



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

(02)3770-3550

jaewon.lee@tongyang.co.kr

**동양증권**

## 조선업종 분기 Update

### 3Q13: 업황은 긍정적, 투자는 속도조절



#### Why This Report

안녕하세요~ 요즘 조선주가 아주 좋은 주가 흐름을 보이고 있습니다. 선가도 들썩이고 유럽에선 경기부양 소식도 들려오면서 여러모로 조선주에는 우호적인 환경이 조성되고 있는 것 같습니다. 그런데 valuation 계산하고 이것저것 따지면 또 여기서 얼마나 올라갈까 약간 회의적인 생각도 드는 것이 사실입니다. 업황이나 실적이나. 어디에 포커스를 맞춰야 할까요? 자료를 통해서 확인해보시기 바랍니다.

| 종목     | 투자의견 | 목표주가 (원) |
|--------|------|----------|
| 현대중공업  | BUY  | 220,000  |
| 삼성중공업  | BUY  | 45,000   |
| 대우조선해양 | BUY  | 32,000   |
| 현대미포조선 | BUY  | 140,000  |
|        |      |          |
|        |      |          |
|        |      |          |
|        |      |          |
|        |      |          |

#### Investment Point

##### 1. 투자의견: 공격적 비중확대 보다는 선별적 투자 필요한 시점

- ▶ 3분기, ①드릴쉽 등 시추선 발주의 회복, ②전방인 해운시장의 반등 기대감과 같은 모멘텀에 힘입어 견조한 주가흐름 기대. 다만 업체들의 부진한 이익흐름이 주가 발목. 선가가 당장 회복되어도 15년엔 실적에 반영. 해양, 상선업황 모두 긍정적이거나, 공격적 비중확대 보다는 valuation 과 수주모멘텀을 중심으로한 선별적 투자 필요한 시점
- ▶ Top pick- ①삼성중공업: 13년 수주목표 초과달성, 하반기 드릴쉽 수주로 성장성, 수익성에 대한 우려 말끔히 씻어낼 듯. ②대우조선해양: 해양부문 수익성 개선, 총당금 적립 종료등으로 2014년 실적 개선 기대감은 업종내 최고

##### 2. 수주전망: 시추선 회복, 상선은 업황 턴어라운드 기대감 더욱 강화

- ▶ ①해양: 상반기=생산설비, 하반기=시추선 위주의 수주흐름 예상. 14년 인도물량에 대한 시추선 용선체결율은 22%(4월)→50%(7월)로 상승세. 인도량 증가하는 국면임에도 용선료는 고공행진 지속. 비전통자원의 높은 불확실성과, 오일메이저들의 매장량 정제에 비춰볼 때 해양부문에 대한 급속한 투자 감소는 나타나지 않을 것. 2014년은 FLNG 시장 본격화되는 점 긍정적
- ▶ ②상선: 해운시장 턴어라운드 기대감 높아지는 점 긍정적. 해운시장의 선복량 증가율은 호황기 이전수준까지 하락했음. 공급부담 감소에 힘입어 늦어도 14년부터는 구조적인 턴어라운드 예상. 해운시장 회복은 곧 수주량 증가로 연결. 하반기에는 상반기대비 다소 감소하겠으나 14년까지보면 수주 증가세 지속. 신조선가도 13년 바닥으로 14년에는 3% 이상 반등 가능할 것
- ▶ 국내 4사 모두 연간 수주목표 달성 예상. 삼성, 미포는 초과달성 기대감 높음. 삼성은 150억불 내외, 미포는 35억 내외의 수주실적 가능

##### 3. 실적전망: 2Q13 실적 긍정적 평가 어려울듯. 선가 인상되어도 효과는 15년 이후에나

- ▶ 상선부문만 보면, 급격한 수익성 하락구간을 지나 14년 하반기까지 이어질 긴 횡보국면에 접어들었음. 한동안은 일회성 이익/손실, 비조선부문이 실적흐름의 핵심변수
- ▶ 2Q13 실적은 대체로 긍정적 평가 어려움. 대우 제외한 현대, 삼성은 qoq 영업이익 감소, 미포는 영업이익자 지속될 것. 대우도 대손상각비 금액 불투명. 그나마, 업종내 최고수준의 수익성 기록할 삼성, 14년 이익회복 기대감 부각될 대우가 가장 주목받을 듯

#### 아직은 선별적 투자 필요한 시점. 삼성, 대우 Top pick

- 삼성: 성장성, 수익성에 대한 우려 말끔히 씻어낼 것
- 대우: 2014년 실적 개선 기대감은 업종내 최고

## 목차

### I. 투자의견

### II. 수주전망

1. 업황점검
2. 회사별 수주실적 및 3Q13 전망

### III. 실적전망

1. 2Q13 전망
2. 연간 실적전망

## I. 투자의견 : 방향성 긍정적, 투자는 속도조절

연초 이후 조선업체들의 주가는 현대를 제외하면 삼성, 대우, 미포 모두 시장대비 outperform 하며 좋은 흐름을 이어오고 있다. 삼성의 수주취소/변경공시, 대우, 미포의 1분기 어닝쇼크 등으로 주가가 잠시 흔들리기는 하였으나 결국 반등에 성공하였고, 최근에도 양호한 수익률을 시현하고 있는 상황이다.

2013년 조선주의 선방은 ①영업실적이 부진한 업체들도 올해가 바닥이라는 기대감이 높고, ②수주 실적 목표달성 가능성도 매우 높기 때문으로 해석할 수 있다. 아직 영업실적의 바닥이 확인되지 않고 있는 현대만이 높은 수주실적에도 불구하고 지속적인 주가 하락세를 나타내고 있는 모습이다.

우리는 3분기 역시 별다른 악재없이 건조한 주가흐름이 이어질 것으로 기대하고 있다. 3분기 예상되는 주가 모멘텀으로는 ①드릴쉽 등 시추선 발주의 회복, ②전방인 해운시장의 반등 기대감 등을 들 수 있다. 시추선의 경우 상반기중 발주가 매우 부진했으나, 13~14년 인도예정 선박들의 용선체결율이 높아지면서 선사들의 발주 움직임이 강화되고 있다. 해운시장은 13년들어 전선종에 걸쳐 선복량 증가율이 빠르게 하락하며 공급부담도 해소되고 있다. 문제는 글로벌 경기인데, 유럽/중국 경기흐름에 따라 해운시장 회복의 속도가 좀더 빨라지거나 늦춰질수는 있어도 턴어라운드 기대감 자체가 사라질 가능성은 낮다는 판단이다.

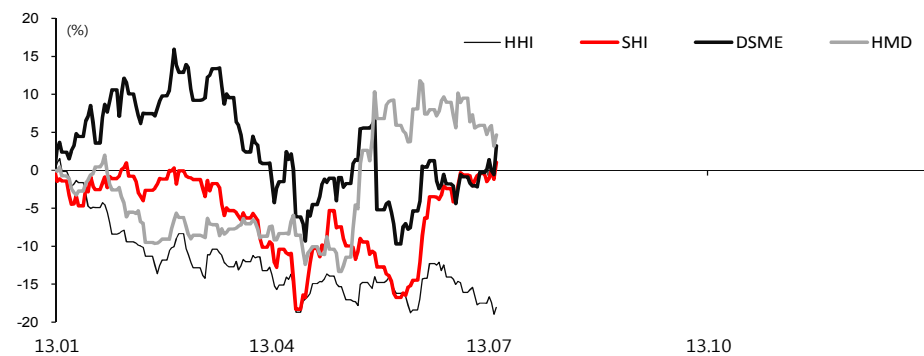
다만, 업체들의 부진한 이익흐름은 주가 상승의 발목을 잡을 것으로 보인다. 당센터는 2014년 3.3% 수준의 선가인상을 전망하고 있는데 그 폭이 크지 않고, 각 업체들의 조선부문 실적 개선으로 이어지는 시점은 15~16년으로 아직 상당한 시간이 남아있다(p26 그림참조). 2000년대초 신조선가 대세상승이 시작되던 시기를 보면, 02년 하반기 신조선가가 바닥을 찍고 상승세로 접어들었음에도, 주가회복은 실적개선이 가시화된 05년에야 시작된 전례가 있다. **조선주에 대해 긍정적 시각을 유지하되, 공격적인 비중확대보다는 valuation 과 수주모멘텀을 중심으로 한 종목선별이 필요한 상황으로 판단된다.**

당센터는 3분기 조선주 Top pick 으로 삼성중공업과 대우조선해양을 제시한다. ①**삼성중공업**은 2013년 수주목표 초과달성, 하반기 드릴쉽 수주증가로 성장성, 수익성에 대한 우려에서 확실히 벗어날 것으로 기대된다. ②**대우조선해양**은 2013년까지 실적부진이 이어지겠으나, 2014년 실적개선에 대한 기대감은 업종내에서 가장 높다는 점이 핵심 투자포인트이다.

| 동양 조선업종 coverage |       | (단위: 원, 배, %) |        |        |         |
|------------------|-------|---------------|--------|--------|---------|
|                  |       | 현대            | 삼성     | 대우     | 미포      |
| 투자 의견            |       | BUY           | BUY    | BUY    | BUY     |
| 목표주가             |       | 220,000       | 45,000 | 32,000 | 140,000 |
| 현재주가             |       | 188,000       | 37,500 | 27,800 | 127,500 |
| 상승여력             |       | 17.0%         | 20.0%  | 15.1%  | 9.8%    |
| 현재시총(억원)         |       | 142,880       | 86,578 | 53,207 | 25,500  |
| PBR              | 2013E | 0.7           | 1.3    | 1.1    | 1.0     |
|                  | 2014E | 0.7           | 1.1    | 1.0    | 1.0     |
|                  | 2015E | 0.6           | 1.0    | 0.9    | 0.9     |
| PER              | 2013E | 15.9          | 9.1    | 26.0   | 91.6    |
|                  | 2014E | 9.6           | 9.6    | 8.9    | 39.7    |
|                  | 2015E | 7.7           | 8.5    | 7.4    | 15.9    |
| BPS              | 2013E | 256,996       | 29,973 | 25,615 | 131,988 |
|                  | 2014E | 274,502       | 33,409 | 28,479 | 133,733 |
|                  | 2015E | 296,957       | 37,361 | 31,984 | 140,293 |
| EPS              | 2013E | 11,794        | 4,134  | 1,070  | 1,392   |
|                  | 2014E | 19,522        | 3,908  | 3,112  | 3,214   |
|                  | 2015E | 24,472        | 4,423  | 3,752  | 8,029   |
| ROE              | 2013E | 5.1           | 16.5   | 4.3    | 1.0     |
|                  | 2014E | 7.9           | 13.5   | 11.6   | 2.5     |
|                  | 2015E | 9.2           | 13.6   | 12.5   | 6.0     |

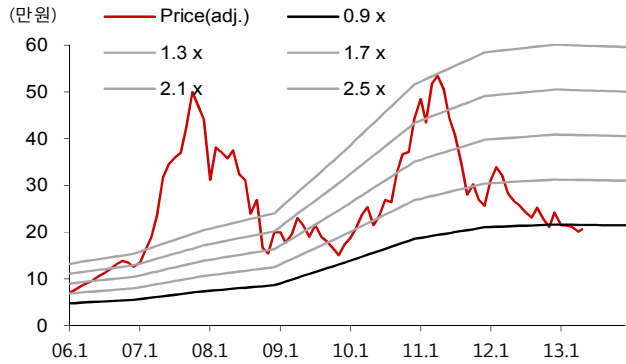
자료: 동양증권 리서치센터

#### 시장대비 상대주가 흐름



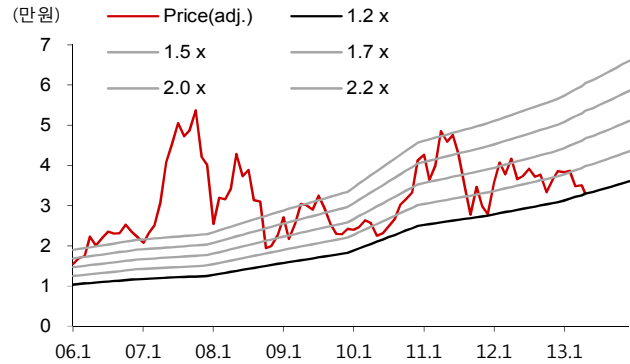
자료: WiseIn, 동양증권 리서치센터전망

## 현대중공업 PBR 밴드



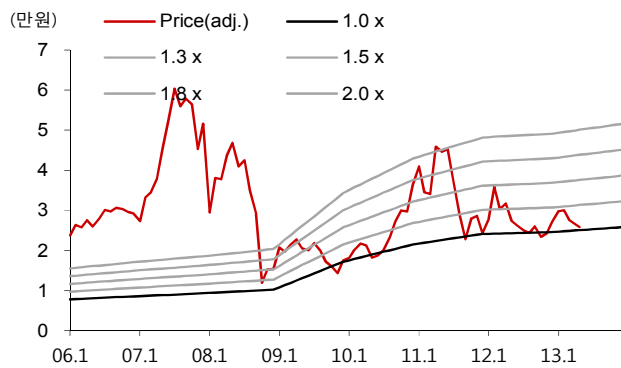
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

## 삼성중공업 PBR 밴드



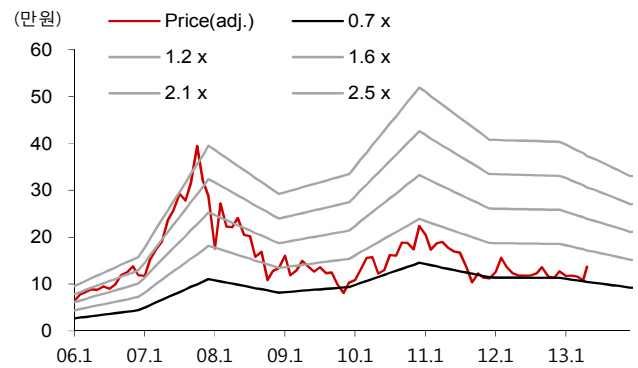
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

## 대우조선해양 PBR 밴드



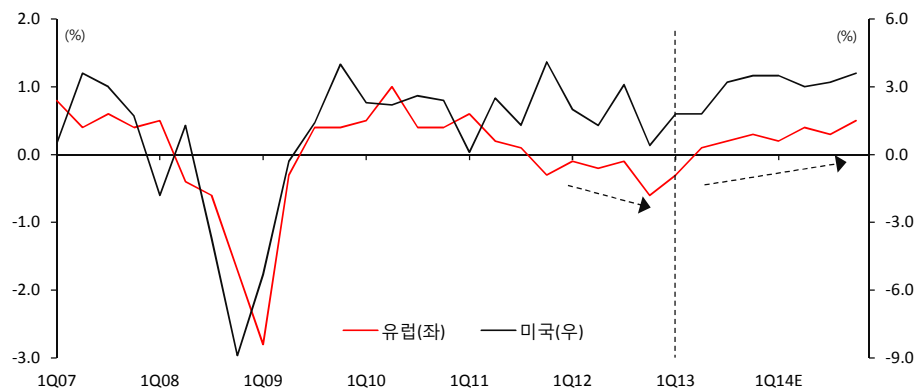
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

## 현대미포조선 PBR 밴드



자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터

## 선진국 GDP(qoq) : 유럽 경기회복 시작될까?



자료: bloomberg, 동양증권 리서치센터전망

## II. 수주전망

### 1. 업황점검

#### 1) 해양

##### ▶ 상반기=생산설비, 하반기=시추선

2013년 상반기 해양시장은 생산설비와 시추선 시장간에 뚜렷한 차별화가 나타났다. 생산설비의 경우, 6월 현재 3사 수주실적은 114억불로 이미 전년도의 117억불에 근접하며 높은 수주증가율을 기록하고 있다. 연초 예상했던 프로젝트들 중 이스라엘 Tamar LNG FPSO, 호주 Browse 생산설비 정도를 제외하면 거의 대부분 기대했던 시점에 발주가 이루어졌다. 반면, 시추선은 드릴쉽 3기, Semi-rig 3기 등 총 6기로 지난해의 40기에 비해 극히 부진한 흐름이 이어지고 있다.

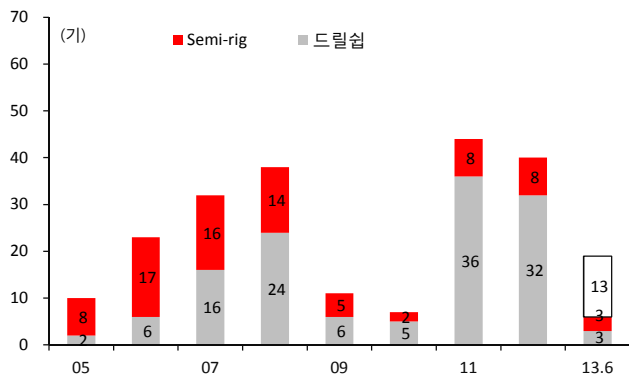
그러나 하반기에는, 정반대의 양상이 예상된다. 생산설비는 연내 계획되어있던 주요프로젝트들의 발주가 대부분 마무리되어 모멘텀 약화가 예상된다. 하반기에는 최대 40억불 정도의 프로젝트만 남아있는 상태이다. 반면, 상반기에 부진했던 시추선의 경우, 기존 발주선박에 대한 용선체결율이 높아지면서 하반기에는 발주가 좀더 활기를 찾을 것으로 전망된다. 13~14년에는 인도량이 특히 많아 선주들입장에선 용선체결율에 초점을 맞출 수밖에 없는데, 14년 인도선에 대한 용선체결율은 22%(4월초) → 50%(7월초)로 꾸준히 상승하고 있어 긍정적이다. 특히 주목할 부분은, 인도량 증가에도 불구하고 용선료는 여전히 고공행진을 유지하고 있다는 점이다.

##### ▶ 장기성장성 둔화 우려는 너무 지나쳐

장기적인 관점에서 볼때 해양시장은 비전통(unconventional) 자원의 생산증가로 과거 기대보다는 성장성이 다소 둔화될 가능성이 있다. 육상의 비전통 자원들은 해양 전통자원에 비해 전반적으로 생산단가가 낮고 특히 오일보다는 가스쪽에서 생산 cost 의 차이가 뚜렷하게 드러나고 있다.

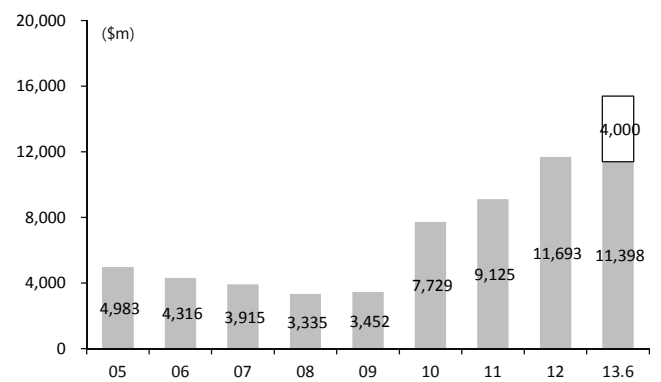
그럼에도 불구하고, 해양 전통자원에서 비전통자원으로의 급격한 투자 쓸림현상이 나타날 것으로 보는 것은 무리라는 판단이다. 현재 주요 오일메이저들의 오일/가스 매장량은 수년간의 투자에도 불구하고 정체 상태에 머물러 있는 상황으로서, 성장성을 유지하기 위한 신규 매장량 확보가 지상 과제가 되고 있다. 그러나, 비전통자원은 오일메이저들이 기존의 검증된 해양자원을 포기하고 옮겨가기에는 생산량, 생산단가 측면에서 아직 너무나 불확실성이 큰 자원이 아닐 수 없다. 일례로, 타이트오일(셰일오일)의 생산전망에 있어 EIA는 2030년 약 5mbpd 를, BP사는 무려 9mbpd 를 전망하고 있을 정도로 시각이 엇갈리고 있다. 생산 cost 역시 몇 안되는 유전/가스전에서 산출된 것들인 만큼 불확실성이 크다. 기존의 해양 투자를 유지하는 가운데, 비전통 자원에 대한 투자를 늘려가는 식으로 상황이 전개될 가능성이 높다는 판단이다. (8p 그림참조)

## 전세계 시추선 발주량추이



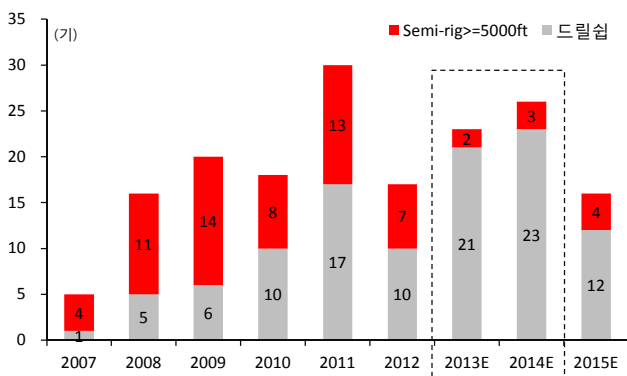
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

## 한국 대형 3사 해양생산설비 연간 수주금액



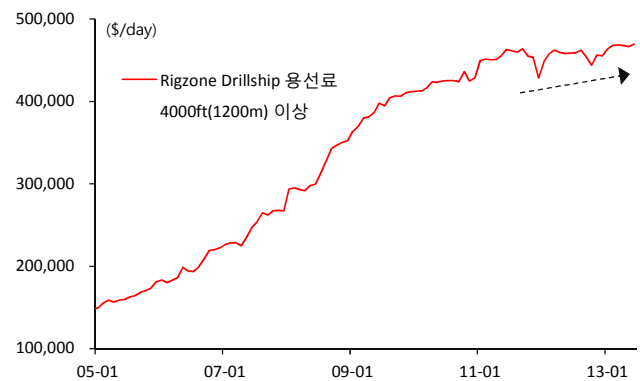
자료: 각사, Upstream, 동양증권 리서치센터 취합 및 전망

## 시추선 인도량 : 13~14년 인도량 특히 많아... 발주에 신중할 수밖에 없어



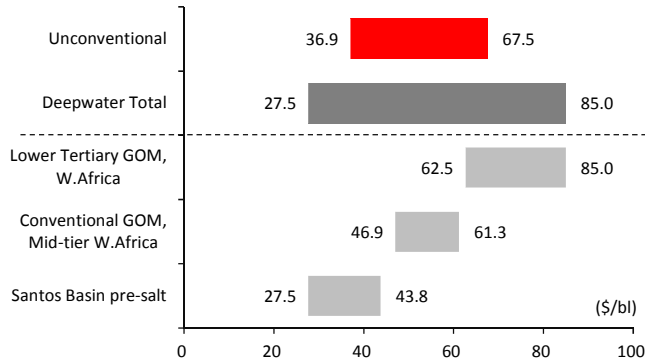
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

## 심해 드릴쉽 용선료 : 인도 증가에도 용선료는 고공행진중



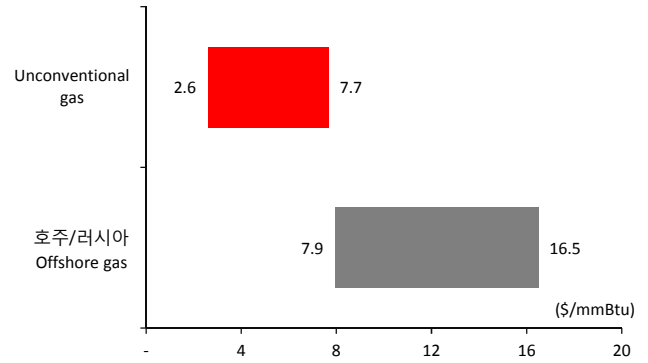
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

Oil 생산cost 비교 (비전통 vs 심해)



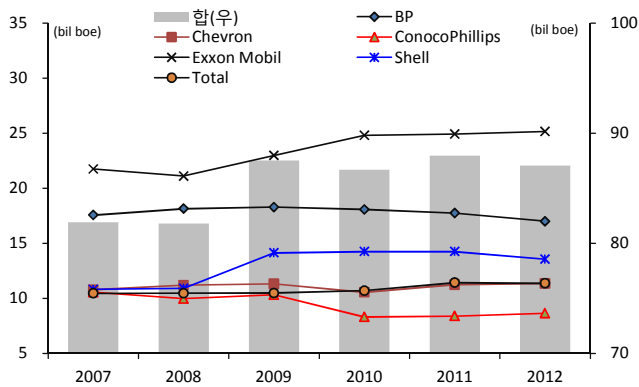
자료: Industry data, 동양증권 리서치센터 취합

GAS 생산cost 비교 (비전통 vs 해양) : 해양 가스전 코스트 상대적으로 비싸.



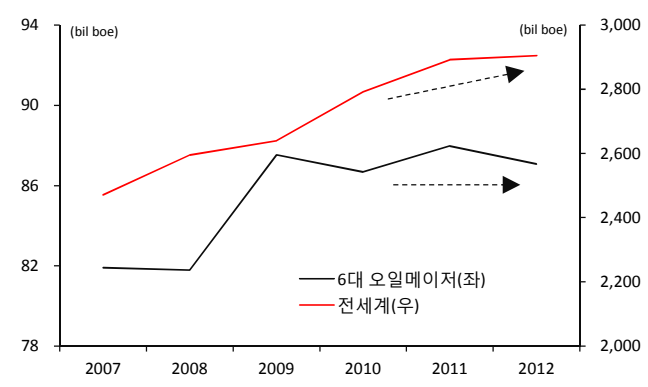
자료: Industry data, 동양증권 리서치센터 취합

6 대 오일메이저 Oil&Gas 매장량: 매장량은 여전히 정체상태



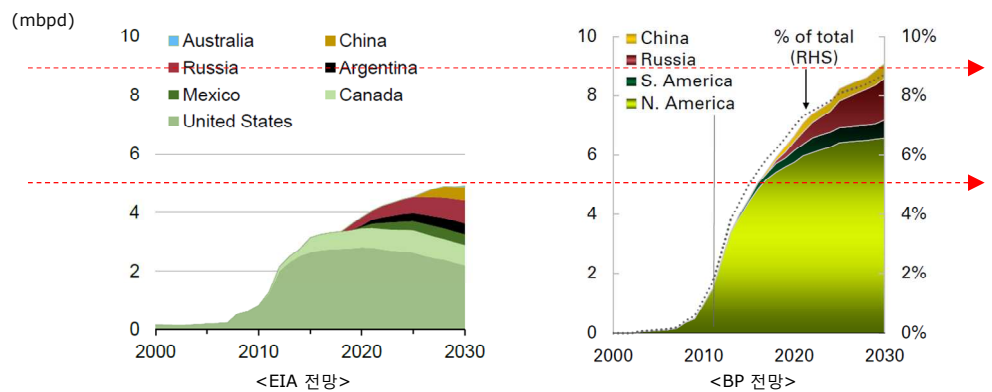
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 취합

6 대 오일메이저 vs 전세계 Oil&Gas 매장량 비교



자료: BP, 각사, 동양증권 리서치센터

주요 기관들의 Tight Oil 생산량 전망 (2013): 비전통 자원의 미래는 아직 불확실 그자체



자료: EIA, BP, 동양증권 리서치센터

주요시추선사들 신규 심해시추선 용선체결 현황 : 용선체결을 상승중

(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 | 체결     |
|                   | Noble Bob Douglas     | Drillship     | 현대     | 2013.4Q | 체결     |
|                   | Noble Sam Croft       | Drillship     | 현대     | 2014.2Q | 체결     |
|                   | HHI Drillship IV      | Drillship     | 현대     | 2014.3Q | 체결     |
| 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 | 체결     |
|                   | 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 | 체결     |
|                   | 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 | 체결     |
|                   | 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 | 체결     |
| 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            | 15     | 2       | 88.2%  |
|                   | 2014                  | 18            | 9      | 9       | 50.0%  |
|                   | 2015                  | 3             | 0      | 3       | 0.0%   |

주: 주요 시추선사들의 수주잔고만 샘플링한 것임. 가령 2013년 전체 인도량은 27척임

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                    | 완료 | 영국    | Rosebank FPSO. Oil 10만 bpd              | 13/04 | Chevron(미)  | 현대          | 1,900     |
| 5                    | 완료 | 콩고    | Moho Nord TLWP, 10만톤급                   | 13/04 | Total(프)    | 현대          | 690       |
| 6                    | 완료 | 콩고    | Moho Nord FPU                           | 13/04 | Total(프)    | 현대          | 1,240     |
| 7                    | 완료 | UAE   | Upper Zakum onshore module. 70만 bpd     | 13/06 | Zadco(UAE)  | 대우-Petrofac | 800       |
| 8                    | 완료 | 나이지리아 | Egina Oil FPSO. 20만 bpd                 | 13/06 | Total(프)    | 삼성          | 3,000     |
| (소계)                 |    |       |                                         |       |             |             | 11,398    |
| 9                    | 진행 | 말레이시아 | Rotan LNG FPSO 2호기                      | 13/4Q | Petronas(말) | JGC-삼성 컨소   | 1,000     |
| 10                   | 진행 | 인니    | Jangkrik FPU                            | 2013  | Eni(이)      | -           | 1,000*    |
| 11                   | 진행 | 앙골라   | GVLA Oil&Gas Platform                   | 2013  | Chevron(미)  | -           | 1,000*    |
| 12                   | 진행 | 기타    |                                         |       |             |             | 1,000     |
| 합                    |    |       |                                         |       |             |             | 15,398    |

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

## ▶2014년은 FLNG 시대의 개막

한편, 2014년부터 FLNG(LNG FPSO) 시장이 본격적으로 열릴 것으로 기대된다. 특히, 기존의 해양가스전 개발 방식으로는 셰일가스 대비 경쟁력이 떨어지는 것으로 나타나면서 FLNG에 대한 의존도는 더욱 높아지는 상황이다. 현재까지 발주된 FLNG는 총 2기에 불과하지만 향후 5년간 20기의 FLNG 발주가 있을 것이란 전망도 나오고 있다(Upstream). 언론을 통해 파악되는 프로젝트만 해도 8기에 이르는데, 2014년부터 발주가 시작되면서 국내 대형 조선소들의 수주실적에 크게 기여할 것으로 기대된다.

| 현재 준비중인 주요 FLNG 프로젝트 |                |                      |       |                   |           | (단위: \$m) |
|----------------------|----------------|----------------------|-------|-------------------|-----------|-----------|
| No.                  | 투입지역           | 내용                   | 시점    | 발주처               | lowest/유력 | 예산금액      |
| 1                    | 이스라엘 Tamar     | LNG FPSO             | 2014  | Noble(미)          | 대우        | 4,000     |
| 2                    | 인니 Abadi       | LNG FPSO. 2.5 mtpa 급 | 2014  | Inpex(일)          | -         | -         |
| 3                    | 호주 Cash Maple  | LNG FPSO             | 14~15 | PTTEP(태)          | -         | -         |
| 4                    | 호주 Browse LNG  | LNG FPSO(미정)         | 14~15 | Woodside          | -         | -         |
| 5                    | 이스라엘 Leviathan | LNG FPSO             | -     | Noble(미)          | -         | -         |
| 6                    | 미정             | LNG FPSO             | -     | ConocoPhillips(미) | -         | -         |
| 7                    | 호주 Scarborough | LNG FPSO             | -     | ExxonMobil(미)     | -         | -         |
| 8                    | 호주 Bonaparte   | LNG FPSO 2~3mtpa 급   | -     | GDF Suez(프)       | -         | -         |

자료: Upstream, 동양증권 리서치센터 취합

## 2)상선

상선시황은 2013년 들어 선종을 가리지 않고 수주량이 살아나고, 최근 신조선가도 변화의 조짐이 나타나면서 턴어라운드에 대한 기대감이 커지고 있는 상황이다. 아직 과거에 있었던 두번의 big cycle 은 물론 두번의 mini-boom 에도 미치지 못하는 정도의 회복국면이지만 어쨌든 바닥은 확인한 것으로 판단된다. (p13 그림참조)

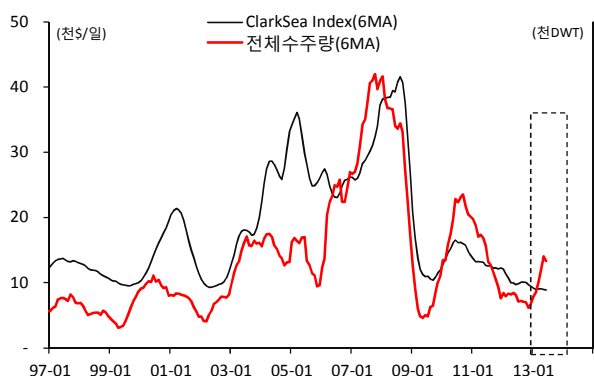
### ▶해운시장: 점점 높아지는 턴어라운드 기대감

상선시황을 전망함에 있어 가장 중요한 지표는 해운운임이다. 해운시장의 움직임에 따라 결국 수주량도 결정되고 선가도 결정되는 것이다. 97년부터의 전체 수주량, 클락슨 종합운임지수(Clarksea index), 클락슨 종합신조선가 지수 데이터를 통해서 볼때, ①수주량의 경우 운임과 거의 변곡점이 일치하고, ②신조선가는 운임에 반년정도 후행하며 따라가는 모습을 확인할 수 있다(11p 참조).

일단 현재 해운시장은 바닥을 확인했다는 긍정적인 시그널들이 여러곳에서 확인되고 있다. 종합운임지표인 Clarksea 지표는 역사적 바닥권에 도달한 상태이고, 해운시장의 선복량 증가율은 선종을 가리지 않고 하락세를 나타내고 있다. 특히 선복량 증가율의 경우, 6월말 현재 기준으로 대체로 호황기 이전인 03~04년 수준까지 떨어졌고, 지난해의 물동량 증가율과 비교했을때에도 별다른 차이를 보이지 않고 있다. 최근 Clarksea index 를 포함하여 건화물 BDI, 컨테이너 HR 지수등이 약간의 회복세를 나타내고 있는 것은 이러한 수급 불균형의 해소가 결정적인 요인이 되고 있는 것으로 판단된다. (12p 참조)

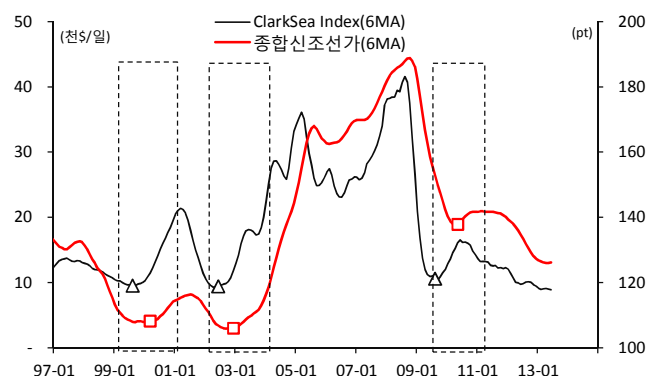
물론 유럽경기의 회복속도, 중국경기의 악화속도에 따라 해운시장의 회복시점이 빨라지거나 지연될 수는 있지만, 당사는 적어도 2014년에는 건화물/ 컨테이너 시장을 중심으로 해운시장의 턴어라운드가 본격화될 것으로 판단하고 있다.

전체 수주량 vs 종합운임지수(Clarksea index)



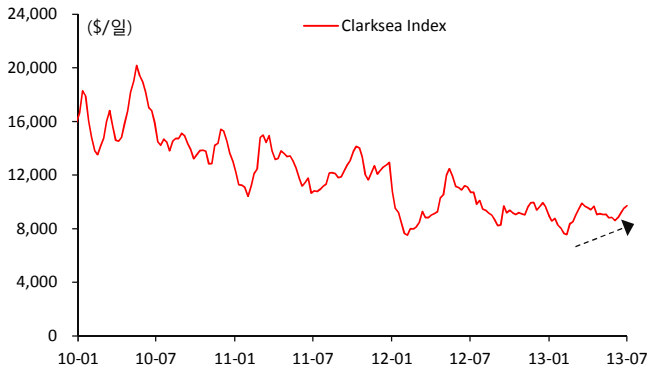
주: 6 개월 이동평균값을 기준으로 비교함  
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

종합신조선가 vs 종합운임지수(Clarksea index)



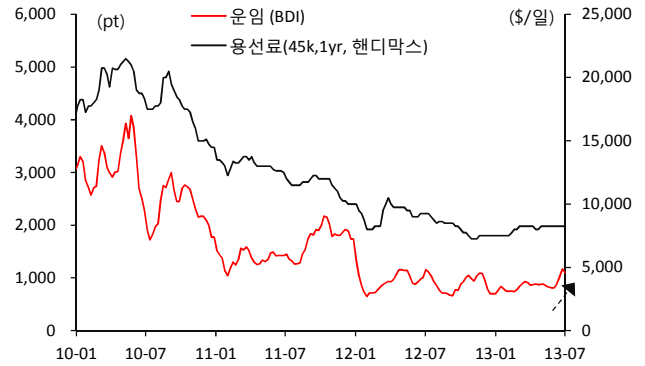
주: 6 개월 이동평균값을 기준으로 비교함  
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

Clarksea index



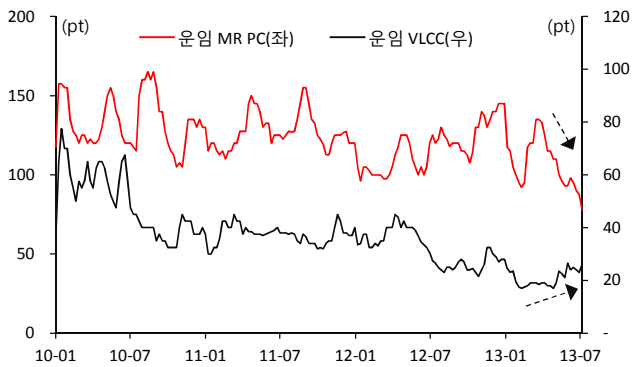
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

건화물 BDI



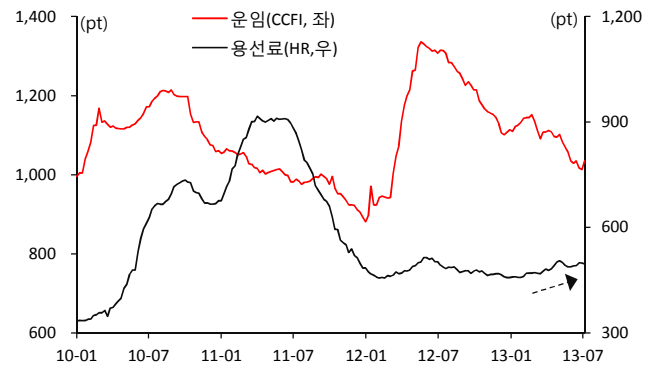
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

탱커 WS / PC선 운임



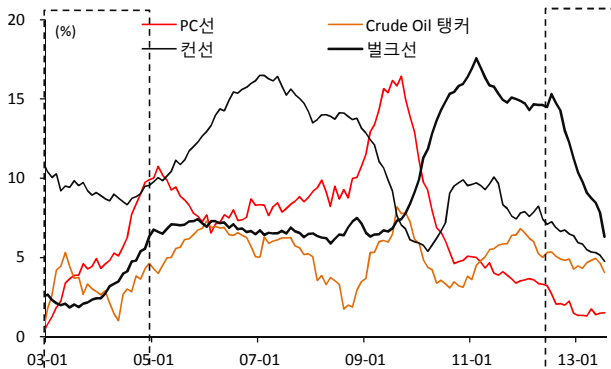
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

컨테이너 용선료



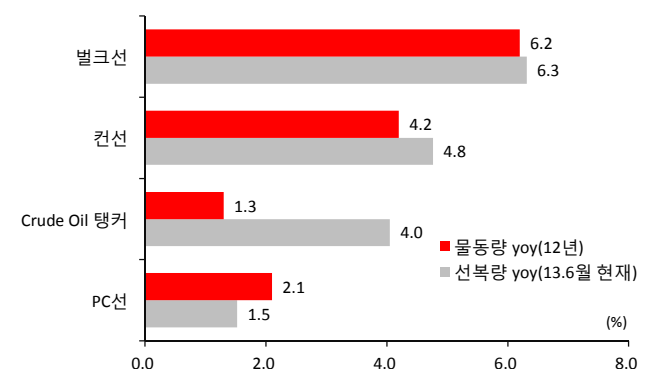
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

선종별 선복량 증가율 추이: 호황기 이전으로 회귀중



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

선복량 증가율 vs 물동량 증가율 비교: 수요와 공급이 균형을 맞춰가는 중



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

### ▶신조선 시장: 수주증가, 신조선가 바닥확인 움직임

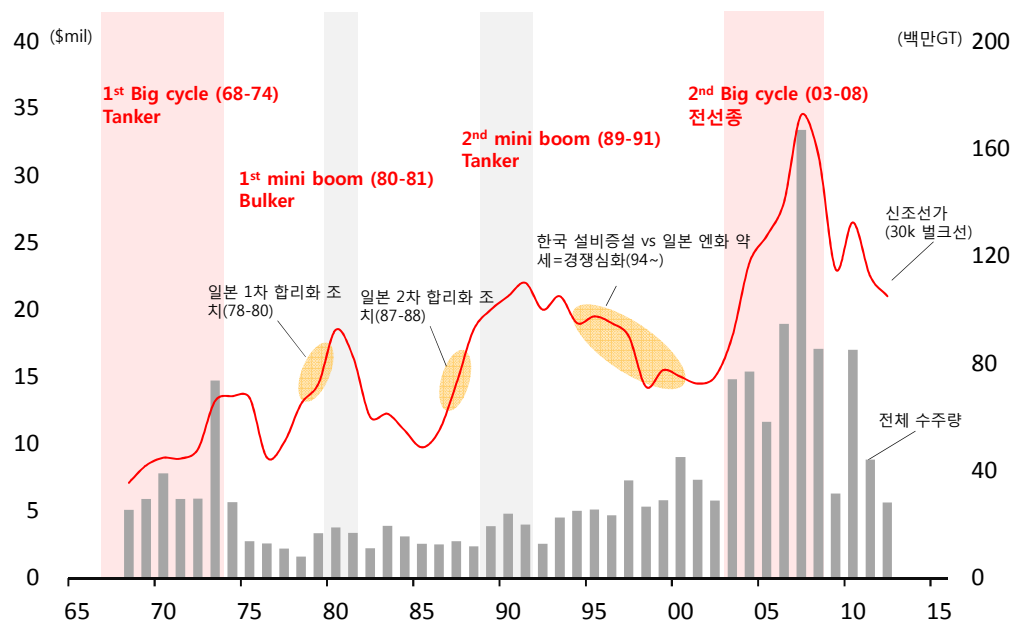
해운시장 회복이 본격화될 경우 수주량이 늘고 자연스럽게 신조선가도 회복세로 접어들 전망이다.

우선, 수주량은 이미 2013년 상반기 총 4,800만 DWT, 월평균 800만 DWT로서 월평균 수주량을 기준으로 2005년에 육박하는 높은 수준의 실적을 기록하고 있는 상황이다. 주요선종은 벌크선, 컨테이너선, PC 선(Chemical 탱커 포함기준)이며, 각각 전반기대비 100% 이상의 수주증가율로 회복을 주도했다. 해운시장의 회복없이 이루어진 수주량 증가인 만큼 하반기에는 단기적으로는 조정 가능성도 있지만, 2014년까지 보면 완만한 회복세는 이어갈 것으로 보인다.

신조선가는 역사적으로 글로벌 조업잔량(=전체 수주잔고÷전체인도량)과 일치하는 모습을 보여왔다. 조업잔량이 신조선시장의 수요-공급을 한눈에 보여주는 지표이기 때문이다. 당센터의 추정으로는 수주량증가와 인도량감소가 동시에 나타나면서 전세계 조업잔량은 1.9년(12년) → 1.9년(13E) → 2.2년(14E)의 상승세를 보일 것으로 보고 있다. 이에 따라 종합신조선가도 126pt(12) → 127pt(13E) → 131pt(14E)로 올라설 것이란 판단이다.

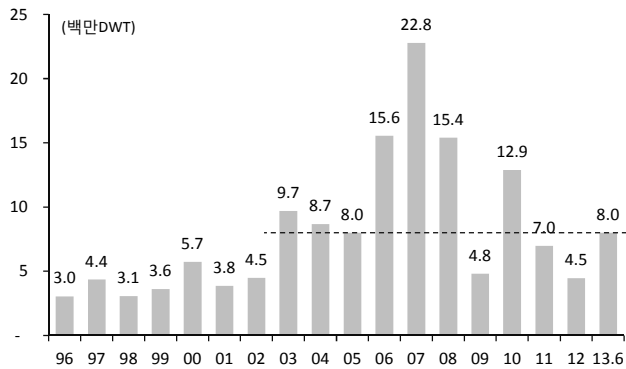
최근 12개월간의 전체 인도량을 기준으로 산출한 글로벌 조업잔량 역시 완만한 상승세를 나타내고 있어 확실히 신조선가는 바닥을 확인한 것으로 판단된다.

신조선 시장의 장기 싸이클: 바닥 찍은 조선업황.. 다음 'mini boom'은 언제쯤?



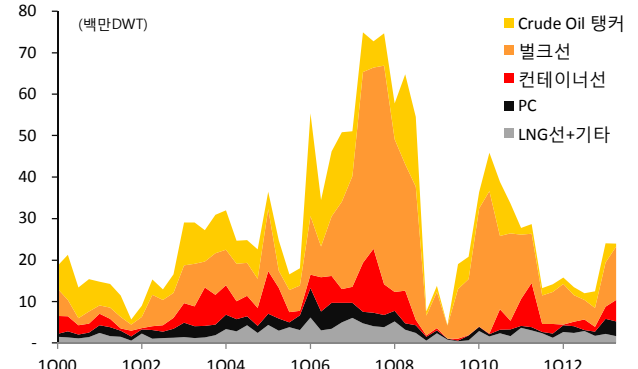
자료: 동양증권 리서치센터

월평균 수주실적 추이 : 05년에 버금가는 속도의 신규 수주 받는중



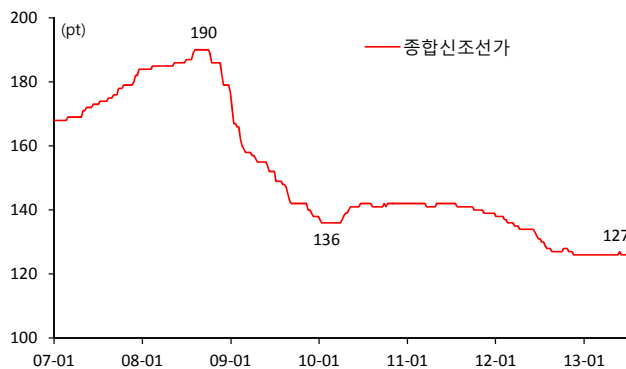
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

분기별 선종별 수주량 추이: 벌크선, 컨선, PC 선이 수주증가 주도



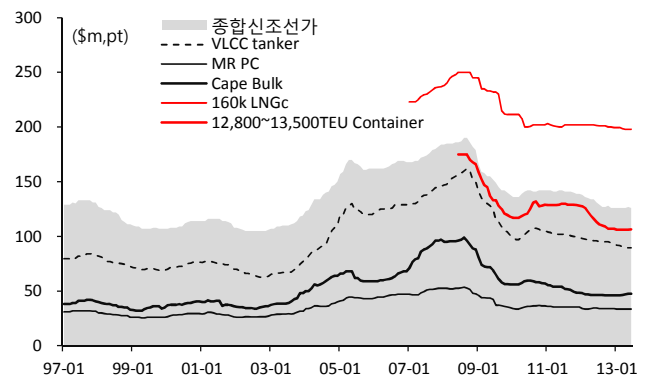
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

주가 신조선가 추이



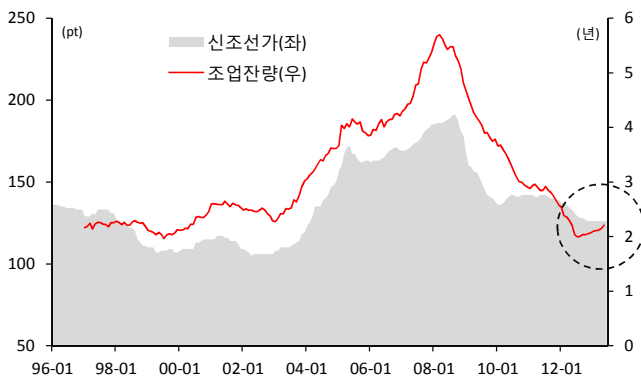
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

월간 신조선가 추이



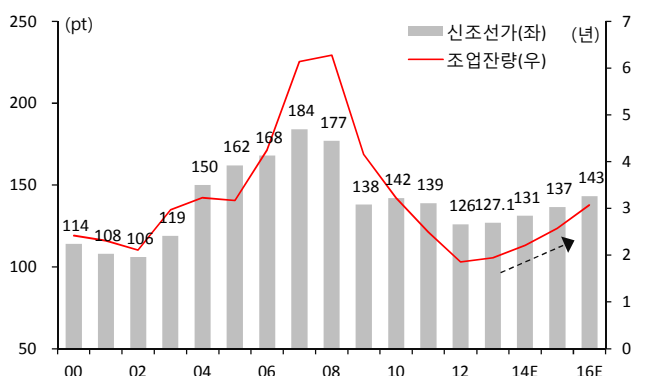
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

월간 조업잔량 추이: 조업잔량은 확실히 바닥 확인한 듯



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

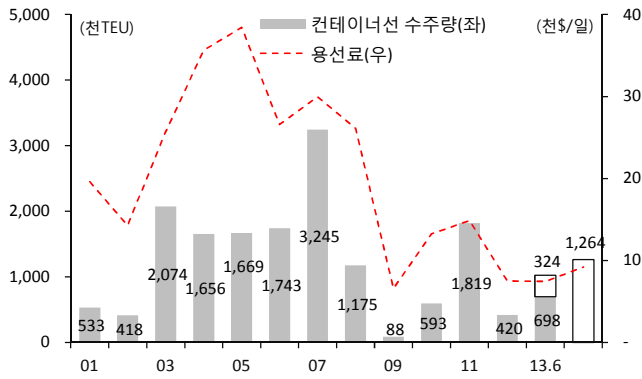
신조선가 장기전망



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

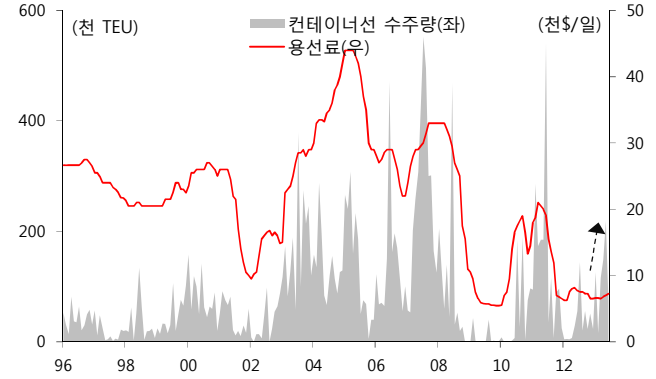
## ▶ 컨테이너선 신조선시장 주요 지표

컨테이너선 수주량 추이



주: 운선료는 3,500TEU 급 기준/ 자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터 전망

컨선 수주량 vs 운선료



주: 운선료는 3,500TEU 급 기준/ 자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터 전망

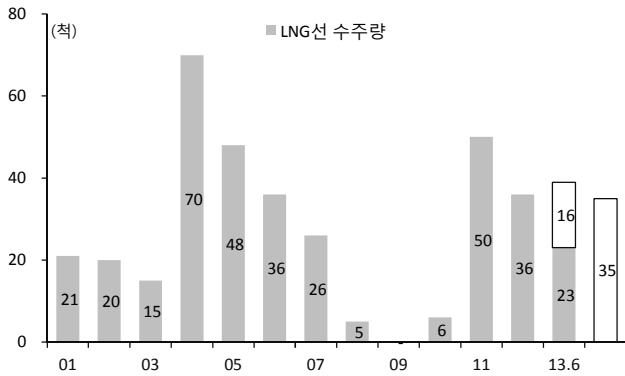
## 2013년 주요 메가 컨테이너선 프로젝트

| No | 상태 | 발주처(or 용선처)          | 국적   | (예상)수주처         | (예상)시점 | 척당 size<br>(TEU) | 발주규모<br>(척) | 척당금액<br>(\$m) | 총금액<br>(\$m) | 비고     |
|----|----|----------------------|------|-----------------|--------|------------------|-------------|---------------|--------------|--------|
| 1  | 완료 | Seaspan              | 대만   | 현대              | 13/01  | 14,000           | 5+0         | 105           | 525          |        |
| 2  | 완료 | Seaspan              | 대만   | Yangzijiang(중)  | 13/01  | 10,000           | 4+0         | 90            | 360          |        |
| 3  | 완료 | CIMC                 | 중국   | New Times S.B.  | 13/03  | 9,400            | 4+0         | 82            | 328          |        |
| 4  | 완료 | K-Line               | 일본   | Imabari(일)      | 13/03  | 13,870           | 5+0         | 미공개           | -            |        |
| 5  | 완료 | CSAV                 | 칠레   | 삼성              | 13/04  | 9,300            | 7+7         | 82            | 574          |        |
| 6  | 완료 | Internation          | -    | guseotkaghx     | 13/04  | 9,000            | 2+0         | 81            | 162          |        |
| 7  | 완료 | Capital Maritime     | 그리스  | Daewoo-Mangalia | 13/05  | 9,500            | 4+0         | 미공개           | -            |        |
| 8  | 완료 | CSCL                 | 중국   | 현대              | 13/05  | 18,400           | 5+0         | 137           | 683          |        |
| 9  | 완료 | Asiatic Lloyd Shipp. | 싱가포르 | 현대삼호            | 13/06  | 9,000            | 2+0         | 미공개           | -            |        |
| 10 | 완료 | Ocean Bulk           | 그리스  | 현대              | 13/06  | 9,200            | 2+4         | 83            | 498          |        |
| 11 | 완료 | Rudolf A. Oetker     | 독일   | 현대              | 13/06  | 9,000            | 3+0         | 82            | 246          |        |
| 12 | 진행 | UASC                 | UAE  | 현대              | 13/2H  | 18,400           | 5+1         | -             | -            | LOI 체결 |
| 13 | 진행 | UASC                 | UAE  | 현대              | 13/2H  | 14,000           | 5+6         | -             | -            | LOI 체결 |
| 14 | 진행 | Rickmers             | 독일   | -               | -      | 미정               | 8+8         | -             | -            |        |

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

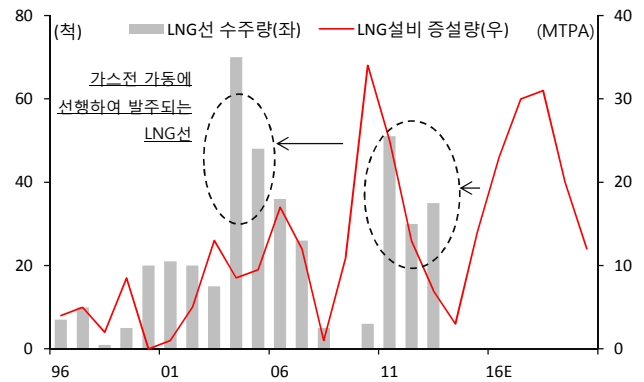
## ▶LNG 선 신조선시장 주요 지표

LNG 선(140k 이상) 수주량 추이



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터 전망

LNG 선 수주량 vs LNG capa 증설



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

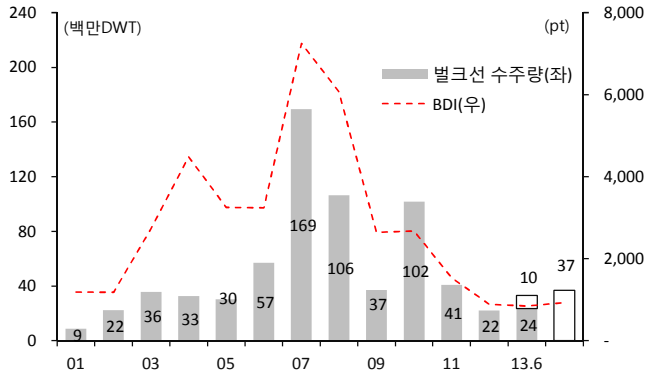
## 2013년 주요 LNG 선 프로젝트

| No | 상태 | 발주처            | 국적        | (예상)수주처       | (예상)시점 | 척당 size<br>(cbm) | 발주규모<br>(척) | 척당금액<br>(\$m) | 총금액<br>(\$m) | 비고                   |
|----|----|----------------|-----------|---------------|--------|------------------|-------------|---------------|--------------|----------------------|
| 1  | 완료 | BW group       | 싱가폴       | 삼성            | 13/01  | -                | 1           | 200           | 200          | LNG FSRU             |
| 2  | 완료 | China Shipping | 중국        | Hudong        | 13/01  | 174k             | 2           | 200           | 400          |                      |
| 3  | 완료 | GasLog Ltd.    | 그리스       | 삼성            | 13/02  | 174k             | 2           | 200           | 400          |                      |
| 4  | 완료 | NLNG           | 나이지리아     | 삼성            | 13/03  | 170k             | 4           | 225           | 900          |                      |
| 5  | 완료 | NLNG           | 나이지리아     | 현대            | 13/03  | 170k             | 2           | 225           | 450          |                      |
| 6  | 완료 | SK 해운          | 한국        | 삼성            | 13/04  | 180k             | 2           | 230           | 460          |                      |
| 7  | 완료 | K-Line         | 일본        | Kawasaki      | 13/04  | 164k             | 1           | -             | -            |                      |
| 8  | 완료 | Mitsui         | O.S.K. 일본 | Mitsubishi    | 13/05  | 155K             | 1           | -             | -            |                      |
| 9  | 완료 | Ocean Breeze   | 일본        | Mitsubishi    | 13/06  | 155K             | 1           | -             | -            |                      |
| 10 | 완료 | K-Line         | 일본        | Kawasaki H.I. | 13/06  | 182K             | 1           | -             | -            |                      |
| 11 | 진행 | Yamal LNG      | 러시아       | -             | 13~14  | 170k             | 16          | 300           | 4,800        | 대우가 우선협상대상자          |
| 12 | 진행 | Hyproc         | 알제리       | -             | 2013   | 155~170k         | -           | -             | -            | 한3, 일2개사 경쟁중         |
| 13 | 진행 | MISC           | 말레이시아     | -             | 2013   | -                | -           | -             | -            | 현대 유력. 대우/MHI 도 입찰참여 |

자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

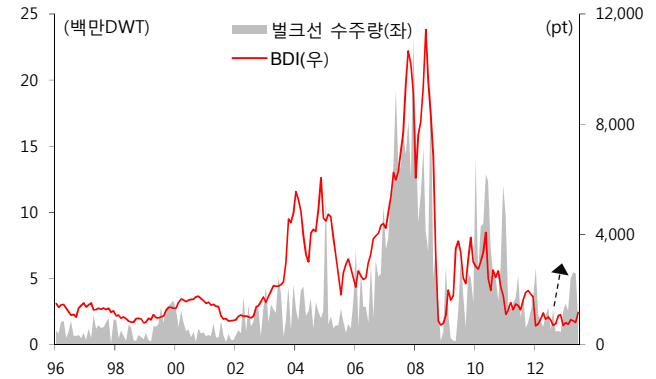
## ▶ 벌크선 신조선시장 주요 지표

벌크선 수주량 추이



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터 전망

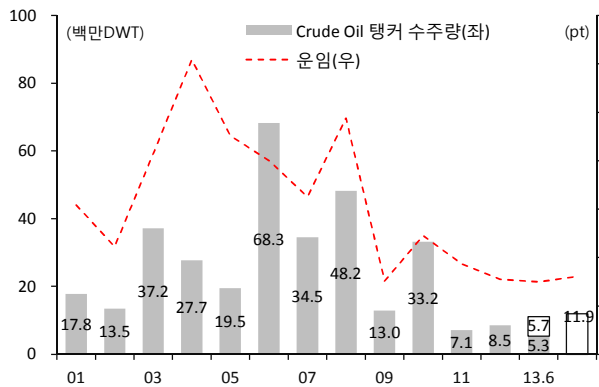
벌크선 수주량 vs 운임 추이



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

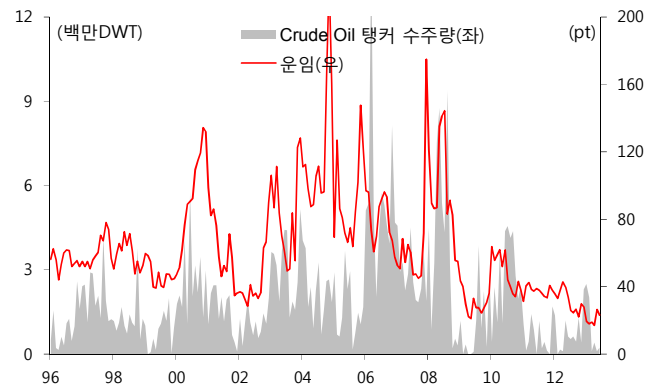
## ▶ Crude Oil 탱커 신조선시장 주요 지표

Crude Oil 탱커 수주량 추이



주: 운임은 중동-유럽 VLCC WS 기준 / 자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터 전망

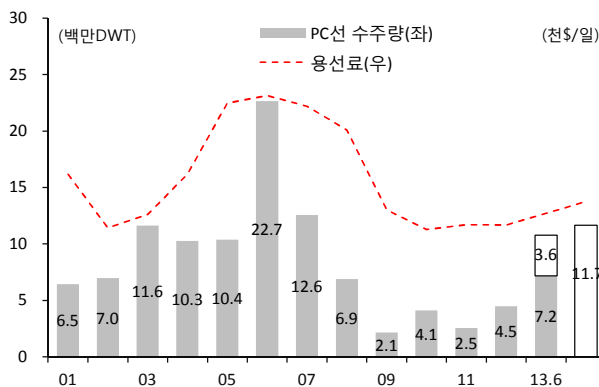
Crude Oil 탱커 수주량 vs 운임 추이



주: 운임은 중동-유럽 VLCC WS 기준 / 자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

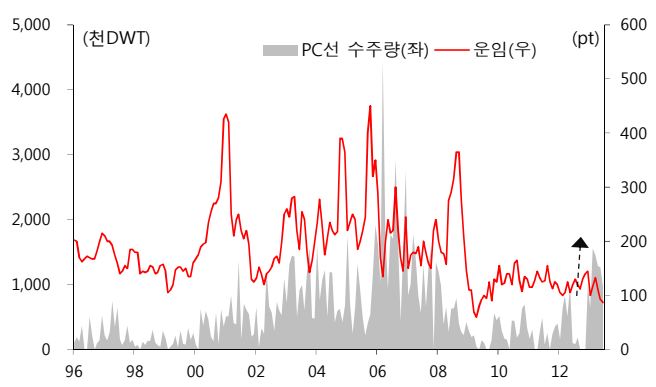
## ▶ PC 선 신조선시장 주요 지표

PC 선 수주량 추이



주: 운선료는 47k 급 1년 기준 / 자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터 전망

PC 선 수주량 vs 운임 추이



주: 운임은 55k 중동-아시아 노선 WS 기준 / 자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

## 2. 회사별 수주실적 및 3Q13 전망

6월말 현재 조선4사의 조선+해양 부문 평균 수주실적(현재는 5월말 기준)은 총 280억불, 달성율은 59.2%로서 매우 건조한 실적을 기록중이다. 대형 해양생산설비가 1,2분기 모두 호조를 보이면서 누적 114억불로 가장 큰 기여를 하였고, 1분기에 부진했던 시추선은 2분기에 살아나면서 상반기 누적 50억불로 나름 역할을 하였다. 상선은 LNG 선(총 24억불), 컨테이너선(총 32억불), PC 선(약 18억불)등 총110억불 이상의 수주가 있었다.

한편, 하반기에는 드릴쉽이 수주모멘텀의 핵심동력이 될 것으로 기대되는데, 하반기에 예상되는 시추선 발주 규모는 12~13기(66억불~71.5억불)수준이다. 해양생산설비는 상반기와 같은 대형 프로젝트는 거의 없으나, 5~10억불 정도의 중형 프로젝트를 중심으로 40억불의 신규수주가 가능할 전망이다. 상선부문의 경우, 상반기만큼의 높은 수주실적은 아니겠지만, 옵션 물량만 정상적으로 행사되어도 50억불 이상의 적지 않은 수주실적이 가능할 전망이다. 전체적으로 상반기보다는 다소 감소한 170억불 내외의 수주실적이 예상된다.

업체별로는 연간 수주목표의 74%를 달성한 미포조선이 가장 빠른 페이스를 유지하고 있고, 대우는 40%로 다소 부진하지만 4사 모두 결국 연간 수주목표는 달성할 것으로 전망된다.

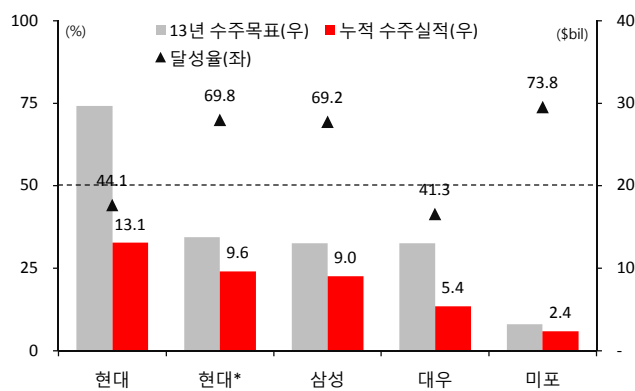
■ 현대: 해양은 상반기대비 수주실적이 크게 줄겠으나, 조선에선 모멘텀을 이어갈 수 있을 것으로 기대된다. ①옵션 및 LOI 체결된 초대형 컨테이너선 31억불(이중 20억불 정도는 3Q13 수주)이 예상되는 가운데, ②아직 입찰 단계이긴 하지만 MISC의 LNG 선 8척 발주 경쟁에서 앞서고 있어 수주기대감을 가져볼만하다. MISC LNG 선을 제외하더라도 연말까지는 조선+해양부문에서 최소 127억불 달성(수주목표 138억불)이 무난할 것으로 보인다. 한편, 비조선/해양 부문에서 가장 큰 부분을 차지하는 플랜트사업부는 노스알주르 발전(12억불), 슈콴이크 발전(32억불) 수주를 통해 모멘텀을 살려나갈 것으로 전망된다.

■ 삼성: ①드릴쉽 옵션 6기(33억불), ②Petronas의 LNG FPSO(10억불), ③LNG 선 6척(12억불) 등 굵직한 수주건들이 남아있어 좋은 흐름을 이어갈 것으로 보인다. 상반기 90억불에 이어 하반기에도 60억불 기록하면서 2013년 수주목표 초과달성 가능성이 매우 높은 상황이다.

■ 대우: 6~7기(33~38.5억불)의 드릴쉽 수주가 예상되며, LNG 선/ 특수선(전투함) 등에서도 16억불 규모의 수주가 기대된다. 상반기 54억불에 이어 하반기에도 63억불의 건조한 흐름이 이어질 것이란 판단이다. 연간 수주실적은 가시권에 있는 프로젝트만 볼때 116억불로 목표 대비 다소 부족해 보이지만, 다수의 중형 생산설비 수주 가능성이 남아있어 연간 수주목표 달성 가능성은 아직 열어둘 필요가 있다.

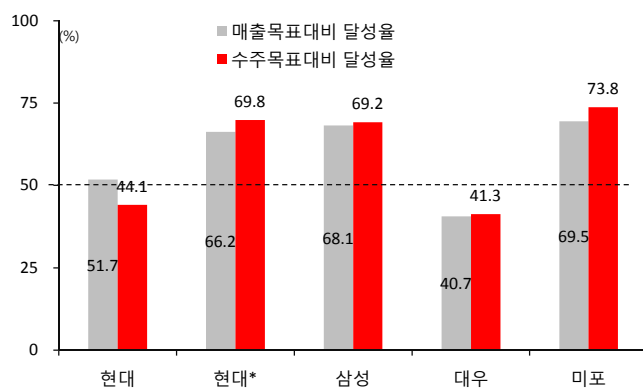
■ 미포: 3분기중 행사가 예상되는 옵션물량만 7억불에 이르고 있고, BP 케미컬/Shell사는 각각 10척 이상의 대규모 PC 선 발주 프로젝트들을 진행하고 있어 연간 수주목표 32억불은 쉽게 달성할 것으로 보인다. 관건은 올해(본사의) 예상매출액인 35억불까지도 넘어설 수 있는냐인데 현재로선 충분히 가능성이 열려 있다.

## 누적 수주실적 및 달성율



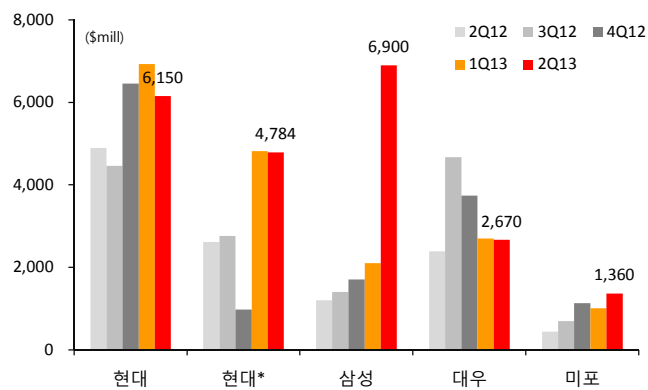
주: 현대는 5 월말 기준, 현대\*=조선,해양부문 합산기준  
자료: 각사, 동양증권 리서치센터

## 수주실적 달성율(수주목표 대비 vs 매출목표 대비)



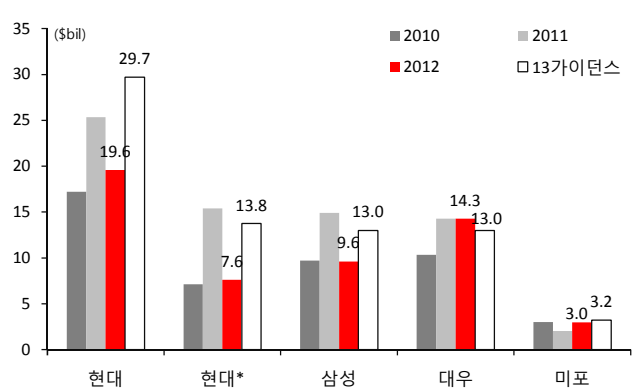
주: 현대는 5 월말 기준, 현대\*=조선,해양부문 합산기준  
자료: 각사, 동양증권 리서치센터

## 분기별 수주실적 추이



자료: 각사, 동양증권 리서치센터

## 연간 수주실적 추이



자료: 각사, 동양증권 리서치센터

| 각사 부문별 수주기이던스 및 실적 |       |        |             | (단위: \$m)  |       |          |
|--------------------|-------|--------|-------------|------------|-------|----------|
|                    |       | 12A(a) | 13Target(b) | 13.5~6월(c) | 달성율   | yoy(b/a) |
| 현대                 | 전체    | 19,567 | 29,676      | 13,076     | 44.1% | 51.7%    |
|                    | 조선    | 6,143  | 7,750       | 4,289      | 55.3% | 26.2%    |
|                    | 해양    | 2,072  | 6,000       | 5,313      | 88.6% | 189.6%   |
|                    | (소계)  | 8,215  | 13,750      | 9,602      | 69.8% | 67.4%    |
|                    | 플랜트   | 4,077  | 6,000       | 150        | 2.5%  | 47.2%    |
|                    | 엔진기계  | 1,858  | 3,100       | 1,142      | 36.8% | 66.8%    |
|                    | 전기전자  | 2,318  | 3,160       | 816        | 25.8% | 36.3%    |
|                    | 그린에너지 | 326    | 394         | 108        | 27.4% | 20.9%    |
|                    | 건설기계  | 2,773  | 3,272       | 1,258      | 38.4% | 18.0%    |
| 현대삼호               | 전체    | 2,508  | 4,500       | 2,000      | 44.4% | 79.4%    |
| 삼성                 | 전체    | 9,600  | 13,000      | 9,000      | 69.2% | 35.4%    |
|                    | 조선    | 1,300  | 3,000       | 2,600      | 86.7% | 130.8%   |
|                    | 해양    | 8,300  | 10,000      | 6,400      | 64.0% | 20.5%    |
| 대우                 | 전체    | 14,270 | 13,000      | 5,370      | 41.3% | -8.9%    |
|                    | 조선    | 1,340  | 3,900       | 1,050      | 26.9% | 191.0%   |
|                    | 해양    | 10,470 | 9,100       | 4,080      | 44.8% | -13.1%   |
|                    | 특수선   | 2,460  | -           | 240        | -     | -        |
| 미포                 | 전체    | 2,960  | 3,200       | 2,360      | 73.8% | 8.1%     |
| 전체                 |       | 48,905 | 63,376      | 31,566     | 49.8% |          |
| 전체(조선+해양 기준)       |       | 37,553 | 47,450      | 28,092     | 59.2% |          |

주: 현대는 5 월말 기준, 나머지는 6 월말 기준 누적 수주실적  
 자료: 각사, 동양증권 리서치센터

## 현대중공업 수주실적 및 가능성 높은 프로젝트

(단위: \$m)

|        |      |        | 구분              | 내용                           | (예상)시점       | 발주처     | (예상)금액   | 비고    |        |
|--------|------|--------|-----------------|------------------------------|--------------|---------|----------|-------|--------|
| 현대     | 수주   | 조선     | 컨선              | 14,000TEU 5척                 | 13/01        | Seaspan | 525      |       |        |
|        |      | 조선     | 컨선              | 18,400TEU 5척                 | 13/04        | CSCL    | 683      |       |        |
|        |      | 조선     | LNG 선           | 170k 2척                      | 13/03        | NLNG    | 450      |       |        |
|        |      | 조선     | 시추선             | 세미리그 1기                      | 13/05        | Diamond | 755      |       |        |
|        |      | 조선     | 기타              | LPG 선등                       | -            | -       | 1,877    |       |        |
|        |      | 해양     | 생산설비            | 노르웨이 Aasta Hansteen Gas Spar | 13/01        | Statoil | 1,100    |       |        |
|        |      | 해양     | 생산설비            | 콩고 Moho Nord FPU             | 13/04        | Total   | 1,240    |       |        |
|        |      | 해양     | 생산설비            | 콩고 Moho Nord TLWP            | 13/04        | Total   | 690      |       |        |
|        |      | 해양     | 생산설비            | 영국 Rosebank FPSO             | 13/04        | Chevron | 1,900    |       |        |
|        |      | 해양     | 생산설비            | 기타                           | -            | -       | 383      |       |        |
|        |      | (조선소계) |                 |                              |              |         |          | 4,289 | 5월말 현재 |
|        |      | (해양소계) |                 |                              |              |         |          | 5,313 | 5월말 현재 |
|        |      | (합)    |                 |                              |              |         |          | 9,602 |        |
|        |      | 예상     | 조선              | 컨선                           | 14,000TEU 5척 | -       | Seaspan  | 550   | 옵션     |
| 조선     | 컨선   |        | 14,000TEU 5+6척  | 13/3Q                        | UASC         | 1,210   | LOI 체결   |       |        |
| 조선     | 컨선   |        | 18,000TEU 5+1척  | 13/3Q                        | UASC         | 840     | LOI 체결   |       |        |
| 조선     | 컨선   |        | 9,000TEU 2+2+2척 | -                            | Ocean Bulk   | 498     | LOI 체결   |       |        |
| 해양     | 생산설비 |        | 기타              | -                            | -            | α       |          |       |        |
| (조선소계) |      |        |                 |                              |              | 3,098   |          |       |        |
| (해양소계) |      |        |                 |                              |              | α       |          |       |        |
| (합)    |      |        |                 |                              |              | 3,098+α |          |       |        |
| 수주+예상  |      |        |                 |                              |              |         | 12,700+α |       |        |
| 연간목표   |      |        |                 |                              |              |         | 13,750   |       |        |

자료: 동양증권 리서치센터

삼성중공업 수주실적 및 가능성 높은 프로젝트

(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      |            |
|        |    | 조선     | 컨선       | 9,000TEU 7척              | 13/04   | CSAV         | 570      |            |
|        |    | 조선     | LNG 선    | 180k 2척                  | 13/04   | SK 해운        | 409      |            |
|        |    | 조선     | 탱커       | 52k PC 선 4척              | 13/06   | Capital Mari | 121      | 중국 닝보야드 건조 |
|        |    | 해양     | 시추선      | 드릴쉽 1척                   | 13/01   | Pacific      | 550      |            |
|        |    | 해양     | 시추선      | 드릴쉽 1척                   | 13/06   | Ensco        | 550      |            |
|        |    | 해양     | 시추선      | 잭업리그 2척                  | 13/06   | Statoil      | 1,300    |            |
|        |    | 해양     | 생산설비     | 나이지리아 Egina OIL FPSO     | 13/06   | Total        | 3,000    |            |
|        |    | 해양     | 시추선      | Semi-rig 1기              | 13/06   | Stena        | 710      |            |
|        |    | 해양     | 기타       | 풍력설치선                    | 13/06   | Seajacks     | 290      |            |
|        |    | (조선소계) |          |                          |         |              | 2,600    | 6월말 기준     |
|        |    | (해양소계) |          |                          |         |              | 6,400    | 6월말 기준     |
|        |    | (합)    |          |                          |         |              | 9,000    |            |
| 예상     |    | 조선     | 컨선       | 9,000TEU 7척              | 13/2H   | CSAV         | 570      | 옵션         |
|        |    | 조선     | LNG 선    | - 6척                     | 13/2H   | -            | 1,200    |            |
|        |    | 해양     | 생산설비     | 말레이시아 Rotan LNG FPSO 2호기 | 13/4Q   | Petronas     | 1,000    | 입찰경쟁중      |
|        |    | 해양     | 시추선      | 드릴쉽 6척                   | 13/2H   | -            | 3,300    | 옵션+입찰경쟁    |
|        |    | 해양     | 생산설비     | 기타                       | -       | -            | α        |            |
|        |    | (조선소계) |          |                          |         |              | 1,770    |            |
|        |    | (해양소계) |          |                          |         |              | 4,300+ α |            |
| (합)    |    |        |          |                          | 6,070+α |              |          |            |
| 수주+ 예상 |    |        |          |                          |         |              | 15,070+α |            |
| 연간목표   |    |        |          |                          |         |              | 13,000   |            |

자료: 동양증권 리서치센터

## 대우조선해양 수주실적 및 가능성 높은 프로젝트

(단위: \$m)

|      |    |         | 구분    | 내용                             | (예상)시점 | 발주처          | (예상)금액  | 비고       |
|------|----|---------|-------|--------------------------------|--------|--------------|---------|----------|
| 대우   | 수주 | 조선      | 컨선    | 9,500TEU 4척                    | 13/05  | Capital Mari | 336     |          |
|      |    | 조선      | LNG 선 | 170k 2척                        | 13/06  | Maran Gas    | 410     |          |
|      |    | 조선      | 기타    | PC 선 등                         | -      | -            | 304     |          |
|      |    | 해양      | 생산설비  | 영국 Bressay Platform            | 13/02  | Statoil      | 1,588   |          |
|      |    | 해양      | 생산설비  | 노르웨이 Dagny Platform            | 13/02  | Statoil      | 1,080   |          |
|      |    | 해양      | 생산설비  | UAE Upper Zakum onshore module | 13/05  | Zadco        | 800     |          |
|      |    | 해양      | 시추선   | 드릴쉽 1척                         | 13/06  | Atwood       | 550     |          |
|      |    | 해양      | 기타    | 기타                             |        |              | 62      |          |
|      |    | 특수선     | -     | 군수지원선 1척                       | 13/06  | 노르웨이         | 240     |          |
|      |    | (조선소계)  |       |                                |        |              | 1,050   | 6월말 기준   |
|      |    | (해양소계)  |       |                                |        |              | 4,080   | 6월말 기준   |
|      |    | (특수선소계) |       |                                |        |              | 240     |          |
|      |    | (합)     |       |                                |        |              | 5,370   |          |
| 예상   |    | 조선      | 컨선    | 18,000TEU 3척                   | 13/07  | MSC          | 421     | 7월초 수주확정 |
|      |    | 조선      | LNG 선 | -                              | 13/3Q  | -            | 400     |          |
|      |    | 조선      | LNG 선 | 170k Arc-7 ice class 2척        | 13/4Q  | Yamal LNG    | 600     |          |
|      |    | 해양      | 시추선   | 드릴쉽 1척                         | 13/07  | Vantage      | 550     | 7월초 수주확정 |
|      |    | 해양      | 기타    | LNG FSRU                       | 13/3Q  | -            | 600     |          |
|      |    | 해양      | 시추선   | 드릴쉽 6척                         | -      | Transocean   | 3,300   | 옵선       |
|      |    | 해양      | 생산설비  | 기타                             | -      | -            | α       |          |
|      |    | 특수선     | -     | 전투함 1척                         | 13/2H  | 태국정부         | 400     |          |
|      |    | (조선소계)  |       |                                |        |              | 1,421   |          |
|      |    | (해양소계)  |       |                                |        |              | 4,450+α |          |
|      |    | (특수선소계) |       |                                |        |              | 400     |          |
|      |    | (합)     |       |                                |        |              | 6,271+α |          |
|      |    | 수주+예상   |       |                                |        |              |         |          |
| 연간목표 |    |         |       |                                |        |              | 13,000  |          |

자료: 동양증권 리서치센터

### III. 실적

#### 1. 2Q13 전망 : 상선부문, 14년 하반기까지 횡보. 비조선/일회성 요인이 중요

각 조선사들의 상선부문 매출은 이제 대체로 2010년 이후의 저가 수주물량에서 발생하고 있기 때문에 상선부문만 보자면 적어도 급격한 수익성 하락세를 마치고 14년 하반기까지 이어질 횡보국면으로 접어들었다고 할 수 있다. 따라서 당분간은 각사의 일회성 이익/손실, 비조선사업부의 실적 등이 앞으로는 더욱 중요한 실적변수라고 할 수 있다.

그러나, 종합적으로 볼때 2Q13 조선사들의 실적은 별로 긍정적인 평가를 받기 어려울 것으로 보인다. 미포는 전분기에 이어 3분기 연속 영업적자가, 현대, 삼성은 전분기대비 감익이 예상되는 상황이다. 대우는 1Q13 대비 이익회복 가능성이 있으나, 충당금 적립규모에 따라 회복효과가 반감될 수도 있다. 그나마 업종내 최고 수준의 수익성을 시현할 삼성, 2014년 이익회복 기대감이 부각될 대우가 이번 어닝시즌에서는 긍정적 평가를 받을 것으로 판단된다.

■ 현대: 영업이익 2,924억원(-18.5% yoy, -22.6% qoq), OPM 2.2%의 실적을 거둘 것으로 예상된다. 조선사업부에서 지난 분기 발생했던 일회성 비용 600억원이 사라지는 효과로 673억원→1,081억원의 회복이 기대되지만, 전분기 실적 surprise 를 기록했던 정유부문은 유가하락의 영향으로 영업이익이 1,966억원→100억원으로 감소할 전망이다. 이에 따라 전사 영업이익도 전분기대비 감소가 예상된다.

■ 삼성: 영업이익 2,814억원(-2.4% yoy, -36.1% qoq), OPM 7.8%의 실적이 예상된다. 지난 분기에 발생했던 650억원 규모의 일회성 이익이 사라지고, 드릴쉽 매출비중도 다소 하락하면서 영업이익 감소가 예상된다. 그러나, 두자리대의 수익성을 기록중인 드릴쉽 매출이 전체 매출의 30% 이상을 유지하고 있기 때문에 OPM 은 여전히 업계 최고 수준을 유지할 전망이다.

■ 대우: 영업이익 805억원(-41.7% yoy, 19.7% qoq), OPM 2.2%의 실적이 예상된다. 전분기 어닝쇼크의 주원인이었던 해양설치선 관련 적자가 크게 줄면서 전분기대비 실적회복이 예상되지만, 대손상각비(충당금)는 오히려 증가하여 실적회복 효과를 반감시킬 것으로 보인다. 우리는 대손상각비 규모를 110억원(1Q13)→220억원(2Q13E)으로 추정한다. 그럼에도, 해양매출 비중증가 + 해양 악성공사 종료 + 대손상각비 발생종료 등에 따른 2014년 이익개선 기대감은 오히려 강화될 가능성이 높아보인다.

■ 미포: 영업이익 -59억원(적전 yoy, 적지 qoq), OPM -0.6%의 실적이 예상된다. 비나신 조선, 금융 부문의 적자가 이어지는 가운데, 본사 실적 역시 회복이 어려운 상황이어서, 4Q12부터 시작된 영업적자가 이번 분기에도 지속될 것으로 전망된다. 본사의 경우, 12년 수주선박의 건조가 늘어나고 있는데, 13년 상반기 수주선박까지도 수주마진 개선이 거의 없었기 때문에 본사 실적은 적어도 14년까지 부진한 실적 흐름이 이어질 전망이다.

회사별 분기 실적 비교

(단위: 억원)

|       |      |         |         | 동양(A)   |        |        | 컨센서스(B) |        |        | (A)/(B) |
|-------|------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
|       |      | 2Q12    | 1Q13    | 2Q13E   | yoy    | qoq    | 2Q13E   | yoy    | qoq    |         |
| 현대중공업 | 매출액  | 137,004 | 131,429 | 131,141 | -4.3%  | -0.2%  | 135,625 | -1.0%  | 3.2%   | -3.3%   |
|       | 영업이익 | 3,586   | 3,777   | 2,924   | -18.5% | -22.6% | 2,969   | -17.2% | -21.4% | -1.5%   |
|       | 세전이익 | 2,086   | 3,465   | 2,346   | 12.5%  | 흑전     | 2,286   | 9.6%   | 흑전     | 2.6%    |
|       | 순이익  | 1,341   | 3,197   | 1,760   | 31.2%  | 흑전     | 1,819   | 35.6%  | 흑전     | -3.3%   |
|       | OPM  | 2.6%    | 2.9%    | 2.2%    | -0.4%p | -0.6%p | 2.2%    | -0.4%  | -0.7%  | 0.0%p   |

▶2Q12: 어닝쇼크 기록. 삼호=수익성 악화추세 시작, 정유=유가하락에 따른 재고평가손 발생

▶1Q13: 영업이익, 시장 기대 상회. 조선=600억원 규모 총당금 발생, 엔진=실적 급감, but 정유=유가상승으로 이익 크게 증가

▶2Q13E: 영업이익, yoy, qoq 모두 큰 폭 하락 예상. 조선=일회성 손실 요인 사라지며 전분기대비 400억원 이익 증가, but 정유=유가하락으로 전분기대비 영업이익 1,800억 원 감소할 전망

|       |      |        |        |        |        |        |        |       |        |       |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 삼성중공업 | 매출액  | 33,523 | 38,879 | 36,246 | 8.1%   | -6.8%  | 36,499 | 8.9%  | -6.1%  | -0.7% |
|       | 영업이익 | 2,882  | 4,402  | 2,814  | -2.4%  | -36.1% | 2,812  | -2.4% | -36.1% | 0.1%  |
|       | 세전이익 | 2,494  | 3,834  | 2,833  | 13.6%  | -26.1% | 2,756  | 10.5% | -28.1% | 2.8%  |
|       | 순이익  | 1,931  | 3,005  | 2,167  | 12.2%  | -27.9% | 2,127  | 10.1% | -29.2% | 1.9%  |
|       | OPM  | 8.6%   | 11.3%  | 7.8%   | -0.8%p | -3.6%p | 7.7%   | -0.9% | -3.6%  | 0.1%p |

▶2Q12: 영업이익, 시장 기대 소폭 상회. 별다른 일회성 요인 없었음에도 높은 이익률 시현. 드릴쉽 매출 비중 확대 효과

▶1Q13: 어닝서프라이즈, 사상최대 분기실적 기록. 해양 change order에 따른 일회성이익 650억원, 드릴쉽 매출 비중 상승 효과

▶2Q13E: 영업이익은 전분기대비 다소 감소할 듯. 기대할만한 일회성이익 없고, 전분기대비 매출, 드릴쉽 매출 비중 감소 영향

|        |      |        |        |        |        |       |        |        |       |        |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 대우조선해양 | 매출액  | 39,505 | 32,589 | 37,251 | -5.7%  | 14.3% | 36,823 | -6.8%  | 13.0% | 1.2%   |
|        | 영업이익 | 1,380  | 673    | 805    | -41.7% | 19.7% | 986    | -28.6% | 46.6% | -18.4% |
|        | 세전이익 | 1,082  | 761    | 585    | -45.9% | 흑전    | 805    | -25.6% | 흑전    | -27.3% |
|        | 순이익  | 964    | 489    | 450    | -53.3% | 흑전    | 587    | -39.2% | 흑전    | -23.3% |
|        | OPM  | 3.5%   | 2.1%   | 2.2%   | -1.3%p | 0.1%p | 2.7%   | -0.8%  | 0.6%  | -0.5%p |

▶2Q12: 200억원의 총당금 적립, 영업이익은 기대치 다소 하회. 해양매출 비중 증가, 후반기가격 하락으로 그래도 견조한 실적 기록함

▶1Q13: 어닝쇼크 기록. 10년에 수주한 해양설치선에서 400억원의 적자 발생. 단, 우려했던 총당금은 110억원만 적립

▶2Q13E: 전분기대비 소폭 회복에 그칠듯. 해양설치선 관련 적자는 크게 줄겠으나, 전분기대비 총당금 적립액은 증가할 가능성 높음. 해양설치선 적자, 총당금 등 제거한 OPM은 전분기 수준인 3.5~4.0% 지키면서 바닥 다질 것으로 보임

|        |      |        |       |        |        |       |       |        |        |        |
|--------|------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 현대미포조선 | 매출액  | 10,902 | 9,079 | 10,274 | -5.8%  | 13.2% | 9,953 | -8.7%  | 9.6%   | 3.2%   |
|        | 영업이익 | 271    | -100  | -59    | 적전     | 적지    | -48   | 적전     | 적지     | -      |
|        | 세전이익 | 326    | 203   | -52    | 적전     | 적전    | -1    | 적전     | 적전     | -      |
|        | 순이익  | 216    | 153   | -39    | 적전     | 적전    | 7     | -96.7% | -95.4% | -      |
|        | OPM  | 2.5%   | -1.1% | -0.6%  | -3.1%p | 0.5%p | -0.5% | -3.0%  | 0.6%   | -0.1%p |

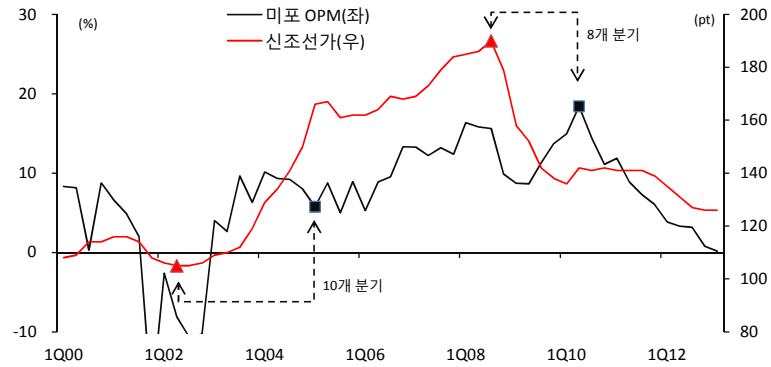
▶2Q12: 어닝쇼크 기록. 10년 수주한 저마진 벌크선의 매출 비중 예상보다 높았고, 비나신은 신조선 공사 본격화되면서 적자 전환

▶1Q13: 어닝쇼크, 2분기 연속 적자 기록. 본사/비나신 매출 감소에 따른 고정비 효과, 저선가 물량 투입 영향

▶2Q13E: 적자지속. 12년 하반기에 받은 PC 선 매출 비중 점차 늘어나며 수익성 하락 요인으로 작용할 듯

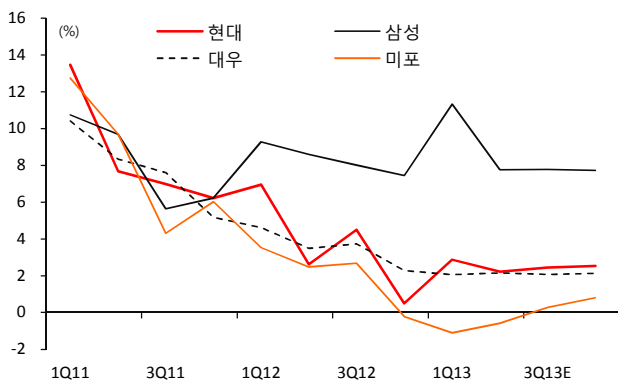
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

신조선가 vs 미포조선 OPM : 당장 선가 인상 일어나도 실적회복까지 8~10 분기 소요될 것



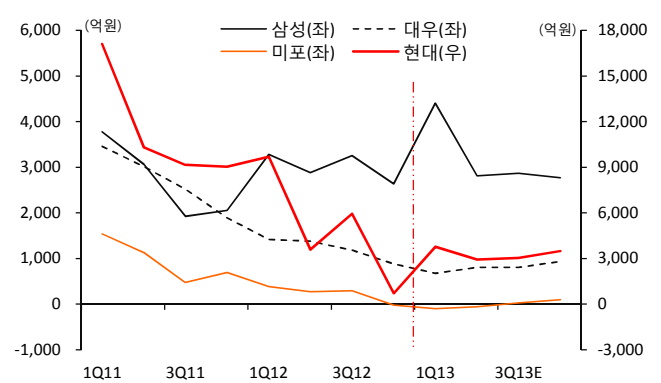
자료: 동양증권 리서치센터

분기별 OPM 추이



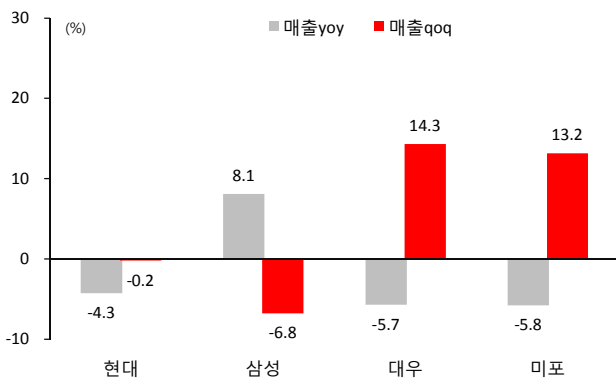
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

분기별 영업이익 추이



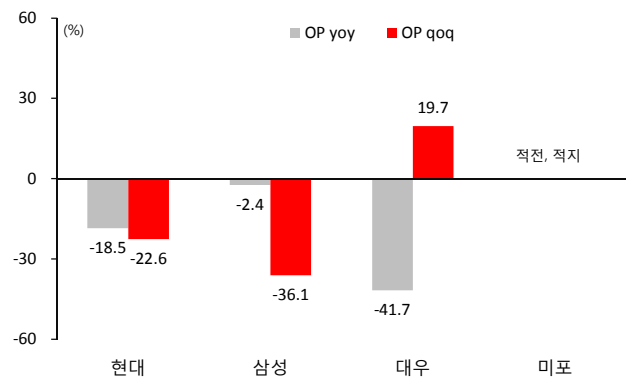
자료: 각사, 동양증권 리서치센터 추정

2Q13E 매출액 qoq, yoy 비교



자료: 동양증권 리서치센터 추정

2Q13E 영업이익 qoq, yoy 비교



자료: 동양증권 리서치센터 추정

## 2. 연간 실적전망

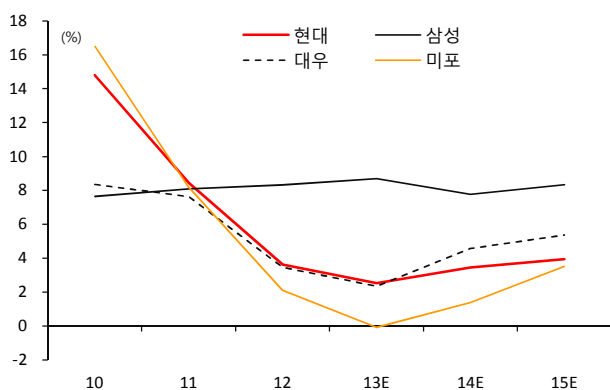
회사별 연간실적 비교

(단위: 억원)

|        |      |         | 동양      |        |         |        | 컨센서스    |        |         |         |
|--------|------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 2012   |      |         | 2013E   | yoy    | 2014E   | yoy    | 2013E   | yoy    | 2014E   | yoy     |
| 현대중공업  | 매출액  | 549,737 | 523,477 | -4.8%  | 539,934 | 3.1%   | 542,062 | -1.4%  | 564,472 | 4.1%    |
|        | 영업이익 | 19,932  | 13,231  | -33.6% | 18,584  | 40.5%  | 14,231  | -28.6% | 17,631  | 23.9%   |
|        | 세전이익 | 14,359  | 11,450  | -20.3% | 20,230  | 76.7%  | 11,224  | -21.8% | 15,322  | 36.5%   |
|        | 순이익  | 10,206  | 9,186   | -10.0% | 15,375  | 67.4%  | 8,715   | -14.6% | 11,668  | 33.9%   |
|        | OPM  | 3.6%    | 2.5%    | -1.1%p | 3.4%    | 0.9%p  | 2.6%    | -1.0%p | 3.1%    | 0.5%p   |
| 삼성중공업  | 매출액  | 144,895 | 147,786 | 2.0%   | 155,620 | 5.3%   | 150,465 | 3.8%   | 153,905 | 2.3%    |
|        | 영업이익 | 12,057  | 12,847  | 6.6%   | 12,091  | -5.9%  | 12,726  | 5.5%   | 11,970  | -5.9%   |
|        | 세전이익 | 10,450  | 12,382  | 18.5%  | 11,793  | -4.8%  | 12,216  | 16.9%  | 11,916  | -2.5%   |
|        | 순이익  | 7,964   | 9,545   | 19.8%  | 9,022   | -5.5%  | 9,301   | 16.8%  | 9,018   | -3.0%   |
|        | OPM  | 8.3%    | 8.7%    | 0.4%p  | 7.8%    | -0.9%p | 8.5%    | 0.1%p  | 7.8%    | -0.7%p  |
| 대우조선해양 | 매출액  | 140,578 | 152,624 | 8.6%   | 158,083 | 3.6%   | 145,929 | 3.8%   | 155,338 | 6.4%    |
|        | 영업이익 | 4,863   | 3,219   | -33.8% | 7,482   | 132.4% | 4,303   | -11.5% | 7,328   | 70.3%   |
|        | 세전이익 | 2,651   | 2,795   | 5.5%   | 7,836   | 180.3% | 3,500   | 32.0%  | 6,845   | 95.5%   |
|        | 순이익  | 1,759   | 2,056   | 16.9%  | 5,955   | 189.7% | 2,570   | 46.1%  | 5,134   | 99.8%   |
|        | OPM  | 3.5%    | 2.1%    | -1.3%p | 4.7%    | 2.6%p  | 2.9%    | -0.5%p | 4.7%    | 1.8%p   |
| 현대미포조선 | 매출액  | 44,154  | 41,084  | -7.0%  | 45,055  | 9.7%   | 40,205  | -8.9%  | 42,314  | 5.2%    |
|        | 영업이익 | 927     | -35     | 적전     | 628     | 흑전     | 52      | -94.4% | 808     | 1445.2% |
|        | 세전이익 | 1,192   | 278     | -76.7% | 853     | 206.5% | 350     | -70.6% | 1,054   | 200.9%  |
|        | 순이익  | 864     | 210     | -75.7% | 643     | 206.5% | 322     | -62.8% | 863     | 168.4%  |
|        | OPM  | 2.1%    | -0.1%   | -2.2%p | 1.4%    | 1.5%p  | 0.1%    | -2.0%  | 1.9%    | 1.8%    |

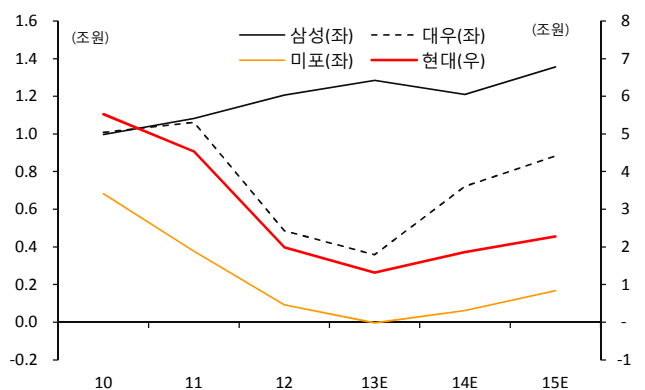
자료: Wisefn, 동양증권 리서치센터 추정

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(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(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 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**

## 현대중공업 (009540)

### 호황기 이전으로 회귀중인 주가

투자의견: BUY (M)

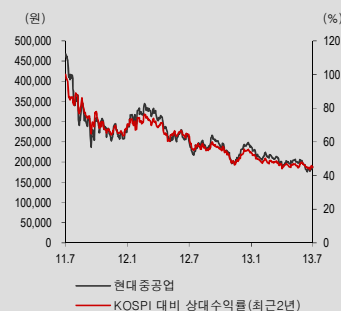
목표주가: 220,000원 (D)

#### 조선

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 주가          | 188,000원        |
| 자본금         | 3,800억원         |
| 시가총액        | 142,880억원       |
| 주당순자산       | 256,996원        |
| 부채비율        | 166.43%         |
| 총발행주식수      | 76,000,000주     |
| 60일 평균 거래대금 | 439억원           |
| 60일 평균 거래량  | 226,060주        |
| 52주 고       | 266,500원        |
| 52주 저       | 176,000원        |
| 외인지분율       | 17.29%          |
| 주요주주        | 정몽준 외 8인 21.31% |

주가수익률 (%)

|          | 1개월   | 3개월 | 12개월   |
|----------|-------|-----|--------|
| 절대       | (5.8) | 0.0 | (24.8) |
| 상대       | (3.8) | 2.9 | (28.2) |
| 절대(달러환산) | (5.0) | 0.4 | (23.0) |



자료: Datastream

#### Investment Point

##### 2Q13 실적전망: 전분기대비 이익 감소

▶ 영업이익 2,924억원(-18.5% yoy, -22.6% qoq), OPM 2.2%의 실적을 거둘 것으로 예상된다. 조선사업 부에서 지난 분기 발생했던 일회성 비용 600억원이 사라지는 효과로 673억원 → 1,081억원의 회복이 기대되지만, 전분기 실적 surprise를 기록했던 정유부문은 유가하락의 영향으로 영업이익이 1,966억원 → 100억원으로 감소할 전망이다. 이에 따라 전사 영업이익도 전분기대비 감소가 예상된다.

##### 3Q13 수주전망: 상선부문 수주모멘텀 지속. 플랜트 수주모멘텀 부활 기대

▶ 해양은 상반기대비 수주실적이 크게 줄었으나, 조선에선 모멘텀을 이어갈 수 있을 것으로 기대된다. ①옵션 및 LOI 체결된 초대형 컨테이너선 31척(이중 20척 정도는 3Q13 수주)이 예상되는 가운데, ②아직 입찰 단계이긴 하지만 MISC의 LNG 선 8척 발주 경쟁에서 앞서고 있어 수주기대감을 가져볼만하다. MISC LNG 선을 제외하더라도 연말까지는 조선+해양부문에서 최소 127척(수주목표 138척)이 무난할 것으로 보인다. 한편, 비조선/해양 부문에서 가장 큰 부분을 차지하는 플랜트사업부는 노스알주르 발전(12억), 슈와이크 발전(32억) 수주를 통해 모멘텀을 살려나갈 것으로 전망된다.

##### 주가는 바닥, 그러나 비조선이 발목 잡고 있어

▶ 현대중공업의 12개월 forward PBR은 시장 컨센서스기준 0.6배로서, 호황기 이전 수준인 03~04년의 0.3~0.6배까지 떨어진 상황이다. 조선업의 완만한 턴어라운드 시작될 가능성이 높은 만큼 주가의 하방경직성은 강해 보인다. 그러나 전기전자는 업황, 실적 흐름 모두 아직 불확실성이 너무 높고, 실적 하락세가 이어지고 있는 엔진기계는 아직 바닥 도달까지 시간이 더 남아있을 것으로 보인다. 비조선사업부의 부진한 업황/실적 흐름이 지속적으로 주가의 발목을 잡을 가능성이 있다는 점에서 업종내 투자 선호도는 다소 떨어진다. 투자의견 BUY를 유지하지만, 목표주가는 22만원으로 하향조정한다.

##### 투자의견 BUY, 목표주가 220,000원으로 하향

- 호황기 이전 수준의 PBR로 회귀중. 주가 하방경직성 충분
- 그러나 비조선 부문은 불황 장기화. 실적전망 불확실성 높고 있음

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월)     | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         | 537,117 | 549,737 | 523,477 | 539,934 | 576,142 |
| 매출액증가율      | 43.8    | 2.3     | -4.8    | 3.1     | 6.7     |
| 영업이익        | 45,610  | 19,932  | 13,231  | 18,584  | 22,738  |
| 영업이익률       | 8.5     | 3.6     | 2.5     | 3.4     | 3.9     |
| 지배주주귀속 순이익  | 25,590  | 9,843   | 8,964   | 14,837  | 18,598  |
| 지배주주 귀속 EPS | 33,671  | 12,951  | 11,794  | 19,522  | 24,472  |
| 증가율         | -38.4   | -61.5   | -8.9    | 65.5    | 25.4    |
| PER         | 11.8    | 20.5    | 15.9    | 9.6     | 7.7     |
| PBR         | 1.7     | 1.1     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| EV/EBITDA   | 7.0     | 10.8    | 10.6    | 8.5     | 7.0     |
| ROA         | 5.3     | 2.0     | 1.7     | 2.8     | 3.4     |
| ROE         | 16.7    | 5.9     | 5.1     | 7.9     | 9.2     |

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

| 분기 실적 |      |         |         |         |        |        |         |        |        | (단위: 억원) |     |  |
|-------|------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|-----|--|
|       |      |         |         | 동양(A)   |        |        | 컨센서스(B) |        |        | (A)/(B)  |     |  |
|       |      |         |         | 2Q12    | 1Q13   | 2Q13E  | yoy     | qoq    | 2Q13E  | yoy      | qoq |  |
| 현대중공업 | 매출액  | 137,004 | 131,429 | 131,141 | -4.3%  | -0.2%  | 135,625 | -1.0%  | 3.2%   | -3.3%    |     |  |
|       | 영업이익 | 3,586   | 3,777   | 2,924   | -18.5% | -22.6% | 2,969   | -17.2% | -21.4% | -1.5%    |     |  |
|       | 세전이익 | 2,086   | 3,465   | 2,346   | 12.5%  | 흑전     | 2,286   | 9.6%   | 흑전     | 2.6%     |     |  |
|       | 순이익  | 1,341   | 3,197   | 1,760   | 31.2%  | 흑전     | 1,819   | 35.6%  | 흑전     | -3.3%    |     |  |
|       | OPM  | 2.6%    | 2.9%    | 2.2%    | -0.4%p | -0.6%p | 2.2%    | -0.4%  | -0.7%  | 0.0%p    |     |  |

▶2Q12: 어닝쇼크 기록. 삼호= 수익성 악화추세 시작, 정유= 유가하락에 따른 재고평가손 발생

▶1Q13: 영업이익, 시장 기대 상회. 조선=600억원 규모 총당금 발생, 엔진=실적 급감, but 정유= 유가상승으로 이익 크게 증가

▶2Q13E: 영업이익, yoy, qoq 모두 큰 폭 하락 예상. 조선=일회성 손실 요인 사라지면 전분기대비 400억원 이익 증가, but 정유=유가하락으로 전분기대비 영업이익 1,800억원 감소할 전망

주: 영업이익은 기존 K-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: Wisein, 동양증권 리서치센터 추정

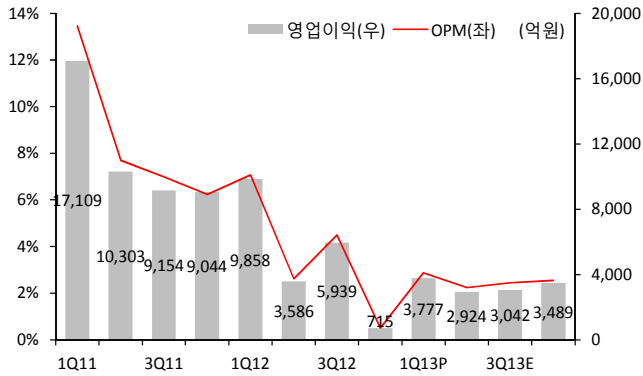
| Valuation      |         |         |         |         |         |         | (단위: 원)        |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
|                | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |                |
| BPS            | 233,942 | 240,543 | 256,988 | 274,469 | 296,898 | 324,564 |                |
| ROE            | 16.7%   | 5.9%    | 5.1%    | 7.9%    | 9.1%    | 10.2%   |                |
| 적정 PBR         | 0.82    |         |         |         |         |         | 자기자본비용 10.4%   |
| ROE(14~15년 평균) | 8.5%    |         |         |         |         |         | 무위험자산 이자율 4.0% |
| 영구성장률          | 0%      |         |         |         |         |         | beta 1.17      |
| BPS            | 274,469 |         |         |         |         |         | 리스크프리미엄 5.5%   |
| 적정주가           | 220,000 |         |         |         |         |         |                |

자료: 동양증권 리서치센터

| 실적전망 수정 |         |         |         |         |         |         |        |        |        | (단위: 억원) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 변경전     |         |         |         | 변경후     |         |         | 변화율    |        |        |          |
|         | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2013   | 2014   | 2015   |          |
| 매출액     | 525,228 | 539,527 | 572,950 | 523,477 | 539,934 | 576,142 | -0.3%  | 0.1%   | 0.6%   |          |
| 영업이익    | 16,074  | 20,566  | 26,227  | 13,231  | 18,584  | 22,738  | -17.7% | -9.6%  | -13.3% |          |
| 세전이익    | 14,212  | 20,961  | 28,514  | 11,442  | 20,205  | 25,331  | -19.5% | -3.6%  | -11.2% |          |
| 순이익     | 11,257  | 15,930  | 21,671  | 9,180   | 15,356  | 19,251  | -18.5% | -3.6%  | -11.2% |          |
| OPM     | 3.1%    | 3.8%    | 4.6%    | 2.5%    | 3.4%    | 3.9%    | -0.5%p | -0.4%p | -0.6%p |          |
| ROE     | 6.3%    | 8.4%    | 10.4%   | 5.1%    | 7.9%    | 9.1%    | -1.2%p | -0.5%p | -1.3%p |          |

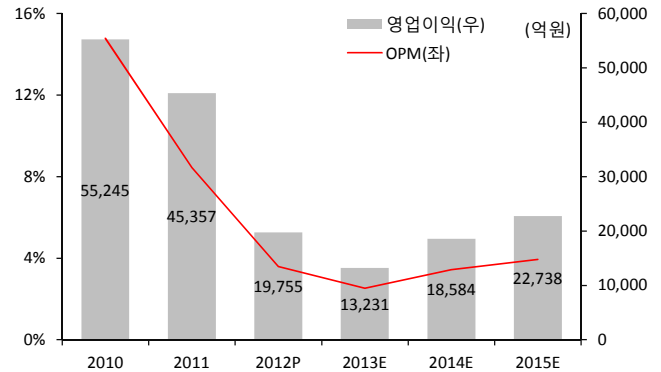
자료: 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 분기 영업이익 추이 (연결)



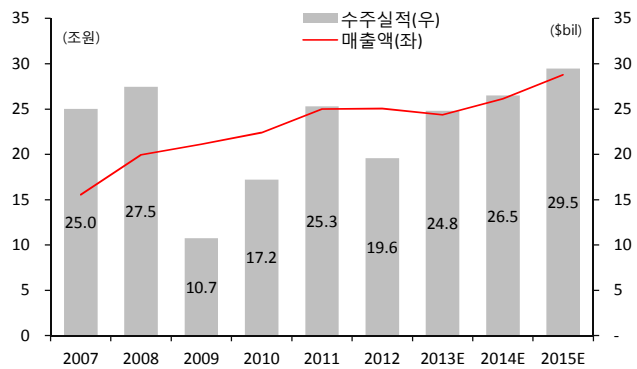
자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

현대중공업 연간 영업이익 추이 (연결)



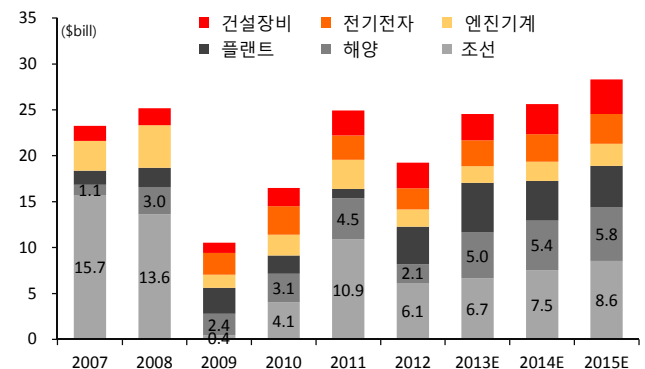
자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

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    | 1Q13     | 2Q13E   | 3Q13E   | 4Q13E   |
| 수주(\$m)      | 3,757   | 4,897   | 4,462   | 6,451   | -        | -       | -       | -       |
| 매출액          | 139,383 | 137,004 | 131,990 | 141,360 | 131,429  | 131,141 | 124,499 | 136,408 |
| 조선           | 46,184  | 44,482  | 40,685  | 46,526  | 41,821   | 42,729  | 39,454  | 45,808  |
| - 현중         | 22,610  | 24,940  | 23,860  | 26,254  | 25,034   | 23,809  | 21,905  | 24,489  |
| - 삼호         | 13,738  | 10,168  | 7,975   | 10,437  | 9,140    | 9,762   | 8,762   | 10,431  |
| - 미포         | 9,631   | 9,888   | 9,733   | 10,187  | 7,916    | 9,158   | 8,788   | 10,743  |
| 해양           | 9,395   | 11,316  | 10,142  | 12,965  | 10,541   | 11,088  | 10,422  | 12,300  |
| 플랜트          | 3,025   | 2,922   | 3,424   | 4,940   | 2,317    | 2,871   | 3,349   | 3,425   |
| 엔진           | 3,782   | 4,211   | 6,097   | 6,021   | 3,424    | 4,299   | 4,046   | 5,090   |
| 전기전자(중전기)    | 6,455   | 7,515   | 7,155   | 7,608   | 6,257    | 6,951   | 6,673   | 7,923   |
| 그린에너지        | 942     | 625     | 671     | 1,132   | 836      | 674     | 647     | 539     |
| 건설기계         | 11,787  | 10,257  | 8,793   | 7,075   | 9,596    | 10,618  | 8,722   | 8,985   |
| 정유           | 55,637  | 53,609  | 52,677  | 53,065  | 54,679   | 49,753  | 48,738  | 49,904  |
| 금융/기타        | 2,176   | 2,067   | 2,346   | 2,028   | 1,958    | 2,158   | 2,447   | 2,434   |
| 영업이익         | 9,858   | 3,586   | 5,938   | 715     | 3,777    | 2,924   | 3,042   | 3,489   |
| 조선           | 6,172   | 3,890   | 2,041   | -1,714  | 673      | 1,081   | 1,015   | 1,363   |
| - 현중         | 2,885   | 2,911   | 2,062   | -816    | 697      | 833     | 767     | 751     |
| - 삼호         | 2,955   | 697     | -273    | -839    | 51       | 293     | 263     | 308     |
| - 미포         | 337     | 287     | 256     | -54     | -49      | -20     | 11      | 68      |
| 해양           | 697     | 573     | 1,069   | 828     | 709      | 776     | 730     | 890     |
| 플랜트          | 161     | 163     | -16     | 733     | 141      | 172     | 201     | 204     |
| 엔진           | 970     | 850     | 931     | 692     | 383      | 430     | 405     | 468     |
| 전기전자(중전기)    | -180    | -410    | -335    | 145     | -36      | 35      | 33      | 51      |
| 그린에너지        | -49     | -189    | -416    | -410    | -149     | -135    | -129    | -126    |
| 건설기계         | 1,106   | 756     | 617     | 263     | 685      | 903     | 698     | 647     |
| 정유           | 1,389   | -1,575  | 2,481   | 777     | 1,966    | 100     | 634     | 680     |
| 금융/기타        | -408    | -472    | -434    | -599    | -595     | -437    | -543    | -689    |
| 세전이익         | 7,682   | 2,086   | 10,091  | -5,470  | 3,465    | 2,346   | 2,591   | 3,048   |
| 당기순이익        | 5,253   | 1,341   | 7,293   | -3,659  | 3,197    | 1,760   | 1,943   | 2,286   |
| 영업이익률        | 7.1%    | 2.6%    | 4.5%    | 0.5%    | 2.9%     | 2.2%    | 2.4%    | 2.6%    |
| 조선           | 13.4%   | 8.7%    | 5.0%    | -3.7%   | 1.6%     | 2.5%    | 2.6%    | 3.0%    |
| - 현중         | 12.8%   | 11.7%   | 8.6%    | -3.1%   | 2.8%     | 3.5%    | 3.5%    | 3.1%    |
| - 삼호         | 21.5%   | 6.8%    | -3.4%   | -8.0%   | 0.6%     | 3.0%    | 3.0%    | 3.0%    |
| - 미포         | 3.5%    | 2.9%    | 2.6%    | -0.5%   | -0.6%    | -0.2%   | 0.1%    | 0.6%    |
| 해양           | 7.4%    | 5.1%    | 10.5%   | 6.4%    | 6.7%     | 7.0%    | 7.0%    | 7.2%    |
| 플랜트          | 5.3%    | 5.6%    | -0.5%   | 14.8%   | 6.1%     | 6.0%    | 6.0%    | 5.9%    |
| 엔진           | 25.6%   | 20.2%   | 15.3%   | 11.5%   | 11.2%    | 10.0%   | 10.0%   | 9.2%    |
| 전기전자(중전기)    | -2.8%   | -5.5%   | -4.7%   | 1.9%    | -0.6%    | 0.5%    | 0.5%    | 0.6%    |
| 그린에너지        | -5.2%   | -30.2%  | -62.0%  | -36.2%  | -17.8%   | -20.0%  | -20.0%  | -23.4%  |
| 건설기계         | 9.4%    | 7.4%    | 7.0%    | 3.7%    | 7.1%     | 8.5%    | 8.0%    | 7.2%    |
| 정유           | 2.5%    | -2.9%   | 4.7%    | 1.5%    | 3.6%     | 0.2%    | 1.3%    | 1.4%    |
| 금융/기타        | -18.8%  | -22.8%  | -18.5%  | -29.5%  | -30.4%   | -20.3%  | -22.2%  | -28.3%  |

자료: 동양증권 리서치센터

| 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  | 23,363  | 26,481  | 29,461  | 47.2%    | -22.7%  | 19.4%   | 13.3%   | 11.3%   |
| 매출액(억원)      | 537,117 | 549,736 | 523,477 | 539,934 | 576,142 | 43.8%    | 2.3%    | -4.8%   | 3.1%    | 6.7%    |
| 조선           | 183,519 | 177,877 | 169,812 | 158,371 | 168,579 | 15.6%    | -3.1%   | -4.5%   | -6.7%   | 6.4%    |
| - 현중         | 94,872  | 97,664  | 95,237  | 84,235  | 90,024  | 20.9%    | 2.9%    | -2.5%   | -11.6%  | 6.9%    |
| - 삼호         | 48,286  | 42,318  | 38,095  | 33,694  | 36,010  | 11.9%    | -12.4%  | -10.0%  | -11.6%  | 6.9%    |
| - 미포         | 40,941  | 39,439  | 36,605  | 40,442  | 42,546  | 9.9%     | -3.7%   | -7.2%   | 10.5%   | 5.2%    |
| 해양           | 37,289  | 43,818  | 44,351  | 47,657  | 53,048  | 8.9%     | 17.5%   | 1.2%    | 7.5%    | 11.3%   |
| 플랜트          | 26,937  | 14,311  | 11,962  | 18,474  | 22,416  | 1.4%     | -46.9%  | -16.4%  | 54.4%   | 21.3%   |
| 엔진           | 21,550  | 20,111  | 16,859  | 16,433  | 17,104  | 10.5%    | -6.7%   | -16.2%  | -2.5%   | 4.1%    |
| 전기전자(중전기)    | 23,958  | 28,733  | 27,805  | 30,326  | 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  | 37,921  | 43,609  | 50,151  | 27.1%    | -11.1%  | 0.0%    | 15.0%   | 15.0%   |
| 정유           | 188,185 | 214,988 | 203,075 | 206,231 | 209,451 | 206.8%   | 14.2%   | -5.5%   | 1.6%    | 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  | 13,231  | 18,584  | 22,738  | -17.9%   | -56.4%  | -33.0%  | 40.5%   | 22.4%   |
| 조선           | 24,848  | 10,389  | 4,132   | 4,042   | 5,380   | -7.5%    | -58.2%  | -60.2%  | -2.2%   | 33.1%   |
| - 현중         | 13,189  | 7,042   | 3,048   | 2,696   | 2,881   | 12.1%    | -46.6%  | -56.7%  | -11.6%  | 6.9%    |
| - 삼호         | 8,043   | 2,540   | 914     | 674     | 792     | -2.3%    | -68.4%  | -64.0%  | -26.3%  | 17.6%   |
| - 미포         | 3,635   | 826     | 10      | 512     | 1,547   | -38.5%   | -77.3%  | 적전      | 흑전      | 202.1%  |
| 해양           | 3,892   | 3,167   | 3,105   | 3,336   | 3,713   | -49.1%   | -18.6%  | -2.0%   | 7.5%    | 11.3%   |
| 플랜트          | 2,471   | 1,041   | 718     | 1,016   | 1,233   | -28.2%   | -57.9%  | -31.1%  | 41.6%   | 21.3%   |
| 엔진           | 5,944   | 3,443   | 1,686   | 1,643   | 1,967   | -21.3%   | -42.1%  | -51.0%  | -2.5%   | 19.7%   |
| 전기전자(중전기)    | 1,532   | -780    | 83      | 2,123   | 2,942   | -72.6%   | 적전      | 흑전      | 2445.0% | 38.6%   |
| 그린에너지        | -1,752  | -1,064  | -539    | 94      | 257     | -        | 적지      | 적지      | 흑전      | 173.0%  |
| 건설기계         | 4,600   | 2,742   | 2,932   | 4,361   | 5,015   | 18.3%    | -40.4%  | 6.9%    | 48.7%   | 15.0%   |
| 정유           | 5,950   | 3,072   | 3,380   | 4,135   | 4,287   | 221.9%   | -48.4%  | 10.0%   | 22.4%   | 3.7%    |
| 금융/기타        | -2,128  | -2,255  | -2,265  | -2,166  | -2,056  | 적지       | 적지      | 적지      | 적지      | 적지      |
| 세전이익         | 38,763  | 14,359  | 11,450  | 20,230  | 25,359  | -36.7%   | -63.0%  | -20.3%  | 76.7%   | 25.4%   |
| 당기순이익        | 27,434  | 10,206  | 9,186   | 15,375  | 19,273  | -39.9%   | -62.8%  | -10.0%  | 67.4%   | 25.4%   |
| 영업이익률(%)     | 8.4%    | 3.6%    | 2.5%    | 3.4%    | 3.9%    | -6.3%p   | -4.9%p  | -1.1%p  | 0.9%p   | 0.5%p   |
| 조선           | 13.5%   | 5.8%    | 2.4%    | 2.6%    | 3.2%    | -3.4%p   | -7.7%p  | -3.4%p  | 0.1%p   | 0.6%p   |
| - 현중         | 13.9%   | 7.2%    | 3.2%    | 3.2%    | 3.2%    | -1.1%p   | -6.7%p  | -4.0%p  | 0.0%p   | 0.0%p   |
| - 삼호         | 16.7%   | 6.0%    | 2.4%    | 2.0%    | 2.2%    | -2.4%p   | -10.7%p | -3.6%p  | -0.4%p  | 0.2%p   |
| - 미포         | 8.9%    | 2.1%    | 0.0%    | 1.3%    | 3.6%    | -7.0%p   | -6.8%p  | -2.1%p  | 1.2%p   | 2.4%p   |
| 해양           | 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   |
| 플랜트          | 9.2%    | 7.3%    | 6.0%    | 5.5%    | 5.5%    | -3.8%p   | -1.9%p  | -1.3%p  | -0.5%p  | 0.0%p   |
| 엔진           | 27.6%   | 17.1%   | 10.0%   | 10.0%   | 11.5%   | -11.1%p  | -10.5%p | -7.1%p  | 0.0%p   | 1.5%p   |
| 전기전자         | 6.4%    | -2.7%   | 0.3%    | 7.0%    | 9.0%    | -13.8%p  | -9.1%p  | 3.0%p   | 6.7%p   | 2.0%p   |
| 그린에너지        | -46.1%  | -31.6%  | -20.0%  | 1.0%    | 2.0%    | -        | 14.5%p  | 11.6%p  | 21.0%p  | 1.0%p   |
| 건설기계         | 10.8%   | 7.2%    | 7.7%    | 10.0%   | 10.0%   | -0.8%p   | -3.6%p  | 0.5%p   | 2.3%p   | 0.0%p   |
| 정유           | 3.2%    | 1.4%    | 1.7%    | 2.0%    | 2.0%    | 0.1%p    | -1.7%p  | 0.2%p   | 0.3%p   | 0.0%p   |
| 금융/기타        | -23.0%  | -26.2%  | -25.2%  | -23.0%  | -20.9%  | 1.5%p    | -3.2%p  | 1.0%p   | 2.1%p   | 2.1%p   |

자료: 현대중공업, 동양증권 리서치센터 추정

| 현대중공업 수주실적 및 가능성 높은 프로젝트 |        |        |                 |                              |            |         |          | (단위: \$m) |        |
|--------------------------|--------|--------|-----------------|------------------------------|------------|---------|----------|-----------|--------|
|                          |        |        | 구분              | 내용                           | (예상)시점     | 발주처     | (예상)금액   | 비고        |        |
| 현대                       | 수주     | 조선     | 컨선              | 14,000TEU 5척                 | 13/01      | Seaspan | 525      |           |        |
|                          |        | 조선     | 컨선              | 18,400TEU 5척                 | 13/04      | CSCL    | 683      |           |        |
|                          |        | 조선     | LNG 선           | 170k 2척                      | 13/03      | NLNG    | 450      |           |        |
|                          |        | 조선     | 시추선             | 세미리그 1기                      | 13/05      | Diamond | 755      |           |        |
|                          |        | 조선     | 기타              | LPG 선등                       | -          | -       | 1,877    |           |        |
|                          |        | 해양     | 생산설비            | 노르웨이 Aasta Hansteen Gas Spar | 13/01      | Statoil | 1,100    |           |        |
|                          |        | 해양     | 생산설비            | 콩고 Moho Nord FPU             | 13/04      | Total   | 1,240    |           |        |
|                          |        | 해양     | 생산설비            | 콩고 Moho Nord TLWP            | 13/04      | Total   | 690      |           |        |
|                          |        | 해양     | 생산설비            | 영국 Rosebank FPSO             | 13/04      | Chevron | 1,900    |           |        |
|                          |        | 해양     | 생산설비            | 기타                           | -          | -       | 383      |           |        |
|                          |        | (조선소계) |                 |                              |            |         |          | 4,289     | 5월말 현재 |
|                          |        | (해양소계) |                 |                              |            |         |          | 5,313     | 5월말 현재 |
|                          |        | (합)    |                 |                              |            |         |          | 9,602     |        |
| 예상                       | 조선     | 컨선     | 14,000TEU 5척    | -                            | Seaspan    | 550     |          | 옵션        |        |
|                          | 조선     | 컨선     | 14,000TEU 5+6척  | 13/3Q                        | UASC       | 1,210   |          | LOI 체결    |        |
|                          | 조선     | 컨선     | 18,000TEU 5+1척  | 13/3Q                        | UASC       | 840     |          | LOI 체결    |        |
|                          | 조선     | 컨선     | 9,000TEU 2+2+2척 | -                            | Ocean Bulk | 498     |          | LOI 체결    |        |
|                          | 해양     | 생산설비   | 기타              | -                            | -          | α       |          |           |        |
|                          | (조선소계) |        |                 |                              |            |         | 3,098    |           |        |
|                          | (해양소계) |        |                 |                              |            |         | α        |           |        |
|                          | (합)    |        |                 |                              |            |         | 3,098+α  |           |        |
| 수주+예상                    |        |        |                 |                              |            |         | 12,700+α |           |        |
| 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 | 523,477 | 539,934 | 576,142 |
| 매출원가           | 467,844 | 503,309 | 488,236 | 499,752 | 530,358 |
| 매출총이익          | 69,272  | 46,428  | 35,240  | 40,182  | 45,784  |
| 판매비            | 23,662  | 26,496  | 22,009  | 21,597  | 23,046  |
| 영업이익           | 45,610  | 19,932  | 13,231  | 18,584  | 22,738  |
| EBITDA         | 54,987  | 29,885  | 23,208  | 28,644  | 32,811  |
| 영업외손익          | -6,847  | -5,573  | -1,781  | 1,645   | 2,621   |
| 외환관련손익         | -1,784  | -696    | 961     | 691     | 691     |
| 이자손익           | -516    | -2,141  | -1,520  | -649    | 135     |
| 관계기업관련손익       | -1,483  | -3,693  | -561    | 39      | 230     |
| 기타             | -3,065  | 957     | -661    | 1,565   | 1,565   |
| 법인세비용차감전순이익    | 38,763  | 14,359  | 11,450  | 20,230  | 25,359  |
| 법인세비용          | 11,329  | 4,153   | 2,264   | 4,855   | 6,086   |
| 계속사업순이익        | 27,434  | 10,206  | 9,186   | 15,375  | 19,273  |
| 중단사업순이익        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 당기순이익          | 27,434  | 10,206  | 9,186   | 15,375  | 19,273  |
| 지배지분순이익        | 25,590  | 9,843   | 8,964   | 14,837  | 18,598  |
| 포괄순이익          | 26,168  | 7,350   | 14,343  | 20,532  | 24,430  |
| 지배지분포괄이익       | 24,984  | 7,076   | 13,955  | 19,813  | 23,575  |

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 | 294,931 | 296,141 | 314,209 |
| 현금및현금성자산       | 16,100  | 11,077  | 36,483  | 35,976  | 43,084  |
| 매출채권 및 기타채권    | 98,077  | 112,701 | 117,188 | 118,268 | 125,518 |
| 재고자산           | 64,781  | 61,911  | 63,528  | 65,525  | 69,920  |
| 비유동자산          | 259,244 | 239,945 | 240,528 | 239,919 | 239,696 |
| 유형자산           | 155,647 | 155,565 | 156,534 | 157,201 | 157,788 |
| 관계기업등 지분관련자산   | 9,729   | 8,510   | 7,833   | 7,492   | 7,341   |
| 기타투자자산         | 42,156  | 34,754  | 34,647  | 34,647  | 34,647  |
| 자산총계           | 490,008 | 492,732 | 535,458 | 536,060 | 553,905 |
| 유동부채           | 254,908 | 221,740 | 253,043 | 238,897 | 240,825 |
| 매입채무 및 기타채무    | 150,162 | 115,231 | 135,225 | 126,079 | 133,007 |
| 단기차입금          | 72,123  | 75,826  | 82,182  | 77,182  | 72,182  |
| 유동성장기부채        | 9,063   | 9,421   | 14,882  | 14,882  | 14,882  |
| 비유동부채          | 53,335  | 83,578  | 81,439  | 81,439  | 78,439  |
| 장기차입금          | 22,899  | 37,587  | 36,817  | 36,817  | 33,817  |
| 사채             | 6,485   | 25,431  | 24,439  | 24,439  | 24,439  |
| 부채총계           | 308,243 | 305,318 | 334,481 | 320,335 | 319,263 |
| 자본             | 181,765 | 187,414 | 200,977 | 215,724 | 234,641 |
| 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 | 168,479 | 181,783 | 198,850 |
| 비지배지분          | 17,974  | 18,605  | 19,665  | 21,108  | 22,958  |
| 자산총계           | 181,765 | 187,414 | 200,977 | 215,724 | 234,641 |
| 순차입금           | 67,801  | 103,782 | 84,436  | 79,943  | 64,835  |
| 총차입금           | 113,426 | 150,172 | 159,734 | 154,734 | 146,734 |

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)         | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
| 영업활동 현금흐름       | 5,035   | -34,591 | 25,145  | 28,482  | 26,566  |
| 당기순이익           | 27,434  | 10,206  | 9,186   | 15,375  | 19,273  |
| 감가상각비           | 8,525   | 9,109   | 9,167   | 9,333   | 9,412   |
| 외환손익            | 0       | 0       | 266     | -691    | -691    |
| 총속, 관계기업관련손익    | 1,483   | 3,693   | 561     | -39     | -230    |
| 자산부채의 증감        | -39,818 | -62,733 | -5,141  | -7,223  | -12,859 |
| 기타현금흐름          | 7,411   | 5,133   | 11,107  | 11,727  | 11,661  |
| 투자활동 현금흐름       | -13,668 | -8,093  | -12,484 | -9,813  | -9,813  |
| 투자자산            | -3,000  | 5,450   | 61      | 381     | 381     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -16,267 | -10,954 | -11,283 | -10,000 | -10,000 |
| 유형자산 감소         | 436     | 424     | 273     | 0       | 0       |
| 기타현금흐름          | 5,163   | -3,013  | -1,534  | -194    | -194    |
| 재무활동 현금흐름       | 5,988   | 37,740  | 32,745  | 27,745  | 24,745  |
| 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  | 34,170  | 34,170  | 34,170  |
| 연결범위변동 등 기타     | -44     | -80     | -20,001 | -46,920 | -34,391 |
| 현금의 증감          | -2,688  | -5,023  | 25,406  | -507    | 7,107   |
| 기초 현금           | 18,788  | 16,100  | 11,077  | 36,483  | 35,976  |
| 기말 현금           | 16,100  | 11,077  | 36,483  | 35,976  | 43,084  |
| NOPLAT          | 45,610  | 19,932  | 13,231  | 18,584  | 22,738  |
| FCF             | -14,427 | -49,566 | 4,168   | 6,961   | 4,494   |

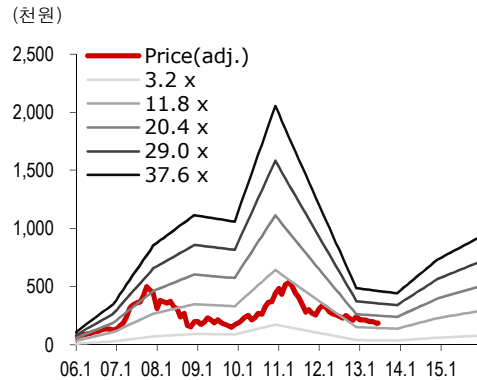
자료: 동양증권

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

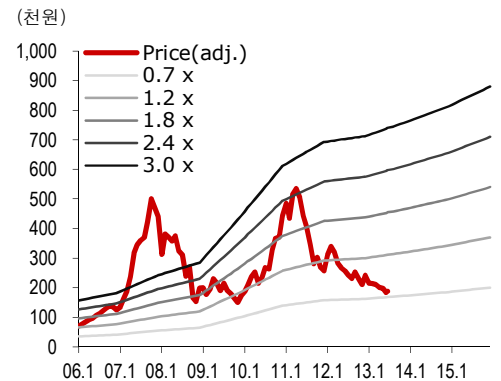
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)                    | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
| EPS                        | 33,671  | 12,951  | 11,794  | 19,522  | 24,472  |
| BPS                        | 233,942 | 240,543 | 256,996 | 274,502 | 296,957 |
| EBITDAPS                   | 72,351  | 39,322  | 30,537  | 37,689  | 43,172  |
| SPS                        | 706,732 | 723,338 | 688,785 | 710,439 | 758,081 |
| DPS                        | 4,000   | 2,500   | 2,500   | 2,500   | 2,500   |
| PER                        | 11.8    | 20.5    | 15.9    | 9.6     | 7.7     |
| PBR                        | 1.7     | 1.1     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| EV/EBITDA                  | 7.0     | 10.8    | 10.6    | 8.5     | 7.0     |
| PSR                        | 0.6     | 0.4     | 0.3     | 0.3     | 0.2     |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 증가율 (%)     | 43.8  | 2.3   | -4.8  | 3.1   | 6.7   |
| 영업이익 증가율 (%)    | -17.5 | -56.3 | -33.6 | 40.5  | 22.4  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | -38.4 | -61.5 | -8.9  | 65.5  | 25.4  |
| 매출총이익률 (%)      | 12.9  | 8.4   | 6.7   | 7.4   | 7.9   |
| 영업이익률 (%)       | 8.5   | 3.6   | 2.5   | 3.4   | 3.9   |
| 지배순이익률 (%)      | 4.8   | 1.8   | 1.7   | 2.7   | 3.2   |
| EBITDA 마진 (%)   | 10.2  | 5.4   | 4.4   | 5.3   | 5.7   |
| ROIC            | 17.7  | 6.2   | 4.2   | 5.6   | 6.6   |
| ROA             | 5.3   | 2.0   | 1.7   | 2.8   | 3.4   |
| ROE             | 16.7  | 5.9   | 5.1   | 7.9   | 9.2   |
| 부채비율 (%)        | 169.6 | 162.9 | 166.4 | 148.5 | 136.1 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 41.4  | 61.5  | 46.6  | 41.1  | 30.6  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 15.8  | 5.1   | 3.9   | 4.5   | 5.8   |

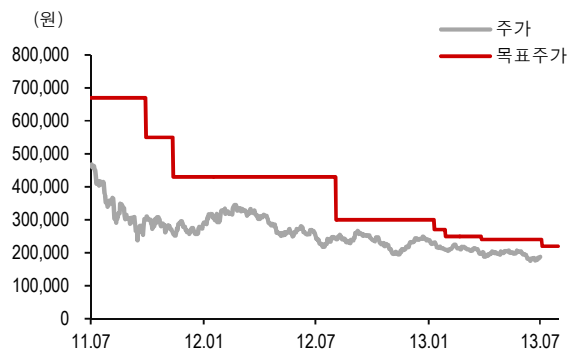
PER Band chart



PBR Band chart



현대중공업 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



| 날짜         | 투자의견 | 목표주가    |
|------------|------|---------|
| 2013-07-15 | BUY  | 220,000 |
| 2013-06-17 | BUY  | 240,000 |
| 2013-05-06 | BUY  | 240,000 |
| 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 |

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 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**

## 삼성중공업 (010140)

### 우려를 실력으로 극복

투자의견: BUY (M)

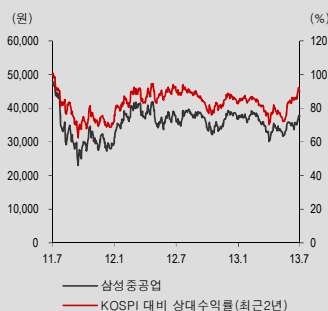
목표주가: 45,000원 (M)

#### 조선

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 주가          | 37,500원           |
| 자본금         | 11,550억원          |
| 시가총액        | 86,608억원          |
| 주당순자산       | 29,973원           |
| 부채비율        | 161.18%           |
| 총발행주식수      | 230,990,231주      |
| 60일 평균 거래대금 | 434억원             |
| 60일 평균 거래량  | 1,263,150주        |
| 52주 고       | 39,650원           |
| 52주 저       | 30,100원           |
| 외인지분율       | 30.50%            |
| 주요주주        | 삼성전자 외 10인 24.57% |

주가수익률 (%)

|          | 1개월 | 3개월  | 12개월  |
|----------|-----|------|-------|
| 절대       | 5.3 | 24.6 | 4.3   |
| 상대       | 7.6 | 28.2 | (0.4) |
| 절대(달러환산) | 6.2 | 25.1 | 6.8   |



자료: Datastream

#### Investment Point

##### 2Q13 실적전망: 전분기대비 이익감소. 그러나 업종내 최고수준 OPM 유지

▶ 영업이익 2,814억원(-2.4% yoy, -36.1% qoq), OPM 7.8%의 실적이 예상된다. 지난 분기에 발생했던 650억원 규모의 일회성 이익이 사라지고, 드릴쉽 매출비중도 다소 하락하면서 영업이익 감소가 예상된다. 그러나, 두자리대의 수익성을 기록중인 드릴쉽 매출이 전체 매출의 30% 이상을 유지하고 있기 때문에 OPM은 여전히 업계 최고 수준을 유지할 전망이다.

##### 3Q13 수주전망: 드릴쉽 수주증가. 연간 150억불로 초과달성 기대

▶ 삼성중공업은 상반기중 상선, 해양 모두에서 골고루 수주를 받으면서 높은 수주실적을 시현할 수 있었다. 일단, 하반기에도 상선, 해양생산설비 등에서 수주모멘텀이 기대되지만, 가장 큰 역할은 역시 드릴쉽이 해 줄 것으로 보인다. 좀더 구체적으로는 ①드릴쉽 옵션 6기(33억불), ②Petroneas의 LNG FPSO(10억불, 연말), ③LNG 선 6척(12억불) 등이 하반기 예상되는 핵심 프로젝트들이다. 이 프로젝트들이 정상적으로 수주된다면, 연간 150억불로 수주목표 초과달성이 가능할 전망이다.

##### 성장성, 수익성에 대한 우려 해소될 것

▶ 삼성중공업은 조선주내에서 가장 착실하게 수주/이익 목표를 채워가고 있다. 성장, 수익성 유지 측면에서 우려감이 있기도 했지만, 하반기에 드릴쉽 수주가 회복되고, 2013년 수주목표를 초과달성한다면 기존 시장의 우려감은 모두 해소될 것으로 기대된다. 아울러, 삼성중공업은 14~15년 본격화될 LNG FPSO 시장 확대 국면에서 가장 수혜를 볼 수 있는 회사중 하나이기도 하다. 시장 컨센서스 기준 12개월 fwd PBR은 1.2배로서 금융위기 이후 최저 수준이었던 1.1배과 비교시 아직 전혀 부담없는 가격대이다. 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다.

#### 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

- 하반기 드릴쉽 수주 증가, 연간 수주목표 초과달성 가능
- 성장성, 수익성에 대한 우려 씻어낼 것

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월)     | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         | 133,918 | 144,895 | 147,786 | 155,620 | 162,631 |
| 매출액증가율      | 1.9     | 8.2     | 2.0     | 5.3     | 4.5     |
| 영업이익        | 10,826  | 12,057  | 12,847  | 12,091  | 13,564  |
| 영업이익률       | 8.1     | 8.3     | 8.7     | 7.8     | 8.3     |
| 지배주주귀속 순이익  | 8,512   | 7,964   | 9,545   | 9,022   | 10,212  |
| 지배주주 귀속 EPS | 3,687   | 3,449   | 4,134   | 3,908   | 4,423   |
| 증가율         | -14.9   | -6.5    | 19.9    | -5.5    | 13.2    |
| PER         | 10.2    | 10.7    | 9.1     | 9.6     | 8.5     |
| PBR         | 1.6     | 1.4     | 1.3     | 1.1     | 1.0     |
| EV/EBITDA   | 5.7     | 6.2     | 7.2     | 5.8     | 4.9     |
| ROA         | 4.8     | 4.8     | 5.8     | 5.5     | 6.1     |
| ROE         | 19.4    | 16.0    | 16.5    | 13.5    | 13.6    |

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

(단위: 억원)

- ▶Q12: 영업이익, 시장 기대 소폭 상회. 별다른 일회성 요인 없었음에도 높은 이익률 시현. 드릴십 매출 비중 확대 효과
- ▶Q13: 어닝서프라이, 사상최대 분기실적 기록. 해양 change order 에 따른 일회성이익 650억원, 드릴십 매출 비중 상승 효과
- ▶Q13E: 영업이익은 전분기대비 다소 감소할 듯. 기대할만한 일회성이익 없고, 전분기대비 매출, 드릴십 매출 비중 감소 영향

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

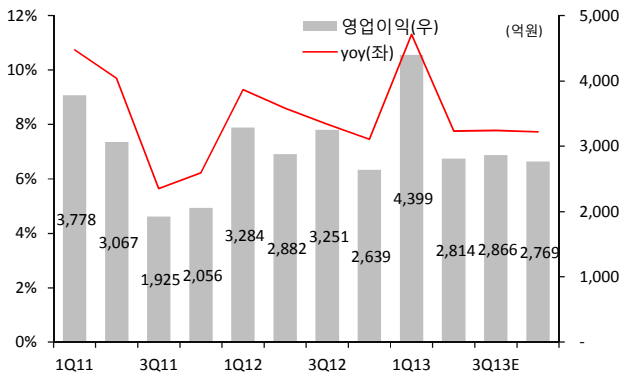
(단위: 원)

자료: 동양증권 리서치센터

(단위: 억원)

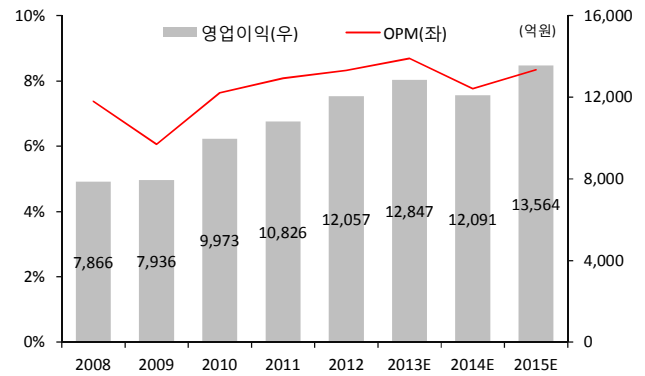
자료: 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 분기 영업이익 추이



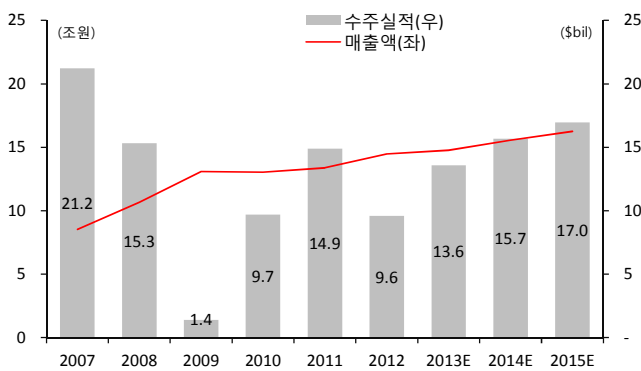
자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

삼성중공업 연간 영업이익 추이



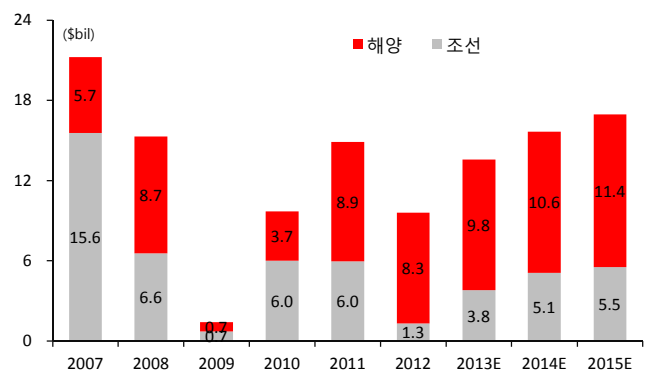
자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

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   | 1Q13   | 2Q13E  | 3Q13E  | 4Q13E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수주실적(\$m) | 5,300  | 1,200  | 1,400  | 1,700  | 2,100  | -      | -      | -      |
| 조선        | 400    | 185    | 0      | 715    | 1,500  | -      | -      | -      |
| 해양        | 4,900  | 1,015  | 1,400  | 985    | 600    | -      | -      | -      |
| 매출액       | 35,389 | 33,523 | 40,587 | 35,395 | 38,879 | 36,246 | 36,831 | 35,829 |
| 조선해양      | 33,202 | 31,117 | 38,582 | 33,429 | 37,446 | 34,319 | 35,019 | 33,293 |
| 건설        | 2,188  | 2,407  | 2,004  | 1,966  | 1,434  | 1,927  | 1,811  | 2,536  |
| 조정영업이익    | 3,284  | 2,882  | 3,251  | 2,639  | 4,399  | 2,814  | 2,866  | 2,769  |
| 조선해양      | 3,228  | 2,820  | 3,165  | 2,591  | 4,356  | 2,746  | 2,802  | 2,675  |
| 건설        | 56     | 62     | 86     | 48     | 42     | 68     | 64     | 94     |
| 세전이익      | 3,284  | 2,494  | 3,472  | 1,201  | 3,834  | 2,833  | 2,903  | 2,816  |
| 당기순이익     | 2,527  | 1,931  | 2,773  | 732    | 3,005  | 2,167  | 2,221  | 2,154  |
| 조정 OPM    | 9.3%   | 8.6%   | 8.0%   | 7.5%   | 11.3%  | 7.8%   | 7.8%   | 7.7%   |
| 조선해양      | 9.7%   | 9.1%   | 8.2%   | 7.8%   | 11.6%  | 8.0%   | 8.0%   | 8.0%   |
| 건설        | 2.6%   | 2.6%   | 4.3%   | 2.4%   | 2.9%   | 3.6%   | 3.5%   | 3.7%   |

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 | 147,786 | 155,620 | 162,631 | 2.6%    | 8.2%    | 2.0%    | 5.3%    | 4.5%    |
| 조선해양      | 123,182 | 136,330 | 140,077 | 147,297 | 153,308 | 2.0%    | 10.7%   | 2.7%    | 5.2%    | 4.1%    |
| 건설        | 10,735  | 8,565   | 7,708   | 7,323   | 7,323   | 9.5%    | -20.2%  | -10.0%  | -5.0%   | 0.0%    |
| 영업이익      | 10,826  | 12,057  | 12,847  | 12,091  | 13,564  | 8.6%    | 11.4%   | 6.6%    | -5.9%   | 12.2%   |
| 조선해양      | 11,869  | 11,808  | 12,578  | 11,789  | 13,138  | 19.7%   | -0.5%   | 6.5%    | -6.3%   | 11.4%   |
| 건설        | -1,042  | 249     | 269     | 274     | 366     | 적전      | 흑전      | 8.1%    | 1.8%    | 33.7%   |
| 세전이익      | 11,503  | 10,450  | 12,382  | 11,793  | 13,349  | -11.4%  | -9.2%   | 18.5%   | -4.8%   | 13.2%   |
| 당기순이익     | 8,511   | 7,964   | 9,545   | 9,022   | 10,212  | -14.9%  | -6.4%   | 19.8%   | -5.5%   | 13.2%   |
| 조정 OPM    | 8.1%    | 8.3%    | 8.7%    | 7.8%    | 8.3%    | 0.4%p   | 0.2%p   | 0.4%p   | -0.9%p  | 0.6%p   |
| 조선해양      | 9.6%    | 8.7%    | 9.0%    | 8.0%    | 8.6%    | 1.4%p   | -1.0%p  | 0.3%p   | -1.0%p  | 0.6%p   |
| 건설        | -9.7%   | 2.9%    | 3.5%    | 3.7%    | 5.0%    | -10.3%p | 12.6%p  | 0.6%p   | 0.3%p   | 1.3%p   |

자료: 삼성중공업, 동양증권 리서치센터 추정

## 삼성중공업 수주실적 및 가능성 높은 프로젝트

(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      |                |
|       |    | 조선     | 컨선       | 9,000TEU 7척              | 13/04   | CSAV         | 570      |                |
|       |    | 조선     | LNG 선    | 180k 2척                  | 13/04   | SK 해운        | 409      |                |
|       |    | 조선     | 탱커       | 52k PC 선 4척              | 13/06   | Capital Mari | 121      | 중국 Ningbo야드 건조 |
|       |    | 해양     | 시추선      | 드릴쉽 1척                   | 13/01   | Pacific      | 550      |                |
|       |    | 해양     | 시추선      | 드릴쉽 1척                   | 13/06   | Ensco        | 550      |                |
|       |    | 해양     | 시추선      | 잭업리그 2척                  | 13/06   | Statoil      | 1,300    |                |
|       |    | 해양     | 생산설비     | 나이지리아 Egina OIL FPSO     | 13/06   | Total        | 3,000    |                |
|       |    | 해양     | 시추선      | Semi-rig 1기              | 13/06   | Stena        | 710      |                |
|       |    | 해양     | 기타       | 풍력설치선                    | 13/06   | Seajacks     | 290      |                |
|       |    | (조선소계) |          |                          |         |              | 2,600    | 6월말 기준         |
|       |    | (해양소계) |          |                          |         |              | 6,400    | 6월말 기준         |
|       |    | (합)    |          |                          |         |              | 9,000    |                |
| 예상    |    | 조선     | 컨선       | 9,000TEU 7척              | 13/2H   | CSAV         | 570      | 옵션             |
|       |    | 조선     | LNG 선    | - 6척                     | 13/2H   | -            | 1,200    |                |
|       |    | 해양     | 생산설비     | 말레이시아 Rotan LNG FPSO 2호기 | 13/4Q   | Petronas     | 1,000    | 입찰경쟁중          |
|       |    | 해양     | 시추선      | 드릴쉽 6척                   | 13/2H   | -            | 3,300    | 옵션+ 입찰경쟁       |
|       |    | 해양     | 생산설비     | 기타                       | -       | -            | α        |                |
|       |    | (조선소계) |          |                          |         |              | 1,770    |                |
|       |    | (해양소계) |          |                          |         |              | 4,300+ α |                |
| (합)   |    |        |          |                          | 6,070+α |              |          |                |
| 수주+예상 |    |        |          |                          |         |              | 15,070+α |                |
| 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 | 147,786 | 155,620 | 162,631 |
| 매출원가           | 116,284 | 125,543 | 128,362 | 136,993 | 142,561 |
| 매출총이익          | 17,634  | 19,351  | 19,424  | 18,627  | 20,069  |
| 판매비            | 6,808   | 7,295   | 6,576   | 6,536   | 6,505   |
| 영업이익           | 10,826  | 12,057  | 12,847  | 12,091  | 13,564  |
| EBITDA         | 14,546  | 15,072  | 13,557  | 15,819  | 17,250  |
| 영업외손익          | 677     | -1,606  | -465    | -297    | -215    |
| 외환관련손익         | -1,023  | -361    | 1,510   | -95     | -113    |
| 이자손익           | 246     | 279     | 122     | 104     | 204     |
| 관계기업관련손익       | -324    | -3      | -6      | -6      | -6      |
| 기타             | 1,779   | -1,520  | -2,091  | -300    | -300    |
| 법인세비용차감전순손익    | 11,503  | 10,450  | 12,382  | 11,793  | 13,349  |
| 법인세비용          | 2,992   | 2,487   | 2,838   | 2,771   | 3,137   |
| 계속사업순손익        | 8,511   | 7,964   | 9,545   | 9,022   | 10,212  |
| 중단사업순손익        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 당기순이익          | 8,511   | 7,964   | 9,545   | 9,022   | 10,212  |
| 지배지분순이익        | 8,512   | 7,965   | 9,545   | 9,022   | 10,212  |
| 포괄순이익          | 6,162   | 7,455   | 10,921  | 10,398  | 11,588  |
| 지배지분포괄이익       | 6,164   | 7,455   | 10,922  | 10,399  | 11,589  |

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 | 98,517  | 100,118 | 104,417 |
| 현금및현금성자산       | 8,056   | 9,289   | 12,890  | 13,899  | 16,385  |
| 매출채권 및 기타채권    | 39,860  | 50,329  | 54,017  | 49,037  | 49,619  |
| 재고자산           | 5,404   | 6,992   | 5,672   | 5,972   | 6,241   |
| 비유동자산          | 69,897  | 63,591  | 65,194  | 64,518  | 63,890  |
| 유형자산           | 54,083  | 52,780  | 55,172  | 54,509  | 53,888  |
| 관계기업등 지분관련자산   | 3       | 58      | 92      | 126     | 119     |
| 기타투자자산         | 11,470  | 7,197   | 5,607   | 5,607   | 5,607   |
| 자산총계           | 164,139 | 166,350 | 163,711 | 164,636 | 168,306 |
| 유동부채           | 105,390 | 89,187  | 78,721  | 73,708  | 70,249  |
| 매입채무 및 기타채무    | 49,815  | 48,662  | 48,847  | 46,834  | 46,376  |
| 단기차입금          | 5,848   | 12,469  | 9,584   | 6,584   | 3,584   |
| 유동성장기부채        | 10,994  | 2,057   | 3,610   | 3,610   | 3,610   |
| 비유동부채          | 12,310  | 24,334  | 22,309  | 20,309  | 18,309  |
| 장기차입금          | 997     | 5,443   | 5,561   | 4,561   | 3,561   |
| 사채             | 0       | 11,963  | 11,966  | 10,966  | 9,966   |
| 부채총계           | 117,700 | 113,520 | 101,029 | 94,017  | 88,558  |
| 지배지분           | 46,436  | 52,826  | 62,677  | 70,615  | 79,743  |
| 자본금            | 11,550  | 11,550  | 11,550  | 11,550  | 11,550  |
| 자본잉여금          | 4,230   | 4,232   | 4,233   | 4,233   | 4,233   |
| 이익잉여금          | 36,098  | 42,986  | 51,446  | 59,384  | 68,511  |
| 비지배지분          | 4       | 3       | 4       | 5       | 5       |
| 자본총계           | 46,440  | 52,829  | 62,681  | 70,620  | 79,748  |
| 순차입금           | -3,264  | 8,361   | 10,929  | 4,920   | -2,566  |
| 총차입금           | 27,151  | 36,676  | 33,710  | 28,710  | 23,710  |

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)         | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
| 영업활동 현금흐름       | 14,398  | -11,934 | -9,241  | 474     | 3,263   |
| 당기순이익           | 8,511   | 7,964   | 9,545   | 9,022   | 10,212  |
| 감가상각비           | 2,942   | 2,958   | 708     | 3,727   | 3,685   |
| 외환손익            | 78      | 28      | -1,404  | 95      | 113     |
| 총속,관계기업관련손익     | 324     | 3       | 6       | 6       | 6       |
| 자산부채의 증감        | 4,567   | -26,629 | -26,472 | -20,066 | -18,443 |
| 기타현금흐름          | -2,025  | 3,741   | 8,376   | 7,690   | 7,690   |
| 투자활동 현금흐름       | 1,152   | -85     | -1,630  | -3,104  | -3,064  |
| 투자자산            | 161     | -759    | -173    | -40     | 0       |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -3,059  | -2,450  | -2,857  | -3,300  | -3,300  |
| 유형자산 감소         | 642     | 150     | 236     | 236     | 236     |
| 기타현금흐름          | 3,408   | 2,975   | 1,165   | 0       | 0       |
| 재무활동 현금흐름       | -11,884 | 13,348  | -2,614  | -6,084  | -6,084  |
| 단기차입금           | -9,897  | 6,838   | -3,152  | -3,000  | -3,000  |
| 사채 및 장기차입금      | -917    | 7,588   | 1,616   | -2,000  | -2,000  |
| 자본              | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 현금배당            | -1,082  | -1,084  | -1,084  | -1,084  | -1,084  |
| 기타현금흐름          | 13      | 6       | 5       | 0       | 0       |
| 연결범위변동 등 기타     | -77     | -96     | 17,085  | 9,723   | 8,371   |
| 현금의 증감          | 3,588   | 1,233   | 3,601   | 1,009   | 2,486   |
| 기초 현금           | 4,467   | 8,056   | 9,289   | 12,890  | 13,899  |
| 기말 현금           | 8,056   | 9,289   | 12,890  | 13,899  | 16,385  |
| NOPLAT          | 10,826  | 12,057  | 12,847  | 12,091  | 13,564  |
| FCF             | 13,238  | -16,876 | -18,717 | -10,388 | -7,680  |

자료: 동양증권

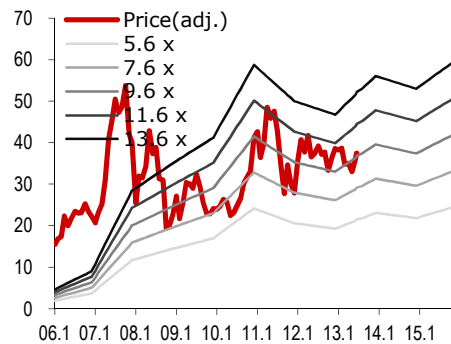
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함  
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)                    | 2011A  | 2012A  | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
| EPS                        | 3,687  | 3,449  | 4,134  | 3,908  | 4,423  |
| BPS                        | 22,956 | 25,714 | 29,973 | 33,409 | 37,361 |
| EBITDAPS                   | 6,297  | 6,525  | 5,869  | 6,848  | 7,468  |
| SPS                        | 57,975 | 62,728 | 63,979 | 67,371 | 70,406 |
| DPS                        | 500    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| PER                        | 10.2   | 10.7   | 9.1    | 9.6    | 8.5    |
| PBR                        | 1.6    | 1.4    | 1.3    | 1.1    | 1.0    |
| EV/EBITDA                  | 5.7    | 6.2    | 7.2    | 5.8    | 4.9    |
| PSR                        | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 증가율 (%)     | 1.9   | 8.2   | 2.0   | 5.3   | 4.5   |
| 영업이익 증가율 (%)    | -9.8  | 11.4  | 6.6   | -5.9  | 12.2  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | -14.9 | -6.4  | 19.8  | -5.5  | 13.2  |
| 매출총이익률 (%)      | 13.2  | 13.4  | 13.1  | 12.0  | 12.3  |
| 영업이익률 (%)       | 8.1   | 8.3   | 8.7   | 7.8   | 8.3   |
| 지배순이익률 (%)      | 6.4   | 5.5   | 6.5   | 5.8   | 6.3   |
| EBITDA 마진 (%)   | 10.9  | 10.4  | 9.2   | 10.2  | 10.6  |
| ROIC            | 15.9  | 16.9  | 14.8  | 12.8  | 14.0  |
| ROA             | 4.8   | 4.8   | 5.8   | 5.5   | 6.1   |
| ROE             | 19.4  | 16.0  | 16.5  | 13.5  | 13.6  |
| 부채비율 (%)        | 253.4 | 214.9 | 161.2 | 133.1 | 111.0 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -7.0  | 15.8  | 17.4  | 7.0   | -3.2  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 53.6  | 63.1  | 67.2  | 52.2  | 72.7  |

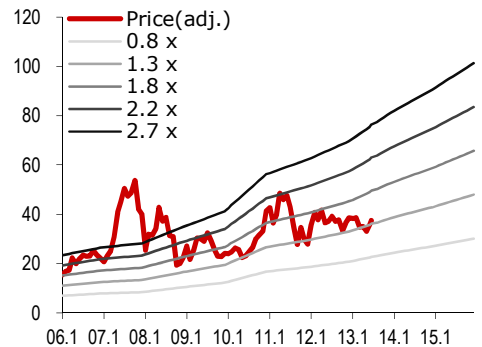
PER Band chart

(천원)

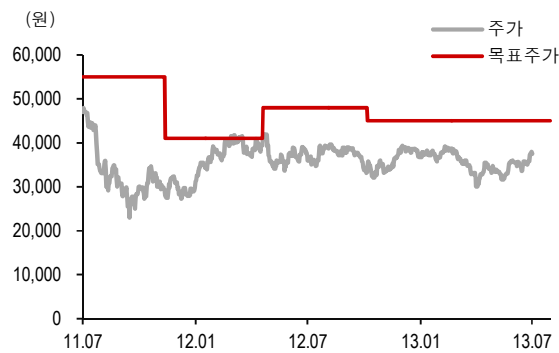


PBR Band chart

(천원)



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



| 날짜         | 투자의견 | 목표주가   |
|------------|------|--------|
| 2013-07-15 | BUY  | 45,000 |
| 2013-06-17 | BUY  | 45,000 |
| 2013-04-29 | BUY  | 45,000 |
| 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 |

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 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)

### 14년이 기대된다!

투자의견: BUY (M)

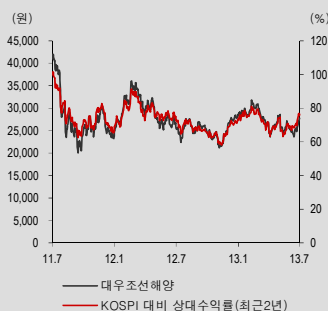
목표주가: 32,000원 (M)

#### 조선

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 주가          | 27,800원            |
| 자본금         | 9,620억원            |
| 시가총액        | 53,207억원           |
| 주당순자산       | 25,615원            |
| 부채비율        | 268.16%            |
| 총발행주식수      | 191,390,758주       |
| 60일 평균 거래대금 | 324억원              |
| 60일 평균 거래량  | 1,255,939주         |
| 52주 고       | 31,850원            |
| 52주 저       | 21,200원            |
| 외인지분율       | 15.10%             |
| 주요주주        | 한국산업은행 외 2인 31.46% |

주가수익률 (%)

|          | 1개월  | 3개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대       | 9.2  | 13.5 | 9.2  |
| 상대       | 11.6 | 16.8 | 4.3  |
| 절대(달러환산) | 10.1 | 13.9 | 11.9 |



자료: Datastream

#### Investment Point

##### 2Q13 실적전망 : 전분기대비 실적 회복 예상되나 총당금이 효과 반감시킬 듯

▶ 영업이익 805억원(-41.7% yoy, 19.7% qoq), OPM 2.2%의 실적이 예상된다. 전분기 여념소크의 주원인이었던 해양설치선 관련 적자가 크게 줄면서 전분기대비 실적회복이 예상되지만, 대손상각비(총당금)은 오히려 증가하여 실적회복 효과를 반감시킬 것으로 보인다. 우리는 대손상각비 규모를 110억원(1Q13)→220억원(2Q13E)으로 추정한다. 그럼에도, 해양매출 비중증가 + 해양 악성공사 종료 + 대손상각비 발생종료 등에 따른 2014년 이익개선 기대감은 오히려 강화될 가능성이 높아보인다.

##### 3Q13 수주전망 : 드릴쉽으로 하반기에도 견조한 수주실적

▶ 대우조선해양은 6~7기(33~38.5억불)의 드릴쉽 수주가 예상되며, LNG 선/ 특수선(전투함) 등에서도 16억불 규모의 수주가 기대된다. 상반기 54억불에 이어 하반기에도 63억불의 견조한 흐름이 이어질 것이라 판단된다. 연간 수주실적은 가시권에 있는 프로젝트만 볼때 116억불로 목표 대비 다소 부족해 보이지만, 다수의 중형 생산설비 수주 가능성이 남아있어 연간 수주목표 달성 가능성은 아직 열어둘 필요가 있다.

##### 14년 그림이 좋다!

▶ 대우조선해양의 매력포인트는 업종내에서 가장 14년 이익회복 기대감이 높다는 점, Tamar FLNG(40억불), Yamal LNG선(약40억불, 16척중 14척 발주 가정) 등 수주 가능성 높은 2개의 대형 프로젝트에 힘입어 올해 대비 수주성장 기대감도 높다는 점이다. Valuation은 시장 컨센서스의 12개월 forward PBR을 기준으로 1배 수준이어서, 금융위기 이후 최저인 0.9배보다 약간 높은 정도에 불과하다. 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원을 유지한다.

#### 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원 유지

- 드릴쉽으로 견조한 수주모멘텀 유지
- 14년 수주, 이익 기대감 good

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월)     | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         | 139,033 | 140,578 | 152,624 | 158,083 | 164,471 |
| 매출액증가율      | 7.0     | 1.1     | 8.6     | 3.6     | 4.0     |
| 영업이익        | 10,887  | 4,863   | 3,219   | 7,482   | 8,902   |
| 영업이익률       | 7.8     | 3.5     | 2.1     | 4.7     | 5.4     |
| 지배주주귀속 순이익  | 6,864   | 2,219   | 2,048   | 5,955   | 7,181   |
| 지배주주 귀속 EPS | 3,587   | 1,159   | 1,070   | 3,112   | 3,752   |
| 증가율         | -10.5   | -67.7   | -7.7    | 190.8   | 20.6    |
| PER         | 9.5     | 23.5    | 26.0    | 8.9     | 7.4     |
| PBR         | 1.4     | 1.1     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| EV/EBITDA   | 7.6     | 13.4    | 20.3    | 10.7    | 8.8     |
| ROA         | 4.2     | 1.4     | 1.2     | 3.4     | 4.1     |
| ROE         | 15.9    | 4.8     | 4.3     | 11.6    | 12.5    |

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

## 분기 실적

(단위: 억원)

|        |      |        |        | 동양(A)  |        |       | 컨센서스(B) |     |        | (A)/(B) |       |        |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|-----|--------|---------|-------|--------|
|        |      |        |        | 2Q12   | 1Q13   | 2Q13E | yoy     | qoq | 2Q13E  | yoy     | qoq   |        |
| 대우조선해양 | 매출액  | 39,505 | 32,589 | 37,251 | -5.7%  | 14.3% |         |     | 36,823 | -6.8%   | 13.0% | 1.2%   |
|        | 영업이익 | 1,380  | 673    | 805    | -41.7% | 19.7% |         |     | 986    | -28.6%  | 46.6% | -18.4% |
|        | 세전이익 | 1,082  | 761    | 585    | -45.9% | 흑전    |         |     | 805    | -25.6%  | 흑전    | -27.3% |
|        | 순이익  | 964    | 489    | 450    | -53.3% | 흑전    |         |     | 587    | -39.2%  | 흑전    | -23.3% |
|        | OPM  | 3.5%   | 2.1%   | 2.2%   | -1.3%p | 0.1%p |         |     | 2.7%   | -0.8%   | 0.6%  | -0.5%p |

▶2Q12: 200억원의 충당금 적립, 영업이익은 기대치 다소 하회. 해양매출 비중 증가, 후반기가 하락으로 그래도 견조한 실적 기록함

▶1Q13: 어닝쇼크 기록. 10년에 수주한 해양설치선에서 400억원의 적자 발생. 단, 우려했던 충당금은 110억원만 적립

▶2Q13E: 전분기대비 소폭 회복에 그칠듯. 해양설치선 관련 적자는 크게 줄겠으나, 전분기대비 충당금 적립액은 증가할 가능성 높음. 해양설치선 적자, 충당금 등 제거한 OPM은 전분기 수준인 3.5~4.0% 지키면서 바닥 다질 것으로 보임

주: 영업이익은 기존 K-GAAP 기준으로 산정한 것임 / 자료: WiseIn, 동양증권 리서치센터 추정

## Valuation

(단위: 원)

|     | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BPS | 24,096 | 24,566 | 25,615 | 28,479 | 31,984 | 36,169 |
| ROE | 15.9%  | 4.8%   | 4.3%   | 11.6%  | 12.5%  | 13.1%  |

|        |        |          |       |
|--------|--------|----------|-------|
| 적정 PBR | 1.1    | 자기자본비용   | 10.9% |
| ROE    | 12.0%  | 무위험자산 이자 | 4.0%  |
| 영구성장률  | 2.0%   | beta     | 1.25  |
| BPS    | 28,479 | 리스크프리미엄  | 5.5%  |
| 적정주가   | 32,000 |          |       |

자료: 동양증권 리서치센터

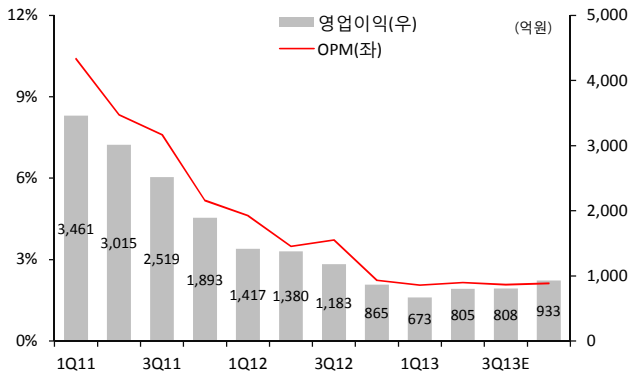
## 실적전망 수정

(단위: 억원)

|      | 변경전     |         |         | 변경후     |         |         | 변화율    |       |        |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|--------|
|      | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2013E  | 2014E | 2015E  |
| 매출액  | 153,669 | 163,075 | 174,131 | 152,624 | 158,083 | 164,471 | -0.7%  | -3.1% | -5.5%  |
| 영업이익 | 3,625   | 7,678   | 10,185  | 3,219   | 7,482   | 8,902   | -11.2% | -2.6% | -12.6% |
| 세전이익 | 2,406   | 7,491   | 10,524  | 2,795   | 7,836   | 9,449   | 16.2%  | 4.6%  | -10.2% |
| 순이익  | 1,806   | 5,543   | 7,787   | 2,056   | 5,955   | 7,181   | 13.9%  | 7.4%  | -7.8%  |
| OPM  | 2.4%    | 4.7%    | 5.8%    | 2.1%    | 4.7%    | 5.4%    | -0.3%p | 0.0%p | -0.4%p |
| ROE  | 3.8%    | 11.0%   | 13.8%   | 4.3%    | 11.6%   | 12.5%   | 0.5%p  | 0.6%p | -1.3%p |

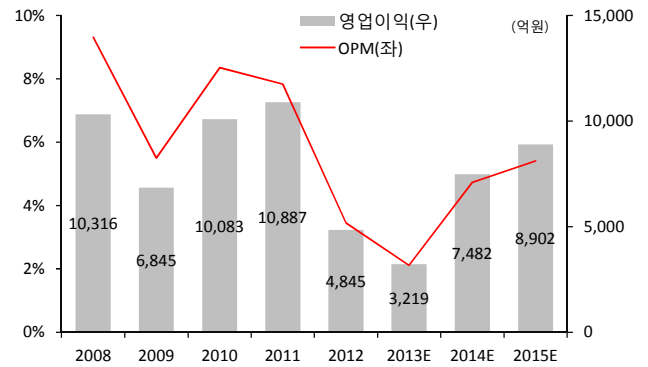
자료: 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 분기 영업이익 추이



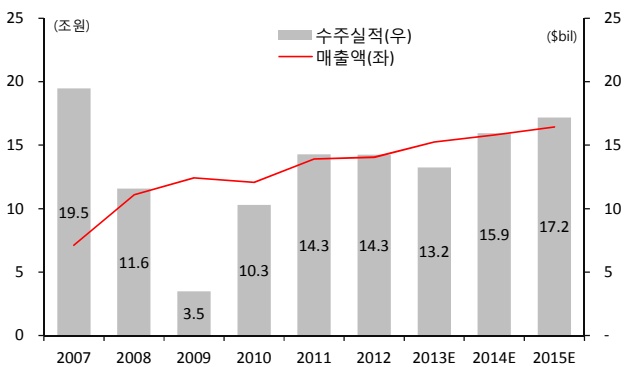
자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 연간 영업이익 추이



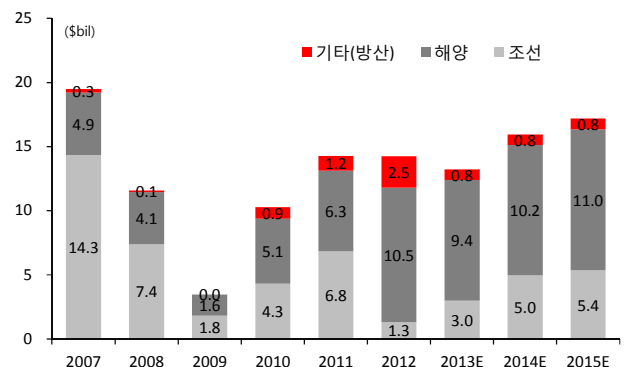
자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 수주-매출액 추이



자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

대우조선해양 부문별 수주실적 전망



자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터 추정

## 연결기준 분기실적 추이

(단위: 억원)

|           | 1Q12   | 2Q12   | 3Q12   | 4Q12   | 1Q13   | 2Q13E  | 3Q13E  | 4Q13E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수주실적(\$m) | 3,470  | 2,390  | 4,670  | 3,730  | 2,700  | -      | -      | -      |
| - 조선      | 560    | 400    | 0      | 380    | 0      | -      | -      | -      |
| - 해양      | 2,190  | 1,880  | 4,670  | 1,730  | 2,700  | -      | -      | -      |
| - 기타      | 720    | 110    | 0      | 1,620  | 0      | -      | -      | -      |
| 매출액       | 30,646 | 39,505 | 31,706 | 38,720 | 32,589 | 37,251 | 38,941 | 43,843 |
| 본사        | 29,620 | 32,878 | 29,339 | 33,817 | 29,570 | 33,930 | 35,289 | 39,955 |
| - 조선      | 15,297 | 15,450 | 14,758 | 16,691 | 16,001 | 15,689 | 14,810 | 16,255 |
| - 해양      | 13,915 | 17,113 | 14,231 | 16,803 | 13,269 | 17,896 | 20,133 | 23,269 |
| - 기타      | 408    | 314    | 351    | 322    | 301    | 346    | 346    | 432    |
| 자회사       | 1,027  | 6,627  | 2,367  | 4,903  | 3,019  | 3,321  | 3,653  | 3,887  |
| 영업이익      | 1,417  | 1,380  | 1,183  | 865    | 673    | 805    | 808    | 933    |
| 세전이익      | 1,246  | 1,082  | 850    | -527   | 761    | 585    | 640    | 810    |
| 당기순이익     | 842    | 964    | 641    | -689   | 489    | 450    | 492    | 624    |
| OPM       | 4.6%   | 3.5%   | 3.7%   | 2.2%   | 2.1%   | 2.2%   | 2.1%   | 2.1%   |

자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터

## 연결기준 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  | 38.6%   | -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  | 24.3%   | 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 | 152,624 | 158,083 | 164,471 | 15.1%   | 1.1%    | 8.6%    | 3.6%    | 4.0%    |
| 본사        | 122,576 | 125,654 | 138,744 | 144,204 | 150,092 | 1.5%    | 2.5%    | 10.4%   | 3.9%    | 4.1%    |
| - 조선      | 77,832  | 62,197  | 62,755  | 58,350  | 54,611  | 7.0%    | -20.1%  | 0.9%    | -7.0%   | -6.4%   |
| - 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   | 1,424   | 1,466   | 1,510   | 6.4%    | 6.4%    | 2.0%    | 3.0%    | 3.0%    |
| 자회사       | 16,456  | 14,924  | 13,879  | 13,879  | 14,379  | 39.3%   | -9.3%   | -7.0%   | 0.0%    | 3.6%    |
| 영업이익      | 10,887  | 4,845   | 3,219   | 7,482   | 8,902   | 8.0%    | -55.5%  | -33.6%  | 132.4%  | 19.0%   |
| 세전이익      | 9,976   | 2,651   | 2,795   | 7,836   | 9,449   | 2.3%    | -73.4%  | 5.5%    | 180.3%  | 20.6%   |
| 당기순이익     | 6,483   | 1,759   | 2,056   | 5,955   | 7,181   | -12.8%  | -72.9%  | 16.9%   | 189.7%  | 20.6%   |
| OPM       | 7.8%    | 3.4%    | 2.1%    | 4.7%    | 5.4%    | -0.5%p  | -4.4%p  | -1.3%p  | 2.6%p   | 0.7%p   |

자료: 대우조선해양, 동양증권 리서치센터추정

| 대우조선해양 수주실적 및 가능성 높은 프로젝트 |       |         |       |                                |        |              |          | (단위: \$m) |
|---------------------------|-------|---------|-------|--------------------------------|--------|--------------|----------|-----------|
|                           |       |         | 구분    | 내용                             | (예상)시점 | 발주처          | (예상)금액   | 비고        |
| 대우                        | 수주    | 조선      | 컨선    | 9,500TEU 4척                    | 13/05  | Capital Mari | 336      |           |
|                           |       | 조선      | LNG 선 | 170k 2척                        | 13/06  | Maran Gas    | 410      |           |
|                           |       | 조선      | 기타    | PC 선 등                         | -      | -            | 304      |           |
|                           |       | 해양      | 생산설비  | 영국 Bressay Platform            | 13/02  | Statoil      | 1,588    |           |
|                           |       | 해양      | 생산설비  | 노르웨이 Dagny Platform            | 13/02  | Statoil      | 1,080    |           |
|                           |       | 해양      | 생산설비  | UAE Upper Zakum onshore module | 13/05  | Zadco        | 800      |           |
|                           |       | 해양      | 시추선   | 드릴쉽 1척                         | 13/06  | Atwood       | 550      |           |
|                           |       | 해양      | 기타    | 기타                             |        |              | 62       |           |
|                           |       | 특수선     | -     | 군수지원선 1척                       | 13/06  | 노르웨이         | 240      |           |
|                           |       | (조선소계)  |       |                                |        |              | 1,050    | 6월말 기준    |
|                           |       | (해양소계)  |       |                                |        |              | 4,080    | 6월말 기준    |
|                           |       | (특수선소계) |       |                                |        |              | 240      |           |
|                           |       | (합)     |       |                                |        |              | 5,370    |           |
|                           | 예상    | 조선      | 컨선    | 18,000TEU 3척                   | 13/07  | MSC          | 421      | 7월초 수주확정  |
|                           |       | 조선      | LNG 선 | -                              | 13/3Q  | -            | 400      |           |
|                           |       | 조선      | LNG 선 | 170k Arc-7 ice class 2척        | 13/4Q  | Yamal LNG    | 600      |           |
|                           |       | 해양      | 시추선   | 드릴쉽 1척                         | 13/07  | Vantage      | 550      | 7월초 수주확정  |
|                           |       | 해양      | 기타    | LNG FSRU                       | 13/3Q  | -            | 600      |           |
|                           |       | 해양      | 시추선   | 드릴쉽 6척                         | -      | Transocean   | 3,300    | 옵션        |
|                           |       | 해양      | 생산설비  | 기타                             | -      | -            | α        |           |
|                           |       | 특수선     | -     | 전투함 1척                         | 13/2H  | 태국정부         | 400      |           |
|                           |       | (조선소계)  |       |                                |        |              | 1,421    |           |
|                           |       | (해양소계)  |       |                                |        |              | 4,450+α  |           |
|                           |       | (특수선소계) |       |                                |        |              | 400      |           |
|                           |       | (합)     |       |                                |        |              | 6,271+α  |           |
|                           | 수주+예상 |         |       |                                |        |              | 11,641+α |           |
|                           | 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 | 152,624 | 158,083 | 164,471 |
| 매출원가           | 122,691 | 129,219 | 142,351 | 143,296 | 147,969 |
| 매출총이익          | 16,341  | 11,359  | 10,273  | 14,788  | 16,503  |
| 판매비            | 5,454   | 6,497   | 7,053   | 7,306   | 7,601   |
| 영업이익           | 10,887  | 4,863   | 3,219   | 7,482   | 8,902   |
| EBITDA         | 13,252  | 7,449   | 5,707   | 10,179  | 11,617  |
| 영업외손익          | -912    | -2,212  | -424    | 354     | 547     |
| 외환관련손익         | -575    | -1,863  | 956     | 20      | 20      |
| 이자손익           | 166     | -200    | -6      | 250     | 444     |
| 관계기업관련손익       | -709    | 6       | -45     | 0       | 0       |
| 기타             | 206     | -154    | -1,328  | 84      | 84      |
| 법인세비용차감전순이익    | 9,976   | 2,651   | 2,795   | 7,836   | 9,449   |
| 법인세비용          | 3,493   | 892     | 740     | 1,881   | 2,268   |
| 계속사업순이익        | 6,483   | 1,759   | 2,056   | 5,955   | 7,181   |
| 중단사업순이익        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 당기순이익          | 6,483   | 1,759   | 2,056   | 5,955   | 7,181   |
| 지배지분순이익        | 6,864   | 2,219   | 2,048   | 5,955   | 7,181   |
| 포괄순이익          | 5,836   | 1,486   | 2,477   | 5,923   | 7,149   |
| 지배지분포괄이익       | 6,108   | 1,845   | 2,450   | 5,859   | 7,071   |

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  | 84,419  | 82,159  | 82,581  |
| 현금및현금성자산       | 5,417   | 2,667   | 3,678   | 3,908   | 4,382   |
| 매출채권 및 기타채권    | 49,428  | 38,834  | 48,650  | 45,844  | 44,407  |
| 재고자산           | 7,521   | 11,982  | 13,286  | 13,603  | 13,988  |
| 비유동자산          | 90,418  | 89,617  | 90,508  | 90,961  | 91,445  |
| 유형자산           | 65,037  | 62,186  | 63,341  | 63,705  | 64,046  |
| 관계기업등 지분관련자산   | 190     | 606     | 1,092   | 1,291   | 1,490   |
| 기타투자자산         | 6,822   | 6,771   | 6,074   | 6,074   | 6,074   |
| 자산총계           | 166,597 | 161,222 | 174,927 | 173,120 | 174,026 |
| 유동부채           | 95,196  | 81,727  | 91,628  | 91,476  | 88,339  |
| 매입채무 및 기타채무    | 63,400  | 49,041  | 46,972  | 46,819  | 46,683  |
| 단기차입금          | 16,820  | 22,204  | 27,861  | 27,861  | 24,861  |
| 유동성장기부채        | 10,941  | 7,518   | 8,071   | 8,071   | 8,071   |
| 비유동부채          | 26,381  | 33,953  | 35,785  | 28,785  | 26,285  |
| 장기차입금          | 11,281  | 11,048  | 13,562  | 10,562  | 8,062   |
| 사채             | 4,718   | 13,610  | 13,620  | 9,620   | 9,620   |
| 부채총계           | 121,577 | 115,680 | 127,414 | 120,261 | 114,624 |
| 지배지분           | 45,817  | 46,716  | 48,724  | 54,206  | 60,915  |
| 자본금            | 9,620   | 9,620   | 9,620   | 9,620   | 9,620   |
| 자본잉여금          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 이익잉여금          | 36,028  | 37,076  | 38,513  | 43,996  | 50,704  |
| 비지배지분          | -797    | -1,174  | -1,211  | -1,347  | -1,514  |
| 자본총계           | 45,020  | 45,543  | 47,513  | 52,860  | 59,402  |
| 순차입금           | 36,695  | 48,940  | 64,108  | 56,878  | 50,905  |
| 총차입금           | 46,416  | 56,136  | 70,517  | 63,517  | 58,017  |

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |         |         |         |        |        |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 결산(12월)         | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F  | 2015F  |
| 영업활동 현금흐름       | 23      | -9,961  | -12,833 | 5,316  | 6,509  |
| 당기순이익           | 6,483   | 1,759   | 2,056   | 5,955  | 7,181  |
| 감가상각비           | 2,309   | 2,530   | 2,420   | 2,637  | 2,659  |
| 외환손익            | 571     | 1,242   | -936    | -20    | -20    |
| 총속, 관계기업 관련손익   | 789     | -4      | 11      | 0      | 0      |
| 자산부채의 증감        | -15,314 | -16,953 | -21,605 | -8,515 | -8,567 |
| 기타현금흐름          | 5,184   | 1,467   | 5,220   | 5,260  | 5,255  |
| 투자활동 현금흐름       | -6,118  | -4,134  | -2,265  | -2,411 | -2,411 |
| 투자자산            | -172    | -915    | -245    | -199   | -199   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -4,527  | -3,382  | -2,830  | -3,000 | -3,000 |
| 유형자산 감소         | 71      | 216     | 6       | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | -1,489  | -53     | 804     | 787    | 787    |
| 재무활동 현금흐름       | 5,375   | 11,358  | 13,075  | -7,493 | -5,993 |
| 단기차입금           | 3,430   | 6,240   | 4,997   | 0      | -3,000 |
| 사채 및 장기차입금      | 2,989   | 6,084   | 2,572   | -7,000 | -2,500 |
| 자본              | 0       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 현금배당            | -958    | -966    | -493    | -493   | -493   |
| 기타현금흐름          | -85     | 0       | 6,000   | 0      | 0      |
| 연결범위변동 등 기타     | -7      | -13     | 3,034   | 4,818  | 2,370  |
| 현금의 증감          | -727    | -2,750  | 1,011   | 229    | 474    |
| 기초 현금           | 6,143   | 5,417   | 2,667   | 3,678  | 3,908  |
| 기말 현금           | 5,417   | 2,667   | 3,678   | 3,908  | 4,382  |
| NOPLAT          | 10,887  | 4,863   | 3,219   | 7,482  | 8,902  |
| FCF             | -10,402 | -14,524 | -19,579 | -3,132 | -2,086 |

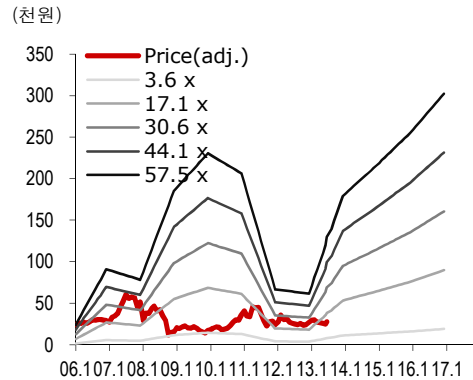
자료: 동양증권

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

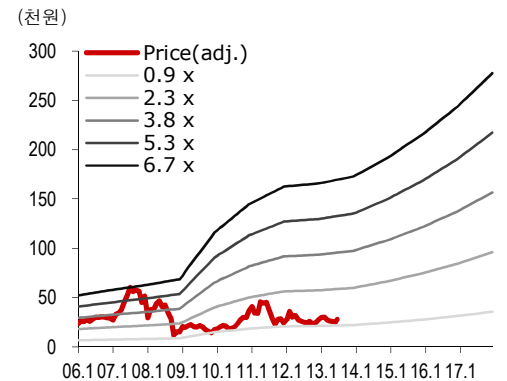
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)                    | 2011A  | 2012A  | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
| EPS                        | 3,587  | 1,159  | 1,070  | 3,112  | 3,752  |
| BPS                        | 24,096 | 24,566 | 25,615 | 28,479 | 31,984 |
| EBITDAPS                   | 6,924  | 3,892  | 2,982  | 5,319  | 6,070  |
| SPS                        | 72,643 | 73,451 | 79,745 | 82,597 | 85,935 |
| DPS                        | 500    | 250    | 250    | 250    | 250    |
| PER                        | 9.5    | 23.5   | 26.0   | 8.9    | 7.4    |
| PBR                        | 1.4    | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA                  | 7.6    | 13.4   | 20.3   | 10.7   | 8.8    |
| 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   | 8.6   | 3.6   | 4.0   |
| 영업이익 증가율 (%)    | -6.8  | -55.3 | -33.8 | 132.4 | 19.0  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | -10.5 | -67.7 | -7.7  | 190.8 | 20.6  |
| 매출총이익률 (%)      | 11.8  | 8.1   | 6.7   | 9.4   | 10.0  |
| 영업이익률 (%)       | 7.8   | 3.5   | 2.1   | 4.7   | 5.4   |
| 지배순이익률 (%)      | 4.9   | 1.6   | 1.3   | 3.8   | 4.4   |
| EBITDA 마진 (%)   | 9.5   | 5.3   | 3.7   | 6.4   | 7.1   |
| ROIC            | 12.1  | 4.4   | 2.7   | 6.1   | 7.3   |
| ROA             | 4.2   | 1.4   | 1.2   | 3.4   | 4.1   |
| ROE             | 15.9  | 4.8   | 4.3   | 11.6  | 12.5  |
| 부채비율 (%)        | 270.0 | 254.0 | 268.2 | 227.5 | 193.0 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 80.1  | 104.8 | 131.6 | 104.9 | 83.6  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 9.3   | 3.1   | 3.1   | 6.7   | 8.7   |

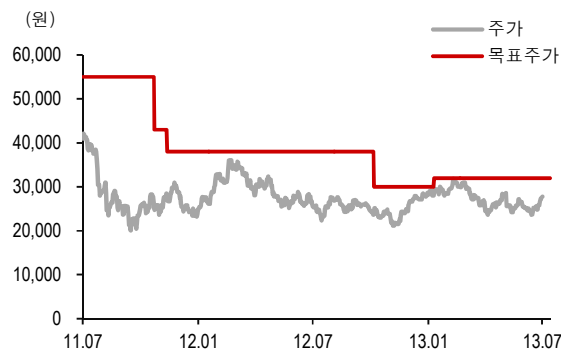
PER Band chart



PBR Band chart



대우조선해양 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



| 날짜         | 투자의견 | 목표주가   |
|------------|------|--------|
| 2013-07-15 | BUY  | 32,000 |
| 2013-06-24 | BUY  | 32,000 |
| 2013-06-17 | BUY  | 32,000 |
| 2013-05-16 | BUY  | 32,000 |
| 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 |

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



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

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



## 현대미포조선 (010620)

### 기대감은 주가에 상당히 반영

투자의견: BUY (M)

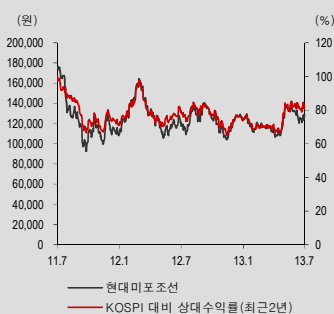
목표주가: 140,000원 (M)

#### 조선

|             |              |
|-------------|--------------|
| 주가          | 127,500원     |
| 자본금         | 1,000억원      |
| 시가총액        | 25,500억원     |
| 주당순자산       | 131,988원     |
| 부채비율        | 207.48%      |
| 총발행주식수      | 20,000,000주  |
| 60일 평균 거래대금 | 130억원        |
| 60일 평균 거래량  | 101,910주     |
| 52주 고       | 141,500원     |
| 52주 저       | 104,000원     |
| 외인지분율       | 18.96%       |
| 주요주주        | 현대삼호중공업 외 5인 |
|             | 46.40%       |

주가수익률 (%)

|          | 1개월   | 3개월  | 12개월 |
|----------|-------|------|------|
| 절대       | (4.1) | 14.3 | 8.5  |
| 상대       | (2.1) | 17.7 | 3.6  |
| 절대(달러환산) | (3.4) | 14.8 | 11.1 |



자료: Datastream

#### Investment Point

##### 2Q13 실적전망 : 3분기 연속 영업적자

▶ 영업이익 -59억원(적전 yoy, 적지 qoq), OPM -0.6%의 실적이 예상된다. 비나신 조선, 금융 부문의 적자가 이어지는 가운데, 본사 실적 역시 회복이 어려운 상황이어서, 4Q12부터 시작된 영업적자가 이번 분기에도 지속될 것으로 전망된다. 본사의 경우, 12년 수주선박의 건조가 늘어나고 있는데, 13년 상반기 수주선박까지도 수주마진 개선이 거의 없었기 때문에 본사 실적은 적어도 14년까지 부진한 실적 흐름이 이어질 전망이다.

##### 3Q13 수주전망 : 다수의 옵션물량으로 건조한 수주모멘텀 지속 예상

▶ 현대미포조선은 PC 선 수주증가에 힘입어 상반기중 23억불의 건조한 실적을 달성하였다. 3분기에는 3분기 중 행사가 예상되는 옵션물량만 7억불에 이르고 있고, BP 케미컬/Shell 사는 각각 10척 이상의 대규모 PC 선 발주 프로젝트를 진행하고 있어 연간 수주목표 32억불은 쉽게 달성할 것으로 보인다. 관건은 올해(본사의) 예상매출액인 35억불까지도 넘어설 수 있느냐인데 현재로서는 충분히 가능성이 열려 있다.

##### 상선시황 긍정적이나 주가에 상당부분 반영

▶ 상선시황의 턴어라운드 국면에서 긍정적인 모멘텀이 계속되었으나, 더딘 선가상승, 14년까지 계속될 실적 부진, 투자자산(현대중공업, 포스코, KCC등) 지분가치의 하락등 감안할때 현재의 주가는 다소 부담스러운 수준으로 보인다. 13만원 이상의 가격대에선 트레이딩 관점의 접근이 유효하다는 판단이다.

#### 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원 제시

- 3분기 연속 영업적자 이어갈 듯
- 업황 개선, 수주모멘텀 긍정적이나 주가에 상당부분 반영

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월)     | 2011A  | 2012A  | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 46,239 | 44,154 | 41,084 | 45,055 | 47,389 |
| 매출액증가율      | 11.7   | -4.5   | -7.0   | 9.7    | 5.2    |
| 영업이익        | 3,838  | 927    | -35    | 628    | 1,668  |
| 영업이익률       | 8.3    | 2.1    | -0.1   | 1.4    | 3.5    |
| 지배주주귀속 순이익  | 1,998  | 965    | 278    | 643    | 1,606  |
| 지배주주 귀속 EPS | 9,992  | 4,827  | 1,392  | 3,214  | 8,029  |
| 증가율         | -59.4  | -51.7  | -71.2  | 130.9  | 149.8  |
| PER         | 15.7   | 26.0   | 91.6   | 39.7   | 15.9   |
| PBR         | 1.0    | 0.8    | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA   | 5.8    | 15.7   | 40.1   | 19.3   | 9.4    |
| ROA         | 2.3    | 1.2    | 0.3    | 0.8    | 1.9    |
| ROE         | 5.5    | 3.0    | 1.0    | 2.5    | 6.0    |

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

| 분기 실적  |      |  |        |       |        |         |       |       |         | (단위: 억원) |
|--------|------|--|--------|-------|--------|---------|-------|-------|---------|----------|
|        |      |  | 동양(A)  |       |        | 컨센서스(B) |       |       | (A)/(B) |          |
|        |      |  | 2Q12   | 1Q13  | 2Q13E  | yoY     | qoq   | 2Q13E | yoY     | qoq      |
| 현대미포조선 | 매출액  |  | 10,902 | 9,079 | 10,274 | -5.8%   | 13.2% | 9,953 | -8.7%   | 9.6%     |
|        | 영업이익 |  | 271    | -100  | -59    | 적전      | 적지    | -48   | 적전      | 적지       |
|        | 세전이익 |  | 326    | 203   | -52    | 적전      | 적전    | -1    | 적전      | 적전       |
|        | 순이익  |  | 216    | 153   | -39    | 적전      | 적전    | 7     | -96.7%  | -95.4%   |
|        | OPM  |  | 2.5%   | -1.1% | -0.6%  | -3.1%p  | 0.5%p | -0.5% | -3.0%   | 0.6%     |
|        |      |  |        |       |        |         |       |       |         |          |

▶2Q12: 어닝쇼크 기록. 10년 수주한 저마진 벌크선의 매출 비중 예상보다 높았고, 비나신은 신조선 공사 본격화되면서 적자 전환

▶1Q13: 어닝쇼크, 2분기 연속 적자 기록. 본사/비나신 매출 감소에 따른 고정비 효과, 저선가 물량 투입 영향

▶2Q13E: 적자지속. 12년 하반기에 받은 PC 선 매출 비중 점차 늘어나며 수익성 하락 요인으로 작용할 듯

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

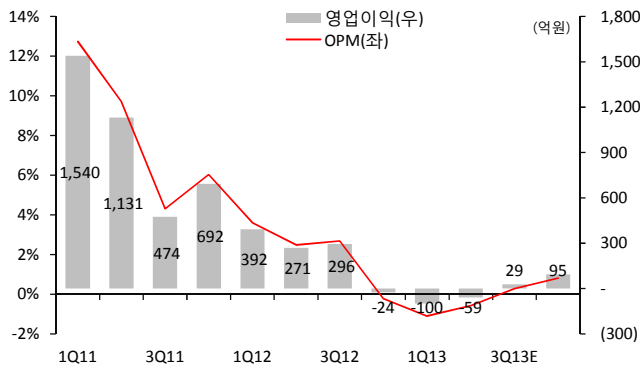
| Valuation    |  |  |         |  |  |                           |  |  |  | (단위: 억원) |
|--------------|--|--|---------|--|--|---------------------------|--|--|--|----------|
| 항목           |  |  | 금액      |  |  | 비고                        |  |  |  |          |
| EV           |  |  | 8,595   |  |  |                           |  |  |  |          |
| EBITDA       |  |  | 1,893   |  |  | 15년 개별                    |  |  |  |          |
| 적정 EV/EBITDA |  |  | 4.5     |  |  | 04~06년 평균                 |  |  |  |          |
| 순현금          |  |  | 3,355   |  |  | 13.3월말 기준. 개별             |  |  |  |          |
| 장기투자자산       |  |  | 26,718  |  |  |                           |  |  |  |          |
| 현대중공업        |  |  | 13,480  |  |  | 지분율 7.98%. 12.7월~13.6월 평균 |  |  |  |          |
| 포스코          |  |  | 3,010   |  |  | 지분율 1%. 12.7월~13.6월 평균    |  |  |  |          |
| KCC          |  |  | 1,185   |  |  | 지분율 3.77%. 12.7월~13.6월 평균 |  |  |  |          |
| 종속법인 및 관계회사  |  |  | 9,043   |  |  | 현대비나신, 하이증권 등. 장부가치       |  |  |  |          |
| 주주가치         |  |  | 27,969  |  |  | 순현금의 20%, 투자자산의 70%       |  |  |  |          |
| 발행주식수(천주)    |  |  | 20,000  |  |  | 만 반영함                     |  |  |  |          |
| 주당주주가치(원)    |  |  | 140,000 |  |  |                           |  |  |  |          |

자료: 동양증권 리서치센터

| 실적전망 수정 |  |  |        |        |        |        |        |        |         | (단위: 억원) |
|---------|--|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
|         |  |  | 변경전    |        |        | 변경후    |        |        | 변화율     |          |
|         |  |  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2013E   | 2014E    |
| 매출액     |  |  | 42,690 | 44,717 | 44,795 | 41,084 | 45,055 | 47,389 | -3.8%   | 0.8%     |
| 영업이익    |  |  | 122    | 901    | 1,769  | -35    | 628    | 1,668  | -128.4% | -30.3%   |
| 세전이익    |  |  | 240    | 1,119  | 2,073  | 278    | 853    | 2,130  | 15.7%   | -23.8%   |
| 순이익     |  |  | 183    | 850    | 1,575  | 273    | 643    | 1,606  | 49.2%   | -24.4%   |
| OPM     |  |  | 0.3%   | 2.0%   | 3.9%   | -0.1%  | 1.4%   | 3.5%   | -0.4%p  | -0.6%p   |
| ROE     |  |  | 0.6%   | 2.7%   | 4.8%   | 1.0%   | 2.5%   | 6.0%   | 0.4%p   | -0.2%p   |

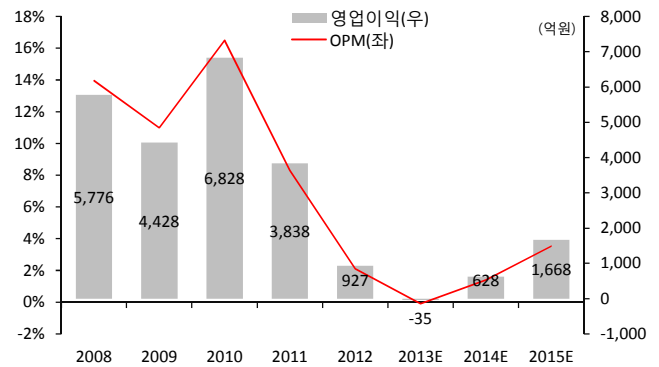
자료: 동양증권 리서치센터 추정

## 현대미포조선 분기 영업이익 추이



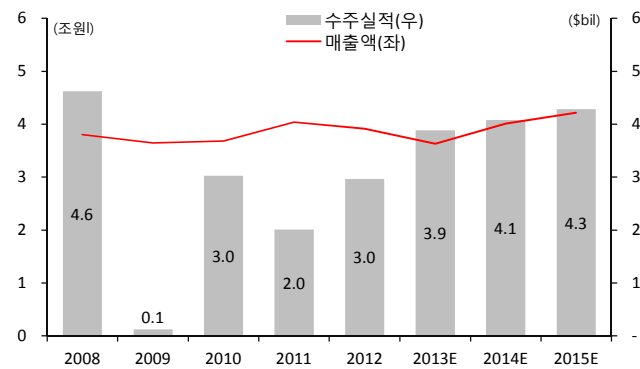
자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

## 현대미포조선 연간 영업이익 추이



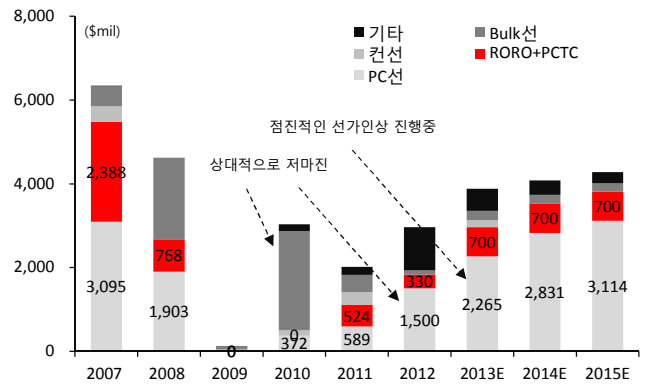
자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

## 현대미포조선 수주-매출액 추이



자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

## 현대미포조선 부문별 수주실적 전망



자료: 현대미포조선, 동양증권 리서치센터 추정

| 연결기준 분기실적전망 |        |        |        |         | (단위: 억원) |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|--------|
|             | 1Q12   | 2Q12   | 3Q12   | 4Q12    | 1Q13     | 2Q13E  | 3Q13E  | 4Q13E  |
| 수주실적(\$m)   | 701    | 437    | 694    | 1,128   | 1,000    | -      | -      | -      |
| 매출액         | 10,873 | 10,902 | 11,053 | 11,325  | 9,079    | 10,274 | 9,976  | 11,755 |
| 본사          | 9,769  | 9,975  | 9,817  | 10,472  | 7,894    | 9,146  | 8,780  | 10,765 |
| (내부매출)*     | 209    | 172    | 164    | 353     | 59       | 73     | 73     | 88     |
| 기타          | 72     | 84     | 80     | 69      | 81       | 85     | 81     | 66     |
| 금융          | 1,242  | 1,015  | 1,320  | 1,138   | 1,163    | 1,116  | 1,188  | 1,012  |
| 영업이익        | 392    | 271    | 296    | -24     | -100     | -59    | 29     | 95     |
| 본사          | 375    | 331    | 313    | 82      | 13       | 46     | 35     | 89     |
| 기타          | -38    | -44    | -56    | -136    | -62      | -65    | -24    | -21    |
| 금융          | 55     | -16    | 40     | 30      | -51      | -39    | 18     | 27     |
| 세전이익        | 513    | 326    | 433    | -76     | 203      | -52    | 32     | 96     |
| 순이익         | 431    | 216    | 319    | -99     | 153      | -39    | 24     | 72     |
| 지배주주순이익     | 438    | 253    | 329    | -51     | 203      | -43    | 22     | 91     |
| 영업이익률(%)    | 3.6%   | 2.5%   | 2.7%   | -0.2%   | -1.1%    | -0.6%  | 0.3%   | 0.8%   |
| 본사          | 3.8%   | 3.3%   | 3.2%   | 0.8%    | 0.2%     | 0.5%   | 0.4%   | 0.8%   |
| 기타          | -52.8% | -52.1% | -70.4% | -197.1% | -77.2%   | -77.2% | -30.0% | -31.4% |
| 금융          | 4.4%   | -1.6%  | 3.0%   | 2.6%    | -4.4%    | -3.5%  | 1.5%   | 2.7%   |

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 | 41,084 | 45,055 | 47,389 | 11.7%    | -4.5%    | -7.0%  | 9.7%   | 5.2%   |
| 본사          | 41,738 | 40,033 | 36,585 | 40,420 | 42,523 | 11.6%    | -4.1%    | -8.6%  | 10.5%  | 5.2%   |
| (내부매출)*     | 1,351  | 898    | 293    | 323    | 340    | 132.4%   | -33.5%   | -67.4% | 10.5%  | 5.2%   |
| 기타          | 553    | 304    | 312    | 345    | 363    | 24.8%    | -45.0%   | 2.7%   | 10.5%  | 5.2%   |
| 금융          | 5,298  | 4,715  | 4,479  | 4,613  | 4,844  | 34.8%    | -11.0%   | -5.0%  | 3.0%   | 5.0%   |
| 영업이익        | 3,838  | 927    | -35    | 628    | 1,668  | -43.8%   | -75.8%   | 적전     | 흑전     | 165.9% |
| 본사          | 3,517  | 1,100  | 183    | 404    | 1,403  | -35.7%   | -68.7%   | -83.4% | 121.0% | 247.2% |
| 기타          | 118    | -273   | -173   | 108    | 144    | -73.7%   | 적전       | 적지     | 흑전     | 33.3%  |
| 금융          | 203    | 101    | -45    | 115    | 121    | -77.8%   | -50.4%   | 적전     | 흑전     | 5.0%   |
| 세전이익        | 3,147  | 1,192  | 278    | 853    | 2,130  | -54.4%   | -62.1%   | -76.7% | 206.5% | 149.8% |
| 순이익         | 2,024  | 864    | 210    | 643    | 1,606  | -62.1%   | -57.3%   | -75.7% | 206.5% | 149.8% |
| 지배주주순이익     | 1,998  | 965    | 273    | 643    | 1,606  | -59.4%   | -51.7%   | -71.8% | 135.8% | 149.8% |
| 영업이익률(%)    | 8.3%   | 2.1%   | -0.1%  | 1.4%   | 3.5%   | -8.2%p   | -6.2%p   | -2.2%p | 1.5%p  | 2.1%p  |
| 본사          | 8.4%   | 2.7%   | 0.5%   | 1.0%   | 3.3%   | -6.2%p   | -5.7%p   | -2.2%p | 0.5%p  | 2.3%p  |
| 기타          | 21.3%  | -89.9% | -55.3% | 31.3%  | 39.7%  | -79.9%p  | -111.2%p | 34.6%p | 86.6%p | 8.4%p  |
| 금융          | 3.8%   | 2.1%   | -1.0%  | 2.5%   | 2.5%   | -19.4%p  | -1.7%p   | -3.1%p | 3.5%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 | 41,084 | 45,055 | 47,389 |
| 매출원가           | 39,686 | 40,580 | 38,626 | 41,790 | 42,949 |
| 매출총이익          | 6,553  | 3,574  | 2,458  | 3,265  | 4,440  |
| 판매비            | 2,715  | 2,647  | 2,492  | 2,638  | 2,772  |
| 영업이익           | 3,838  | 927    | -35    | 628    | 1,668  |
| EBITDA         | 4,470  | 1,594  | 661    | 1,391  | 2,443  |
| 영업외손익          | -691   | 265    | 313    | 225    | 462    |
| 외환관련손익         | -105   | -209   | 134    | -42    | -42    |
| 이자손익           | 242    | 79     | -2     | -6     | 33     |
| 관계기업관련손익       | -2     | 4      | -2     | -2     | -2     |
| 기타             | -826   | 391    | 182    | 275    | 472    |
| 법인세비용차감전순이익    | 3,147  | 1,192  | 278    | 853    | 2,130  |
| 법인세비용          | 1,123  | 328    | 68     | 210    | 524    |
| 계속사업순이익        | 2,024  | 864    | 210    | 643    | 1,606  |
| 중단사업순이익        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익          | 2,024  | 864    | 210    | 643    | 1,606  |
| 지배지분순이익        | 1,998  | 965    | 278    | 643    | 1,606  |
| 포괄순이익          | -8,212 | -117   | -5,630 | -5,272 | -4,309 |
| 지배지분포괄이익       | -8,233 | 59     | -5,784 | -5,416 | -4,427 |

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 | 52,856 | 52,255 | 55,013 |
| 현금및현금성자산       | 5,636  | 1,550  | 2,614  | 2,320  | 5,386  |
| 매출채권 및 기타채권    | 10,008 | 13,141 | 18,953 | 19,238 | 19,404 |
| 재고자산           | 2,830  | 1,866  | 2,074  | 2,274  | 2,392  |
| 비유동자산          | 36,911 | 35,536 | 31,934 | 30,355 | 28,771 |
| 유형자산           | 8,890  | 9,174  | 8,846  | 9,003  | 9,148  |
| 관계기업등 지분관련자산   | 338    | 313    | -1,027 | -2,736 | -4,446 |
| 기타투자자산         | 23,750 | 22,044 | 20,130 | 20,130 | 20,130 |
| 자산총계           | 78,246 | 77,228 | 84,790 | 82,610 | 83,784 |
| 유동부채           | 39,137 | 36,727 | 51,268 | 48,717 | 48,497 |
| 매입채무 및 기타채무    | 20,661 | 16,838 | 20,869 | 18,318 | 19,097 |
| 단기차입금          | 16,386 | 17,908 | 25,763 | 25,763 | 24,763 |
| 유동성장기부채        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동부채          | 5,022  | 6,574  | 5,946  | 5,946  | 5,946  |
| 장기차입금          | 346    | 1,114  | 1,157  | 1,157  | 1,157  |
| 사채             | 0      | 999    | 999    | 999    | 999    |
| 부채총계           | 44,160 | 43,301 | 57,214 | 54,663 | 54,442 |
| 지배지분           | 32,173 | 31,832 | 25,944 | 26,293 | 27,605 |
| 자본금            | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000  |
| 자본잉여금          | 906    | 901    | 901    | 901    | 901    |
| 이익잉여금          | 20,808 | 21,361 | 21,348 | 21,697 | 23,009 |
| 비지배지분          | 1,913  | 2,096  | 1,632  | 1,654  | 1,737  |
| 자본총계           | 34,086 | 33,927 | 27,576 | 27,947 | 29,342 |
| 순차입금           | -7,537 | -2,235 | -604   | -310   | -4,375 |
| 총차입금           | 16,944 | 20,255 | 28,089 | 28,089 | 27,089 |

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |         |        |         |         |         |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)         | 2011A   | 2012A  | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
| 영업활동 현금흐름       | -5,806  | -7,324 | -10,279 | -9,894  | -8,925  |
| 당기순이익           | 2,024   | 864    | 210     | 643     | 1,606   |
| 감가상각비           | 622     | 648    | 673     | 743     | 755     |
| 외환손익            | 5       | 21     | -81     | 42      | 42      |
| 총속,관계기업관련손익     | 2       | -4     | 2       | 2       | 2       |
| 자산부채의 증감        | -10,641 | -9,171 | -11,044 | -11,503 | -11,606 |
| 기타현금흐름          | 2,183   | 319    | -38     | 180     | 277     |
| 투자활동 현금흐름       | 2,650   | 215    | 697     | 973     | 973     |
| 투자자산            | -3,141  | -1,834 | 1,354   | 1,708   | 1,708   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -1,005  | -1,153 | -889    | -900    | -900    |
| 유형자산 감소         | 5       | 11     | 0       | 0       | 0       |
| 기타현금흐름          | 6,790   | 3,191  | 231     | 165     | 165     |
| 재무활동 현금흐름       | 1,522   | 2,913  | 7,547   | -303    | -1,303  |
| 단기차입금           | 2,106   | 1,522  | 7,850   | 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    | 3,099   | 8,930   | 12,321  |
| 현금의 증감          | -1,678  | -4,086 | 1,064   | -294    | 3,065   |
| 기초 현금           | 7,315   | 5,636  | 1,550   | 2,614   | 2,320   |
| 기말 현금           | 5,636   | 1,550  | 2,614   | 2,320   | 5,386   |
| NOPLAT          | 3,838   | 927    | -35     | 628     | 1,668   |
| FCF             | -8,546  | -8,985 | -11,264 | -11,167 | -10,474 |

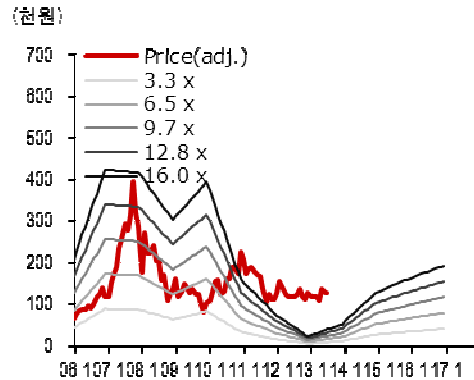
자료: 동양증권

- 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

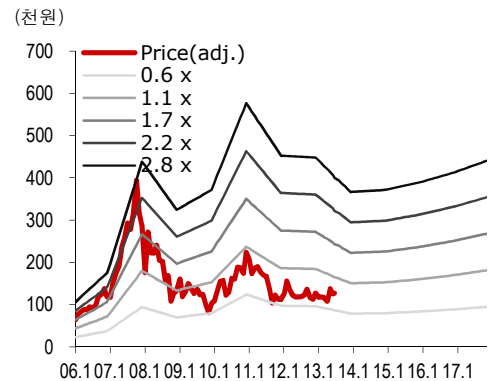
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)                    | 2011A   | 2012A   | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
| EPS                        | 9,992   | 4,827   | 1,392   | 3,214   | 8,029   |
| BPS                        | 163,132 | 161,427 | 131,988 | 133,733 | 140,293 |
| EBITDAPS                   | 22,351  | 7,970   | 3,304   | 6,957   | 12,216  |
| SPS                        | 231,193 | 220,768 | 205,418 | 225,277 | 236,947 |
| DPS                        | 2,000   | 1,500   | 1,500   | 1,500   | 1,500   |
| PER                        | 15.7    | 26.0    | 91.6    | 39.7    | 15.9    |
| PBR                        | 1.0     | 0.8     | 1.0     | 1.0     | 0.9     |
| EV/EBITDA                  | 5.8     | 15.7    | 40.1    | 19.3    | 9.4     |
| PSR                        | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |        |          |       |
|-----------------|-------|-------|--------|----------|-------|
| 결산(12월)         | 2011A | 2012A | 2013F  | 2014F    | 2015F |
| 매출액 증가율 (%)     | 11.7  | -4.5  | -7.0   | 9.7      | 5.2   |
| 영업이익 증가율 (%)    | -43.8 | -75.8 | -103.7 | -1,910.4 | 165.9 |
| 지배순이익 증가율 (%)   | -59.4 | -51.7 | -71.2  | 130.9    | 149.8 |
| 매출총이익률 (%)      | 14.2  | 8.1   | 6.0    | 7.2      | 9.4   |
| 영업이익률 (%)       | 8.3   | 2.1   | -0.1   | 1.4      | 3.5   |
| 지배순이익률 (%)      | 4.3   | 2.2   | 0.7    | 1.4      | 3.4   |
| EBITDA 마진 (%)   | 9.7   | 3.6   | 1.6    | 3.1      | 5.2   |
| ROIC            | 60.6  | 6.0   | -0.2   | 2.8      | 7.2   |
| ROA             | 2.3   | 1.2   | 0.3    | 0.8      | 1.9   |
| ROE             | 5.5   | 3.0   | 1.0    | 2.5      | 6.0   |
| 부채비율 (%)        | 129.6 | 127.6 | 207.5  | 195.6    | 185.5 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -23.4 | -7.0  | -2.3   | -1.2     | -15.8 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 700.4 | 34.9  | -0.8   | 14.0     | 38.5  |

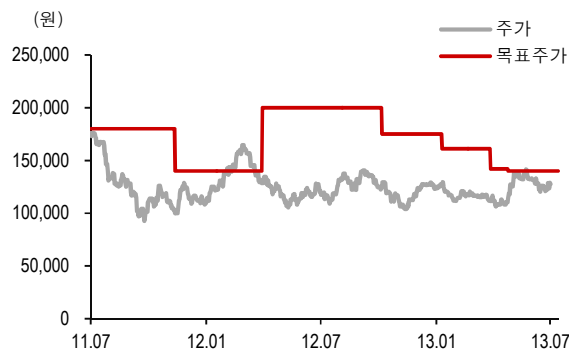
PER Band chart



PBR Band chart



현대미포조선 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



| 날짜         | 투자의견 | 목표주가    |
|------------|------|---------|
| 2013-07-15 | BUY  | 140,000 |
| 2013-06-17 | BUY  | 140,000 |
| 2013-05-06 | BUY  | 140,000 |
| 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 |

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 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.