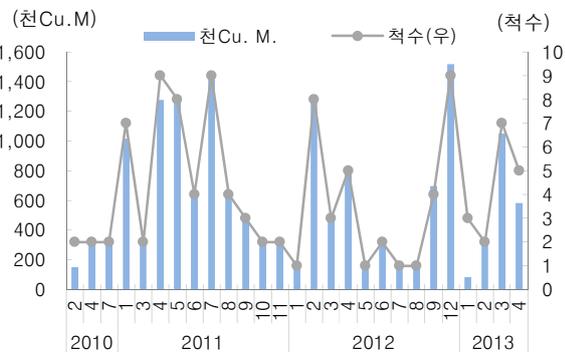
자료: 각사, 대신증권리서치센터
주: Drillship은 2013년 5월 기준/ Semi-rig: 2013년 4월기준

그림 18. LNG선 용선 미확보 비율 40%



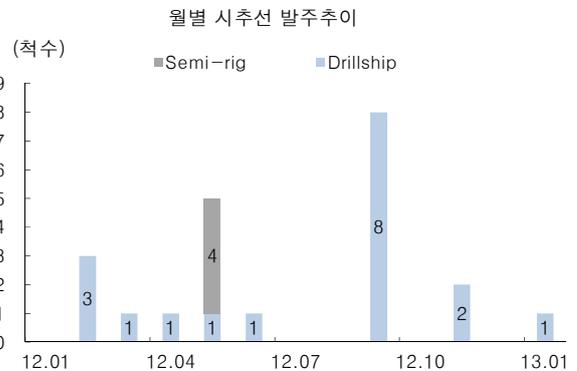
자료: 각사, 대신증권 리서치센터
주: 2013년 2월기준

그림 19. 원별 LNG선 발주척수- 5월이후 다시 약세 전환



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 20. 월별 시추선 발주척수- 2013년 2월 이후 발주 없음



자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

III. 대형3사 분기 수주, 4분기 회복

대형3사 매수 시점, 4분기 업황 개선을 대비한 3분기 말 매수

대형3사 매수 시점

2013년 3분기 대형3사의 수주약세가 예상됨에 따라 주가 또한 약세가 예상된다. 대형3사 매수 시점은 4분기 조선업 환경 개선에 대비한 3분기 말을 추천한다.

4분기 조선업 투자환경 개선을 예상하는 이유

4분기에 조선업 투자 환경이 개선된다고 보는 이유는 1) 4분기에 Drillship의 Option 행사가 증가할 것으로 예상하고 2) 현재 진행 중인 LNG선 입찰 물량이 계약에 이르는 시점이며 연말 2014년 상반기에는 Shale가스 수송용 LNG선 발주에 대한 기대감도 증가할 되는 시기이기 때문이다. 3) 또한, 4분기에는 생산설비 수주 재개가 예상되며 특히, FLNG 수주(Petronas FLNG 2호기 수주) 기대감이 커질 것으로 예상된다. 4) 그리고 빠르면 4분기에 상선 선가 상승을 기대할 수 있다. 5) 마지막으로 대우조선해양의 경우, 2012년 개선된 수주 제품 Mix로 인해 실적 개선이 조금씩 확인되는 시점이다.

4분기에 LNG선 발주 재개 예상

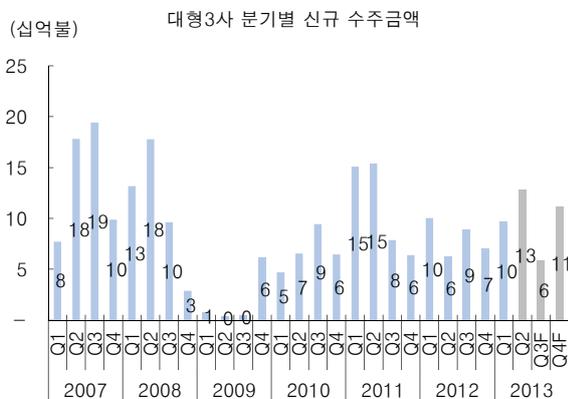
LNG선은 4분기에 현재 진행 중인 일부 LNG선 입찰 물량이 계약될 것으로 예상된다. 또한, 미국의 Shale가스 수출 승인이 여름 이전에 이루어질 경우, 연말에서 2014년 상반기에 Shale 가스 수송용 LNG선 발주가 증가할 것으로 예상된다.

4분기에 Drillship Option행사 증가 예상

Drillship은 현재는 잔량 전체에서 용선 미확보 비율이 41%에 육박하나 2013년 4분기에는 용선 미확보 비율이 크게 떨어지며 Drillship Option 행사가 증가할 것으로 예상된다. Oil Major들이 필요 시점 대비 6개월~12개월 전에 용선하는 습관을 감안하면 용선 확보가 안된 2014년 인도 예정 물량의 상당 부분이 연말까지는 용선을 확보할 수 있을 것으로 예상하기 때문이다.

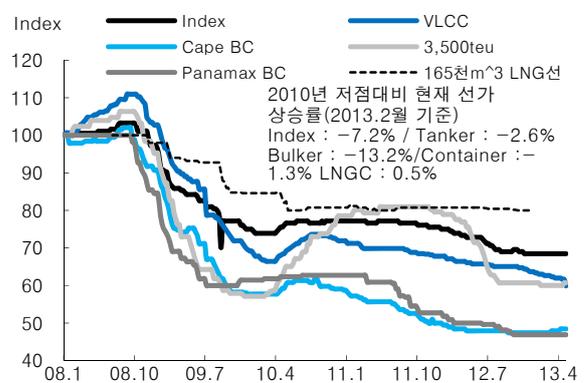
상선 선가 상승 가능성에 대해서는 Issue 1을 참조해주시기 바랍니다.

그림 21. 대형3사 분기별 신규 수주금액- 4분기 반등 예상



자료: 각사, 대신증권리서치센터

그림 22. 개별 선종 선가추이- 4분기 반등 예상



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

표 3. 현재 진행중 LNG 입찰 프로젝트 현황- 현재 입찰 진행중 프로젝트, 4분기 계약 예상

(척수, 백만불)

분류	선사	국가	척수	옵션	건조조선사	단가	총 발주금액(옵션 제외)	계약일	비고
향후 기대 LNG 임찰 프로젝트	Hyproc	알제리	3		한국 수주 기대	210	630	2013 4Q	발주 배경 : Sonatrach는 추가 20백만톤 LNG 수출 터미널 건설 계획이며 이들 LNG를 수송할 목적
	MISC	말레이시아	2	6	일본 업체 가능성	210	420	2013 4Q	Reheat Steam Turbine엔진을 요구해 일본 조선소에 유리 Kanowit, GLNG, Sarawak 등의 LNG 수송용
	Gazprom	러시아	3	3	한국 수주 기대	210	630	2013 하반기	납기: 2015년 2기, 2016년 1기 선주를 통한 용선 발주
	Yamal LNG	러시아	16		시기 불확실	320	5,120	2013년 하반기 또는 2014년	호주의 LNG보다 mmbtu 당 2불 이상 비싼 점을 감안 시, LNG 판매 계약이 늦어질 경우, Project 지연 가능성 있음 2013년 상반기 FID 목표로 하고있음
2013년 총 예상 수주			24	9			6,800		

자료: 각사, 대신증권 리서치센터
주:LNG선 단가는 대신증권 추정치

표 4. 대형3사, 시추선 Option 18기 보유-Option 행사 4분기 증가 예상

(백만불,기)

	건조조선소	선종	선주	계약금액	척수	본선계약시점	비고(옵션행사시점)
2011년 수주완료	현대중공업	Drillship		5,974	11		
	삼성중공업	Drillship		5,713	10		
	대우조선	Drillship		2,691	5		
		Semi-rig		1,754	3		
합계				15,582	29척		
2012년 수주완료	삼성중공업	Drillship	Seadrill	1,100	2	2012.2.24일	옵션행사
		Drillship	Sea Tankers	551	1	2012.2월 계약	옵션행사
		Drillship	Pacific Drilling	551	1	2012.3.16일	옵션행사
		Drillship	Ensco(Pride)	550	1	2012.4.5일 계약	
		Drillship	Ensco(Pride)	526	1	2012.6.26일 계약	옵션행사
		Drillship	Ocean Rig	622	1	2012.9.20일 계약	옵션행사
		Drillship	Seadrill	550	1	2012.9.24일 계약	옵션행사
		Drillship	QGOC	550	1	2012.11.15일 계약	옵션행사
	현대삼호	Semi-rig	North Atlantic(Seadrill)	560	1	2012.5.4일 계약	
	현대중공업	Drillship	Diamond Offshore	526	1	2012.5.7일 계약	옵션행사
		Semi-Rig	Fred Olsen	640	1	2012.5.28일 계약	신규
		Drillship	Rowan	610	1	2012.9.10일 계약	옵션행사
	대우조선해양	Semi-rig	Songa	1,132	2	2012.5.4일 계약	옵션행사
		Drillship	Transocean	2,064	4	2012.9.28일 계약	
Drillship		Atwood	557	1	2012.9.27일 계약		
STX조선	Drillship	Sigma	550	1	2012.11.12일 계약		
2012년 수주요약	현대중공업	Drillship		1,136	2		
		Semi-Rig		640	1		
	현대삼호	Semi-rig		560	1		
	삼성중공업	Drillship		5,000	9		
	대우조선	Semi-rig		1,132	2		
		Drillship		2,621	5		
STX조선	Drillship		550	1			
합계				11,639	21척		
2013년 수주완료	삼성중공업	Drillship	Pacific Drilling	560	1	2013년 1.22일 계약	옵션행사
조선사별 Option보유 현황	현대중공업	Drillship	Rowan	550	1		
		Drillship	Ensco(Pride)	1,100	1		
	삼성중공업	Drillship	Ocean Rig	1,650	3		
		Drillship	Maersk Drilling	1,122	2		
		Drillship	Seadrill	560	1		
	대우조선해양	Drillship	Pacific Drilling	550	1		2013.2Q
		Drillship	Atwood	560	1		
		Drillship	Vantage	560	1		
Drillship	Transocean	3,096	6		4척은 2013 2분기 2척은 2013년 말		
합계				10,308	18척		
총합계				37,529	68척		

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

표 5. 2013년 수주 예상되는 해양생산설비 프로젝트- 총 수주 Pool 159억불, 상반기 집중

(백만불)

분류	선종	발주사	Field	종류	금액	계약시점 또는 FID	인도시점	경합현황 및 비교
2013년 상반기	SPAR(Topside)	Statoil (Norway)	Aasta-Hansteen (예전 Luva)	Gas & Condensate	1,100	2013.1.20	2016년 3월	현대중공업 수주
	Fixed Platform (Topside)	Statoil	Dagny(Norway)	Oil	1,100	2013.2.28	2017년 1분기	대우조선 수주
	Fixed Platform (Topside) (Production, Drilling, Quarters)	Statoil (Norway)	Bressay	Oil	1,587	2013.2.7		대우조선 수주
	TLWP (Tension Leg Wellhead Platform)	Total	Moho Nord (Congo)	Oil & Gas	690	2013.4월	2015년 첫 생산 : 2016년	현대중공업 수주
	FPU	Total	Moho Nord (Congo)		1,240	2013.4월		현대중공업 수주
	FPSO	Chevron	Rose bank(영국)	Oil&Gas	1,890	2013년 4월	첫 생산: 2017년	현대중공업 수주
	육상 Processing Platform(Module)	Zadco	Upper Zakum 확장	Oil	800	2013년 2분기	2015년	대우조선해양 Lowest
	FPSO	Total	Egina(Nigeria)	Oil	3,000	2013년 2분기	2015년 또는 2016년	삼성중공업과 LOI 체결
2013년 하반기	FLNG	Petronas	Rotan	Gas	800	2012년 6월 2개 컨소시엄 Short-List 2013년 EPCIC 업체 선정	2016년	1. 삼성중 + JGC 4. IHI(일본) + CB&I + Moddec + Toyo Eng.
	FPU	ENI(이태리)	Jangkrik (인도네시아)	Oil & Gas	300	PQ 시작: 2012년 3월 FID:2013~2014	2016년	1.현대중공업 2.대우조선 3.Technip
	Platform + FSO(Gas)	Chevron	Block B(Vietnam)	Gas	1,500		2016년	1.삼성중 2.대우조선해양 경합
	Platform(가스가압)		말레이시아	Gas	500	2013년 말		대형3사
	FPSO(선호) or Fixed Platform	Premier Oil(영국)	Greater Catcher	Oil	700	Pre-FEED: 2012년 2분기 FID: 2012년 말	첫 생산: 2015년	발주 의사 확정적이지 않아 시기 불확실
	Fixed Platform(Topside)	Husky	White Rose		700	2013년 말		대형3사
2013년 상반기 수주완료 프로젝트					7,607			
2013년 상반기 예상 수주 Pool					3,800			수주 확정된 금액임
2013년 하반기 예상 수주 Pool					4,500			
2013년 총 예상 수주 Pool					15,900			

자료: Upstream, 대신증권 리서치(금액은 대신증권 추정치가 대부분임)

주: 용어설명 SPAR: 실린더 모양의 생산 플랫폼

주: 현재 입찰 진행중인 Project를 수주시기 별로 나열함. 상기의외의 추가적으로 진행되는 프로젝트가 있을 가능성 있음

IV. 실적 : 2012년 이후 대형3사 실적 차별화 진행

대형3사 실적, 2012년부터 차별화 진행 중

대형3사의 실적은 2012년부터 차별화가 진행 되고 있다. 과거 대형3사의 직전년도 대비 실적은 정도의 문제이지 방향성은 비슷했었는데 2012년부터 변화가 일고 있다.

해양플랜트 비중 증가, 선종별 원가 경쟁력 차이

이 같은 실적의 변화는 해양플랜트 매출 비중이 증가하면서 해양플랜트 수주금액 비중 그리고 해양플랜트 제품별 원가 경쟁력의 차이가 발생하면서 실적의 추이가 회사별로 크게 차이를 보이고 있기 때문이다.

삼성중공업 실적 추이 배경

삼성중공업은 2011년에 Drillship을 10기, 57억불을 수주하였고 이 중 Drillship은 수주금액에서 38%를 차지하였다. 이 때 수주한 Drillship이 2012년, 2013년 매출에 인식되며 수익성이 2013년까지 꾸준히 증가하고 있다. 2013년 매출에서 Drillship이 차지하는 비중은 40% 초, 중반으로 추정된다. 다만, 향후 Drillship 매출 비중 감소로 영업이익률은 2015년까지 완만하게 하락할 것으로 예상된다.

대우조선 실적 추이 배경

대우조선해양은 삼성중공업과 달리 2011년까지 상대적으로 수익성이 낮은 초대형 Container선(2011년 수주 비중 31%)을 많이 수주하며 2012년까지 낮은 수익성을 기록하다가 2012년 수주 선박 Mix 개선으로 2013년 하반기부터 2014년까지 실적 개선이 예상된다. 2012년 수주에서 고부가가치 선종(LNG선, 심해시추선, 해양생산설비, 군함) 비중은 96%에 육박했다.

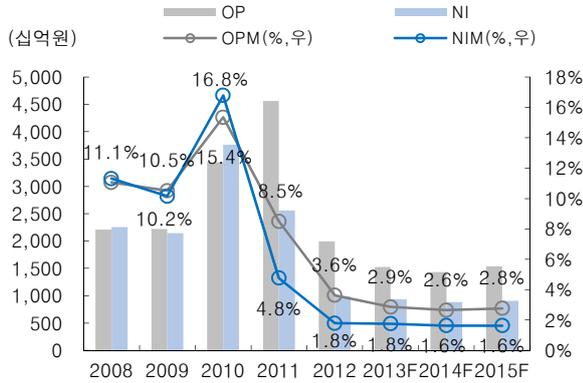
현대중공업 실적 추이 배경

반면, 현대중공업은 2012년까지 2008년 이전 수주한 고마진 선박의 매출인식 비중이 높았다가(40% 수준) 2013년 매출에는 그 비중이 5% 미만으로 감소하며 기저효과가 발생했다. 그리고 2011년 이후 수주한 수익성이 낮은 상선의 매출인식 비중이 상대적으로 높아 상대적으로 2012년 하반기 이후 수익성이 낮다. 특히 2013년 수주에서 상선 비중이 크게 증가할 것으로 예상되어 2014년 이후 수익성 개선에 대한 기대 또한 크지 않다. 또한 같은 Drillship이라고 하더라도 삼성중공업이 기대하는 10% 영업 이익을 보다는 낮은 한자리 중반 정도의 수익성을 기대하는 것도 다른 점이다.

현대미포 실적 추이 배경

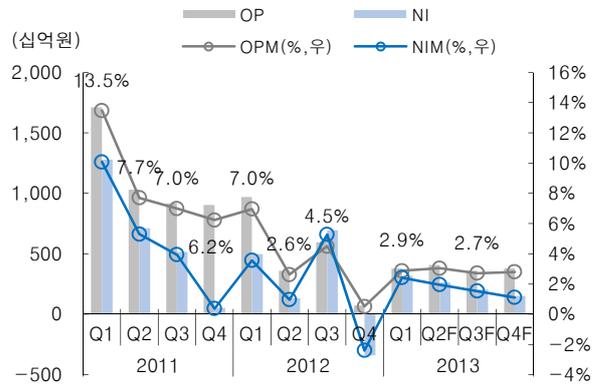
해양플랜트 없이 상선만 수주하는 현대미포조선은 2011년 이후 상선 선가가 지속적으로 하락하며 수익성이 지속적으로 낮아지고 있다. 상선 선가 상승이 나타나야 2014년 하반기 이후, 실적 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

그림 22. 현대중공업 연간 실적 추이



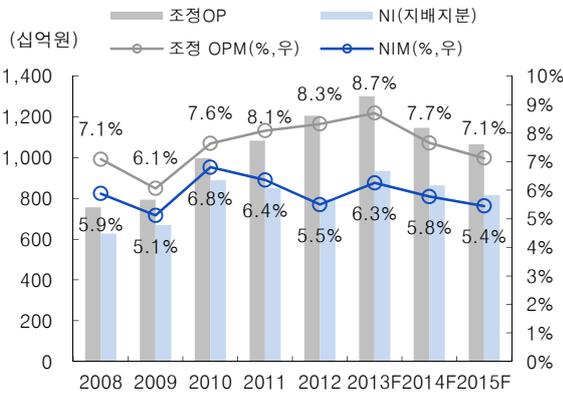
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 23. 현대중공업 분기 실적 추이



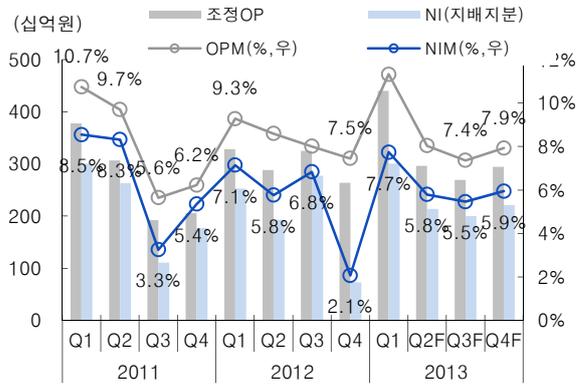
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 24. 삼성중공업 연간 실적 추이



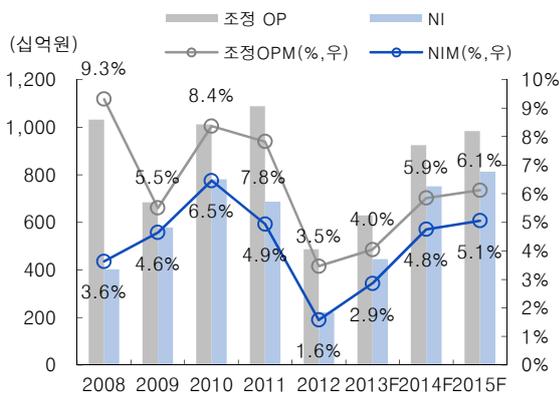
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 25. 삼성중공업 분기 수주 추이



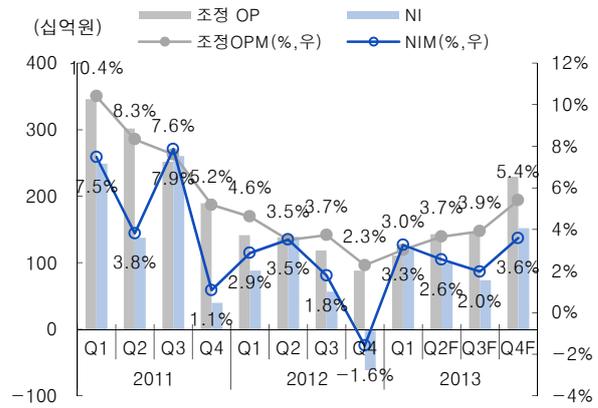
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 26. 대우조선해양 연간 실적 추이



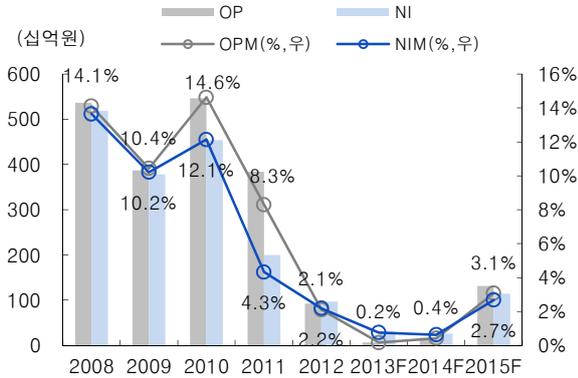
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 27. 대우조선해양 분기 실적 추이



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 28. 현대미포조선 연간 실적 추이



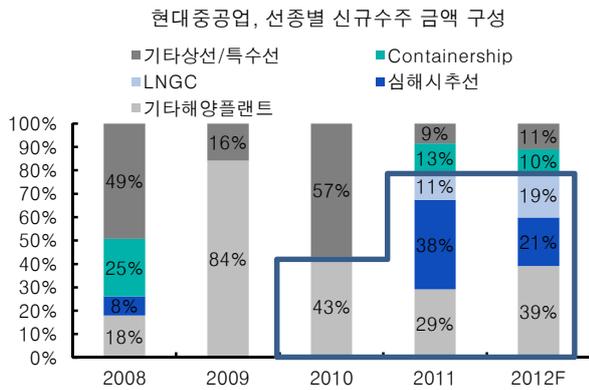
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준

그림 29. 현대미포조선 분기 주주 추이



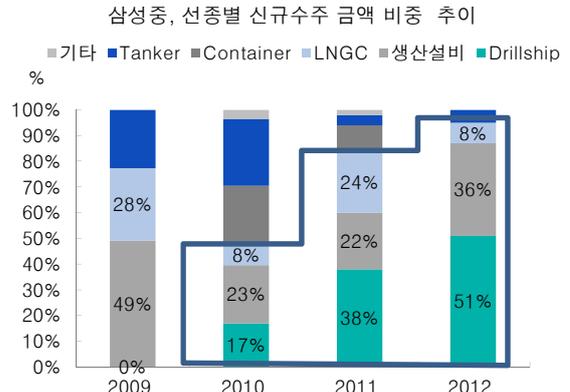
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터
주: IFRS연결기준/2013년 1분기까지 확정치

그림 30. 현대중공업 주주 선종 Mix 변화



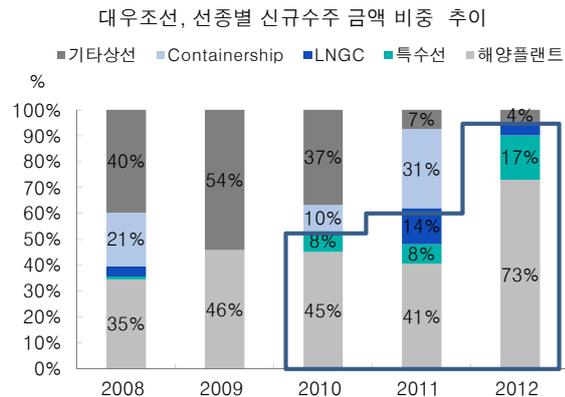
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 31. 삼성중공업 주주 선종 Mix 변화



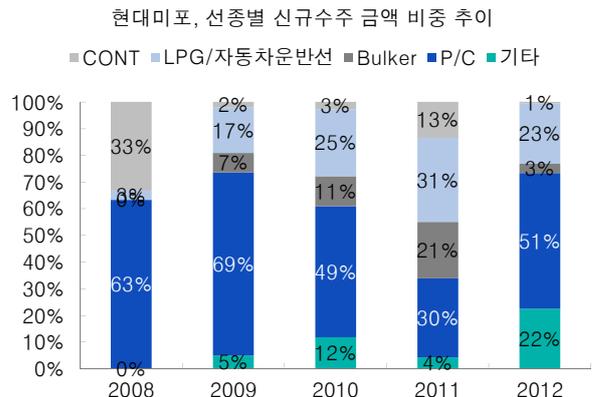
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 32. 대우조선해양 주주 선종 Mix 변화



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 33. 현대미포조선 주주 선종 Mix 변화



자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

V. Issue 1 : 선가 상승 예상 시점(구조조정 효과)

1. 상선 선가 상승 시점 : 2014년 상승 예상. 빠르면 2013년 4분기

상선 발주 증가하나 주가 상승을 끌어 내지 못하고 있음

2013년 연초부터 상선 발주가 회복하고 있으나 주가 상승으로 이어지지 못하고 있다. 주요한 이유는 1) 첫째, 절대 선가가 낮아 수익 기여도가 낮고 2) 둘째, 수주 회복량이 적어 수주잔량 회복을 기대하기 어렵기 때문이다.

상선 선가 상승 해야, 상선 수주 증가 의미 있는 평가 받을 것

상선 발주 증가 추세는 2014년까지 이어질 것으로 예상하는데, 상선 발주 증가가 주가 상승을 이끌어 내기 위해서는 선가 상승이 필수적이라는 판단이다. 선가 상승은 현재 실적은 부진하다 하더라도 향후 실적 개선 기대감을 조성하면서 주가를 끌어 올리기 때문이다.

선가 상승 가능 시점 : 2014년 예상. 빠르면 2013년 4분기

상선 선가는 늦어도 2014년에는 상승 전환할 것으로 예상하며 빠르면 4분기에도 가능할 것으로 예상된다. PC선의 경우에는 2분기 또는 3분기에 Clarkson 선가 지표로 상승 전환을 확인할 수 있을 것으로 예상된다

선가 상승의 조건

선가 상승을 위한 전제 조건은 1) 첫째, 수주량이 건조량 보다 많아야 하고 즉, 조선사의 잔량이 상승 전환해야 하고 2) 해당 선종의 운임이 상승 전환하고 양호해야 한다.

과거 선가 상승 구간 점검

아래 그림을 보면, 전세계 수주량이 건조량 보다 많았던 2000년, 2003년~2008년에 선가 상승이 나타났다. 특이한 점은 2010년에는 수주량(45mCGT)이 건조량(52mCGT) 보다는 낮았음에도 선가 상승이 나타났음을 확인할 수 있다. 이 구간은 수주량과 인도량의 차이가 최소한으로 좁혀졌던 해이다. 또한 2010년 상반기 BDI가 4천pt 이상을 기록하였고, 2008년 8월 선가가 고점을 기록한 이후, 40%~50% 폭락하며 선가 바닥에 대한 기대가 높았었기 때문이다.

2014년 선가 상승은 2010년 선가 상승 구간과 비슷할 것

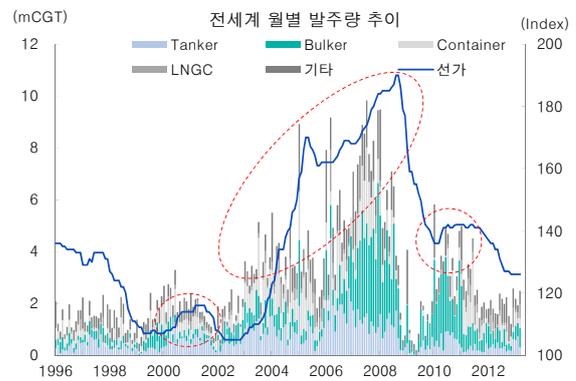
2014년에도 2010년 같은 선가 상승이 나타날 것으로 예상된다. 비록 수주량이 전세계 건조량을 넘진 않지만, 1) 그 차이가 크게 좁혀지고 2) 선박의 수급이 개선(2014년 GDP 증가율이 2013년 대비 증가할 것으로 예상되고 2012년 상선 발주 침체로 2014년 선박 인도량은 크게 감소)되며 운임 상승이 예상되고 3) 2009년 이후 선박 발주 시장 침체로 조선사의 구조조정이 진행되어 공급 능력 감소가 이루어지고 있기 때문이다 (자세한 내용은 V.2장 참조)

그림 34. 건조량 대비 수주량이 많은 구간에서 선가 상승 발생



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 35. 선가 상승 구간 확인



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

경험적 접근 - 수주 상승 전환 이후, 6개월~9개월 이후 선가 상승

또한, 경험적으로 보면 수주가 증가세로 전환하고 6개월 ~ 9개월 사이에 선가 상승이 후행적으로 나타났다. 수주 침체기에서 수주 회복기로 접어들 경우, 조선사들은 Dock 채우기에 급급하기 때문에는 발주 상승 초기 구간에는 선가가 오히려 하락하는 구간이 발생한다. 이후, 6개월~9개월 후에는 Dock가 차면서 조선사들이 선별 주수를 시작하며 선가 상승이 타나난다.

이번 사이클에서 상선 발주 증가 시작 시점은 2012년 12월이다. 이를 고려해 보면 이번 구간에서는 3분기 또는 4분기에 선가 상승을 기대해 볼 수 있다.

2. 중국 조선소 구조조정 효과 : 중국 전체 건조능력의 14%~28%로 추정

2014년 선가 상승의 또 다른 요인 전세계 조선소 구조조정

2014년 선가 상승 가능성을 높이는 또 다른 요인은 전세계 조선소의 구조조정이 이루어지고 있다는 점이다. 구조조정 효과가 2013년부터 이미 나타나고 있기 때문에 새로운 효과는 아니지만 2014년으로 갈수록 그 효과가 확대되고 있다고 생각하고 있으며 그 효과가 어느 정도인지 가늠해 보고자 한다.

구조조정 효과는 2013년부터 의미 있게 나타나고 있음

구조조정 효과가 2013년부터 나타나고 있다고 보는 이유는 2008년 이전 호황기 수주로 2012년까지 선박 인도를 지속했으나 2009년 이후 수주 급감으로 2013년 이후 인도 잔량이 없는 조선소가 급증했기 때문이다. 2009년 이후, 경쟁력 없는 조선소들이 자연스런 슈아 내지고 있다는 판단이다.

구조조정 효과 2014년에는 확대

또한, 2014년 이후 인도 잔량을 보유하고 있는 조선소의 수가 추가적으로 급감하고 있어 향후 2014년 이후에 구조조정 효과가 추가적으로 발생할 것으로 예상된다.

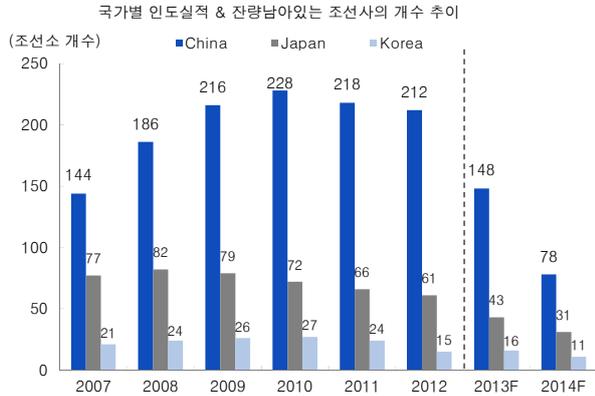
국가별 건조능력 감소 효과

전세계 조선소의 구조조정 효과는 6.4mCGT~9.8mCGT (전세계 전체 생산능력 57mCGT 중, 11%~17%)로 추정한다. 국가별로는 중국이 3.2mCGT~6.2mCGT 수준으로 추정 (중국 전체 생산 능력 19.8mCGT 중, 14%~28에 해당)하며 일본은 2.0mCGT~2.4mCGT(일본 전체의 20%~24%), 한국은 1.2mCGT(한국 전체의 6.6%)로 추정한다.

전세계 건조능력 2010년 57mCGT에서 2014년 47.2mCGT로 감소 예상

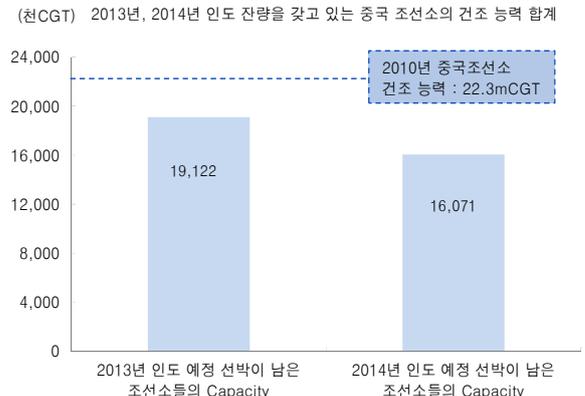
이에 따라 전세계 건조능력은 2010년 57mCGT에서 2013년과 2014년에 각각 50.6mCGT(2010년 대비 11% 감소), 47.2mCGT(2010년 대비 17% 감소)로 감소할 것으로 예상된다.

그림 36. 2013년 인도 잔량 갖고 있는 중국 조선소 급감



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / 2013년 4월 중순 잔량 기준

그림 37. 중국 조선소 구조조정 효과, 3.5~6.2mCGT로 추정



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / 2013년 4월 중순 잔량 기준

전세계 조선소 구조조정 효과 계산 과정

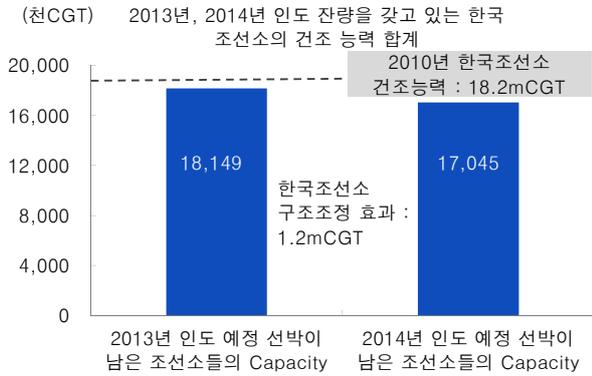
전세계 조선소의 구조조정 효과를 계산한 과정은 다음과 같다. Clarkson의 2013년 4월 잔량을 이용하여 2013년 2014년 인도 잔량을 가지고 있는 조선소로 구분하였다. 이후, 2013년 인도 예정 선박이 없는 조선소는 사실상 시장에서 퇴출되었다고 간주하였다. 또한, 2014년 인도 잔량이 없는 조선소는 퇴출되었다고 자신할 수는 없으나 퇴출되었을 가능성이 높다고 판단한다.

2013년 인도 잔량이 없는 조선소는 사실상 구조조정된 조선소로 판단

선박의 수주에서 인도까지 최소 18개월(설계 기간과 건조 기간 포함)이 소요됨을 감안하였다. 즉, 조선사의 최소 잔량은 1.5년으로 볼 수 있는데 잔량이 1년도 안된다는 얘기는 시장의 낮은 평판 또는 부실한 재무 구조로 인해 수주를 받지 못하고 있다고 간주할 수 있기 때문이다.

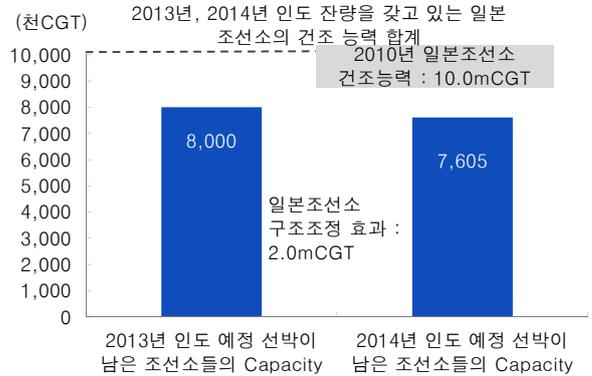
앞서 전세계 선박 건조 능력에서 구조조정 효과로 6.4mCGT~9.8mCGT를 언급하였는데 6.4mCGT는 2013년 수주잔고가 없는 조선소만을 구조조정이 된 것으로 간주한 것이며 9.8mCGT는 2014년 수주잔고가 없는 조선소를 구조조정 된 것으로 간주하였다.

그림 38. 한국 조선소 구조조정 효과, 1.2mCGT로 추정



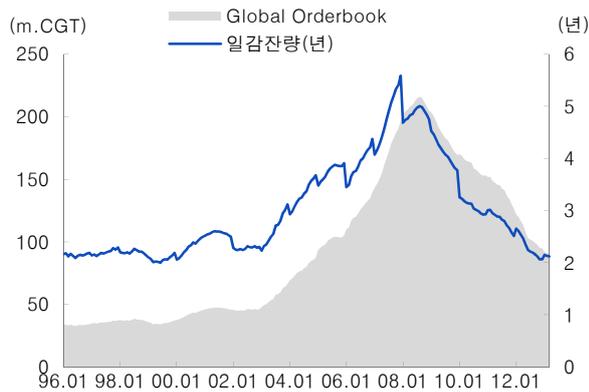
자료: Clarkson. 2013년 3월말 기준

그림 39. 일본 조선소 구조조정 효과, 2.0~2.4mCGT로 추정



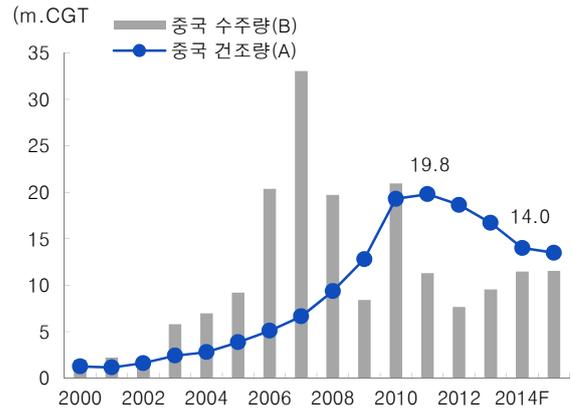
자료: Clarkson. 2013년 3월말 기준

그림 40. 전세계 상선 진량 추이 - 현재 수주잔고 2.1년



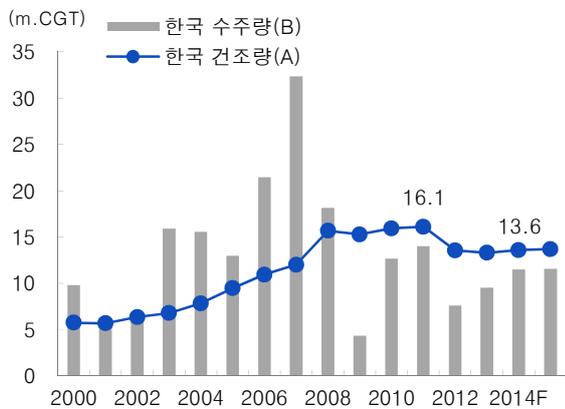
자료: Clarkson. 2013년 3월말 기준

그림 41. 중국 조선소 수주량과 건조량



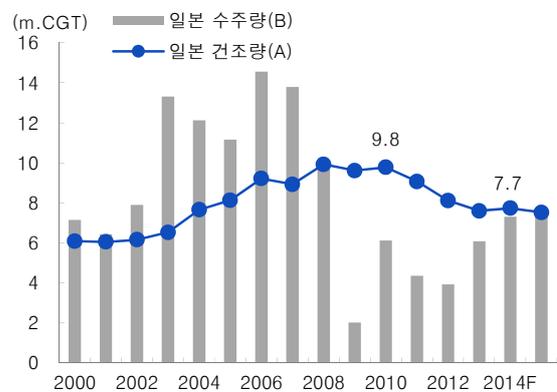
자료: Clarkson. 2013년 3월말 기준

그림 42. 한국 조선소 수주량과 건조량



자료: Clarkson. 2013년 3월말 기준

그림 43. 일본 조선소 수주량과 건조량



자료: Clarkson. 2013년 3월말 기준

VI. Issue 2 : 시추선 발주 감소와 생산설비 증가

1. 심해시추선 발주 감소하며 해양플랜트 시장 성숙기로 진입

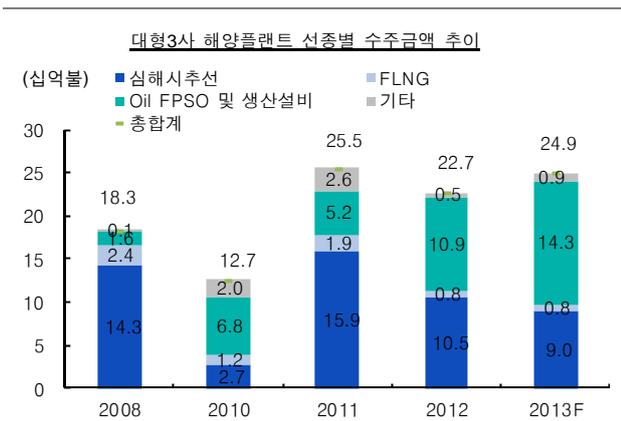
해양플랜트 발주 성숙기 진입

사상 최고 금액을 매년 갱신하던 국내 대형3사의 해양플랜트 수주금액은 성숙기에 진입하고 있다는 판단이다. 심해시추선 수주는 감소하고 생산설비는 증가해서 두 선종 합계 금액은 횡보가 예상되며 FLNG(Floating LNG, 해상 가스 생산설비)라는 새로운 선종의 발주 증가로 한자리 초, 중반 성장이 가능할 것으로 예상된다.

심해시추선 발주 감소, 생산설비 발주 증가

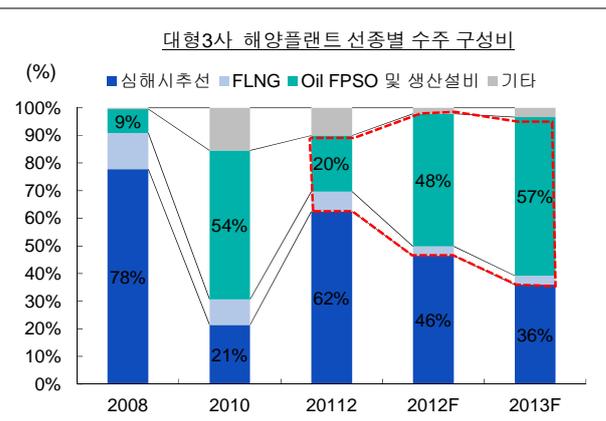
심해시추선(Drillship, Semi-Rig) 발주가 감소하는 것은 2005년 이후 발주된 심해시추선의 발주 사이클이 고점을 지나가고 있다고 보는 것이다. 탐사&평가 시추와 생산시추에 필요한 시추선 발주는 이미 어느정도 이루어졌기 때문이다. 향후에는 이들 탐사 & 평가 시추 결과 원유 또는 가스가 발견된 유전, 가스전에 사용될 생산설비 발주가 증가할 것으로 예상된다.

그림 44. 해양플랜트 수주금액 추이



자료: 각사, 대신증권리서치센터 2013.4월 기준

그림 45. 해양플랜트 수주금액 비중 추이- 생산설비 비중 증가



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

2. 브라질의 심해시추선 용선 수요 급감

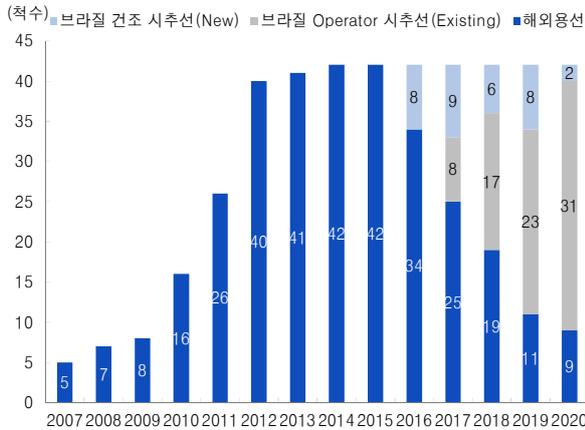
브라질 Petrobras의 심해시추선 수요 급감

특히, 심해시추선 수요를 둔화시키는 또 다른 중요한 이유는 브라질 Petrobras의 심해시추선에 대한 용선 수요가 향후 거의 없을 것으로 예상하기 때문이다. Petrobras는 2012년에 14기의 심해시추선을 용선하고 2013년 이후는 연간 1척 미만으로 감소할 것으로 예상된다.

타지역의 심해 시추선 용선 수요의 성장이 브라질 수요 감소를 메꾸는데 시간 필요

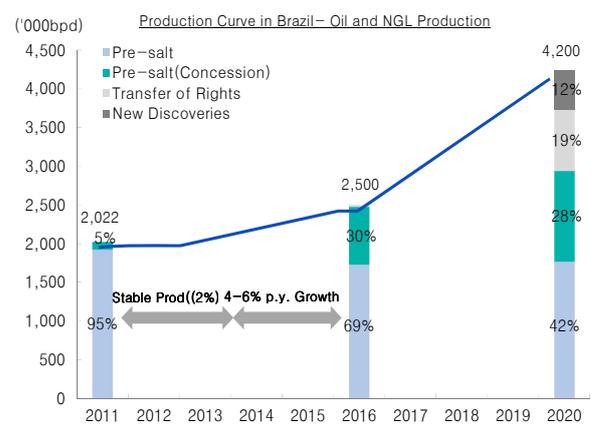
이에 따라 기존 심해시추선 수요의 3대 축 중에 하나였던 브라질의 심해 용선 수요 감소로 타지역(서아프리카, Gulf of Mexico 등)이 이를 메꾸는데 시간이 소요될 것으로 예상된다. Petrobras의 심해 용선 수요 감소는 2013년 잔량에 있는 Drillship 용선이 생각 보다 늦게 되고 있는 것에 대한 이유이기도 하다.

그림 46. Petrobras의 심해시추선 운용 선대



자료: Petrobras, 2012년 11월 / 연말 기준, 운영하는 선대 규모를 표시한 것임
 주: 심해시추선은 2천ft 이상 수심에서 작업하는 시추선을 의미

그림 47. Petrobras Oil & NGL 생산계획



자료: Petrobras, 2012년 11월

VII. Issue 3 : 시추선 발주 감소를 보상할 FLNG

1. FLNG 수요 증가 배경

FLNG 발주 증가는 Drillship 발주 감소를 보상할 것

FLNG는 생산설비 발주 증가와 궤를 같이하여 향후 발주 증가가 예상되고 심해시추선 발주 감소를 보상할 것으로 예상된다.

FLNG 발주 추이 : 2011년 1기 / 2012년 1기 / 2013년 1기 예상 / 2014년 최소 2기 예상

2011년에 삼성중공업은 Shell로부터 전세계 최초의 FLNG를 수주하였으며 2012년에는 대우조선해양이 Petronas로부터 전세계 2번째 FLNG를 수주하였다. 2013년에는 전세계 3번째 FLNG 발주가 예상되며 2014년에는 최소 2기의 FLNG 발주가 예상된다.

FLNG는 육지에서 멀리 떨어진 소형 가스전(연간 생산량 5백만톤 이하. 최근 6백만톤 생산 Capa의 FLNG 발주도 추진 중) 개발에 적합한 선종이다.

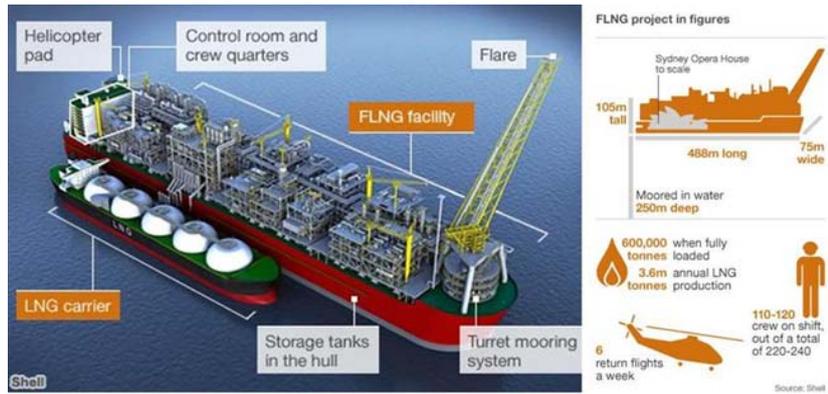
또다른 LNG 생산방식으로 채택가능한 육상 플랜트 방식 대비 FLNG의 장점은 1) 육상플랜트 보다 경제적이며(21%~29% 만큼 낮은 투자) 2) 짧은 건조기간 (FID(최종투자결정)~생산까지 4년 내) 3) 선박의 납기 준수, 비용 관리에 용이하다는 점이다.

이 중에서 세번째 이유가 최근에 주목을 받고 있다. 호주 가스전의 경우 호주 정부의 승인 지연(육상 플랜트의 환경 영향 평가가 승인 지연의 주요한 원인 중 하나)과 이로 인한 플랜트 건설 납기 지연 그리고 현지 인건비 상승으로 Project 총 비용 상승의 문제가 있는데 FLNG는 이 같은 문제를 모두 해결해 줄 수 있는 해결책이다. 육상 플랜트를 건설하지 않아 환경 파괴가 없고 이로 인해 육상플랜트 건설 관련 정부의 환경영향평가 단계를 생략한다. 즉, 이러한 문제점들을 최소화 시키며 한국 조선소에서 건조하여 정해진 비용과 정해진 납기 안에 생산설비를 인도할 수 있는 것이 FLNG의 매력으로 손꼽히고 있다..

반면 FLNG의 육상 플랜트 대비 단점은 1) 아직 운영 실적이 없고 2) Local Content(현지 건조) 비율 낮아 발주 국가가 상대적으로 덜 선호하고 3) 바다 위에 떠 있어 안정성 떨어진다는 점이다.

하지만, 미국에서 Shale가스 생산 증가로 미국의 Shale가스와 원가 경쟁을 해야 하기 때문에 좀더 경제적인 방법으로 가스를 생산하고자 하는 수요가 증가하고 있다. 이에 따라 운영 실적이 없는 단점에도 불구하고 FLNG를 검토하는 가스전 개발 Project가 증가하고 있다.

그림 5. Shell이 발주한 Prelude 가스전에 투입할 FLNG



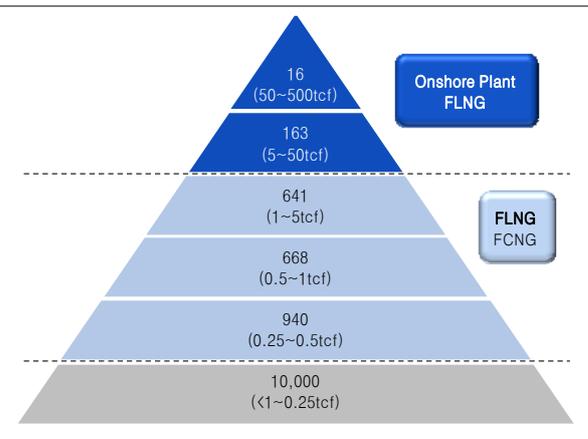
자료: Shell / 2011년 삼성중공업이 최종 수주

그림 48. 전 세계 연간 LNG 물동량 증가량 추이



자료: IHS CERA

그림 49. 전 세계 가스전의 사이즈별 분포수와 개발방법



자료: EIA/ IEO 2011. Wood Mackenzie, ENI World Oil & Gas Review 2010-11

2. FLNG 발주 증가는 Drillship 발주 감소를 보상

FLNG 발주는 2015년 ~2016년 발주 기준, 3기 가능. 이후, 4기까지도 가능할 것

중요한 점은 결국에 FLNG 발주가 얼마나 커질 수 있고 Drillship 발주 감소를 얼마나 보상에 줄 수 있는냐이다. 결론적으로 대신증권은 2015년~2016년 발주 기준, 연간 3기까지 상승할 수 있고 2020년 경까지 가면 운영 실적이 증가하고 FLNG의 경쟁력이 상승할 경우, 연간 4기까지 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

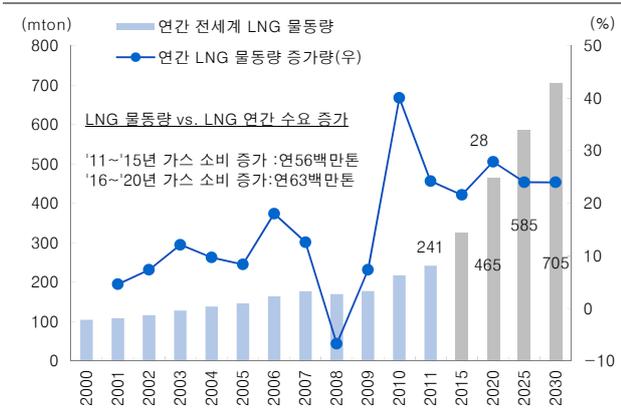
FLNG 수주 규모 : 2백만톤
 FLNG 3기 수주 시, 60억불.
 한국 조선사 비중 70% 적용
 시, 42억불

발주 규모를 살펴 보면 평균 FLNG의 연간 생산 능력을 2백만톤으로 가정하고 백만톤 당 발주 규모를 10억불로 가정하면 3기가 발주되면 60억불 규모이다. 그리고 초기에는 국내 조선사가 Technip 같은 Engineering 업체와 공동 수주하기 때문 한국 조선사의 수주 금액은 이 보다 적을 것이다. 국내 조선사가 수주하는 비율을 70%로 가정하면 42억불을 수주할 수 있다.

FLNG 42억불은 Drillship
 7.5기 감소를 보상하는 수준

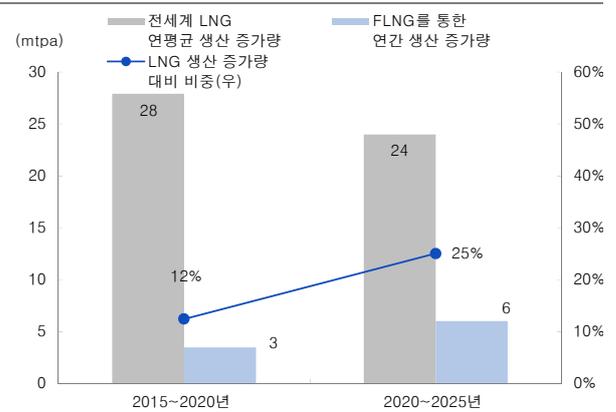
42억불은 Drillship 1기를 5.6억불로 가정할 경우, Drillship 7.5기에 해당하며 Drillship 발주 7.5기 감소를 보상할 수 있는 수준이다.

그림 50. 전세계 연간 LNG 물동량 증가량 추이



자료:BP,대신증권 리서치센터 추정 / 주: 하늘색을 실제 / 회색은 추정

그림 51. FLNG 발주 2015년~2016년경 연평균 3척 예상



자료:대신증권 리서치센터 추정 / x 축의 연도는 생산 시점이고 발주는 이에 4년~5년 선행

VIII. Risk 점검

1. Shale 가스 수출 승인 지연 시, LNG 발주 기대 시점 지연

미국 Shale가스 수출 승인
 지연 중

미국 DoE(Department of Energy)는 LNG 수출 승인 여부를 내부적으로 검토하고 있다. 대신증권은 3월 5일 보고서를 통해서 3월~4월 Shale 가스 수출 승인을 예상했으나 현재 지연되고 있는 상태이다.

Shale가스 수출 승인 시점에
 대한 의견들

Shale가스 수출 승인이 지연될 경우, Shale가스 수송용 LNG선 입찰 시작 시점과 최종 수주 시점까지도 지연된다. 4월 하순 휴스턴에서 개최된 LNG 17에서 Freeport LNG의 CEO는 미국의 LNG 수출 승인이 5월~7월경 기대한다고 언급한 바 있으며, 같은 행사에서 DoE 내부 인사는 공식적으로 수출 승인과 관련한 정해진 일정(Time table)은 없다고 한 바 있다.

수출 승인 6월 이루어질 경우,
 빠르면 2013년 연말 가능

만약, 6월 경, LNG 수출 승인이 이루어질 경우, 7월 이후 Shale가스 수송용 LNG선 입찰 시작으로 연말 경 LNG선 발주를 기대할 수 있다. 그런데 6월에서 지연된다면 지연된 만큼 Shale가스 수송용 LNG 수주 시점은 지연된다고 봐야 한다.

사실상 Shale가스용 LNG선
 발주는 2014년에 크게 증가할 것

그런데 어떠한 경우에도 2013년에 수출 승인 가능성은 매우 높다고 보고 있으며 이 경우, 2014년 LNG선 발주는 크게 증가할 것으로 예상된다.

본 보고서에서 Shale가스 수송용 LNG선 수주는 크게 반영되어 있지 않음

본 보고서에서 2013년 LNG선 예상 수주 척수 36척에는 Shale 가스 수송용 LNG선 수주가 5척 미만으로 적게 반영되어 있다.

[기업분석]

현대중공업
(009540)

상선 선가 상승 시, 수주 증가 제대로 평가 받을 것

전재천 769.3082
Jcjeon7@daishin.com

이지윤 769.3429
leejiyun0829@daishin.com

투자포인트

- 상선 발주 회복과 함께 수주 빠르게 증가. 그러나 주가는 약세(5월 현재, 약 80억불 수주, 조선+해양 수주 목표 달성율 59%)
- 수주 증가가 제대로 평가 되기 위해서는 선가 상승 필요
- 매수 시점은 상선 선가 상승 가능 시점, 4분기

Comment

수주 빠르게 증가하고 있으나 주가는 약세, 수주선박의 낮은 선가가 문제

현대중공업 조선+해양 수주는 상선 발주 회복과 해양생산설비 발주 증가로 빠르게 증가하고 있다. 5월 현재 조선+해양 수주는 80억불로 연간 수주목표인 135억불의 59%를 달성하였다(상선 달성율 36%, 해양 87%).

그러나 주가는 연초 이후 약세를 지속하고 있다. 1분기 실적이 기대치를 하회하고 향후 하반기 까지 지속적으로 하락할 것으로 예상되고 상선 신규 수주가 증가하나 신규 수주 선박의 수익성에 대한 우려가 컸기 때문에 판단한다

매수 시점은 선가 상승 시점

GS건설 실적 충격 이후, 질 높은 수주의 중요성이 커지는 가운데, 현대중공업의 수주 증가가 주가에 긍정적 영향을 미치기 위해서는 상선 선가 상승이 전제가 되어야 한다는 판단이다. 대신증권은 상선 선가 상승 시점으로 4분기를 예상하고 있고 이 시기에 현대중공업 매수가 가능하다는 판단이다.

BUY

[매수, 유지]

조선업종

현재가 194,000원

목표주가 ▲ 28% 250,000

KOSPI	1956.45
시가총액	14,744 십억원
시가총액비중	1.3%
지분금(보통주)	380 십억원
52주 최고/최저	280,000 원 / 188,000 원
120일 평균거래대금	455 억원
외국인지분율	17.6%
주요주주	정몽준 외 5인 21.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-3.5	-2.3	-7.2	-29.3
상대수익률	-3.1	-4.2	-7.4	-28.9



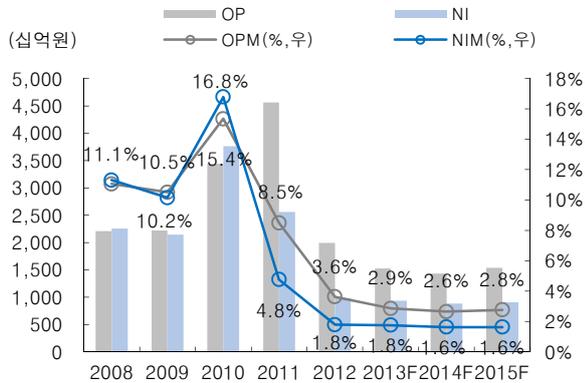
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	53,712	54,974	53,357	54,058	55,552
영업이익	4,561	1,993	1,524	1,429	1,538
세전순이익	3,876	1,436	1,238	1,227	1,257
총당기순이익	2,743	1,021	953	930	953
지배지분순이익	2,559	984	934	884	905
EPS	33,671	12,951	12,288	11,626	11,909
PER	7.6	18.7	15.8	16.7	16.3
BPS	215,515	222,116	229,939	236,314	243,325
PBR	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8
ROE	16.7	5.9	5.4	5.0	5.0

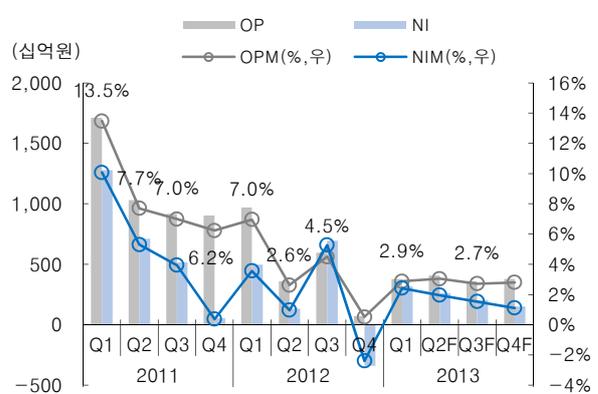
주: 영업이익은 회사별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 52. 현대중공업 연간 실적 추이



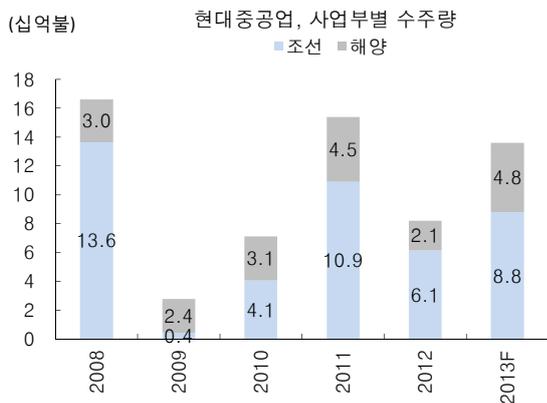
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 53. 현대중공업 분기 실적 추이



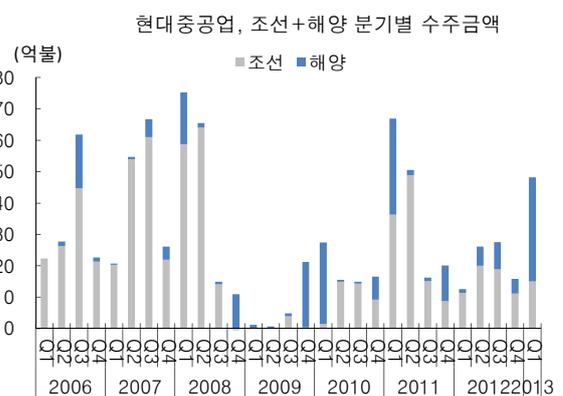
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 54. 현대중공업 연간 수주 추이



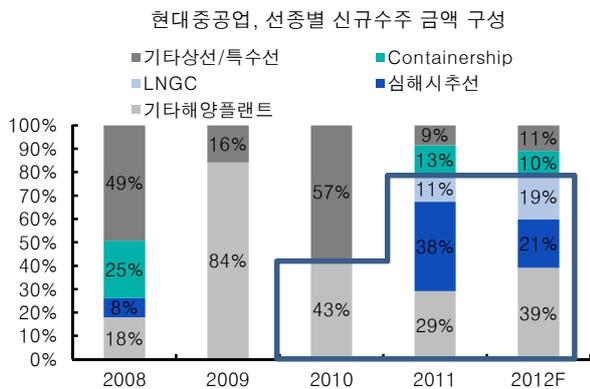
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 55. 현대중공업 분기 수주 추이



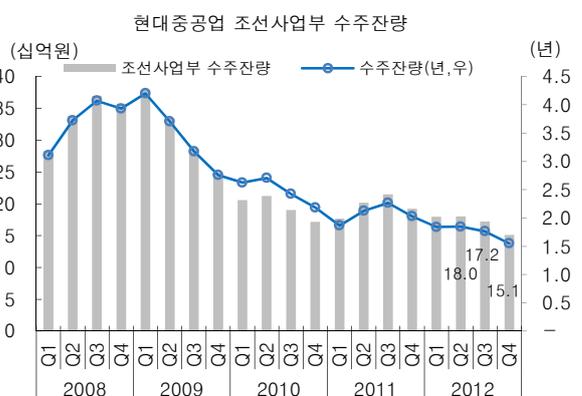
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 56. 현대중공업 수주 선종 Mix 변화



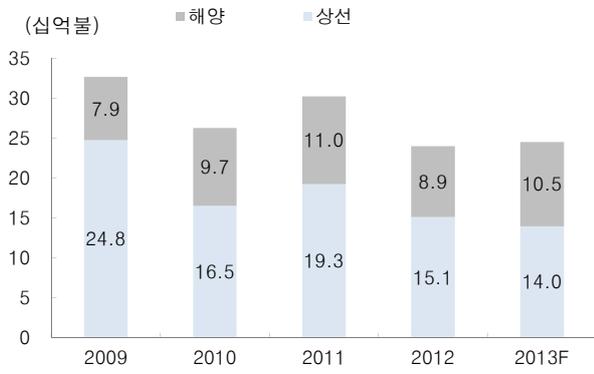
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

그림 57. 현대중공업 조선사업부 수주잔량



자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터
 주: 매출기준 수주잔량/ 수주잔량(년) = 수주잔량/연간별도매출액

그림 58. 현대중공업 조선,해양 수주잔량 - 2013년 전망 소폭 개선



자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

[현대중공업 재무제표]

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	53,712	54,974	53,357	54,058	55,552
매출원가	46,784	50,331	49,273	50,053	51,403
매출총이익	6,927	4,643	4,083	4,005	4,149
판매비와관리비	2,366	2,650	2,559	2,576	2,611
영업이익	4,561	1,993	1,524	1,429	1,538
영업이익률	8.5	3.6	2.9	2.6	2.8
EBITDA	5,499	2,989	2,536	2,461	2,588
영업외손익	-685	-557	-287	-202	-281
관계기업손익	-148	-369	-126	-80	-80
금융수익	1,876	2,744	986	970	970
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2,142	-1,746	-1,131	-1,092	-1,171
외환관련손실	1,087	892	400	400	400
기타	-271	-1,186	-16	0	0
법인세비용차감전순이익	3,876	1,436	1,238	1,227	1,257
법인세비용	-1,133	-415	-285	-297	-304
계속사업순이익	2,743	1,021	953	930	953
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,743	1,021	953	930	953
당기순이익률	5.1	1.9	1.8	1.7	1.7
비배지분순이익	184	36	19	47	48
지배지분순이익	2,559	984	934	884	905
매도가능금융자산평가	-1	-16	-16	-16	-16
기타포괄이익	-11	-12	-48	-129	-312
포괄순이익	2,617	735	309	-524	-2,327
비배지분포괄이익	118	27	15	-26	-116
지배지분포괄이익	2,498	708	293	-498	-2,211

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	33,671	12,951	12,288	11,626	11,909
PER	7.6	18.7	15.8	16.7	16.3
BPS	215,515	222,116	229,939	236,314	243,325
PBR	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8
EBITDAPS	72,351	39,322	33,364	32,382	34,055
EV/EBITDA	5.1	10.2	10.3	10.6	10.0
SPS	706,732	723,338	702,061	711,287	730,942
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	76,602	50,085	46,615	45,618	47,291
DPS	4,000	2,500	4,000	4,000	4,000

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	43.8	2.3	-2.9	1.3	2.8
영업이익 증가율	-17.5	-56.3	-23.5	-6.2	7.6
순이익 증가율	-39.9	-62.8	-6.6	-2.4	2.4
수익성					
ROIC	13.5	5.4	4.3	4.0	4.2
ROA	9.5	4.1	3.1	2.9	3.0
ROE	16.7	5.9	5.4	5.0	5.0
안정성					
부채비율	169.6	162.9	156.8	152.9	149.0
순차입금비율	35.7	54.4	49.3	46.8	44.1
이자보상배율	15.8	5.1	4.6	4.9	4.1

자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	23,076	25,279	25,647	26,029	26,535
현금및현금성자산	1,610	1,108	1,663	1,829	2,027
매출채권 및 기타채권	9,808	11,270	11,131	11,131	11,131
채고자산	6,478	6,191	6,009	6,088	6,256
기타유동자산	5,181	6,710	6,844	6,981	7,120
비유동자산	25,924	23,995	24,180	24,395	24,596
유형자산	15,565	15,556	15,876	16,169	16,438
관계기업투자금	973	851	747	689	630
기타비유동자산	9,387	7,587	7,557	7,537	7,528
자산총계	49,001	49,273	49,827	50,424	51,131
유동부채	25,491	22,174	22,168	22,227	22,342
매입채무 및 기타채무	15,016	11,523	11,408	11,458	11,564
차입금	7,212	7,583	7,583	7,583	7,583
유동성채무	906	942	1,042	1,042	1,042
기타유동부채	2,356	2,126	2,135	2,144	2,153
비유동부채	5,334	8,358	8,258	8,258	8,258
차입금	2,938	6,302	6,202	6,202	6,202
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,395	2,056	2,056	2,056	2,056
부채총계	30,824	30,532	30,425	30,484	30,600
지배지분	16,379	16,881	17,475	17,960	18,493
자본금	380	380	380	380	380
자본잉여금	1,100	1,109	1,109	1,109	1,109
이익잉여금	15,399	16,098	16,879	17,517	18,177
기타자본변동	-500	-707	-893	-1,047	-1,174
비배지분	1,797	1,861	1,926	1,979	2,038
자본총계	18,177	18,741	19,401	19,939	20,531
순차입금	6,494	10,188	9,561	9,323	9,052

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	504	-3,459	2,585	2,223	2,388
당기순이익	2,743	1,021	953	930	953
비현금항목의 가감	3,078	2,786	2,590	2,537	2,641
감가상각비	938	995	1,011	1,032	1,051
외환손익	0	0	1	0	0
지분법평가손익	148	369	126	80	80
기타	1,992	1,421	1,451	1,425	1,511
자산부채의 증감	-3,982	-6,273	-1,221	-1,457	-1,490
기타현금흐름	-1,336	-992	263	213	284
투자활동 현금흐름	-1,367	-809	-1,004	-1,056	-1,062
투자자산	-300	545	61	11	6
유형자산	-1,583	-1,053	-958	-958	-958
기타	516	-301	-107	-109	-110
재무활동 현금흐름	599	3,774	3,855	3,763	3,763
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-100	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-410	-234	-153	-245	-245
기타	1,009	4,008	4,108	4,008	4,008
현금의 증감	-269	-502	556	166	198
기초 현금	1,879	1,610	1,108	1,663	1,829
기말 현금	1,610	1,108	1,663	1,829	2,027
NOPLAT	3,228	1,417	1,174	1,083	1,165
FCF	2,468	1,235	1,185	1,115	1,216

대우조선해양
(042660)

**2013년까지 기존 할인 요인 털고
2014년부터 비상**

전재천 769.3082
Jcjeon7@daishin.com

이재윤 769.3429
leejiyun0829@daishin.com

투자포인트

- 2014년 영업이익 50% 이상 개선 : 매출 Mix 개선 + 총당금 소멸 효과
- 대형3사 중, 가장 높은 수주잔고 보유 하며, 2013년 선별 수주 예상
- 2014년 실적 큰 폭 성장을 보고 BPS 1배인 26,400원 이하에서 연말까지 매수 전략
- 3분기 대형3사 수주 약세 예상되고 2013년까지 부실자회사에 대한 총당금 설정 남아 있어 빠른 주가 반등 보다는 여유 있는 투자 필요

Comment

2013년에 기존 할인 요인 털어 내며 2014년 비상

대우조선해양은 2013년 기존 약점들을 떨쳐 내고 2014년부터 실적이 크게 개선될 것으로 예상된다. 대우조선해양의 동종사 대비 약점은 1) 첫째, 상대적으로 낮은 수익성 2) 자회사 부실로 인한 지속적인 총당금 설정 3) 자산관리공사 지분 매각과 관련한 물량 부담이었다. 1) 첫째, 대우조선해양의 영업이익률은 2012년 3.5%에서 2014년 5%대~6%대로 크게 개선될 것으로 예상된다. 2012년 수주한 고부가가치 선박의 매출인식이 2013년 하반기부터 증가하며 기존의 낮은 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 2) 자회사 부실 관련 총당금 설정은 2013년 마무리되고 2014년부터는 자회사 부실로 인한 실적 악화는 없어질 것이다. 3) 자산관리공사 지분 매각 문제만은 장기적으로 여전히 부담으로 남는다.

BPR 1 배 수준인 26,400 원 이하에서 연말까지 보고 매수 전략

대우조선해양을 여전히 연간 최우선 추천주로 제시한다. 단기적으로 주가 상승을 크게 기대하기 어려우나 연말까지 투자 기간 잡고 PBR 1배 26,400원 이하에서는 매수 전략을 추천한다.

단기적으로 볼 때, 주가 상승의 걸림돌은 1) 5월~8월 대형3사 수주가 감소할 것으로 예상되고 2) 상반기 실적까지는 여전히 낮은 수준 예상하며 3) 2013년까지는 부실자회사에 대한 총당금 설정이 지속될 것이기 때문이다. 하지만 연말까지 보면 이들 우려는 사라지고 2014년 상반기까지 높은 이익 성장을 바탕으로 주가 상승을 예상한다

BUY
[매수, 유지]
조선업종

현재가 26,950원

목표주가 ▲ 34% 36,000

KOSPI	1956.45
시가총액	5,158 십억원
시가총액비중	0.5%
자본금(보통주)	962 십억원
52주 최고/최저	31,850 원 / 21,200 원
120일 평균거래대금	301 억원
외국인지분율	15.0%
주요주주	한국산업은행 외 2인 31.3% 국민연금공단 6.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	1.9	0.7	-5.6	-10.8
상대수익률	2.3	-1.2	-5.9	-10.3



	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	13,903	14,058	15,566	15,806	16,070
영업이익	1,089	486	640	910	984
세전순이익	998	265	533	953	1,031
총당기준이익	648	176	404	722	781
지배지분순이익	686	222	445	751	813
EPS	3,587	1,159	2,324	3,925	4,245
PER	6.8	23.4	11.6	6.9	6.3
BPS	23,939	24,409	26,426	30,059	33,778
PBR	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	15.9	4.8	9.1	13.9	13.3

주: 영업이익은 회사별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

2013년 수주, 수익성 위주의 선별 수주로 다소 감소 예상하나 양호

대우조선해양의 2012년 말 잔량은 30.6조원(2.4년치)로 대형3사 중, 가장 여유가 있다. 잔량에서 상대적으로 여유가 생기면서 2013년 수주는 동종사 대비 낮을 것으로 예상하며 126억불(yoy -11%)을 예상한다. 상대적으로 수주 금액은 낮을 수 있으나 오히려 향후 실적에 대한 기대감을 높일 것으로 판단한다.

대우조선 2013년 총당금 최대치는 300십억원 대신추정치에는 200십억원 반영

대우조선해양의 2013년 총당금(연결)은 최대 300십억원으로 추정한다. 이 중에서 200십억원은 DK Maritime(대한해운과 공동으로 발주한 VLCC 4척 소유)이 보유한 VLCC 4척의 선박 가치 하락분에 대한 손상차손이다. 나머지 100십억원은 TMT가 발주한 VLCC 2척(DE Maritime)에 대한 총당금이 50십억원, 기타 풍력자회사 그리고 장기매출채권에 대한 총당금이 50십억원이다.

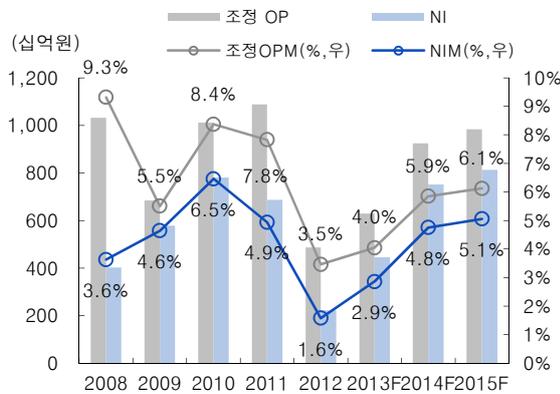
2014년에는 추가 총당금 없을 것

이는 발생 가능한 최대치이며 2013년에 총당금 설정이 종료되며 2014년에는 추가 총당금 문제는 없을 것으로 예상된다.

가장 큰 비중을 차지하는 총당금 200십억원은 과거 악재(선가 하락)를 장부가치에 현실화시키는 과정일 뿐

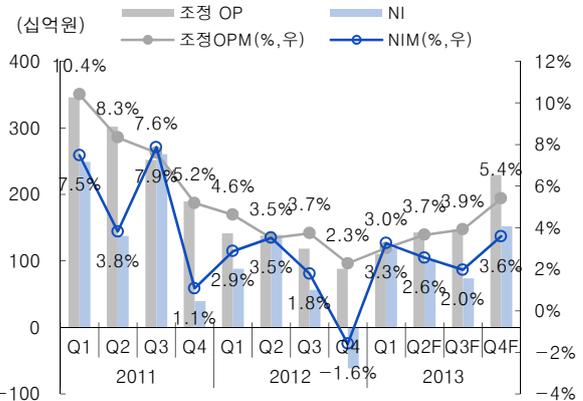
2013년 예상 총당금 중, 가장 큰 부분을 차지하는 DK Maritime VLCC 4척에 대한 선박 가치 하락분에 대한 손상 차손은 펀더멘탈의 훼손이라기 보다는 과거 발생한 악재를 장부에 반영하는 문제로 본질적 악재는 아니라는 판단이다. 향후 중고선가 가격이 추가 하락하지 않을 것이라는 점에서 향후 추가 총당금 문제는 없을 것으로 예상된다.

그림 59. 대우조선해양 연간 실적 추이



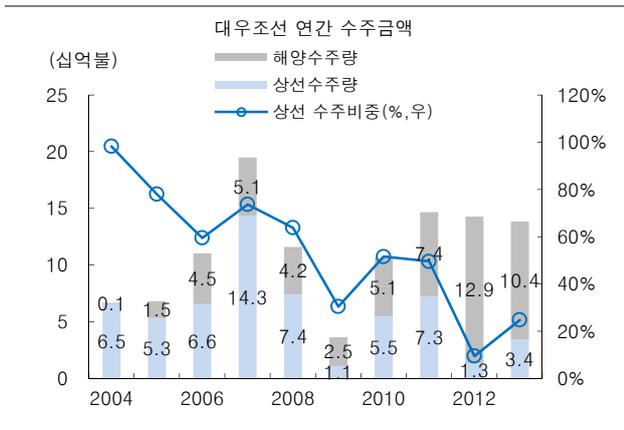
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 60. 대우조선해양 분기 실적 추이



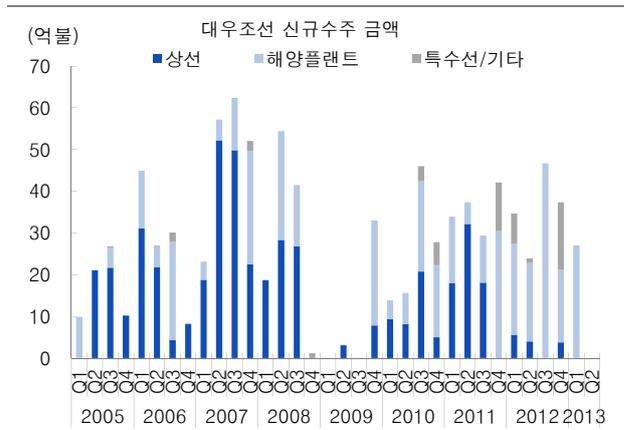
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 61. 대우조선해양 연간 수주 추이



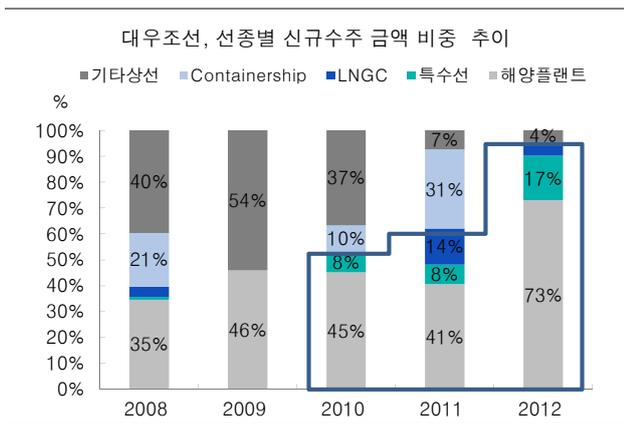
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 62. 대우조선해양 분기 수주 추이



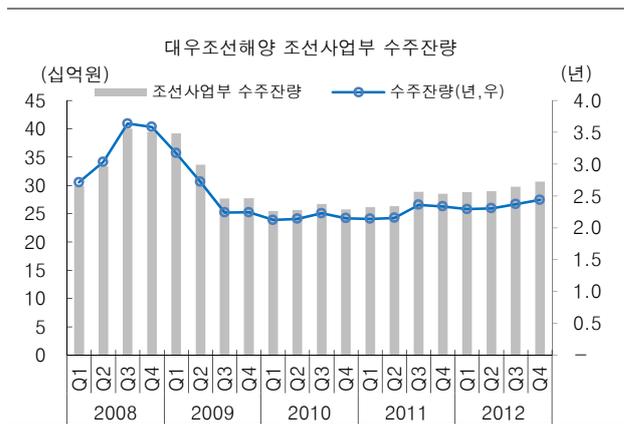
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 63. 대우조선해양 수주 선종 Mix 변화



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 64. 대우조선해양 수주잔량



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터
주: 별도기준/ 수주잔량(년): 수주잔량/연간별도매출액

[대우조선해양 재무제표]

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	13,903	14,058	15,566	15,806	16,070
매출원가	12,269	12,922	14,317	14,256	14,455
매출총이익	1,634	1,136	1,248	1,550	1,615
판매비와관리비	545	650	619	626	631
영업이익	1,089	486	640	910	984
영업이익률	7.8	3.5	4.1	5.8	6.1
EBITDA	1,325	745	879	1,179	1,241
영업외손익	-91	-221	-107	43	47
관계기업손익	-71	1	0	0	0
금융수익	141	142	146	168	170
외환관련이익	432	458	0	0	0
금융비용	-119	-155	-181	-155	-153
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-42	-208	-72	30	30
법인세비용차감전순이익	998	265	533	953	1,031
법인세비용	-349	-89	-129	-231	-249
계속사업순이익	648	176	404	722	781
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	648	176	404	722	781
당기순이익률	4.7	1.3	2.6	4.6	4.9
비지배지분순이익	-38	-46	-40	-29	-31
지배지분순이익	686	222	445	751	813
매도가능금융자산평가	-8	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	2	0	1	2	2
포괄순이익	584	149	393	717	779
비지배지분포괄이익	-27	-36	-39	-29	-31
지배지분포괄이익	611	185	432	746	810

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,587	1,159	2,324	3,925	4,245
PER	6.8	23.4	11.6	6.9	6.3
BPS	23,939	24,409	26,426	30,059	33,778
PBR	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	6,924	3,892	4,594	6,159	6,486
EV/EBITDA	6.0	13.2	10.9	7.7	6.9
SPS	72,643	73,451	81,329	82,586	83,964
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	9,531	5,601	6,414	8,376	8,782
DPS	500	250	250	500	500

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	7.0	1.1	10.7	1.5	1.7
영업이익 증가율	-6.8	-55.3	31.7	42.1	8.1
순이익 증가율	-16.5	-72.9	129.9	78.7	8.2
수익성					
ROIC	10.6	4.2	5.9	8.3	8.9
ROA	6.7	3.0	3.7	4.7	4.4
ROE	15.9	4.8	9.1	13.9	13.3
안정성					
부채비율	270.0	254.0	268.4	272.9	279.3
순차입금비율	75.6	103.6	92.0	71.9	57.3
이자보상배율	9.3	3.1	3.5	5.9	6.4

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	7,618	7,160	9,079	11,638	14,336
현금및현금성자산	542	267	2,034	4,547	7,196
매출채권 및 기타채권	4,943	3,883	3,883	3,883	3,883
채고자산	752	1,198	1,327	1,347	1,370
기타유동자산	1,381	1,812	1,836	1,861	1,887
비유동자산	9,042	8,962	9,083	9,276	9,567
유형자산	6,504	6,219	6,290	6,358	6,421
관계기업투자금	19	61	61	61	61
기타비유동자산	2,519	2,682	2,732	2,858	3,085
자산총계	16,660	16,122	18,163	20,915	23,902
유동부채	9,520	8,173	8,208	8,762	9,427
매입채무 및 기타채무	6,340	4,904	4,985	4,997	5,011
차입금	1,682	2,220	2,844	3,468	4,092
유동성채무	1,094	752	108	0	0
기타유동부채	404	296	271	296	323
비유동부채	2,638	3,395	5,024	6,544	8,173
차입금	1,600	2,405	4,033	5,554	7,182
전환증권	0	61	61	61	61
기타비유동부채	1,038	929	929	929	929
부채총계	12,158	11,568	13,232	15,306	17,600
지배지분	4,582	4,672	5,058	5,753	6,465
자본금	962	962	962	962	962
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,603	3,708	4,105	4,809	5,527
기타자본변동	17	2	-9	-18	-24
비지배지분	-80	-117	-127	-145	-162
자본총계	4,502	4,554	4,931	5,609	6,302
순차입금	3,404	4,718	4,537	4,035	3,612

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	2	-996	567	878	936
당기순이익	648	176	404	722	781
비현금항목의 가감	1,176	896	823	881	899
감가상각비	236	259	250	254	258
외환손익	57	124	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	882	513	573	627	642
자산부채의 증감	-1,531	-1,695	-854	-814	-814
기타현금흐름	-290	-373	194	88	69
투자활동 현금흐름	-612	-413	-371	-448	-550
투자자산	-129	-123	-55	-130	-231
유형자산	-446	-317	-317	-317	-317
기타	-37	26	0	-1	-2
재무활동 현금흐름	538	1,136	1,561	1,989	2,158
단기차입금	343	624	624	624	624
사채	300	1,061	1,061	1,061	1,061
장기차입금	212	568	568	460	568
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-96	-97	-47	-47	-95
기타	-222	-1,020	-644	-108	0
현금의 증감	-73	-275	1,767	2,513	2,649
기초 현금	614	542	267	2,034	4,547
기말 현금	542	267	2,034	4,547	7,196
NOPLAT	707	323	485	690	746
FCF	463	225	397	605	665

[기업분석]

현대대미포조선
(010620)

PC선 3분기 이전, 선가 상승 가능성 높아

전재천 769,3082
Jcjeon7@daishin.com

이재윤 769,3429
leejiyun0829@daishin.com

투자포인트

- PC선 수요 강세 이어지고 있고 선가 상승 가능성 커지고 있어 지표로 확인 시 주가 상승의 촉매제가 될 것
- 2분기~3분기 중 PC선 선가 상승 예상되고 2014년 하반기 이후 실적 개선 기대감 커짐
- 다만, 낮은 수익성 감안하면 PBR 0.85배 수준인 135,000원까지의 반등 예상

Comment

2011년 이후, 선가 하락 지속되며 수익성은 2014년까지 약세 지속

현대대미포조선의 영업이익율은 -0.2%로 적자 전환한 이후, 2013년 1분기에도 -1.1%를 기록하며 2분기 연속 적자를 기록하고 있다. 금융위기 이후 수주한 상선의 수익성이 크게 낮기 때문이다. 현대대미포조선의 주력 선종인 PC선(석유제품운반선)의 수익성 또한 너무 낮기 때문이다.

또한, PC선의 선가(Clarkson 기준)가 2011년 초 \$36백만불에서 현재 7% 하락한 것을 감안하면 2014년까지 실적 개선 없이 횡보할 것으로 예상된다.

PC 선 수주 강세 지속, 2분기~3분기 PC선 선가 상승 예상

실적은 약세가 지속되고 있으나 현대대미포조선의 주력 선종인 PC선의 발주 강세가 이어지고 있고 이에 따라 선가 상승 가능성이 커지고 있어 선가 상승이 지표로 확인될 경우, 주가 상승의 큰 촉매제로 작용할 것으로 예상된다. 선가상승은 당장의 실적은 부진하더라도 2014년 하반기 이후 실적 개선 기대감을 높이기 때문이다. PC선 선가 상승은 여타 상선 선가 보다 가장 빠르게 상승 전환할 것으로 예상된다.

실제로 최근 PC선 선가는 소폭씩 상승 움직임이 파악되며 Option 선박의 선가는 2012년과 달리 본선 선가 보다는 높은 선가에 계약되고 있는 것으로 파악된다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,624	4,415	4,046	4,104	4,283
영업이익	384	93	7	17	132
세전순이익	315	119	37	33	148
총당기순이익	202	86	27	24	107
지배지분순이익	200	97	31	26	115
EPS	9,992	4,827	1,529	1,289	5,731
PER	11.2	26.3	77.2	91.5	20.6
BPS	160,863	159,158	159,217	160,016	165,258
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	5.5	3.0	1.0	0.8	3.5

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 현대대미포조선, 대신증권 리서치센터

BUY
[매수, 유지]

조선업종

현재가 118,000

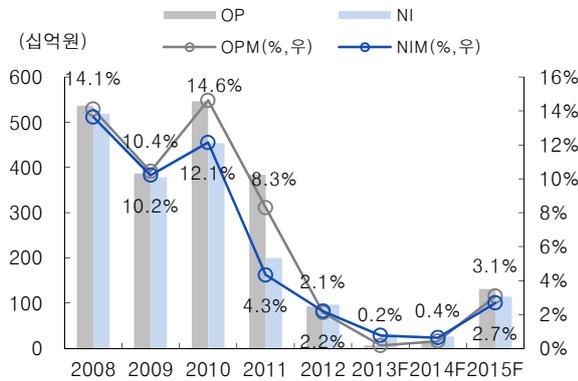
목표주가 140,000
▲ 21%

KOSPI	1956.45
시가총액	2,360 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	100 십억원
52주 최고/최저	140,500 원 / 104,000 원
120일 평균거래대금	106 억원
외국인지분율	17.8%
주요주주	현대삼호중공업 외 5인 46.4% 국민연금공단 7.4%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	9.3	5.8	5.4	-2.9
상대수익률	9.7	3.8	5.1	-2.4

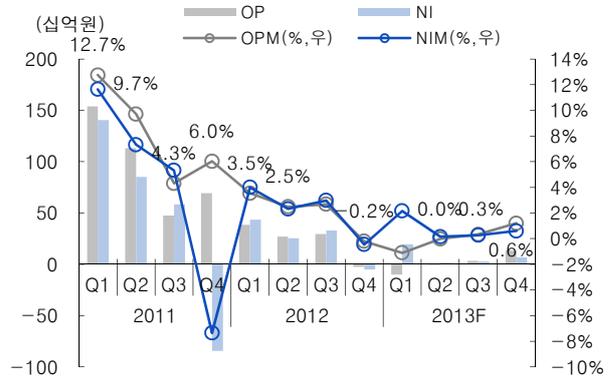


그림 65. 현대미포조선 연간 실적 추이



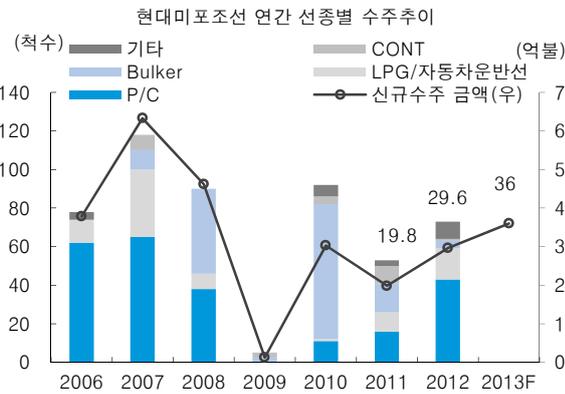
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

그림 66. 현대미포조선 분기 수주 추이



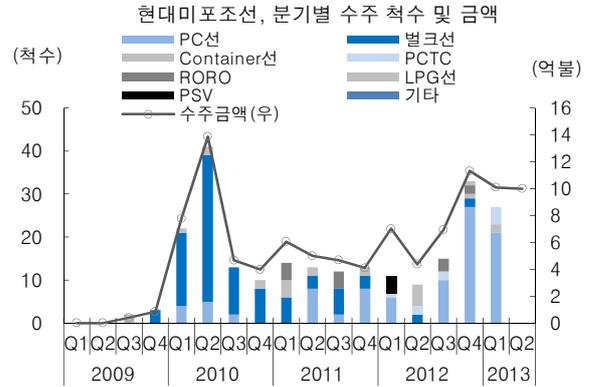
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

그림 67. 현대미포조선 연간 수주 추이



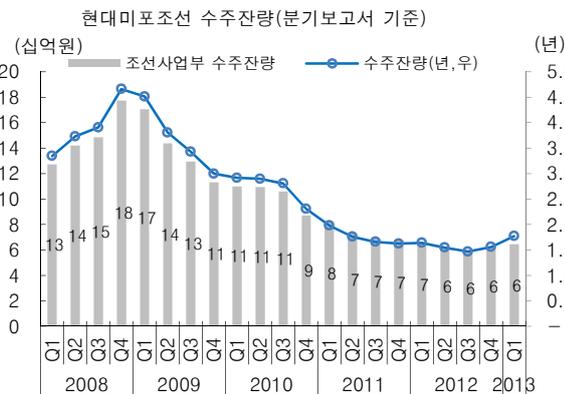
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

그림 68. 현대미포조선 분기 수주 추이



자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

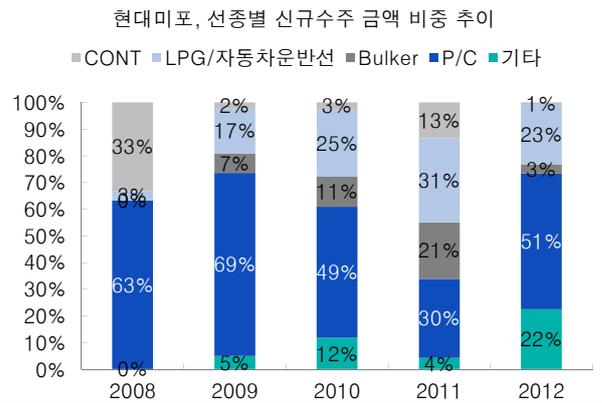
그림 69. 현대미포조선 수주잔량-진량 변동 전환



자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

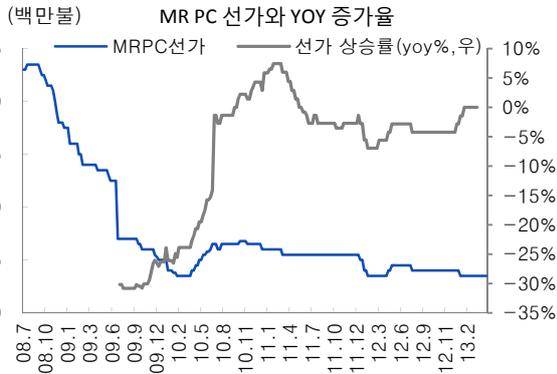
주: 별도기준/ 수주잔량(년): 수주잔량/연간별도매출액

그림 70. 현대미포조선 분기 수주 추이



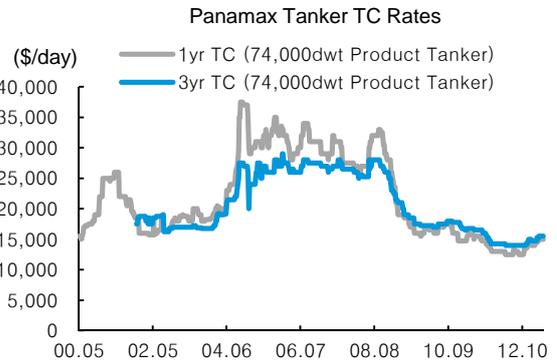
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

그림 71. MRPC 선가와 YOY 증가율



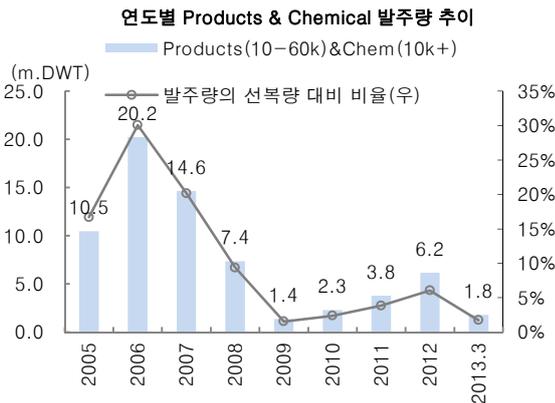
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터
 주: MR은 Medium Range, 52K dwt의 PC선을 의미

그림 72. Panamax Tanker 정기용선료 추이



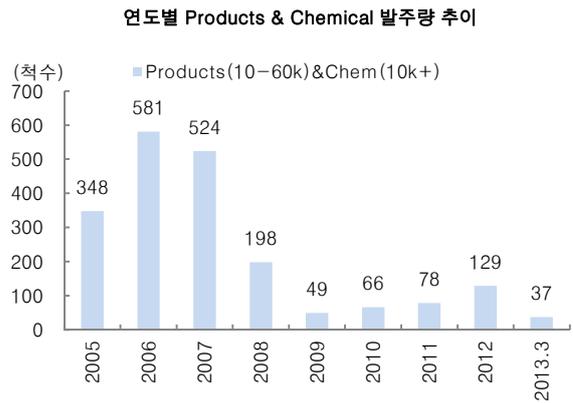
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터
 주: TC는 Time Charter을 의미
 주: 적자수준에서 최근 흑자 수준까지 상승

그림 73. PC선과 Chemical Tanker 연도별 발주량 추이 : 2013년 발주 강도는 2012년 강도를 넘어섬



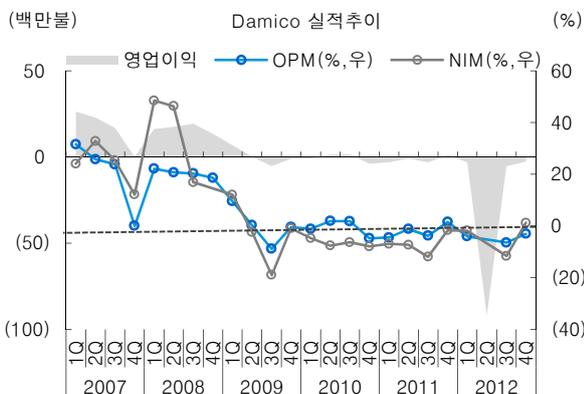
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터
 주: PC는 크기 10~60천 DWT 선박 / Chemical 탱커는 크기 10천DWT 이상 기준
 주: 2012년 전체 크기 PC선&Chemical Tanker 총 7.0mdwt, 153척 발주
 주: 2013년 5월 현재 전체 크기 PC선&Chemical Tanker 총 4.6mdwt, 76척 발주

그림 74. PC선과 Chemical Tanker 연도별 발주척수 추이 : 2013년 발주 강도는 2012년 강도를 넘어섬



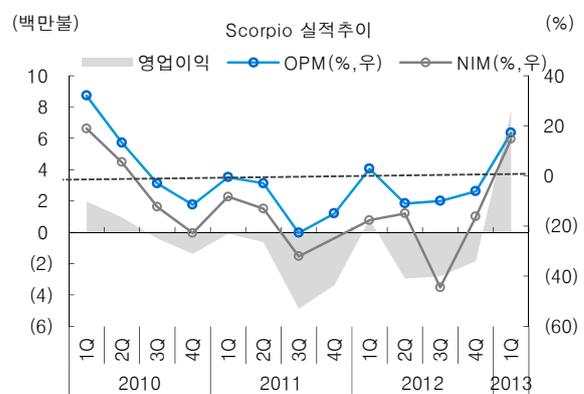
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터
 주: PC는 크기 10~60천 DWT 선박 / Chemical 탱커는 크기 10천DWT 이상 기준
 주: 2012년 전체 사이즈 PC선&Chemical Tanker 7.0mdwt, 153척 발주
 주: 2013년 5월 현재 전체 크기 PC선&Chemical Tanker 총 4.6mdwt, 76척 발주

그림 75. Damico 분기별 실적추이



자료: Bloomberg, 대신증권리서치센터
 주: 2012년 2분기 NIM -115% 기록. 실적추이를 용이하게 보기위하여 조정함

그림 76. Scorpio 실적추이-1분기 흑자전환



자료: Bloomberg, 대신증권리서치센터
 주: 2011년 4Q NIM -300%기록. 실적추이를 용이하게 보기위하여 조정함
 주: 2012년 1분기 이후 3분기만에 올해 1분기 흑자전환

표 1. PC Operator 들의 12년 4분기 & 13년 1분기 실적발표 Comment 정리(수요와 선가 관련) -PC 선 선가 상승 가능성 높음

2013년 1분기 Scorpio 실적발표	총평	1) PC시장의 Demand와 Supply의 균형상태가 호전되는 시그널을 보이면서 spot&charter 용선료 상승이 두드러지고 있음. 특히 MR, LR1사이즈 탱커의 용선료 상승이 높음 2) 조선사들의 가까운 납기가 차면서 선가 상승의 움직임이 있음
	조선사들의 가까운 납기 확보 어려움	1) 경쟁력 있는 조선사들의 2014년 납기는 팍 참 2) Teekay와 같은 대형 업체들도 2015년말 ~2016년 납기로 선박 발주 중 3) 한국, 조선사들을 Eco-ship을 건조할 수 있는 경쟁력있는 조선사들로 분류. 중국 조선사에 발주하는 것은 조금 먼 이야기
	선가 상승 조짐이 있음	1) 한국, 일본 조선사의 납기가 차고있어 PC선 뿐만 아니라 도크를 공유하는 컨테이너선, 벌크선의 선가 상승 조짐이 보이고 있음 2) 특히 Eco-ship의 선가 상승 조짐이 두드러져 Scorpio의 자산가치 상승 기대하고 있음 3) 적어도 신조선가 8%~10% 상승 예상하고 있음
	PC& Tanker선 수요 전망 (2013~2014년 중반까지 물동량 증가에 기여할 Factor들)	1) U,S Gulf Exporting, 사우디아라비아 Refinery와 인도 Refinery 증설 2) 호주의 Refinery 폐쇄 3) 말레이시아와 인도네시아로부터 아르헨티나, 브라질로의 Palm oil, Vegetable oil 물동량 증가.
2012년 4분기 D'amico & Scorpio 실적발표	총평	PC시장의 Demand와 Supply의 균형상태가 호전되는 시그널을 보이면서 spot&charter 용선 상승에 긍정적으로 작용하고 있음.
	Demand 부분 전망	1) 중국: Refinery Capacity 2012년 500,000bpd 만큼 증가, 2013년 추가적으로 300,000bpd 만큼 증가 예상 되는데 높은 생산량으로 자국수요 넘어서 석유제품 수출 가능성 있음. 2) Latin America, Africa: 현재 Refinery Capacity가 자국 내 Products Demand 증가율을 충족시키지 못하고 있어 증가적으로 석유제품 수입 불가피 3) 호주: 호주의 현재 Refinery Capacity의 1/3이 폐쇄 예정. 호주 정부에 의하면 자국내 Refinery로는 자국 연료 수요량의 50%만 조달하고 나머지는 수입 예정. 따라서 몇 년 동안 500,000bbl~600,000bbl 의 Product 수입이 필요할 것으로 보임 4) OECD국가는 Refinery Capacity를 공격적으로 축소시키는 반면(2011년 12월부터 약 1.3mmbbl에 해당하는 생산Capacity 폐쇄) Non-OECD국가를 중심으로 Refinery Capacity 증설이 이루어지고 있음
	Supply 부분 전망	-긍정적 1) 선박 저속운행(Slow steaming), 체선효과(Port congestion, 항구에서 선박이 하역하는 시간이 길어지는 효과)는 PC선 공급감소에 도움이 될 것. 2008년 Utilization rate 75%에서 소폭 증가하여 2013~2015년 PC선 Utilization rate이 평균 80%까지 증가할 것으로 예상 2) 석유제품의 수입지역과 수출지역의 다변화로 운송거리가 길어지면서 PC선 공급에 긍정적임 -부정적 1) 2012년 PC선 신규수주가 증가하면서 이 모든 물량을 시장에서 흡수 가능한지에 대한 의문이 아직도 높음. 2007년~2010년에 인도된 PC선도 아직 흡수 중인 상태 2) 선박Financing 확보 또한 매우 어려운 상태임
	PC선 크기별 수요전망	1) Scorpio는 Handysize 수주잔고가 아직 적고 용선확보가 양호해 추가적으로 발주 검토중. 2) 특히 MR Tanker(50,000DWT)는 최근 용선료 상승과 사이즈중 용선확보율이 가장 좋아 추가적으로 발주할 것 ■ MR 사이즈의 경우 생각지도 못했던 방식의 용선 기회(Arbitrage Opportunity)가 다수 있었음. 예를 들어 Baltic에서 직항으로 Dominican Republic까지 운송한 케이스가 있었는데 이러한 예상하지 못했던 운송의 경우에서 고객들이 MR사이즈를 선호하는 경우가 많음 ■ MR Tanker fleet growth는 2016년까지 평균 2%~4%로 여전히 전세계 seaborne trade 증가율에 하회하는 수치로 다른 사이즈의 PC선들 보다 수급상황이 양호
대신 Comment	- 50,000DWT PC선 1척으로 연간 0.44백만톤의 석유제품 운반가능(중동에서 유럽 항로 가정 시) - 원유 1백만bbl을 정제 시, 0.45백만bbl의 경질유(휘발유, 등유, 경유) 생산. 경질유 0.45백만bbl(하루)은 21.4백만톤에 해당하고 50,000DWT PC선 48.6척을 필요로 함 - 상기 Demand 부분의 굵은 밑줄 친 부분(2.65백만bb)을 수송하기 위한 50,000DWT PC선 수요 척수는 129척임	

자료: D'amico, Scorpio, 대신증권리서치센터 / D'amico는 이태리, Scorpio는 그리스 선사임

[현대미포조선 재무제표]

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,624	4,415	4,046	4,104	4,283
매출원가	3,969	4,058	3,780	3,825	3,884
매출충이익	655	357	266	279	399
판매비와관리비	271	265	259	262	268
영업이익	384	93	7	17	132
영업이익률	8.3	2.1	0.2	0.4	3.1
EBITDA	447	159	78	93	211
영업외손익	-69	26	30	16	16
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	206	216	235	208	209
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-128	-55	-200	-200	-200
외환관련손실	76	52	80	80	80
기타	-147	-134	-5	7	7
법인세비용차감전순손익	315	119	37	33	148
법인세비용	-112	-33	-10	-9	-41
계속사업순손익	202	86	27	24	107
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	86	27	24	107
당기순이익률	4.4	2.0	0.7	0.6	2.5
비지배지분순이익	3	-10	-4	-2	-7
지배지분순이익	200	97	31	26	115
매도가능금융자산평가	-102	-9	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	5	10	0
포괄순이익	-821	-12	77	121	107
비지배지분포괄이익	2	-18	-11	-11	-7
지배지분포괄이익	-823	6	88	132	115

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	9,992	4,827	1,529	1,289	5,731
PER	11.2	26.3	77.5	91.9	20.7
BPS	160,863	159,158	159,217	160,016	165,258
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	22,351	7,970	3,898	4,641	10,568
EV/EBITDA	3.7	15.7	30.0	25.7	11.0
SPS	231,193	220,768	202,275	205,193	214,157
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
CFPS	25,120	9,170	5,322	5,339	11,267
DPS	2,000	1,500	500	500	500

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	11.7	-4.5	-8.4	1.4	4.4
영업이익 증가율	-43.8	-75.8	-92.9	159.3	672.4
순이익 증가율	-62.1	-57.3	-69.2	-11.0	352.8
수익성					
ROIC	14.2	3.8	0.3	0.7	5.1
ROA	4.4	1.2	0.1	0.2	1.5
ROE	5.5	3.0	1.0	0.8	3.5
안정성					
부채비율	129.6	127.6	137.0	145.0	149.1
순차입금비율	-22.7	-7.3	-7.1	-5.8	-7.3
이자보상배율	700.4	34.9	0.0	0.0	0.0

자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	4,133	4,169	4,419	4,664	5,014
현금및현금성자산	564	155	187	148	174
매출채권 및 기타채권	1,001	1,314	1,295	1,298	1,307
채고자산	283	187	171	173	181
기타유동자산	2,286	2,514	2,765	3,044	3,352
비유동자산	3,691	3,554	3,626	3,695	3,760
유형자산	889	917	962	1,002	1,038
관계기업투자금	34	31	65	98	132
기타비유동자산	2,768	2,605	2,599	2,594	2,590
자산총계	7,825	7,723	8,045	8,358	8,774
유동부채	3,914	3,673	3,896	4,104	4,328
매입채무 및 기타채무	2,066	1,684	1,663	1,666	1,676
차입금	1,639	1,791	1,943	2,095	2,247
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	209	198	291	343	405
비유동부채	502	657	755	843	923
차입금	35	211	331	441	541
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	468	446	424	402	382
부채총계	4,416	4,330	4,651	4,947	5,251
자배지분	3,217	3,183	3,184	3,200	3,305
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	91	90	90	90	90
이익잉여금	2,081	2,136	2,137	2,153	2,258
기타자본변동	946	857	857	857	857
비지배지분	191	210	210	211	218
자본총계	3,409				
순차입금	-775	-247	-240	-197	-259

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-581	-732	-209	-223	-140
당기순이익	202	86	27	24	107
비현금항목의 가감	300	97	80	83	118
감가상각비	63	67	71	76	80
외환손익	0	2	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	236	29	7	6	37
자산부채의 증감	-1,064	-917	-347	-362	-367
기타현금흐름	-19	1	32	33	2
투자활동 현금흐름	265	22	-273	-299	-328
투자자산	-318	-183	-30	-30	-30
유형자산	-100	-114	-114	-114	-114
기타	683	319	-130	-155	-184
재무활동 현금흐름	152	291	243	252	242
단기차입금	211	152	152	152	152
사채	0	100	100	100	100
장기차입금	35	79	20	10	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-93	-40	-29	-10	-10
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-168	-409	32	-39	26
기초 현금	731	564	155	187	148
기말 현금	564	155	187	148	174
NOPLAT	247	67	5	12	95
FCF	205	13	-39	-27	60

[삼성중공업 재무제표]

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	13,392	14,489	14,944	14,954	14,965
매출원가	11,628	12,554	12,837	13,002	13,092
매출총이익	1,763	1,935	2,107	1,952	1,873
판매비와관리비	681	729	806	807	807
영업이익	1,083	1,206	1,300	1,145	1,066
영업이익률	8.1	8.3	8.7	7.7	7.1
EBITDA	1,455	1,507	1,591	1,431	1,348
영업외손익	68	-161	-78	-16	0
관계기업손익	-32	0	0	0	0
금융수익	205	312	488	499	506
외환관련이익	46	31	0	0	0
금융비용	-182	-276	-566	-515	-506
외환관련손실	24	4	400	400	400
기타	77	-197	0	0	0
법인세비용차감전순이익	1,150	1,045	1,222	1,129	1,066
법인세비용	-299	-249	-287	-265	-250
계속사업순이익	851	796	935	864	815
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	851	796	935	864	815
당기순이익률	6.4	5.5	6.3	5.8	5.4
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	851	796	935	864	815
매도가능금융자산평가	-14	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	-10	-3	1	2	2
포괄순이익	616	746	924	861	815
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	616	746	924	861	815

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,687	3,449	4,050	3,740	3,532
PER	7.6	11.2	8.2	8.9	9.4
BPS	20,103	22,869	26,325	29,527	32,551
PBR	1.4	1.7	1.3	1.1	1.0
EBITDAPS	6,300	6,528	6,892	6,199	5,838
EV/EBITDA	3.6	6.1	4.7	4.6	4.2
SPS	57,975	62,728	64,694	64,738	64,788
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
CFPS	6,163	7,183	8,039	7,358	6,998
DPS	500	500	500	500	500

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	1.9	8.2	3.1	0.1	0.1
영업이익 증가율	-9.8	11.4	7.9	-11.9	-6.9
순이익 증가율	-14.9	-6.4	17.4	-7.6	-5.6
수익성					
ROIC	16.3	17.5	18.0	15.1	14.2
ROA	6.1	7.3	7.7	6.7	6.3
ROE	19.4	16.0	16.5	13.4	11.4
안정성					
부채비율	253.4	214.9	184.4	144.2	131.1
순차입금비율	-27.1	6.8	-1.9	-16.0	-26.2
이자보상배율	53.6	63.1	15.1	32.9	41.0

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	9,424	10,276	11,251	10,828	11,705
현금및현금성자산	806	929	1,485	1,302	2,383
매출채권 및 기타채권	3,986	5,033	5,543	5,543	5,544
채고자산	540	699	721	722	722
기타유동자산	4,092	3,615	3,502	3,261	3,056
비유동자산	6,990	6,359	6,042	5,826	5,673
유형자산	5,408	5,278	5,222	5,170	5,122
관계기업투자금	0	6	-14	-34	-54
기타비유동자산	1,581	1,075	834	691	605
자산총계	16,414	16,635	17,292	16,655	17,378
유동부채	10,539	8,919	9,458	8,759	8,760
매입채무 및 기타채무	4,982	4,866	4,911	4,912	4,913
차입금	585	1,247	1,247	1,247	1,247
유동성채무	1,099	206	700	0	0
기타유동부채	3,873	2,600	2,600	2,600	2,600
비유동부채	1,231	2,433	1,753	1,075	1,099
차입금	100	1,741	1,041	341	341
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,131	693	713	734	758
부채총계	11,770	11,352	11,211	9,834	9,859
지배지분	4,644	5,283	6,081	6,821	7,519
자본금	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
자본잉여금	423	423	423	423	423
이익잉여금	3,610	4,299	5,125	5,880	6,587
기타지분변동	-544	-594	-622	-638	-647
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,644	5,283	6,081	6,821	7,520
순차입금	-1,258	362	-116	-1,092	-1,968

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	1,440	-1,193	77	385	315
당기순이익	851	796	935	864	815
비현금항목의 가감	572	863	922	836	801
감가상각비	372	302	291	286	282
외환손익	8	3	19	19	19
지분법평가손익	32	0	0	0	0
기타	160	558	612	531	500
자산부채의 증감	457	-2,663	-1,606	-1,120	-1,120
기타현금흐름	-440	-190	-173	-194	-181
투자활동 현금흐름	115	-9	314	174	81
투자자산	16	-76	257	159	102
유형자산	-242	-230	-230	-230	-230
기타	341	297	287	245	209
재무활동 현금흐름	-1,188	1,335	-314	-1,508	-108
단기차입금	-990	684	0	0	0
사채	0	1,196	-500	-500	0
장기차입금	74	658	-200	-200	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-108	-108	-108	-108	-108
기타	-165	-1,094	494	-700	0
현금의 증감	359	123	556	-182	1,081
기초 현금	447	806	929	1,485	1,302
기말 현금	806	929	1,485	1,302	2,383
NOPLAT	801	919	995	876	816
FCF	862	973	1,041	917	852

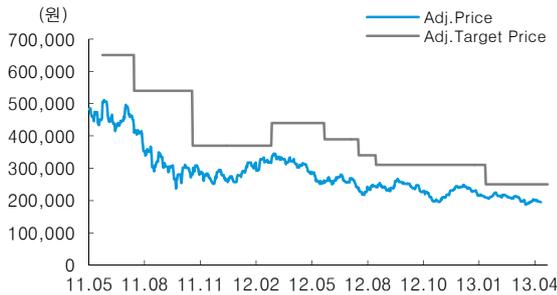
▶ Compliance Notice

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

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

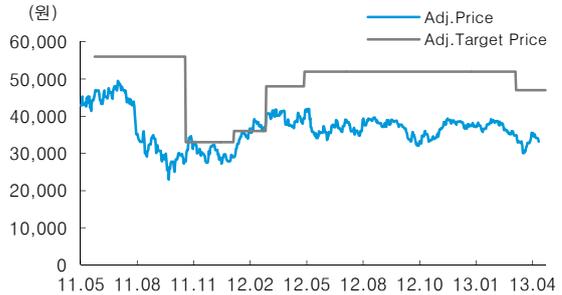
▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용

현대중공업(009540) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



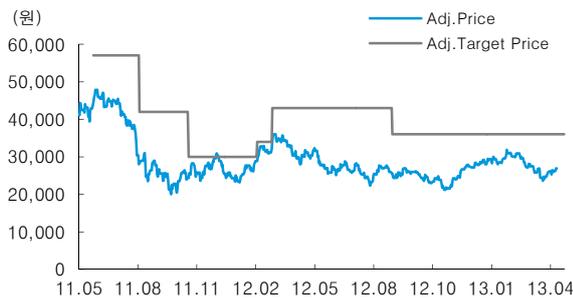
제시일자	13.05.09	13.04.01	13.03.11	13.02.07	12.12.22	12.12.09
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	250,000	250,000	250,000	250,000	310,000	310,000
제시일자	12.11.20	12.11.18	12.10.26	12.10.23	12.09.26	12.08.14
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000
제시일자	12.07.23	12.07.17	12.06.22	12.05.23	12.05.03	12.04.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	340,000	340,000	390,000	390,000	440,000	440,000
제시일자	12.03.27	12.03.21	12.02.28	12.01.26	11.12.17	11.11.27
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	440,000	440,000	440,000	370,000	370,000	370,000

삼성중공업(010140) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



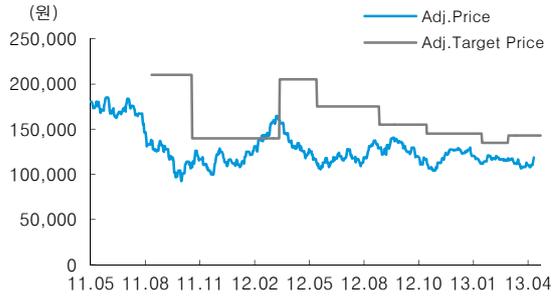
제시일자	13.05.09	13.04.28	13.04.01	13.03.19	13.03.11	13.03.04
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	47,000	47,000	47,000	52,000	52,000	52,000
제시일자	13.01.13	12.12.22	12.12.09	12.11.20	12.11.18	12.11.01
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
제시일자	12.10.23	12.09.26	12.08.14	12.07.23	12.07.05	12.06.22
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
제시일자	12.06.19	12.05.23	12.05.09	12.05.09	12.04.29	12.04.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	48,000

대우조선해양(042660) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.05.09	13.04.14	13.04.01	13.03.11	13.03.04	13.01.06
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
제시일자	12.12.22	12.12.09	12.11.30	12.11.20	12.11.18	12.10.23
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
제시일자	12.09.26	12.09.20	12.09.12	12.08.29	12.08.22	12.07.23
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	43,000	43,000
제시일자	12.07.05	12.06.22	12.05.30	12.05.23	12.04.10	12.04.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000

현대미포조선(010620) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.05.09	13.05.05	13.05.05	13.04.01	13.03.26	13.02.11
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	143,000	143,000	143,000	143,000	143,000	135,000
제시일자	12.10.11	12.08.26	12.06.22	12.05.23	12.05.15	12.03.15
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	155,000	155,000	175,000	175,000	175,000	205,000
제시일자	11.10.23	11.09.01	11.08.17			
투자이견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	140,000	210,000	210,000			
제시일자	13.05.08	13.05.05	13.05.05	13.04.01	13.03.26	13.02.11
투자이견						
목표주가						

▶ 투자등급관련사항

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