조선업

# 조선사 수주, 일반 상선에서 LNG선과 시추선으로

**전재천**
769.3082
jcjeon7@daishin.com

**이지윤**
769.3429
leejyun0829@daishin.com


**투자의견**

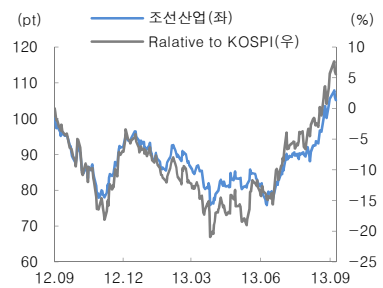
## Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

| 종목명 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 현대중공업 | Buy | 300,000원 |
| 삼성중공업 | Buy | 51,000원 |
| 대우조선해양 | Buy | 42,000원 |
| 현대미포조선 | Marketperform | 150,000원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 15.9 | 38.0 | 21.3 | 9.1 |
| 상대수익률 | 8.5 | 23.0 | 20.1 | 8.8 |




### 1) 투자 포인트

– 조선주 주가가 크게 오른 현재의 시점에서 2014년 수주 전망을 겸해 투자 판단의 잣대 제시
– 조선주의 현재 주가는 수주 선가를 감안 시, 좋아지는 부분을 상당히 반영한 주가라 판단
– 그런데 조선주는 수주와 선가를 시차를 두고 반영. 현재는 수주가 주가에 반영되는 시기
– 조선주가 단기 급등하였고, 3분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상되어 단기 조정 가능성 있으나 수주가 양호하다면 2014년 1분기까지는 Outperform할 것
– 대형3사 수주는 2014년 상반기까지 매출 보다 많을 것으로 예상되어(즉, 잔량 증가) 양호한 수주 환경이 2014년 상반기까지 이어지는 점을 감안 시, 조정 시, 긍정적 관점 대응
– 수주 키워드는 2013년 상반기 '상선 발주 회복'에서 2014년 상반기까지는 LNG선과 시추선 발주 증가로 이동 –> 대우조선해양과 삼성중공업을 최우선 추천주로 제시
– 실적이 주가에 반영되는 시기는 2013년 상반기 저가 물량이 매출에 반영되는 시기

– 실적이 주가에 반영되는 시기에 주가 조정 예상
- 조선사 마다 그 시점이 달라 주가에 부정적 영향을 미치는 시점이 다름
- 현대중공업 : 2014년 1분기 또는 2분기 실적이 논의되는 4월 또는 7월
- 현대미포조선 : 2012년 4분기에 수주한 물량이 매출인식되기 시작하는 2013년 하반기
- 삼성중공업, 대우조선해양 : 2013년 상반기 수주에서 수익성이 낮은 일반 상선 비중 적어 관련 리스크는 작음

– 실적이 주가에 반영되기 전 기간에는 수주금액과 선가의 방향이 Outperform 여부를 결정
- 수주가 매출 보다 높은 구간에서는 Outperform할 것
  ➔ 대형3사 수주는 2014년 상반기까지 매출 보다 높을 것
- 선가는 하락 반전하지 않을 경우, 악재로 작용하지 않을 것
- 선가 횡보는 악재 보다는 상승 탄력을 둔화시키는 요인
  ➔ 상선 선가는 소폭 추가 상승한 이후, 연말까지 횡보 예상

### 2) 수주 전망 : 수주 무게 중심, 일반상선에서 LNG선과 시추선으로 이동 중

– 2013년 하반기부터 2014년 상반기까지 LNG선과 시추선 수주 비중 크게 증가 예상
- 경기 개선에 대한 기대감과 선가 상승에 대한 기대감이 상당 부분 반영된 현 상황에서 이 같은 수주 무게 중심 이동은 투자 종목 선정에 변화를 필요케 함
  ➔ 현대중공업, 현대미포조선에서 대우조선, 삼성중공업으로
– 2014년 상반기까지 LNG선과 시추선 수주 호조로 대형3사 수주, 매출 보다 높은 상황 지속
– 2013년 대형3사 수주 예상 : 470억불에 육박 예상(yoy +50%. 역사상 2번째로 많은 수주)
– 2014년 대형3사 수주 예상 : 425억불 예상(yoy –10% 감소 예상, 해양생산설비 감소 때문)

### 3) 최우선 추천주 : 대우조선해양, 삼성중공업

– 대우조선해양, 삼성중공업 : LNG선과 시추선 발주 증가 시, 수혜 예상
- 대우조선해양 : 2014년, 2015년까지 실적이 꾸준히 개선되는 점까지 감안 시, 조선주 내 최우선 추천주 유지
– 조선 대형3사의 목표주가를 상향 조정함
- 2011년 상반기 PER 상단값을 2014년 실적에 적용(대우조선 13.4배, 삼성중공업 12.3배, 현대중공업 PBR 1.3배 적용)
- 2013년 초부터~2014년 상반기는 2010년 초부터 2011년 상반기 상황과 비슷
- 상선 발주 회복으로부터 시작해서 LNG선, 시추선으로 주력 선종이 이동하며 수주 강세

# Contents


**Ⅰ. 투자포인트와 Valuation** 3

**Ⅱ. 2013년, 2014년 수주 전망** 8

**Ⅲ. 선종별 특이 사항 및 Issue 점검**

1. 상선 선가 상승 얼마나? 주가에 미치는 영향은?
2. 시추선 발주 시장의 변화 – 대우조선해양 가장 수혜
3. LNG선 – Shale가스 수송용 LNG선 발주 증가로 2014년 최고 발주 예상 13
4. 2014년 FLNG 수주에 대한 기대감 증가
5. 해양생산설비 발주, 2014년 감소 예상
6. Container선 발주, 2014년 감소 예상

**Ⅳ. 조선사 실적 추이** 30

**Ⅴ. 기업분석**

현대중공업(009540)
삼성중공업(010140) 34
대우조선해양(042660)
현대미포조선(010620)

# Ⅰ. 투자포인트와 Valuation

## 1. 투자 요약

**투자포인트 요약 : 조선주는 수주와 선가를 시차를 두고 반영. 현재는 수주 규모가 반영되는 시기**

- 조선주 주가가 크게 오른 현재에서 2014년 수주 전망을 겸해 투자 판단의 잣대 제시
- 조선주의 현재 주가는 좋아지는 부분을 상당히 반영한 주가라 판단
  (수주와 수주 선가 모두 고려 시)
- 그런데 조선주는 수주와 선가를 시차를 두고 반영. 현재는 수주규모가 반영되는 시기
- 대형3사의 수주가 2014년 상반기까지 매출 보다 많을 것으로 예상되어(즉, 잔량 증가) 양호한 수주 환경이 2014년 상반기까지 이어지는 점을 감안 시, 조정 시, 긍정적 관점 대응 필요
  * 수주 키워드는 2013년 상반기 '상선 발주 회복'에서 2014년 상반기까지는 LNG선과 시추선 발주 증가임-> 대우조선해양과 삼성중공업을 최우선 추천주로 제시
- 실적이 주가에 반영되는 시기는 2013년 상반기 저가 물량이 매출에 반영되는 시기

**실적이 주가에 반영되는 시기에 주가 조정 예상. 그 시기는 회사마다 다름**

실적이 주가에 반영되는 시기에 주가 조정 예상. 2013년 상반기 낮은 선가에서 수주한 물량이 실적에 반영되면서 시장 기대치를 하회하기 때문

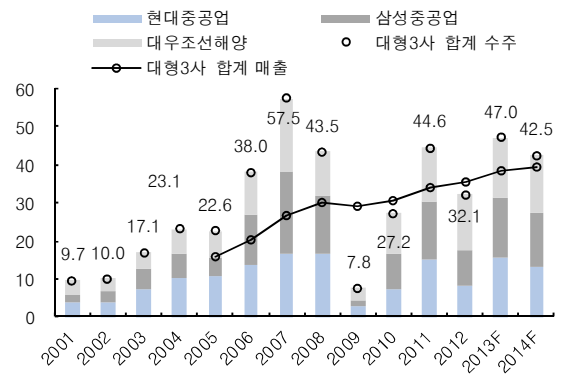
- 조선사 마다 그 시점이 달라 주가에 부정적 영향을 미치는 시점이 다름
- 현대중공업 : 2014년 1분기 또는 2분기 실적이 논의되는 4월 또는 7월
- 현대미포 : 2012년 4분기에 수주한 물량이 매출인식되기 시작하는 2013년 하반기
- 삼성중, 대우조선 : 2013년 상반기 수주에서 낮은 수익성의 일반 상선 비중 적어
  관련 리스크 작음/다만, 삼성중의 경우, Drillship 비중 하락에 따른 수익 둔화 속도는 관심 필요

**실적이 주가에 반영되기 전에는 수주금액과 선가의 방향이 Outperform 여부를 결정**

실적이 주가에 반영되기 전 기간에는 수주금액과 선가 방향이 Outperform 여부를 결정

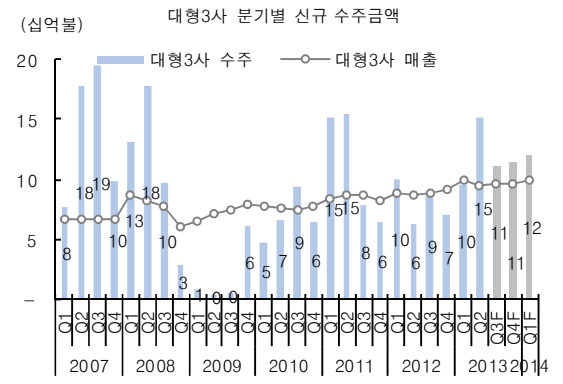
- 수주가 매출 보다 높은 구간에서는 Outperform할 것
  -> 대형3사 수주는 2014년 상반기까지 매출 보다 높을 것
- 선가는 하락 반전하지 않을 경우, 악재로 작용하지 않을 것
  횡보는 악재 보다는 상승 탄력을 둔화시키는 요인
  -> 상선 선가는 소폭 추가 상승한 이후, 연말까지 횡보 예상

**그림 1. 2013 년 수주량 역사상 2 번째로 많아**




주 : 수주 보다 매출이 많은 경우, 잔량이 증가
자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

**그림 2. 2014 년 상반기까지 매출 보다 많은 수주 예상**




주 : 수주 보다 매출이 많은 경우, 잔량이 증가
자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

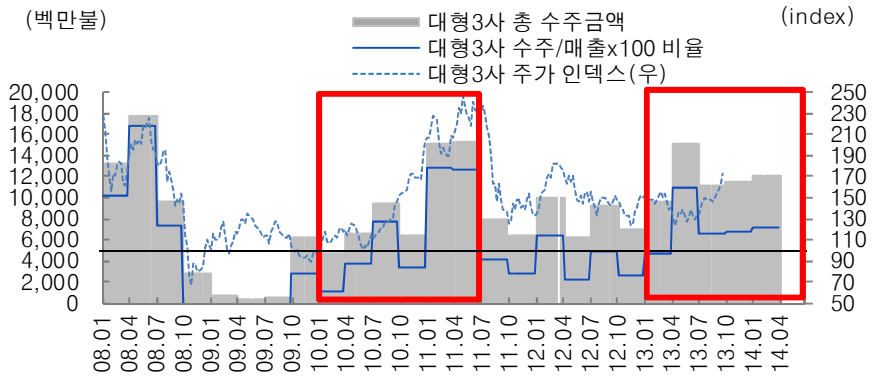
| | |
|---|---|
| 6월 하순 이후, 주가 상승 요인 점검 | - 조선주 6월 하순부터 KOSPI 대비 초과수익 내고 있음<br>* 초과 수익 배경 : 생각 보다 많은 2013년 수주 + 7월 초, 상선 선가 상승<br>+ 유럽, 중국, 미국 경기 회복에 대한 기대감과 이에 따라 상선 발주 2014년에도 증가할 것이라는 기대감<br>* 생각 보다 많은 대형3사 2013년 수주 : 2013년 5월 전망 385억불 -> 현재 470억불 예상(현재까지 수주 348억불)<br>* 유럽, 중국, 미국의 경기가 2014년까지 완만하게 개선될 것으로 예상되는 상황에서 상반기 증가한 상선 발주가 2014년까지 꾸준하게 회복될 것이라는 기대감과 이에 따른 선가 추가 상승 기대감 |
| 투자가들의 수주 기대와 실제의 차이 | 상기 상선 발주 시장 회복에 대한 투자가들의 기대와 달리 향후 6개월 상선 발주는 둔화될 것으로 예상한다. 다만, 일반 상선을 대신해 LNG선 및 시추선의 수주 증가로 매출 이상의 수주가 지속되어 양호한 수주 흐름을 이어갈 것으로 예상한다. |
| 10월 단기 조정 가능성. 2014년 1분기까지 긍정적 대응 | 주가가 8월 중순 이후 단기 급등한 상황에서 10월에 미국 관련 매크로 이슈(미국 예산안 표결, 부채한도 조정) 그리고 기대치를 소폭 하회할 3분기 실적으로 조정 가능성도 있어 보인다. 그러나 2014년 1분기까지 봤을 때는 LNG선, 시추선으로 매출 이상의 수주가 가능한 상황임을 감안하면 조정 시, 긍정적 관점의 대응이 필요하다는 판단이다. |
| 본문 내용 중, 주목할 만한 내용 | - 시추선 시장의 변화(III.2절) : 대우조선해양 최대 수혜 예상 |
| 향후 기대되는 긍정적 뉴스 플로우 | - Shale 가스 수송용 LNG선 발주 증가 / 미국 Shale가스 추가 수출 승인 뉴스<br>- FLNG FEED 수행 업체 선정(Bonaparte FLNG 등) 뉴스. 당장 수주 증가에 기여하지 않더라도 2015년 이후 수주 증가 기대감 높일 것<br>- 대형3사의 Jackup 시장으로의 신규 진출 |
| 주가 하락 리스크 | - 10월 말~11월 중순 3분기 실적 : 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 영업이익 모두 시장 기대치를 소폭 하회할 것(Page 30 참조)<br>- Clarkson 상선 선가 : 2pt 내외의 추가 상승 후, 횡보 예상 -> 하락만 하지 않을 경우, 악재로 반영되지 않을 것 |

## 2. 조선 업황 비교 (2010 년 초 ~ 2011 년 상반기 vs. 2013 초~2014 년 상반기)

**현재의 조선 업황 2010년~2011년 상반기와 비슷**

2013년~2014년 상반기의 조선 업황은 2010년~2011년 상반기 상황과 비슷하다는 판단이다(아래 표 1 참조). 외부 악재 요인만 없다면 2014년 상반기까지 LNG선과 시추선 수주 증가로 주가 또한 양호한 흐름을 이어갈 것으로 예상한다.

그림 3. **2010 년 초 ~ 2011 년 상반기 vs. 2013 초~2014 년 상반기**




주: 수주/매출 x 100이 100 이상일 경우, 잔량이 증가하는 구간임
자료: 대신증권 리서치센터

표 1. **조선 업황 비교 : 두 시기 유사하며 주가 흐름도 비슷하게 갈 가능성 높음**

| 항목 | 2010 년~2011 년 H1 | 2013 년~2014 년 H1 |
|---|---|---|
| 주력 선종 변화 | -2010 년 상반기 상선 발주 회복 -> 하반기 상선 발주 둔화<br>-2011 년 상반기 Drillship, LNG 선, Container 선 발주 크게 증가 | -2013 년 상반기 상선 발주 회복 -> 하반기 상선 발주 둔화 예상<br>-2013 년 하반기~2014 년 상반기 시추선, LNG 선 발주 증가 예상 |
| 수주규모 | 2010 년 하반기 이후, 매출 이상의 수주 지속 | 2013 년 2 분기 이후, 매출 이상의 수주 지속 |
| Clarkson 선가 Index 움직임 | 2010 년 4 월 초 상승 반전 후, 6 월말까지 상승 후, 횡보, 이후 하락 반전(저점 대비 선가 상승 폭 4.4%) | 2013 년 7 월 초, 첫 상승 반전 후, 저점 대비 2.4% 상승 |
| | | |
| 주가 움직임 | - 2010 년 상반기 상선 발주 회복과 함께 주가 상승<br>- 2010 년 하반기 상선 발주 둔화에도 해양플랜트(시추선, FLNG) 수주 기대감으로 2011 년 상반기까지 상승 지속 | - 2010 년 상반기 상선 발주 회복+해양생산설비 수주 증가로 수주는 크게 증가했으나<br>건설업 실적 쇼크로 수주 수익성에 대한 우려로 주가 상승 못하다가<br>- 2013. 7 월 초, 상선 선가 상승을 기폭제로 주가 상승 본격화<br>- 2014 년 상반기 주가는 ?" |
| Valuation 수준 | 2011 년 상반기 Valuation 상단<br>- 현대중공업 PER 16.5 배, PBR 2.6 배<br>- 삼성중공업 PER 12.3 배, PBR 2.5 배<br>- 대우조선해양 PER 13.4 배, PBR 2.0 배 | 2013 년 9 월 고점 주가 기준 Valuation 현황(2014 년)<br>- 현대중공업 PER 22.9 배, PBR 1.1 배<br>- 삼성중공업 PER 10.6 배, PBR 1.5 배<br>- 대우조선해양 PER 10.8 배, PBR 1.2 배 |
| 주가 하락 조정 트리거 | 현대중공업, 2010 년 상반기 낮은 선가에서 수주한 물량이 매출 인식되던 2011 년 2 분기 실적(7 월 하락 시작) | 현대중공업, 2013 년 상반기 낮은 선가에서 수주한 물량이 매출 인식되는 2014 년 1 분기 또는 2 분기 실적 |

자료: 대신증권 리서치센터

## 3. 추천주와 Valuation

**최우선 추천주 : 대우조선해양, 삼성중공업**

조선주 내, 최우선 추천주 : 대우조선해양과 삼성중공업
- 2014년 상반기까지 발주 증가하는 LNG선과 시추선에서 수주 경쟁력이 높기 때문
- 대우조선해양은 2014년, 2015년까지 실적이 꾸준히 개선되는 점까지 감안 시, 조선주 내 최우선 추천주 유지
- 대우조선해양은 금융위 17.1% 매각과 관련한 오버행 이슈 있지만 펀더멘털 개선세가 이어지고 있어 소화가능할 것으로 기대. 희망적인 시나리오로는 금융위 지분 중, 5%~7% 정도가 먼저 블럭세일된 후, 나머지 지분에 대해서는 2014년 산업은행과의 공동 매각 가능성도 있음 -> 이 경우 오버행이 M&A 모멘텀으로 바뀜)
- 삼성중공업이 경우, 실적이 완만하게 2015년까지 둔화되는 점은 리스크이나 실적 컨센서스에도 이미 이 같은 내용이 반영된 상황이고 2013년 하반기 실적까지는 실적을 크게 하회할 가능성은 낮다는 판단이다.

**현대중공업 BUY 300,000원으로 상향 (+20%),**

**삼성중공업 BUY 51,000원으로 상향 (+9%),**

**대우조선해양 BUY 42,000원으로 상향 (+28%)**

조선대형3사의 목표주가를 상향 조정하였다. 목표주가 상향은 3개사 모두, 2013년 수주 목표를 초과 달성하고 기존 생각 보다 많은 수주를 달성할 것으로 예상되는 점을 반영하였다. 목표주가는 2011년 상반기 PER 상단값을 2014년 실적에 적용(대우조선 13.4배, 삼성중공업 12.3배, 현대중공업 PBR 1.3배 적용)하였다. 2013년 초부터~2014년 상반기는 2010년 초부터 2011년 상반기 상황과 비슷하다고 판단하여 2011년 상반기 주가 고점에서 적용 받았던 Valuation 지표를 적용하였다(현대중공업은 2011년 PER 고점은 16.5배였음 상기 적용한 PBR 1.3배는 2014년 EPS 기준, 26.5배에 해당한다).

**현대미포조선 Neutral 목표주가 150,000원으로 상향(+8%)**

현대미포조선의 목표주가를 150,000원으로 상향(+8%) 조정하고 투자의견을 중립으로 유지한다. 목표주가 상향은 2013년 수주가 생각 보다 높은 40억불 달성이 예상되고 선가 상승에 대한 기대감을 반영하였다. 목표주가는 2013년 BPS 기준 PBR 1배에 해당한다.

표 2. **조선사별 Valuation** (단위: 십억원, 원, 배)

| | | 현대중공업 | 삼성중공업 | 대우조선해양 | 현대미포조선 |
|---|---|---|---|---|---|
| 코드 | | 009540 | 010140 | 042660 | 010620 |
| 투자의견 | | 매수 | 매수 | 매수 | 중립 |
| 목표주가(원) | | 300,000 | 51,000 | 42,000 | 150,000 |
| 현주가(09/17) | | 260,500 | 42,500 | 33,950 | 155,000 |
| 시가총액(십억원) | | 19,798 | 9,812 | 6,497 | 3,100 |
| 상승여력(%) | | 15% | 18% | 24% | -3% |
| 매출액 (십억원) | 12A | 54,974 | 14,489 | 14,058 | 4,415 |
| | 13F | 52,138 | 15,092 | 15,317 | 3,977 |
| | 14F | 53,293 | 15,067 | 16,298 | 4,307 |
| | 15F | 54,990 | 15,149 | 16,435 | 4,337 |
| 영업이익 (십억원) | 12A | 1,993 | 1,206 | 486 | 93 |
| | 13F | 1,320 | 1,255 | 395 | -148 |
| | 14F | 1,384 | 1,137 | 783 | -75 |
| | 15F | 1,662 | 1,063 | 876 | 95 |
| 지배순이익 (십억원) | 12A | 984 | 796 | 222 | 97 |
| | 13F | 836 | 918 | 220 | -163 |
| | 14F | 860 | 863 | 603 | -43 |
| | 15F | 1,028 | 819 | 675 | 98 |
| EPS (원) | 12A | 12,951 | 3,449 | 1,159 | 4,827 |
| | 13F | 10,995 | 3,975 | 1,151 | -8,139 |
| | 14F | 11,312 | 3,737 | 3,152 | -2,148 |
| | 15F | 13,523 | 3,547 | 3,527 | 4,892 |
| BPS (원) | 12A | 222,116 | 22,869 | 24,409 | 159,158 |
| | 13F | 228,645 | 26,251 | 25,253 | 149,549 |
| | 14F | 234,707 | 29,449 | 28,113 | 146,911 |
| | 15F | 243,332 | 32,488 | 31,113 | 151,314 |
| PER (배) | 12A | 7.6 | 7.6 | 6.8 | 11.2 |
| | 13F | 18.7 | 11.2 | 23.4 | 26.3 |
| | 14F | 23.0 | 11.4 | 10.8 | -72.2 |
| | 15F | 19.3 | 12.0 | 9.6 | 31.7 |
| PBR (배) | 12A | 1.19 | 1.40 | 1.02 | 0.70 |
| | 13F | 1.09 | 1.70 | 1.11 | 0.80 |
| | 14F | 1.11 | 1.44 | 1.21 | 1.06 |
| | 15F | 1.07 | 1.31 | 1.09 | 1.02 |
| ROE (%) | 12A | 5.9 | 16.0 | 4.8 | 3.0 |
| | 13F | 4.9 | 16.2 | 4.6 | -5.3 |
| | 14F | 4.9 | 13.4 | 11.8 | -1.4 |
| | 15F | 5.7 | 11.4 | 11.9 | 3.3 |

자료: 대신증권 리서치센터 / 9 월 17 일 종가 기준

# II. 2013년, 2014년 수주 전망

## 1. 연간 수주 전망-수주 무게 중심, 일반 상선에서 LNG 선과 시추선으로 이동중

**2013년 하반기부터 2014년 상반기까지 LNG선과 시추선 수주 비중 크게 증가 예상**

- 2013년 하반기부터 2014년 상반기까지 LNG선과 시추선 수주 비중 크게 증가 예상
  * 경기 개선에 대한 기대감과 선가 상승에 대한 기대감이 상당 부분 반영된 현 상황에서 이 같은 수주 무게 중심 이동은 투자 종목 선정에 변화를 필요케 함
  -> 현대중공업, 현대미포조선에서 대우조선, 삼성중공업으로

**2013년 대형3사 수주 예상**

- 2013년 대형3사 예상 수주 : 470억불에 육박 예상(yoy +50%. 역사상 2번째로 많음)
* 상반기에는 예상 보다 많은 상선 수주(특히, Container선, LPG선)
* 연말까지 예상 보다 많은 LNG선, 시추선 수주 예상

**2014년 대형3사 수주 예상**

- 2014년 대형3사 예상 수주 : 425억불 예상(yoy -10% 감소 예상)
* 해양플랜트 감소(시추선 소폭 증가 / 해양생산 설비 큰 폭으로 감소 yoy -25%)
* 대형3사 2014년 상선 수주 : 2013년과 비슷(LNG선 증가 / Container선 감소)
* 2014년 상반기에 LNG선과 시추선 발주가 몰리면서 전체적으로 상반기 수주금액 비중이 클 것
* 2014년 연간 수주금액은 2013년 대비 감소하나 매출(395억불) 보다 높은 수준으로 나쁘지 않은 수주금액

**조선업에 대한 투자가들의 인식과 실제 조선업 사이에 괴리 부분**

- 투자가들의 인식 : 2014년까지 유럽, 중국, 미국 경기 개선으로 경기 민감 선종(LNG선을 제외한 일반 상선) 수주 증가 및 선가 상승 기대감 커

- 조선사 수주 전망 : 경기 민감 선종 비중 감소하고 경기과 연관성이 상대적으로 떨어지는 LNG선, 시추선 수주  비중 증가 -> 상선 발주 움직임 둔화에 따라 선가 상승 탄력도 둔화될 것

- 대형3사 수주에서 경기 민감 선종 수주 비중 : 2013년 2Q, 3Q 25%~30% -> 2014년 상반기 예상15% 내외

- 대형3사 수주에서 LNG선, 시추선 비중 : 2013년 2Q 25%, 3Q 57% -> 2014년 상반기 예상 55%~60%

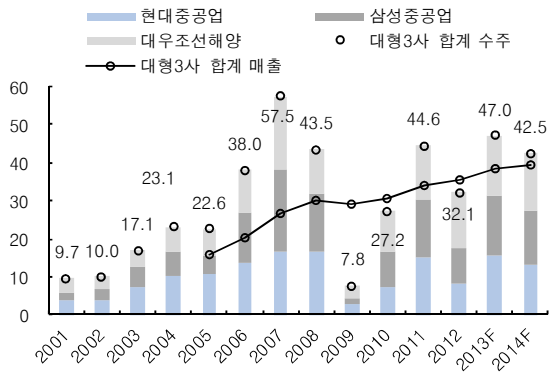
- 이에 따라 현 주가에서는 현대중공업 보다 대우조선, 삼성중공업이 Outperform할 것

**향후 6개월 일반상선 발주가 둔화 예상**

- 직전 6개월 대비 향후 6개월 상선 발주량 둔화 예상
- 둔화될 것으로 예상하는 이유를 들기 전에 2013년 상반기 상선 발주 증가 배경 확인
  * 2013 상반기 상선 발주 회복 배경 : 저선가 매력 + 고연비의 새로운 선박 Design 개발 + 빠른 납기 제공 + 2014년 이후 경기 개선 감안 시, 2015년 이후 선박 부족 예상
  * 상기의 이유를 고려 시, 선주들은 경기 지표 보다 먼저 선박 발주에 나선 셈이며
  * 2013년 연간으로 나올 수요가 선가가 낮았던 상반기에 당겨 나왔다고 해석 가능

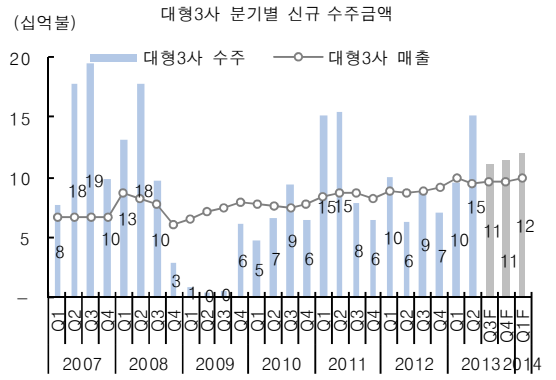
- 이를 고려 시, 경기 개선에 따라 발주가 증가할 것이라는 투자가들의 생각과 달리 향후 6개월 생각 만큼 발주량 증가는 없을 것 -> 이에 따라 선가 상승 속도도 둔화될 것

## 그림 4. 2013 년 수주량 역사상 2 번째로 많음



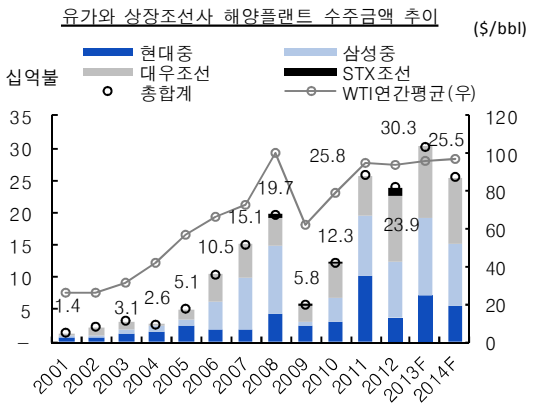

주 : 대형3사 9월 중순 현재까지 수주한 금액 347억불
자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

## 그림 5. 2014 년 상반기까지 매출 보다 많은 수주 예상



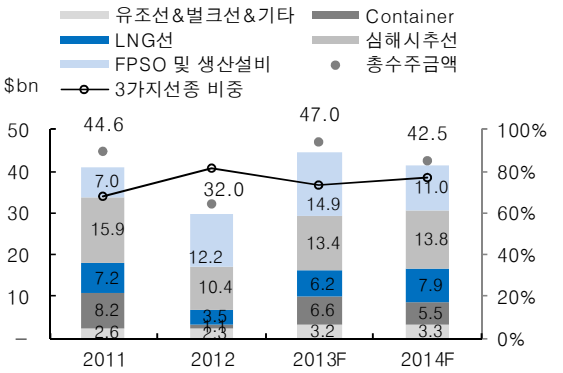

대형3사 9월 중순 현재까지 3분기 수주한 금액 99.7억불
자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

## 그림 6. 2013 년 해양플랜트 수주금액 사상 최고 – Semi-Rig 와 Jackup 으로의 신규 시장 진입 덕분



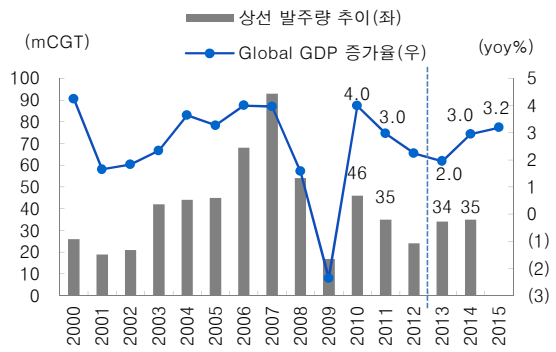

자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

## 그림 7. 2014 년 수주 감소는 해양생산설비 감소 때문/ '13 년~2014 년, 3 가지 주력 선종 비중 70% 이상



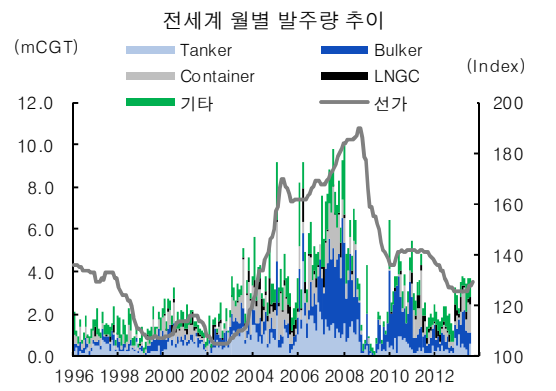

주 : 3가지 주력 선종 = LNG선, 시추선, 해양생산설비
자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

## 그림 8. '13 년 상선 발주-매크로 보다 먼저 움직인 선주




자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

## 그림 9. 상선 발주, 2012 년 12 월부터 개선 시작




자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

**표 3. 조선사 별 수주목표 달성현황 – 대형 3 사 수주 목표의 88% 달성** (단위: 백만불)

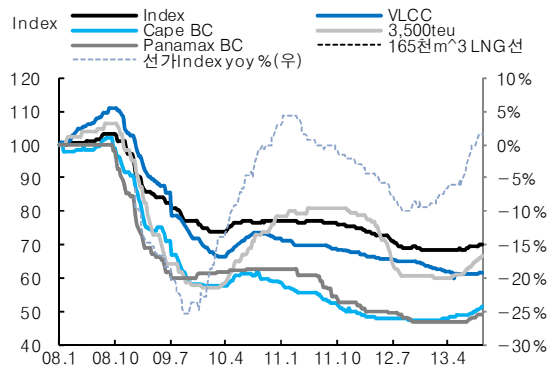
| | 12 년 수주 | 13 년 목표 | | | | 13 년 수주 YTD | | | 목표대비 달성율 | | | 수주실적 기준일 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 단위 : | 합계 | 합계 | 상선 | 해양 | 12 년대비 | 총합계 | 상선 | 해양 | 전체 | 상선 | 해양 | |
| 현대(조선/해양) | 8,215 | 13,500 | 7,750 | 6,000 | 64% | 13,229 | 7,560 | 5,669 | 98% | 98% | 94% | 9.13 일 |
| 현대(전사업부) | 19,567 | 29,700 | | | 52% | 20,837 | | | 70% | | | 8 월말 |
| 현대삼호 | 2,508 | 4,500 | | | 79% | 2,832 | 2,562 | 270 | 63% | | | 7 월 말 |
| 삼성 | 9,607 | 13,000 | 3,000 | 10,000 | 35% | 12,400 | 3,400 | 9,000 | 95% | 113% | 90% | 8 월말 |
| 대우 | 14,270 | 13,000 | 3,900 | 9,100 | –9% | 9,090 | 2,600 | 5,790 | 70% | 67% | 71% | 8 월말 |
| 미포 | 2,960 | 3,200 | 3,200 | | 8% | 3,100 | 3,100 | | 97% | | | 9.13 일 |
| 한진 | 230 | 800 | 800 | | 248% | 187 | 187 | | 23% | | | 8 월 23 일 |
| 한진 Subic | 350 | 1,200 | | | 243% | 900 | 900 | | 75% | | | 8 월 23 일 |
| STX(본사) | 4,900 | 7,000 | 7,000 | | 43% | 880 | 850 | 30 | 13% | | | 8 월말 |
| STX Dalian | 1,100 | 2,100 | 2,100 | | 91% | 180 | 180 | – | 9% | | | 8 월말 |
| STX Europe | 2,060 | 2,300 | 2,300 | | 12% | 100 | 100 | | 4% | 4% | | 8 월말 |
| Cruise | 530 | 2,300 | 2,300 | | 334% | 100 | 100 | | 4% | 4% | | 8 월말 |
| OSV | 1,530 | 매각 | | | | | | | | | | |
| 합계(상장사) | 40,182 | 50,500 | 25,650 | 15,800 | 3% | 38,886 | 17,697 | 20,489 | 77% | 69% | 130% | |
| 대형 3 사합계 | 32,092 | 39,500 | 14,650 | 25,100 | –11% | 34,719 | 13,560 | 20,459 | 88% | 93% | 82% | |
| 총합계 | 57,552 | 76,800 | 14,600 | 15,800 | 0% | 50,506 | 13,879 | 15,090 | 66% | 95% | 96% | |

자료: 각사, 대신증권 리서치센터

**중국 신조 선가 움직임은 생각 만큼 상선 발주 움직임이 강하지 않음을 입증**

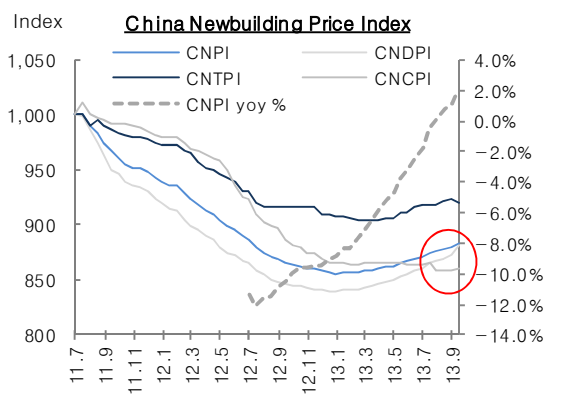
- Clarkson 신조 선가는 전선종 소폭씩 상승하고 있으나
- 중국신조 선가는 7월 말 이후, 상승 탄력이 둔해지고 있음을 확인할 수 있음
  * 7월 말에 Container선 선가가 소폭 하락했다가 직전 주, 소폭 상승했고
  * 직전 주에 유조선 선가가 다시 소폭 하락 반전했음

**그림 10. Clarkson 선가 Index, 저점 대비 2.6% 상승**




자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

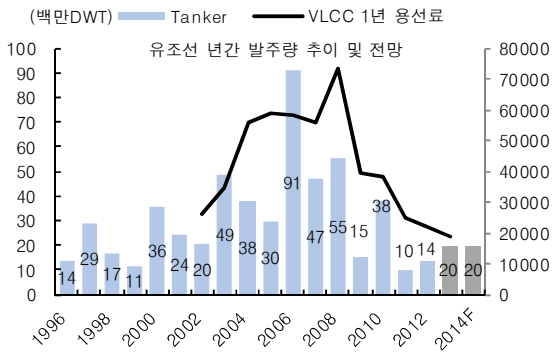
**그림 11. 중국 선가 – 유조선과 Container 선 약세 전환**




자료: CNPI, 대신증권 리서치센터

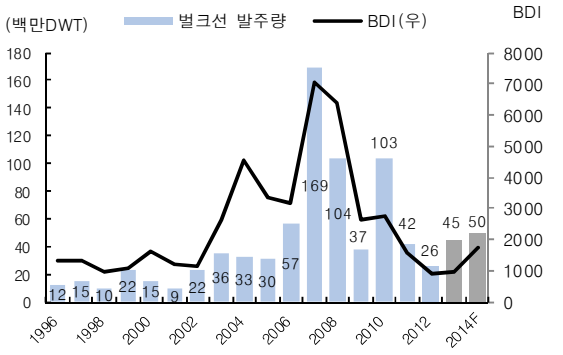
- 아래는 개별 선종의 발주량과 운임을 표시
- 전체적으로 2013년 대비 2014년 운임은 개선될 것으로 예상
- 그러나 앞서 언급한 바와 같이 2013년 선발주가 일어난 경향이 있었기 문에 생각 만큼 발주량 증가는 없을 것임
- 선종별로 보면 벌크선과 LNG선은 2013년 대비 증가할 것으로 예상하고 Container선은 2014년 발주 감소가 예상

그림 12. 유조선 발주량과 운임 추이



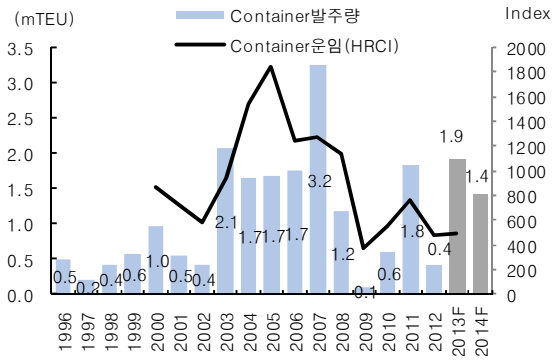

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 13. 벌크선 발주량과 운임 추이



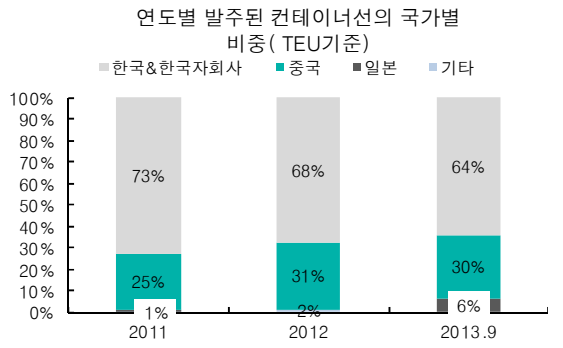

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 14. 유조선 발주량과 운임 추이




자료: Clarkson 대신증권 리서치센터

그림 15. Container 선 점유율 추이 – 한국 감소

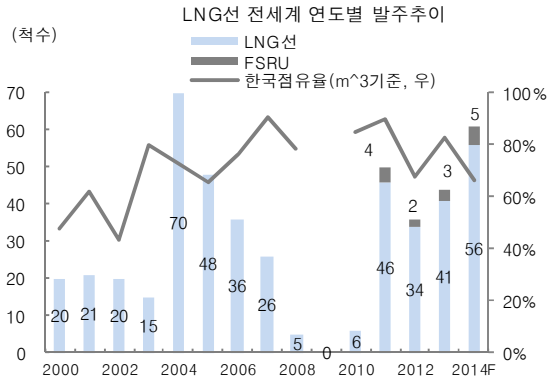



자료: Clarkson 대신증권 리서치센터

LNG선, 시추선, Container선에 대해서는 II장에서 별도 언급하기로 한다.

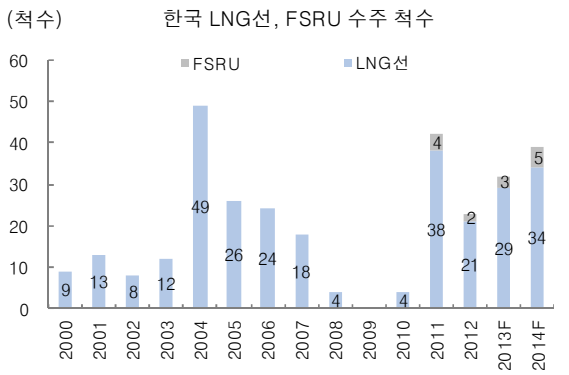
전세계 LNG선 발주는 2014년에 사상 최고치를 경신할 것으로 예상하나 일본의 점유율 상승으로 한국 조선소의 수주 물량은 2011년 대비 소폭 줄거나 비슷할 것으로 예상한다.

## 그림 16. 전세계 LNG 선 발주 추이



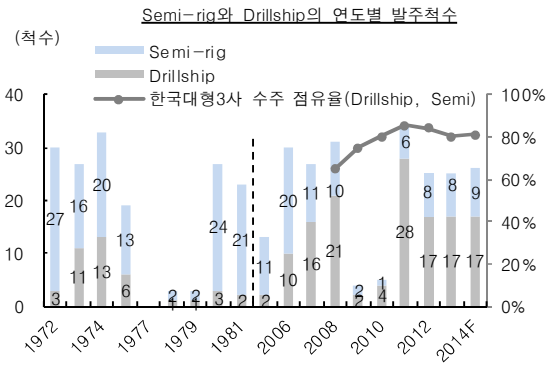

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / 8월 말까지 33척 발주

## 그림 17. 국내 대형 3 사 LNG 선 수주 추이



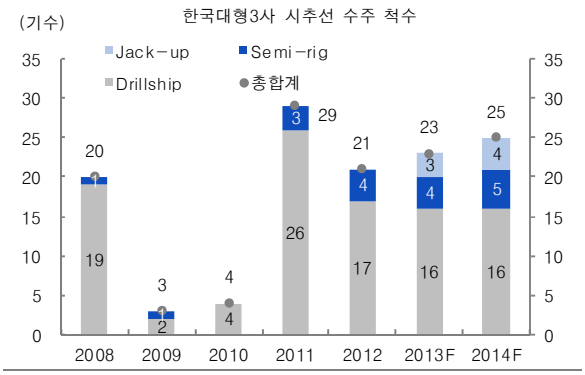

주 : 9월 20일 기준, 한국조선소 총, 21기(FSRU 1기 포함) 수주
자료: 각사, Clarkson, 대신증권 리서치센터

## 그림 18. 전세계 시추선 수주 추이



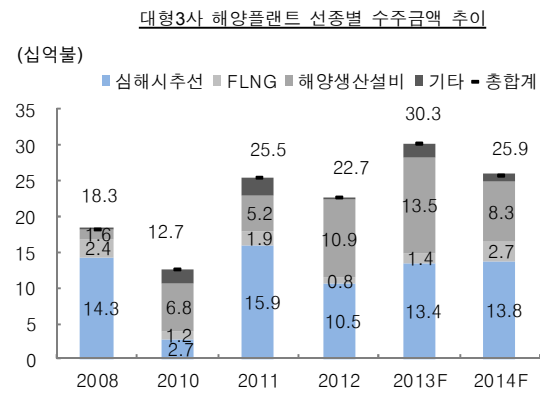

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

## 그림 19. 국내 대형 3 사 시추선 수주 추이



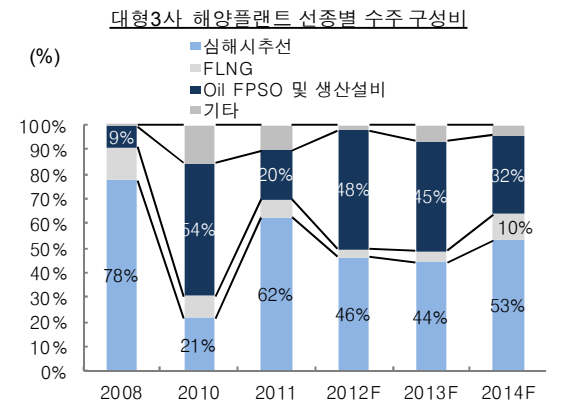

주 : 대형3사, 9월 25일까지 Drillship 9기, Semi-Rig 3기, Jackup 3기 수주
자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

## 그림 20. 2013 년 시추선 덕분에 사상 최고 해양 수주




자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

## 그림 21. '14 년 시추선 비중 증가, 생산 설비 비중 감소




자료: 대형3사, 대신증권 리서치센터

# III. 선종별 특이 사항 및 Issue 점검

## 1. 상선 선가 상승 얼마나? 주가에 미치는 영향은?

**상선 선가가 주가에 미치는 중요성**

상선 선가 상승은 조선사의 미래 영업이익을 상향 조정케 한다는 점에서 의미가 크다. 2013년 상반기, GS건설과 삼성엔지니어링 실적 쇼크로 질 낮은 수주에 대한 우려가 컸던 상황에서 7월 초 Clarkson 선가Index의 상승은 수주 선박의 수익성 개선에 대한 기대감을 키우며 주가 상승의 기폭제가 된 바 있다.

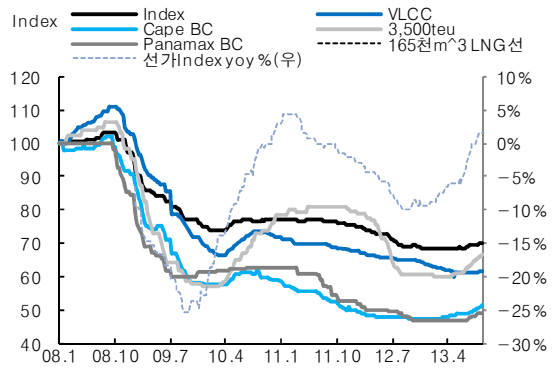
**상선 선가 상승폭이 제한적일 것으로 보는 이유**

이번 선가 상승 Cycle에서 Clarkson Index의 저점 대비 상승 폭은 4%~5% 수준으로 제한적일 것으로 예상한다. 제한적이라고 보는 이유는 1) 첫째, 2013년 상반기 주력 발주 선종이었던 벌크선과 Container선의 선물 운임을 고려 시, 폭발적인 운임 상승을 기대하기 어렵기 때문이고(운임은 선가의 선행지표) 2) 둘째, 선박의 원가에 큰 영향을 미치는 철광석 1년 선도 가격이 현재 보다 크게 낮은 가격에서 거래가 되고 있기 때문이다. 원자재 가격이 상승하지 않는 상황에서 선가가 크게 상승하기는 어렵기 때문이다.

**주가에 미치는 영향**

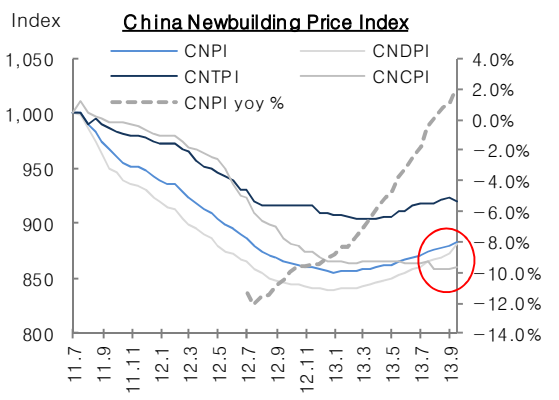
선가 상승이 주가에 미치는 영향은 단계적으로 다르다. 1)초기 상승 반전했던 초기(7월 초)에는 궁극의 상승 폭 보다는 상승 전환하여 향후 개선된다는 기대감이 반영되다가 2) 어느 정도 시점이 지난 횡보가 확인되는 시기에는 주가 모멘텀으로서의 효력을 잃게 된다. 횡보 하더라도 조선사 잔량이 증가하는 상황에서 선가 횡보는 악재로 작용하지 않을 것이다. 3) 또한, 2014년 상반기까지는 상선 비중이 줄고 LNG선, 시추선 비중이 증가하는 상황에서 상선 선가가 미치는 영향력은 줄어들 것이다

그림 22. Clarkson 선가Index, 저점 대비 2.6% 상승



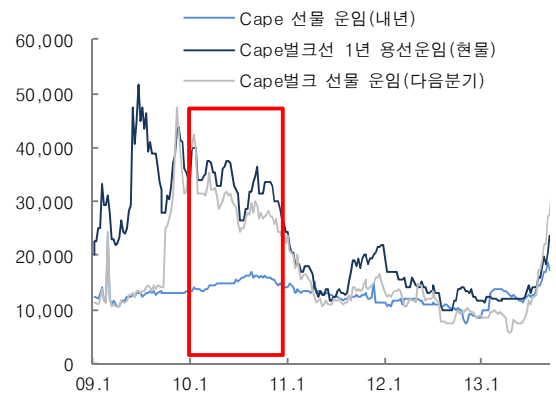

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 23. 중국 선가 – 유조선과 Container 선 약세 전환



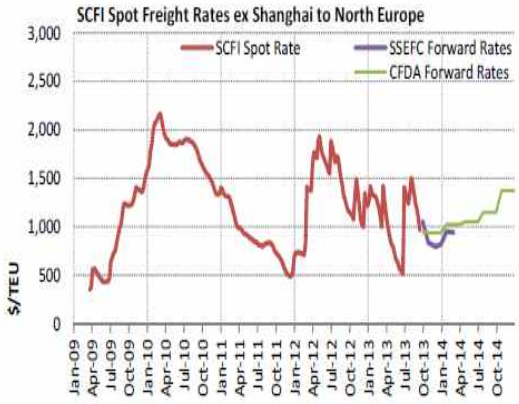

자료: CNPI / Chinese Newbuilding Price Index / Dry Price Index/Tanker Price Index

그림 24. Cape 벌크선 운임 선도-12 개월 선도 현재 보다 소폭 낮음



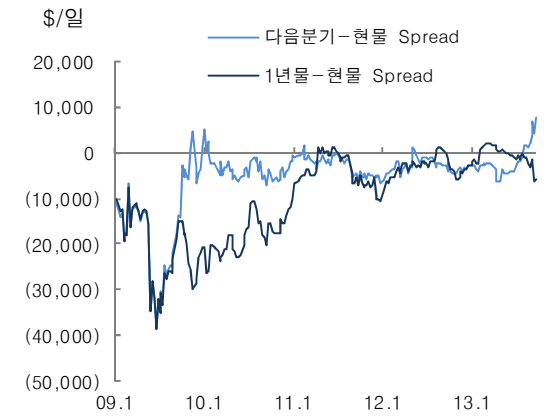

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터 / 선도운임은 FIS 중개 기준

그림 25. SCFI 유럽향 운임 선도 - 2012 년 4 분기 수준으로 개선



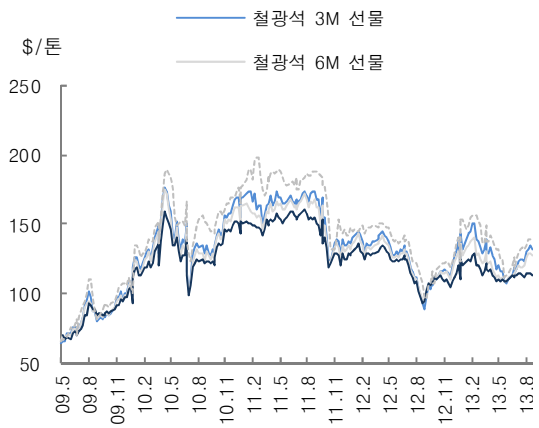

자료: Alphaliner 9월 16일

그림 26. Cape 벌크선 선물 스프레드 추이 – 다음분기 선도는 현재 보다 상승 내년 선도 운임은 Spread 확대



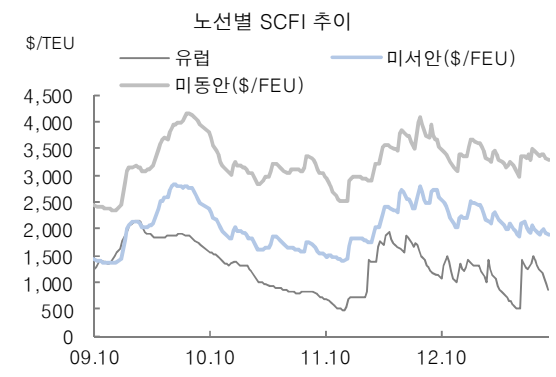

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터/ 선도운임은 FIS 중개 기준

그림 27. 중국 수입 철광석 선물가격 추이 – 철광석 선도 가격 모두 현물 보다 낮게 거래 -> 1 년물, 현물 대비 18% 낮게 거래 중



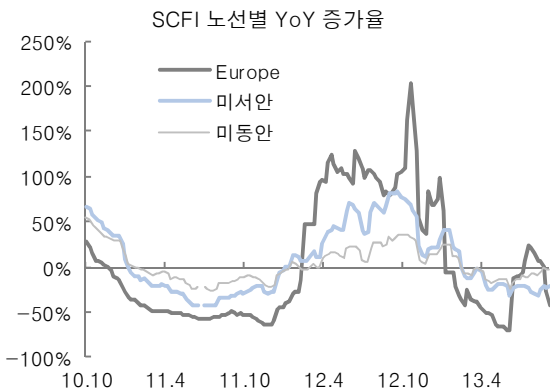

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터
주 : 8월 23일 기준, 중국 수입 철광석 현물 $138.5, 1년물은 $114.4

그림 28. SCFI 항로별 운임 추이



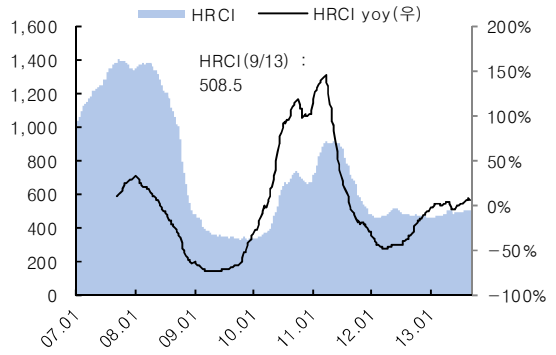

자료: Chinese Shipping

그림 29. SCFI 항로별 yoy 운임 증가율




자료: Chinese Shipping

그림 30. HRCI 용선 운임 추이




자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 31. SCFI 미국서안 운임 선도

자료: Alphaliner 9월 16일 /SCFI(Shanghai Containerized Freight Index)를 기초로 한 선도 운임
주 : 선도 운임은 CFDA 중개 기준(Container Freight Derivatives Association)

## 2. 시추선 발주 시장의 변화 – 대우조선해양 가장 큰 수혜 예상

2013년 하반기 이후, 대형3사가 처한 시추선 시장이 변하고 있고 그 변화에서 대우조선해양이 가장 큰 수혜를 입을 것으로 예상한다.

**시추선 시장의 변화**

2013년 하반기 국내 조선 대형3사가 처한 시추선 시장의 변화

- Semi-Rig, Jackup 시장으로의 신규 진입 -> Drillship 발주가 증가하지 않더라도 시추선 수주금액 증가하고 있음
- Drillship의 사양이 바뀌고 있고 이에 따른 부수적 변화 발생
  * 사양 변화 주요 내용 : BOP(Blow-out Preventor) 압력 상향 (15,000psi -> 20,000psi) / Deck Space 확대(Riser등이 Deck 아래로 이동) 등
  * 이에 따라 조선사 교차 발주 시작. 기존에 한 Drilling Operator는 대부분 같은 조선소에 발주를 하였으나 다른 조선소에도 발주하기 시작. 2013년 7월 삼성중공업에만 Drillship을 발주하던 Seadrill이 대우조선해양에도 Drillship 2기를 발주한 것이 변화의 시작이었음 -> 가장 많은 Drillship 발주 고객을 갖고 있던 삼성중공업은 일부 고객을 타 조선사, 특히 대우조선해양에 넘기는 상황 발생할 것
  * 사양 변화에 따라 기존 Option을 행사하던 발주 행태가 신규 협의 형태로 바뀌고 있고 일부는 경합의 형식을 띄고 있음 -> 사양 변화에 따른 학습효과 하락분을 선가에 전가 시키기 어려울 것으로 판단 / 기존 내던 수익성 보다 떨어질 것으로 예상 / 주가에 반영되는 시기는 실제 매출로 일어나는 시기로 빨라야 2014년 하반기로 예상

**시추선 시장 변화의 가장 큰 수혜는 대우조선해양이 입을 것**

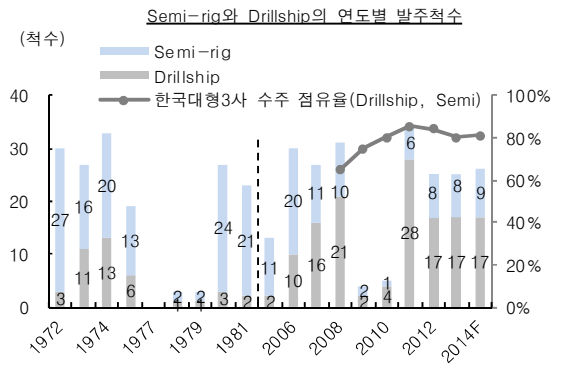
상기와 같은 시추선 시장의 변화에 따라 조선사별 손익이 달라질 것으로 예상한다.

- 삼성중공업 : 수주금액에는 긍정적, 수익성에는 부정적
  * Semi-Rig, Jackup 시장으로 신규 진입하며 시추선 수주금액 증가 -> 현재 주가에 반영
  * 일부 Drillship 고객 타조선사로 이동하며 Drillship 점유율 하락 가능성
  * Drillship 사양 변경에 따라 Drillship이라 하더라도 기존 보다는 낮은 수익 기대 -> 매출에 인식되는 시기에 주가에 반영. 빨라야 2014년 하반기 예상
- 대우조선 : Drillship 고객 확대, Jackup 시장 신규 진입으로 수주금액 증가 긍정적
  * Drillship 사양 변경, Jackup이라는 신선종 건조에 따라 시추선 평균 영업이익율은 하락한다 하더라도 2013년 예상 영업이익율 2.5% 보다는 높아 나쁘지 않음
- 현대중공업 : 새로운 디자인의 Drillship 시장에서도 낮은 점유율 지속 예상

**보유 Drillship Option 기수, 대우조선이 12기로 최다**

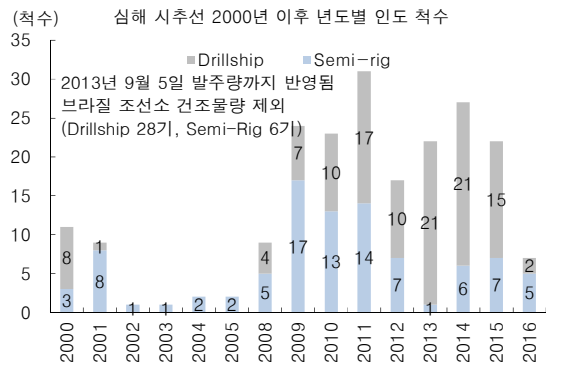
상기와 같은 Drillship 시장의 변화로 겉으로 드러나는 변화가 바로 조선사별 Drillship Option 보유 기수이다. 대우조선해양이 처음으로 삼성중공업의 Drillship Option 보유 기수를 넘어섰다(Drillship Option 보유 기수 : 대우조선해양 12기(연초 8기), 삼성중공업 6기(연초 9기), 현대중공업 1기(연초 2기)

**그림 32. 연간 시추선 발주량 추이**



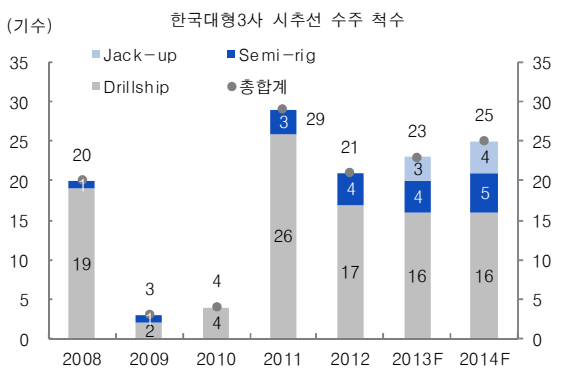

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

**그림 33. 시추선의 연간 인도추이**



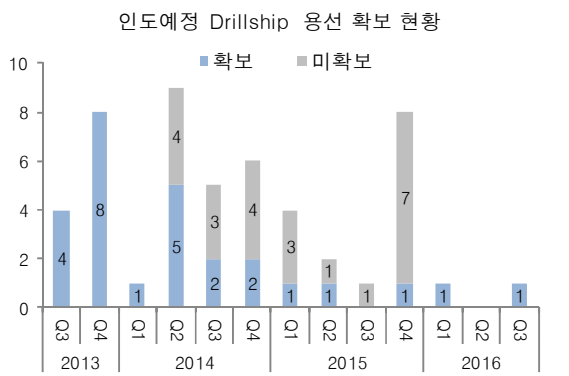

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

**그림 34. 한국 대형3사 시추선 수주 척수 추이**



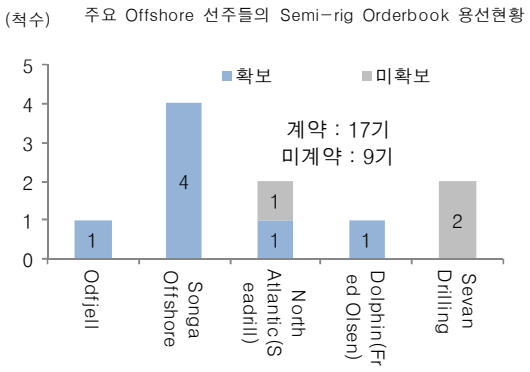

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

**그림 35. 인도 예정 Drillship의 용선 확보 현황**



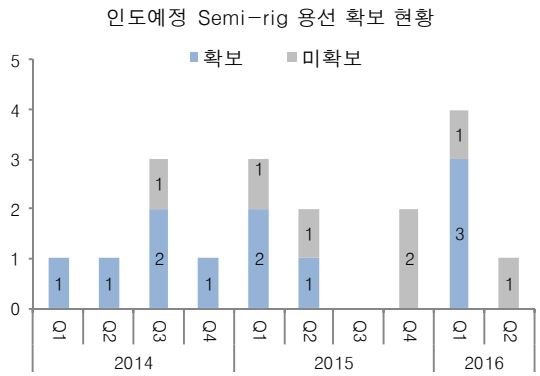

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

## 그림 36. Semi-Rig 잔량 기준, Driller 들의 용선계약 현황



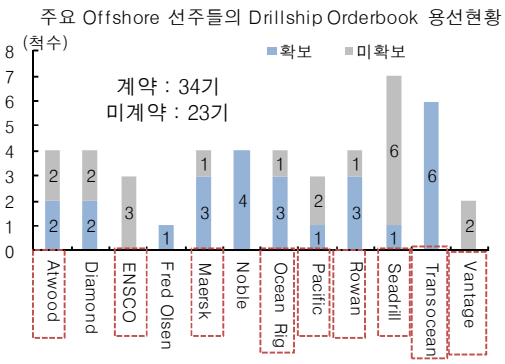

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

## 그림 37. 인도 예정 Semi-Rig 의 용선 확보 현황



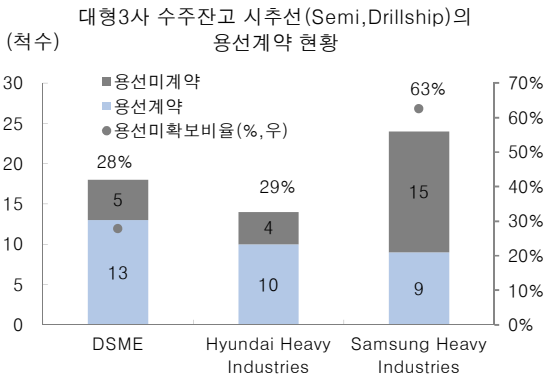

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

## 그림 38. Drillship 잔량 기준, Driller 들의 용선계약 현황



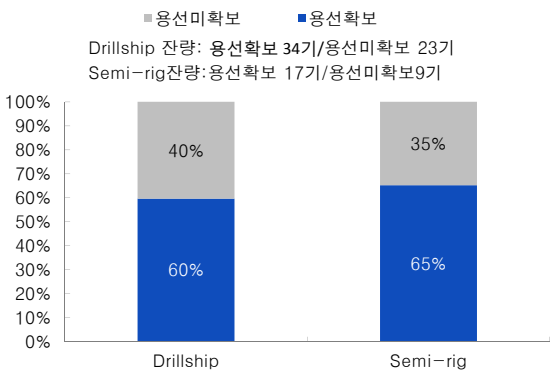

주 : 빨간 박스는 국내 조선사에 Drillship Option을 보유하고 있는 회사

## 그림 39. 대형 3 사의 수주잔고 시추선의 용선계약 대우조선해양 잔량의 용선 미확보비율이 가장 낮음



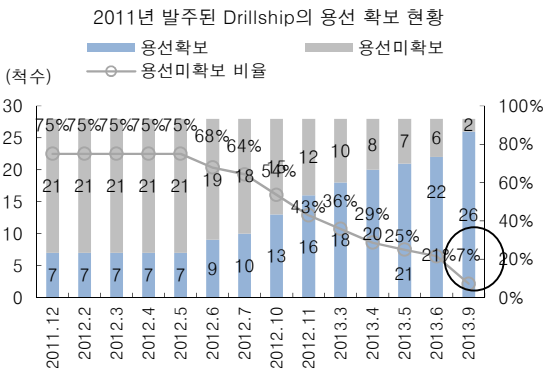

자료: 각사 Fleet Status, 대신증권 리서치센터

## 그림 40. 시추선 수주잔고 용선확보 현황



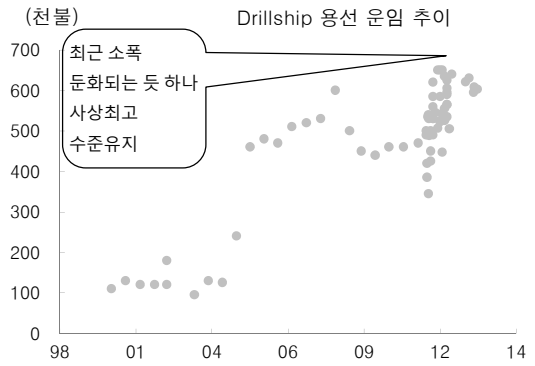

자료: 각사 Fleet Status, 대신증권 리서치센터

## 그림 41. 2011 년에 발주된 Drillship 의 용선확보 현황



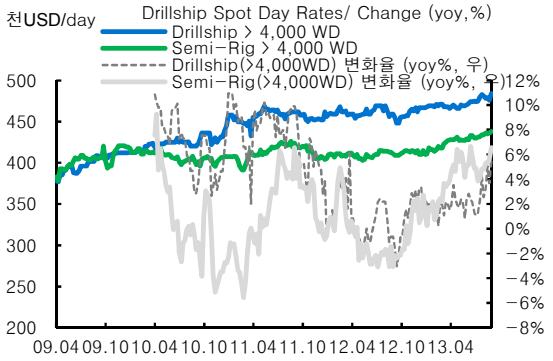

자료: 각사 Fleet Status, 대신증권 리서치센터

## 그림 42. Drillship 용선 운임 추이– 사상 최고 수준 유지



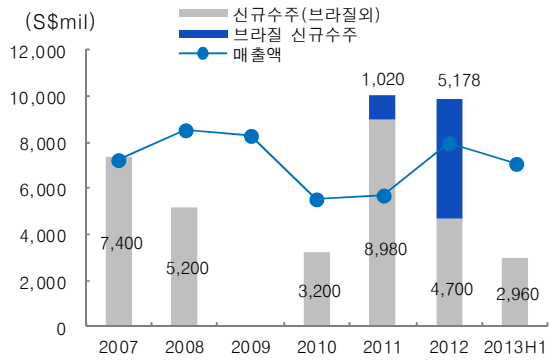

자료: 대신증권 리서치센터

## 그림 43. 수심 4,500ft 이하의 Drillship 용선 운임 추이



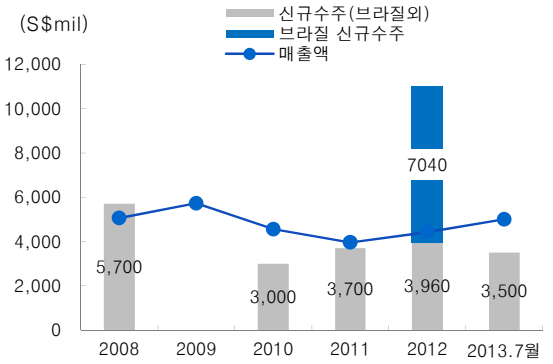

자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

## 그림 44. Keppel Fels 조선소 신규수주 및 매출액



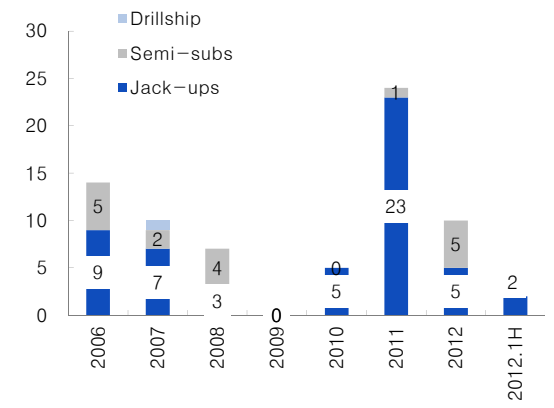

자료: KeppelFels, 대신증권 리서치센터

## 그림 45. Sembcorp 조선소 신규수주 및 매출액



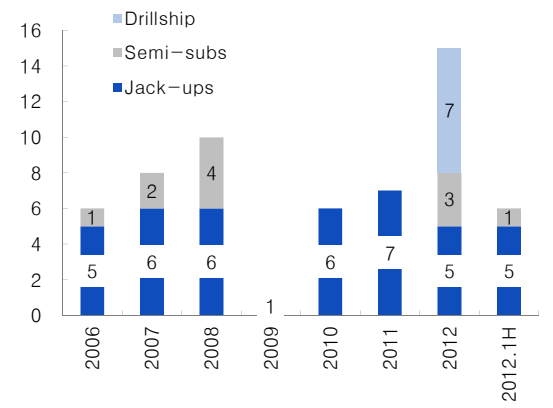

자료: Sembcorp, 대신증권 리서치센터

## 그림 46. Keppel Fels 조선소 신규수주 척수




주 : 브라질 수주 물량은 Semi-rig만 2011년 1기, 2012년 5기
자료: KeppelFels, 대신증권 리서치센터

## 그림 47. Sembcorp 조선소 신규수주 척수




주 : Brazil 수주 물량은 Drillship만 12년 7기
자료: Sembcorp, 대신증권 리서치센터

**Option 보유 현황 이외에 별도로 신규 협의 중인 Project 증가**

아래 표는 국내 대형3사의 2013년 시추선 계약 현황과 Option 보유 현황을 정리하였다. 앞서 언급한 바와 같이, 최근 변화되는 추세 중, 하나는 Option을 행사하지 않고 신규 디자인 Drillship에 대한 신규 협의를 하는 경우가 증가하고 있어 아래 Option 보유 현황 이외에도 진행 중 Project가 있다고 보아야 한다.

**표 4. 국내 대형 3 사, 시추선 수주 현황 및 옵션 보유 현황** (단위: 백만불)

| | 건조조선소 | 선종 | 선주 | 계약금액 | 척수 | 본선계약시점 | 비고(옵션행사시점) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 년 수주완료 | 삼성중공업 | Semi-Rig | Stena Drilling | 1,436 | 2 | 2013-06-28 | 납기 : 2016 년 3 월/2 호선 납기는 2016 년 말 |
| | | Drillship | Pacific Drilling | 549 | 1 | 2013-01-22 | 납기 : 2015 년 3 월 |
| | | Drillship | Ensco(Pride) | 515 | 1 | 2012-06-10 | 납기 : 2015 년 8 월 / 15,000 psi / 7 ram / 2nd BOP Rack 장착 |
| | | Drillship | Seadroill | 1,040 | 2 | 2013-07-12 | 납기 : 2015 년 11 월/8 월 |
| | | Drillship | Ocean Rig | 550 | 1 | 2013-08-30 | 납기 : 2015 년 12 월 / Option 1 기 행사 기한 2013 년 11 월 |
| | | Jack-up | Statoil | 1,300 | 2 | 2013-06-04 | 납기: 2016 년, 2017 년 |
| | 현대중공업 | Semi-Rig | Diamond | 631 | 1 | 2013-05-31 | 용선 : BP 3 년 / $585 천 / 인도 2015 년 11 월 / 서호주(Ceduna Sub-basin) |
| | 대우조선해양 | Drillship | Atwood | 567 | 1 | 2013-06-24 | 납기 : 2015 년 12 월 / Option 1 기 별도 / 2016 년 9 월 / 행사 기한 2014 년 3 월/$635m |
| | | Drillship | Seadrill | 1,110 | 2 | 2013-07-12 | 납기 : 2015 년 12 월/9 월 |
| | | Drillship | Vantage | 555 | 1 | 2013-07-18 | 납기 : 2015 년 8 월 |
| **합계** | | | | **8,253** | **14** | | |
| Option 보유현황 | 삼성중공업 | Drillship | Ensco(Pride) | 550 | 1 | | 삼성중공업 Drillship Option 보유 기수 6기 |
| | | Drillship | Ocean Rig | 622 | 1 | | |
| | | Drillship | MaerskDrilling | 1,122 | 2 | | |
| | | Drillship | SeaDrill | 1,040 | 2 | | |
| | | Drillship | Pacific Drilling | 550 | | | Option을 없애고 신규 입찰 진행 중 |
| | | Jack-up | Statoil | 1,301 | 2 | | |
| | | Semi-Rig | Stena Drilling | 718 | 1 | | |
| | 현대중공업 | Drillship | Rowan | 606 | 1 | | |
| | | Semi-Rig | Diamond | 631 | 1 | | |
| | 대우조선해양 | Drillship | Atwood | 550 | 1 | | 대우조선해양 Drillship Option 보유 기수 12기 |
| | | Drillship | Vantage | 1,650 | 3 | | |
| | | Drillship | SeaDrill | 1,100 | 2 | | |
| | | Drillship | Transocean | 3,096 | 6 | | |
| **합계** | | | | **13,536** | **23** | | |
| **총합계** | | | | **21,789** | **37척** | | |

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

## 3. LNG 선 – Shale 가스 수송용 LNG 선 발주 증가로 2014 년 최고 발주 예상

**상선 선가가 주가에 미치는 중요성**

LNG의 수요 증가로 LNG선을 비롯한 LNG선 파생 제품(LNG 수입 터미널 역할을 하는 FSRU, LNG 수출 터미널 역할을 하는 FLSU(Floating Liquifaction Storage Unit), LNG 생산설비인 FLNG, LNG Bunkering 서비스를 수행하는 LNG Bunkership 등)의 수요도 동시에 증가하고 있다.

LNG 수요 증가는 배출 가스 규제로 인한 저탄소 에너지원에 대한 수요 증가 또한 생산단가가 낮은 Shale 가스의 생산 증가 덕분이다.

**2014년 LNG선 수요 증가 배경**

2014년 LNG선 발주는 후쿠시마 원전 사태로 LNG선 발주가 크게 증가했던 2011년 수주을 넘어서서 사상 2번째(2004년이 첫 번째)로 많은 발주가 예상된다. LNG선 발주 증가의 배경은 1) 미국 DoE(Department of Energy)의 LNG 수출 승인에 따라 미국 Shale 가스 수송용 LNG선 발주가 급증할 것으로 예상하기 때문이며(미국 LNG는 2017년부터 수출 본격화. LNG선 발주는 3년 선행 필요) 2) 호주, 러시아 등에서의 가스전 개발이 공교롭게도 2017년으로 몰리고 있기 때문이다.

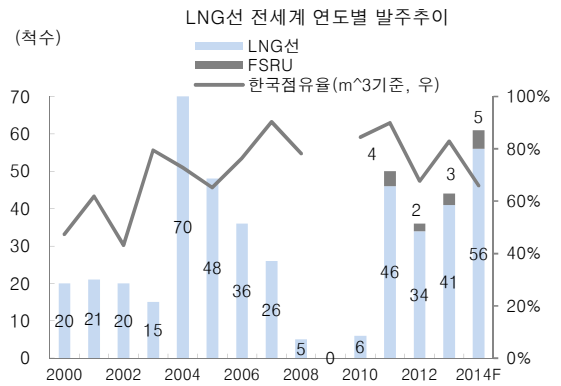
**현재 진행하고 있는 LNG선 Project 규모**

현재 2014년 발주 예상되는 LNG선 물량은 79척(Option 18척은 별도)에 육박. 이 중에서 미국 Shale가스 수송용 발주 물량은 52척(Option 2척 별도)으로 전체의 66%.

발주 국가별로 보면

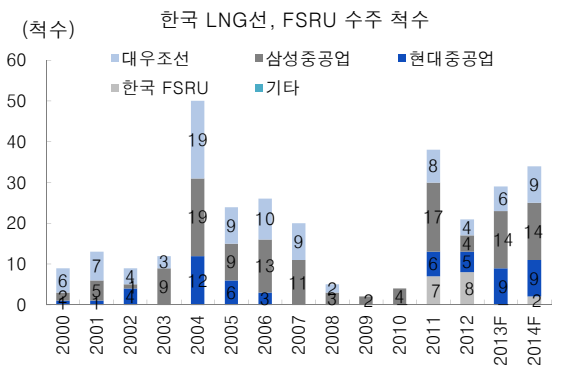
- 일본 : 확정 27척 -> 대부분 일본 조선소 수주 예상. 한국 5척 내외 수주 예상
- 러시아 : 확정 22척(Option 16척 별도) -> 생산 단가 높아 개발 지연 가능성 높음
  상당 부분 한국 조선소가 수주 예상
- 기타지역 : 확정 30척, Option 2척 -> 대부분 한국 조선소 수주 예상

**그림 48. 전세계 LNG 선 발주량 추이**



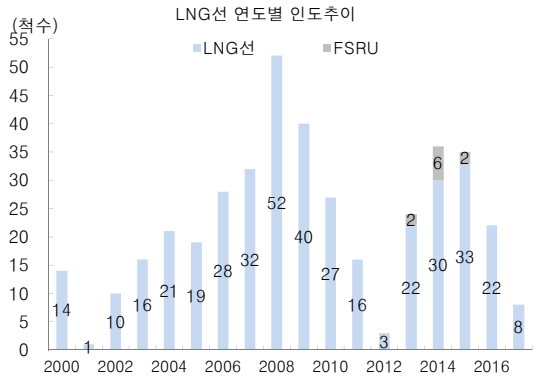

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

**그림 49. 대형 3 사 LNG 선 수주량 추이**



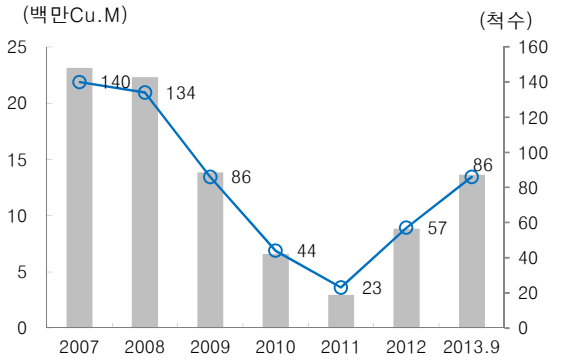

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

### 그림 50. 전세계 LNG 선 인도량 추이



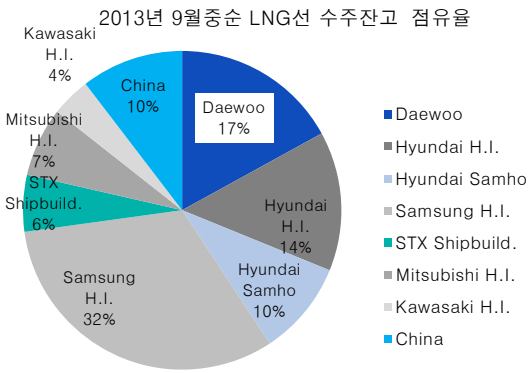

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

### 그림 51. LNG 선 수주잔고 추이



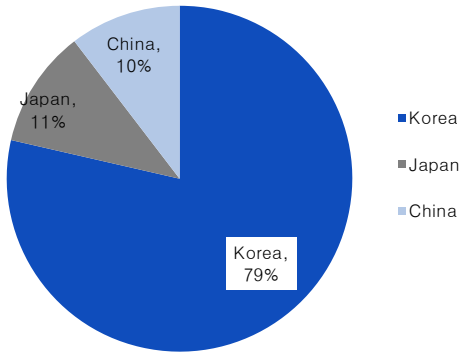

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

### 그림 52. LNG 선 점유율 – 삼성중공업 전세계 1 위




주: 9월 중순 수주잔고 기준
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

### 그림 53. LNG 선 수주잔고 국가별 점유율




주: 9월 중순 수주잔고 기준
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

### 표 5. 북미지역 LNG 수출 프로젝트 승인 현황:현재 미국기준 연간 229.6mt LNG 수출 추진 중

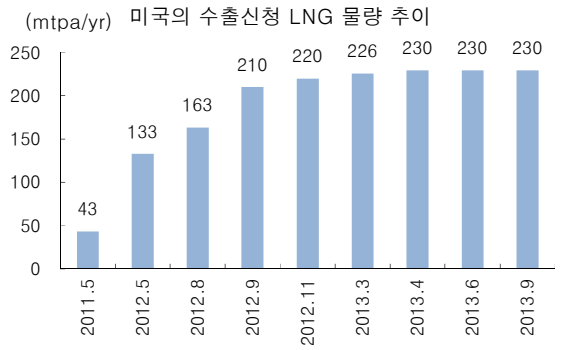
(단위:mtpa,백만불)

| | 수출 지역 | Project(Filed Company Name) | Owner | Terminal | Volume (백만톤) | 수출시작년도 (추정) | FTA | Non-FTA |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 미국 | Louisiana | Sabine Pass Liquefaction | Cheniere Energy | Sabine Pass LNG | 16.9 | 2015년 | 승인 | 승인 |
| | Texas | Free port LNG Expansion | ConocoPhillips and multiple partners | Freeport LNG | 9 | 2016/2017 | 승인 | 승인 |
| | Maryland | Dominion Cove Point LNG | Dominion Energy | Dominion Cove point LNG | 7.7 | 2017년 | 승인 | 승인 |
| | Louisiana | Lake Charles Export | Southern Union, Trunk line LNG | Lake Charles | 18.4 | 2018년 | 승인 | 승인 |
| | LA | Cameron LNG Export | Sempra Energy | Hackberry | 12.0 | 2017년 | 승인 | 대기중 |
| | SouthEast US | Carib Energy | Carib Energy | N/A(Cryogenic 컨테이너선 사용) | FTA 0.23 NFTA 0.08 | 2017~2020년 | 승인 | 대기중 |
| | Oregon | Jordan Cove Energy Proj | Fort Chicago Energy | Jordan Cove(신축필요) | 9.2 | 2017년 | 승인 | 대기중 |
| | Texas | 2차 Free port LNG | ConocoPhillips and | Freeoport LNG | 9 | 2017년 | 승인 | 대기중 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Expansion | multiple partners | | | | | |
| Texas | Gulf Coast LNG Export | Gulf Coast LNG LLC | Terminal in Brownsville | 21.5 | 2018년 | 대기중 | 대기중 |
| Mississippi | Gulf LNG Liquefaction Company | Gulf LNG Holdings | LLC Terminal | 11.5 | N/A | 승인 | 대기중 |
| Oregon | Astoria LNG Development | Oregon LNG | Terminal in Warreton | 10.0 | 2017 | 승인 | 대기중 |
| Various Area | SB Power Solutions | SB Power Solutions | Atlantic,GOM지역에서 수입물량과 현지물량 혼합하여 수출 | 0.5 | N/A | 승인 | n.a |
| Georgia | Southern LNG Company | El Paso Pipeline Partner | Elba Island Terminal | 3.8 | N/A | 승인 | 대기중 |
| Texas | Excelerate Liquefaction Solution | Excelerate Liquefaction Solution | ELS Terminal(신축필요) | 10.6 | 2017년 | 승인 | 대기중 |
| Texas | Golden Pass Products | Golden Pass LNG Investment, QTL U.S. Termnial | Golden Pass Terminal | 19.9 | N/A | 승인 | 대기중 |
| Texas | Cheniere Marketing+ Corpus Christi LNG | Cheniere Energy, Corpus Christi LNG | Corpus Christi Terminal | 16.1 | 2018 | 승인 | 대기중 |
| Louisiana | Main Pass Energy Hub | Main Pass Energy Hub | MEPH Deepwater Port(개조) | 24.7 | N/A | 대기중 | n.a |
| Louisiana | CE FLNG,LLC | Cambridge Energy Holding | CE FLNG Terminal | 7.1 | N/A | 승인 | 대기중 |
| Louisiana | Waller LNG Services, LLC | Waller Point LNG | Waller Point Terminal | 1.2 | N/A | 승인 | n.a |
| Texas | Pangea LNG(NA) Holdings,LLC | 대우조선,D&HSolution, Next Decade International | Terminal at Corpus Christi | 8.3 | 2018년 | 승인 | 대기중 |
| Louisiana | Magnolia LNG | Liquefied Natural Gas. Ltd | Magnolia LNG Terminal | 4.1 | N/A | 승인 | n.a |
| Louisiana | Trunkline LNG Export | Carib Energy | Lake Charles | 15.3 | N/A | 대기중 | 대기중 |
| Louisiana | Gasfin Development USA | Gasfin Development | Terminal in Calcasieu River | 1.5 | N/A | 대기중 | n.a |
| Louisiana | Freeport-McMoRan Energy | McMoran Exploration | MPEH Port | 24.7 | N/A | 대기중 | 대기중 |
| Louisiana | Sabine Pass Liquefaction | Cheniere Energy | Sabine Pass LNG | 2.1 | N/A | 대기중 | 대기중 |
| Louisiana | Sabine Pass Liquefaction | Cheniere Energy | Sabine Pass LNG | 1.8 | N/A | 대기중 | 대기중 |
| **소합계** | **총 물량 229.6mtpa(29.93Bcf/일). 이중 95%인 218.9mtpa(28.54Bcf/일)가 Non-FTA 국가용** | | | | | | |
| 캐나다 | British Columbia | Kitimat L NG | Apache, Chevron, EOG Resources, Encana | Kitimat | 9.8 | 2017년 | CNEB년 (Canada's National Energy Board) 승인 (2011년 승인) |
| | British Columbia | BC LNG | LNG Partners, HNDC LNG | 신축 터미널 | 1.8 | 2014년(첫번째 기화장치 (train facility) 빠르면 2013년말~2014년초에 운영 들어갈 예정) | CNEB 승인(2012년 승인 |
| | British Columbia | LNG Canada Development | Shell, Kogas, Mitsubishi, PetroChina | Kitimat 근처의 터미널 | 24 | 2020년 | 승인 |
| | **소합계** | | | | **35.6mtpa** | | |

자료: Department of Energy, Office of Fossil Energy, Canada National Energy Board 대신증권 리서치센터
주: 수출시작년도 추정은 각사의 실제 수출 계약시작년도 혹은 목표 수출개시 년도를 사용하여 추정 / 1bcf = 7.67백만톤 적용
주: 음영표시된 프로젝트들은 3월 보고서 이후 추가된 프로젝트들임

그림 54. 미국의 수출신청 LNG 물량 추이




자료: DOE, 대신증권 리서치센터

표 6. 미국 수출 터미널 별 DOE 승인 현황

(단위:백만톤,Bcf,년)

| LNG 수출 Terminal | Operator | Non-FTA 국가 DoE 허가 시점 | 수출 시작 | 수출 물량 (백만톤) | 수출 물량 (bcf) | 수출기간 (년) | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sabine Pass | Cheniere Energy | 2011-05-15 | 2015 | 18.0 | 2.2 | 20.0 | 수입 Terminal 개조 |
| Freeport | ConocoPhillips 등 | 2013-05-17 | 2017 | 13.2 | 1.4 | 20.0 | |
| Lake Charles | Southern Union | 2013-08-07 | 2018 | 15.0 | 2.0 | 20.0 | |
| Cove Point | Dominion Energy | 2013-09-11 | 2017 | 5.9 | 0.77 | 20.0 | 수입 Terminal 개조 |
| Cameron | Sempra Energy | 대기 중 | 2017 | 12 | 1.6 | 20.0 | |
| 합계 | | | | 64 | 7.97 | | 대략 86 척의 LNG 선 수요임 |

자료: 언론사 취합, 대신증권 리서치센터

표 7. 미국 LNG 수출 프로젝트의 LNG 판매계약 현황 – 57.5 백만톤 판매계약 완료

(단위: 백만톤/연)

| LNG 수출 터미널 | 계약일자 | 수입국가 | 수입처 | 수출시작 (년도)" | 수입기간 (년)" | 도입물량 (백만톤/연) | 총수출 Capa (백만톤/연) | LNG 수요 척수 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sabine Pass | 2011.01 | 영국 | BG | 2015 | | 3.5 | 18.0 | 3.8 | |
| Sabine Pass | 2011.11 | 스페인 | Fenosa | 2016 | | 3.5 | 18.0 | 3.8 | Stream 4 척+1 척 조달 입찰 |
| Sabine Pass | 2012.01 | 영국 | BG | 2016 | | 2 | 18.0 | 2.2 | |
| Sabine Pass | 2011.12 | 인도 | Gail | 2017 | | 3.5 | 18.0 | 7.0 | 4 번 Train |
| Sabine Pass | 2012.01 | 한국 | KOGAS | 2017 | | 3.5 | 18.0 | 6.4 | |
| Sabine Pass(확장) | n.a. | n.a. | Total | 2018 | | 2 | 9.0 | 2.2 | Train 5<br>SK 해운 컨소시엄 수주" |
| Sabine Pass(확장) | 2013.3 | 영국 | Centrica | 2018 | | 1.75 | 9.0 | 1.9 | Train 5 |
| Freeport | 2013.02 | 영국 | BP | 2018 | 20 | 4.4 | 13.2 | 4.8 | 3 개 Train 중, 두번째 |
| Freeport | 2012.07 | 일본 | Osaka Gas Chubu 전력 | 2017 | 20 | 4.4 | 13.2 | 8.0 | 3 개 Train 중, 첫번째 |
| Freeport | 2013.09 | 한국 | SK E&S | 2019 | 20 | 2.2 | 13.2 | 4.0 | |
| Freeport | 2013.09 | 일본 | Toshiba | 2019 | 20 | 2.2 | 13.2 | 4.0 | |
| Cove Point | 2013.04 | 인도 | Gail | 2017 | 20 | 2.3 | 5.3 | 4.6 | 2 개 Train 건설 계획 |
| Cove Point | n.a. | 일본 | Kansai 전력 | 2017 | 20 | 0.8 | 5.3 | 1.5 | |
| Cove Point | n.a. | 일본 | Tokyo Gas Sumitomo | 2017 | 20 | 2.3 | 5.3 | 4.2 | |
| Cameron | n.a. | 일본 | Mitsubishi Corp | 2017 | 20 | 4 | 12.0 | 7.3 | 3 개 Train 중, 첫번째 |
| Cameron | n.a. | 일본 | Mitsui & Co. | 2018 | 20 | 4 | 12.0 | 7.3 | 3 개 Train 중, 두번째 |
| Cameron | 2012.5 | 영국 | GDF Suez | 2018 | | 4 | 12.0 | 4.3 | 3 개 Train 중, 두번째 |

| 합계 | | 50.4 | 57.45 | 77.1 |
|---|---|---|---|---|
| 수입지역 | 일본 | 17.7 | | 32.2 |
| | 기타 지역 | 32.65 | | 45.0 |
| 수출 시작 시점(연도) | 2015 | 3.5 | | 3.8 |
| | 2016 | 5.5 | | 6.0 |
| | 2017 | 20.8 | | 38.9 |
| | 2018 | 16.15 | | 20.5 |
| 일본 연도별 수입물량 | 2015 | 0 | | – |
| | 2016 | 0 | | – |
| | 2017 | 11.5 | | 20.9 |
| | 2018 | 4 | | 7.3 |

주 : 초록색 음영은 Non-FTA 국가로 수출 승인득한 Project / 회색 음영은 관련 LNG 선 발주가 완료된 Project
자료: 각종 기사 취합, 대신증권 리서치센터

**표 8. 현재 진행 중 또는 2014 년까지 진행 예상되는 LNG 입찰 Project – 총 94 척의 LNG Project 예상**

(단위: 척수, 백만불)

| 발주사 (용선주) | 최종사용 지국가 | Field | 척수 | 옵션 | 건조조선사 | 단가 US$mil | 발주금액 (옵션제외) | 계약시기 | 납기 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Petronet | 인도 | Gorgon LNG(ExxonMobil) | 1 | | 현대중 | 200 | | 2013년 9월 | 2015년 | SCI(인도 국영선사) + J3(MOL,NYK,K-Line)+현대중 |
| Petronas | 말레시아 | Kanowit, GLNG, Sarawak | 2 | 6 | 현대중 우세 | 200 | 400 | 2013 4Q | 2016~2017 | |
| Gaslog(BG) | 영국 | 미국 LNG(Sabine Pass), Queensland Curtis등 | 2 | 4 | 삼성중 | 200 | 400 | 2013년 Q4 | 2017년~ | |
| Maran Gas (BG) | 영국 | 미국 LNG(Sabine Pass), Queensland Curtis등 | 2 | | 현대중 우세 | 200 | 400 | 2013년 말 | 2017년~ | |
| Tokyo Gas,Sumitomo | 일본 | Dominion Cove Point | 4 | | JMU(일본) | 200 | 800 | 2013년 Q4 | 2016~2017 | MOL(3척)/NYK(1척) |
| Excelerate | 미국 | | 2 | | 대우조선 | 200 | 400 | 2013년 Q4 | 2016년 | |
| Sovcomflot 등 | 러시아 | Yamal LNG | 2 | | 대우조선 | 320 | 640 | 2013 H2~2015 | 2016년~2017 | |
| **2013년 예상 소합계** | | | **15** | **10** | | **203** | **3,040** | | | |
| Hyproc | 알제리 | 알제리 액화 플랜트 | 3 | | 한국대형3사+일본 | 200 | 600 | 2013년 말 또는 2014년 초 | 2016년 | 발주 배경 : Sonatrach는 추가 20백만톤 LNG 수출 터미널 건설 계획이며 이들 LNG를 수송할 목적 + 노후선박 교체 목적 |
| Tokyo전력 | 일본 | Wheatstone 등 | 2 | | 일본조선소 | 200 | 400 | 2014년 | 2016년 | 1척은 MHI 수주 예상 |
| Stream (Gas Natural LNG와 Repsol의 JV) | 스페인 | Sabine Pass | 4 | 1 | 한국조선소 | 200 | 800 | 2013년 말 또는 2004년 초 | 2016년~2017 | 수출 승인득 / 2016년부터 LNG 3.5백만톤 수송 목적 |
| 한국가스공사 | 한국 | Sabine Pass | 6 | | 한국조선소 | 200 | 1,200 | 2014년 | 2017년 | 수출 승인득 |
| E.ON | 독일 | Sabine Pass | 1 | 1 | 한국조선소 | 200 | 200 | 2014년 H2 | 2018 Q2 | 0.8백만톤 수입하기로 계약함 LNG 매입한 사람으로부터 재매입하는 계약임) |
| Osaka Gas,Chubu전력 | 일본 | Freeport 확장 | 6 | | 일본, 일부 한국 | 200 | 1,200 | 2014년 | 2017년 | 발주척수는 6척~9척 |
| Gail | 인도 | Sabine Pass | 7 | | 한국조선소 | 200 | 1,400 | 2014년 | 2017년 | |
| Gail | 인도 | Dominion Cove Point | 5 | | 한국조선소 | 200 | 1,000 | 2014년 | 2017년 | |
| Kansai전력 | 일본 | Dominion Cove Point | 2 | | 일본, 일부 한국 | 200 | 400 | 2014년 | 2017년 | |
| GDF Suez | 영국 | Cameron | 4 | | 한국조선소 | 200 | 800 | 2014년 | 2017년 | 수출승인 대기 중 |
| Mitsubishi Corp | 일본 | Cameron | 7 | | 일본, 일부 한국 | 200 | 1,400 | 2014년 | 2017년 | 수출 승인 대기 중/2013년 연말 입찰 시작 예상 |
| Mitsui Corp | 일본 | Cameron | 10 | | 일본, 일부 한국 | 200 | 2,000 | 2014년 | 2017~2018 | 수출 승인 대기 중 최소 2척은 155천m^3(일본 항구 크기 제약) / 나머지는 170~180천m^3 |
| Novatek, Total | 러시아 | Yamal LNG | 6 | 6 | 대우조선 | 320 | 1,920 | 2014년 | 2016년~2017년 | 초기 물량으로 Sovcomflot 통해 2척 발주 예상 |
| GM&T | 러시아 | 미상 | 3 | 10 | 한국 수주 기대 | 210 | 630 | 2014년 H2 | 2018년 이후 | Ice Class LNG선박 2013년 10월 입찰 시작 예상 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (Gasprom 자회사) | | | | | | | | | | 러시아의 신규 조선소인 Zvezda조선소의 지원책도 포함돼야 함 |
| Gazprom +Japen Far East | 러시아 | Vladivostok | 13 | | 한국과 USC | 210 | 2,730 | 2015년 | 2017년~2021년 | 삼성중, 대우조선, STX조선 러시아의 USC에 기술이전 조건 2015년 이후로 지연 가능성 있음 |
| **2014년 예상 총합계** | | | **79** | **18** | | | **16,680** | | | |
| **일본 수입 물량** | | | **27** | **0** | | | **5,400** | | | |
| **러시아 발주 물량** | | | **22** | **16** | | | **5,280** | | | |
| **기타 지역(대부분 한국 기대)** | | | **30** | **2** | | | **6,000** | | | |
| **총합계** | | | **94** | **28** | | | **19,720** | | | |

자료: 각종기사, 대신증권 리서치센터
주:LNG선 단가는 대신증권 추정치
주:음영표시된 LNG선 입찰 프로젝트는 미국 LNG 수출용 / Yamal LNG는 14척으로 계산 / Osaka가스 발주 물량은 6척으로 계산

## 4. 2014 년 FLNG 수주에 대한 기대감 증가

**2014년 FLNG 발주 기대감 증가 시기**

2014년은 FLNG 발주에 대한 기대감이 어느 때 보다도 커지는 시기로 판단한다. 과거부터 진행해 오던 FLNG Project의 최종투자결정(FID, Final Investment Decision)이 2014년부터 증가할 것으로 예상하기 때문이다.

**2014년 처음으로 많으면 2기 수주 가능 / 2015년에는 최소 2기 수주 예상**

2011년 삼성중공업이 전세계 첫 FLNG(Shell용)를 수주한 이후, 2014년 처음으로 많으면 2기까지 가능할 것으로 예상하며 2015년에는 최소 2기 수주를 기대할 수 있을 것으로 예상한다(2013.5.9일자 당사 보고서를 통해 2015년 이후 연간 3기~4기 발주 시장으로 커질 수 있다고 제시한 바 있음).

**최근 FLNG FID 지연 있었음**

최근에 2014년 FID 예상됐던 많은 Project들(호주 Bonaparte FLNG, 호주 Cash Maple FLNG, 이스라엘 Tamar FLNG)의 FID가 2015년 이후로 지연되었으나 기대감은 여전히 유효하다는 판단이다. 지연 사유는 여러가지가 있었으나 Project의 취소 보다는 시간이 걸리는 문제이기 때문이다.

**당장 수주 증가에 기여하지 않더라도 뉴스 플로우로 주가에 긍정적 영향 미칠 것**

2014년 당장 수주 기수는 많지 않다 하더라도 2015년 이후 수주 증가 기대감이 주가에는 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다. 가까운 시일내에 관심을 가질 FLNG Project는 Petronas의 Rotan FLNG(2013년 4분기 삼성중공업 수주 예상), GDF Suez의 Bonaparte FLNG(FID는 2015년이나 2013년 말 또는 2014년 초 FEED 수행업체 선정 예정), Inpex의 Abadi FLNG(2014년 하반기 FID 예정)이다.

표 9. FLNG 프로젝트 진행현황 (단위: mtpa, $백만불)

| | 발주처 | 연간 생산량 (mtpa) | Field | 국가 | 건조조선소 | Topside | 총금액 ($mn)" | 계약일 또는 FID | 첫생산 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 수주완료 | Shell | 3.6 | Prelude | 호주 | 삼성중공업 | Technip | 3,026 | FID&Award: 2011 년 | 2017 년 |
| | Petronas/MISC | 1.2 | Sarawak Kanowit | 말레이시아 | 대우조선 | Technip | 770 | FID&Award: 2012 년 | 2016 년 |
| | Pacific/Exmar | 0.5 | ColumbiaCoast | 콜롬비아 | WisonOffshore&Marine | Black & Veatch | 500 | FID:2012 | 2019 년 |
| | 합계 | 5.3 | | | | | 4,296 | | |
| 2013 년 수주기대 | Petronas/ Murphy Oil | 1.5 | Sarawak Rotan | 말레이시아 | 삼성중공업 | Technip | 1,500 | FEED 수행업체 선정:2012 년 중순<br>EPCIC 업체 선정:2013 년 4 분기 | 2018 년 |
| | 합계 | 1.5 | | | | | 1,500 | | |
| 2014 년 수주기대 | Inpex/Shell | 2.5 | Abadi | 인도네시아 | 현대중 or 삼성중 | JGC | 1,500 | FEED Award: 2013 년<br>FID: 2013 년말~2014 년 | 2019 년 |
| | ExxonMobil/ BHP | 7.0 | Scarborough | 호주 | 대형 3 사 예상 | | 4,000 | 입찰시작: 2013 년 이후<br>FID: 2014~2015 | 2020~2021 |
| | Excelerate | 4.4 | Port Lavaca | 미국 | 삼성중공업 | Black & Veatch | 1,000 | 2014 년 미국 DoE 로부터 LNG 수출 승인 시, 최종 발주 가능 | 2019 년 |
| | 합계 | 9.5 | | | | | 5,500 | | |
| 2015 년 | PTTEP | 2.0 | CashMaple | 호주 | 대우조선 | Linde | 1,500 | 2013 년 FEED 시작<br>FID: 2015 년 | 2018 년 |
| | Isramco/ Hoegh LNG | 3.0 | Tamar | 이스라엘 | 대우조선 | KBR | 2,100 | FID : 빨라야 2015 년 | 2018 년 |
| | Woodside | 3.5~4.0 | Browse | 호주 | 삼성중공업 | Technip | 2,800 | 1 호기 FID : 2015 년 중순이후 15 개월 간격 | 2019 년 |
| | GDF Suez, Santos | 2.0 | Bonaparte | 호주 | 대우조선 vs. 현대중 | Doris | 2,500 | FEED 업체 선정 : 2013 년 말 또는 2014 년 초<br>FID : 20155 년 상반기 | 2019 년 |
| | 합계 | 11.0 | | | | | 8,900 | | |

자료: 언론사 취합, 대신증권 리서치센터

## 4. 해양생산설비 발주, 2014 년 감소 예상

**2014년 해양 생산설비 yoy –27% 감소 예상**

2014년 해양생산설비 수주는 2013년 대비 크게 감소할 것으로 예상한다(2013년 150억불 -> 2014년 110억불 / FLNG 포함 기준). 해양생산설비는 통상 입찰로 발주가 이루어지는데 현재 진행중인 입찰 규모가 2012년 말 예상한 2013년 수주 Pool 보다 크게 감소했기 때문이다(2012년 10월 집계한 2013년 발주 예상되는 수주 Pool 195억불 -> 현재 143억불로 감소).

**해양유전 개발 단계상으로 볼 때는 해양생산설비는 발주 증가 단계, 2014년 일시적 하락 시기로 생각**

현재 전세계 심해 유전 개발 단계는 탐사, 평가 시추를 마무리 하고 생산설비 발주 단계로 진입하고 있다. 이에 따라 2012년부터 해양생산설비 발주가 증가하는 단계로 접어들었다고 판단한다. 다만, 일시적으로 2014년에는 발주 규모가 감소할 것으로 예상한다.

**2014년 해양생산설비 발주 감소 배경 추정**

2014년 발주 규모가 줄어 드는 배경으로는 1) 생산설비 발주 급증에 따라 Engineer 부족, 개발 비용 상승에 따른 Project가 지연되고 있는 것과 2) 2013년에 해양생산설비 발주가 당겨 발주된 효과도 있었던 것으로 추정한다.

## 2013 년 수주 예상되는 해양생산설비 프로젝트– 2013 년 해양생산설비 수주 150 억불 예상

(단위: 백만불)

| 분류 | 선종 | 발주사 | Field | 종류 | 금액 | 계약시점 또는 FID | 인도시점 | 낙찰자 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013년 상반기 | SPAR(Topside) | Statoil (Norway) | Aasta-Hansteen (예전 Luva) | Gas & Condensate | 1,100 | 2013.1.20 | 2016년 3월 | 현대중공업 + Technip |
| | Fixed Platform (Topside) | Statoil | Dagny(Norway) | Oil | 1,100 | 2013.2.28 | 2017년 1분기 | 대우조선해양 |
| | Fixed Platform(Topside) (Production, Drilling, Quarters) | Statoil(Norway) | Bressay | Oil | 1,587 | 2013.2.7 | | 대우조선 + CB&I |
| | TLWP | Total | Moho Nord (Congo) | Oil & Gas | 690 | 2013.3월 계약 | 첫 생산 : 2016년 | 현대중 + Doris |
| | FPU | Total | Moho Nord (Congo) | | 1,300 | 2013.3월 계약 | 2016년 | 현대중 + Doris |
| | FPSO | Total | Egina(Nigeria) | Oil | 3,000 | 2013.6월 계약 | 2015년 또는 2016년 | 삼성중공업 |
| | 육상 Processing Platform(Module) | Zadco (아부다비) | Upper Zakum 확장 | Oil | 800 | 2013.5월 계약 | 2015년 | 대우조선해양 |
| | FPSO | Chevron | Rose bank(영국) | Oil&Gas | 1,890 | 2013.4월 계약 | 첫 생산: 2017년 | 현대중공업 |
| 2013년 하반기 | FSO | Statoil | Dagny(Norway) | Oil | 250 | 2013.7월 초 | 2016년 | 삼성중 |
| | FLNG | Petronas | Rotan | Gas | 1,400 | 2013년 말 | 2017년 첫 가스 | 삼성중 + JGC으로 확정 |
| | 육상Module | Novatek, Total | Yamal | Gas | 1,000 | 2013년 말 이전 | 2018~2019년 첫 Oil 생산 | 한국대형3사/중국2개 경합 중 |
| | 육상Module(원유 생산설비) | TengizChevroil (Chevron) | Tengiz | Oil | 1,500 | 2013년 말 이전 | 2016년 | 대우조선해양 단독 |
| | FPU | ENI (이태리) | Jangkrik(인도네시아) | Gas | 400 | PQ 시작: 2012년 3월 2013.8월 낙찰자 발표 예상 | 2016년 | 1)Saipem(이탈리아)+Tripatra(인도네시아)+현대중공업+SMOE+Gunanusa(인도네시아) 컨소시엄 가능성 높음 |
| | FPU 2기(Gas) | Chevron | (Gendalo-Gehem) (인도네시아) Makassar해협에 위치 | Gas | 700 | 2013년 7월 Mcdermott으로 결정 | 첫 생산: 2016년 H2 2017년으로 지연 가능성 | 2013년 7월 Mcdermott으로 결정됐었으나 물제발생하여 Retender |
| | FPSO(선호) or Fixed Platform 신조 또는 개조 | Premier Oil(영국) | Greater Catcher(영국) | Oil | 700 | 2013년 8월 중순 입찰 제안서 제출 2013년 말 | 2016년 | 신조로 결정될 경우 한국 대형3사 |
| 2013년 상반기 수주 완료 | | | | | 11,467 | | | |
| 2013년 하반기 수주 Pool | | | | | 5,950 | | | |

자료: Upstream, 대신증권 리서치(금액은 대신증권 추정치가 대부분임)
주: 용어설명 SPAR: 실린더 모양의 생산 플랫폼
주: 음영표시된 프로젝트들은 수주완료된 프로젝트들임
주: 현재 입찰 진행중인 Project를 수주시기 별로 나열함. 상기외의 추가적으로 진행되는 프로젝트가 있을 가능성 있음

## 2014 년 수주 예상되는 해양생산설비 프로젝트– 총 수주 Pool 143 억불

(단위: 백만불)

| 분류 | 선종 | 발주사 | Field | 종류 | 금액 | 계약시점 또는 FID | 인도시점 | 경합현황 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014년 상반기 | CPF | Adma-Opco | NASR(아부다비) | Oil | 1,400 | 2013년 9월 입찰 초청서 송부 예정<br>2014년 초(빠르면) 낙찰자 선정 | | Package 1 : 8억불 / Leighton Offshore, Petrofac, GS건설, 삼성엔지니어링, 현대중공업, McDermott,JRay, NPCC,Flour, Technip |
| | FPSO | Pemex | Ayatsil-tekel(멕시코) | Oil | 1,500 | 2013년 8월 말 입찰서류 제출<br>2013년 말 또는 2014년 초<br>낙찰자 선정 | 2016년 4월 목표 (지연 가능성) | 대형3사 등 |
| | Fixed Platform | Chevron | GVLA(Greater Vanza Longui Area, 앙골라) | Oil & Gas | 1,200 | 2013년 중반 입찰 초청서 송부<br>2014년 상반기 | 2016년 Q4 | 현대중, 대우조선해양 경합 중 |
| | Fixed Platform(Topside) | Husky | West White Rose(캐나다) | Gas | 300 | 2013년 말 | | 한국대형3사 |
| | CPF(Central Processing Platform) | CH Mutiara (JVbetween Hess and Petronas Carigali) | North Malay(Bergading) | Gas | 350 | 2013년 말 | 2016년 상반기 | 말레이지아 + 글로벌 업체 컨소시엄(한국 포함) |
| | FSO | Total | Martin Linge (예전 Hild, Norway) | Oil&Gas | 250 | 2014년 상반기 | 원유 생산시작 : 2016년 4분기 | Teekay, Knutsen(이들 업체는 Conversion)<br>Tanker Pacific(삼성중에서 신조) |
| | FPSO 신조 또는 개조 | Chevron | Lucapa(앙골라) | | 1,500 | 2014년 중순 | | 한국대형3사 |
| | FPSO(가능성 높음)/Semi-sub | Woodside | Laverda(호주) | | 1,500 | FEED진행: 2013년<br>낙찰자(EPC)공개: 2014년 | | Aker, Floatec,Modec, SBM, Technip, Wilson과 대형3사 건조조선사로 입찰참여 예상 |
| 2014년 하반기 | FLNG | Inpex (65%), Shell(35%) | Abadi I(인도네시아) | Gas | 1,500 | 2013.1월 FEED Award<br>FEED 완료 : 2014년 상반기<br>FID : 2014년 하반기 예상 | 첫생산 : 2018년 (2019년으로 지연. 2013.6월) | 2013.1월기준:<br>Saipem+Chiyoda+SBM + 현대중공업, JGC+Technip++Modec+삼성중공업 |
| | CPF | Chevron | Ubon(태국) | Gas & Liquid | 500 | 2013년 말 본입찰 시작 예상<br>2013년 하반기 FEED 시작 예상<br>2014년 하반기 | | 대형3사, McDermott, Saipem, Malaysia Marine Heavy, SMOE, COOEC |
| | FSO | Chevron | Ubon(태국) | Gas & Liquid | 300 | 2013년 말 본입찰 시작 예상<br>2013년 하반기 FEED 시작 예상<br>2014년 하반기 | | 대형3사, McDermott, Saipem, Malaysia Marine Heavy, SMOE, COOEC |
| | TLWP or, and FPSO | Maersk Oil | Maersk Chissonga(앙골라) | Oil | 1,000 | 기존 일정대로 진행될 경우(Chissonga단독 개발)<br>2014년 하반기 계약 예상 | 첫Oil 생산 : 빠르면 2017년 생산 | 대우조선+Technip, 현대중공업+Houston Offshore,<br>Floatec+Keppelfels+Mcdermott |
| | FLNG | ExxonMobil + BHP | Scarborough(북호주) | | 3,000 | 2013년 말 FEED 입찰 시작 예상<br>2014년 말 또는 2015년 초 | 2020~2021 가스 생산 | 삼성중, 대우조선 |
| 2014년 수주 프로젝트 Pool | | | | | 14,300 | | | |

자료: Upstream, 대신증권 리서치(금액은 대신증권 추정치가 대부분임)
주: 용어설명 SPAR: 실린더 모양의 생산 플랫폼
주: 현재 입찰 진행중인 Project를 수주시기 별로 나열함. 상기외의 추가적으로 진행되는 프로젝트가 있을 가능성 있음

## 5. Container 선 발주, 2014 년 감소 예상

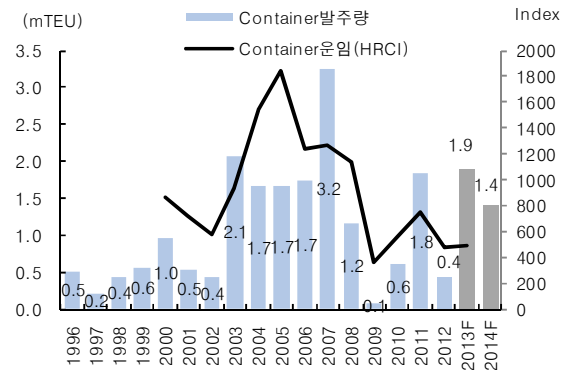
**2014년 Container선 발주량 yoy -26% 감소 예상**

2014년 Container선 발주량은 2013년 대비 감소할 것으로 예상한다. 2013년 발주량은 2014년 이후 경기 개선 기대감과 낮은 선가 상황에서 선발주가 일어 났다고 보기 때문이다.

**2013년 발주량 역사상 3번째**

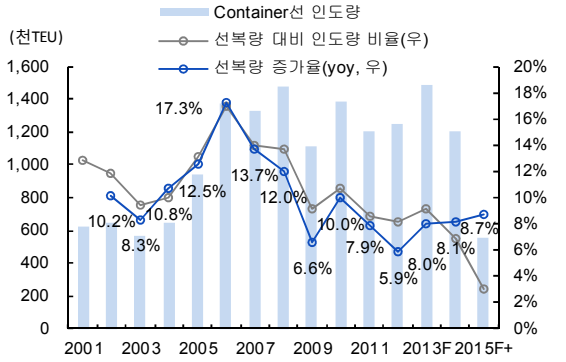
2013년 9월 중순 기준 Container선 전세계 발주량은 1.4mTEU에 육박한다. Container선 Option 보유 물량은 최소 0.2mTEU이며 선가 상승을 감안 시, 상당 부분이 행사될 것으로 예상한다. 2013년 예상 발주 물량 1.9mTEU는 역사상 3번째로 많은 발주량이다.

**그림 55. 2013 년 Container 선 발주량 역사상 2 번째**



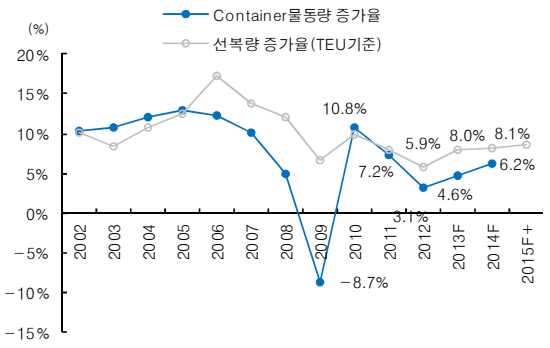

주 : 9월 중순 현재까지 누적 발주량 1.4mTEU
자료: Clarkson 대신증권 리서치센터

**그림 56. Container 선 인도추이 및 선복량 증가율**



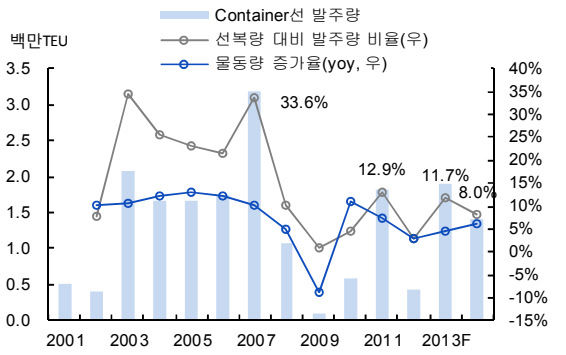

주 : Container선 인도량은 2012년 말 잔량 기준 / 선복량 증가율은 2014년 발주 감안
자료: Clarkson 대신증권 리서치센터

**그림 57. Container 선 발주량과 운임 추이**




자료: Clarkson 대신증권 리서치센터

**그림 58. Container 선 발주량과 물동량 증가율**




자료: Clarkson 대신증권 리서치센터

# IV. 조선사 실적 추이

**증가하는 수주와 선가를 반영한 실적 개선에 시간 필요**

수주가 증가하고 있고 선가가 상승 반전하여 실적에 대한 기대감도 있을 수 있으나 실적 개선까지는 오랜 시간이 걸릴 것으로 예상한다.

**2014년 이후 실적 전망**

- 대우조선해양만이 유일하게 2015년까지 지속적으로 개선
- 삼성중공업은 Drillship 비중 하락에 따라 실적 완만하게 하락예상
  * Drillship 사양 변화도 실적 하락의 원인
- 현대중공업은 2014년 하반기 또는 2015년 상반기를 실적 저점으로 반등 예상
  * 선가 상승 폭에 따라 2015년 하반기 실적 개선이 얼마나 이루어질지 결정
- 현대미포조선 : 2014년 4분기 경이나 손익분기점을 넘어설 것

**실적이 주가에 크게 영향 미치는 시점**

2013년 상반기 낮은 선가에서 수주한 물량이 주가에 부정적 영향을 미치는 시점은 이들 물량이 매출에 인식되는 시점으로 조선사 마다 차이가 있다.

- 현대중공업 : 2014년 1분기 또는 2분기 실적이 논의되는 4월 또는 7월
- 현대미포조선 : 2012년 4분기에 수주한 물량이 매출인식되기 시작하는 2013년 H2
- 삼성중공업, 대우조선해양 : 2013년 상반기 수주에서 낮은 수익성의 일반 상선 비중 적어 관련 리스크는 낮음
  * 다만, 삼성중공업의 경우, Drillship 비중 하락에 따른 수익 둔화 속도는 관심 필요

**대형3사의 실적 추이 차이**

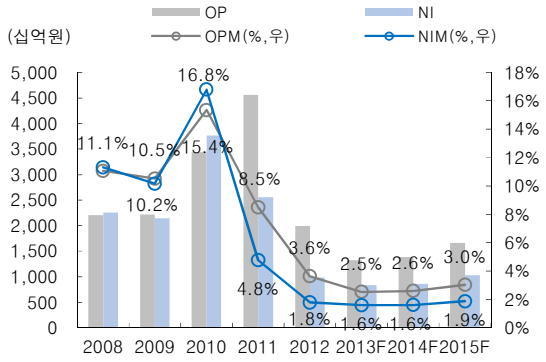
대형3사의 실적 추이가 이처럼 다른 적이 없었다. 해양 플랜트 비중이 증가하며 조선사 간 상선 비중과 해양플랜트 수주 경쟁력에 따라 실적 전망이 크게 엇갈리기 때문이다.

**표 12. 조선사 3 분기 실적 Preview – 3 분기 실적은 전반적으로 소폭 하회 예상** (단위: 십억원)

| | | 확정치 | | 추정치 | | 컨센서스 | 컨센 vs 추정치 | | | 추정치 | | yoy | 추정/컨센 | 컨센서스 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 3Q12 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 3Q13 | 3Q13 | QoQ | YoY | 2013 | 2014 | 2013 | | |
| "현대중공업 (7 월 25 일 발표)" | 매출액 | 13,199 | 13,097 | 12,801 | 13,103 | 13,348 | -4% | -2% | -3% | 52,143 | 53,293 | -5% | -3% | 53,859 |
| | 영업이익 | 594 | 289 | 291 | 362 | 326 | -11% | 1% | -51% | 1,319 | 1,384 | -34% | -2% | 1,351 |
| | OPM | 4.5% | 2.2% | 2.3% | 2.8% | 2.4% | | | | 2.5% | 2.6% | | | 2.5% |
| | 순이익 | 730 | 67 | 209 | 209 | 207 | 1% | 211% | -71% | 803 | 877 | -21% | 3% | 777 |
| | 지배순이익 | 695 | 98 | 208 | 208 | 207 | 0% | 112% | -70% | 755 | 825 | -21% | 0% | 752 |
| | NIM | 5.3% | 0.7% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | | | | 1.4% | 1.5% | | | 1.4% |
| 삼성중공업 | 매출액 | 4,059 | 3,798 | 3,674 | 3,731 | 3,730 | -1% | -3% | -9% | 15,091 | 15,271 | 4% | 0% | 15,115 |
| | 영업이익 | 324 | 286 | 259 | 276 | 285 | -9% | -10% | -20% | 1,259 | 1,147 | 4% | -1% | 1,278 |
| | OPM | 8.0% | 7.5% | 7.0% | 7.4% | 7.6% | | | | 8.3% | 7.5% | | | 8.5% |
| | 순이익 | 277 | 215 | 228 | 233 | 209 | 9% | 6% | -18% | 977 | 954 | 23% | 5% | 927 |
| | 지배순이익 | 277 | 215 | 228 | 233 | 211 | 8% | 6% | -18% | 977 | 954 | 23% | 5% | 930 |
| | NIM | 6.8% | 5.7% | 6.2% | 6.3% | 5.7% | | | | 6.5% | 6.2% | | | 6.2% |
| 대우조선해양 | 매출액 | 3,171 | 4,088 | 3,843 | 4,127 | 3,729 | 3% | -6% | 21% | 13,979 | 13,839 | 2% | -5% | 14,789 |
| | 영업이익 | 118 | 127 | 92 | 109 | 104 | -12% | -28% | -23% | 641 | 496 | -21% | 54% | 416 |
| | OPM | 3.7% | 3.1% | 2.4% | 2.7% | 2.8% | | | | 4.6% | 3.6% | | | 2.8% |
| | 순이익 | 64 | 53 | 49 | 68 | 54 | -10% | -7% | -24% | 218 | 597 | 24% | -10% | 242 |
| | 지배순이익 | 57 | 54 | 49 | 69 | 56 | -13% | -9% | -13% | 220 | 603 | -1% | -20% | 274 |
| | NIM | 1.8% | 1.3% | 1.3% | 1.7% | 1.5% | | | | 1.6% | 4.4% | | | 1.9% |
| 현대미포조선 | 매출액 | 1,105 | 950 | 1,017 | 1,103 | 997 | 2% | 7% | -8% | 3,977 | 4,307 | -10% | 1% | 3,953 |
| | 영업이익 | 30 | (60) | (40) | (38) | (24) | - | -34% | 적지 | (148) | (75) | -260% | 38% | (107) |
| | OPM | 2.7% | -6.4% | -3.9% | -3.4% | -2.4% | | | | -3.7% | -1.7% | | | -2.7% |
| | 순이익 | 32 | (129) | (58) | (5) | (14) | 322% | -55% | 적지 | (177) | (44) | -305% | 66% | (107) |
| | 지배순이익 | 33 | (122) | (55) | (6) | (13) | 335% | -55% | 적지 | (177) | (44) | -305% | 101% | (88) |
| | NIM | 3.0% | -12.8% | -5.4% | -0.6% | -1.3% | | | | -4.4% | -1.0% | | | -2.2% |

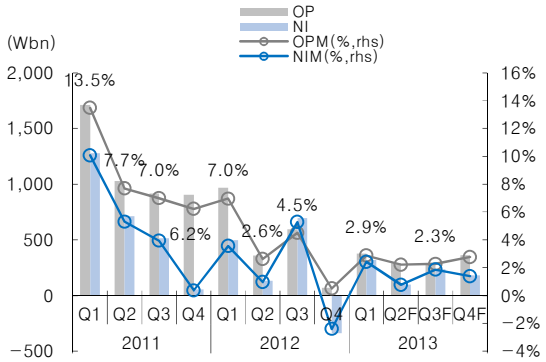
자료: 대신증권 리서치센터 / 대우조선해양 3 분기 영업이익에 충당금 30 십억원 반영 기준

## 그림 59. 현대중공업 연간 실적 추이



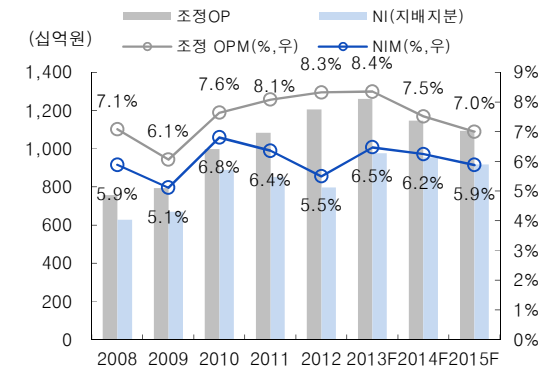

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 60. 현대중공업 분기 실적 추이



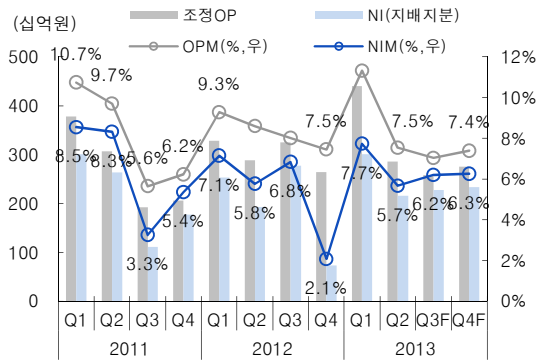

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 61. 삼성중공업 연간 실적 추이



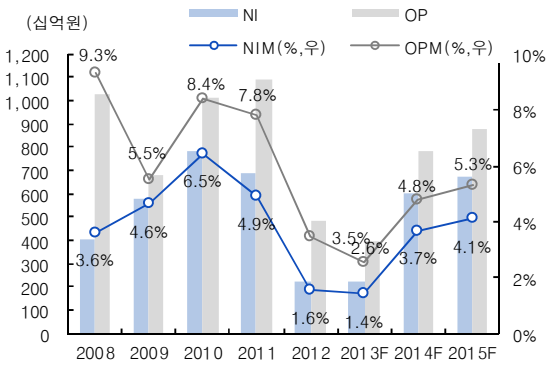

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 62. 삼성중공업 분기 실적 추이



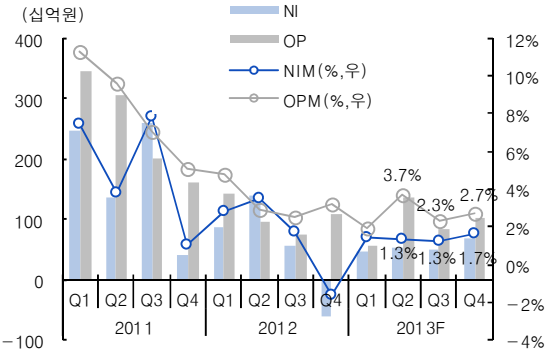

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 63. 대우조선해양 연간 실적 추이



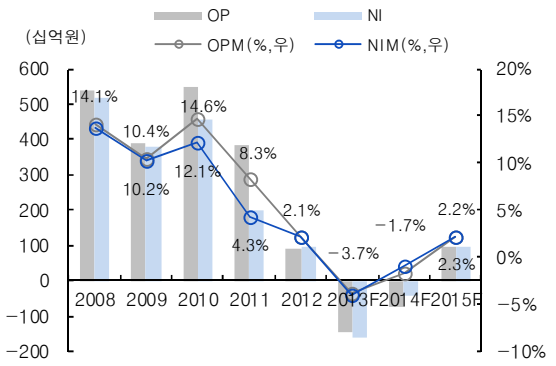

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 64. 대우조선해양 분기 실적 추이



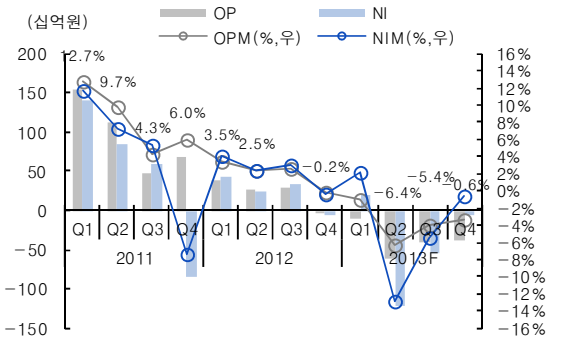

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 65. 현대미포조선 연간 실적 추이



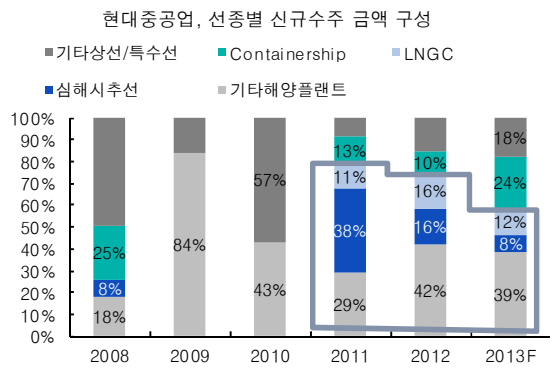

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대미포조선 대신증권 리서치센터

## 그림 66. 현대미포조선 분기 실적 추이



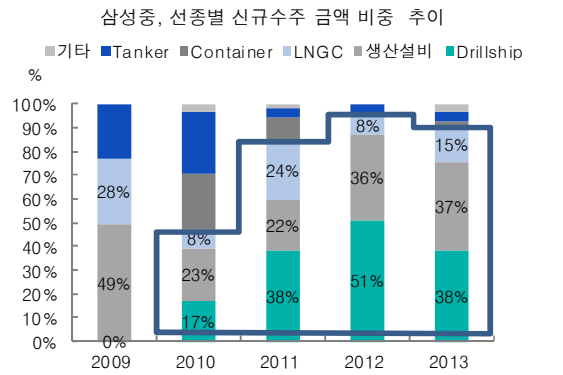

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대미포조선 대신증권 리서치센터

## 그림 67. 현대중공업 수주 선종 Mix 변화



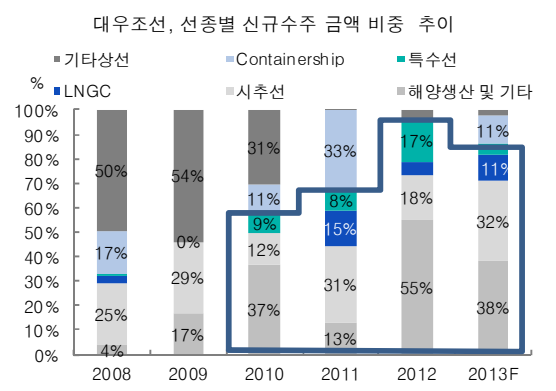

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비 비중을 표시
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 68. 삼성중공업 수주 선종 Mix 변화



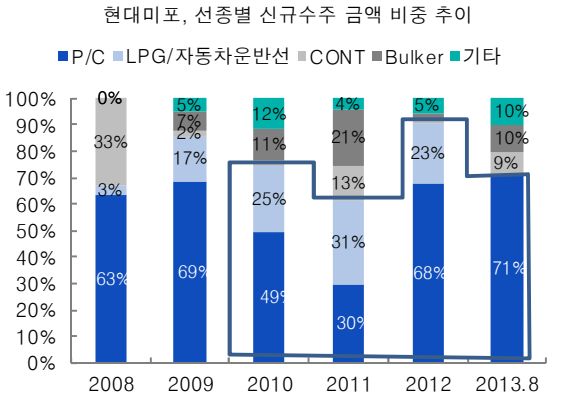

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비 비중을 표시
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 69. 대우조선해양 수주 선종 Mix 변화



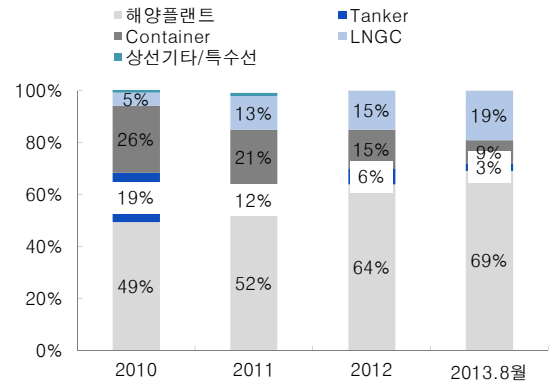

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비, 특수선 비중
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 70. 현대미포조선 수주 선종 Mix 변화



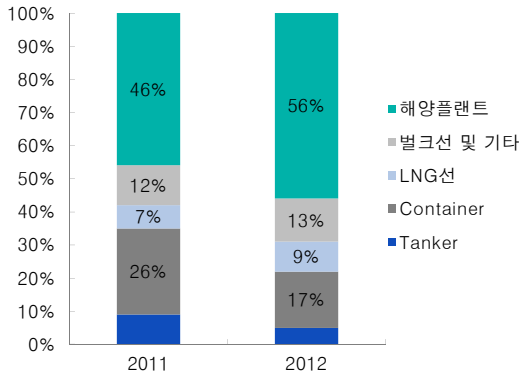

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 PC선과 LPG, 자동차운반선 비중을 표시
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

그림 71. 삼성중공업 수주잔고 선종별 Mix



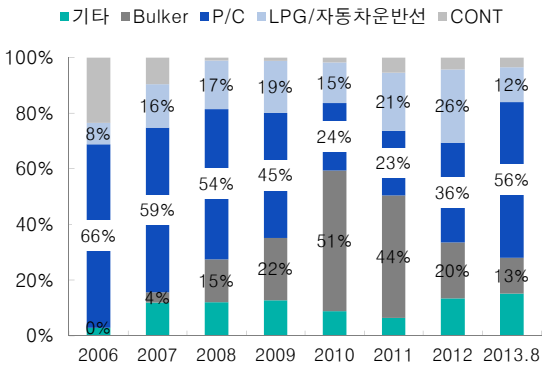

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 72. 대우조선해양 수주 잔량 선종 Mix 변화




자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 73. 현대미포조선 수주잔고 선종별 Mix




자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

Issue & News

# 현대중공업 (009540)

# 수주 선종 변화에 따라 상승 탄력 둔화 예상

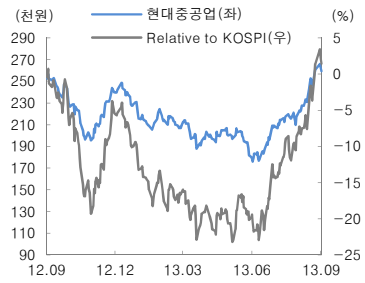
전재천
769.3082
jcjeon7@daishin.com

이지윤
769.3429
leejyun0829@daishin.com

| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 목표주가 | 300,000<br>상향 |
| 현재주가<br>(13.09.25) | 259,500 |
| | 조선업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 1,998.06 |
| 시가총액 | 19,722십억원 |
| 시가총액비중 | 1.69% |
| 자본금(보통주) | 380십억원 |
| 52주 최고/최저 | 266,000원 / 176,000원 |
| 120일 평균거래대금 | 531억원 |
| 외국인지분율 | 18.08% |
| 주요주주 | 정몽준 외 8인 21.31%<br>국민연금공단 5.62% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 19.3 | 45.4 | 22.1 | 1.8 |
| 상대수익률 | 11.7 | 29.6 | 20.9 | 1.4 |




## 투자 포인트

– 생각 보다 많은 수주 달성 / 9월 중순 현재, 조선+해양 사업부 수주 132억불 수준(목표의 98%)
– 여기에 유럽, 중국, 미국의 경기 개선 기대감과 이에 따른 상선 발주 증가 및 선가 상승 기대감으로 주가 크게 상승
– 수주 목표를 초과 달성하고 잔량이 증가하고 있는 상황은 긍정적이나 경기 지표와는 달리 상선 발주 움직임이 둔화되고 있는 점을 감안 시, 상승 탄력 또한 둔화될 것
– 2013년 상반기 수주한 상대적으로 낮은 선가의 물량들은 2014년 4월 또는 7월에 주가 하락 조정 요인으로 작용할 것

## 2013년 수주 목표 초과달성 예상. 조선 실적은 2014년 말을 바닥으로 반등

– 9월 중순 현재, 조선+해양 사업부 수주 133억불(상선 76억불/해양 57억불)로 연초 예상 보다 훨씬 많은 수주 달성
  * 상선에서는 Container선(28억불)과 LNG선(16억불), LPG(14억불)의 기여도가 컸음
  * 상선 사업부의 수주 영업이익율은 한자리 초반으로 추정
  * 매출이 인식되는 2014년에 영업이익율 하락 요인으로 작용 예상
– 2014년 상반기까지 일반 상선 비중은 감소하고 LNG선과 시추선, 해양생산설비 비중 증가할 것
– 조선 사업부 이익율은 2013년 상반기 저수익성 물량으로 2014년 하반기까지도 하락 지속 예상
  * '13년 상반기 낮은 선가에서 수주한 물량이 매출에 인식되는 2014년 상반기, 주가 하락 예상

## 수주 선종 변화에 따라 상승 탄력 둔화 예상

– 투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 상향(+20%) 조정
  * 수주 목표 초과달성, 이에 따른 2014년, 이후 실적 개선 기대감을 반영. PBR 1.3배 적용
– 상선 발주 회복과 선가 상승 반전으로 주가 큰 폭으로 상승
– 향후, 수주는 일반 상선에서 LNG선, 시추선으로 무게 중심이 옮겨 가며 상승 탄력은 둔화될 것
– 2013년 상반기 저수익 물량이 실적에 반영되는 2014년 상반기 이전에는 수주 규모에만 반응할 것으로 예상
– 연말까지 매출 이상의 수주 예상되고 선가는 하락 반전하지 않을 것으로 예상되어 상승 탄력은 둔화되도 주가 흐름은 나쁘지 않을 것으로 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 53,712 | 54,974 | 52,138 | 53,293 | 54,990 |
| 영업이익 | 4,561 | 1,993 | 1,320 | 1,384 | 1,662 |
| 세전순이익 | 3,876 | 1,436 | 1,043 | 1,157 | 1,427 |
| 총당기순이익 | 2,743 | 1,021 | 803 | 877 | 1,082 |
| 지배지분순이익 | 2,559 | 984 | 836 | 860 | 1,028 |
| EPS | 33,671 | 12,951 | 10,995 | 11,312 | 13,523 |
| PER | 7.6 | 18.7 | 23.6 | 22.9 | 19.2 |
| BPS | 215,515 | 222,116 | 228,645 | 234,707 | 243,332 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| ROE | 16.7 | 5.9 | 4.9 | 4.9 | 5.7 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

**연간 실적 추정 변경** (단위: 십억원, 원, %)

| | 수정전 | | | 수정후 | | | 컨센서스 | 변동률 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 | 53,111 | 54,370 | 55,513 | 52,138 | 53,293 | 54,990 | 53,859 | -1.8% | -2.0% | -0.9% |
| 영업이익 | 1,324 | 1,352 | 1,483 | 1,320 | 1,384 | 1,662 | 1,351 | -0.3% | 2.4% | 12.1% |
| 세전순이익 | 1,049 | 1,086 | 1,147 | 1,043 | 1,157 | 1,427 | 1,003 | -0.6% | 6.5% | 24.4% |
| 지배지분순이익 | 791 | 782 | 826 | 836 | 860 | 1,028 | 752 | 5.7% | 10.0% | 24.5% |
| EPS | 10,412 | 10,292 | 10,867 | 10,995 | 11,312 | 13,523 | 21,113 | 5.6% | 9.9% | 24.4% |

자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터
주: 수정전 수치는 2013년 8 14일 보고서 기준

**2015년 실적 조정 내용**

2015년 영업이익 상향 조정은 2013년 조선사업부 수주 목표 초과 달성과 선가 상승 전환을 반영하였다. 매출 하향 조정은 정유 사업부 매출 하향 조정이 반영되었다.

**2013년 3분기 실적 Preview – 기대치 소폭 하회** (단위: 십억원, 원, %)

| 구분 | 3Q12 | 2Q13 | 3Q13 | | | | 4Q13 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Consensus | 잠정치 | YoY | QoQ | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 13,199 | 13,091 | 13,260 | 12,801 | -3.0 | -2.2 | 13,103 | -7.3 | 2.4 |
| 영업이익 | 594 | 289 | 318 | 291 | -51.0 | 0.8 | 362 | 405.8 | 24.2 |
| 순이익 | 695 | 98 | 198 | 237 | -65.8 | 141.9 | 181 | 흑전 | -23.6 |

자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

**3분기 영업이익 기대치 하회 배경**

3분기 실적이 기대치를 소폭 하회하는 것은 3분기 정제마진이 생각 보다 낮아 정유(현대오일뱅크) 사업부의 영업이익이 생각 보다 낮기 때문이다.

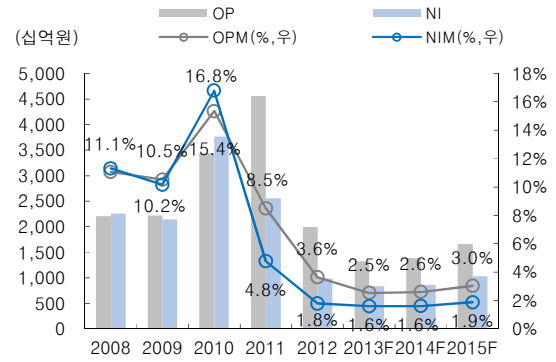
**표 13. 현대중공업 사업부별 실적추이– IFRS 연결** (단위: 십억원)

| | | 2012 | | | | 2013 | | | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3F | | | |
| 조선 | 매출액 | 4,618 | 4,448 | 4,069 | 4,653 | 4,182 | 4,447 | 4,087 | 17,788 | 16,637 | 16,261 |
| | 영업이익 | 617 | 389 | 204 | -171 | 67 | 93 | 76 | 1,041 | 305 | 204 |
| | % | 13.4% | 8.7% | 5.0% | -3.7% | 1.6% | 2.1% | 1.9% | 5.8% | 1.8% | 1.3% |
| 해양 | 매출액 | 940 | 1,132 | 1,014 | 1,297 | 1,054 | 1,235 | 1,112 | 4,382 | 4,597 | 4,707 |
| | 영업이익 | 70 | 57 | 107 | 83 | 71 | 142 | 71 | 318 | 367 | 289 |
| | % | 7.5% | 5.1% | 10.5% | 6.4% | 6.7% | 11.5% | 6.4% | 7.2% | 8.0% | 6.1% |
| 플랜트 | 매출액 | 303 | 292 | 342 | 494 | 232 | 260 | 253 | 1,431 | 1,104 | 1,800 |
| | 영업이익 | 16 | 16 | -2 | 73 | 14 | 20 | 18 | 106 | 75 | 99 |
| | % | 5.3% | 5.6% | -0.5% | 14.8% | 6.1% | 7.6% | 7.0% | 7.3% | 6.8% | 5.5% |
| 엔진기계 | 매출액 | 378 | 421 | 610 | 602 | 342 | 422 | 372 | 2,011 | 1,504 | 1,460 |
| | 영업이익 | 97 | 85 | 93 | 69 | 38 | 43 | 38 | 347 | 157 | 120 |
| | % | 25.6% | 20.2% | 15.3% | 11.5% | 11.2% | 10.1% | 10.3% | 17.1% | 10.5% | 8.2% |
| 전기전자 | 매출액 | 646 | 752 | 716 | 761 | 626 | 731 | 652 | 2,873 | 2,662 | 2,627 |
| | 영업이익 | -18 | -41 | -34 | 15 | -4 | 1 | 6 | -75 | 16 | 88 |
| | % | -2.8% | -5.5% | -4.7% | 1.9% | -0.6% | 0.2% | 1.0% | -2.7% | 0.6% | 3.4% |
| 건설장비 | 매출액 | 1,179 | 1,026 | 879 | 708 | 960 | 1,029 | 888 | 3,791 | 3,859 | 4,425 |
| | 영업이익 | 111 | 76 | 62 | 26 | 69 | 86 | 44 | 276 | 253 | 313 |
| | % | 9.4% | 7.4% | 7.0% | 3.7% | 7.1% | 8.3% | 5.0% | 7.2% | 6.6% | 7.1% |
| 그린에너지 | 매출액 | 94 | 63 | 67 | 113 | 84 | 57 | 59 | 337 | 269 | 296 |
| | 영업이익 | -5 | -19 | -42 | -41 | -15 | -5 | -5 | -106 | -30 | -9 |
| | % | -5.2% | -30.2% | -62.0% | -36.2% | -17.8% | -9.5% | -8.1% | -31.6% | -11.3% | -3.0% |
| 정유 | 매출액 | 5,564 | 5,361 | 5,268 | 5,307 | 5,468 | 4,664 | 5,162 | 21,499 | 20,654 | 20,860 |
| | 영업이익 | 139 | -158 | 248 | 78 | 197 | 59 | 103 | 307 | 509 | 522 |
| | % | 2.5% | -2.9% | 4.7% | 1.5% | 3.6% | 1.3% | 2.0% | 1.4% | 2.5% | 2.5% |
| 금융 | 매출액 | 165 | 152 | 168 | 150 | 154 | 187 | 173 | 634 | 668 | 688 |
| | 영업이익 | 27 | 28 | 25 | 15 | 8 | 10 | 9 | 95 | 34 | 38 |
| | % | 16.3% | 18.4% | 15.1% | 9.7% | 5.0% | 5.5% | 5.0% | 14.9% | 5.1% | 5.5% |
| 기타 | 매출액 | 53 | 55 | 67 | 53 | 42 | 64 | 42 | 227 | 190 | 168 |

| | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 영업이익 | -7 | 6 | 5 | -7 | -67 | -160 | -70 | -3 | -367 | -280 |
| | % | -12.7% | -136.7% | -102.7% | -13.2% | -159.2% | -248.2% | -166.7% | -1.1% | -193.1% | -166.7% |
| Total | 매출액 | 13,938 | 13,700 | 13,199 | 14,136 | 13,143 | 13,096 | 12,801 | 54,974 | 52,143 | 53,293 |
| | 영업이익 | 969 | 359 | 594 | 54 | 377 | 289 | 291 | 1,993 | 1,319 | 1,384 |
| | % | 7.0% | 2.6% | 4.5% | 0.4% | 2.9% | 2.2% | 2.3% | 3.6% | 2.5% | 2.6% |
| | 세전이익 | 765 | 209 | 1,009 | -547 | 346 | 92 | 294 | 1,436 | 1,043 | 1,157 |
| | 순이익 | 523 | 134 | 729 | -366 | 320 | 67 | 226 | 1,021 | 803 | 877 |
| | % | 3.8% | 1.0% | 5.5% | -2.6% | 2.4% | 0.7% | 1.9% | 1.9% | 1.6% | 1.6% |
| | 지배지주 순이익 | 496 | 132 | 695 | -339 | 318 | 98 | 237 | 984 | 836 | 860 |

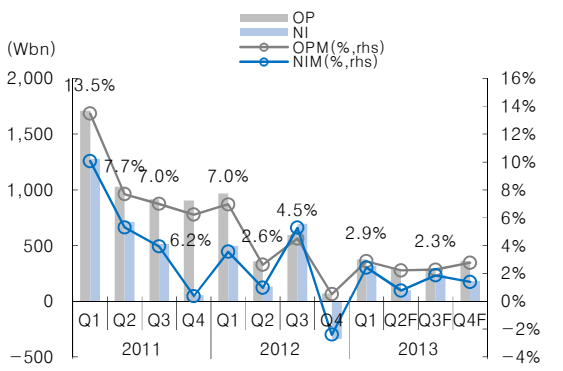
주: 2013 년 3Q, 2013 년, 2014 년은 대신증권 추정치
자료: 대신증권 리서치센터

## 그림 74. 현대중공업 연간 실적 추이



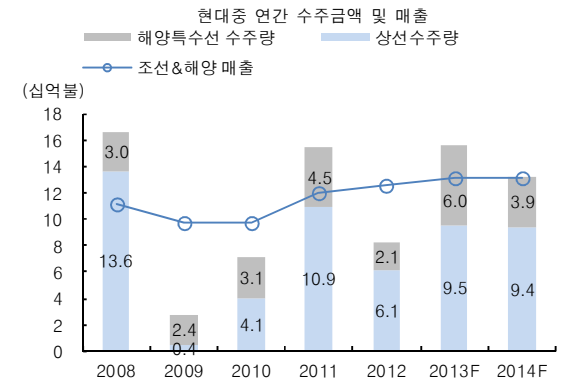

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 75. 현대중공업 분기 실적 추이



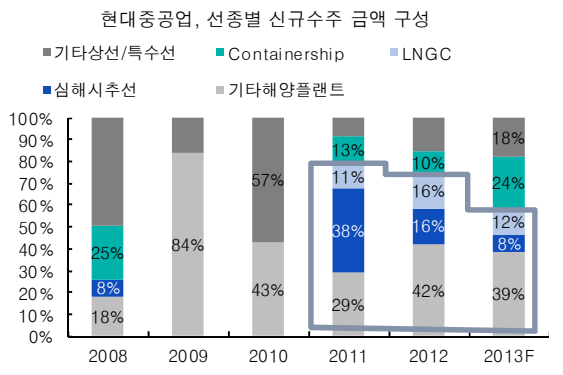

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 76. 현대중공업 조선+해양 수주금액 추이



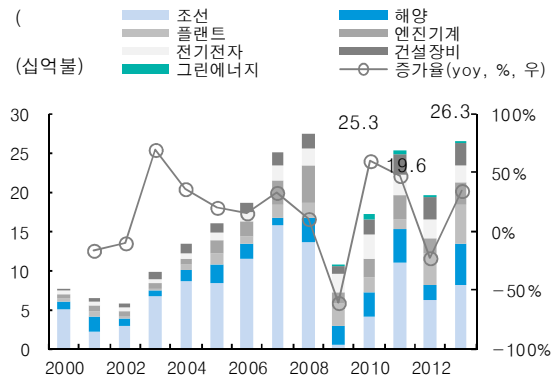

주 : 수주가 매출 보다 높을 경우, 잔량 증가
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 77. 현대중공업 수주 선종 Mix 변화



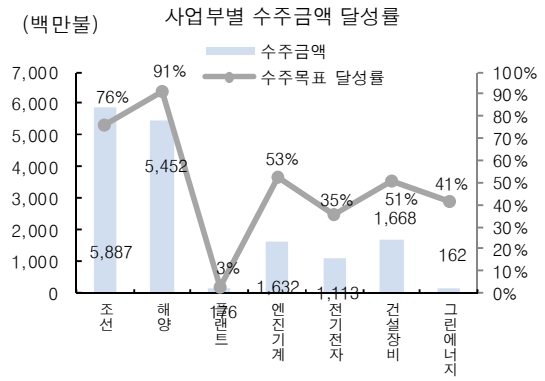

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비 비중을 표시
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 78. 현대중공업 사업부별 수주 추이(별도 기준)



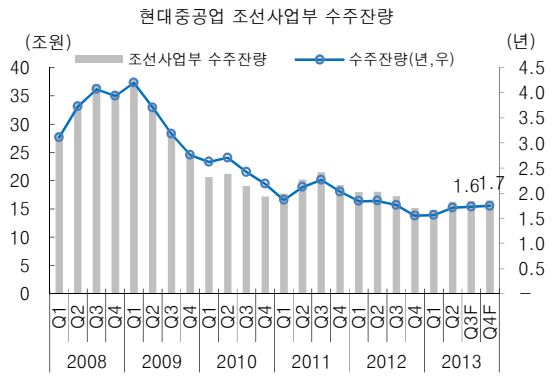

주 : 별도 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 79. 현대중공업 사업부별 수주 목표 달성 현황



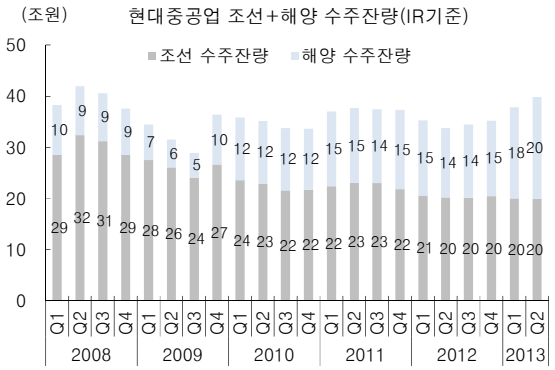

주 : 별도 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 80. 현대중공업 조선, 수주잔고(매출인식 제외)



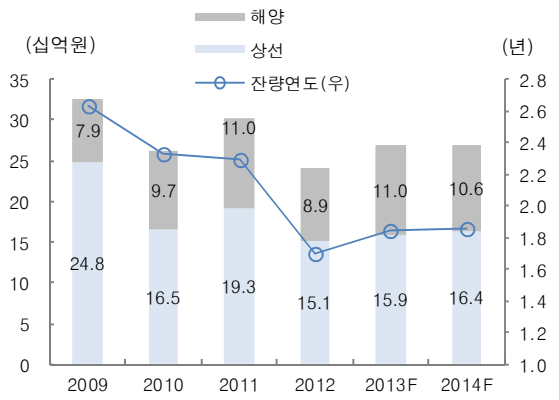

주: 분기보고서 기준 수주잔고임/ 160억불 수주 가정
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 81. 현대중공업 조선+해양 수주잔고(인도 기준)



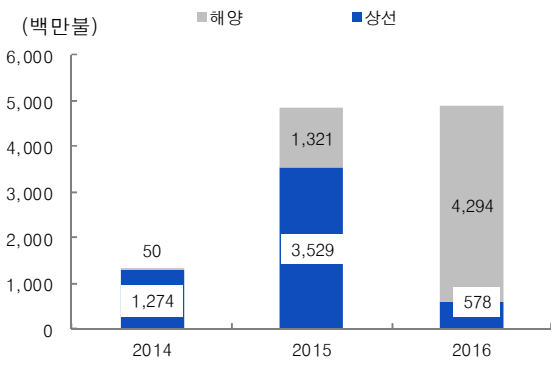

주: IR자료 기준 수주잔고임
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 82. 현대중공업 수주잔고와 잔량연도 추이



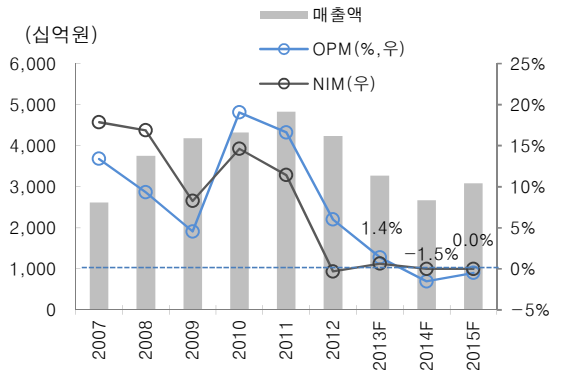

주: 매출 인식분 제외 기준
자료: 현대중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 83. 2013 년 발주된 선박들의 인도시기 분포도



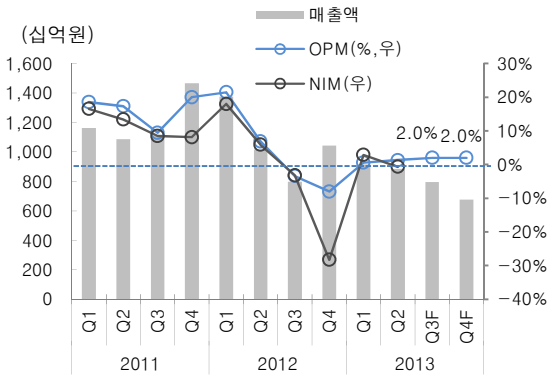

주: 2013년 8월말까지 수주한 Project 대상
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 84. 현대삼호중공업 연간 실적추이



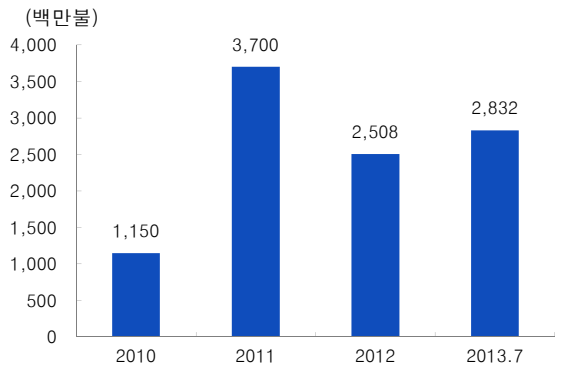

주: IFRS-별도 기준입
자료: 현대삼호중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 85. 현대삼호중공업 분기 실적추이



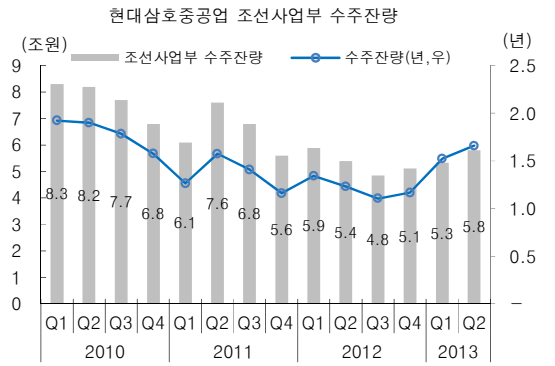

주: IFRS-별도 기준입
자료: 현대삼호중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 86. 현대삼호중공업 연간 수주추이




주: IFRS-별도 기준입
자료: 현대삼호중공업 대신증권 리서치센터

## 그림 87. 현대삼호중공업 수주잔량 추이




주: IFRS-별도 기준입
자료: 현대삼호중공업 대신증권 리서치센터

## 현대중공업 재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 53,712 | 54,974 | 52,138 | 53,293 | 54,990 |
| 매출원가 | 46,784 | 50,331 | 47,878 | 48,793 | 50,160 |
| 매출총이익 | 6,927 | 4,643 | 4,260 | 4,500 | 4,829 |
| 판매비와관리비 | 2,366 | 2,650 | 2,940 | 3,116 | 3,167 |
| 영업이익 | 4,561 | 1,993 | 1,320 | 1,384 | 1,662 |
| 영업이익률 | 8.5 | 3.6 | 2.5 | 2.6 | 3.0 |
| EBITDA | 5,499 | 2,989 | 2,331 | 2,416 | 2,713 |
| 영업외손익 | -685 | -557 | -276 | -227 | -235 |
| 관계기업손익 | -148 | -369 | -47 | -80 | 0 |
| 금융수익 | 1,876 | 2,744 | 1,618 | 972 | 936 |
| 외환관련이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융비용 | -2,142 | -1,746 | -2,536 | -1,099 | -1,171 |
| 외환관련손실 | 1,087 | 892 | 955 | 400 | 400 |
| 기타 | -271 | -1,186 | 688 | -20 | 0 |
| 법인세비용차감전순손익 | 3,876 | 1,436 | 1,043 | 1,157 | 1,427 |
| 법인세비용 | -1,133 | -415 | -240 | -280 | -345 |
| 계속사업순손익 | 2,743 | 1,021 | 803 | 877 | 1,082 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,743 | 1,021 | 803 | 877 | 1,082 |
| 당기순이익률 | 5.1 | 1.9 | 1.5 | 1.6 | 2.0 |
| 비지배지분순이익 | 184 | 36 | -32 | 18 | 54 |
| 지배지분순이익 | 2,559 | 984 | 836 | 860 | 1,028 |
| 매도가능금융자산평가 | -1 | -16 | -16 | -16 | -16 |
| 기타포괄이익 | -11 | -12 | -48 | -129 | -312 |
| 포괄순이익 | 2,617 | 735 | 159 | -577 | -2,198 |
| 비지배지분포괄이익 | 118 | 27 | -16 | -29 | -110 |
| 지배지분포괄이익 | 2,498 | 708 | 175 | -548 | -2,088 |

**재무상태표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 23,076 | 25,279 | 25,372 | 25,759 | 26,336 |
| 현금및현금성자산 | 1,610 | 1,108 | 1,525 | 1,646 | 1,892 |
| 매출채권 및 기타채권 | 9,808 | 11,270 | 11,131 | 11,131 | 11,131 |
| 재고자산 | 6,478 | 6,191 | 5,872 | 6,002 | 6,193 |
| 기타유동자산 | 5,181 | 6,710 | 6,844 | 6,981 | 7,120 |
| 비유동자산 | 25,924 | 23,995 | 24,259 | 24,474 | 24,755 |
| 유형자산 | 15,565 | 15,556 | 15,876 | 16,169 | 16,438 |
| 관계기업투자금 | 973 | 851 | 826 | 768 | 790 |
| 기타비유동자산 | 9,387 | 7,587 | 7,557 | 7,537 | 7,528 |
| 자산총계 | 49,001 | 49,273 | 49,631 | 50,234 | 51,091 |
| 유동부채 | 25,491 | 22,174 | 22,081 | 22,172 | 22,302 |
| 매입채무 및 기타채무 | 15,016 | 11,523 | 11,321 | 11,403 | 11,524 |
| 차입금 | 7,212 | 7,583 | 7,583 | 7,583 | 7,583 |
| 유동성채무 | 906 | 942 | 1,042 | 1,042 | 1,042 |
| 기타유동부채 | 2,356 | 2,126 | 2,135 | 2,144 | 2,153 |
| 비유동부채 | 5,334 | 8,358 | 8,258 | 8,258 | 8,258 |
| 차입금 | 2,938 | 6,302 | 6,202 | 6,202 | 6,202 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 2,395 | 2,056 | 2,056 | 2,056 | 2,056 |
| 부채총계 | 30,824 | 30,532 | 30,339 | 30,430 | 30,560 |
| 자배지분 | 16,379 | 16,881 | 17,377 | 17,838 | 18,493 |
| 자본금 | 380 | 380 | 380 | 380 | 380 |
| 자본잉여금 | 1,100 | 1,109 | 1,109 | 1,109 | 1,109 |
| 이익잉여금 | 15,399 | 16,098 | 16,780 | 17,395 | 18,178 |
| 기타자본변동 | -500 | -707 | -893 | -1,047 | -1,174 |
| 비지배지분 | 1,797 | 1,861 | 1,915 | 1,966 | 2,038 |
| 자본총계 | 18,177 | 18,741 | 19,292 | 19,804 | 20,531 |
| 순차입금 | 6,494 | 10,188 | 9,699 | 9,507 | 9,187 |

**Valuation 지표** (단위: 원 배 %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 33,671 | 12,951 | 10,995 | 11,312 | 13,523 |
| PER | 7.6 | 18.7 | 23.9 | 23.3 | 19.4 |
| BPS | 215,515 | 222,116 | 228,645 | 234,707 | 243,332 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| EBITDAPS | 72,351 | 39,322 | 30,669 | 31,791 | 35,692 |
| EV/EBITDA | 5.1 | 10.2 | 13.6 | 13.0 | 11.5 |
| SPS | 706,732 | 723,338 | 686,022 | 701,226 | 723,548 |
| PSR | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| CFPS | 76,602 | 50,085 | 41,931 | 45,165 | 48,928 |
| DPS | 4,000 | 2,500 | 4,000 | 4,000 | 4,000 |

**재무비율** (단위: 원 배 %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 43.8 | 2.3 | -5.2 | 2.2 | 3.2 |
| 영업이익 증가율 | -17.5 | -56.3 | -33.8 | 4.9 | 20.1 |
| 순이익 증가율 | -39.9 | -62.8 | -21.3 | 9.2 | 23.3 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 13.5 | 5.4 | 3.7 | 3.8 | 4.6 |
| ROA | 9.5 | 4.1 | 2.7 | 2.8 | 3.3 |
| ROE | 16.7 | 5.9 | 4.9 | 4.9 | 5.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 169.6 | 162.9 | 157.3 | 153.7 | 148.8 |
| 순차입금비율 | 35.7 | 54.4 | 50.3 | 48.0 | 44.7 |
| 이자보상배율 | 15.8 | 5.1 | 4.1 | 4.6 | 4.5 |

**현금흐름표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 504 | -3,459 | 2,281 | 2,160 | 2,429 |
| 당기순이익 | 2,743 | 1,021 | 803 | 877 | 1,082 |
| 비현금항목의 가감 | 3,078 | 2,786 | 2,383 | 2,555 | 2,637 |
| 감가상각비 | 938 | 995 | 1,011 | 1,032 | 1,051 |
| 외환손익 | 0 | 0 | -107 | -6 | 0 |
| 지분법평가손익 | 148 | 369 | 47 | 80 | 0 |
| 기타 | 1,992 | 1,421 | 1,433 | 1,449 | 1,586 |
| 자산부채의 증감 | -3,982 | -6,273 | -1,171 | -1,476 | -1,498 |
| 기타현금흐름 | -1,336 | -992 | 265 | 203 | 209 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,367 | -809 | -1,083 | -1,056 | -1,142 |
| 투자자산 | -300 | 545 | -18 | 11 | -74 |
| 유형자산 | -1,583 | -1,053 | -958 | -958 | -958 |
| 기타 | 516 | -301 | -107 | -109 | -110 |
| 재무활동 현금흐름 | 599 | 3,774 | 3,855 | 3,763 | 3,763 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | -100 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -410 | -234 | -153 | -245 | -245 |
| 기타 | 1,009 | 4,008 | 4,108 | 4,008 | 4,008 |
| 현금의 증감 | -269 | -502 | 418 | 121 | 246 |
| 기초 현금 | 1,879 | 1,610 | 1,108 | 1,525 | 1,646 |
| 기말 현금 | 1,610 | 1,108 | 1,525 | 1,646 | 1,892 |
| NOPLAT | 3,228 | 1,417 | 1,016 | 1,049 | 1,260 |
| FCF | 2,468 | 1,235 | 1,027 | 1,081 | 1,310 |

자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

Issue & News

# 삼성중공업 (010140)

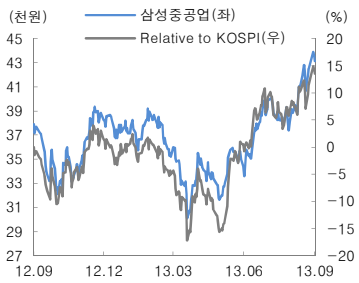
전재천
769.3082
jcjeon7@daishin.com

| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 목표주가 | 51,000<br>상향 |
| 현재주가<br>(13.09.24 | 43,600 |

조선업종

| | |
|---|---|
| KOSPI | 1,998.06 |
| 시가총액 | 9,966십억원 |
| 시가총액비중 | 0.85% |
| 자본금(보통주) | 1,154십억원 |
| 52주 최고/최저 | 43,900원 / 30,100원 |
| 120일 평균거래대금 | 431억원 |
| 외국인지분율 | 32.71% |
| 주요주주 | 삼성전자 외 9인 24.44%<br>국민연금공단 5.45% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 13.3 | 28.4 | 19.9 | 13.9 |
| 상대수익률 | 6.0 | 14.4 | 18.6 | 13.5 |




# LNG선, 시추선 수주 증가로 주가는 2014년 1분기까지 양호한 흐름 예상

### 투자포인트

– 2013년 수주, 150억불 이상 수주 예상. 8월 말 기준, 124억불 수주(목표의 95% 달성)
– 연초 예상 보다 높은 수주는 LNG선에서의 높은 수주 점유율, Semi-Rig와 Jackup 시장에 신규 진입 성공 덕분 (LNG선 현재까지 13기 27.5억불, Semi-Rig와 Jackup에서 4기 27억불 수주)
– 주가는 단기 급등했고 3분기 영업이익은 기대치 소폭 하회할 것으로 예상되어 단기적으로 쉬어 갈 수 있으나 '14년 상반기까지 LNG선, 시추선 수주 증가로 수주 흐름 좋아 양호한 주가 흐름 예상
– 또한 2014년 수주 기대감이 증가하는 FLNG에서의 높은 경쟁력으로 수주 기대감을 높일 것

### 2013년 수주 목표 초과 달성. 좋은 수주 흐름 2014년 상반기까지 지속 예상

– 2013년 수주, 150억불 이상 수주 예상(연초 목표의 15% 이상 초과 달성 예상)
* LNG선에서의 높은 수주 점유율, Semi-Rig와 Jackup 시장에 신규 진입 성공 덕분
– 2014년 상반기까지 LNG선과 시추선 수주 증가로 좋은 수주 흐름 이어갈 것
– 2013년 시추선 수주의 특징은 Drillship은 수주는 2012년 대비 소폭 감소하나 Semi-Rig와 Jackup 시장에 신규 진입에 성공하며 시추선 총 수주 규모(12기)로는 2008년(11기), 2011년(10기) 기록을 갱신할 것 예상
– 수주 규모는 증가했으나 수주 영업이익율은 과거 보다 소폭 낮은 것으로 추정(이 부분이 주가에 반영되는 시기는 실제 매출로 인식되며 실적이 생각 보다 저조하게 나왔을 때 반영 예상)

### LNG선, 시추선 수주 증가로 주가는 2014년 1분기까지 양호한 흐름 예상

– 주가 단기 급등에 따른 부담과 3분기 영업이익이 시장 기대치를 소폭 하회하는 점 때문에 주가는 단기적으로 쉬어갈 수 있으나 LNG선, 시추선 수주로 2014년 상반기까지 좋을 것으로 예상되어 주가는 양호한 흐름 이어 갈 것으로 예상
– 분기 영업이익은 2013년 1분기를 고점으로 소폭씩 둔화되는 점은 부정적이나 실적 컨센서스에 이미 반영되어 있고 2013년 하반기 실적까지는 실적을 크게 하회할 가능성은 낮아 당장은 실적 리스크는 크지 않다는 판단
* 건조 차입금 감소에 따른 이자 비용 감소 효과(0.5%pt)도 실적 둔화를 완만하게 하는데 기여 (건조 차입금 감소는 2013년 하반기 LNG선, Drillship의 인도 증가에 따른 인도시 대금 때문)

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 13,392 | 14,489 | 15,092 | 15,271 | 15,601 |
| 영업이익 | 1,083 | 1,206 | 1,260 | 1,147 | 1,093 |
| 세전순이익 | 1,150 | 1,045 | 1,277 | 1,247 | 1,198 |
| 총당기순이익 | 851 | 796 | 977 | 954 | 917 |
| 지배지분순이익 | 851 | 796 | 977 | 954 | 917 |
| EPS | 3,687 | 3,449 | 4,231 | 4,132 | 3,971 |
| PER | 7.6 | 11.2 | 10.2 | 10.4 | 10.9 |
| BPS | 20,103 | 22,869 | 26,506 | 30,100 | 33,562 |
| PBR | 1.4 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| ROE | 19.4 | 16.0 | 17.1 | 14.6 | 12.5 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

**연간 실적 추정 변경**

(단위: 십억원, 원, %)

| | 수정전 | | | 수정후 | | | 컨센서스 | 변동률 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 | 15,092 | 15,067 | 15,149 | 15,092 | 15,271 | 15,601 | 15,115 | 0.0% | 1.4% | 3.0% |
| 영업이익 | 1,255 | 1,137 | 1,063 | 1,260 | 1,147 | 1,093 | 1,278 | 0.4% | 0.9% | 2.8% |
| 세전순이익 | 1,200 | 1,128 | 1,071 | 1,277 | 1,247 | 1,198 | 1,213 | 6.4% | 10.5% | 11.9% |
| 지배지분순이익 | 918 | 863 | 819 | 977 | 954 | 917 | 930 | 6.4% | 10.5% | 12.0% |
| EPS | 3,975 | 3,737 | 3,547 | 4,231 | 4,132 | 3,971 | 3,907 | 6.4% | 10.6% | 12.0% |

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터
주: 수정전 수치는 2013년 8 2일 보고서 기준

**삼성중공업 투자의견 매수, 목표주가 51,000원으로 상향(+8%)**

삼성중공업의 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 51,000원으로 상향(+8%) 조정

- 목표주가 상향은 수주 목표 초과달성, 이에 따른 '14년 이후 실적 개선 기대감을 반영
- 목표주가는 2014년 EPS에 PER 12.3배 적용
- 12.3배는 현재와 비슷한 사이클에 있었던 2011년 상반기 PER 상단임

**3분기 실적 Preview – 3분기 영업이익 기대치 소폭 하회 예상**

(단위: 십억원, 원, %)

| 구분 | 3Q12 | 2Q13 | 3Q13 | | | | 4Q13 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Consensus | 잠정치 | YoY | QoQ | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 4,059 | 3,798 | 3,656 | 3,674 | -9.5 | -3.3 | 3,731 | 5.4 | 1.5 |
| 영업이익 | 325 | 286 | 267 | 256 | -21.3 | -10.6 | 273 | 3.4 | 6.7 |
| 지배순이익 | 277 | 215 | 193 | 195 | -29.7 | -9.1 | 207 | 182.1 | 5.9 |

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

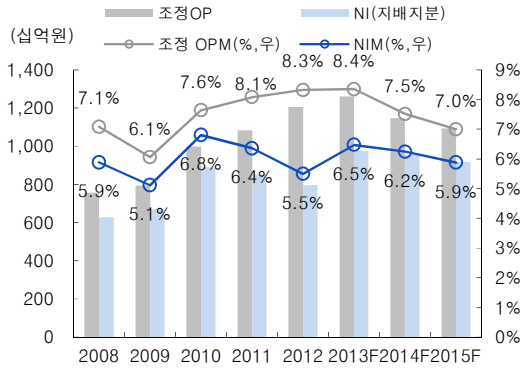
**표 14. 삼성중공업 사업부별 실적추이– IFRS 연결**

(단위:십억원)

| | | 2012 | | | | 2013 | | | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3F | | | |
| 조선 | 매출액 | 3,320 | 3,112 | 3,858 | 3,343 | 3,745 | 3,658 | 3,506 | 13,633 | 14,437 | 14,571 |
| | 영업이익 | 369 | 298 | 375 | 296 | 472 | 324 | 294 | 1,338 | 1,399 | 1,287 |
| | % | *11.1%* | *9.6%* | *9.7%* | *8.9%* | *12.6%* | *8.9%* | *8.4%* | *9.8%* | *9.7%* | *8.8%* |
| 건설 | 매출액 | 219 | 241 | 200 | 197 | 143 | 140 | 168 | 856 | 655 | 700 |
| | 영업이익 | 8.7 | 7.5 | 11.6 | 7.0 | 5.9 | 2.3 | 5.9 | 35 | 21 | 25 |
| | % | *4.0%* | *3.1%* | *5.8%* | *3.6%* | *4.1%* | *1.6%* | *3.5%* | *4.1%* | *3.2%* | *3.5%* |
| 공통판관비 | | -41 | -41 | -61 | -24 | -38 | -41 | -41 | -167 | -161 | -165 |
| Total | 매출액 | 3,539 | 3,352 | 4,059 | 3,540 | 3,888 | 3,798 | 3,674 | 14,490 | 15,091 | 15,271 |
| | 영업이익 | 337 | 264 | 324 | 280 | 440 | 285 | 258 | 1,205 | 1,259 | 1,147 |
| | % | *9.5%* | *7.9%* | *8.0%* | *7.9%* | *11.3%* | *7.5%* | *7.0%* | *8.3%* | *8.3%* | *7.5%* |
| | 세전이익 | 328 | 249 | 347 | 120 | 383 | 288 | 300 | 1,045 | 1,277 | 1,247 |
| | 순이익 | 253 | 193 | 277 | 73 | 300 | 215 | 228 | 796 | 977 | 954 |
| | % | *7.1%* | *5.8%* | *6.8%* | *2.1%* | *7.7%* | *5.7%* | *6.2%* | *5.5%* | *6.5%* | *6.2%* |
| | 지배지주 순이익 | 253 | 193 | 277 | 73 | 300 | 215 | 228 | 796 | 977 | 954 |

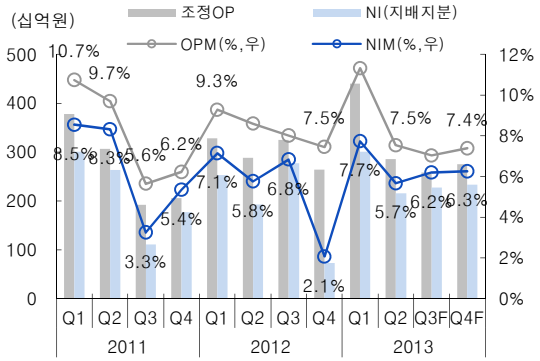
주: 2013 년 3Q, 2013 년, 2014 년은 대신증권 추정치
자료: 대신증권 리서치센터

## 그림 88. 삼성중공업 연간 실적 추이



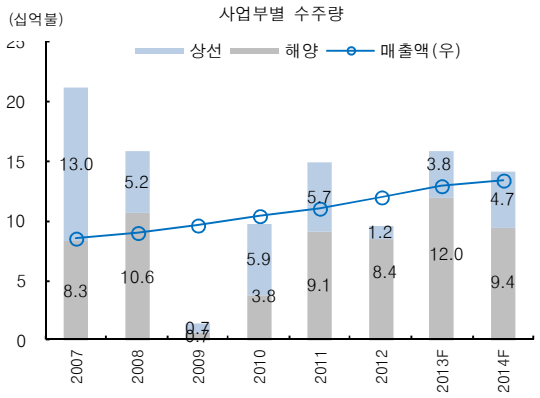

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 89. 삼성중공업 분기 실적 추이



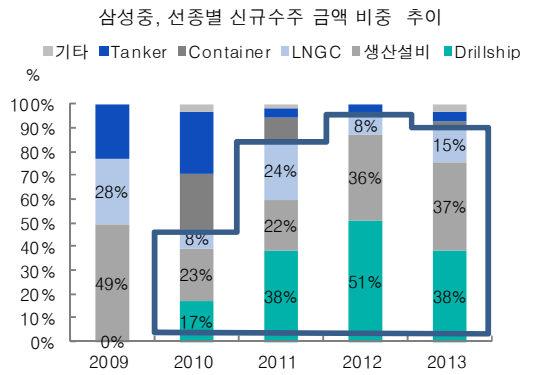

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 90. 삼성중공업 연간 수주추이



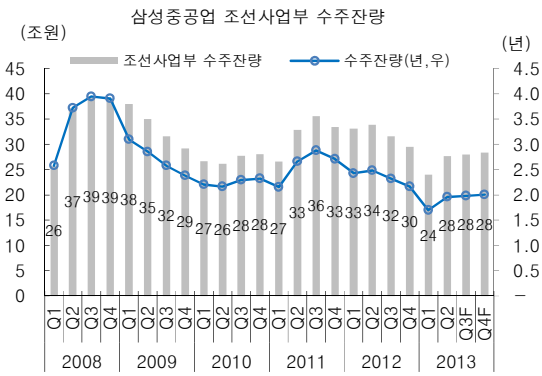

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 91. 삼성중공업 선종별 수주 Mix 추이



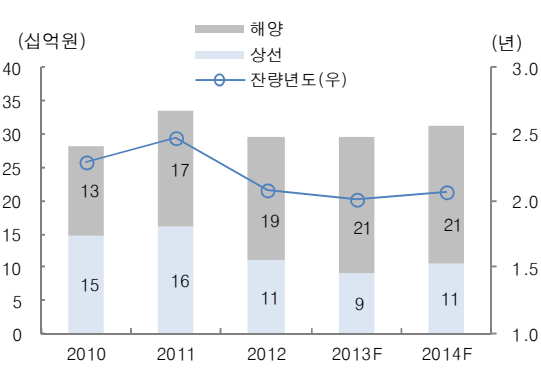

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비 비중을 표시
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 92. 삼성중공업 수주잔고와 잔량연도 추이



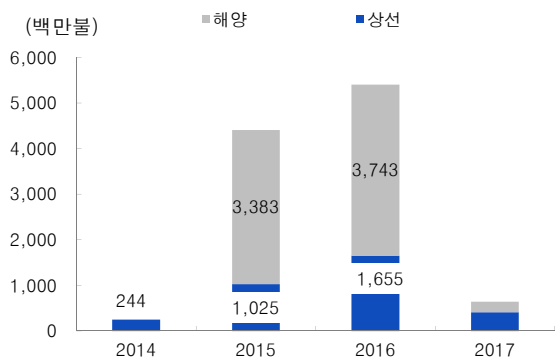

주: 분기보고서 기준 수주잔고임/ 160억불 수주가정
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 93. 삼성중공업 수주잔고



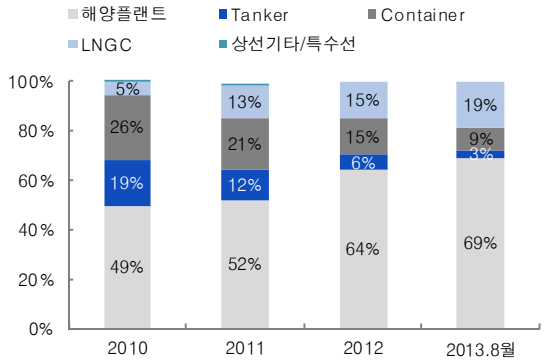

주: 매출인식 제외 기준임
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 94. 2013 년 발주된 선박들의 인도시기 분포도




자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

그림 95. 삼성중공업 수주잔고 선종별 비중




자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 삼성중공업 재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 13,392 | 14,489 | 15,092 | 15,271 | 15,601 |
| 매출원가 | 11,628 | 12,554 | 13,106 | 13,379 | 13,756 |
| 매출총이익 | 1,763 | 1,935 | 1,985 | 1,892 | 1,846 |
| 판매비와관리비 | 681 | 729 | 725 | 745 | 753 |
| 영업이익 | 1,083 | 1,206 | 1,260 | 1,147 | 1,093 |
| 영업이익률 | 8.1 | 8.3 | 8.4 | 7.5 | 7.0 |
| EBITDA | 1,455 | 1,507 | 1,551 | 1,433 | 1,374 |
| 영업외손익 | 68 | -161 | 17 | 100 | 106 |
| 관계기업손익 | -32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 205 | 312 | 624 | 553 | 547 |
| 외환관련이익 | 46 | 31 | 332 | 319 | 400 |
| 금융비용 | -182 | -276 | -789 | -495 | -493 |
| 외환관련손실 | 24 | 4 | 242 | 400 | 400 |
| 기타 | 77 | -197 | 182 | 42 | 51 |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,150 | 1,045 | 1,277 | 1,247 | 1,198 |
| 법인세비용 | -299 | -249 | -300 | -293 | -282 |
| 계속사업순손익 | 851 | 796 | 977 | 954 | 917 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 851 | 796 | 977 | 954 | 917 |
| 당기순이익률 | 6.4 | 5.5 | 6.5 | 6.2 | 5.9 |
| 비지배지분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배지분순이익 | 851 | 796 | 977 | 954 | 917 |
| 매도가능금융자산평가 | -14 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 기타포괄이익 | -10 | -3 | 1 | 2 | 2 |
| 포괄순이익 | 616 | 746 | 966 | 952 | 916 |
| 비지배지분포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배지분포괄이익 | 616 | 746 | 966 | 952 | 916 |

**재무상태표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 9,424 | 10,276 | 11,313 | 10,998 | 12,008 |
| 현금및현금성자산 | 806 | 929 | 1,529 | 1,434 | 2,610 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,986 | 5,033 | 5,553 | 5,565 | 5,589 |
| 재고자산 | 540 | 699 | 728 | 737 | 753 |
| 기타유동자산 | 4,092 | 3,615 | 3,502 | 3,261 | 3,056 |
| 비유동자산 | 6,990 | 6,359 | 6,041 | 5,826 | 5,672 |
| 유형자산 | 5,408 | 5,278 | 5,222 | 5,170 | 5,122 |
| 관계기업투자금 | 0 | 6 | -15 | -35 | -55 |
| 기타비유동자산 | 1,581 | 1,075 | 834 | 691 | 605 |
| 자산총계 | 16,414 | 16,635 | 17,354 | 16,824 | 17,680 |
| 유동부채 | 10,539 | 8,919 | 9,473 | 8,790 | 8,823 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,982 | 4,866 | 4,926 | 4,944 | 4,976 |
| 차입금 | 585 | 1,247 | 1,247 | 1,247 | 1,247 |
| 유동성채무 | 1,099 | 206 | 700 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 3,873 | 2,600 | 2,600 | 2,600 | 2,600 |
| 비유동부채 | 1,231 | 2,433 | 1,753 | 1,075 | 1,099 |
| 차입금 | 100 | 1,741 | 1,041 | 341 | 341 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 1,131 | 693 | 713 | 734 | 758 |
| 부채총계 | 11,770 | 11,352 | 11,226 | 9,865 | 9,922 |
| 지배지분 | 4,644 | 5,283 | 6,123 | 6,953 | 7,753 |
| 자본금 | 1,155 | 1,155 | 1,155 | 1,155 | 1,155 |
| 자본잉여금 | 423 | 423 | 423 | 423 | 423 |
| 이익잉여금 | 3,610 | 4,299 | 5,167 | 6,013 | 6,821 |
| 기타자본변동 | -544 | -594 | -622 | -638 | -647 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 자본총계 | 4,644 | 5,283 | 6,123 | 6,953 | 7,753 |
| 순차입금 | -1,258 | 362 | -161 | -1,224 | -2,195 |

**Valuation 지표** (단위: 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 3,687 | 3,449 | 4,231 | 4,132 | 3,971 |
| PER | 7.6 | 11.2 | 10.3 | 10.6 | 11.0 |
| BPS | 20,103 | 22,869 | 26,506 | 30,100 | 33,562 |
| PBR | 1.4 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EBITDAPS | 6,300 | 6,528 | 6,718 | 6,207 | 5,953 |
| EV/EBITDA | 3.6 | 6.1 | 6.4 | 6.2 | 5.7 |
| SPS | 57,975 | 62,728 | 65,334 | 66,109 | 67,541 |
| PSR | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| CFPS | 6,163 | 7,183 | 7,461 | 8,022 | 7,456 |
| DPS | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |

**현금흐름표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 1,440 | -1,193 | -145 | 482 | 365 |
| 당기순이익 | 851 | 796 | 977 | 954 | 917 |
| 비현금항목의 가감 | 572 | 863 | 747 | 899 | 806 |
| 감가상각비 | 372 | 302 | 291 | 286 | 282 |
| 외환손익 | 8 | 3 | -99 | 69 | 0 |
| 지분법평가손익 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 160 | 558 | 554 | 544 | 524 |
| 자산부채의 증감 | 457 | -2,663 | -1,609 | -1,123 | -1,126 |
| 기타현금흐름 | -440 | -190 | -259 | -248 | -231 |
| 투자활동 현금흐름 | 115 | -9 | 314 | 174 | 81 |
| 투자자산 | 16 | -76 | 257 | 159 | 102 |
| 유형자산 | -242 | -230 | -230 | -230 | -230 |
| 기타 | 341 | 297 | 287 | 245 | 209 |
| 재무활동 현금흐름 | -1,188 | 1,335 | -314 | -1,508 | -108 |
| 단기차입금 | -990 | 684 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 1,196 | -500 | -500 | 0 |
| 장기차입금 | 74 | 658 | -200 | -200 | 0 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -108 | -108 | -108 | -108 | -108 |
| 기타 | -165 | -1,094 | 494 | -700 | 0 |
| 현금의 증감 | 359 | 123 | 595 | -95 | 1,176 |
| 기초 현금 | 447 | 806 | 929 | 1,524 | 1,429 |
| 기말 현금 | 806 | 929 | 1,524 | 1,429 | 2,605 |
| NOPLAT | 801 | 919 | 964 | 877 | 836 |
| FCF | 862 | 973 | 1,010 | 919 | 873 |

**재무비율**

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 1.9 | 8.2 | 4.2 | 1.2 | 2.2 |
| 영업이익 증가율 | -9.8 | 11.4 | 4.5 | -9.0 | -4.8 |
| 순이익 증가율 | -14.9 | -6.4 | 22.7 | -2.3 | -3.9 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 16.3 | 17.5 | 17.4 | 15.1 | 14.5 |
| ROA | 6.1 | 7.3 | 7.4 | 6.7 | 6.3 |
| ROE | 19.4 | 16.0 | 17.1 | 14.6 | 12.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 253.4 | 214.9 | 183.3 | 141.9 | 128.0 |
| 순차입금비율 | -27.1 | 6.8 | -2.6 | -17.6 | -28.3 |
| 이자보상배율 | 53.6 | 63.1 | 88.7 | 78.2 | 86.1 |

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

Issue & News

# 대우조선해양 (042660)

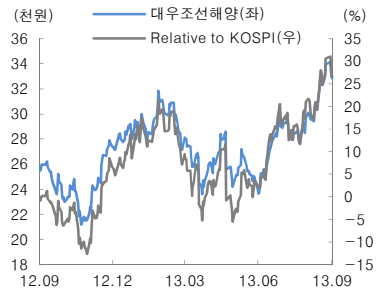
# 실적, 수주 빠지는 것이 없다

전재천
769.3082
jcjeon7@daishin.com

| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 목표주가 | 42,000<br>상향 |
| 현재주가<br>(13.09.24) | 33,000 |
| | 조선업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 1,998.06 |
| 시가총액 | 6,287십억원 |
| 시가총액비중 | 0.54% |
| 자본금(보통주) | 962십억원 |
| 52주 최고/최저 | 34,100원 / 21,200원 |
| 120일 평균거래대금 | 327억원 |
| 외국인지분율 | 15.55% |
| 주요주주 | 한국산업은행 외 2인 31.46%<br>금융위원회 17.15% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 10.6 | 38.9 | 16.9 | 27.1 |
| 상대수익률 | 3.5 | 23.8 | 15.7 | 26.7 |




### 투자포인트

– 조선주 내, 최우선 추천주 유지
– 2014년 상반기까지 봤을 때, 실적과 수주 모두 양호한 유일한 회사. 실적은 2015년까지 개선세
– 8월 말까지 91억불 수주(연간 목표 70% 달성). 연말까지 150억불 이상 수주 예상
– 2014년 상반기까지 발주 증가하는 LNG선과 사추선 시장에서 큰 수혜 예상
– 3분기 영업이익 기대치 충족 예상
– 금융위 17.1% 매각과 관련한 오버행 있지만 펀더멘털 개선세가 이어지고 있어 소화가능할 것으로 기대 (희망적인 시나리오로는 금융위 지분 중, 5%~7% 정도가 먼저 블럭세일된 후, 나머지 지분에 대해서는 2014년 산업은행과의 공동 매각 가능성도 있음 –>이 경우 오버행이 M&A 모멘텀으로 전환)

### 2013년 수주 150억불 이상 수주 예상(연간 목표 15% 이상 초과 달성)

– 8월 말까지 91억불 수주(연간 목표 70% 달성)
–연말까지 추가 수주 예상되는 선종은 사추선(Drillship, Semi-Rig, Jackup), LNG선, 해양생산설비, Container선이다
– 2014년 상반기까지 증가할 것으로 예상되는 LNG선과 사추선에서 큰 수혜가 예상됨
– 현재까지 수주 91억불 중에서 수익성이 낮은 일반 상선 비중은 12억불(13%)에 불과
– 2013년 수주 영업이익율은 2013년 예상 영업이익율 2.6% 보다 높아 향후 실적 개선에 기여

### 투자의견 매수, 목표주가 42,000원으로 상향(+21%)

– 목표주가 상향은 수주 목표 초과달성, 이에 따른 2014년, 이후 실적 개선 기대감을 반영
– 목표주가는 2014년 EPS에 PER 13.4배 적용
– 13.4배는 현재와 비슷한 사이클에 있었던 2011년 상반기 PER 상단임
– 단기 급등에 따른 피로감과 금융위 지분 17.15% 매각과 관련한 오버행으로 단기 조정 가능하나 펀더멘털 개선세를 감안하면 2014년 상반기까지 상승세를 이어갈 것으로 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 13,903 | 14,058 | 15,317 | 16,298 | 16,435 |
| 영업이익 | 1,089 | 486 | 395 | 783 | 876 |
| 세전순이익 | 998 | 265 | 303 | 807 | 903 |
| 총당기순이익 | 648 | 176 | 218 | 597 | 668 |
| 지배지분순이익 | 686 | 222 | 220 | 603 | 675 |
| EPS | 3,587 | 1,159 | 1,151 | 3,152 | 3,527 |
| PER | 6.8 | 23.4 | 28.5 | 10.4 | 9.3 |
| BPS | 23,939 | 24,409 | 25,253 | 28,113 | 31,113 |
| PBR | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| ROE | 15.9 | 4.8 | 4.6 | 11.8 | 11.9 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

**연간 실적 추정 변경**

(단위: 십억원, %),

| | 수정전 | | | 수정후 | | | 컨센서스 | 변동률 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 | 15,334 | 15,828 | 15,918 | 15,317 | 16,298 | 16,435 | 14,789 | -0.1% | 3.0% | 3.2% |
| 영업이익 | 390 | 754 | 838 | 395 | 783 | 876 | 416 | 1.3% | 3.8% | 4.5% |
| 세전순이익 | 295 | 778 | 865 | 303 | 807 | 903 | 338 | 2.7% | 3.7% | 4.4% |
| 지배지분순이익 | 214 | 581 | 646 | 220 | 603 | 675 | 274 | 2.8% | 3.8% | 4.5% |
| EPS(지배지분순이익) | 1,119 | 3,037 | 3,377 | 1,151 | 3,152 | 3,527 | 1,872 | 2.9% | 3.8% | 4.4% |

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터
주: 수정전 수치는 2013년 8 16일 보고서 기준

**영업이익은 2015년까지 지속적으로 개선 예상**

- 2013년 대비 2014년 영업이익 400십억원 가량 개선 예상 (개선 배경 : 2010년 수주한 적자 물량인 Pipe매설선 없어지는 효과(140십억원) + 충당금 감소 효과(100십억원) + Mix 개선 효과(150십억원, OPM 1%)

- 연초 부터 잔량 많아 선별 수주 가능해 2013년 수주 수익성도 양호 (2013년 현재까지 수주 물량 중, LNG선을 제외한 일반 상선(전량 Container선 수주 금액 비중은 13%에 불과)

- 2011년부터 3년 연속 140억불(2013년 조선,해양 매출 125억불) 이상 수주하며 2014년에도 매출 큰 폭(6.4%) 상승 예상

**3분기 실적 Preview – 기대치 대비 소폭 하회**

(단위: 십억원, 원, %)

| 구분 | 3Q12 | 2Q13 | 3Q13 | | | | | 4Q13 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Consensus | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 3,171 | 4,088 | 3,711 | 3,843 | 3,843 | 21.2 | -6.0 | 4,127 | 6.6 | 7.4 |
| 영업이익 | 118 | 127 | 109 | 92 | 92 | -22.6 | -27.7 | 109 | 24.0 | 19.5 |
| 순이익 | 57 | 54 | 68 | 49 | 49 | -12.9 | -8.7 | 69 | 흑전 | 39.8 |

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터 / 주 : 대우조선해양 3분기 영업이익에 충당금 30십억원 반영 기준

**표 15. 대우조선 각 사업부의 분기, 연간 실적 추이(연결기준)**

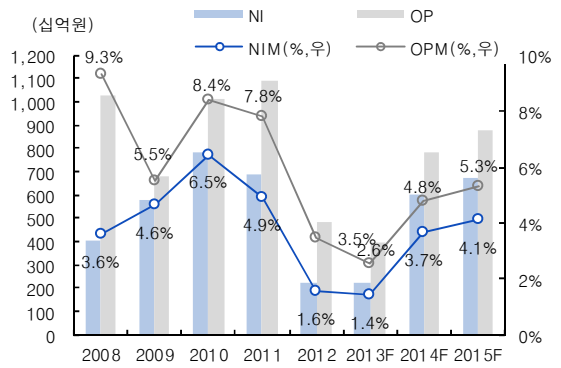
(단위:십억원)

| | | 2012 | | | | 2013 | | | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QF | | | |
| 조선 | 매출액 | 1,755 | 1,790 | 1,721 | 1,914 | 1,823 | 1,863 | 1,758 | 7,180 | 7,306 | 7,245 |
| | 영업이익 | 100 | 144 | 155 | 120 | 106 | 139 | 123 | 519 | 501 | 555 |
| | % | *5.7%* | *8.1%* | *9.0%* | *6.3%* | *5.8%* | *7.5%* | *7.0%* | 7.2% | 6.9% | 7.7% |
| 해양 | 매출액 | 1,391 | 1,711 | 1,423 | 1,680 | 1,327 | 2,124 | 1,982 | 6,026 | 7,533 | 8,505 |
| | 영업이익 | 161 | 143 | 105 | 95 | 55 | 102 | 109 | 504 | 381 | 719 |
| | % | *11.6%* | *8.4%* | *7.4%* | *5.7%* | *4.1%* | *4.8%* | *5.5%* | 8.1% | 5.1% | 8.5% |
| 건설 | 매출액 | 133 | 120 | 89 | 151 | 94 | 129 | 89 | 492 | 463 | 463 |
| | 영업이익 | 2 | -7 | -1 | 2 | 9 | 10 | 2 | -5.0 | 23 | 16 |
| | % | *1.5%* | *-5.7%* | *-5.7%* | *1.1%* | *2.0%* | *7.5%* | *2.0%* | -1.0% | 5.0% | 3.5% |
| 기타 | 매출액 | 324 | 423 | 236 | 382 | 191 | 217 | 191 | 1,366 | 789 | 789 |
| | 영업이익 | 50 | 35 | 51 | 30 | 31 | 42 | 31 | 166 | 136 | 136 |
| | % | *15.4%* | *8.4%* | *21.4%* | *7.9%* | *16.4%* | *19.3%* | *16.4%* | 12.1% | 17.2% | 17.2% |
| 연결 | 매출액 | -539 | -95 | -298 | -255 | -176 | -245 | -176 | -1,187 | -773 | -704 |
| | 영업이익 | -8 | -20 | -17 | -4 | -11 | -13 | -11 | -49 | -46 | -44 |
| | % | *1.4%* | *7.0%* | *7.0%* | *6.0%* | *6.5%* | *5.2%* | *6.3%* | 4.1% | 5.9% | 6.3% |
| | 공통판관비 | 124 | 182 | 118 | 226 | 122 | 154 | 162 | 650 | 600 | 600 |
| | % | *4.0%* | *4.6%* | *3.7%* | *5.8%* | *3.7%* | *3.8%* | *4.2%* | 4.6% | 3.9% | 3.7% |
| 전체 | 매출액 | 3,065 | 3,950 | 3,171 | 3,872 | 3,259 | 4,088 | 3,843 | 14,058 | 15,317 | 16,298 |
| | 영업이익 | 142 | 138 | 118 | 88 | 68 | 127 | 92 | 486 | 396 | 783 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| % | *4.6%* | *3.9%* | *5.5%* | *2.3%* | *2.1%* | *3.1%* | *2.4%* | 3.5% | 2.6% | 4.8% |
| 세전순이익 | 124.6 | 108 | 85 | -53 | 76 | 77 | 67 | 265 | 303 | 807 |
| 순이익 | 84 | 96 | 64 | -69 | 49 | 53 | 49 | 176 | 218 | 597 |
| 지배주주순이익 | 88 | 139 | 57 | -61 | 48 | 54 | 49 | 222 | 220 | 603 |

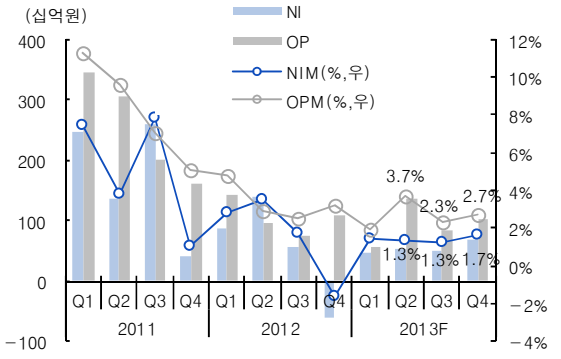
주: 조정영업이익: 영업이익-(영업외비용-영업외수익)
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 96. 대우조선해양 연간 실적 추이



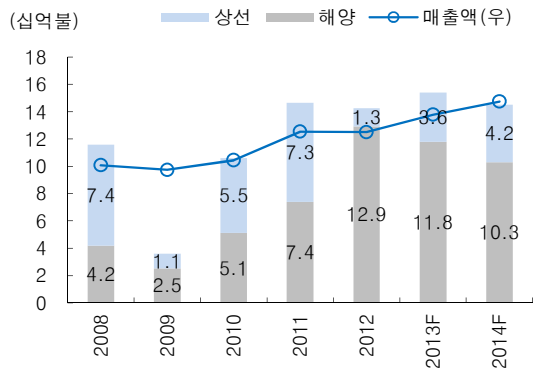

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 97. 대우조선해양 분기 실적 추이



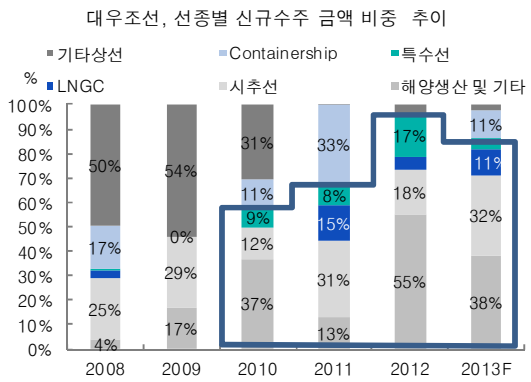

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 98. 대우조선해양 연간 수주추이



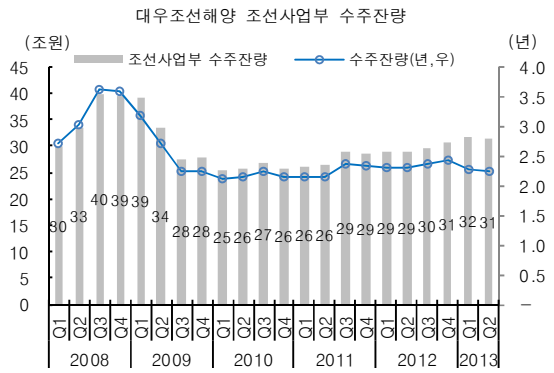

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 99. 대우조선해양 수주 선종 Mix 변화



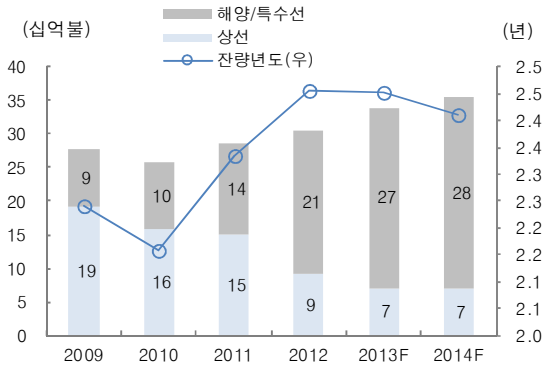

주 : 사각박스는 상대적으로 수익성이 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비 비중을 표시
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 100. 대우조선해양 수주잔고와 잔량연도 추이



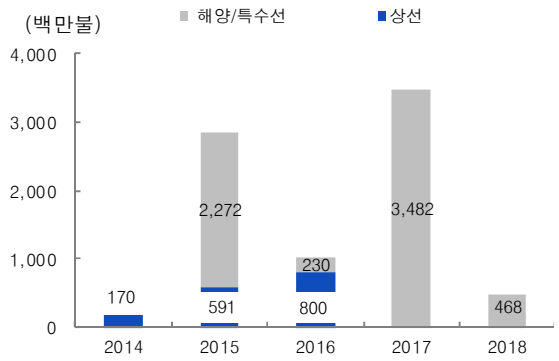

주: 분기보고서 기준 수주잔고임
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 101. 대우조선해양 수주잔고



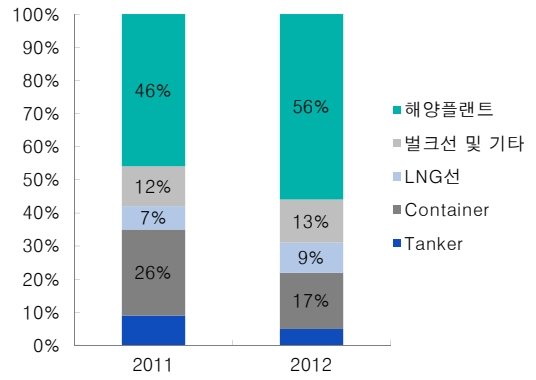

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

## 그림 102. 2013 년 발주된 선박들의 인도시기 분포도




자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 그림 103. 대우조선해양 수주잔고 선종 별 비중




자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

## 대우조선해양 재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 13,903 | 14,058 | 15,317 | 16,298 | 16,435 |
| 매출원가 | 12,269 | 12,922 | 14,342 | 14,901 | 14,942 |
| 매출총이익 | 1,634 | 1,136 | 974 | 1,397 | 1,493 |
| 판매비와관리비 | 545 | 650 | 579 | 614 | 617 |
| 영업이익 | 1,089 | 486 | 395 | 783 | 876 |
| 영업이익률 | 7.8 | 3.5 | 2.6 | 4.8 | 5.3 |
| EBITDA | 1,325 | 745 | 645 | 1,037 | 1,134 |
| 영업외손익 | -91 | -221 | -92 | 24 | 27 |
| 관계기업손익 | -71 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 141 | 142 | 687 | 128 | 131 |
| 외환관련이익 | 432 | 458 | 661 | 330 | 400 |
| 금융비용 | -119 | -155 | -537 | -109 | -109 |
| 외환관련손실 | 0 | 0 | 429 | 0 | 0 |
| 기타 | -42 | -208 | -242 | 5 | 5 |
| 법인세비용차감전순손익 | 998 | 265 | 303 | 807 | 903 |
| 법인세비용 | -349 | -89 | -85 | -210 | -235 |
| 계속사업순손익 | 648 | 176 | 218 | 597 | 668 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 648 | 176 | 218 | 597 | 668 |
| 당기순이익률 | 4.7 | 1.3 | 1.4 | 3.7 | 4.1 |
| 비지배지분순이익 | -38 | -46 | -2 | -6 | -7 |
| 지배지분순이익 | 686 | 222 | 220 | 603 | 675 |
| 매도가능금융자산평가 | -8 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 기타포괄이익 | 2 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 포괄순이익 | 584 | 149 | 207 | 592 | 666 |
| 비지배지분포괄이익 | -27 | -36 | -21 | -6 | -7 |
| 지배지분포괄이익 | 611 | 185 | 227 | 598 | 673 |

**재무상태표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 7,618 | 7,160 | 8,847 | 11,301 | 13,858 |
| 현금및현금성자산 | 542 | 267 | 1,823 | 4,168 | 6,687 |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,943 | 3,883 | 3,883 | 3,883 | 3,883 |
| 재고자산 | 752 | 1,198 | 1,305 | 1,389 | 1,401 |
| 기타유동자산 | 1,381 | 1,812 | 1,836 | 1,861 | 1,887 |
| 비유동자산 | 9,042 | 8,962 | 9,083 | 9,276 | 9,567 |
| 유형자산 | 6,504 | 6,219 | 6,290 | 6,358 | 6,421 |
| 관계기업투자금 | 19 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 기타비유동자산 | 2,519 | 2,682 | 2,732 | 2,858 | 3,085 |
| 자산총계 | 16,660 | 16,122 | 17,931 | 20,578 | 23,425 |
| 유동부채 | 9,520 | 8,173 | 8,195 | 8,788 | 9,447 |
| 매입채무 및 기타채무 | 6,340 | 4,904 | 4,971 | 5,024 | 5,031 |
| 차입금 | 1,682 | 2,220 | 2,844 | 3,468 | 4,092 |
| 유동성채무 | 1,094 | 752 | 108 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 404 | 296 | 271 | 296 | 323 |
| 비유동부채 | 2,638 | 3,395 | 5,024 | 6,544 | 8,173 |
| 차입금 | 1,600 | 2,405 | 4,033 | 5,554 | 7,182 |
| 전환증권 | 0 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 기타비유동부채 | 1,038 | 929 | 929 | 929 | 929 |
| 부채총계 | 12,158 | 11,568 | 13,219 | 15,332 | 17,619 |
| 지배지분 | 4,582 | 4,672 | 4,833 | 5,381 | 5,955 |
| 자본금 | 962 | 962 | 962 | 962 | 962 |
| 자본잉여금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 3,603 | 3,708 | 3,881 | 4,437 | 5,017 |
| 기타자본변동 | 17 | 2 | -9 | -18 | -24 |
| 비지배지분 | -80 | -117 | -121 | -135 | -150 |
| 자본총계 | 4,502 | 4,554 | 4,712 | 5,245 | 5,805 |
| 순차입금 | 3,404 | 4,718 | 4,748 | 4,414 | 4,121 |

**Valuation 지표** (단위: 원 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 3,587 | 1,159 | 1,151 | 3,152 | 3,527 |
| PER | 6.8 | 23.4 | 28.7 | 10.5 | 9.4 |
| BPS | 23,939 | 24,409 | 25,253 | 28,113 | 31,113 |
| PBR | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EBITDAPS | 6,924 | 3,892 | 3,371 | 5,417 | 5,923 |
| EV/EBITDA | 6.0 | 13.2 | 17.0 | 10.2 | 9.1 |
| SPS | 72,643 | 73,451 | 80,029 | 85,156 | 85,871 |
| PSR | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| CFPS | 9,531 | 5,601 | 4,078 | 7,948 | 8,089 |
| DPS | 500 | 250 | 250 | 500 | 500 |

**재무비율** (단위: 원 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 7.0 | 1.1 | 9.0 | 6.4 | 0.8 |
| 영업이익 증가율 | -6.8 | -55.3 | -18.7 | 98.1 | 11.9 |
| 순이익 증가율 | -16.5 | -72.9 | 24.0 | 173.9 | 11.9 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 10.6 | 4.2 | 3.5 | 7.0 | 7.7 |
| ROA | 6.7 | 3.0 | 2.3 | 4.1 | 4.0 |
| ROE | 15.9 | 4.8 | 4.6 | 11.8 | 11.9 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 270.0 | 254.0 | 280.5 | 292.3 | 303.5 |
| 순차입금비율 | 75.6 | 103.6 | 100.8 | 84.1 | 71.0 |
| 이자보상배율 | 9.3 | 3.1 | 3.6 | 7.2 | 8.1 |

**현금흐름표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 2 | -996 | 75 | 706 | 737 |
| 당기순이익 | 648 | 176 | 218 | 597 | 668 |
| 비현금항목의 가감 | 1,176 | 896 | 562 | 924 | 880 |
| 감가상각비 | 236 | 259 | 250 | 254 | 258 |
| 외환손익 | 57 | 124 | -168 | 70 | 0 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 882 | 513 | 480 | 600 | 622 |
| 자산부채의 증감 | -1,531 | -1,695 | -846 | -837 | -810 |
| 기타현금흐름 | -290 | -373 | 141 | 22 | -1 |
| 투자활동 현금흐름 | -612 | -413 | -371 | -448 | -550 |
| 투자자산 | -129 | -123 | -55 | -130 | -231 |
| 유형자산 | -446 | -317 | -317 | -317 | -317 |
| 기타 | -37 | 26 | 0 | -1 | -2 |
| 재무활동 현금흐름 | 538 | 1,136 | 1,561 | 1,989 | 2,158 |
| 단기차입금 | 343 | 624 | 624 | 624 | 624 |
| 사채 | 300 | 1,061 | 1,061 | 1,061 | 1,061 |
| 장기차입금 | 212 | 568 | 568 | 460 | 568 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -96 | -97 | -47 | -47 | -95 |
| 기타 | -222 | -1,020 | -644 | -108 | 0 |
| 현금의 증감 | -73 | -275 | 1,556 | 2,346 | 2,519 |
| 기초 현금 | 614 | 542 | 267 | 1,823 | 4,168 |
| 기말 현금 | 542 | 267 | 1,823 | 4,168 | 6,687 |
| NOPLAT | 707 | 323 | 284 | 579 | 648 |
| FCF | 463 | 225 | 196 | 495 | 568 |

자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

Issue & News

# 현대미포조선 (010620)

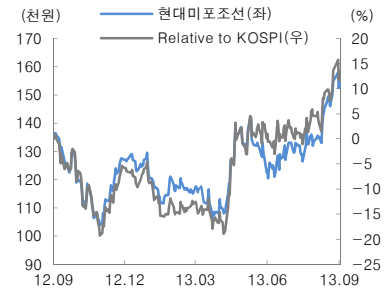
# 현재는 수주 보다는 실적이 주가에 반영되는 시기

전재천
769.3082
jcjeon7@daishin.com

| | |
|---|---|
| 투자의견 | Marketperform<br>시장수익률, 유지 |
| 목표주가 | 150,000<br>상향 |
| 현재주가<br>(13.09.24) | 152,500 |
| | 조선업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 1,998.06 |
| 시가총액 | 3,080십억원 |
| 시가총액비중 | 0.26% |
| 자본금(보통주) | 100십억원 |
| 52주 최고/최저 | 158,000원 / 104,000원 |
| 120일 평균거래대금 | 147억원 |
| 외국인지분율 | 21.99% |
| 주요주주 | 현대삼호중공업 외 5인 45.65%<br>국민연금공단 7.46% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 15.4 | 25.7 | 31.1 | 13.7 |
| 상대수익률 | 8.0 | 12.0 | 29.7 | 13.3 |




## 투자포인트

- 현대미포조선의 주력 선종인 PC선(정제유 운반선)의 수요 여전히 상대적으로 높은 것으로 파악
- 그러나 발주 강도 측면에서 고점은 지났다고 판단하며 향후 6개월 동안에는 PC선 수주 경쟁자 증가 효과까지 더해져 수주 금액 측면이나 선가 상승 속도 측면에서 둔화될 것으로 예상
- 연말까지 보면, PC선 수주 증가, 선가 상승 기대감 보다는 2012년 4분기 이후 낮은 선가에서 수주한 물량으로 인한 낮은 실적이 주가에 반영되는 시기로 판단
- PC선 용선 운임 상승으로 선가 상승 폭이 생각 보다 커질 가능성에 예의 주시 필요

## 2013년 연간 40억불 달성 예상(연간 목표의 25% 초과 달성)

- 9월 중순 기준, 31억불 수주(연간 목표의 97% 달성)
- 현재 누적 수주 중, PC선 비중은 63척(20억불)으로 전체 74%차지
- 연말까지 추가 수주 기대하는 선종은 PC선, LPG선 등
- PC선의 수요가 여타 상선 대비 여전히 강하지만 수요의 고점은 지나간 것으로 판단
- 향후 6개월 PC선의 선가 상승 탄력 둔화될 것(발주 움직임 둔화 + 경쟁자의 증가(STX조선) 때문)
- 변수 : PC선의 용선운임이 상승할 것으로 예상되어 상승 폭에 따라 선가 상승 폭 결정

## PC선의 수요 강세 보다는 실적이 주가에 반영되는 시기

- 조선주는 수주와 실적이 시차를 두고 반영되는데, 현재는 실적이 반영되는 시기
  * PC선 발주 강도가 추가로 강해지지 않는다면, 2012년 4분기부터 수주 증가한 PC선이 매출 인식 되는 시기인 2013년 3분기, 4분기에는 실적이 주가에 반영될 것 (현대미포조선은 대형3사 보다 수주에서 매출 인식까지 간격이 짧음)
  * 3분기 매출 1.0조원, 영업이익 -40십억원 예상하며 기대치 하회(컨센 영업이익 -24십억원)
- 영업이익 약세는 2014년 상반기까지 이어질 것, 2014년 하반기 적자폭 축소 예상되나 적자 지속
- 최근 상승한 선가에서 수주한 PC선의 매출인식으로 실적이 의미 있게 개선되는 시점은 2015년 하반기
- PC선의 수요 강세와 선가 상승을 감안 시 좋아지고 있는 것은 분명하나 PC선 발주 움직임도 고점을 지나가고 선가 상승도 둔화될 것으로 예상되어 주가 상승 여력은 제한적일 것으로 판단

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 4,624 | 4,415 | 3,977 | 4,307 | 4,337 |
| 영업이익 | 384 | 93 | -148 | -75 | 95 |
| 세전순이익 | 315 | 119 | -197 | -55 | 121 |
| 총당기순이익 | 202 | 86 | -177 | -44 | 91 |
| 지배지분순이익 | 200 | 97 | -163 | -43 | 98 |
| EPS | 9,992 | 4,827 | -8,139 | -2,148 | 4,892 |
| PER | 11.2 | 26.3 | NA | NA | 31.5 |
| BPS | 160,863 | 159,158 | 149,549 | 146,911 | 151,314 |
| PBR | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE | 5.5 | 3.0 | -5.3 | -1.4 | 3.3 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

### 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %),

| | 수정전 | | | 수정후 | | | 컨센서스 | 변동률 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 | 3,977 | 4,312 | 4,375 | 3,977 | 4,307 | 4,337 | 3,953 | 0.0% | -0.1% | -0.9% |
| 영업이익 | -148 | -71 | 91 | -148 | -75 | 95 | -107 | 적지 | 적지 | 4.4% |
| 세전순이익 | -201 | -27 | 141 | -197 | -55 | 121 | -103 | 적지 | 적지 | -14.2% |
| 지배지분순이익 | -166 | -21 | 114 | -163 | -43 | 98 | -88 | 적지 | 적지 | -14.0% |
| EPS(지배지분순이익) | -8,308 | -1,045 | 5,718 | -8,139 | -2,148 | 4,892 | 6,240 | 적지 | 적지 | -14.4% |

자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터
주: 수정전 수치는 2013년 8월 14일 보고서 기준

### 3분기 실적 Preview – 영업이익 기대치 소폭 하회

(단위: 십억원, 원, %)

| 구분 | 3Q12 | 2Q13 | 3Q13 | | | | 4Q13 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Consensus | 잠정치 | YoY | QoQ | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 1,105 | 950 | 997 | 1,017 | -8.0 | 7.0 | 1,103 | -2.6 | 8.5 |
| 영업이익 | 30 | -60 | -24 | -40 | 적전 | 적지 | -38 | 적지 | 적지 |
| 순이익 | 33 | -122 | -13 | -55 | 적전 | 적지 | -6 | 적지 | 적지 |

자료: Dataguide, 대신증권 리서치센터

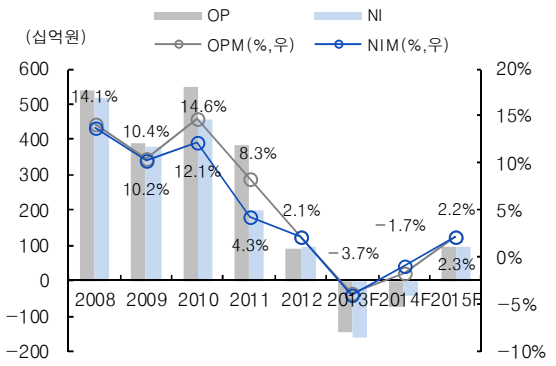
### 표 16. 현대미포조선 사업부별 실적(연결기준)

(단위: 십억원)

| | | | 2012 | | | | 2013 | | | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QF | | | |
| 연결 기준 | 조선 (본사+비나신) | 매출액 | 963 | 989 | 973 | 1,019 | 792 | 818 | 884 | 3,944 | 3,464 | 3,783 |
| | | 영업이익 | 34 | 29 | 26 | -5 | -5 | -57 | -37 | 83 | -134 | -83 |
| | | % | *3.5%* | *2.9%* | *2.6%* | *-0.5%* | *-0.6%* | *-6.9%* | *-4.2%* | *-2.1%* | *-3.9%* | *-2.2%* |
| | 금융 | 매출액 | 124 | 102 | 132 | 114 | 116 | 132 | 132 | 471 | 513 | 523 |
| | | 영업이익 | 5 | -2 | 4 | 3 | -5 | -4 | -3 | 10 | -14 | 8 |
| | | % | *3.8%* | *-1.6%* | *3.0%* | *2.6%* | *-4.3%* | *-2.9%* | *-2.0%* | *2.1%* | *-2.8%* | *1.5%* |
| | 전체 | 매출액 | 1,087 | 1,090 | 1,105 | 1,132 | 908 | 950 | 1,017 | 4,415 | 3,977 | 4,307 |
| | | 영업이익 | 38 | 27.1 | 29.6 | -2 | -10 | -61 | -40 | 93 | -148 | -75 |
| | | % | *3.5%* | *2.5%* | *2.7%* | *-0.2%* | *-1.1%* | *-6.4%* | *-3.9%* | *2.1%* | *-3.7%* | *-1.7%* |
| | | 세전이익 | 51 | 33 | 43 | -8 | 20 | -136 | -65 | 119 | -197 | -55 |
| | | 지배순이익 | 44 | 25 | 33 | -5 | 20 | -122 | -58 | 97 | -163 | -43 |
| | | % | *4.0%* | *2.3%* | *3.0%* | *-0.5%* | *2.2%* | *-12.8%* | *-5.7%* | *2.2%* | *-4.0%* | *-1.0%* |
| 별도 기준 | 전체 | 매출액 | 977 | 998 | 982 | 1,047 | 789 | 819 | 893 | 4,003 | 3,480 | 3,807 |
| | | 영업이익 | 38 | 33 | 31 | 8 | 1 | -35 | -31 | 110 | -96 | -77 |
| | | | *3.8%* | *3.3%* | *3.2%* | *0.8%* | *0.2%* | *-4.3%* | *-3.5%* | *2.7%* | *-2.7%* | *-2.0%* |
| | | 세전이익 | 50 | 45 | 54 | 3 | 33 | -109 | | 139 | 33 | |
| | | 순이익 | 42 | 34 | 44 | 3 | 27 | -102 | | 111 | 27 | |
| | | % | *3.9%* | *3.1%* | *3.0%* | *0.2%* | *3.0%* | *-12.5%* | | *2.8%* | *0.8%* | |

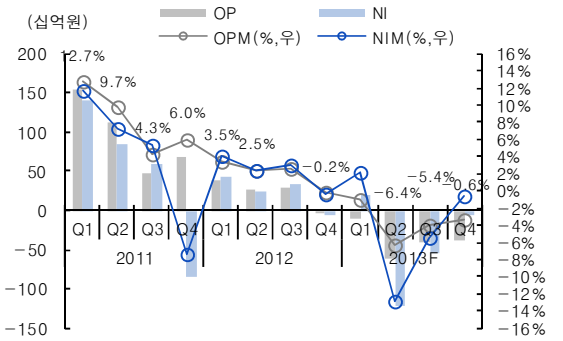
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

## 그림 104. 현대미포조선 연간 실적 추이



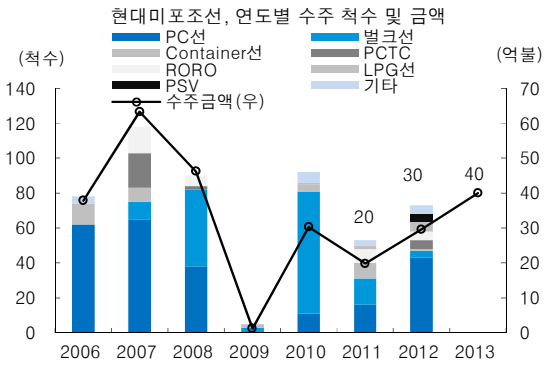

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

## 그림 105. 현대미포조선 분기 실적 추이



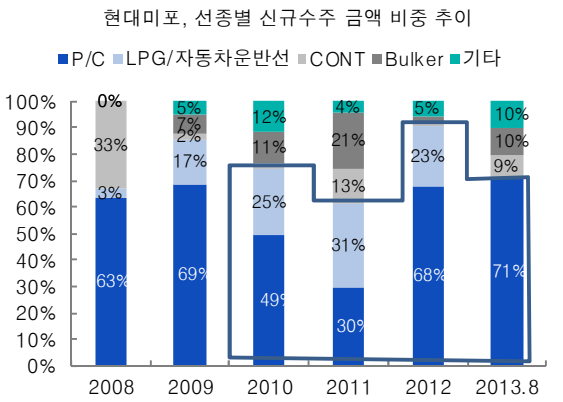

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

## 그림 106. 현대미포조선 연간 수주금액



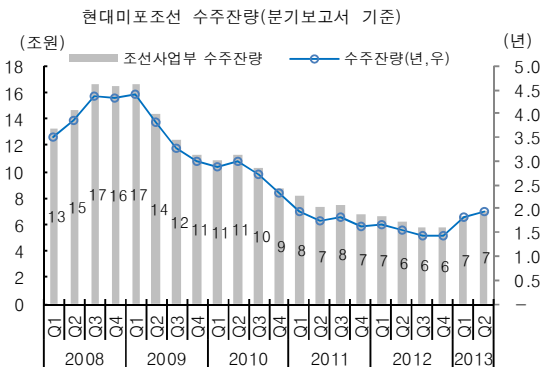

자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

## 그림 107. 현대미포조선 수주 선종 Mix 변화



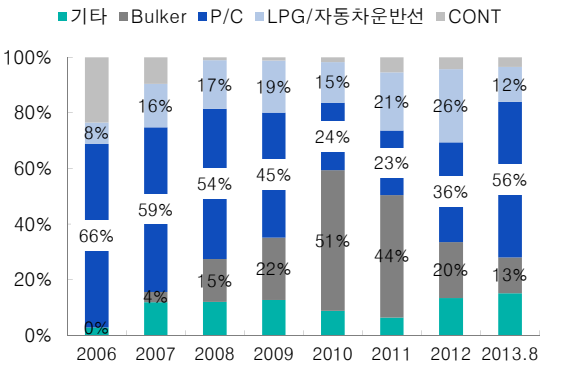

자료: 현대미포자선, 대신증권 리서치센터

## 그림 108. 현대미포조선 수주잔고와 잔량연도 추이



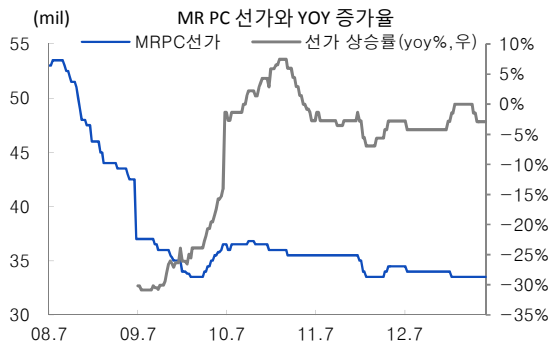

주: 매출인식분 제외 기준
자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

## 그림 109. 현대미포조선 수주잔고 선종별 금액 비중 추이



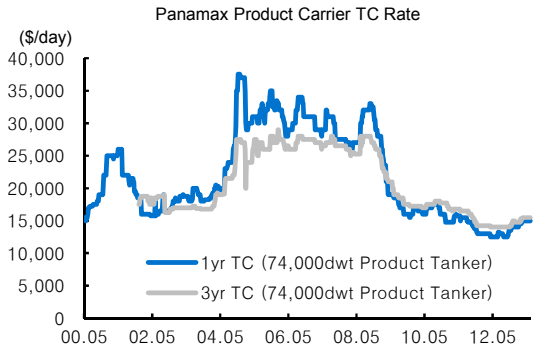

자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

그림 1. MR PC 선가와 YoY 증가율




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

그림 2. Panamax Tanker 정기용선료 추이




자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터
주: TC는 Time Charter을 의미

## 현대미포조선 재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 4,624 | 4,415 | 3,977 | 4,307 | 4,337 |
| 매출원가 | 3,969 | 4,058 | 3,841 | 4,084 | 3,944 |
| 매출총이익 | 655 | 357 | 136 | 223 | 394 |
| 판매비와관리비 | 271 | 265 | 284 | 298 | 299 |
| 영업이익 | 384 | 93 | -148 | -75 | 95 |
| 영업이익률 | 8.3 | 2.1 | -3.7 | -1.7 | 2.2 |
| EBITDA | 447 | 159 | -77 | 1 | 175 |
| 영업외손익 | -69 | 26 | -49 | 19 | 26 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 206 | 216 | 232 | 264 | 270 |
| 외환관련이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융비용 | -128 | -55 | -331 | -200 | -200 |
| 외환관련손실 | 76 | 52 | 66 | 80 | 80 |
| 기타 | -147 | -134 | 51 | -45 | -45 |
| 법인세비용차감전순손익 | 315 | 119 | -197 | -55 | 121 |
| 법인세비용 | -112 | -33 | 20 | 11 | -29 |
| 계속사업순손익 | 202 | 86 | -177 | -44 | 91 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 202 | 86 | -177 | -44 | 91 |
| 당기순이익률 | 4.4 | 2.0 | -4.4 | -1.0 | 2.1 |
| 비지배지분순이익 | 3 | -10 | -14 | -1 | -6 |
| 지배지분순이익 | 200 | 97 | -163 | -43 | 98 |
| 매도가능금융자산평가 | -102 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -1 | -1 | 15 | 0 | 0 |
| 포괄순이익 | -821 | -12 | -30 | -44 | 91 |
| 비지배지분포괄이익 | 2 | -18 | -2 | -1 | -6 |
| 지배지분포괄이익 | -823 | 6 | -28 | -43 | 98 |

**재무상태표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 4,133 | 4,169 | 4,260 | 4,591 | 4,939 |
| 현금및현금성자산 | 564 | 155 | 35 | 57 | 94 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,001 | 1,314 | 1,292 | 1,309 | 1,310 |
| 재고자산 | 283 | 187 | 168 | 182 | 183 |
| 기타유동자산 | 2,286 | 2,514 | 2,765 | 3,044 | 3,352 |
| 비유동자산 | 3,691 | 3,554 | 3,626 | 3,695 | 3,760 |
| 유형자산 | 889 | 917 | 962 | 1,002 | 1,038 |
| 관계기업투자금 | 34 | 31 | 65 | 98 | 132 |
| 기타비유동자산 | 2,768 | 2,605 | 2,599 | 2,594 | 2,590 |
| 자산총계 | 7,825 | 7,723 | 7,886 | 8,286 | 8,698 |
| 유동부채 | 3,914 | 3,673 | 3,921 | 4,147 | 4,366 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,066 | 1,684 | 1,659 | 1,678 | 1,679 |
| 차입금 | 1,639 | 1,791 | 1,943 | 2,095 | 2,247 |
| 유동성채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 209 | 198 | 319 | 374 | 439 |
| 비유동부채 | 502 | 657 | 777 | 1,007 | 1,107 |
| 차입금 | 35 | 211 | 331 | 561 | 661 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 468 | 446 | 446 | 446 | 446 |
| 부채총계 | 4,416 | 4,330 | 4,698 | 5,154 | 5,473 |
| 지배지분 | 3,217 | 3,183 | 2,991 | 2,938 | 3,026 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | 91 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 이익잉여금 | 2,081 | 2,136 | 1,944 | 1,891 | 1,979 |
| 기타자본변동 | 946 | 857 | 857 | 857 | 857 |
| 비지배지분 | 191 | 210 | 197 | 193 | 199 |
| 자본총계 | 3,409 | 3,393 | 3,188 | 3,132 | 3,226 |
| 순차입금 | -775 | -247 | -87 | 14 | -58 |

**Valuation 지표** (단위: 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 9,992 | 4,827 | -8,139 | -2,148 | 4,892 |
| PER | 11.2 | 26.3 | NA | NA | 31.2 |
| BPS | 160,863 | 159,158 | 149,549 | 146,911 | 151,314 |
| PBR | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| EBITDAPS | 22,351 | 7,970 | -3,832 | 57 | 8,728 |
| EV/EBITDA | 3.7 | 15.7 | NA | 2,849.9 | 18.3 |
| SPS | 231,193 | 220,768 | 198,866 | 215,348 | 216,862 |
| PSR | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| CFPS | 25,120 | 9,170 | -6,820 | 1,159 | 9,830 |
| DPS | 2,000 | 1,500 | 500 | 500 | 500 |

**재무비율** (단위: 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 11.7 | -4.5 | -9.9 | 8.3 | 0.7 |
| 영업이익 증가율 | -43.8 | -75.8 | 적전 | 적지 | 흑전 |
| 순이익 증가율 | -62.1 | -57.3 | 적전 | 적지 | 흑전 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 14.2 | 3.8 | -7.5 | -3.3 | 3.9 |
| ROA | 4.4 | 1.2 | -1.9 | -0.9 | 1.1 |
| ROE | 5.5 | 3.0 | -5.3 | -1.4 | 3.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 129.6 | 127.6 | 147.4 | 164.6 | 169.7 |
| 순차입금비율 | -22.7 | -7.3 | -2.7 | 0.5 | -1.8 |
| 이자보상배율 | 700.4 | 34.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

**현금흐름표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | -581 | -732 | -421 | -297 | -152 |
| 당기순이익 | 202 | 86 | -177 | -44 | 91 |
| 비현금항목의 가감 | 300 | 97 | 41 | 67 | 105 |
| 감가상각비 | 63 | 67 | 71 | 76 | 80 |
| 외환손익 | 0 | 2 | -8 | 6 | 0 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 236 | 29 | -22 | -14 | 26 |
| 자산부채의 증감 | -1,064 | -917 | -345 | -372 | -361 |
| 기타현금흐름 | -19 | 1 | 61 | 52 | 12 |
| 투자활동 현금흐름 | 265 | 22 | -273 | -299 | -328 |
| 투자자산 | -318 | -183 | -30 | -30 | -30 |
| 유형자산 | -100 | -114 | -114 | -114 | -114 |
| 기타 | 683 | 319 | -130 | -155 | -184 |
| 재무활동 현금흐름 | 152 | 291 | 243 | 372 | 242 |
| 단기차입금 | 211 | 152 | 152 | 152 | 152 |
| 사채 | 0 | 100 | 100 | 200 | 100 |
| 장기차입금 | 35 | 79 | 20 | 30 | 0 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -93 | -40 | -29 | -10 | -10 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증감 | -168 | -409 | -120 | 22 | 37 |
| 기초 현금 | 731 | 564 | 155 | 35 | 57 |
| 기말 현금 | 564 | 155 | 35 | 57 | 94 |
| NOPLAT | 247 | 67 | -133 | -60 | 72 |
| FCF | 205 | 13 | -177 | -99 | 36 |

자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

## [Compliance Notice]

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

(담당자:전재천)

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

## [투자등급관련사항]

**산업 투자의견**

Overweight(비중확대):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

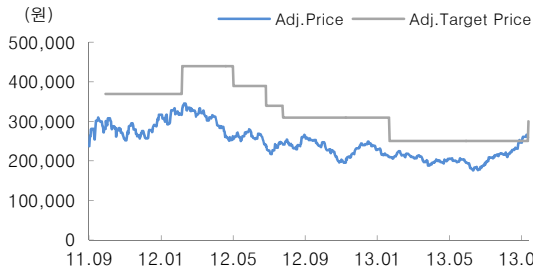
Buy(매수):
향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

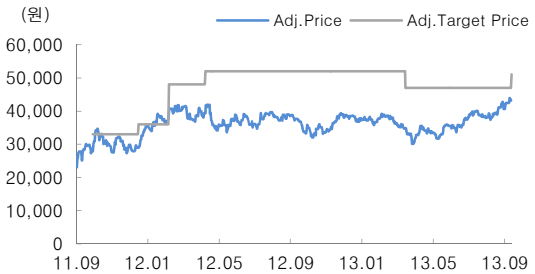
## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 현대중공업(009540) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



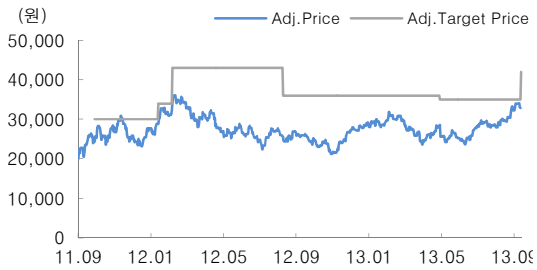

| 제시일자 | 13.09.26 | 13.09.01 | 13.08.07 | 13.07.25 | 13.07.09 | 13.07.02 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 300,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 |
| 제시일자 | 13.06.03 | 13.05.19 | 13.05.08 | 13.05.05 | 13.04.01 | 13.03.11 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 |
| 제시일자 | 13.02.07 | 12.12.22 | 12.12.09 | 12.11.20 | 12.11.18 | 12.10.26 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 250,000 | 310,000 | 310,000 | 310,000 | 310,000 | 310,000 |
| 제시일자 | 12.10.23 | 12.09.26 | 12.08.14 | 12.07.23 | 12.07.17 | 12.06.22 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 310,000 | 310,000 | 310,000 | 340,000 | 340,000 | 390,000 |

### 삼성중공업(010140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



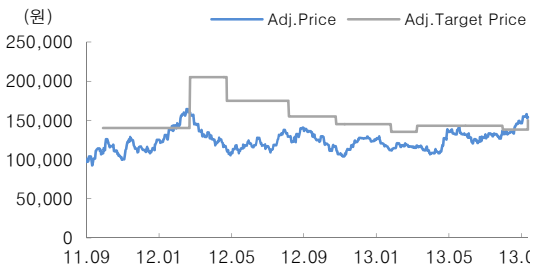

| 제시일자 | 13.09.26 | 13.09.01 | 13.08.07 | 13.08.04 | 13.07.09 | 13.07.02 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 51,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 |
| 제시일자 | 13.06.12 | 13.06.03 | 13.05.19 | 13.05.08 | 13.05.05 | 13.04.28 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 |
| 제시일자 | 13.04.01 | 13.03.19 | 13.03.11 | 13.03.04 | 13.01.13 | 12.12.22 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 47,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 |
| 제시일자 | 12.12.09 | 12.11.20 | 12.11.18 | 12.11.01 | 12.10.23 | 12.09.26 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 |

### 대우조선해양(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용




| 제시일자 | 13.09.26 | 13.09.01 | 13.08.15 | 13.08.07 | 13.07.09 | 13.07.02 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 42,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 |
| 제시일자 | 13.06.25 | 13.06.03 | 13.05.19 | 13.05.15 | 13.05.08 | 13.05.05 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 36,000 | 36,000 |
| 제시일자 | 13.04.14 | 13.04.01 | 13.03.11 | 13.03.04 | 13.01.06 | 12.12.22 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 36,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 |
| 제시일자 | 12.12.09 | 12.11.30 | 12.11.20 | 12.11.18 | 12.10.23 | 12.09.26 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 36,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 |

### 현대미포조선(010620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용




| 제시일자 | 13.09.26 | 13.08.15 | 13.08.07 | 13.07.02 | 13.06.19 | 13.05.08 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | Marketperform | Marketperform | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 150,000 | 138,000 | 143,000 | 143,000 | 143,000 | 143,000 |
| 제시일자 | 13.05.05 | 13.04.01 | 13.03.26 | 13.02.11 | 13.01.22 | 12.11.18 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 143,000 | 143,000 | 143,000 | 135,000 | 145,000 | 145,000 |
| 제시일자 | 12.11.12 | 12.10.23 | 12.10.11 | 12.08.26 | 12.06.22 | 12.05.23 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 145,000 | 155,000 | 155,000 | 155,000 | 175,000 | 175,000 |
| 제시일자 | 12.05.15 | 12.03.15 | 12.02.06 | 11.11.27 | 11.11.23 | 11.11.21 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 175,000 | 205,000 | 140,000 | 140,000 | 140,000 | 140,000 |