

조선

2014년은 양보다 질 (수주보다 선가)

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2013. 10. 22

성기종
02-768-3263
kijong.sung@dwsec.com

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

윤여삼
02-768-4022
yeosam.yoon@dwsec.com

2014년 조선업은 양(수주)보다 질적(선가) 개선에 무게

2014년 조선업은 양(수주)보다 질(선가)적 개선을 기대하며 완전한 상승세를 이어갈 전망이다. 2013년 대비 수주 증가율은 낮아지나 선가 상승 폭은 커질 전망이다. 이는 조선업계에 차별화가 마무리되면서 소수의 경쟁력 있는 조선사들로 쏠림 현상은 더욱 커질 것이기 때문이다. 2013년과 다른 점은 조선사들의 **수주잔고가 2년**을 채웠다는 점이다.(2013년에는 잔고가 1년을 간신히 넘는 수준이었음) 한층 여유가 생긴 것이다. 이와 함께 **유럽 금융시장이 안정되어 세계 선박금융 회복이 맞물려 선가 상승을 부추기게 될 것**이기 때문이다.

대규모 구조조정 → 차별화 그리고 승자독식

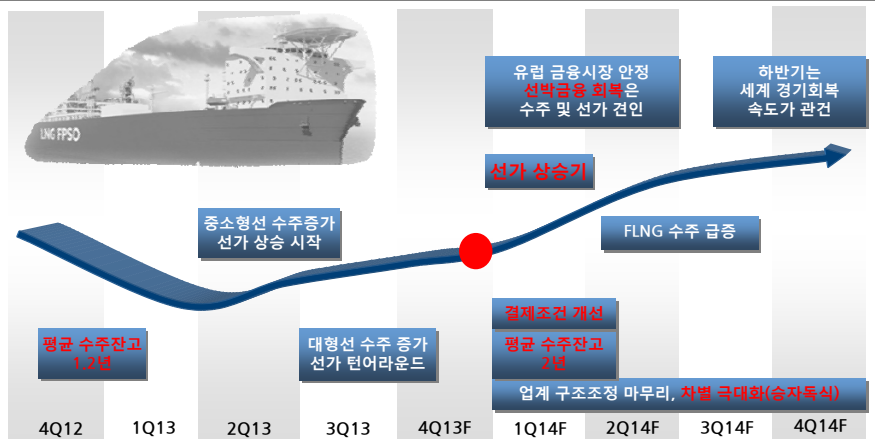
2009년 글로벌 복합금융위기 이후 이어져온 조선업계의 대규모 구조조정은 폐업 또는 M&A를 통해 2014~2015년에 마무리 단계로 접어들 전망이다. 2008년 대비 글로벌 조선사들 중 수주가 가능한 조선사들 수(수주잔고가 있는 조선사들 수와 비슷함)가 현저히 줄어들 것으로 본다. 중국은 약 80% 이상, 한국도 약 60% 이상의 조선사가 폐업하거나 영업이 어려운 상황에 직면해있다. 2013년 동안 전체 수주액의 약 90% 이상을 세계 상위 몇 개 조선사가 수주한 것은 세계 조선업계의 구조조정 및 차별화의 심각성을 잘 보여주고 있다.

투자의견 비중확대, 현대미포조선, 삼성중공업, 현대중공업 매수

조선업에 대한 투자의견은 기존 비중확대를 유지한다. 상선시장의 턴어라운드와 해양플랜트 시장의 호조세가 상당기간 지속될 전망이다. 그리고 조선업에 지대한 영향을 미칠 유럽 금융시장의 회복과 수주잔고가 2년을 넘어서는 2014년에는 국내 주요 조선사들의 수혜는 더욱 커질 전망이다.

비록 실적 회복세는 내년 하반기 이후에 나타나지만 차별화된 경쟁력을 지닌 국내 주요 조선사들에 대한 가치평가는 높아져야 된다는 판단이다. **현대미포조선의 목표주가는 12개월 Forward PBR 1.6배를 적용하여 210,000원으로 상향 조정한다.** 동사는 급증하는 수주로 선가 인상 폭이 커졌고, 대금결제조건의 개선과 타이트해진 선료로 향후 가동률 상승에 따른 실적 개선 속도가 기존예상보다 빨라질 전망이다. **현대중공업도 PBR 1.6배를 적용하여 340,000원으로 상향 조정한다.** **삼성중공업은 기존 PBR 1.7배를 적용하여 54,000원을 유지한다.**

그림 1. 2014년은 전년대비 조선사들 유리한 조건으로 양보다 질적 개선에 더욱 관심



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

C O N T E N T S

I. 수주 여건 개선으로 선거 상승 폭 커진다	3
1. 금융업계도 변화한다.	3
2. 글로벌 선박금융 시장의 완전한 회복 전망 → 유럽계 공룡 은행들의 부활에 관심	3
3. 선박금융 양념이 상선시장의 풍미를 더 할 것이다	4
4. 2014년 조선업은 약 20%의 성장과 약 15%의 선거 인상이 기대된다.	4
II. 디레버리징 부담에도 개선될 자금시장	6
1. 유럽 펀더멘탈 개선기대감 확대, 금융시장 안정 강화할 것으로 기대	6
2. 디레버리징 부담에도 유럽 기업들의 자금조달 여건은 개선	7
3. 기업과 금융기관들의 금융거래 더 활성화	8
III. 드디어 나타난 공급과잉 완화 조짐	9
1. 해운, 장기지표 개선되고 있다	9
2. 업체별 차별화 예상: 살아남기 싸움은 지속된다	10
3. 건화물선 시황 상승세 지속될 것	11
투자유망종목	
현대미포조선 (010620/매수/TP:210,000원)	12
현대중공업 (009540/매수/TP:340,000원)	14

I. 수주 여건 개선으로 선가 상승 폭 커진다

1. 금융업계도 변화한다.

차별화는 세계 금융시장에서도 확연해졌다. 금융기관들의 선박관련 대출이 간간해졌다. 과거의 실수를 반복하지 않기 위해 철저한 관리감독하에 선주의 용선 여부와 해운사 및 조선사의 재무안전성 등 세밀한 조사가 이루어진 후에 파이낸싱을 결정한다. 업황 호전으로 2014년에 신규 조선사가 생겨날 가능성은 있지만 결국 소수의 우량 조선사들로 발주가 쏠릴 것으로 본다.

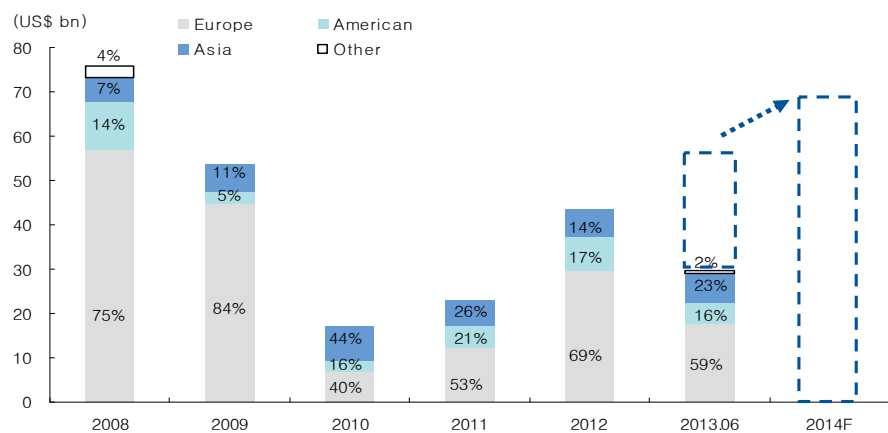
2. 글로벌 선박금융 시장의 완전한 회복 전망 → 유럽계 대형 은행들의 부활에 관심

2014년 세계 선박금융 시장도 점진적인 회복이 전망된다. 유럽 은행의 침체 속에 한, 일, 중국과 미국 대형 은행들의 선박금융 진출이 활발히 진행 중이다. 향후에도 다양한 형태의 선박금융이 예상된다.

2014년에는 2009년 이후 자기자본 확충으로 크게 위축되었던 유럽계 대형 은행들의 부활이 최대 관심사다. 유럽 금융시장은 안정을 찾고 경기는 느리지만 회복세가 예상되어 대형 은행들의 파이낸싱(선박금융 포함) 규모는 회복세가 예상된다.(P 6~9. 유럽의 금융시장에서 자세히 다루겠다.) 그리고 구조조정이 한창인 해운시장의 운임상승은 은행들의 선박금융 지원을 부추길 전망이다.

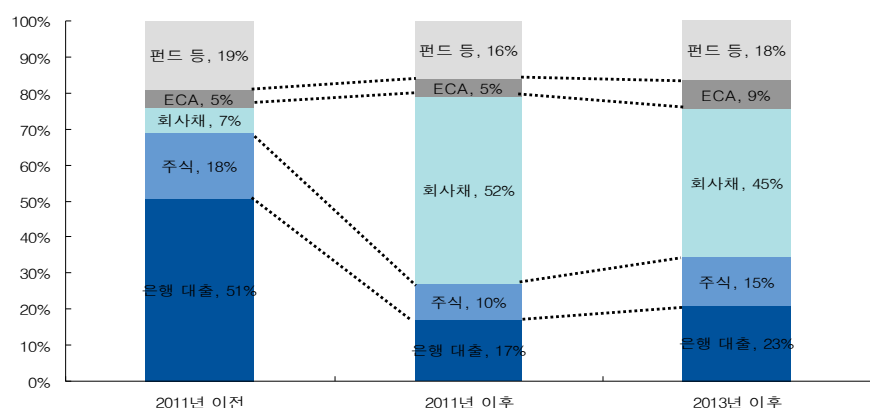
유럽계 금융기관들의 세계 선박금융 점유율이 2008년 약 85%에서 2013년 상반기 기준 약 60%로 크게 축소되었다. 이는 유럽계 금융기관들의 파이낸싱 축소와 외부 은행들의 선박금융 지원 확대 때문이다. 하지만 유럽계 금융기관들의 선박금융시장 지배력은 여전히 높다. 따라서 2014년에 유럽계 금융기관들 선박금융 지원을 늘린다면 상선시장은 더욱 활기를 찾을 수 있을 것이다.

그림 2. 유럽 비중 60%로 하락, 반면 아시아, 미국 증가 → 2014년 선박금융 증가 전망



자료: Petrofin bank research, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 은행 직접 대출 비중 줄고, 다양한 형태의 선박금융 증가



자료: ABN Amro bank, KDB대우증권 리서치센터

3. 선박금융 양념이 상선시장의 풍미를 더 할 것이다

소수의 경쟁력 높은(차별화된) 조선사들의 수주잔고가 약 2년을 채웠거나 채워가고 있다. 그만큼 이들 조선사들은 수주 전에 여유가 생겼고 선가 인상에 주력할 것이다. 앞서 설명한 바와 같이 소수의 조선사들로 수주 풀림 현상은 확대될 것이고 선박금융의 확대로 자금확보가 원활해진 선주들의 움직임은 분주해질 것이다. 2013년에 선가 상승이 진행되긴 했지만 침단 사양과 여전히 저렴한 선박에 관심이 높아져 있어 신조선 발주 유혹은 강하다고 볼 수 있다.

단 중소형선과 초대형선의 선가상승률은 시차가 있을 것으로 본다. 2013년처럼 중소형 선가 상승이 상대적으로 빠르고 초대형선의 선가상승은 느릴 전망이다. 이는 중소형 조선사들의 구조조정 강도가 훨씬 컸고, 대형사들은 상대적으로 구조조정 영향이 적었기 때문이다. 중소형사 중에서도 아주 소수의 조선사가 선가 인상을 주도하고 나머지는 이를 뒤따르게 될 것이다. 대금결제조건도 변화가 예상된다. 과거 헤비테일(Heavy tail) 위주에서 스탠다드(Standard)방식이 증가하고 일부 선주들의 탑헤비(Top heavy) 계약도 기대된다. 이 또한 소수의 조선사에 국한될 것으로 본다.

4. 2014년 조선업은 약 20%의 성장과 약 15%의 선가 인상이 기대된다.

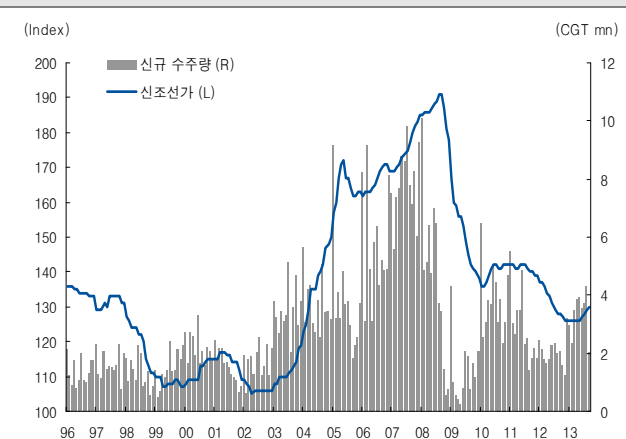
2014년에 선박 수주는 전년비 약 20% 증가할 전망이다. 이는 선가 상승과 선박금융 회복이 맞물려 선주들의 발주를 앞당길 것이기 때문이다. 단 전년도 수주증가율이 약 90%로 예상되고 조선사들의 수주잔고가 약 2년을 채운 상태여서 2014년 수주증가율은 상대적으로 낮을 전망이나 선가상승률은 2013년 대비 높을 전망이다. 약 15%의 선가 상승을 기대한다.

그림 4. 여건 변화로 선가 상승 가능성 높아짐

	2013년 초	2014년 초
수주잔고	1.2년	2.0년
선박금융	아시아, 미국 증가 유럽 축소	아시아, 미국 증가 유럽 회복
대금결제조건	Heavy tail이 대부분	Standard 방식 & Top heavy 방식 증가
구조조정	구조조정 확대	구조조정 마무리
신조선가	최저점	상승세
해운시장	구조조정 확대	안정 & 선별적 회복

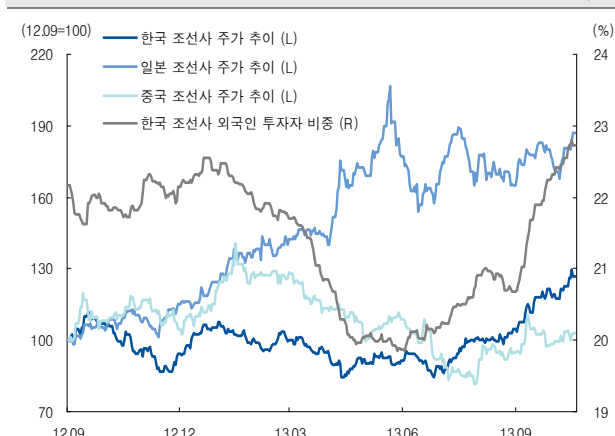
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 신조선가와 신규 수주 추이



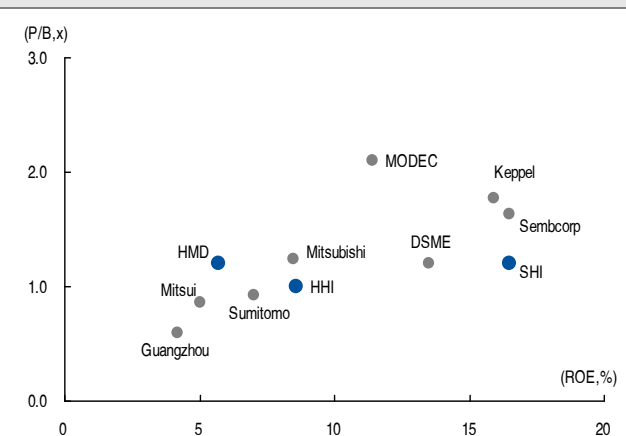
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 한·중·일 조선사 주가와 외국인의 한국 조선사 투자 비중 추이



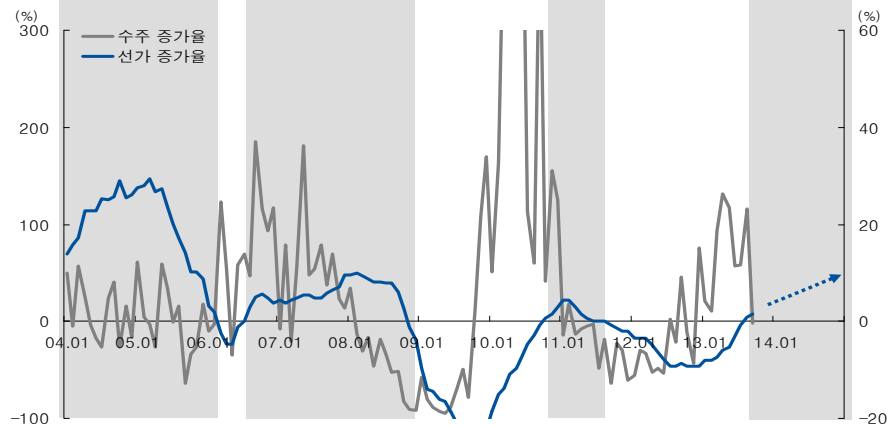
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 주요 조선사의 ROE와 PBR비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

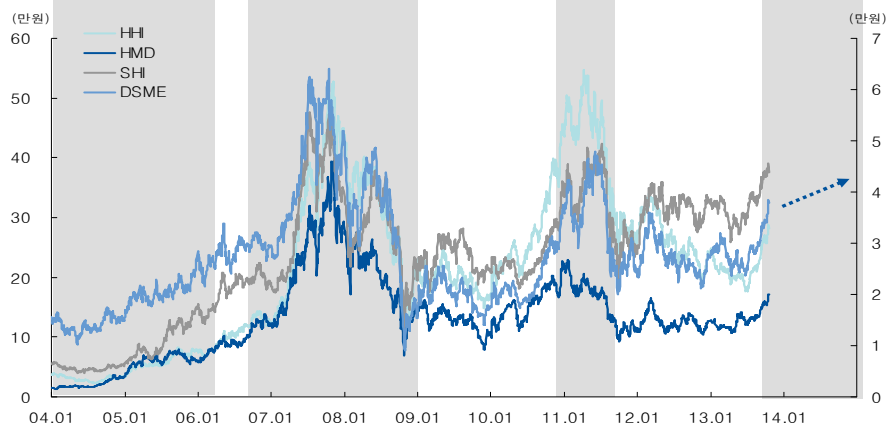
그림 8. 수주, 선가 증가율 추이 → 선가 상승기에 주가 상승 강도 가장 높음



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

수주 증가
→ 주가 상승 초입기

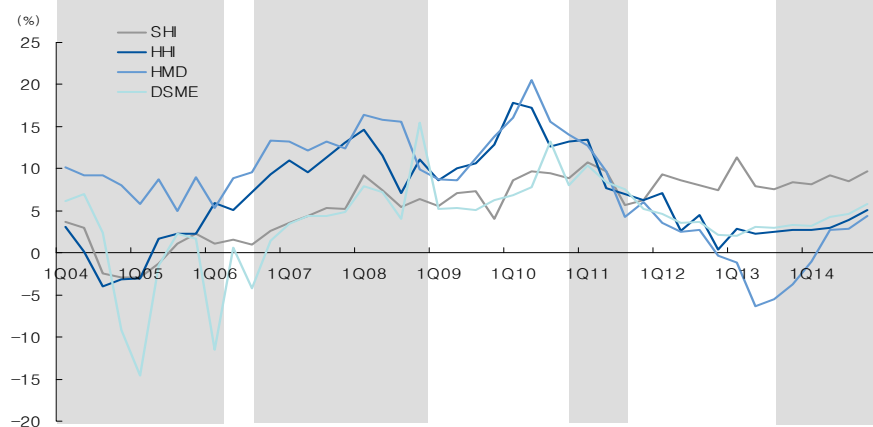
그림 9. 국내 주요 조선사들 상대 주가 → 수주, 선가 변화와 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

선가 상승
→ 본격적인 주가 상승기

그림 10. 영업 실적은 주가에 후행 (주요 조선 4사의 영업이익률)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

실적 개선
→ 주가 하락

II. 디레버리징 부담에도 개선될 자금시장

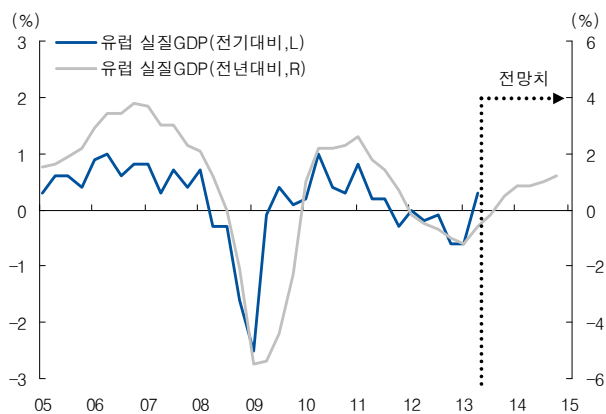
1. 유럽 펀더멘탈 개선기대감 확대, 금융시장 안정 강화할 것으로 기대

2012년 7월말 런던에서 드라기 ECB 총재가 'Believe me'라고 발언한 이후 현재까지 유럽 금융시장은 강세흐름을 이어가고 있다. ECB는 국채를 무제한 매입할 수 있는 OMT(Outright Monetary Transactions)를 통해 PIIGS 국가들의 부채위험을 완화시켰고, 2013년 5월에는 기준금리를 0.75% → 0.50%로 인하를 실시하는 등 통화정책 완화기조를 이어가면서 금융시장 안정을 주도했다.

이는 실물경기 개선으로도 이어지면서 그 동안 유로존에 대해 우려를 덜어내는데 일조했다. 유로존의 전분기대비 실질GDP의 경우 2012년 2분기 이후 4분기 연속 마이너스(-) 증가를 이어왔으나, 올해 2분기 성장률이 0.3% 증가한데다 2014년까지도 연간 1% 내외의 성장이 예상되고 있어 경기개선 기대가 높아졌다<그림 11>. 경기에 대한 설명력이 높은 유로존 PMI 역시나 2011년 하반기 이후 처음 경기개선의 기준선인 50p 넘어서자 안전자산인 채권금리는 동반 상승세를 나타냈다<그림 12>.

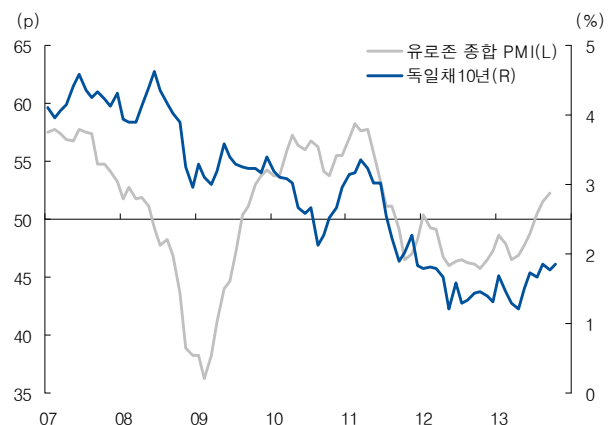
경기안정으로 기준금리 인하 기대는 약화되고 독일과 프랑스 등 핵심국가들의 국채금리는 상승하지만, ECB의 통화정책 완화에 대한 변화 가능성은 낮다. 금융시장 안정이 실물경기로 전이되는 것을 확인하는데 시간이 걸리기 때문이다. 이로 인해 기준금리보다 낮게 유지되고 있는 단기금리(EONIA) 여건과 자금조달의 기준인 3개월 유로 리보(Euro-Libor)는 바닥수준에서 못하고 있다<그림 13, 14>.

그림 11. 유로존 성장률 2014년까지 개선될 것이라는 기대감 높아



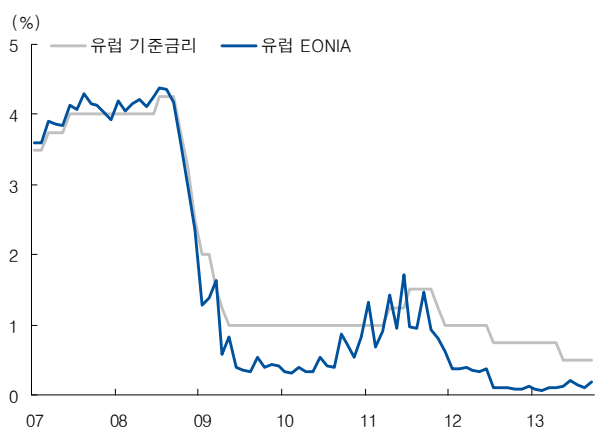
자료: Eurostat, Bloomberg Consensus, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 미국금리 상승 이외에 유로 PMI 개선 또한 유럽금리 상승원인



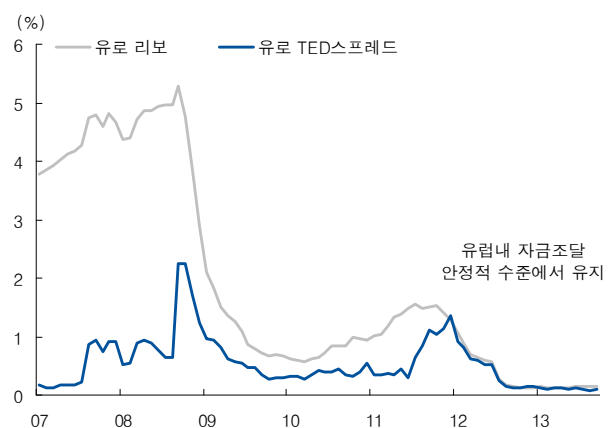
자료: Markit, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 추가금리 인하기대 약화되었지만 통화정책 완화기조 지속



주: EONIA는 1일짜리 overnight 대출금리로 한국 call금리와 유사함. 자료: ECB,

그림 14. 자금조달의 기준인 유로 리보금리와 TED 스프레드 낮게 유지



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

2. 디레버리징 부담에도 유럽 기업들의 자금조달 여건은 개선

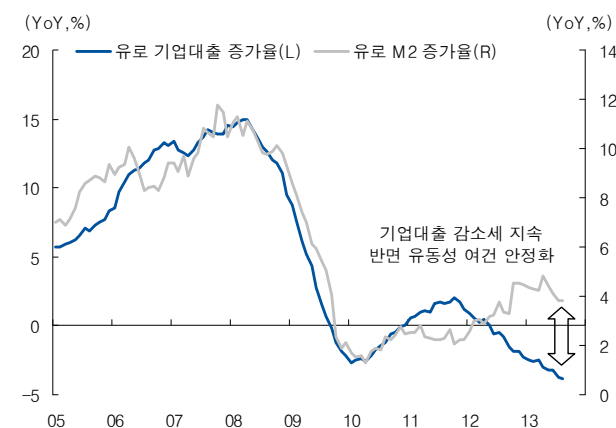
유럽 경기가 바닥을 치고 개선되고 있다는 기대감에도 불구하고 일각에서는 구조적인 문제가 남아있다는 우려의 목소리가 높다. 구조적인 문제의 핵심은 바로 막대한 ‘부채의 무게’이다.

2008년 글로벌 금융위기 발생 이후 미국은 꾸준히 민간의 부채조정(Deleveraging)을 진행해 현재는 마무리된 상황이지만, 유럽은 아직도 부채조정이 한참 진행 중이라는 점이다. 유럽 민간의 대출증가율은 전년대비 마이너스(-) 증가율 폭이 더 늘어나고 있는 상황이며, 기업들의 대출 역시 마찬가지로이다<그림 15>. 기업들이 부채를 갚기 위해 노력하는 동안 경제회복의 탄력은 약화될 수 밖에 없고, 자금조달 역시 대부분 상환 혹은 차환수요가 우세한 상황이다.

그렇지만 다행히도 ECB를 비롯한 유럽의 정책당국자들은 디레버리징 국면에 대한 어려움을 잘 이해하고 있어 통화 및 기타 정책장치들을 잘 유지하고 있는 상황이다. ECB의 조사에 따르면 유럽의 금융기관들은 올 상반기까지 다소 보수적이었던 대출태도가 다시 완화 쪽으로 개선되고 있다고 밝혔으며, 이에 맞춰 경기회복까지 감안한 기업들의 자금수요도 높아질 것으로 예상된다<그림 16>.

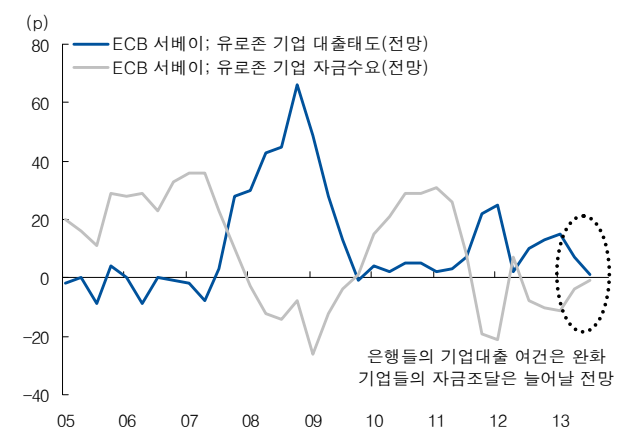
실제 유로존 기업들의 자금조달의 기준이라고 할 수 있는 대출 및 회사채 금리는 최근 국채금리 상승에도 불구하고 하향기조에서 크게 벗어나지 않고 있어 여건은 긍정적인 편이다. 특히 독일을 중심으로 유럽 전체 기업대출 금리는 3%대로 진입한데다<그림 17>, 투자적격 기업들의 회사채 금리는 국채보다 낮거나 유사한 수준을 나타내고 있다<그림 18>.

그림 15. 유럽 전체 기업대출 증가율은 감소 지속



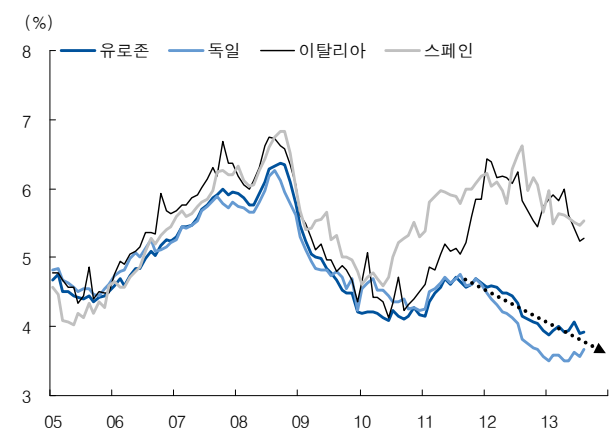
자료: ECB, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 유럽 금융기관들의 기업에 대한 대출태도는 완화 쪽으로 진행



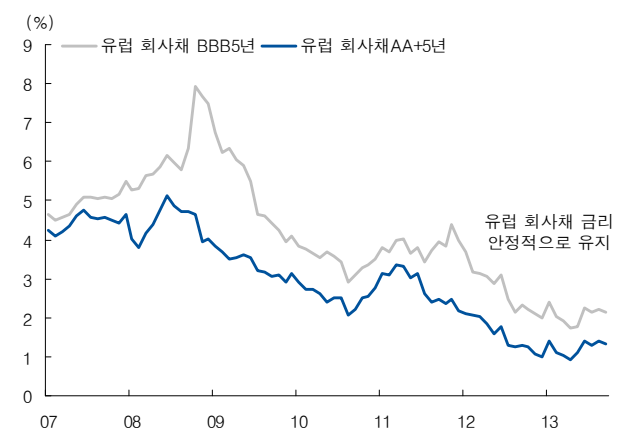
주: 대출태도는 플러스(+)가 긴축, 마이너스(-)가 완화, 자금수요와 반대임
자료: ECB, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 유럽 주요국 기업대출 금리 안정화되고 있어



주: 대출금리는 각각 1~5년 기간 대출의 금리 기준임
자료: ECB, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 유럽의 우량기업 회사채 금리 조달여건 더 좋은 편



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

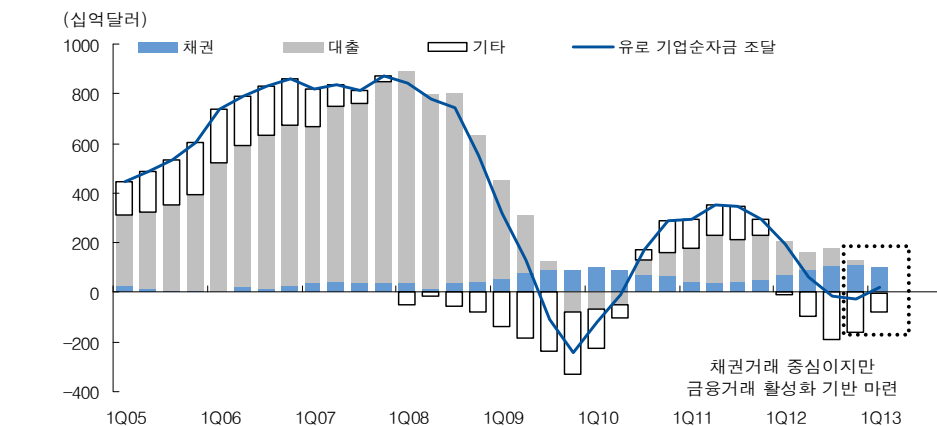
3. 기업과 금융기관들의 금융거래 더 활성화

유럽의 경제개선 속도가 더딜수록 기업들의 자금조달 여건에는 긍정적일 수 있다는 점에서 2014년 유럽 기업들과 금융기관들의 거래는 좀 더 활성화될 수 있을 것으로 기대된다. 부채조정이라는 한계로 전체 대출규모가 증가세로 전환되기 어렵고, 비우량 기업들과의 차별화도 심화될 여지가 있으나 완전한 경기회복 기조가 이어진다면 기업들은 낮은 금리수준에 맞춰 미리 자금조달에 나설 것이다.

실제로 올해부터 기업들의 자금조달을 위한 거래내역을 살펴보면, 대출의 비중은 다소 줄었지만 금리 매력에 더 높은 채권을 통해서 기업들이 자금조달에 나서고 있는 것을 확인할 수 있다<그림 19>. 2012년에는 그리스 등 신용위험도가 높아지면서 전체 자금조달 흐름이 둔화되는 모습을 나타냈으나, 올해 들어오면서 다시 회복기조로 접어들고 있다.

FT에 따르면 ‘유럽 기업들이 금융위기 이후로 5년 이상 장기간 투자에 나서지 못했다’는 내용을 통해 2012년부터 대출과 채권발행을 통한 자금조달 규모가 늘기 시작한 것을 강조했다. 이러한 분위기는 2014년에는 좀 더 강화될 것이라는 전망이 우세하다는 점에서 기업들의 펀딩(funding) 활성화를 기대해 본다<그림 21>.

그림 19. 유럽 기업들의 자금조달(financing)을 위한 형태별 거래규모 추이



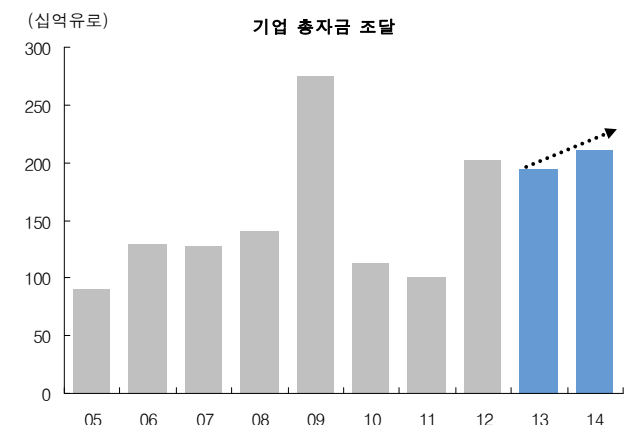
자료: ECB, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 아직은 채권발행 같은 직접조달 방식의 형태를 선호하고 있어



자료: Dealogic(FT 재인용), KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 2014년 기업들의 자금조달은 올해보다 늘어날 전망



자료: Dealogic(FT 재인용), KDB대우증권 리서치센터

III. 드디어 나타난 공급과잉 완화 조짐

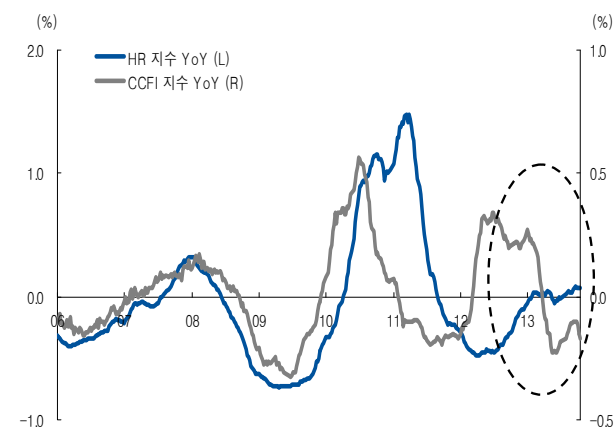
1. 해운, 장기지표 개선되고 있다

해운업계의 현황은 아직도 안개 속이다. CCFI로 대변되는 컨테이너 지표는 아직 하락세이고, 일부 업체들의 현금흐름은 재차 악화되고 있는 상황이다. 하위업체는 살아남기에 전력을 다할 것으로 보이는 가운데, 상위업체들은 지속적인 발주를 통한 격차 확대에 나설 것으로 보인다.

다행인 것은 장기지표가 개선되고 있다는 것이다. CCFI/SCFI 등 실질적인 운임 지표는 주기가 매우 짧은 계선 사이클의 영향을 많이 받는다. 하지만, 컨테이너 용선지표인 HR지수와 건화물 운임지수인 BDI(Baltic Dry Index)는 계선보다는 전체 수급에 더 강한 영향을 받는다. 이 상반된 성격의 지표들은 사실상 2012년 이전까지 비교적 동행하는 모습을 보였다. 하지만, 서로 다른 방향성을 보였던 시기가 있었는데 이는 해운주와 더불어 조선주, 산업재 주가가 가파르게 상승했던 2012년 상반기이다.

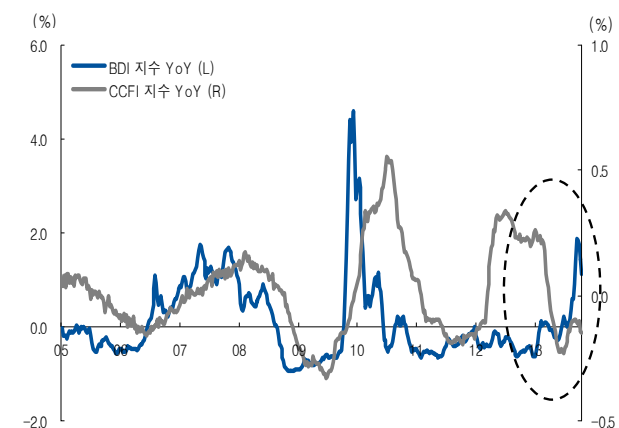
이러한 주가 상승의 배후는 CCFI/SCFI 등 운임지표의 턴어라운드다. 하지만, 그 당시에 HR지수/BDI 지수는 여전히 부진에 빠져있었다. 얼마 가지 않아 CCFI/SCFI가 다시 하락했고, 주가 및 실적은 이전보다 더욱 악화되면서 비관적인 전망이 득세했었다. 돌아보면, 역시 **장기 지표인 HR지수/BDI 지수가 장기적으로는 더 의미 있는 지표였던 것이다.** 최근 관심을 가질 부분은 단기운임 지표가 극심한 부진을 보이는 대신 장기 용선료 지표가 3년~5년 만에 드디어 턴어라운드를 하고 있다는 점인데, 당사는 여기에 주목한다. 장기 수급 지표인 용선 지표의 개선은 결국 장기 수급 개선을 의미하기 때문이다.

그림 22. HR지수 vs. CCFI지수



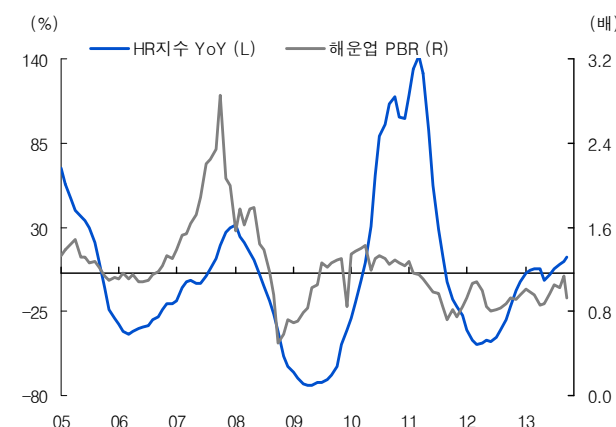
자료: 한국해양수산개발원, Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. BDI지수 vs. CCFI 지수



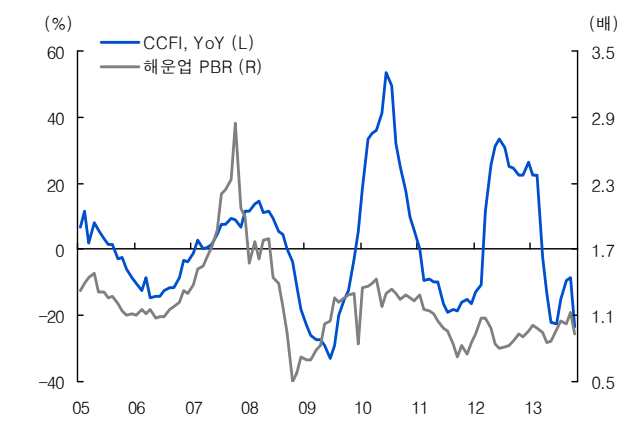
자료: Bloomberg, Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. HR지수 vs. 해운업체 PBR



자료: 한국해양수산개발원, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. CCFI지수 vs. 해운업체 PBR



자료: Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

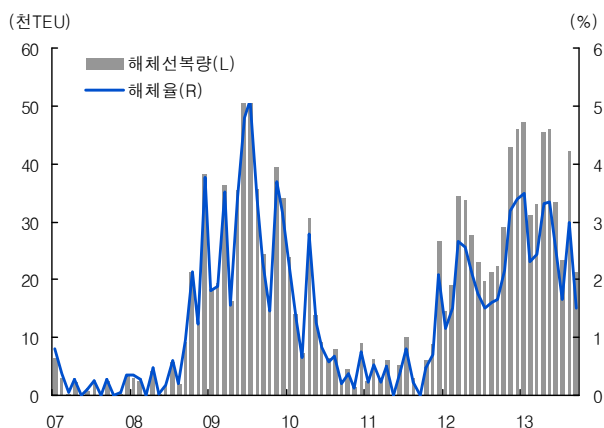
2. 업체별 차별화 예상: 살아남기 싸움은 지속된다

물론, 해운업 개선이 모든 업체의 개선을 의미하는 것은 아니다. 장기적인 업황 개선 사이클이 나타나더라도 2013년 9월 이후 실질 **운임지표가 현금원가(Cash Cost)이하로 급격하게 하락**했기 때문이다. 컨테이너 업체의 경우, 성수기에서 비수기로 접어들면서 계선을 재개할 것으로 보인다. 또한, 바닥수준에 있는 운임을 2배 이상 인상하려고 하는 선사들의 계획도 발표된 상황이다. 현 운임수준에서 오랫동안 버티기 힘든 일부 선사의 상황상 운임의 일부 반등이 기대되고 있지만, 이를 위해서는 빠른 운항 중단과 개선이 필요하다.

업체별 차별화는 결국 상위업체의 추가 발주 기대를 높이는데, 머스크의 경우 18,000TEU 급의 Triple E급 초대형 컨테이너선이 이미 첫 항해를 시작할 예정이다. Big 3라고 할 수 있는 머스크, MSC, CMA CGM의 얼라이언스인 P3 Network가 2014년 출범할 예정인데, 이를 바탕으로 대형사와 업체 간 차별화는 더욱 확대될 것으로 보인다.

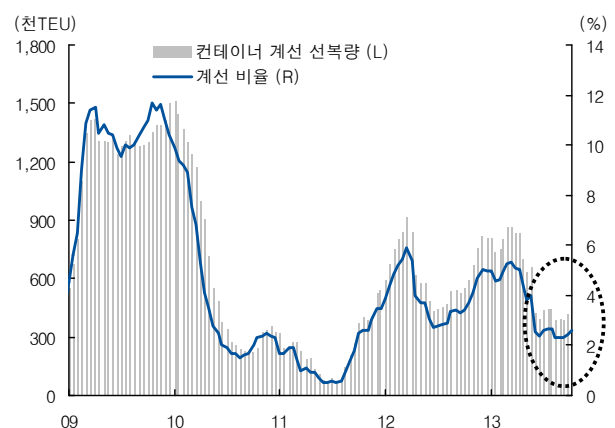
물론, 대형 얼라이언스 출범이 경쟁사들 간의 선박 공동 운항이라는 점에서 신규 발주에 긍정적이지 않은 않을 것이다. 하지만, **아직까지 하위업체와의 격차를 확실히 벌였다고 보기 힘들고, 노후선박의 경쟁력이 없어진다고 본다면, 결국 발주가 늦은 선사의 발주는 지속될 수 밖에 없을 것으로 전망한다.**

그림 26. 컨테이너 선박의 해체량 추이



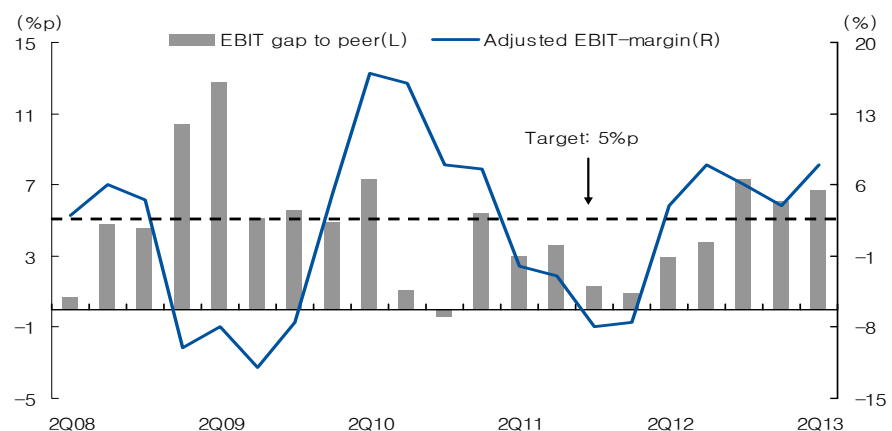
자료: AXS-Alphaliner, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 컨테이너 계선 추이



자료: AXS-Alphaliner, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 머스크의 경쟁사와의 마진 격차



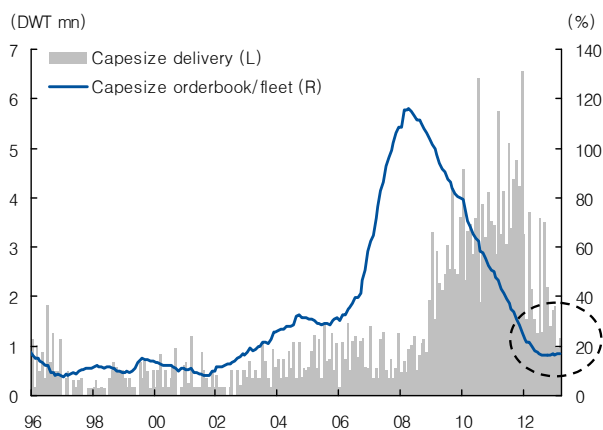
자료: MAERSK Group, KDB대우증권 리서치센터

3. 건화물선 시황 상승세 지속될 것

컨테이너업체뿐만 아니라, 건화물선 시황 및 업계에서도 최근 긍정적인 모습이 나타나고 있다. BDI의 상승이 그것인데 이는 기나긴 구조조정과 업계 재편의 산물이라고 할 수 있다. 최근 2,000pt 아래로 일부 조정이 나타나고 있지만, 1) 본격적인 성수기 진입, 2) 중국 철강업체의 재고 축적 지속, 3) 공급 부담 완화가 나타나면서 높아진 지수를 유지할 수 있을 전망이다.

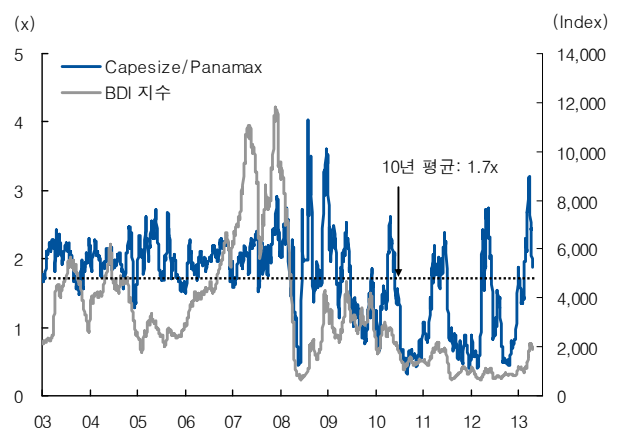
다만 추가적으로 지켜봐야 할 것은 단기 지표인 Capesize/Panamax 상대비율이 급격하게 높아져서 단기 고점 신호가 나타나고 있다는 것이다. 최근 상승이 가파른 Capesize의 상승에 기반했기 때문이며, 향후에 Capesize 상승이 소형 선형의 상승으로 이어지는 캐스케이딩이 나타나며(분모가 상승하며) 지표간 균형이 이루어져야 한다는 점이다. 최근 BDI 하락이 모든 선종에 대한 전반적인 하락이 아닌 Capesize 위주의 하락이라는 점은 건전한 조정으로 판단된다.

그림 29. Capesize 발주 잔량 추이



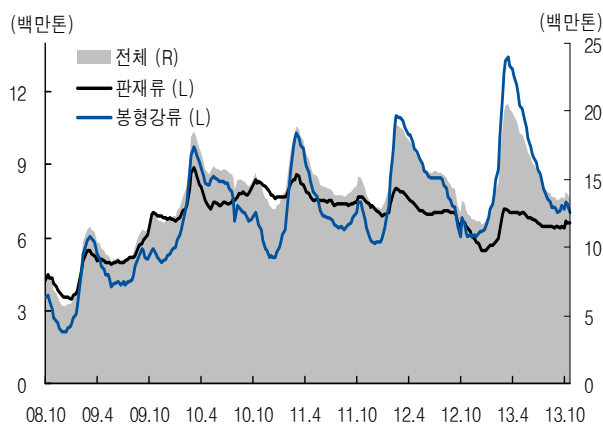
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. Capesize/Panamax 비율 vs. BDI : 건조한 조정



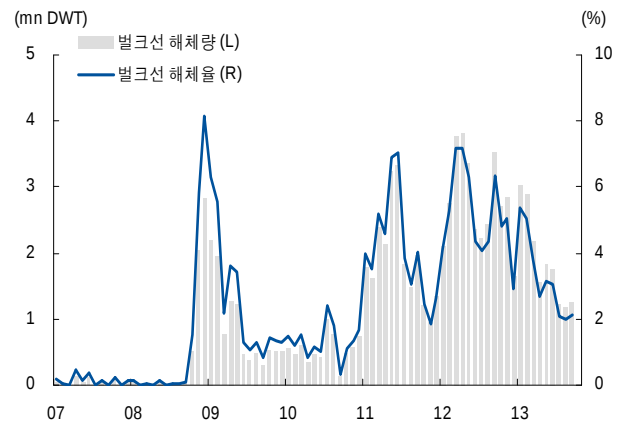
자료: Bloomberg, Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 중국 철강사 재고 추이



자료: Mysteel.net, KDB대우증권 리서치센터

그림 32. 건화물선 해체 추이



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

현대미포조선 (010620/매수/TP:210,000원)

추종자가 없다

조선

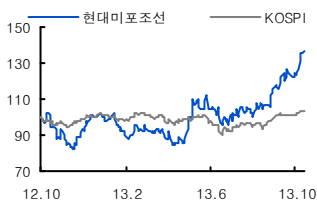
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	210,000
현재주가(13/10/21,원)	173,000
상승여력	20%

영업이익(13F,십억원) -163
Consensus 영업이익(13F,십억원) -138

EPS 성장률(13F,%) 적전
MKT EPS 성장률(13F,%) 19.5
P/E(13F,x) -
MKT P/E(13F,x) 10.8
KOSPI 2,053.01

시가총액(십억원) 3,460
발행주식수(백만주) 20
유동주식비율(%) 52.3
외국인 보유비중(%) 22.7
베타(12M,일간수익률) 1.19
52주 최저가(원) 102,500
52주 최고가(원) 177,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	59.5	33.6
상대주가	9.3	51.8	28.0



투자의견 매수, 목표주가 210,000원으로 상향

현대미포조선에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 210,000원으로 상향 조정한다. 동사의 목표주가는 12개월 Forward PBR 1.6배를 적용하였다. 이는 기존 목표주가대비 약 10% 상향한 것이다. 최근 현대중공업의 주가 상승으로 동사가 보유하고 있는 지분가치가 상승하여 동사의 자산가치를 높이고 있다. 또한 수주 증가와 Top Heavy(선수금 비중 높음)인도물량 증가로 인해 현금흐름이 크게 개선되는 부분은 기업가치에 대한 충분한 할증 요인으로 본다.

즉 이렇게 차별화된 경쟁력을 지닌 조선사들에 대해서는 valuation에 대한 할증이 가능하다고 본다. 2014년은 선가 상승이 본격화되는 시기로 향후 선가 상승이 지속될 경우 동사의 주가 상승도 계속되리라 본다. 비록 실적 회복은 내년 하반기 이후로 예상되지만, 동사는 급증하는 수주로 선가 인상 폭이 커졌고, 대금결제조건의 개선과 타이트해진 선표로 향후 가동률 상승에 따른 실적 회복 속도도 기존예상 보다 빨라질 전망이다.

수주 200% 초과 달성 전망

현대미포조선은 현재 약 34억 달러 수주를 달성하면서 2013년 수주목표를 기존 32억 달러를 초과했다. 상반기에 이미 수주목표를 40억 달러로 상향 조정한바 있는데, 연내 충분히 초과달성 가능할 것으로 본다. 동사의 주력 선종은 50K, 37K 사이즈의 정유운반선(PC: Product Carrier)과 석유화학제품운반선(CT: Chemical Tanker)으로 전체 수주액의 약 80%를 차지한다.

대금결제조건의 변화는 높아진 경쟁력(차별화)의 산실

2013년에 동사는 선가 인상 외에도 대금결제조건에 큰 변화 시작되었다. 2012년에 Heavy tail(선수금이 작고 인도 후 대금지급이 높음) 결제조건이 대부분이었다면 2013년에는 Heavy tail 비중이 줄어들면서 Standard(선수금과 인도 후 결제금이 동일) 조건과 Top Heavy 조건이 증가하면서 수주 증가에 따른 현금흐름이 크게 개선되고 있다. 특히 Top Heavy 방식은 선주들이 빠르게 배를 인도받기 위해 웃돈을 얹어주는 형식으로 동사에 대한 높은 신뢰도를 반영하는 것으로 판단된다. 2008년 이후 전세계에서 유일하다.

과거 선박수리업부터 쌓아온 노하우와 중소형 선박에 특화되어있는 생산설비와 축적된 생산방식을 바탕으로 세계 최고의 생산성을 갖추게 되었다. 동사의 경우 경쟁사보다 약 2개월 이상 선박 건조 기간을 단축할 수 있다. 현대중공업그룹을 통해 상대적으로 저렴한 원자재 구매, 선박 공동영업, 기술 공동개발이 가능하여 탁월한 경쟁력을 확보할 수 있다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,138	4,624	4,415	3,873	4,250	4,675
영업이익(십억원)	683	384	93	-163	98	257
영업이익률 (%)	16.5	8.3	2.1	-4.2	2.3	5.5
순이익(십억원)	493	200	97	-148	161	288
EPS (원)	24,629	9,992	4,828	-7,373	8,069	14,394
ROE (%)	14.7	5.5	3.0	-4.9	5.7	10.0
P/E (배)	9.1	11.2	26.3	-	21.4	12.0
P/B (배)	1.2	0.8	0.9	1.4	1.4	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 기업명, KDB대우증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	4,415	3,873	4,250	4,675
매출원가	4,058	3,757	3,876	4,137
매출총이익	357	116	374	538
판매비와관리비	265	279	276	281
조정영업이익	93	-163	98	257
영업이익	93	-163	98	257
비영업손익	27	-18	78	86
순금융비용	-8	-5	-9	-10
관계기업등 투자손익	1	-1	0	0
세전계속사업손익	119	-180	176	343
계속사업법인세비용	33	-5	42	82
계속사업이익	86	-175	134	260
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	86	-175	134	260
지배주주	97	-148	161	288
비지배주주	-10	-28	-28	-28
총포괄이익	-12	-325	-16	110
지배주주	6	-304	5	132
비지배주주	-18	-22	-22	-22
EBITDA	159	-103	154	312
FCF	-645	329	125	260
EBITDA마진율 (%)	3.6	-2.7	3.6	6.7
영업이익률 (%)	2.1	-4.2	2.3	5.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	-3.8	3.8	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	4,169	5,767	5,879	6,169
현금 및 현금성자산	155	1,060	1,066	1,163
매출채권 및 기타채권	1,287	1,572	1,636	1,777
재고자산	187	194	213	234
기타유동자산	447	333	357	388
비유동자산	3,554	3,303	3,297	3,298
관계기업투자등	31	26	26	26
유형자산	917	852	837	824
무형자산	340	342	343	345
자산총계	7,723	9,069	9,176	9,467
유동부채	3,673	5,418	5,465	5,618
매입채무 및 기타채무	1,383	1,336	1,381	1,519
단기금융부채	1,961	3,036	2,936	2,836
기타유동부채	330	1,046	1,148	1,262
비유동부채	657	612	717	774
장기금융부채	235	133	133	83
기타비유동부채	391	447	553	659
부채총계	4,330	6,030	6,182	6,392
지배주주지분	3,183	2,851	2,827	2,929
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	2,136	1,960	2,092	2,350
비지배주주지분	210	189	167	146
자본총계	3,393	3,040	2,994	3,075

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-801	206	149	283
당기순이익	86	-175	134	260
비현금수익비용가감	97	74	20	52
유형자산감가상각비	65	57	54	53
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-40	-48	40	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-917	246	38	53
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-262	683	-64	-140
재고자산 감소(증가)	96	-7	-19	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-391	-66	45	138
법인세납부	-67	60	-42	-82
투자활동으로 인한 현금흐름	157	-6	-13	-5
유형자산처분(취득)	-114	-46	-40	-40
무형자산감소(증가)	-4	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	71	-28	0	0
기타투자활동	203	72	31	39
재무활동으로 인한 현금흐름	225	702	-131	-181
장단기금융부채의 증가(감소)	331	685	-100	-150
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-40	5	-29	-29
기타재무활동	-66	-17	-2	-2
현금의증가	-409	905	6	97
기초현금	564	155	1,060	1,066
기말현금	155	1,060	1,066	1,163

자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	26.3	-	21.4	12.0
P/CF (x)	15.6	-39.3	15.9	10.1
P/B (x)	0.9	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	17.2	-	19.9	8.9
EPS (원)	4,828	-7,373	8,069	14,394
CFPS (원)	8,163	-4,405	10,875	17,146
BPS (원)	144,421	127,721	126,442	131,491
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	2,000
배당성향 (%)	30.4	-19.9	18.2	13.6
배당수익률 (%)	1.2	0.9	0.9	1.2
매출액증가율 (%)	-4.5	-12.3	9.7	10.0
EBITDA증가율 (%)	-64.3	적전	흑전	102.9
영업이익증가율 (%)	-75.9	적전	흑전	163.0
EPS증가율 (%)	-51.7	적전	흑전	78.4
매출채권 회전율 (회)	4.8	3.2	3.0	3.2
재고자산 회전율 (회)	18.8	20.4	20.9	21.0
매입채무 회전율 (회)	3.5	3.7	3.9	4.0
ROA (%)	1.1	-2.1	1.5	2.8
ROE (%)	3.0	-4.9	5.7	10.0
ROIC (%)	5.7	-12.9	7.7	21.7
부채비율 (%)	127.6	198.4	206.5	207.9
유동비율 (%)	113.5	106.4	107.6	109.8
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-16.4	-20.2	-27.7
영업이익/금융비용 (x)	34.9	-74.1	61.7	167.6

현대중공업 (009540/매수/TP:340,000원)

숨겨둔 발톱을 내밀 때

조선

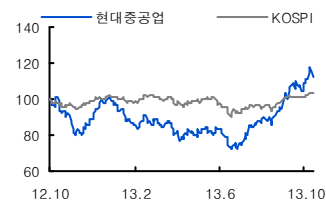
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	340,000
현재주가(13/10/21,원)	274,500
상승여력	28%

영업이익(13F,십억원)	1,357
Consensus 영업이익(13F,십억원)	1,320

EPS 성장률(13F,%)	-5.8
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.5
P/E(13F,x)	22.5
MKT P/E(13F,x)	10.8
KOSPI	2,053.01

시가총액(십억원)	20,862
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	59.3
외국인 보유비중(%)	18.4
베타(12M,일간수익률)	1.27
52주 최저가(원)	172,000
52주 최고가(원)	291,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	40.8	11.1
상대주가	3.0	33.1	5.5



투자의견 매수, 목표주가 340,000원으로 상향

현대중공업에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 340,000원으로 상향 조정한다. 동사의 목표주가는 12개월 Forward PBR 1.6배를 적용하였다. 이는 기존 목표주가대비 약 10% 상향한 것이다. 투자지표를 상향한 이유는 조선 업황 개선, 해양플랜트 시장 호황으로 인한 수주 증가와 글로벌 경기 개선이 예상되어 향후 기계부문의 실적개선 기대감을 반영한 것이다. 그리고 조선업이 회복세로 전환되면서 세계 1위 조선사에 대한 할증요인을 적용한 것이다.

해양 및 육상 플랜트 쌍두마차

동사는 기대가 컸던 EGINA FPSO Project 수주는 실패했지만, 해양에서 대규모 생산설비 프로젝트 3기 수주에 성공하여 연간 약 60억 달러의 수주 목표는 무난히 달성할 전망이다. 이는 해양사업이 과거 약 8~9년간 시추설비 시장이 크게 성장한 이후 생산설비 시장의 확대에 이어져 오고 있기 때문이다. 또한 동사가 생산설비부문에서 세계 최고의 경쟁력과 경험을 가지고 있어 향후 생산설비 시장의 고성장은 동사에게 성장에 기여도가 높을 전망이다.

육상플랜트 시장의 경쟁은 점차 치열해지고 있다. 하지만 동사는 주요 기자재의 상당부분을 직접 제조하기 때문에 경쟁력이 크다고 볼 수 있다. 경쟁심화로 인한 마진 감소는 피할 수 없지만 동사의 성장과 마진 개선에 있어 해양플랜트와 더불어 쌍두마차라 볼 수 있다.

2014년 상선 선가 인상이 최대 목표

동사는 대형 3사 중 상선의 수주잔고가 가장 적다. 그리고 대형 조선사들은 전세계적으로 구조조정이 거의 없었다. 이는 2013년에 수주가 증가함에도 선가 인상 폭이 미미한 주요 이유이다. 하지만 2014년에는 수주잔고가 2년 수준을 회복하고 타 사업부문에서 수주도 증가할 것으로 본다. 선박금융의 회복이 맞물려 선가를 인상할 수 있는 좋은 기회이다.

2014년은 전 사업부문에서 수주 증가할 전망

2013년이 수주에 대한 부분적 갈증 해소 국면이라면 2014년은 전 사업부문에서 수주 증가가 전망된다. 2013년은 해양플랜트 수주가 급증하여 사업부 중 수주목표 달성률이 가장 높다. 2014년에도 해양 시장의 성장과 함께 해양부문 수주도 증가가 예상된다. 상선부문(자회사인 현대삼호중공업 포함)도 수주가 꾸준한 증가세를 보이고 있는데 2014년까지 회복세를 이어갈 전망이다. 2014년에는 유럽 은행들의 대출 회복(세계 대출도 증가세)과 글로벌 경기 회복이 맞물려 전년도 육상플랜트와 부진했던 기계 부문의 수주 및 실적 회복이 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	37,342	53,712	54,974	52,405	54,278	57,270
영업이익(십억원)	5,532	4,561	1,993	1,357	2,006	2,547
영업이익률 (%)	14.8	8.5	3.6	2.6	3.7	4.5
순이익(십억원)	4,154	2,559	984	927	1,599	2,132
EPS (원)	54,652	33,671	12,951	12,196	21,040	28,049
ROE (%)	34.5	16.7	5.9	5.4	8.6	10.4
P/E (배)	8.1	7.6	18.7	22.5	13.1	9.8
P/B (배)	2.5	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 기업명, KDB대우증권 리서치센터

현대중공업 (009540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	54,974	52,405	54,278	57,270
매출원가	50,331	48,558	49,691	52,001
매출총이익	4,643	3,848	4,587	5,269
판매비와관리비	2,650	2,491	2,580	2,722
조정영업이익	1,993	1,357	2,006	2,547
영업이익	1,993	1,357	2,006	2,547
비영업손익	-557	-218	58	219
순금융비용	214	196	130	104
관계기업등 투자손익	-340	-65	-75	0
세전계속사업손익	1,436	1,139	2,065	2,765
계속사업법인세비용	415	242	496	664
계속사업이익	1,021	897	1,569	2,102
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,021	897	1,569	2,102
지배주주	984	927	1,599	2,132
비지배주주	36	-30	-30	-30
총포괄이익	735	1,046	1,718	2,251
지배주주	708	1,044	1,716	2,249
비지배주주	27	2	2	2
EBITDA	2,989	2,244	2,934	3,477
FCF	-4,294	1,585	999	1,648
EBITDA마진율 (%)	5.4	4.3	5.4	6.1
영업이익률 (%)	3.6	2.6	3.7	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.8	1.8	3.0	3.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	25,279	27,197	27,170	27,873
현금 및 현금성자산	1,108	1,796	1,389	1,356
매출채권 및 기타채권	11,004	12,368	12,538	12,943
재고자산	6,191	6,289	6,405	6,586
기타유동자산	3,238	2,620	2,714	2,864
비유동자산	23,995	24,583	24,960	25,504
관계기업투자등	851	773	698	698
유형자산	15,557	16,043	16,097	16,148
무형자산	2,297	2,291	2,286	2,282
자산총계	49,273	51,780	52,130	53,377
유동부채	22,174	23,397	22,570	22,235
매입채무 및 기타채무	10,927	12,577	12,375	12,771
단기금융부채	9,318	8,723	8,023	7,173
기타유동부채	1,929	2,096	2,171	2,291
비유동부채	8,358	8,774	8,324	7,870
장기금융부채	6,492	6,838	6,338	5,838
기타비유동부채	1,615	1,686	1,737	1,782
부채총계	30,532	32,170	30,894	30,105
지배주주지분	16,881	17,778	19,403	21,437
자본금	380	380	380	380
자본잉여금	1,109	1,109	1,109	1,109
이익잉여금	16,098	16,876	18,384	20,301
비지배주주지분	1,861	1,831	1,833	1,835
자본총계	18,741	19,610	21,236	23,272

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-3,227	3,970	1,962	2,573
당기순이익	1,021	897	1,569	2,102
비현금수익비용가감	2,786	1,554	1,365	1,376
유형자산감가상각비	911	804	845	849
무형자산상각비	84	84	82	82
기타	-1,006	-170	233	283
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6,104	1,985	-477	-241
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1,756	-436	-171	-405
재고자산 감소(증가)	227	-48	-116	-181
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,317	471	-202	396
법인세납부	-930	-466	-496	-664
투자활동으로 인한 현금흐름	-635	-1,923	-781	-783
유형자산처분(취득)	-1,053	-1,358	-900	-900
무형자산감소(증가)	-77	-77	-77	-77
장단기금융자산의 감소(증가)	281	-908	0	0
기타투자활동	214	420	196	194
재무활동으로 인한 현금흐름	3,368	-1,370	-1,588	-1,823
장단기금융부채의 증가(감소)	4,043	-829	-1,200	-1,350
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-234	-153	-92	-215
기타재무활동	-440	-395	-296	-259
현금의증가	-502	689	-407	-33
기초현금	1,610	1,108	1,796	1,389
기말현금	1,108	1,796	1,389	1,356

자료: 현대중공업, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	18.7	22.5	13.1	9.8
P/CF (x)	9.3	11.5	8.3	6.8
P/B (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	10.5	14.5	10.8	8.8
EPS (원)	12,951	12,196	21,040	28,049
CFPS (원)	26,048	23,876	33,245	40,298
BPS (원)	210,314	222,204	243,643	270,471
DPS (원)	2,500	0	1,500	2,000
배당성향 (%)	15.6	0.0	5.8	5.8
배당수익률 (%)	1.0	0.0	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	2.4	-4.7	3.6	5.5
EBITDA증가율 (%)	-45.7	-24.9	30.7	18.5
영업이익증가율 (%)	-56.3	-31.9	47.9	26.9
EPS증가율 (%)	-61.5	-5.8	72.5	33.3
매출채권 회전율 (회)	5.7	4.9	4.8	5.0
재고자산 회전율 (회)	8.7	8.4	8.6	8.8
매입채무 회전율 (회)	4.8	5.1	5.0	5.2
ROA (%)	2.1	1.8	3.0	4.0
ROE (%)	5.9	5.4	8.6	10.4
ROIC (%)	6.1	4.2	6.0	7.4
부채비율 (%)	162.9	164.1	145.5	129.4
유동비율 (%)	114.0	116.2	120.4	125.4
순차입금/자기자본 (%)	58.5	49.2	41.7	32.4
영업이익/금융비용 (x)	5.1	4.1	6.8	9.9

Compliance Notice

- 현대미포조선: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 현대중공업, 삼성중공업: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW. 현대중공업, 삼성중공업: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 현대중공업, 삼성중공업: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주기(—), 목표주기(==), Not covered(☐))
 ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

