

조선

산업분석

공통분모는 하반기 실적개선

2014. 08. 18

Analyst
김홍균
02 369 3102
usckim10@dongbuhappy.com

Investment Points

대우조선해양 - 2Q14실적은 상대적으로 무난, 하반기 해양부터 의미있는 수익성 개선 주목:
동사의 2Q14실적은 매출액이 3조 9,586억원(-3.2%YoY, -2.6%QoQ)으로 소폭 감소하였지만 영업이익률은 2.6%로 컨센서스에 부합하는 수준이었다. 원/달러 환율하락과 일부 해양생산설비의 건조공정 지연 등의 요인으로 매출은 감소하였다. 그러나 전반적으로 안정화 기초를 보이며 동종사들 대비 상대적으로 무난한 실적을 기록하였다. 하반기 수익성개선은 해양에서부터 나타날 전망이다. 특히 빠르면 3Q14 중에 Heerema사의 Pieter Schelte가 인도되면서 체인저오더에 따른 실적 기여가 예상된다. 수주도 7월부터 의미 있게 늘어나고 있다. 비수기인 8월에도 유조선과 대형LPG선 등 수주소식이 들려오고 있다. 하반기는 실적과 수주 모두 개선세를 보일 것으로 판단된다. 그러나 주가는 여전히 바닥권에 머물르고 있는 실정이다. 따라서 지금부터 동사에 대한 비중확대 전략을 권고한다.

한진중공업 - 2Q14실적 악화는 일회성 요인들이 주범, 하반기는 실적개선을 확인: 동사의 2Q14실적은 매출액 6,404억원(-11.7%YoY, +6.0%QoQ)에 영업이익률 -8.6%로 컨센서스인 0.8%를 크게 벗어나며 부진하였다. 영도 조선소 조업도 부진에 따른 고정비 증가에 건설부문의 실행예산 원가율증가와 IFRS회계기준변경에 따른 재산세 및 종합부동산세 110억원 인식 등이 주요 요인이었다. 영업외부문에도 호남고속철도 담합 과징금 205억원이 반영되어 손실 폭을 키웠다. 2Q14실적 부진은 부정적인 요인이다. 그러나 하반기 실적개선이 확실한 점을 감안하면 주가 조정시 비중확대가 유효하다. 기존 수주로 영도 및 수빅 조선소의 조업도는 하반기말로 갈수록 늘어날 전망이다. 7~8월에 매각된 울도부지 3.9만평은 재고자산으로 잡혀있던 용지로 대략 최소 500억원 이상의 수익이 매출 및 영업이익에 인식 될 예정이다. 추가적인 부동산 매각도 하반기 중 기대된다. 더불어 수주측면에서도 하반기에는 소형 컨테이너선과 LPG선 그리고 군함 등 선종들로 수주 가능성이 높아지고 있다.

Action

하반기는 실적과 수주량 개선에 대한 조짐들이 좋다, 주가가 낮은 지금부터 비중확대 권고:
추정치를 크게 벗어난 2Q14 실적발표로 큰 혼선을 주었던 조선사들의 실적이 모두 드러났다. 삼성중공업과 대우조선해양을 제외한 나머지 상장 조선소 3사는 어닝쇼크를 기록하였다. 따라서 여전히 조선사 실적에 대한 불확실성이 우세한 상황이다. 그러나 자세히 들여다보면 하반기에는 조선사 전반적으로 실적 안정화기조와 함께 조선 Big 3위주로는 해양에서 체인저오더가 늘어날 전망이다. 극도로 부진하였던 수주량도 상반기를 바닥으로 7월부터 일부 대형 조선소는 의미 있게 늘어나는 모습을 보였다. 주가측면에서는 실적 쇼크와 수주 부진의 여파로 상장 조선사 주가는 대부분 바닥권을 벗어나지 못한 실정이다. 조만간 보다 구체적인 자료를 통해 소개하겠지만, 지금부터는 눈높이를 낮추고 상장 조선사 전반적으로

BUY

목표주가: 40,000원(유지)
현재주가: 25,250원(08/14)

대우조선해양(042660)

두드러진 수익성 개선 해양부테!

2Q14 영업이익률 2.6%로 동종사 대비 상대적으로 무난한 실적 공시

동사는 2Q14실적으로 매출액 3조 9,586억원(-3.2%YoY, -2.6%QoQ)에 영업이익 1,027억원(-19.0%YoY, +27.4%QoQ)을 공시하였다. 영업이익은 동부 추정치(1,298억원) 및 컨센서스(1,047억원)를 소폭 하회하였다. 원/달러 환율하락과 일부 해양생산설비의 건조공정 지연 등의 요인으로 매출이 감소함에 따라 영업이익이 줄었으나 영업이익률 2.6%는 컨센서스에 부합하는 수준이다. 동종사들 대비 상대적으로 무난한 실적을 기록하였다. 영업외부문은 환율하락에 따른 환변동손실이 높게 나타나 시장기대치를 크게 하회하였으나 최근 환율움직임은 안정화 기초를 보이고 있다. 2Q14실적을 추정치에 반영하였으나 그 폭은 미미한 수준이다.

하반기는 실적과 주주 모두 개선세 뚜렷할 전망, 지금부터 비중확대

우려감이 존재하였던 해양생산설비들의 건조가 안정화단계로 접어들어, 하반기 수익성개선은 해양에서부터 나타날 전망이다. 특히 빠르면 3Q14 중에 Heerema사의 Pieter Schelte가 인도되면서 체인지오더에 따른 실적 기여가 예상된다. 수주도 7월부터 의미 있게 늘어나고 있다. 비수기인 8월에도 유조선과 대형LPG선 등 수주소식이 들려오고 있다. 하반기는 실적과 주주 모두 개선세를 보일 것으로 판단된다. 그러나 주가는 여전히 바닥권에 머무르고 있는 실정이다. 따라서 지금부터 동사에 대한 비중확대 전략을 권고한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	14,058	15,305	16,158	16,726	16,884
(증가율)	1.1	8.9	5.6	3.5	0.9
영업이익	486	441	453	856	958
(증가율)	-56.0	-9.3	2.7	89.0	11.9
지배주주순이익	222	269	351	774	940
EPS	1,159	1,406	1,834	4,042	4,910
PER (H/L)	31.6/18.2	27.6/16.4	13.8	6.2	5.1
PBR (H/L)	1.5/0.9	1.5/0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (H/L)	16.0/12.2	19.6/15.6	16.0	9.6	8.1
영업이익률	3.5	2.9	2.8	5.1	5.7
ROE	4.8	5.6	6.9	13.9	14.7

Stock Data

52주 최저/최고	23,950/38,400원
KOSDAQ /KOSPI	558/2,063pt
시가총액	48,326억원
60일-평균거래량	1,417,381
외국인지분율	18.1%
60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p
주요주주	한국산업은행 외 1인 31.5%

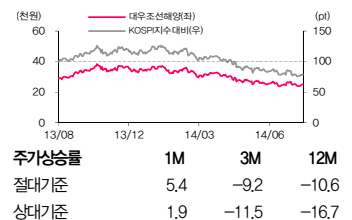


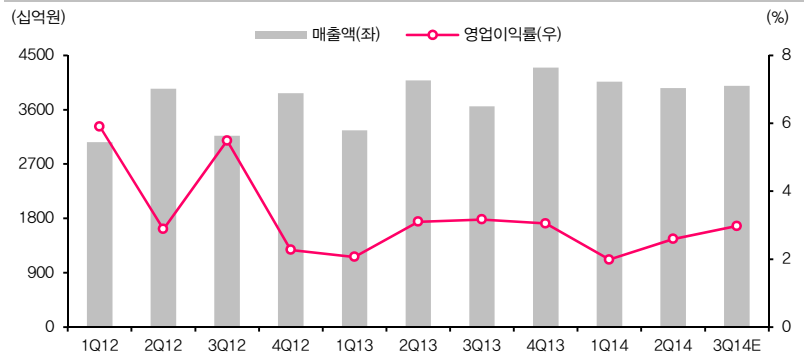
도표 1. 대우조선해양 2Q14실적 Review

(단위: 십억원 %, %pt)

	2Q14	2Q13	%YoY	1Q14	%QoQ	동부 추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	3,959	4,088	-3.2	4,065	-2.6	4,134	-4.2	4,098	-3.4
영업이익	103	127	-19.0	81	27.4	130	-21.0	105	-2.0
세전이익	23	77	-70.4	97	-76.5	152	-85.0	94	-75.8
당기순이익	8	53	-85.5	63	-88.0	116	-93.4	66	-88.4
영업이익률	2.6	3.1	-0.5	2.0	0.6	3.1	-0.6	2.6	0.0
세전이익률	0.6	1.9	-1.3	2.4	-1.8	3.7	-3.1	2.3	-1.7
당기순이익률	0.2	1.3	-1.1	1.6	-1.4	2.8	-2.6	1.6	-1.4

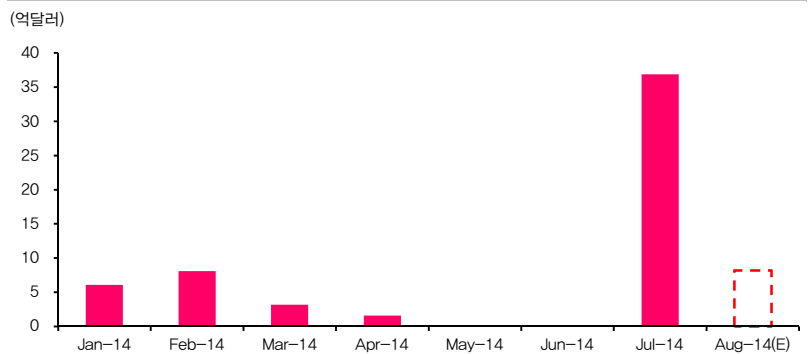
자료: Dataguide, 동부 리서치

도표 2. 대우조선해양 분기별 매출액 및 영업이익률



자료: 대우조선해양, 동부 리서치

도표 3. 대우조선해양 월별 신규수주(8월은 외신 등에 소개된 것만 표기)



자료: 대우조선해양, 동부 리서치

BUY

목표주가: 10,500원(유지)

현재주가: 6,800원(08/14)

한진중공업(097230)

2Q14이후 당분간 실적우려 끝!

2Q14 영업이익률 -8.6%로 크게
부진했으나 일부는 알려진 내용

동사는 2Q14실적으로 매출액 6,404억원(-11.7%YoY, +6.0%QoQ)에 영업이익 -551억원 (OPM -8.6%)을 공시하였다. 영업이익은 동부 추정치(+147억원)와 컨센서스(+56억원)을 모두 크게 벗어났다. 영도 조선소 조업도 부진에 따른 고정비 증가에 건설부문의 실행예산 원가 올증가와 IFRS회계기준변경에 따른 재산세 및 종합부동산세 110억원 인식 등이 주요 요인이었다. 영업외부문에도 호남고속철도 담합 과징금 205억원이 반영되어 손실 폭을 키웠다. 조업도 부진과 과징금 부과 등은 이미 어느 정도 인지된 내용이었다. 2Q14 실적을 추정치에 반영하였으나 하반기 확실시되는 개선요인들로 연간 실적의 변화는 미미하다.

하반기 확실시되는 실적 개선과
추가 매각 그리고 수주량 증대를
지켜보며 비중확대 전략을 권고

2Q14실적 부진은 부정적인 요인이나 하반기 실적개선이 확실한 점을 감안하면 주가 조정 시 비중확대전략이 유효하다. 기존 수주로 영도 및 수빅 조선소의 조업도는 하반기말로 갈수록 늘어날 전망이다. 7~8월에 매각된 울도부지 3.9만평은 재고자산으로 잡혀있던 용지 중 일부였다. 금번 매각으로 대략 최소 500억원 이상의 수익이 매출 및 영업이익에 인식될 예정이고, 추가적인 부동산 매각도 하반기 중 기대된다. 더불어 수주측면에서도 하반기에는 소형 컨테이너선과 LNG선 그리고 군함 등 선종들로 수주 가능성이 높아지고 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,549	2,529	2,901	3,108	3,392
(증가율)	-11.8	-0.8	14.7	7.1	9.1
영업이익	53	-70	33	61	140
(증가율)	-50.9	적전	흑전	84.8	129.5
지배주주순이익	-53	-189	-23	10	60
EPS	-900	-2,618	-267	114	700
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA	59.7	9.7
PBR (H/L)	0.7/0.3	0.6/0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	25.3/21.6	115.6/99.0	22.4	18.5	12.0
영업이익률	2.1	-2.8	1.1	2.0	4.1
ROE	-3.0	-11.3	-1.3	0.5	3.3

Stock Data

52주 최저/최고	6,800/12,991원
KOSDAQ /KOSPI	558/2,063pt
시가총액	6,956억원
60일-평균거래량	759,436
외국인지분율	6.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	한진중공업홀딩스 외 7인 32.8%

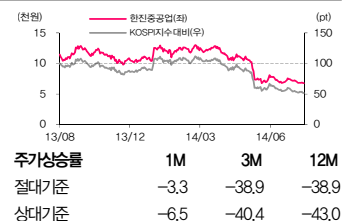


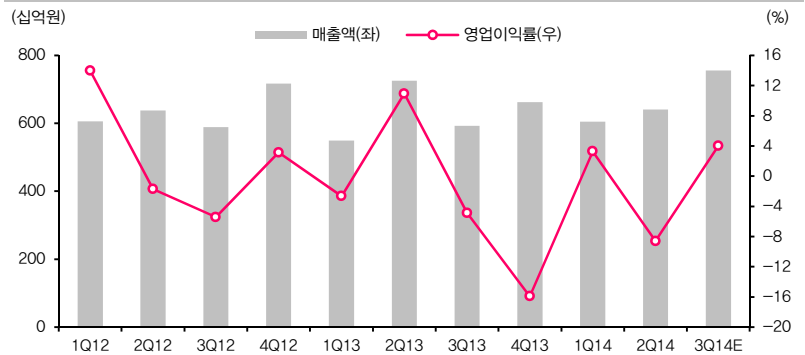
도표 4. 한진중공업 2Q14실적 Review

(단위: 십억원 %, %pt)

	2Q14	2Q13	%YoY	1Q14	%QoQ	동부 추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	640	725	-11.7	604	6.0	711	-9.9	680	-5.9
영업이익	-55	79	적전	20	적전	15	적전	6	적전
세전이익	-110	2	적전	-25	적확	-18	적지	-31	적지
당기순이익	-89	9	적전	-25	적확	-15	적지	-25	적지
영업이익률	-8.6	10.9	-19.5	3.3	-11.9	2.1	-10.7	0.8	-9.4
세전이익률	-17.1	0.3	-17.4	-4.1	-13.0	-2.5	-14.6	-4.6	-12.6
당기순이익률	-13.9	1.3	-15.2	-4.1	-9.7	-2.1	-11.8	-3.6	-10.3

자료: Dataloguide, 동부 리서치

도표 5. 한진중공업 분기별 매출액 및 영업이익률



자료: 한진중공업, 동부 리서치

도표 6. 한진중공업 보유 주요 부동산 현황

(단위: 십억원)

구 분	영도조선소	다대포공장	인천북항(울도)	동서울터미널
m ²	254,443	178,074	2,012,345	40,169
평	7.7만	5.4만	61만	1.2만
장부가 (재평가)	260	124	938	281
공시지가 (2013)	232	121	1,396	209
비고	매각 고려사항 아님	매각 고려사항 아님	매각 진행 중	매각 진행 중
매각평가금액(예상)			1,963	

자료: 한진중공업, 동부 리서치

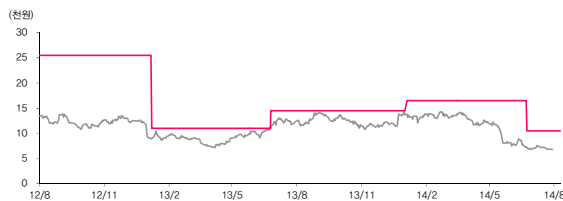
대우조선해양 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/10/27	BUY	45,000			
14/01/27	BUY	53,000			
14/07/09	BUY	40,000			

한진중공업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/10/27	BUY	25,500			
13/01/23	BUY	11,000			
13/07/11	BUY	14,500			
14/01/20	BUY	16,500			
14/07/09	BUY	10,500			

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만



동부증권 리서치센터

팀 명	담당	애널리스트	직 위	(02) 369-	@dongbuhappy.com
리서치센터	리서치센터장	용대인	상무	3448	yong3490
주식전략팀	이코노미스트	장화탁	팀장	3370	mousetak
	해외주식/원자재	유경하	수석연구원	3353	last88
	주식/시황	송동현	수석연구원	3479	dhsong
	중국분석	가오징	선임연구원	3721	jing10
	퀀트	남기운	선임연구원	3432	486ngy
	RA	권아민	연구원	3490	ahminkwon
	RA	김현성	연구원	3138	brian.khs
	DTP	윤나라	사원	3360	dbsskf2
채권전략팀	신용분석	박정호	팀장	3337	cheongho
	신용분석	유승우	연구위원	3426	seyoo
	채권전략	문홍철	연구위원	3436	m304050
	FX/해외채권	박유나	선임연구원	3377	yuna.park
	자금흐름	노상원	선임연구원	3737	swnoh
	신용분석	이훈호	선임연구원	3273	hlee
	RA	김재승	연구원	3236	
	DTP	노연정	대리	3731	ryj104
기업분석 1팀	은행/보험	이병건	팀장	3381	pyrrhon72
	음식료/유통	차재현	수석연구위원	3378	imcjh
	바이오/제약	정보라	연구위원	3314	bora
	철강/스몰캡	이채호	선임연구원	3388	c.rhee
	엔터테인먼트/스몰캡	권윤구	선임연구원	3457	ygkwon84
	화장품/의류	박현진	선임연구원	3477	hjpark
	스몰캡	박상하	선임연구원	3389	shpark
	RA	채수광	연구원	3374	soogwang
기업분석 2팀	전기전자/가전	권성률	팀장	3724	srkwon
	조선/기계	김홍균	수석연구위원	3102	usckim10
	유틸리티/정유/화학	유덕상	수석연구원	3458	ds.yoo
	자동차	김평차	수석연구원	3053	pmkim
	반도체	유익형	선임연구원	3713	e.yoo
	RA	구성진	연구원	3321	achilles



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울시 서초구 서초동 1329-6 (삼원빌딩 3층)
구로디지털	02) 3281-1600	서울시 구로구 구로동 212-1 (에이스트원타워 1차 3층)
도곡금융센터	02) 568-3700	서울시 강남구 도곡동 467-14 (삼성SE타워 5층)
동부금융센터	02) 3011-5000	서울시 강남구 대치동 891-10 (동부금융센터빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울시 강남구 삼성동 78-1 (동흥빌딩 2층)
목동	02) 2636-6000	서울시 양천구 목동 917-1 (CBS기독교방송국 1층)
방배	02) 599-9922	서울시 서초구 방배동 811-6 (방배법안빌딩 2층)
서초	02) 597-9100	서울시 서초구 서초동 1573-10 (로이아즈 타워 3층)
압구정로얄	02) 3445-8800	서울시 강남구 신사동 575 (극동 스포츠센터 A동 9층)
웅산	02) 798-6060	서울시 용산구 용산동5가 24-1 (파크타워 102동 1층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울시 중구 다동 103 (동부빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울시 송파구 신천동 7-20 (루터회관 1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	성남시 분당구 구미동 185-4 (보명프라자 4층)
수원	031) 222-6565	수원시 팔달구 인계동 1125-2 (백산코아 2층)
인천	032) 518-3434	인천시 부평구 삼산동 464-1 (메디칼빌딩 2층)
평촌	031) 382-6200	안양시 동안구 호계동 1041 (흥국생명빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	남양주시 진접읍 장현리 347-23 3층
화성향남	031) 366-0900	화성시 향남읍 평리 81-70번지 (하나은행 3층)

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전시 서구 도마2동 172-15 (도마 라이프클리닉센터 3층)
둔산	042) 489-9500	대전시 서구 둔산동 1456 (메디빌딩 1~2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (메이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 가경동 1416 (고속터미널 2층)
세종	041) 868-2300	연기군 조치원읍 원리 4-12 (피어리타워 2층)

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산시 중구 남포동 6가 63번지 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 521-0600	부산시 동래구 안락1동 423-9 (대종빌딩 1층)
센텀	051) 741-7200	부산시 해운대구 우2동 1498 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	양산시 중부동 687-1 (BYC마트 204호)
창원	055) 600-5500	창원시 두대동 The City 7 (트레이드센터 3층)
대구	053) 476-4000	대구시 남구 봉곡동 1300-1 (외환은행빌딩 2층)
벌어	053) 745-4900	대구시 수성구 수성동3가 12-1 (수협빌딩 2층)
포항	054) 275-3100	포항시 북구 죽2동 67-4 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주	062) 225-6900	광주시 남구 봉선동 111-4 (비아로마심환빌딩 4층)
첨단	062) 975-1000	광주시 광산구 월계동 867-1 (센트럴빌딩 1층)
전주	063) 229-2211	전주시 완산구 효자동1가 173-8 (효자메디칼센터 2층)

강원지역

강릉	033) 641-7800	강릉시 교동 137-9 (구 고속버스터미널 건너편)
원주	033) 765-9400	원주시 단구동 1512-1 (리더스타워 3층)