

## 조선

### 미국발 자원지도 변화의 축, GAS



Analyst

김현

☎ 02-3772-1533

✉ hyunkim@shinhan.com

## Contents

- Summary
- Review & Preview: 상선 ↑ + 해양 ↓ = 주가 ↓
- 하반기 전망: EU의 유동성 공급시, 최대 호재
- 중장기 전망: 해양, Oil 일변도에서 Gas로 이동
- 이슈분석: Shale Gas발 에너지 지형 재편
- 투자전략: ① Long/Short ② 커버리지 종목
- Top pick: 대우조선해양

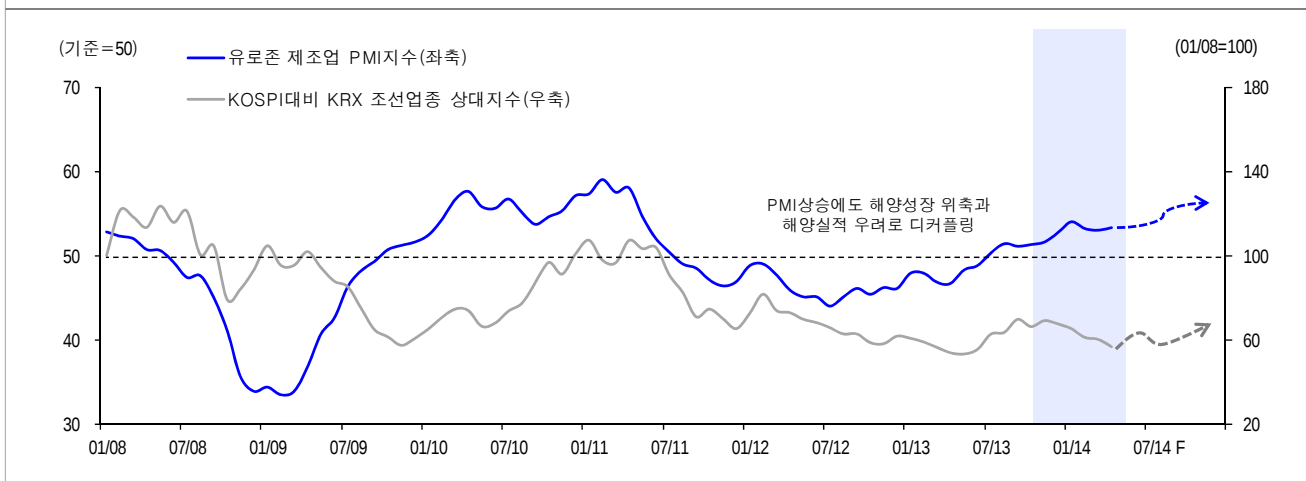
# Summary

- 2014년 발주는 2013년 수준에서 정체, 실적은 상반기 Big Bath 이후 Bottom-out
- 최대 화재) EU의 유동성 공급 + China의 경기 부양, 즉 외부 변수
- 업황 화재) Eco-ship 적용 선사의 실적 개선 + F-LNG발주 + Gas 투자 확대
- Paradigm Shift! Oil → Gas로의 지형 이동에 맞는 Gas 개발의 Value Chain 진입 여부
- Global Long/Short: Long-대우조선해양/Gaslog/Teekay, Short-룽성중공업/미쓰이
- Top pick: 대우조선해양

## Review & Preview: 상선 ↑ + 해양 ↓ = 주가 ↓

- 2013년 선박 발주량 1.5억DWT(+178.5%, YoY)으로 급증, 14년 해양발 우려로 주가 하락
- 2014년 5월 139p까지 선가 상승, 해양 우려 1Q 실적 반영 → 상선 업황과 Macro로 회복 전망

KOSPI 대비 조선업종 상대지수 강도와 유로존 제조업 PMI지수 추이 및 전망 : 상관관계수 +0.74

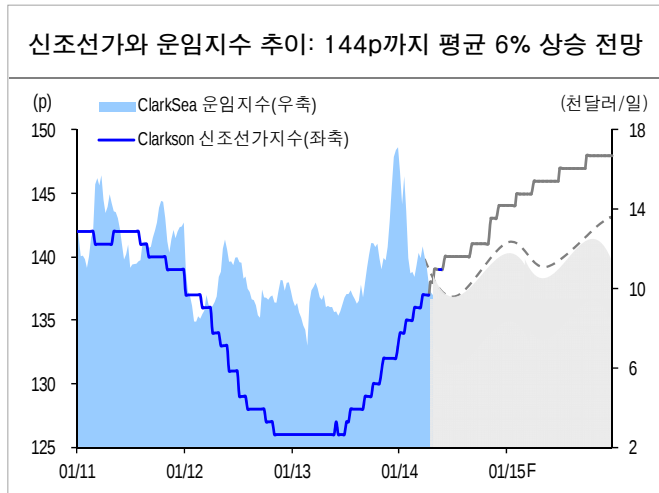


자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

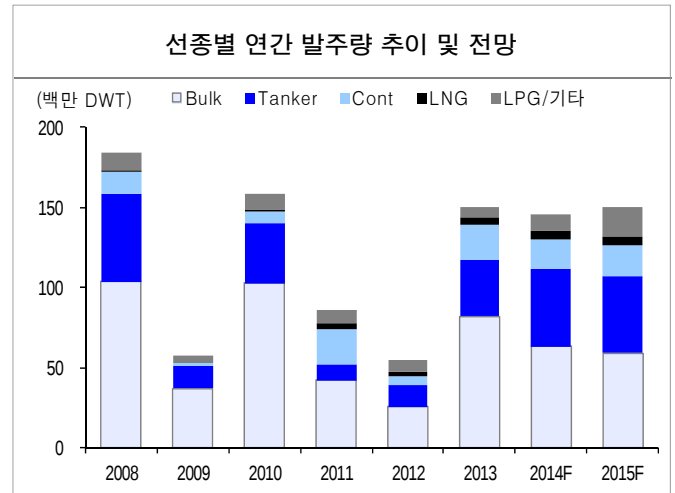
# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 호재

## 2013년 하반기의 회복세는 지속, Q의 추가 증가는 제한적

- 하반기 발주 모멘텀: LNG선 > 컨테이너선 > LPG선 > 탱커 > 벌크선
- 1~2분기 Eco-ship을 투입한 선사들의 실적 차별화 확인 시, 추가 교체수요(Q) 기대 가능



자료: Clarksons, 신한금융투자 / 주: 5월초 기준 139p 기록

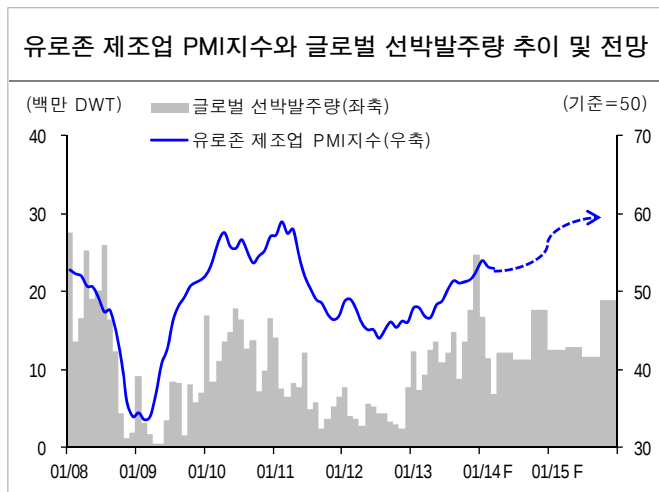


자료: Clarksons, 신한금융투자

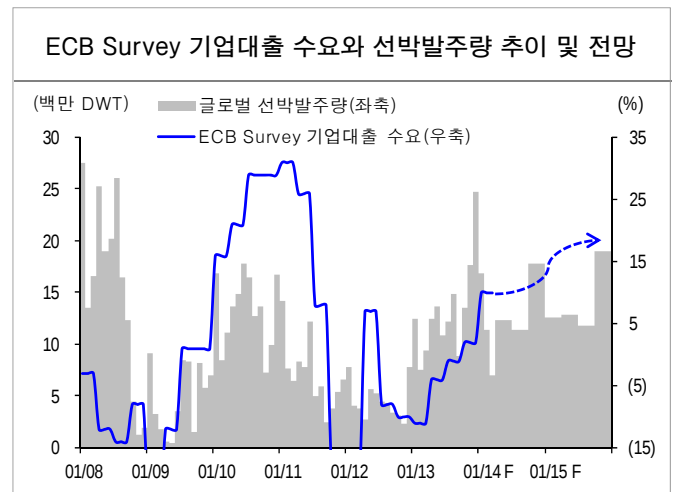
# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 호재

## 유로존 제조업 PMI지수와 글로벌 선박발주량 상관관계수 +0.74

- ECB 기업대출 수요 survey는 2013년 10월 +2.0%로 플러스 전환. 해양 우려 완화로 주가와의 디커플링 해소 전망
- 유로존 유동성 공급 → 대출 확대 → 선박 금융의 회복 모멘텀으로 작용 가능



자료: Bloomberg, Clarksons, 신한금융투자

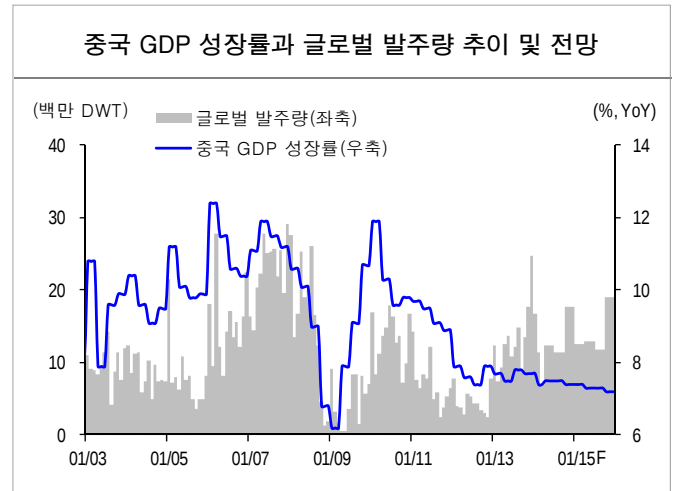
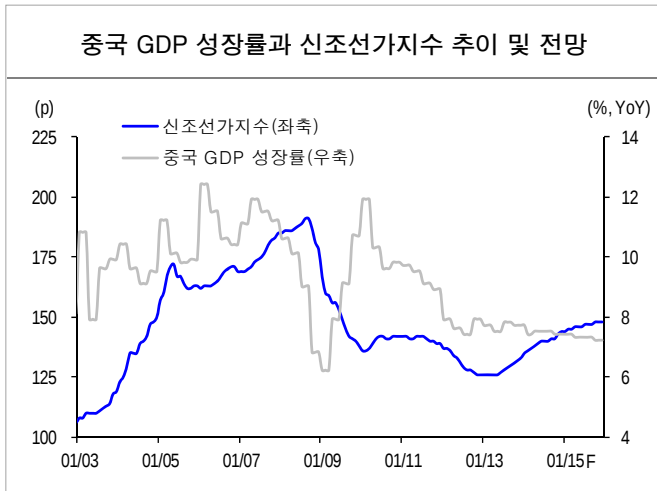


자료: Bloomberg, Clarksons, 신한금융투자

# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 화재

## 중국 GDP 성장률과 글로벌 발주량의 상관관계: +0.56

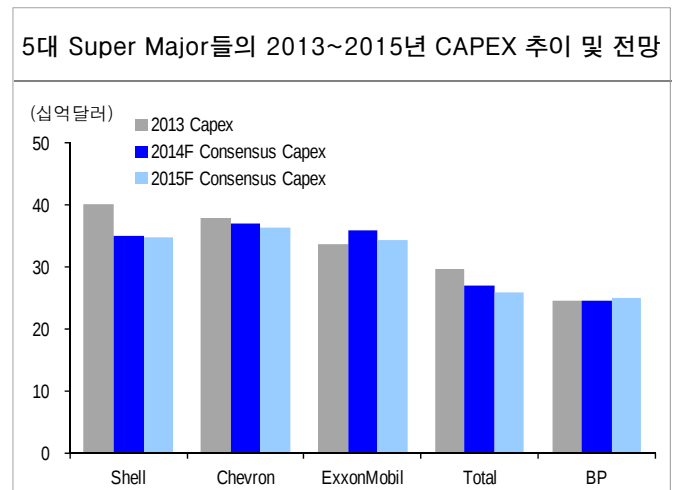
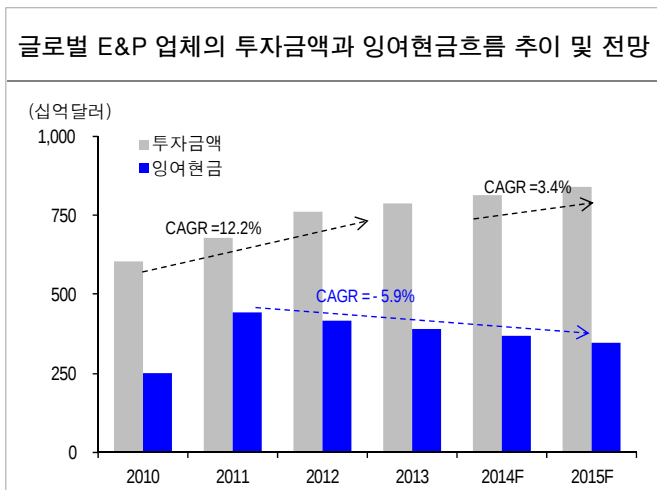
- 중국이 경기 부양책을 실시한다면? → 수요 측면에서 긍정적인 요인. 2013년 하반기부터 중국 GDP와 발주량 디커플링
- 2013년의 발주량 증가는 수요 측면보다는 가격 측면에서의 발주 효과가 큰 것



# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 화재

## 에너지 기업들의 CAPEX 정체는 지속

- 글로벌 E&P 업체들의 잉여현금은 2015년까지 5.9% 감소, 5대 Major의 CAPEX 정체로 전통 해양설비발 성장 기대는 난망
- 연간 시추/생산설비 발주는 전년대비 -12.5% 감소 예상 → 하반기 미국 이외 지역의 F-LNG 발주 여부가 모멘텀

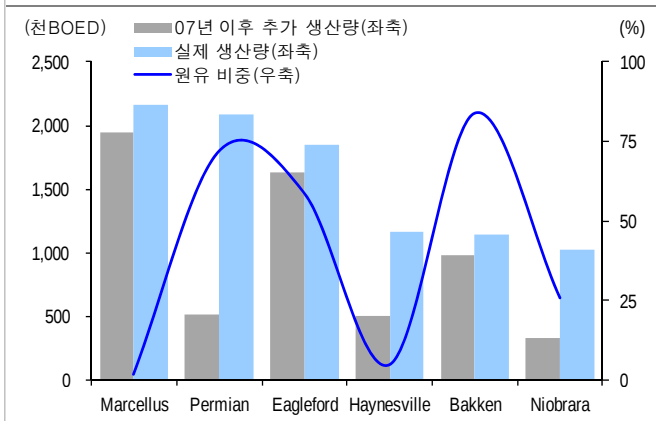


# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 화재

## Shale Gas 개발로 육상 Oil 개발 확대

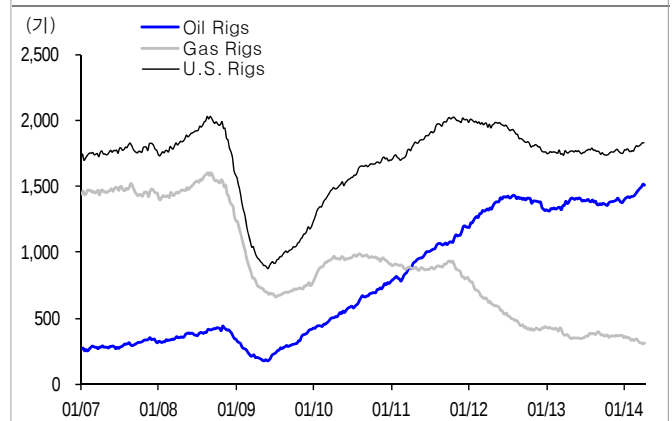
- 북미 E&P 기업은 Liquid Rich Field 투자 집중, Oil Rig 1,510기 최대치 – Tight Oil 공동개발
- 육상 Oil/Gas 투자 → Oil/Gas 수급지도 변화 → 미국 Gas/Chemical/Tanker 발주 예상 → 미국의 Oil 수출 여부

2007년 이후 미국의 지역별 Oil/Gas 생산량 추이, 원유 비중



자료: Bloomberg, 신한금융투자

북미 Rig Drilling 추이



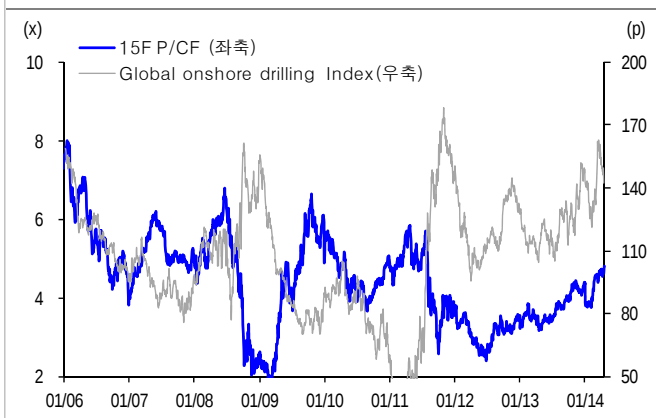
자료: Bloomberg, Baker Hughes, 신한금융투자

# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 화재

## 미국발 Shale 혁명, 해상에서 육상 시추로의 Shift

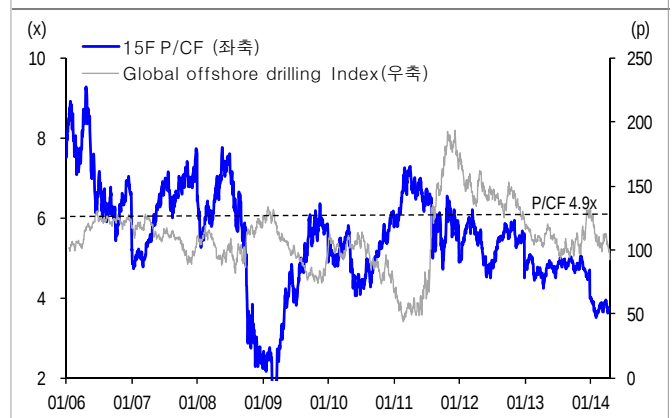
- 글로벌 시추업체 2015년 P/CF배율 : 육상업체 평균 4.9배, 해상업체 평균 3.7배로 해상 → 육상이동이 주가에 반영 중
- 미국 Drilling 산업에 대한 기대가 주가 상승 견인 → 2014년 해양시추설비(Drillship/Semi-Rig) 발주량 20기 하회 예상

글로벌 육상 시추업체 주가 Index와 2015년 P/CF 배율 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 해상 시추업체 주가 Index와 2015년 P/CF 배율 추이

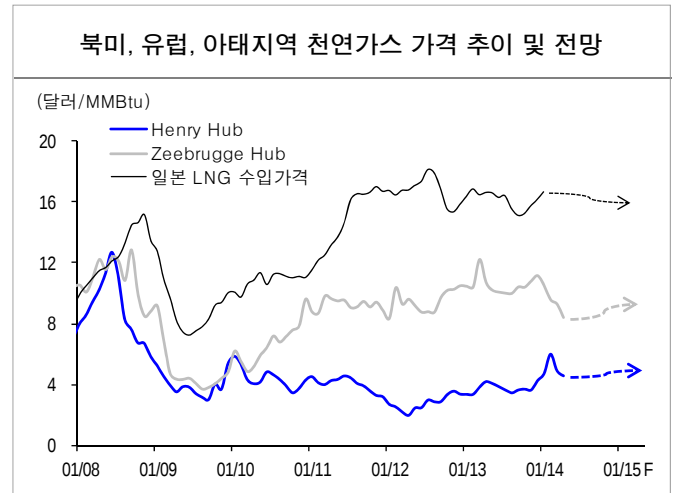
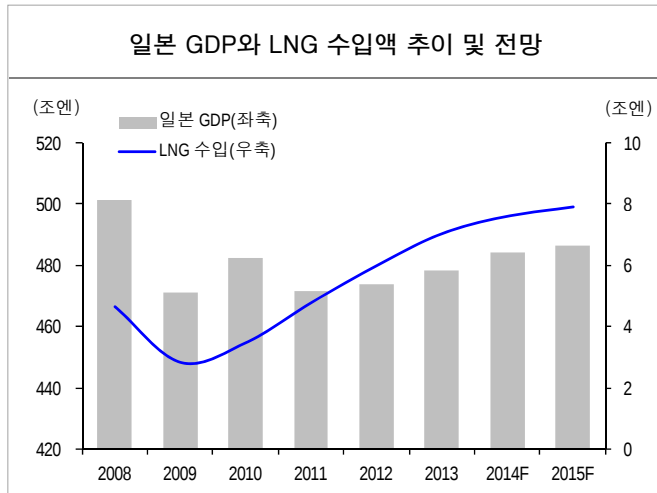


자료: Bloomberg, 신한금융투자

# 하반기: EU의 유동성 공급시, 최대 호재

## 미국 LNG 추가 수출 승인 → 2014년 LNG선 연간 55척 발주 예상

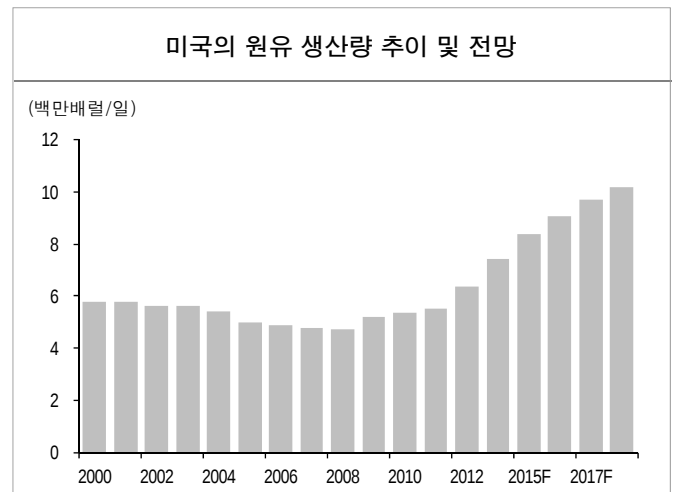
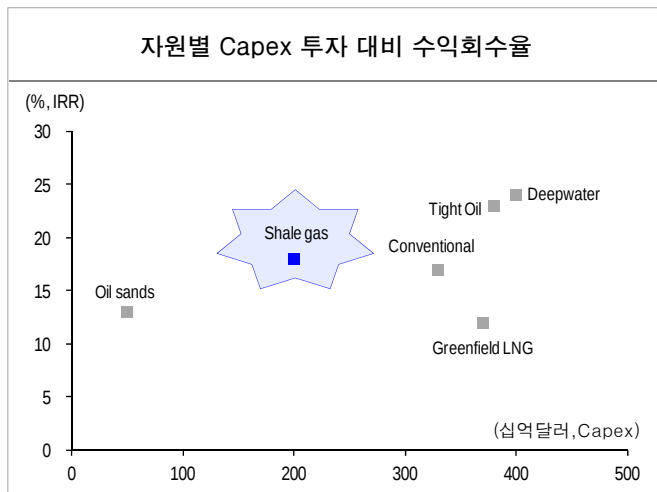
- ▶ 아태지역, 북미, 유럽지역의 LNG 가격 괴리 확대 → 개발 단가 낮은 북미지역 LNG 도입 가속화
- ▶ 2018년까지 3억톤의 교역량 확대로 순증분 6천만톤 예상 → 2014~2015년 90~100척의 LNG선 발주 이슈



# 중장기: 해양, O일 일변도에서 Gas로 이동

## 자원별 수익회수율 편차 확대, O일 일변도 탈피

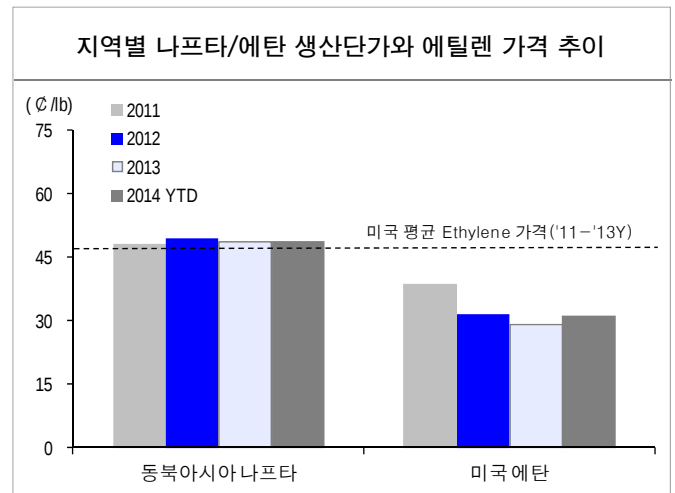
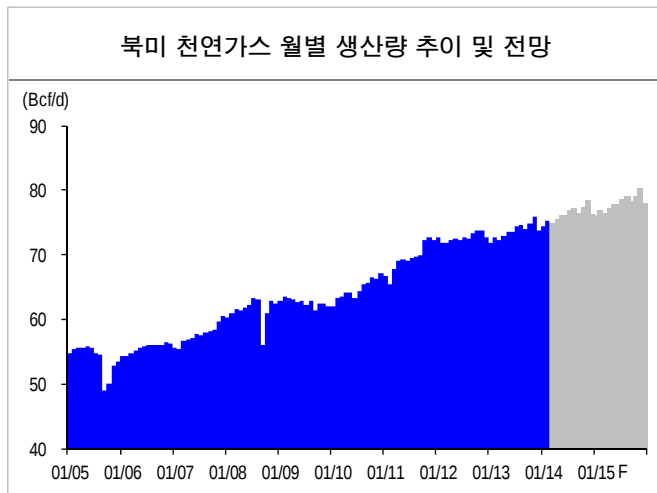
- ▶ 자원별 CAPEX 대비 수익회수율 측면 → 육상의 Shale Gas/Tight Oil의 효용성이 큼, 해양플랜트는 F-LNG만 기대
- ▶ LNG/LPG의 <수입-물류-유통-발전-기자재-플랜트> Supply Chain 포함 여부 → 기업별 성장 차별성으로 부각



# 중장기: 해양, Oil 일변도에서 Gas로 이동

## 미국의 Gas 개발로 화학제품 생산 확대

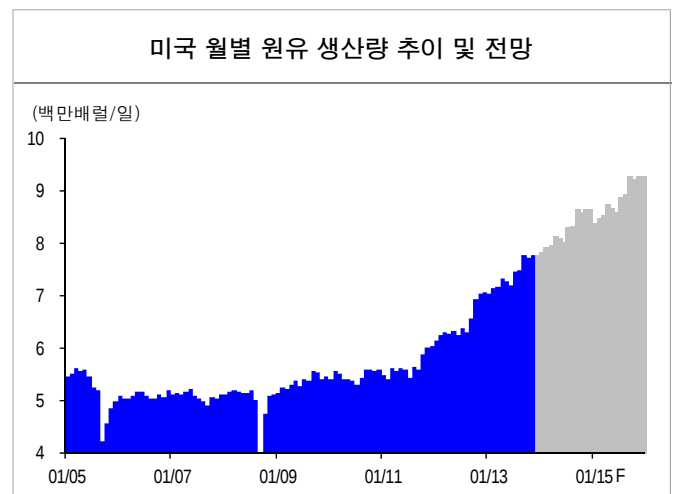
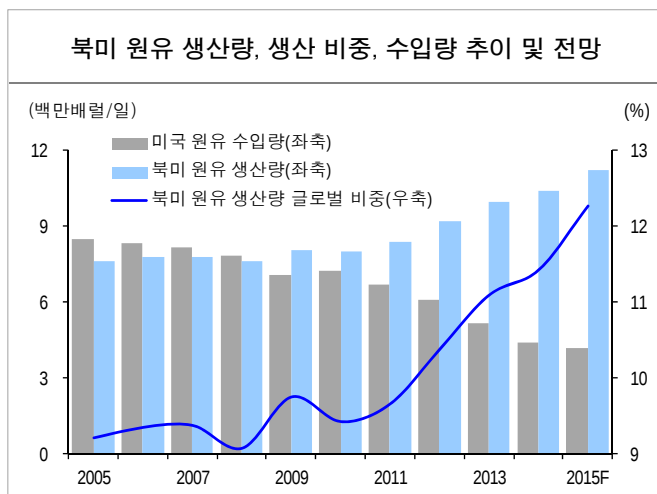
- 미국 에탄 생산단가 29 ¢/lb, 동북아시아 나프타 단가는 48.8 ¢로 68% 높아 미국발 화학제품 생산 확대 예상
- 미국 에탄가격 안정화 → 자원개발 투자-화학/제조업 투자-수출 증가-Chemical 수출로 확장, 미국발 선박 수요 개선



# 이슈: Shale Gas발 에너지 지형 재편

## 미국의 원유 수출 승인 여부

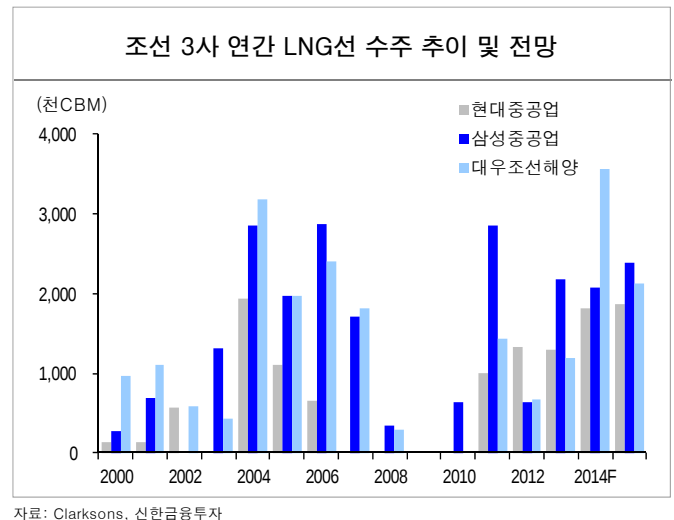
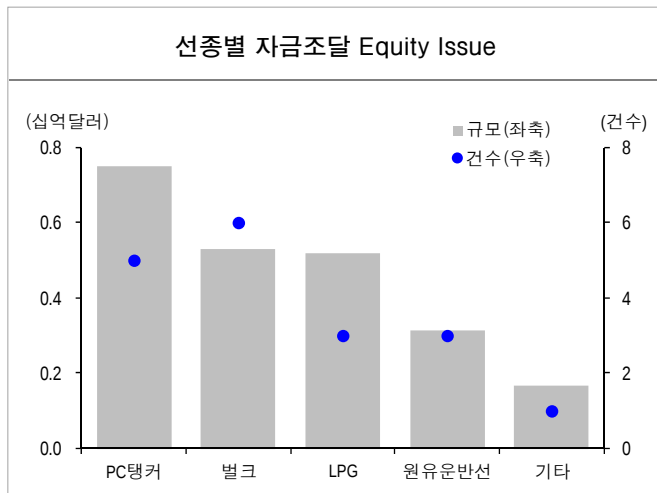
- 미국 정부의 원유 수출 승인시, 수에즈운하에서 파나마운하로 무게중심 이동 → 유가 하향 안정화
- 탱커/에너지 시장의 지각변동 예상 → 미 환경기준에 만족하는 친환경선박 기대



# 이슈: Shale Gas발 에너지 지형 재편

## Gas/Chemical로의 발주 중심 이동

- Shale Gas/Tight Oil 생산으로 LNG/LPG선, 미국 이외의 F-LNG 발주 증가 → Terminal/Bunkering 투자기대
- 미국 외 지역, 개발단가 하락을 위해 F-LNG 적용 불가피 → 하반기 GDF-Suez/Woodside/INPEX발 F-LNG 진행 중요



# 이슈: Shale Gas발 에너지 지형 재편

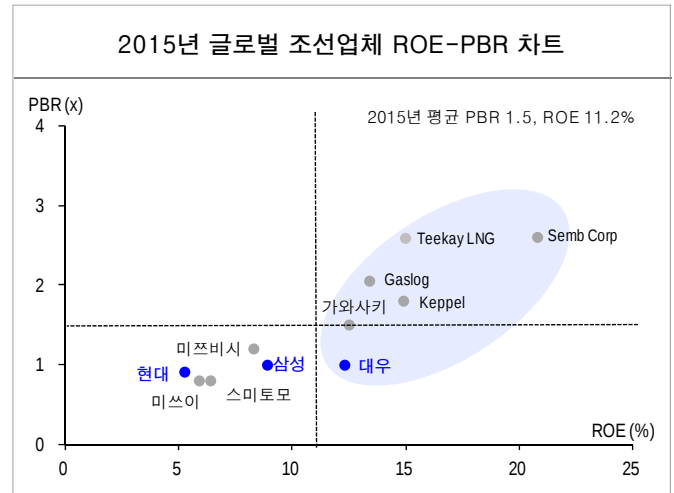
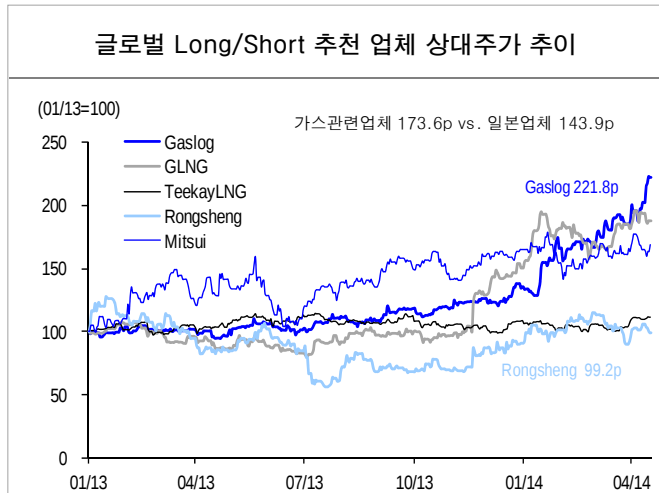
- Offshore 투자 위축 → 육상 Oil/Gas 투자 확대와 미국 Oil/Gas 수출 → 수요공급지도 변화
- 2013년 전세계 LNG 수입: 일본 38%, 한국 14%, 중국/인도/대만 22% → 중국/인도 급증 예상



# 투자전략: ① Long/Short

## ‘Oil → Gas’ 변화에 대응하는 업체 중심으로 투자

- Long: 대우조선해양/Gaslog/Teekay (북미 Shale 개발 수혜, 아시아 가스 수요 증가)
- Short: 룡성중공업/미쓰이 (Gas에 대한 성장 모멘텀 부재, 기술력/설비 경쟁력 부족)



# 투자전략: ① Long/Short

- Long: LNG 관련 업체 → 대우조선해양, Gaslog, Teekay LNG
- Short: 중국 룡성중공업/일본 미쓰이조선

| 회사명              |       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) |
|------------------|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|------------------|
| 대우조선해양           | 2013  | 15,305.3     | 440.9         | 269.0        | 24.9       | 1.4        | 18.7             |
|                  | 2014F | 16,480.0     | 677.4         | 496.0        | 11.5       | 1.1        | 12.3             |
| Gaslog           | 2013  | 328.4        | 159.4         | 87.4         | 55.3       | 2.7        | 24.6             |
|                  | 2014F | 430.0        | 220.3         | 128.0        | 23.4       | 2.3        | 15.0             |
| Teekay LNG Part. | 2013  | 427.1        | 194.5         | 183.8        | 13.9       | 2.4        | 11.2             |
|                  | 2014F | 442.9        | 200.4         | 188.4        | 17.3       | 2.5        | 16.6             |
| Golar LNG        | 2013  | 190.3        | 49.8          | 53.8         | 3.6        | 1.9        | 37.1             |
|                  | 2014F | 362.6        | 153.0         | 133.9        | 75.0       | 2.1        | 41.2             |
| Mitsui조선         | 2013  | 7,562.9      | 188.9         | 91.9         | 18.2       | 0.8        | 8.6              |
|                  | 2014F | 8,138.4      | 292.8         | 146.9        | 11.4       | 0.8        | 6.2              |
| Rongsheng중공업     | 2013  | 239.3        | (495.8)       | (1,546.6)    | N/A        | 1.4        | N/A              |
|                  | 2014F | 831.3        | (199.1)       | (262.8)      | N/A        | 1.4        | 395.3            |

## 투자전략: ② 커버리지 종목

1) LNG/LPG/F-LNG발 모멘텀은 대형 3사에 집중

2) 상반기 Big Bath에 따라 실적 차별화, 해양의 기대치 하향 필요

| 2014년  | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 매출<br>성장률 (%) | 영업이익<br>증가율 (%) | EPS<br>증가율 (%) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) |
|--------|------|-------------|---------------|-----------------|----------------|------------|------------|
| 대우조선해양 | 매수   | 46,000      | 7.7           | 53.6            | 84.4           | 11.5       | 1.1        |
| 삼성중공업  | 매수   | 35,000      | (1.4)         | (72.3)          | (74.2)         | 39.9       | 1.1        |
| 현대중공업  | 매수   | 250,000     | 6.4           | (43.7)          | 5.3            | 50.1       | 0.8        |
| 한진중공업  | 매수   | 15,000      | 9.9           | 흑자전환            | 흑자전환           | 29.3       | 0.5        |

2014년 4월 30일 종가 기준

## 대우조선해양 (042660) – 매수, 목표주가 46,000원

### 14년 실적 안정화를 통해 호재가 부각될 시점

- ▶ 매출인식 선종 고도화(상선 30%, Drillship/FPSO 42%)로 안정적 실적 → 영업이익률 4.0%(별도) 달성으로 ROE 개선

### Peer Group 내 No.1 수주 모멘텀

- ▶ 14년 예상 수주액 157억달러(+15.3%, YoY). Yamal / Excelerate LNG 수주를 통한 Gas 시장 선도기업 부각 전망

### 목표주가 46,000원, 투자의견 '매수'

- ▶ 목표주가는 15년 예상 기준 PBR 1.4배 수준. 14~15년 예상 ROE/PBR Band인 29,000~46,000원내 점진적 상승 예상

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증가율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순부채비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2012   | 14,057.8     | 486.3         | 265.1         | 221.9        | 1,159      | (67.7)     | 24,409     | 23.4       | 13.7             | 1.1        | 4.8        | 112.3        |
| 2013   | 15,305.3     | 440.9         | 326.9         | 269.0        | 1,406      | 21.2       | 25,749     | 24.9       | 18.7             | 1.4        | 5.6        | 137.4        |
| 2014F  | 16,480.0     | 677.4         | 586.8         | 496.0        | 2,592      | 84.4       | 28,115     | 11.5       | 12.1             | 1.1        | 9.6        | 115.2        |
| 2015F  | 17,457.3     | 887.6         | 828.5         | 700.3        | 3,659      | 41.2       | 31,498     | 8.2        | 9.2              | 0.9        | 12.3       | 89.7         |
| 2016F  | 18,322.5     | 1,004.4       | 959.3         | 810.9        | 4,237      | 15.8       | 35,389     | 7.1        | 7.8              | 0.8        | 12.7       | 71.3         |

## 기계

### Gas에 몸을 담아야 성장한다



Analyst

김현

☎ 02-3772-1533

✉ hyunkim@shinhan.com

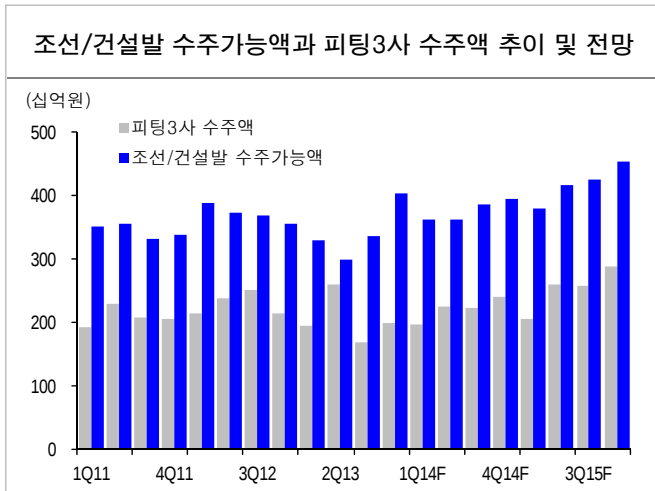
## Summary

- 하반기: Bottom out! → 13년 조선/건설 수주 회복에 따른 기자재 업체들의 수혜 전망
- 미국, 유럽, 중동의 설비 투자 확대 – 에너지/유틸업체들의 LNG 액화설비 투자
- Gas 시장 밸류 체인 → LNG/LPG 수혜주는 LNG Fuel, Pipe-Line, Fitting, 보냉재
- Top picks : 두산엔진, 성광벤드, 동성화인텍(N/R)

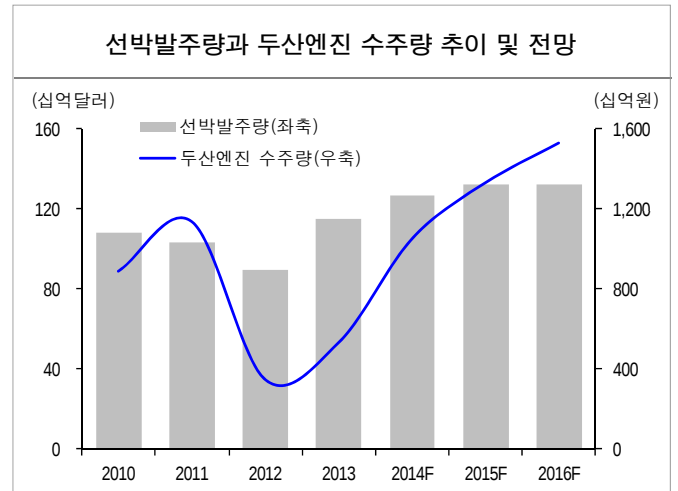
# 하반기/중장기: Bottom-out! Gas 관련 기자재

## 13년 하반기부터 조선/건설 발주 회복 → 기자재 업종의 수주 개선

- 상선 발주량 회복에 따른 선박엔진 수주 증가 → 두산엔진 14년 수주액 1.05조원(+98.2%, YoY) 예상
- LNG와 LPG의 Value Chain에 참여 여부가 성장 차별화로 연결 → LNG Fuel, Pipe-Line, Fitting, 보냉재 등



자료: Clarksons, IMF World Economic Outlook Apr 2014, 신한금융투자

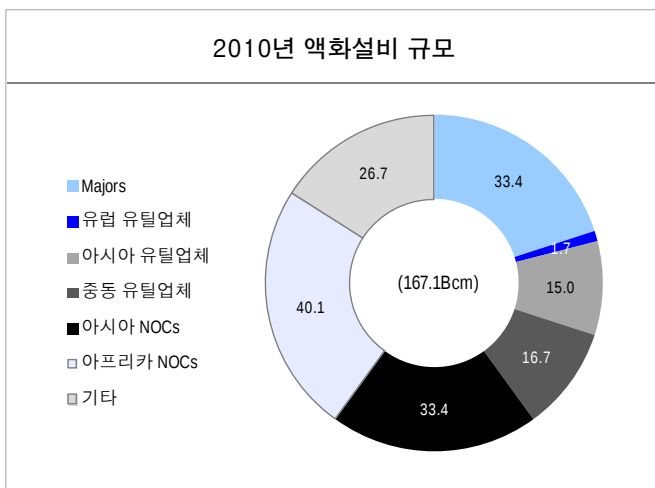


자료: Clarksons, IMF World Economic Outlook Apr 2014, 신한금융투자

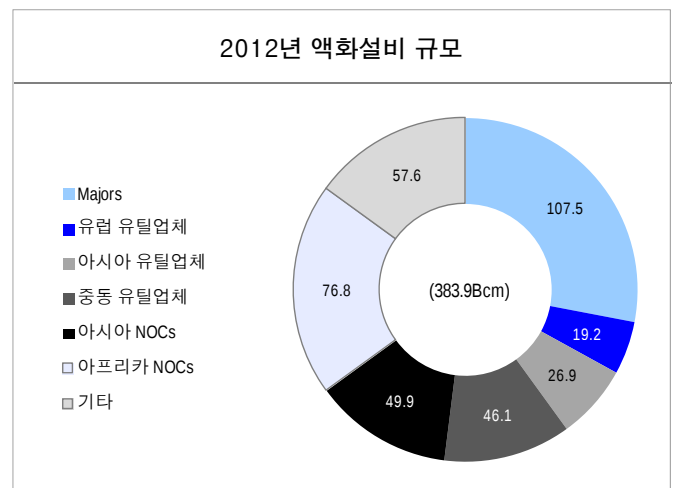
## 이슈: Shale Gas발 에너지 지형 재편

### 에너지/유틸업체들의 LNG 액화설비 투자

- 미국 Re-shoring 이슈, 미국의 저렴한 가스를 활용키 위한 Major와 유럽업체의 투자 확대 → Gas/화공플랜트 기자재
- LNG 액화/기화설비는 북미는 Onshore Plant, 기타 지역은 F-LNG/LNG-FSRU로 이원화 → LNG Fuel/발전 이슈



자료: Bloomberg, 신한금융투자  
주: Majors: BP, Shell, Chevron, Total, Eni, ExxonMobil



자료: Bloomberg, 신한금융투자  
주: Majors: BP, Shell, Chevron, Total, Eni, ExxonMobil

## 두산엔진(082740) – 매수, 목표주가 11,000원

### 조선업황 회복에 따른 가장 큰 수혜주

- 13년 상선 발주량 급증으로 14년 2분기부터 엔진수주 증가 전망. NOx 규제 및 LNG Fuel Engine 이슈의 수혜주

### 분기별 2,000억원대 수주 진입 예상

- 14년 수주금액 1.05조원(+98.2%, YoY) 달성 가능 전망. 수주는 14년, 실적은 15년 턴어라운드

### 목표주가 11,000원, 투자의견 ‘매수’

- 목표주가는 15년 예상 BPS 기준 Target PBR 0.9배 적용. 현 주가는 PSR 0.6배로 수주 증가에 따른 매출 증가가 트리거

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증가율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순부채비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2012   | 1,378.8      | 69.8          | 208.0         | 190.4        | 2,739      | (15.3)     | 10,759     | 3.1        | 6.6              | 0.8        | 28.8       | 6.1          |
| 2013   | 743.9        | 0.7           | (5.3)         | (5.2)        | (75)       | 적전         | 11,367     | (117.5)    | 26.9             | 0.8        | (0.7)      | 14.8         |
| 2014F  | 906.6        | (21.5)        | (17.1)        | (12.9)       | (186)      | 적지         | 11,181     | (47.4)     | 112.0            | 0.8        | (1.7)      | 12.3         |
| 2015F  | 1,432.0      | 13.0          | 46.5          | 35.2         | 506        | 흑전         | 11,687     | 16.8       | 16.4             | 0.8        | 4.4        | 5.0          |
| 2016F  | 1,720.5      | 53.3          | 103.6         | 92.9         | 1,337      | 164.2      | 13,025     | 6.5        | 6.0              | 0.7        | 10.8       | (16.3)       |

## 성광벤드(014620) – 매수, 목표주가 30,000원

### 여름에 찾아올 늦봄 – 2분기는 해양, 하반기는 건설발 물량 증가

- 13년 발주된 해양/건설 물량으로 하반기 수주는 전기대비 23.9% 증가한 1,900억원 전망

### 미국 제조업 투자와 Gas 투자의 수혜 기대

- Non-Carbon 수요가 많은 발전/Gas 부문의 건설수주 확대(+24.1%, YoY)로 전년대비 Mix 개선. 미국발 수출 물량 증가

### 목표주가 30,000원, 투자의견 ‘매수’

- 목표주가는 14년 예상 기준 PER 12.0배 적용. 하반기 수주 증가 시 3년 평균 PER 11~15배 밴드내 점진적 상승 예상

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증가율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순부채비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2012   | 347.6        | 72.3          | 69.0          | 52.8         | 1,847      | 158.2      | 12,228     | 13.3       | 9.4              | 2.0        | 16.2       | (0.1)        |
| 2013   | 382.1        | 88.9          | 88.5          | 67.7         | 2,368      | 28.2       | 14,398     | 11.3       | 8.2              | 1.9        | 17.8       | (2.7)        |
| 2014F  | 341.9        | 70.0          | 70.3          | 53.6         | 1,874      | (20.9)     | 16,121     | 12.9       | 9.1              | 1.5        | 12.3       | (4.4)        |
| 2015F  | 379.3        | 83.2          | 83.6          | 63.7         | 2,228      | 18.9       | 18,200     | 10.8       | 7.5              | 1.3        | 13.0       | (8.8)        |
| 2016F  | 419.6        | 97.9          | 98.9          | 74.0         | 2,588      | 16.1       | 20,587     | 9.3        | 6.1              | 1.2        | 13.3       | (12.8)       |