

조선

2017년 분석: 원가구조와 손익분기점



조선/지주/운송 Analyst 양형모

02. 3779-8843 yhm@ebestsec.co.kr

2017년 분석: 원가구조와 손익분기점

손익분기점은 손해와 이익이 전환되는 지점을 뜻한다. 손익분기점 이전은 이익 대비 비용이 커져 손해가 발생한다. 비용은 고정비와 변동비로 구분된다. 고정비란 생산량의 변화와 관계없이 일정하게 지출되는 비용이다. 변동비란 생산량의 변화 여부에 따라 변화하는 비용이다. 국내 조선소는 고정비를 줄여 손익분기점을 낮추고 있다. 수주 부족으로 내년 매출 감소, 이로 인한 손실이 우려되는 상황이다. 투자자의 이해를 돕기 위해 (1) 조선소 비용 구조와 손익분기점을 추정했다. 그리고 (2) 현재 선가로 수주할 경우의 선종별 마진도 추정했다.

조선업은 종합조립산업이며, 거대장치산업으로 고정비 비중이 높은 편이다. 선박의 건조에 투입되는 기자재의 수는 선종 및 선형에 따라 차이가 있지만 그 종류는 400여종을 상회하며, 선박원가의 55~60%를 차지한다. 변동비에 포함되는 기자재 원가 비중은 후판 10~12%, 엔진 4~5%, 기기장치 18~22%, 파이프 3~4%, 기타장비가 16~18%를 차지한다. 이 외 비용은 인건비 19~21%, 기타비용 15~17%, SG&A 3~5%를 포함한다.

현대중공업 분석_ 2017년 손익분기점은 넘어서는 매출액 기록할 전망

현대중공업의 손익분기점 매출액은 변동비가 시점마다 상이하여 추정이 어려우나 2016년 3분기 기준 32조원 내외로 예상된다. 분기 매출액 7.7조원에서 8.1조원이 손익분기점 매출액이다. 2017년 예상 매출액은 36조원으로 감소할 전망이나 손익분기점을 넘어서는 수준이다. 고정비 비중은 매출액 감소로 38%까지 상승했으나 프로젝트 관리와 P-Mix 개선으로 변동비 비중이 기존 70% 초반에서 50% 후반까지 낮춰진 것으로 추정한다.

현대미포조선 분석_ 2017년 손익분기점 소폭 넘어서는 매출액 기록할 전망

현대미포조선의 손익분기점 매출액은 변동비가 시점마다 상이하여 추정이 어려우나 2016년 3분기 기준 3.2조원 내외로 예상된다. 분기 매출액 0.8조원 내외가 손익분기점 매출액이다. 2017년 예상 매출액은 3.4조원으로 감소할 전망이나 손익분기점은 소폭 넘어서는 수준이다. 고정비 비중은 매출액 감소로 26%까지 상승했으나 P-Mix 개선으로 변동비 비중이 기존 70% 후반에서 70% 초반까지 낮춰진 것으로 추정한다.

Overweight

원가구조 분석

조선소 원가구조 분석과 상선 마진 추정

조선업은 종합조립산업이며, 거대장치산업으로 고정비 비중이 높은 편이다. 선박의 건조에 투입되는 기자재의 수는 선종 및 선형에 따라 차이가 있지만 그 종류는 400여종을 상회하며, 선박원가의 55~60%를 차지한다. 변동비에 포함되는 기자재 원가 비중은 후판 10~12%, 엔진 4~5%, 기기장치 18~22%, 파이프 3~4%, 기타장비가 16~18%를 차지한다. 이 외 비용은 인건비 19~21%, 기타비용 15~17%, SG&A 3~5%를 포함한다. 국내 조선소의 선종별 마진 추정은 다음과 같다.

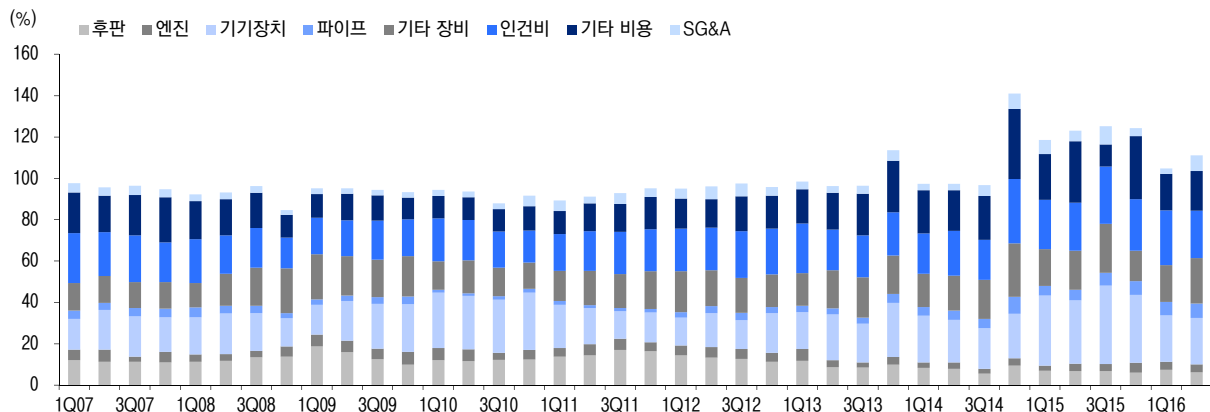
첫째, 주엔진과 주요 기자재는 계약 후 1~2개월 이내에 발주하면서 선가와 연동된다고 가정하였다. 따라서 엔진, 기기/장비, 배관재, 선실재, 전장재, 철의장, 기타장비는 평균적으로 사용되는 원가 비중을 사용하였다. 둘째, 후판과 형강재는 현시점의 평균 가격으로 고정되어 있다고 가정하였다.

벌크선(Capesize)의 현재 선가는 4,600만달러다. 현재 선가로 수주 시 OPM은 -3.9%를 기록할 전망이다. 2008년 선가는 8,800만달러였으며 OPM은 16.5%로 추정한다.

VLCC의 현재 선가는 8,800만달러다. 현재 선가로 수주 시 OPM은 -0.8%를 기록할 전망이다. 2008년 선가는 1.5억달러였으며, OPM은 12.6% 수준으로 추정한다.

13,000TEU급 컨테이너선의 현재 선가는 1.1억달러다. 만약 현재의 선가로 수주 시 OPM은 1.7%를 기록할 전망이다. 2008년 선가는 1.7억달러였으며 OPM은 15.2% 수준으로 추정한다. LNG선은 국내 조선3사가 독식하고 있다. OPM은 조선소 별로 상이하나 평균적으로 4~6%로 추정한다.

그림1 국내 대형 조선소 원가구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2010년 선종별 원가 비중 분석(%)

선가(\$M)	선종	강재	엔진	기기/장비	배관재	선실재	전장재	철의장	기타	인건비	기타+경비	원가 비중	OPM
57	벌크선(Capesize)	32.9	9.0	14.8	2.3	0.8	0.7	3.2	5.9	22.8	5.7	98.1	1.9
105	VLCC	30.2	9.5	16.3	3.8	0.7	0.7	4.4	4.1	23.2	4.6	97.5	2.5
132	컨테이너선 시리즈(13,000TEU)	25.3	11.8	16.9	2.1	0.9	1.7	3.1	6.0	23.9	5.7	97.4	2.6
200	LNG선(16만CBM)	11.2	6.2	24.3	5.4	0.8	1.5	2.4	9.5	22.9	11.0	95.2	4.8

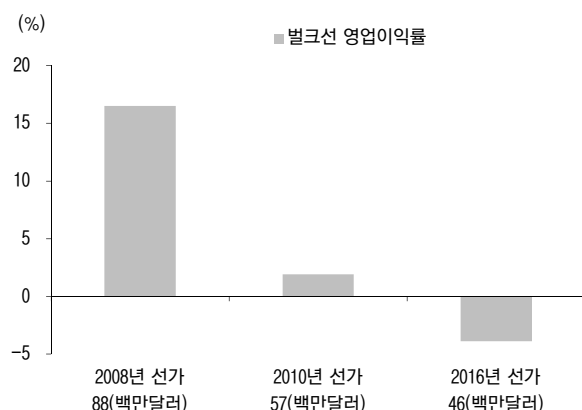
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2016년 선종별 원가 분석(백만달러, %)

선가(\$M)	선종	강재	엔진	기기/장비	배관재	선실재	전장재	철의장	기타	인건비	기타+경비	원가	OPM
46	벌크선(Capesize)	13.3	4.1	6.8	1.3	0.5	0.4	1.8	3.4	13.0	3.2	47.8	-3.9
88	VLCC	22.4	8.4	14.3	4.0	0.7	0.7	4.6	4.3	24.4	4.8	88.7	-0.8
109	컨테이너선 시리즈(13,000TEU)	18.6	12.9	18.4	2.8	1.2	2.2	4.1	7.9	31.5	7.5	105.5	1.7
190	LNG선(16만CBM)	16.0	11.8	46.2	10.8	1.6	3.0	4.8	19.0	45.8	22.0	180.9	4.8

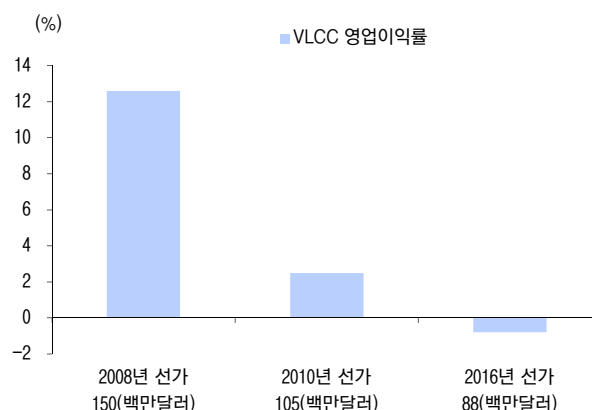
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 벌크선(Capesize) 선가 마진



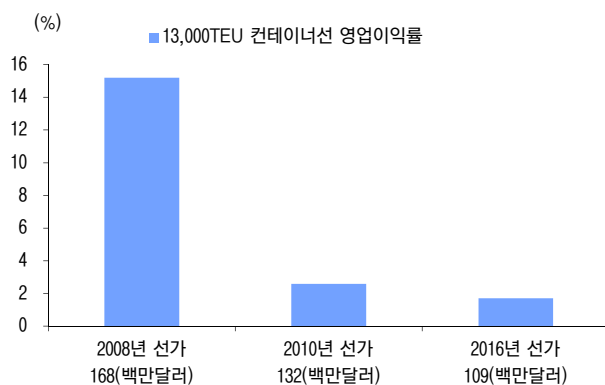
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 탱커(VLCC) 선가 마진



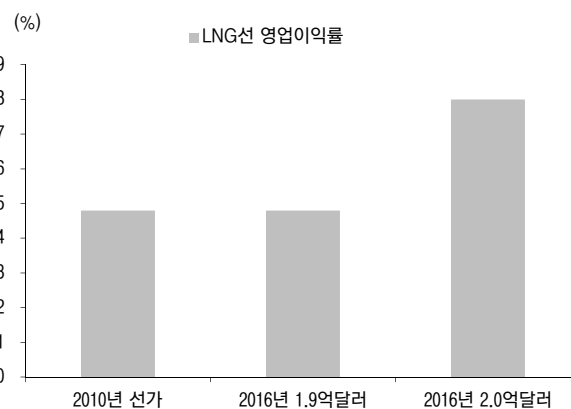
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 13,000TEU 컨테이너선 선가 마진



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 16만 CBM LNG선 선가 마진



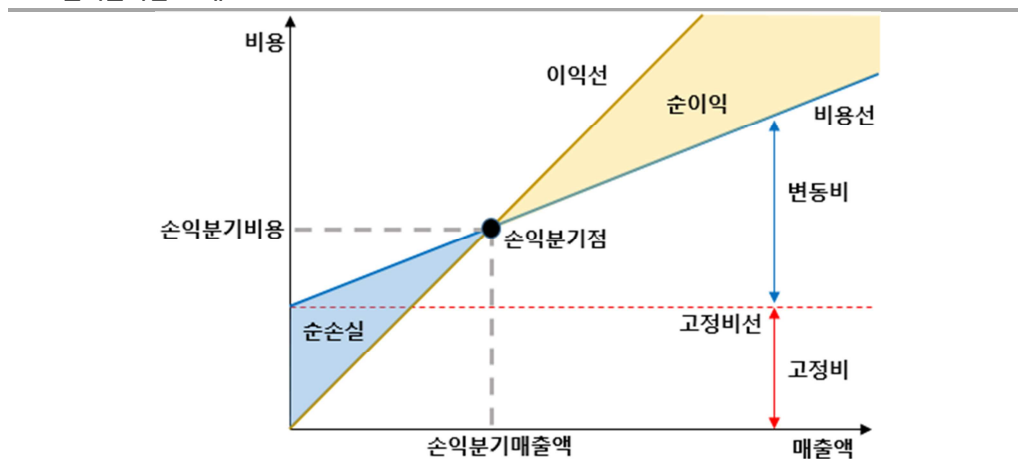
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대중공업 그룹 분석

고정비와 변동비, 그리고 손익분기점

손익분기점은 손해와 이익이 전환되는 지점을 뜻한다. 손익분기점 이전은 이익 대비 비용이 커져 손해가 발생한다. 비용은 고정비와 변동비로 구분된다. 고정비란 생산량의 변화와 관계없이 일정하게 지출되는 비용이다. 변동비란 생산량의 변화 여부에 따라 변화하는 비용이다. 국내 조선소는 고정비를 줄여 손익분기점을 낮추고 있다. 수주 부족으로 내년 매출 감소, 이로 인한 손실이 우려되는 상황이다. 투자자의 이해를 돕기 위해 비용 구조와 손익분기점을 추정했다. 손익분기점 매출 산식은 $\text{고정비} / (1 - \text{변동비율})$ 이다.

그림6 손익분기점 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 조선사 인건비(고정비) 감축 목표

내용		현대중공업	현대미포	삼성중공업	대우조선
2015년	직원수	27,409	3,593	13,974	13,199
	인건비	2,145	281	987	989
	발표한 자구안에 직원수(연말)	25,209	3,443	12,474	13,199
2016년 자구안	2Q 감축 인력	2,200	150	1,500	0
향후 감축 목표	인건비 감축 목표(연간)	700	60	300	250
2017년	인건비 목표	1,445	201	687	739

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 현대중공업 그룹 수주잔량

		인도기준 수주잔량	매출기준 수주잔량	추정 인도기준 대비 매출 기준
현대중공업	조선	11,834	7,515	64%
	해양	12,186	3,778	31%
	플랜트	10,872	3,696	34%
현대미포조선	조선	4,441	3,039	68%
현대삼호중공업	조선	5,964	3,269	55%

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

현대중공업 분석

현대중공업의 손익분기점 매출액은 변동비가 시점마다 상이하여 추정이 어려우나 2016년 3분기 기준 32조원 내외로 예상한다. 분기 매출액 7.7조원에서 8.1조원이 손익분기점 매출액이다. 2017년 예상 매출액은 36조원으로 감소할 전망이나 손익분기점을 넘어서는 수준이다. 고정비 비중은 매출액 감소로 38%까지 상승했으나 프로젝트 관리와 P-Mix 개선으로 변동비 비중이 기존 70% 초반에서 50% 후반까지 낮춰진 것으로 추정한다. 그러나 2017년 수주가 없다면 2018년 조선 매출액은 yoy 64% 감소할 것이다. 그렇게 되면 2016년 대비 10조원이 감소해 손익분기점을 넘지 못할 전망이다.

표5 현대중공업 비용 분석

(십억원, %)	2012	2013	2014	2015	1H16
매출액	54,973.7	54,188.1	52,582.4	46,231.7	20,135.5
재고자산의 변동	226.6	-29.8	257.8	1,265.9	475.9
재고자산 매입액	38,420.6	36,902.0	39,066.6	29,578.9	10,002.6
감가상각비	910.9	891.9	923.5	961.6	389.5
무형자산상각비	84.4	89.3	94.6	106.7	54.2
인건비	3,238.5	3,382.3	3,610.3	3,789.0	1,931.3
직원 수	정규직 25,111 계약직 1,144	정규직 26,013 계약직 1,233	정규직 26,710 계약직 1,581	정규직 24,295 계약직 941	정규직 24,416 계약직 1,883
(중공업 급여)	1,981.1	1,970.5	2,129.6	2,145.2	858.7
(다른 인건비)	1,257.4	1,411.8	1,480.7	1,643.8	1,072.6
기타	10,087.2	12,150.4	11,879.1	12,069.9	6,399.6
매출원가+판관비	52,968.2	53,386.1	55,831.9	47,771.8	19,253.1
영업이익	2,005.5	802.0	-3,249.5	-1,540.1	882.4
OPM	3.6	1.5	-6.2	-3.3	4.4

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 현대중공업 손익분기점 추정

(십억원, %)	2012	2013	2014	2015	1H16	3Q16
매출액	54,973.7	54,188.1	52,582.4	46,231.7	20,135.5	8,839.1
고정비 비중	22.4	26.0	26.9	31.4	33.6	38.3
변동비 비중	74.0	72.5	79.3	71.9	62.0	56.4
손익분기점 매출액	47,268.7	51,268.7	68,283.6	51,720.3	17,815.1	7,765.2
고정비	12,303.6	14,083.8	14,131.6	14,513.1	6,774.7	3,387.3

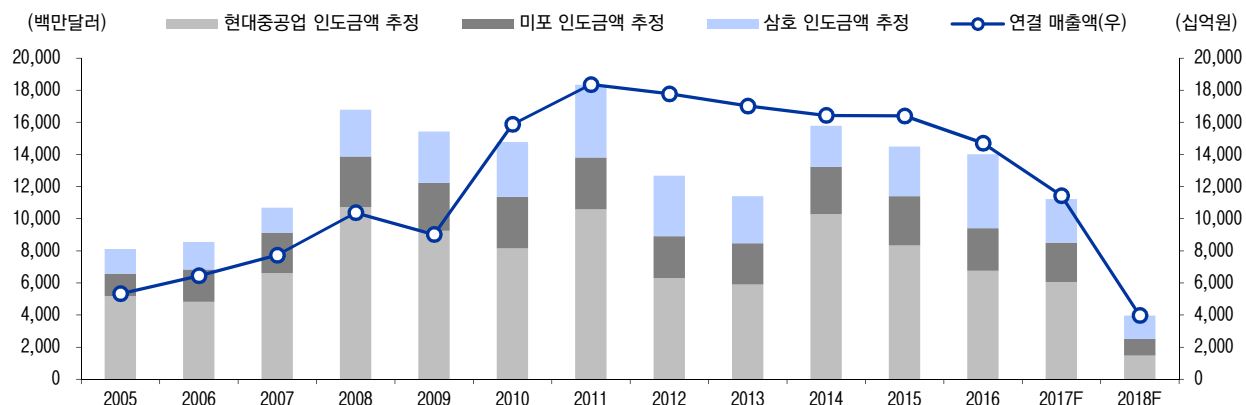
자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 현대중공업 수주와 잔고, 인도 데이터 2016년 인도량 대비 1.56년 보유

	No	DWT	CGT
Current Orderbook	73	8,964,527	3,685,712
2016 Deliveries	51	5,819,600	2,355,300
YTD Contracts	5	571,000	264,572
YTD Deliveries	39	4,107,886	1,659,640
2015 Contracts	55	7,536,499	2,338,629
2015 Deliveries	50	5,223,789	2,491,068

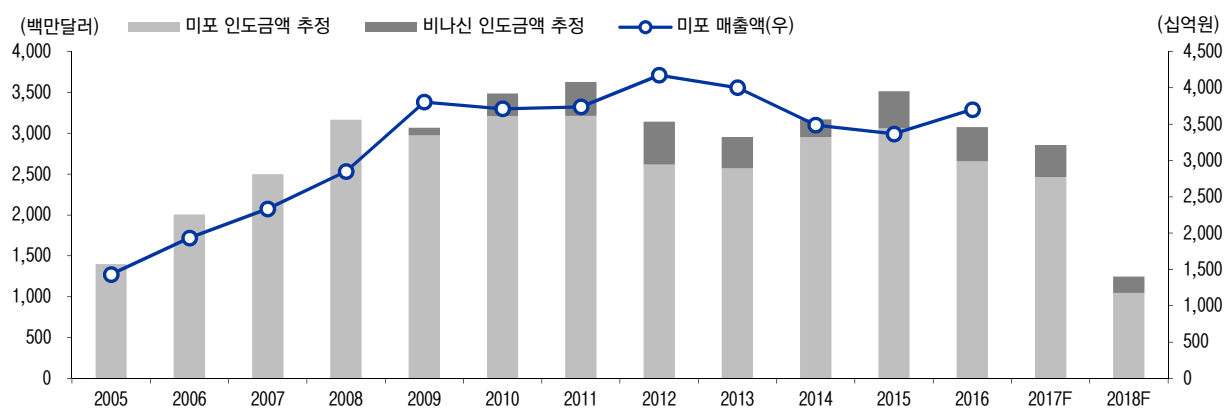
자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 2017년 현대중공업 조선 연결 매출액은 2016년 대비 3,000억원 가량 감소할 전망



자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 2017년 현대미포조선 매출액 추이와 전망



자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 현대중공업 해양/육상플랜트 사업부 수주잔고

	인도시점	발주처	프로젝트	설비	금액	공정율
해양플랜트	2017년	Total	Moho Nord	FPU	1,300	
		Total	Badamyar		200	
		ExxonMobil	Neftegaz		270	
		Petronas	Bradegg	CPF	560	
		Statoil	Aasta Hansteen	Hull	430	91.0%
		2018년 이후	Adma-Opco	Nasr	1,979	10% 미만
		Statoil	Aasta Hansteen	Top side	1,000	69.3%
육상플랜트	2017년	SEC	Jeddah		3,189	90.3%
		Aramco	Jazan			
	2018년 이후	SEC	Shuqaiq		3,261	73.0%
		KNPC	Clean Fuel		1,100	40.4%
		KNPC	ZOR		1,152	2.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 현대중공업 사업부 실적 추이

		2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
조선	매출액	4,066.1	3,606.8	4,655.5	4,303.9	4,152.5	4,048.0	4,168.2	4,131.4	3,901.9	3,257.3
	영업이익	-554.0	-1,145.9	17.0	-157.6	-102.3	-139.8	-29.4	191.3	179.5	1,47.3
	영업이익률	-13.6	-31.8	0.4	-3.7	-2.5	-3.5	-0.7	4.6	4.6	4.5
해양	매출액	850.4	1,204.1	1,546.7	1,239.7	1,121.4	722.3	1,382.6	929.1	931.9	721.1
	영업이익	-374.0	-10.3	182.3	-85.8	-291.2	-642.9	-274.6	-71.4	124.8	23.1
	영업이익률	-44.0	-0.9	11.8	-6.9	-26.0	-89.0	-19.9	-7.7	13.4	3.2
플랜트	매출액	532.3	642.4	897.5	1,092.4	1,255.8	916.4	921.8	885.7	507.5	508.5
	영업이익	-236.9	-779.1	-78.9	32.0	1.2	-16.1	-93.4	-58.5	-155.0	-12.9
	영업이익률	-44.5	-121.3	-8.8	2.9	0.1	-1.8	-10.1	-6.6	-30.5	-2.5
엔진기계	매출액	396.4	316.9	472.2	494.4	449.1	400.1	432.5	361.6	332.1	382.8
	영업이익	2.5	-6.2	-7.5	-8.1	16.6	15.3	42.9	67.7	80.5	93.0
	영업이익률	0.6	-2.0	-1.6	-1.6	3.7	3.8	9.9	18.7	24.2	24.3
전기전자	매출액	703.9	498.3	697.1	572.0	700.7	603.6	631.0	501.1	529.8	474.6
	영업이익	52.6	28.0	-0.9	17.2	28.1	42.4	55.9	50.5	30.3	36.5
	영업이익률	7.5	5.6	-0.1	3.0	4.0	7.0	8.9	10.1	5.7	7.7
건설장비	매출액	810.7	651.2	553.2	674.6	683.1	456.4	411.0	592.2	583.1	513.5
	영업이익	22.0	-7.3	-86.7	0.2	-1.7	-28.4	-86.3	1.6	51.2	27.7
	영업이익률	2.7	-1.1	-15.7	0.0	-0.2	-6.2	-21.0	0.3	8.8	5.4
그린에너지	매출액	76.9	79.8	76.9	83.7	70.3	87.4	88.9	83.1	75.5	92.8
	영업이익	-3.6	-0.9	-6.2	-0.8	4.2	11.4	1.5	8.3	3.5	-12.1
	영업이익률	-4.7	-1.1	-8.1	-1.0	6.0	13.0	1.7	10.0	4.6	-13.0
정유	매출액	5,160.1	5,135.0	4,695.9	3,466.9	3,236.8	3,174.7	2,953.4	2,495.7	2,766.4	2,680.1
	영업이익	39.3	51.3	39.4	97.3	234.7	126.6	170.1	202.3	323.4	123.0
	영업이익률	0.8	1.0	0.8	2.8	7.3	4.0	5.8	8.1	11.7	4.6

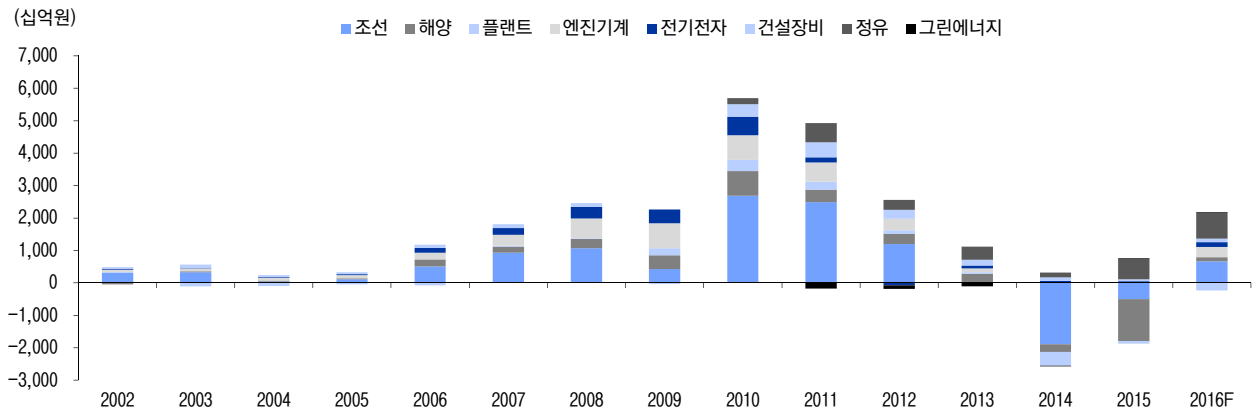
자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 현대중공업 실적 분석

	2012		2013		2014		2015		2016.1H	
매출	54,973.7	100.0%	54,188.1	100.0%	52,582.4	100.0%	46,231.7	100.0%	20,135.5	100.0%
영업이익	2,005.5	3.6%	802.0	1.5%	-3,249.5	-6.2%	-1,540.1	-3.3%	882.4	4.4%
조선	1,047.1	5.9%	12.6	0.1%	-1,895.9	-11.5%	-648.3	-3.9%	380.6	4.7%
해양	319.3	7.3%	282.4	5.9%	-230.3	-4.9%	-1,294.5	-29.0%	53.4	2.9%
플랜트	106.5	7.4%	61.4	5.0%	-1,130.8	-46.9%	-76.3	-1.8%	-213.5	-15.3%
엔진기계	347.7	17.3%	118.3	6.9%	-10.9	-0.7%	66.7	3.8%	149.8	21.6%
전기전자	-74.3	-2.6%	90.5	3.3%	86.3	3.7%	143.6	5.7%	80.8	7.8%
건설장비	276.5	7.3%	194.3	5.9%	-33.4	-1.2%	-116.2	-5.2%	83.7	7.2%
그린에너지	-106.3	-31.5%	-103.2	-32.8%	-16.5	-5.3%	16.3	4.9%	11.8	7.4%
정유	308.7	1.4%	404.4	1.8%	228.4	1.1%	628.7	4.9%	525.7	10.0%
금융	94.9	15.0%	34.5	5.2%	36.3	4.9%	53.3	5.1%	27.9	6.8%
기타	-314.6	-	-293.2	-	-282.7	-	-313.4	-	-217.8	-
당기순이익	1,029.6	1.9%	146.3	0.3%	-2,206.1	-4.2%	-1,363.2	-2.9%	636.8	3.2%

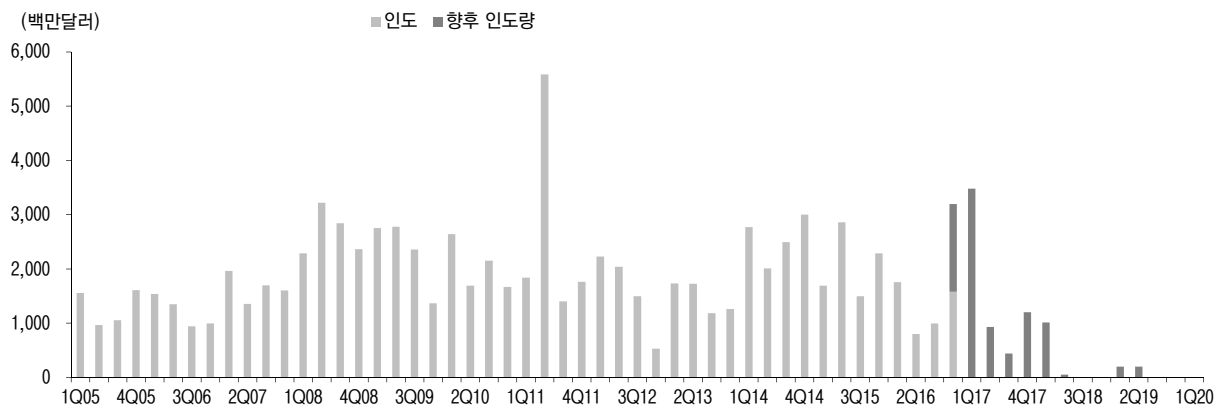
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 현대중공업 분기 4,000 억원 영업이익의 체력은 생긴 것으로 판단



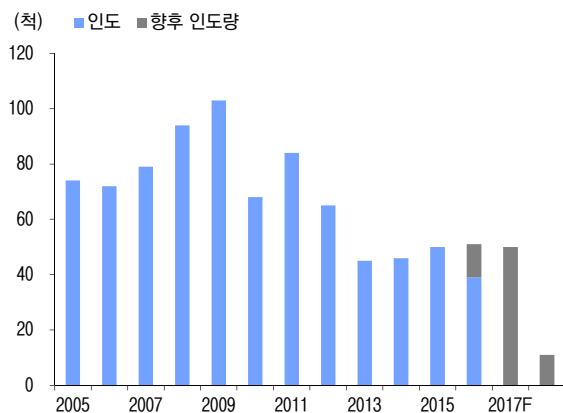
자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 현대중공업 별도 조선사업부 분기 인도금액 추이 및 전망



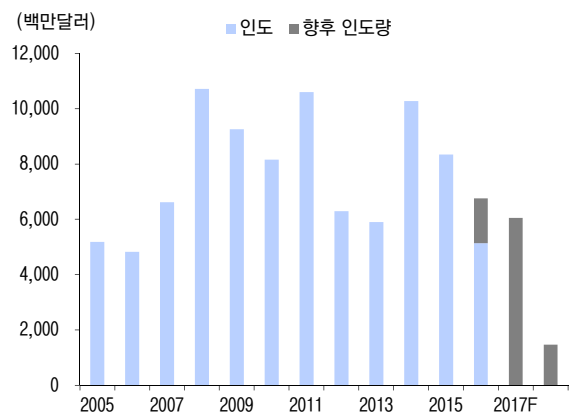
자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 현대중공업 별도 조선 인도 추이 및 전망



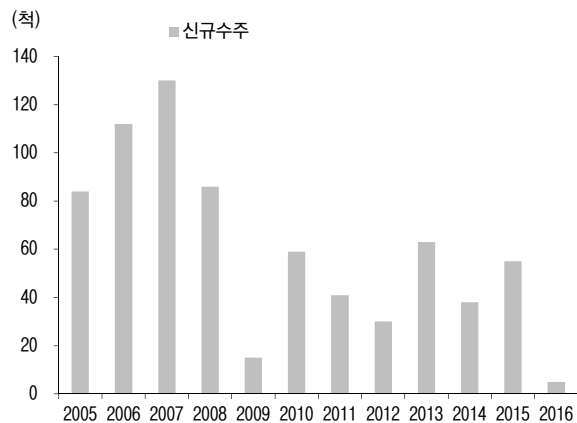
자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 현대중공업 별도 조선 인도금액 추이 및 전망



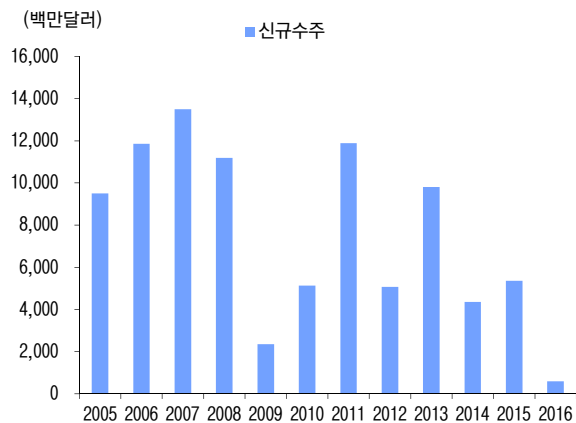
자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 현대중공업 조선 신규수주 추이(척수)



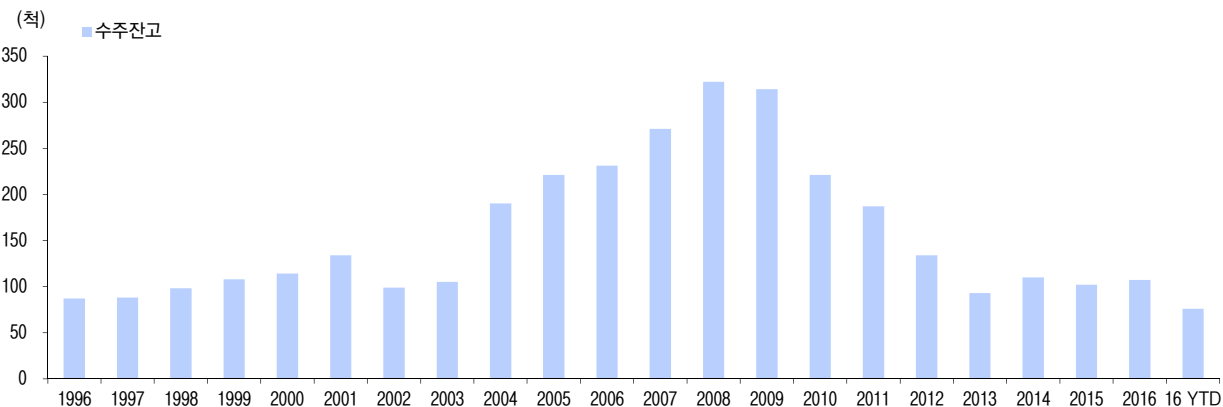
자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 현대중공업 조선 신규수주 추이(백만달러)



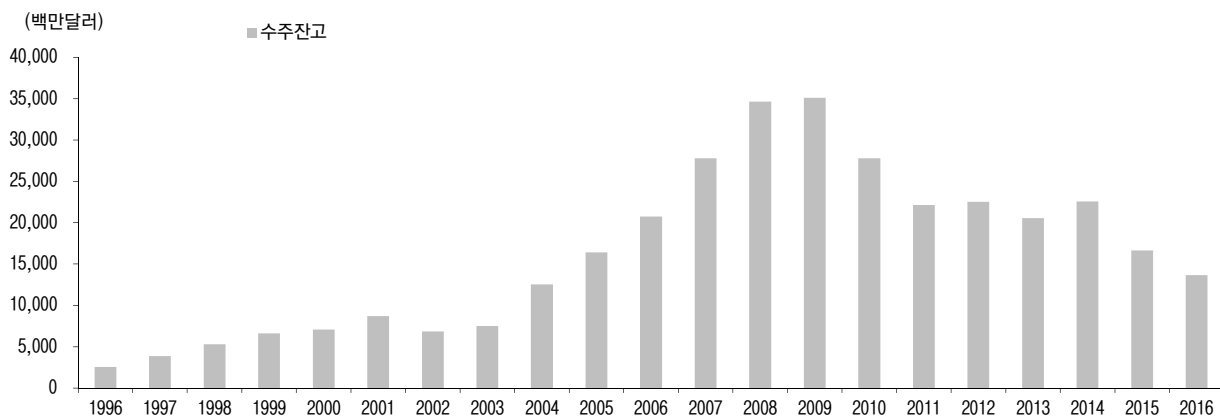
자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 현대중공업 조선 수주잔고 추이(척수)



자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 현대중공업 조선 수주잔고 추이(백만달러)



자료: 현대중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

현대미포조선 분석

현대미포조선의 손익분기점 매출액은 변동비가 시점마다 상이하여 추정이 어려우나 2016년 3분기 기준 3.2조원 내외로 예상한다. 분기 매출액 0.8조원 내외가 손익분기점 매출액이다. 2017년 예상 매출액은 3.4조원으로 감소할 전망이나 손익분기점은 소폭 넘어서는 수준이다. 고정비 비중은 매출액 감소로 26%까지 상승했으나 P-Mix 개선으로 변동비 비중이 기존 70% 후반에서 70% 초반까지 낮춰진 것으로 추정한다. 그러나 2017년 수주가 없다면 2018년 매출액은 3.0조원까지 감소할 것이다. 그렇게 되면 손익분기점을 넘지 못할 전망이다. 내년 상반기까지 수주가 절실하다.

표11 현대미포조선 비용 분석

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
재료비	2,241	2,365	2,685	2,607	2,244	920
종업원급여	423	420	416	485	556	259
외주비	841	805	377	866		
감가상각비 및 무형자산상각비	63	67	67	67	66	26
금융업비용 - 이자비용및수수료비용	66	70	76	66		
금융업비용 - 당기손익인식금융자산평가손실	7	7	34	90		
금융업비용 - 당기손익인식금융자산처분손실	256	208	243	267		
금융업비용 - 기타	7	14	9	4		
기타비용	336	368	354	384	1,719	863
매출원가 및 판매비와관리비 합계	4,240	4,323	4,261	4,835	4,586	2,069

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 현대미포조선 손익분기점 추정

(십억원)	2012	2013	2014	2015	1H16	3Q16
매출액	4,415	3,986	3,967	4,652	2,201	927
고정비 비중	21.2	23.1	25.3	22.0	22.1	26.2
변동비 비중	76.7	83.8	96.5	76.6	71.9	69.7
손익분기점 매출액	4,018	5,682	28,919	4,368	1,731	800
고정비	938	922	1,006	1,022	486	243
영업이익	93	-275	-868	67	132	38
OPM	2.1	-6.9	-21.9	1.4	6.0	4.1

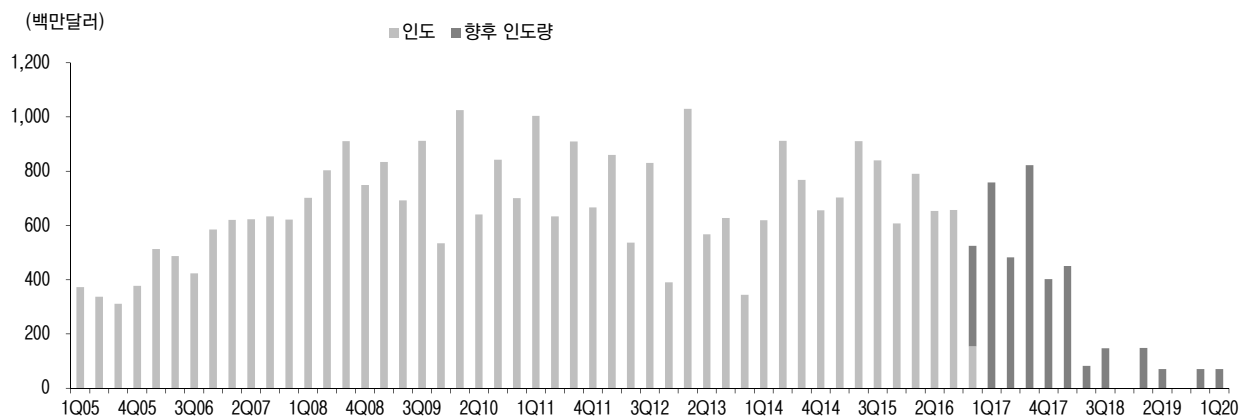
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 미포 수주와 잔고, 인도 데이터 2016년 인도량 대비 1.2년 보유

	No	DWT	CGT
Current Orderbook	81	2,881,334	1,803,219
2016 Deliveries	68	2,508,300	1,488,600
YTD Contracts	7	210,056	133,132
YTD Deliveries	58	2,136,252	1,269,583
2015 Contracts	47	1,714,541	1,096,292
2015 Deliveries	81	3,273,686	1,903,859

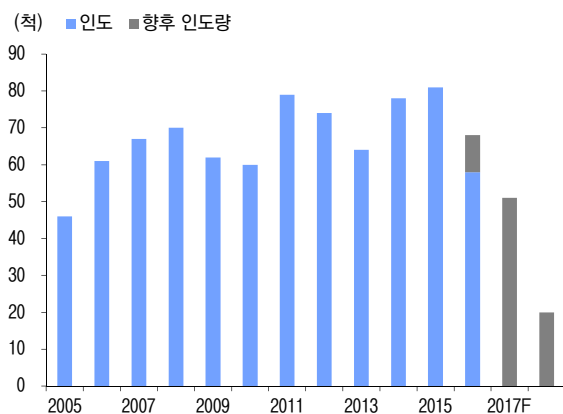
자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 현대미포조선 분기 인도금액 추이 및 전망



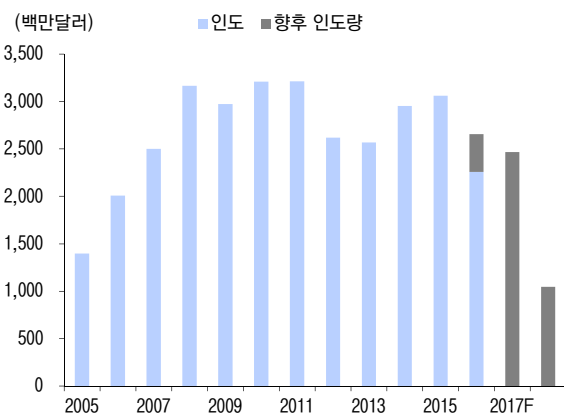
자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 현대미포조선 인도 추이 및 전망



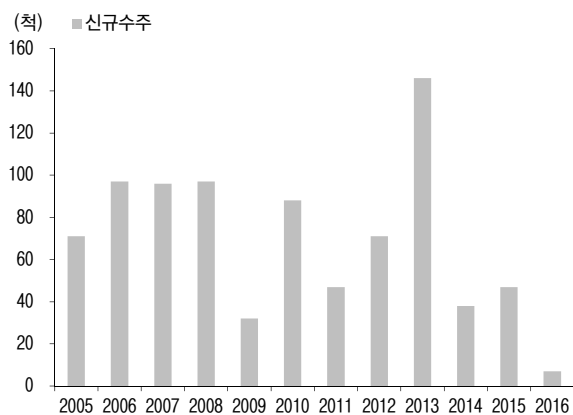
자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 현대미포조선 인도금액 추이 및 전망



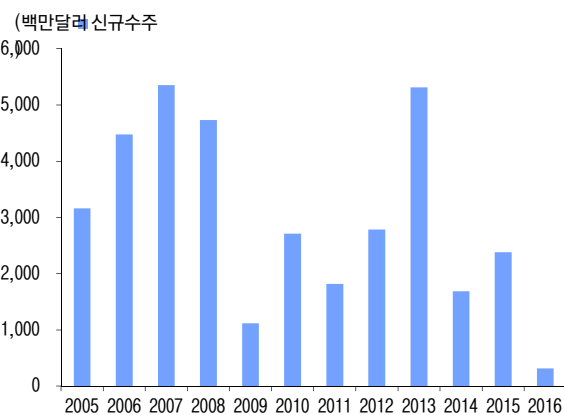
자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 현대미포조선 신규수주 추이(척수)



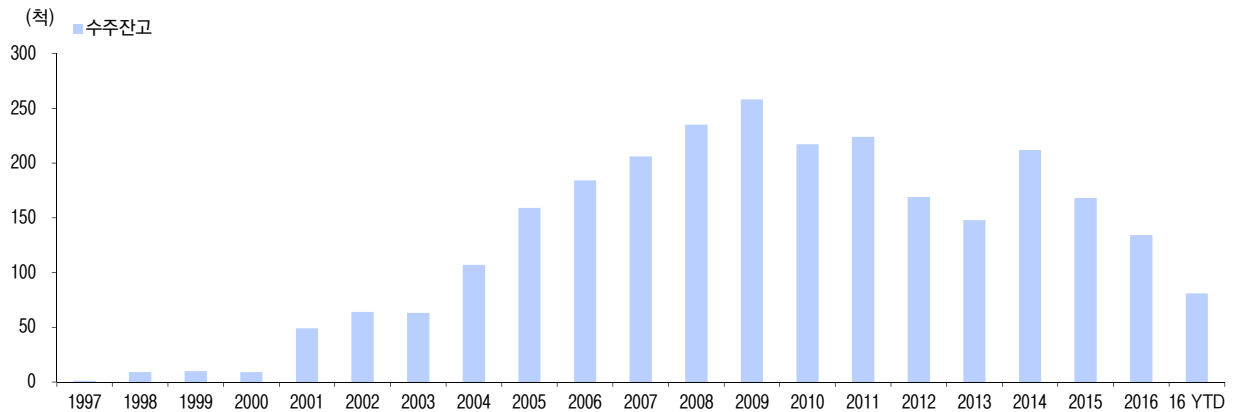
자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 현대미포조선 신규수주 추이(백만달러)



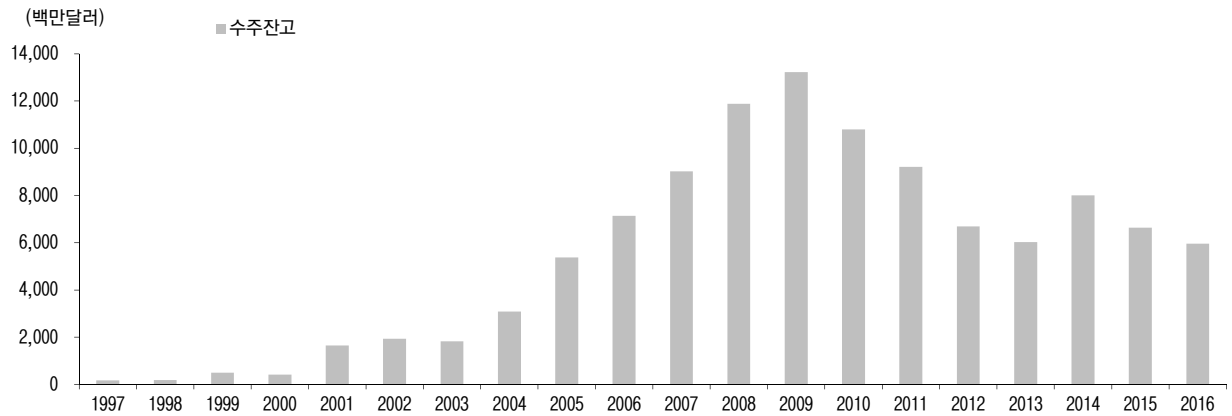
자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 현대미포조선 수주잔고 추이(척수)



자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 현대미포조선 수주잔고 추이(백만달러)



자료: 현대미포조선, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

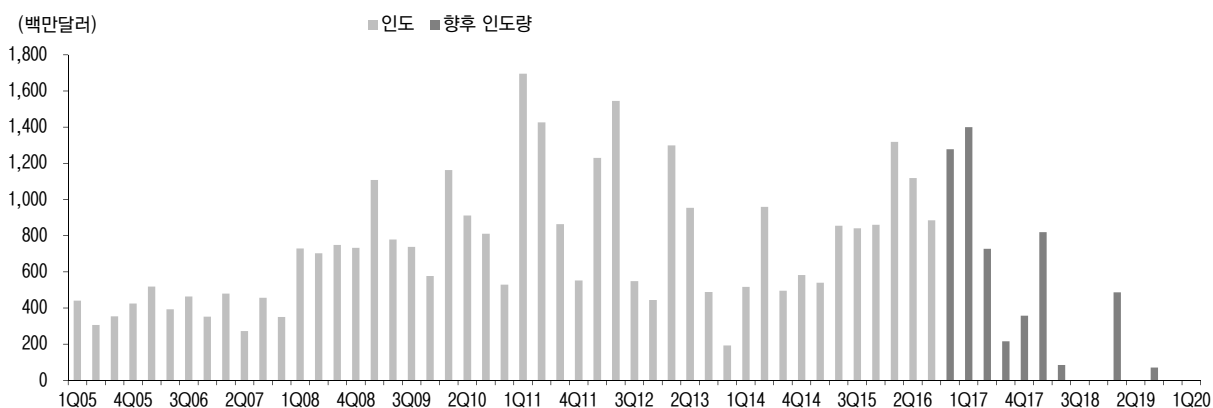
현대삼호중공업 그림과 표 참조

표14 삼호중공업 수주와 잔고, 인도 데이터 2016년 인도량 대비 1.15년 보유

	No	DWT	CGT
Current Orderbook	62	9,774,780	2,500,490
2016 Deliveries	48	6,647,400	2,174,900
YTD Contracts	10	1,899,636	332,751
YTD Deliveries	36	4,910,945	1,573,302
2015 Contracts	45	6,107,597	1,699,978
2015 Deliveries	35	3,849,508	1,491,494

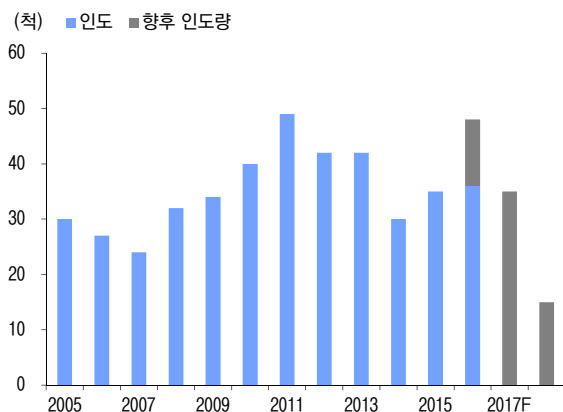
자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 현대삼호중공업 분기 인도금액 추이 및 전망



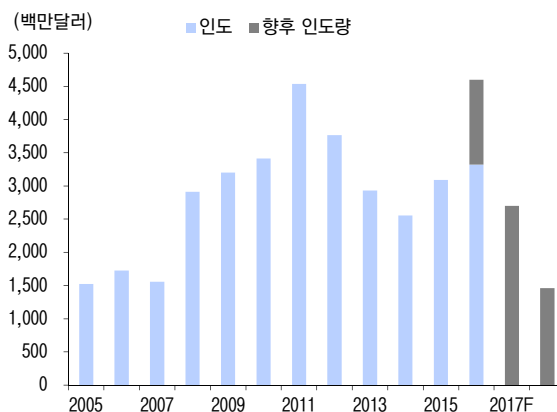
자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 현대삼호중공업 인도 추이 및 전망



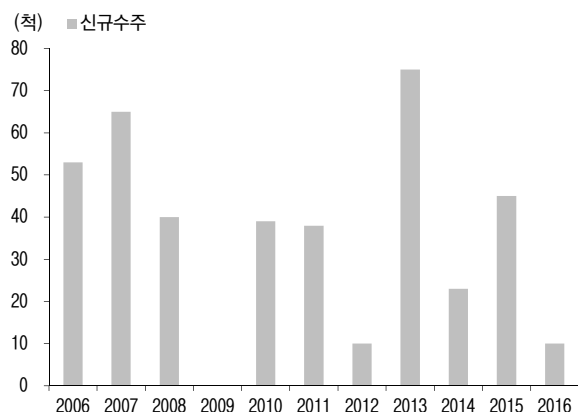
자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 현대삼호중공업 인도금액 추이 및 전망



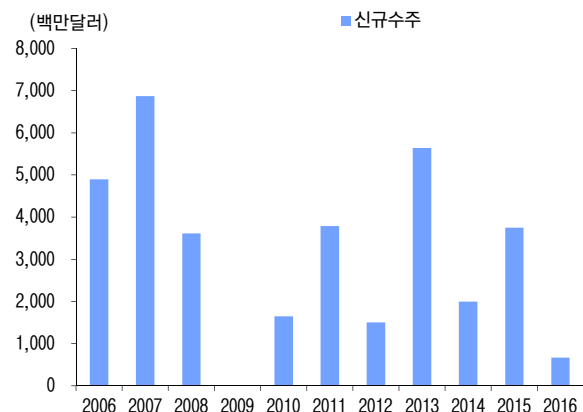
자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 현대삼호중공업 신규수주 추이(척수)



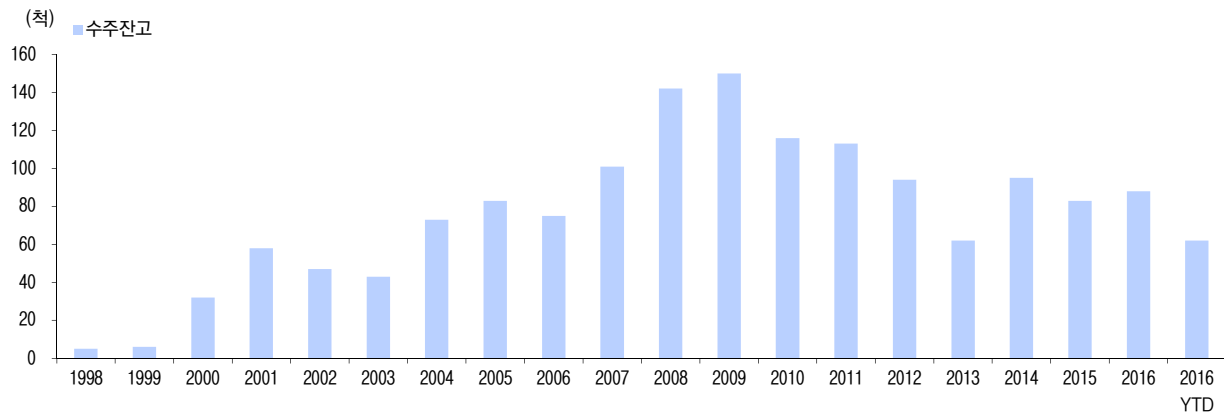
자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 현대삼호중공업 신규수주 추이(백만달러)



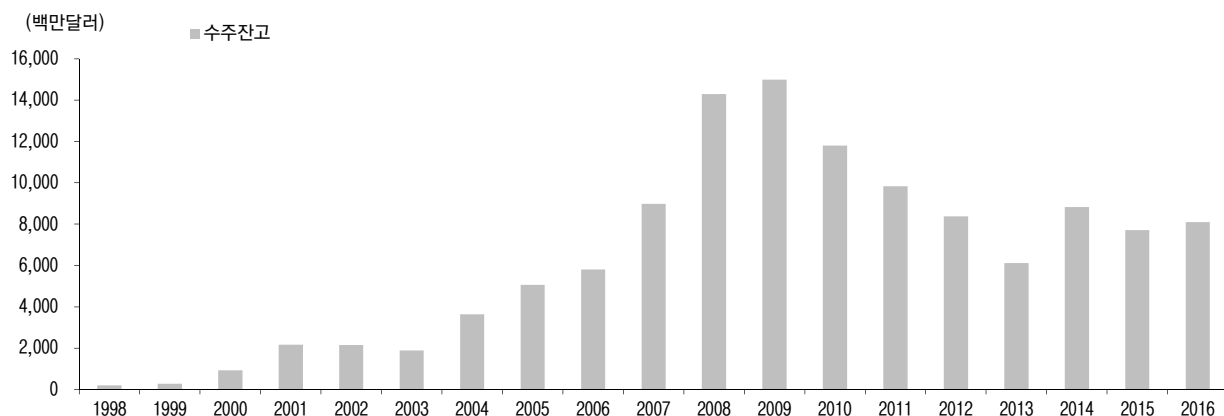
자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 현대삼호중공업 수주잔고 추이(척수)



자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

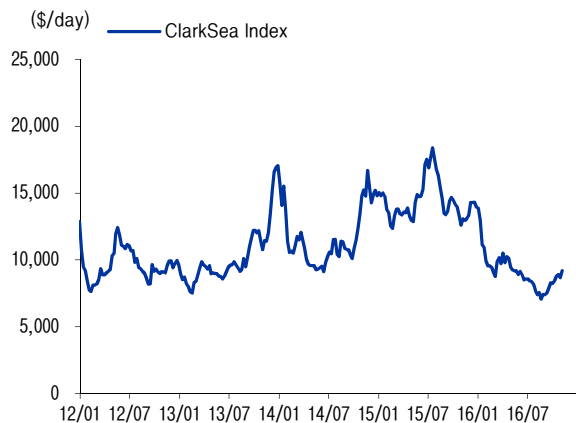
그림30 현대삼호중공업 수주잔고 추이(백만달러)



자료: 현대삼호중공업, 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

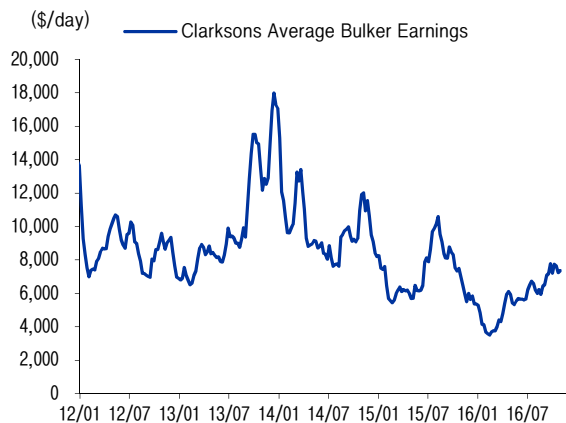
Appendix. 차트 업데이트

그림1 Clarksea Index 반등



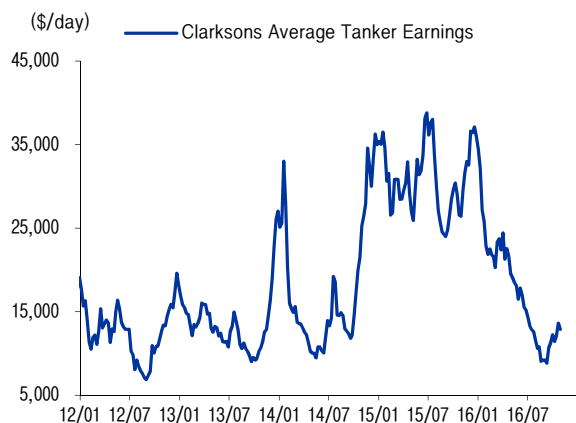
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Bulker Earnings 반등



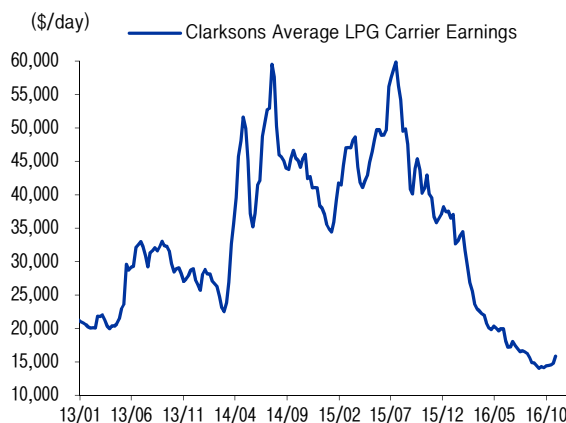
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 탱커 Earnings 반등



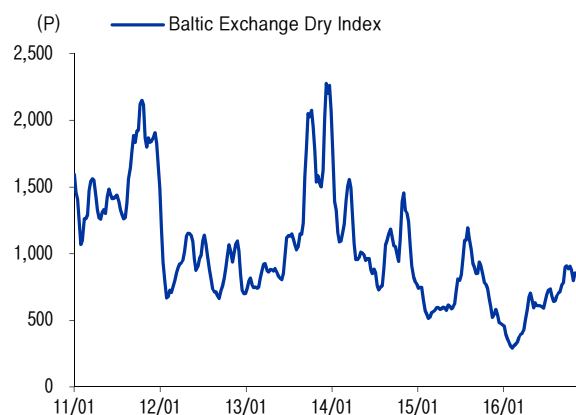
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 LPG Earnings 반등



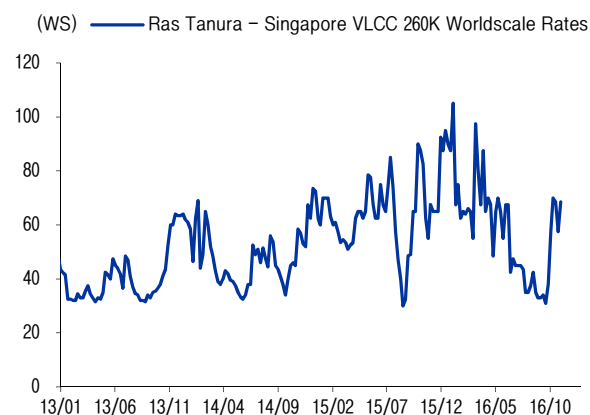
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 BDI 반등하여 바닥 잡아가는 추세



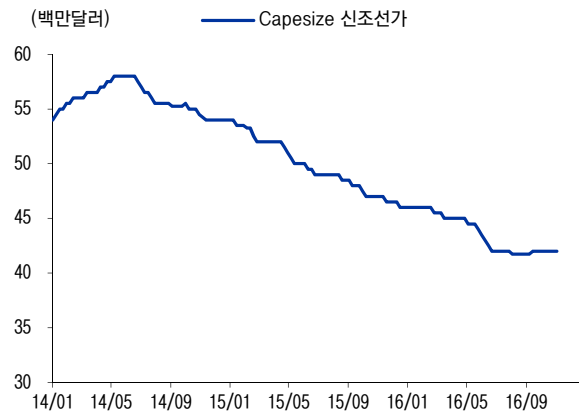
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 VLCC WS 반등



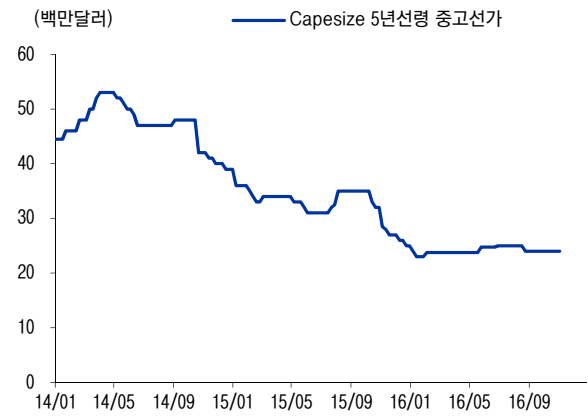
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 신조선가 추이 벌크선 Capesize



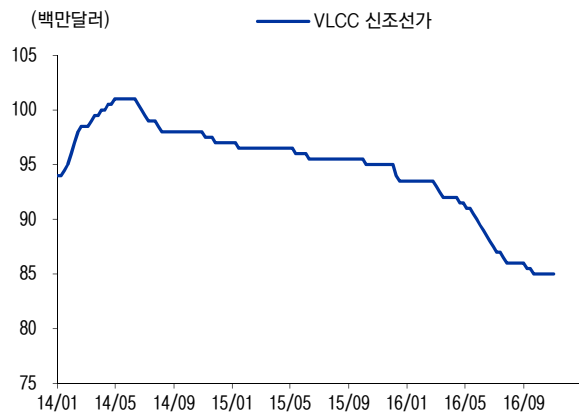
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 중고선가 추이 벌크선 Capesize



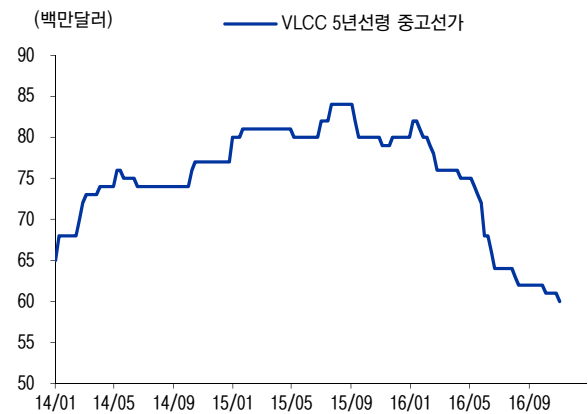
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 신조선가 추이 탱커 VLCC



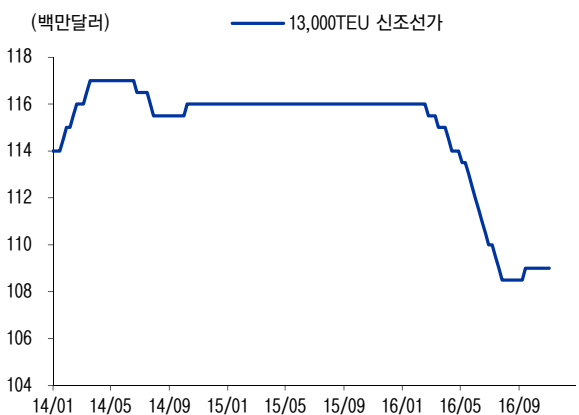
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 중고선가 추이 탱커 VLCC



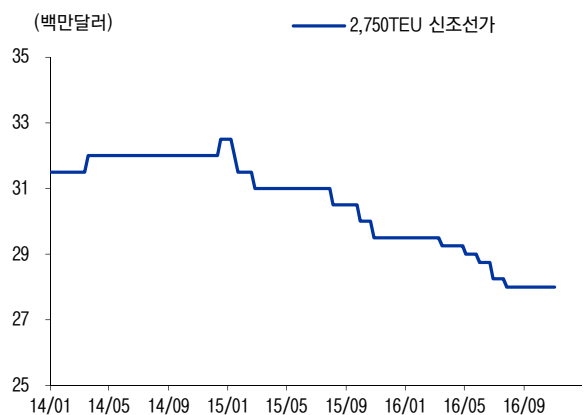
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 신조선가 추이 13,000TEU 컨테이너선



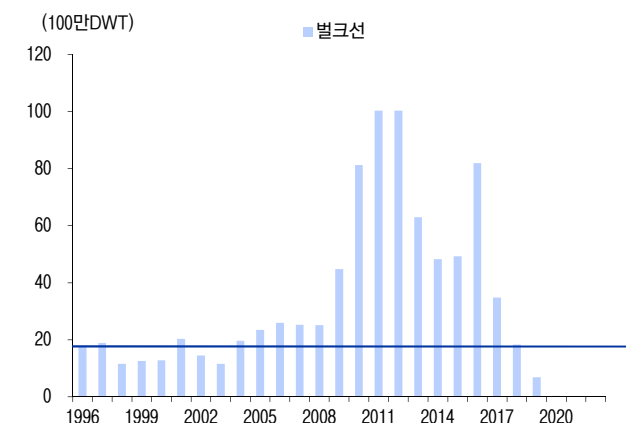
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 신조선가 추이 2,750TEU 컨테이너선



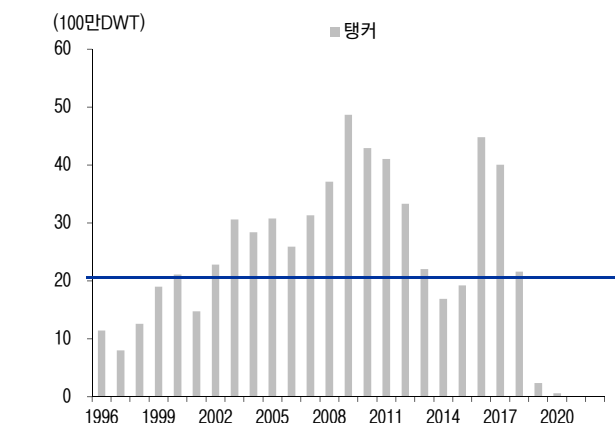
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 벌크선 인도량 추이 및 전망



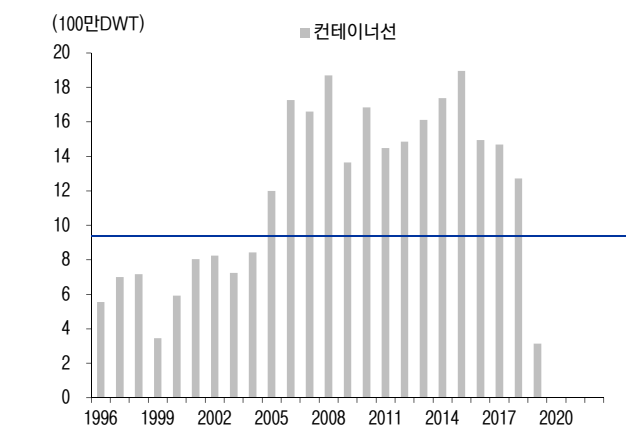
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 탱커 인도량 추이 및 전망



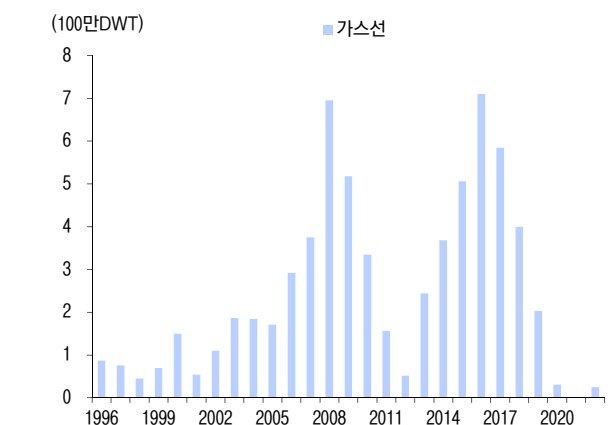
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 컨테이너선 인도량 추이 및 전망



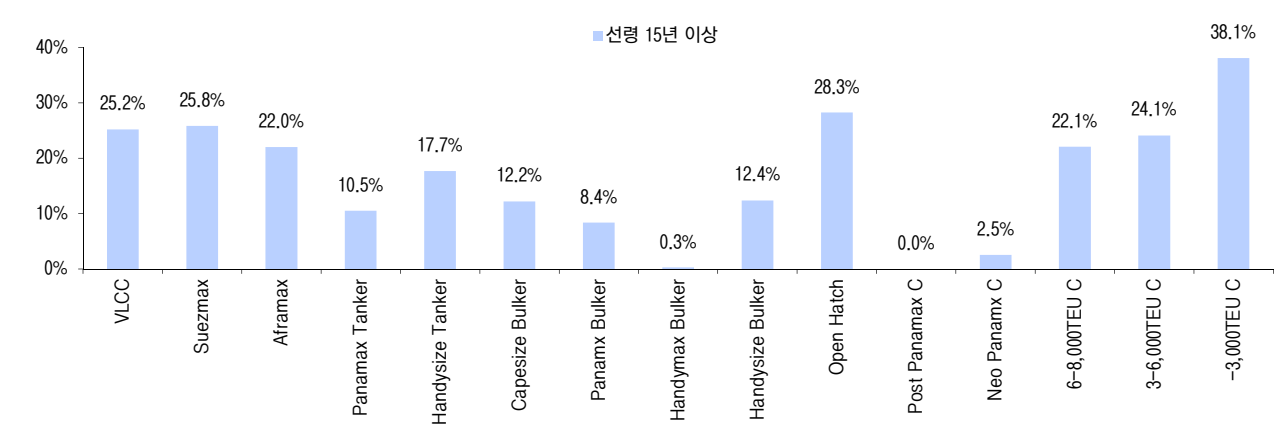
자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 가스선 인도량 추이 및 전망



자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 선종별 사이즈별 총 선복량 대비 선령 15년 이상된 선복량 비율



자료: 클락슨, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

현대중공업 (009540)	19
현대미포조선 (010620)	21

Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대중공업	Buy (유지)	220,000 원(유지)
현대미포조선	Buy (유지)	100,000 원(유지)

현대중공업 (009540)

조선/해양플랜트만 있는 것이 아니다

2016. 11. 7

조선

Analyst 양형모

02. 3779-8843

yhm@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 220,000 원
현재주가 137,000 원

2017년 자본 감소는 없다.

2016년 자구안을 통해 2,000여명을 희망퇴직으로 내보냈다. 추가적인 인력 구조조정도 가능하다. 이러한 노력으로 2017년 약 7,000억원 이상의 고정비 감소효과가 예상된다. 프로젝트 관리와 보수적인 수준에서 총당금 반영, P-Mix 개선으로 변동비도 감소하고 있다. 기초 체력이 레벨업된 것이다. 동사의 손익분기점 매출액은 32조원 내외다. 현재의 수주잔고만으로도 35조원을 상회하는 매출이 가능하다. 이는 현대중공업 사업부가 조선/해양플랜트만 있는 것이 아니기 때문이다.

또한 2018년까지 다양한 경영개선계획을 가지고 있다. 1.54조원 규모의 비핵심자산 매각(16년 1.32조원, 17년 0.35조원, 18년 0.1조원) 1.12조원 규모의 사업조정(16년 0.6조원, 17년 0.5조원, 18년 0.04조원), 0.85조원 규모의 경영합리화(16년 0.85조원)가 그것이다. 총 3.5조원 규모다. 그리고 예상보다 수주 부진 장기화로 경영 부담이 커지게 될 경우를 대비하여 3.6조원 규모의 비상계획도 고려하고 있다. 경영개선 계획에 따라 동사는 별도 134%의 부채비율을 2018년까지 80%수준으로 대폭 줄일 계획이며 차입금도 2조원 축소될 것이다. 고정비 감소효과로 2017년 자본 감소는 없을 것이다.

조선/해양플랜트만 있는 것이 아니다.

동사는 조선, 해양/플랜트, 엔진기계, 로봇사업, 전기전자, 그린에너지, 건설장비 등의 사업을 영위한다. 종합중공업 업체인 셈이다. 현재 경쟁력 강화를 위해 조선/해양플랜트 사업만 남기고 나머지 비조선 사업부에 대해 내년까지 계열사로 분사하는 계획을 가지고 있다. 6월 자구안에 따라 로봇사업부, 그린에너지사업부 내 태양광사업 분사도 연내 마무리할 전망이다. 분사 후 IPO도 계획하고 있는 것으로 전해졌다.

투자의견 매수, 목표주가 220,000원을 유지

투자의견 매수, 목표주가 220,000원을 유지한다. 목표주가는 2017년 BPS 대비 Target PBR 1.0배를 부여했다. 2017년 자본 감소가 없고, 수주 가능성이 높아졌다 다운사이드 리스크는 제한적이고 업사이드 리스크는 크다. 매수를 제안한다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	
Stock Data		
KOSPI(11/4)		1,982.02pt
시가총액		104,200억원
발행주식수		76,000천주
52주 최고가 / 최저가		155,500 / 81,200원
90일 일평균거래대금		335.59억원
외국인 지분율		14.8%
배당수익률(16.12E)		0.0%
BPS(16.12E)		211,735원
KOSPI대비	1개월	1.4%
	6개월	30.2%
	12개월	38.4%
주주구성	정몽준외 12인	21.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	52,582	-3,249	-3,105	-2,206	-23,279	적전	-2,231	-4.9	-9.0	0.6	-10.9
2015	46,232	-1,540	-1,841	-1,363	-17,762	적지	-472	-4.9	-37.6	0.5	-9.3
2016E	39,650	1,778	1,555	1,121	12,953	흑전	2,847	10.6	6.4	0.6	6.6
2017E	36,301	1,618	1,261	983	12,938	-0.1	2,860	10.6	6.0	0.6	5.9
2018E	36,983	2,049	1,697	1,281	16,857	30.3	3,281	8.1	4.8	0.6	7.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	29,872	27,176	27,057	27,759	29,475
현금 및 현금성자산	3,229	3,105	5,124	5,682	6,112
매출채권 및 기타채권	12,052	11,357	9,897	9,750	10,433
재고자산	5,822	4,492	3,580	3,527	3,774
기타유동자산	8,768	8,221	8,456	8,799	9,157
비유동자산	23,513	22,557	23,735	23,666	23,630
관계기업투자등	2,858	1,156	631	656	683
유형자산	16,060	16,320	18,982	18,849	18,742
무형자산	2,212	2,140	2,078	2,033	1,991
자산총계	53,384	49,733	50,792	51,425	53,105
유동부채	27,703	23,061	21,877	21,630	22,318
매입채무 및 기타채무	13,197	10,810	10,002	9,854	10,544
단기금융부채	12,413	10,083	9,077	8,865	8,745
기타유동부채	2,093	2,167	2,797	2,911	3,029
비유동부채	9,043	11,173	10,830	10,726	10,437
장기금융부채	7,616	9,518	9,104	8,930	8,568
기타비유동부채	1,428	1,655	1,726	1,796	1,869
부채총계	36,746	34,234	32,707	32,356	32,755
지배주주지분	15,174	13,736	16,092	17,075	18,356
자본금	380	380	380	380	380
자본잉여금	1,109	1,125	1,125	1,125	1,125
이익잉여금	14,272	12,819	13,817	14,800	16,081
비지배주주지분(연결)	1,465	1,763	1,993	1,993	1,993
자본총계	16,639	15,499	18,085	19,069	20,350

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	766	-692	4,126	2,262	2,261
당기순이익(손실)	-2,206	-1,363	1,121	983	1,281
비현금수익비용가감	707	1,736	1,259	1,243	1,236
유형자산감가상각비	924	962	962	1,139	1,131
무형자산상각비	95	107	107	103	101
기타현금수익비용	37	56	190	1	4
영업활동 자산부채변동	2,398	-1,033	1,937	35	-256
매출채권 감소(증가)	848	-628	1,604	147	-683
재고자산 감소(증가)	258	1,266	872	53	-247
매입채무 증가(감소)	908	-2,480	-988	-148	690
기타자산, 부채변동	385	809	449	-16	-17
투자활동 현금	-778	-41	-1,039	-1,317	-1,349
유형자산처분(취득)	-1,360	-1,235	-1,087	-1,006	-1,024
무형자산 감소(증가)	-59	-28	-45	-59	-59
투자자산 감소(증가)	-194	52	-22	-170	-180
기타투자활동	835	1,170	115	-83	-86
재무활동 현금	1,913	605	-1,068	-386	-482
차입금의 증가(감소)	1,499	136	-1,027	-386	-482
자본의 증가(감소)	311	128	0	0	0
배당금의 지급	117	0	0	0	0
기타재무활동	103	341	-42	0	0
현금의 증가	1,893	-124	2,019	558	430
기초현금	1,337	3,229	3,105	5,124	5,682
기말현금	3,229	3,105	5,124	5,682	6,112

자료: 현대중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	52,582	46,232	39,650	36,301	36,983
매출원가	53,299	44,682	35,184	32,220	32,427
매출총이익	-717	1,550	4,466	4,081	4,556
판매비 및 관리비	2,532	3,090	2,688	2,464	2,507
영업이익	-3,249	-1,540	1,778	1,618	2,049
(EBITDA)	-2,231	-472	2,847	2,860	3,281
금융손익	-241	-206	-26	-98	-89
이자비용	255	226	192	183	179
관계기업등 투자손익	165	-55	65	69	69
기타영업외손익	220	-40	-262	-329	-332
세전계속사업이익	-3,105	-1,841	1,555	1,261	1,697
계속사업법인세비용	-899	-478	435	277	416
계속사업이익	-2,206	-1,363	1,121	983	1,281
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,206	-1,363	1,121	983	1,281
지배주주	-1,769	-1,350	946	905	1,179
총포괄이익	-2,700	-1,784	2,485	983	1,281
매출총이익률 (%)	-1.4	3.4	11.3	11.2	12.3
영업이익률 (%)	-6.2	-3.3	4.5	4.5	5.5
EBITDA 마진률 (%)	-4.2	-1.0	7.2	7.9	8.9
당기순이익률 (%)	-4.2	-2.9	2.8	2.7	3.5
ROA (%)	-3.3	-2.6	2.0	1.9	2.5
ROE (%)	-10.9	-9.3	6.6	5.9	7.2
ROIC (%)	-9.2	-4.4	5.1	5.0	6.2

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	-4.9	-4.9	12.0	12.6	9.6
P/B	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	-9.0	-37.6	6.4	6.0	4.8
P/CF		17.9	4.4	4.7	4.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-3.0	-12.1	-14.2	-8.4	1.9
영업이익	적전	적지	흑전	-9.0	26.7
세전이익	적전	적지	흑전	-18.9	34.6
당기순이익	적전	적지	흑전	-12.2	30.3
EPS	적전	적지	흑전	-4.3	30.3
안정성 (%)					
부채비율	220.8	220.9	180.8	169.7	161.0
유동비율	107.8	117.8	123.7	128.3	132.1
순차입금/자기자본(x)	68.0	71.3	43.1	34.8	27.0
영업이익/금융비용(x)	-12.7	-6.8	9.3	8.8	11.5
총차입금 (십억원)	20,029	19,602	18,182	17,796	17,314
순차입금 (십억원)	11,309	11,056	7,795	6,636	5,503
주당지표 (원)					
EPS	-23,279	-17,762	12,444	11,903	15,508
BPS	199,655	180,738	211,735	224,673	241,530
CFPS	n/a	4,901	31,311	29,295	33,123
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현대미포조선 (010620)

2016. 11. 7

조선

Analyst 양형모

02. 3779-8843

yhm@ebestsec.co.kr

두 가지 규제와 미포의 수혜

두 가지 규제와 수주 증가 가능성

2016년 두 가지 규제가 IMO에 의해 공식 발효되었다. 선박평형수와 Sox 규제다. (1) 선박평형수는 2017년 9월까지 모든 선박에 선박평형수처리장치를 장착해야 하는 법안이다. 처리장치는 크기에 따라 기당 1.5억원에서 15억원이다. (2) Sox 규제는 황산화물 배출 상한을 기존 3.5%에서 0.5%로 2020년부터 낮추야 하는 법안이다. 기존 벙커C유를 사용할 수 없다. LNG나 MGO를 사용해야 하는데 MGO는 벙커C유 대비 70%가 비싸다. LNG는 MGO 대비 30~50% 저렴하다. 즉 선박은 LNG를 연료로 사용하거나 스크러버를 장착해야 한다.

15년 이상된 선박량은 선종별로 상이하지만 평균 20%를 넘어선다. 결론적으로 두 가지 규제에 의해 교체수요가 앞당겨 질 가능성이 높다. 선가 하락이 정체된 상황에서 선주는 2017년 Budget을 고민하고 있다. 그 동안 발주가 없었기 때문에 공급증가율은 지속 감소하는 추세다. 2018년을 타겟으로 선박 발주 가능성이 높아졌다. 조선소 구조조정이 심각하다. 특히 전세계 중소형 조선소 구조조정은 더욱 심각하다. 안정적으로 선박을 건조할 수 있는 조선소가 전무한 수준이다. 이러한 상황에서 발주가 회복된다면 동사의 수혜는 확실하다.

청산가치는 싸다

동사의 청산가치는 싸다. 비영업가치로 현대중공업 지분 8%(7,000억원), KCC 지분 4%(1,700억원), 하이투자증권 지분 85%(5,000억원, 40% 할인), 현대비나신 0원 등 1.4조원에 육박하는 투자자산을 보유하고 있으며, 순차입금 약 3,000억원을 감안하면 비영업용자산 가치만 1.1조원이다. 유무형자산 가치는 '0'으로 반영하고, 별도 영업가치를 매출액 3.0조원, 순이익률 3~4%, Target PER 10배를 적용하면 1조원은 충분하다. 즉 보수적으로 가정해도 청산가치는 최소 2조원이다. 2천만주를 감안하면 10만원의 목표주가 산정이 가능하다.

투자의견 매수 및 목표주가 100,000원 유지

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가 100,000원을 유지한다. 목표주가는 2017년 BPS 대비 Target PBR 0.9배를 부여했다.

Buy (maintain)

목표주가 **100,000 원**

현재주가 **64,200 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	
Stock Data		
KOSPI(11/4)		1,982.02pt
시가총액		12,840억원
발행주식수		20,000천주
52주 최고가 / 최저가		83,600 / 50,200원
90일 일평균거래대금		97.635억원
외국인 지분율		12.5%
배당수익률(16.12E)		0.0%
BPS(16.12E)		110,246원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-9.6%
	6개월	-5.6%
	12개월	-8.7%
주주구성	현대삼호중공업(주)외	
		43.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	3,967	-868	-896	-679	-31,642	적지	-801	-2.2	-1.9	0.8	-25.9
2015	4,652	67	50	26	1,910	흑전	134	27.3	10.3	0.6	2.2
2016E	4,181	269	317	217	10,807	466.0	340	5.9	4.7	0.6	11.1
2017E	3,472	206	171	128	6,421	-40.6	292	10.0	5.0	0.6	5.7
2018E	3,632	253	219	164	8,203	27.8	336	7.8	3.8	0.5	6.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,450	6,854	7,149	7,381	7,739
현금 및 현금성자산	716	657	893	886	947
매출채권 및 기타채권	1,214	958	959	986	1,053
재고자산	289	255	223	229	245
기타유동자산	5,232	4,984	5,073	5,279	5,494
비유동자산	2,613	2,584	2,621	2,614	2,613
관계기업투자등	1,041	888	799	832	865
유형자산	851	836	1,106	1,049	997
무형자산	294	289	284	284	283
자산총계	10,064	9,438	9,770	9,994	10,353
유동부채	6,719	5,618	5,670	5,682	5,773
매입채무 및 기타채무	2,263	1,595	1,492	1,534	1,638
단기금융부채	4,140	3,590	4,038	4,003	3,983
기타유동부채	316	434	140	146	152
비유동부채	1,418	2,023	1,789	1,873	1,977
장기금융부채	1,345	1,959	1,698	1,778	1,878
기타비유동부채	73	64	91	94	98
부채총계	8,137	7,641	7,459	7,555	7,749
지배주주지분	1,797	1,675	2,205	2,333	2,497
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	86	83	83	83	83
이익잉여금	1,216	1,243	1,459	1,588	1,752
비지배주주지분(연결)	129	122	106	106	106
자본총계	1,927	1,797	2,311	2,439	2,603

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-190	-1,348	227	211	255
당기순이익(손실)	-679	26	217	128	164
비현금수익비용가감	67	54	107	90	86
유형자산감가상각비	65	66	69	85	80
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타현금수익비용	0	-1	36	4	4
영업활동 자산부채변동	302	-1,514	-127	-8	5
매출채권 감소(증가)	-156	191	233	-27	-67
재고자산 감소(증가)	-35	37	32	-6	-16
매입채무 증가(감소)	426	-601	-437	41	104
기타자산, 부채변동	67	-1,140	45	-16	-17
투자활동 현금	-156	36	63	-263	-274
유형자산처분(취득)	-62	-34	-35	-27	-29
무형자산 감소(증가)	-1	1	3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-347	104	-61	-217	-226
기타투자활동	253	-34	156	-18	-18
재무활동 현금	819	1,252	-53	45	80
차입금의 증가(감소)	808	1,234	-55	45	80
자본의 증가(감소)	-16	0	0	0	0
배당금의 지급	16	0	0	0	0
기타재무활동	27	18	1	0	0
현금의 증가	473	-59	236	-7	61
기초현금	243	716	657	893	886
기말현금	716	657	893	886	947

자료: 현대미포조선, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,967	4,652	4,181	3,472	3,632
매출원가	4,500	4,246	3,612	3,023	3,124
매출총이익	-532	406	568	449	508
판매비 및 관리비	335	340	300	243	254
영업이익	-868	67	269	206	253
(EBITDA)	-801	134	340	292	336
금융손익	11	-22	2	-15	-15
이자비용	12	26	31	32	32
관계기업등 투자손익	-1	1	0	0	0
기타영업외손익	-38	4	46	-19	-20
세전계속사업이익	-896	50	317	171	219
계속사업법인세비용	-217	24	100	43	55
계속사업이익	-679	26	217	128	164
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-679	26	217	128	164
지배주주	-633	38	216	128	164
총포괄이익	-1,330	-133	530	128	164
매출총이익률 (%)	-13.4	8.7	13.6	12.9	14.0
영업이익률 (%)	-21.9	1.4	6.4	5.9	7.0
EBITDA 마진률 (%)	-20.2	2.9	8.1	8.4	9.2
당기순이익률 (%)	-17.1	0.6	5.2	3.7	4.5
ROA (%)	-6.2	0.4	2.3	1.3	1.6
ROE (%)	-25.9	2.2	11.1	5.7	6.8
ROIC (%)	-64.5	3.1	12.0	8.6	10.8

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	-2.2	27.3	5.9	10.0	7.8
P/B	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	-1.9	10.3	4.7	5.0	3.8
P/CF		13.0	4.0	5.9	5.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-0.5	17.3	-10.1	-17.0	4.6
영업이익	적지	흑전	303.9	-23.4	23.1
세전이익	적지	흑전	535.5	-45.9	27.8
당기순이익	적지	흑전	743.3	-40.7	27.8
EPS	적지	흑전	466.0	-40.6	27.8
안정성 (%)					
부채비율	422.4	425.3	322.8	309.7	297.7
유동비율	110.9	122.0	126.1	129.9	134.1
순차입금/자기자본(x)	4.6	18.9	13.4	7.3	0.2
영업이익/금융비용(x)	-71.7	2.5	8.6	6.4	7.8
총차입금 (십억원)	5,485	5,549	5,736	5,781	5,861
순차입금 (십억원)	89	339	309	177	4
주당지표 (원)					
EPS	-31,642	1,910	10,807	6,421	8,203
BPS	89,863	83,749	110,246	116,667	124,869
CFPS	n/a	4,002	16,178	10,945	12,521
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	91.0% 9.0%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2015. 10. 1 ~ 2016. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)