

2015년 연간전망: 조선

이상과 현실의 불일치

과연 조선의 고부가가치란 무엇이었나?

Underweight(신규)

- 해양플랜트 수주 부진시기의 대응방안은 상선사업 확대이나, 수익성은 불투명
 - 한국 조선업체의 이익률 회복은 과연 가능할까?
 - 현 수준의 고정비 구조에서는 상선비즈니스를 확대해도 이익률 개선가능성은 불투명
 - 고부가가치란 High-Tech가 아닌, 높은 수익성을 좇는 것
표준선 비즈니스에 집중하고 있는 일본 조선업체의 사업모델을 따라가야 할 것. NAMURA(7014, JT)의 높은 수익성이 대표적 사례

- 조선업종 투자의견 Underweight 제시, Top Pick 없음
 - 2014년 대규모 실적악화로 인한 주가하락을 조선업종 투자기회로 판단하는 시각들이 확대되고 있으나
대규모 손실반영 이후, 낙폭과대로 인한 투자매력은 단기에 그칠 뿐, 중장기적으로 조선업종의 투자매력은 매우 낮음
 - 결국, 당사가 판단하는 조선업종 투자시기는 1)생산능력 축소, 2)선박 연료변화에 따른 발주증가가 현실화 될 때일 것
 - 투자의견 비중축소(Underweight)에 의거, Top Pick 없음

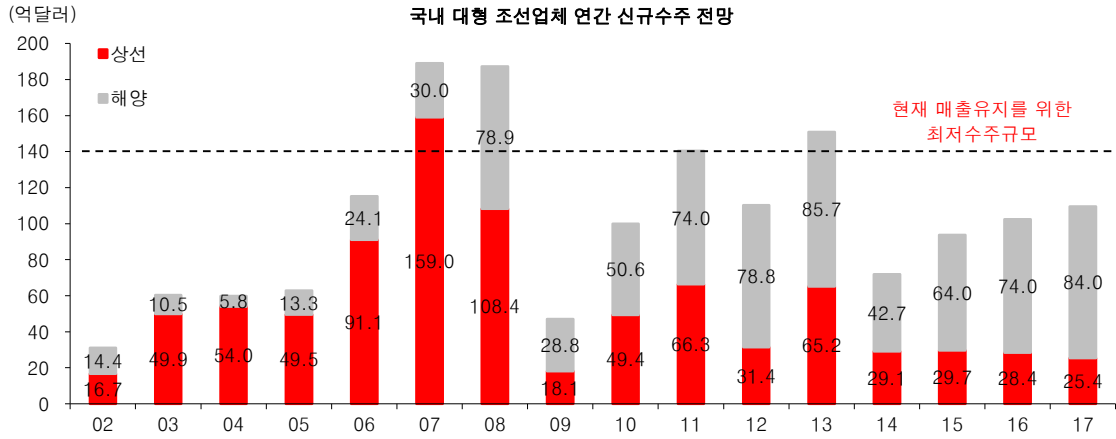
기계/조선 담당 이상우
 Tel. 368-6874
 tinycare@eugenefn.com

기계/조선 RA 정호윤
 Tel. 368-6143
 junghy@eugenefn.com



Key Chart

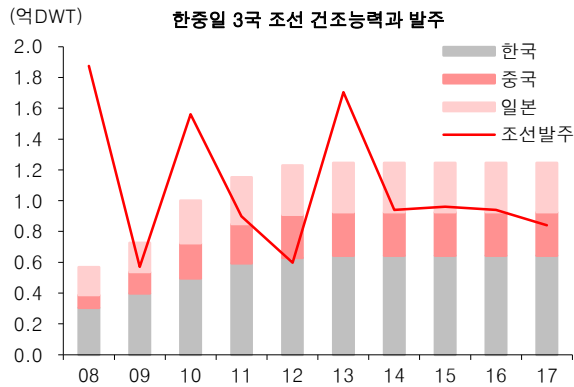
조선업의 향후 고민은 현 수준의 매출을 유지할 만큼의 발주가 가능하냐는 것임



자료: Clarksons, 유진투자증권 추정

주: 당사의 상선 및 해양시장 전망치를 상선(6사), 해양(3사)분으로 안분해 추정한 금액. 당사는 한국 조선산업의 상선시장 점유율을 25% 수준에서 유지할 것으로 가정

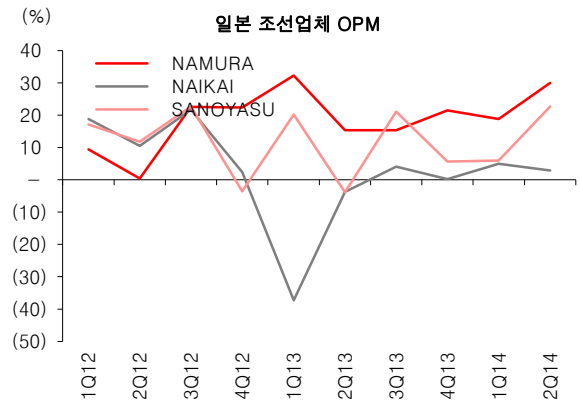
현 수준의 생산능력 유지시 설비과잉 문제발생



자료: Clarksons, 유진투자증권

주: 조선소의 위치기준이 아닌 업체기준으로 합산한 수치. 예를 들어 해외에 있는 국내업체 자회사는 한국 건조능력에 합산함

엔화약세와 함께 계속 우상향중인 이익률



자료: 각 사, 유진투자증권

Summary

한국 조선산업, 호황기에 쌓아둔 투자여력을 과용했다

- 한국 조선업에 부여된 지난 9년간의 호황기(2004~2012)를 둘로 나뉘보면, 글로벌 경기호황에 따른 발주증가기 (2005~2008)와 리만 쇼크 이후 실적호조기(2009~2012)로 구분된다. 이 중 후반기인 실적호조기의 한국 조선업은 절실히 이후 먹거리에 대한 고민을 진행했어야 했다. 하지만, 당시 모두가 내놓은 전략은 수익성을 즉시 담보할 수 없는 **신재생에너지(특히 풍력)**였다. 누구나 신재생에너지에 대해 언급할 정도로 당시 유행이던 분야에 간단히 참여결정을 내린 것은, 향후 사업 유지에 대한 절실한 고민이 투영된 결과라고 판단하기 어렵다. 당시 엄청난 이익이 확보되고 있었던 만큼, 즉흥적인 결정이 내려졌을 가능성이 크다.
- 2013년, 모처럼의 대형컨테이너선 발주증가시기에 한국 조선업체는 각각 50%이상의 주가상승을 보였다. 하지만, 이는 실적을 담보로한 것이 아닌 발주증가만으로 이뤄진 결과였다. 2014년 분기실적에서 모두 확인한 것처럼, 대규모의 공사손실충당금 적립으로 끝이 났다. 주가 역시, 타 업종과 대비해봐도 대폭락으로 연결되었을 뿐이다. 뚜렷한 캐시카우가 될 수 있는 영역을 보유하지 못한 조선업체가 수익성 위주의 수주전략을 펼치기 힘들다는 사실을 재차 확인했을 뿐이다. 따라서, 이제는 과거 쌓아뒀던 성장여력을 대부분 소진해버렸다.

일본 조선업체의 사업구조가 시사하는 점: 대형업체(종합중공업), 중소형업체(상선전문화) 중 중소형업체에 주목해야 함

- 흔히, 한국 조선업의 미래를 일본 대형 조선업체(종합중공업)에서 찾고자 하지만, 이는 오산이다. 일본 대형조선업체는 콤포넨트 기반의 기계업체(미츠비시중공업, IHI)이거나, 소비재 중심의 강한 경쟁력을 확보한 기계업체(카와사키중공업)가 하나의 사업부로 조선업을 영위하고 있을 뿐이다. 한국 조선산업도 리만쇼크 이후 일본 조선산업과 같이 콤포넨트 기반의 기계업을 확보했어야 하는 절체절명의 시기에 기존 조선/해양설비 중설과 같은 무난한 답안지를 내뱉던 것이다. 왜냐면, IMF 이전 일본 조선업체와 같이 사업다각화를 진행했으나, 수익성이 높지 않았었기 때문이며, 유압기계, 정밀부품, 자동화 등 콤포넨트 기반이 아닌 굴삭기, 주차설비와 같은 세트베이스 사업전개를 주로 진행했기 때문이다.
- 이제 주목해야 하는 것은 일본 중소형 조선업체인 NAMURA(7014.JT), SANOYAS(7022.JT), NAIKAI(7018.JT)등이다. 이 회사들의 이익률에 주목해야 한다. 흔히 일반상선은 높은 이익을 기록하기 어렵다고 알려져 있으나, 이들 업체의 **표준선** 사업전개가 불황기에 얼마나 효율적으로 사업전개가 가능한 지를 보여주는 사례다. 흔히들 일본조선업의 몰락을 표준선 확대 때문으로 언급하지만, 일본의 인건비상승, 인력의 노령화, 그리고 조선설비 특성(소형도크를 다수 확보, 지진대비목적)을 감안했을 때, 일본 조선업체는 그들 나름의 방법을 전개해나갔으며, 그 결과 일본선박의 시장은 여전히 존재한다. 일본 조선업이 사라지지 않았다는 뜻이다. 한국 조선업은 그동안 주문 생산에 익숙한 나머지 표준선 기반 영업경험이 없어, 직접 일본식의 영업전략을 채택하기 어렵다. 그리고 도크 등 생산설비도 일본과 대비해보면 너무 대형화되어있다. 또한, 한국은 어느덧 일본업체와 평균임금 비교 시(달러표시 기준)에도 매력이 없다.

투자의견 비중축소(Underweight): 조선업 투자시기, 1)설비축소, 2)선박패러다임 변화시점까지 미뤄야 할 것

- 최근의 엔화약세는 비조선부문의 경쟁력을 약화시키고 있어 조선/비조선 그 어느 분야도 미래를 낙관하기 힘들다. 이 문제는 단기간 선별수주를 통해 해결될 수준이 아니다. 이제까지 핑계처럼 언급했던 중국 등 기타국가의 설비중설이 문제가 되는 것이 아니라, 국내 생산설비의 과잉이 실질적인 부담으로 작용하고 있는 것이다. 따라서, **당사의 조선업종 의견은 국내 대형조선업체 3곳의 설비축소가 있기 전까지는 조선업종의 투자매력은 극히 떨어질 것으로 판단하며, 조선업종 투자의견 비중축소(Underweight)를 제시한다.**
- 물론, 투자의견 변동가능성은 있다. 조선업의 업종흐름을 크게 바꿔왔던 선박관련 기술/환경규정 변화 가능성이다. 과거와 같이 환경이슈(밸러스트수처리탱크, NOx, SOx등)가 아니라, 실질적인 해운선사들의 수익성 개선에 기여해줄 것으로 전망되는 **연료의 변화**다. 병커 C유에서 LNG(액화천연가스)로 변화되는 과정에서 국내 조선업체에 수주가 집중될 가능성이 있기 때문이다. 하지만, 최근의 유가하락은 해양플랜트 뿐 아니라, 언급했던 연료변화의 가능성 역시 지연시킬 것으로 판단한다. 따라서, 당사의 조선업종 투자의견은 당분간 변화될 가능성이 매우 적으며, 국내 조선업종의 투자의견은 주가상승 시마다 보수적으로 대응해야 할 것으로 판단된다.



Contents

Summary	3
0. 조선업 결론: 답답한 시장전망	6
I. 조선, Downtum 에 대한 준비는 되었는가?	7
1. 조선업, 당분간 큰 시장개선요인은 없다	
2. 과잉설비 감축, 남의 일이 아닌 우리의 현안	
3. 선종별 2015년 전망: LNG 선 외에는 정체	
4. 해양플랜트: 당분간 보수적 관점 유지	
II. 일본 조선, 한국 조선의 롤모델일 수도	26
1. 일본 조선업, 엔화약세의 훈풍을 타다	
2. 원가율 상승, 판관비 증가, 진퇴양난	
3. 이제 일본보다 더 높은 임금으로 배를 지어야 한다	
기업분석	33
한진중공업 (097230.KS)	
현대중공업 (009540.KS)	
대우조선해양 (042660.KS)	
현대미포조선 (010620.KS)	
두산엔진 (082740.KS)	



0. 조선업 결론: 답답한 시장전망

한국 조선업에 부여된 지난 9년간의 호황기(2004~2012)를 둘로 나뉘보면, 글로벌 경기호황에 따른 발주증가기 (2005~2008)와 리만쇼크 이후 실적호조기(2009~2012)로 구분된다. 이 중 후반기인 실적호조기의 한국 조선업은 절실히 이후 먹거리에 대한 고민을 진행했어야 했다. 하지만, 당시 모두가 내놓은 전략은 수익성을 즉시 담보할 수 없는 “신재생에너지(특히 풍력)”였다. 누구나 신재생에너지에 대해 언급할 정도로 당시 유행이던 분야에 간단히 참여결정을 내린 것은, 향후 사업 유지에 대한 절실한 고민이 투영된 결과라고 판단하기 어렵다. 당시 엄청난 이익이 확보되고 있던만큼 즉흥적인 결정이 내려졌을 가능성이 크다.

흔히, 한국 조선업의 미래를 일본 조선업에서 찾고자 하지만, 이는 지나친 오산이다. 일본 조선업체는 콤포넌트 기반의 기계업체이거나(미즈비시중공업, IHI), 소비자 중심의 강한 경쟁력을 확보한 기계업체(카와사키중공업)가 하나의 사업부로 조선업을 영위하고 있을 뿐이다. 즉, 우리와는 매출비중 및 이익기여도에서 큰 차이를 보인다. 앞에서 언급한 것처럼, 한국 조선업도 일본 조선업과 같이 콤포넌트 기반의 기계업을 확보해야하는 절체절명의 시기에 기존 조선/해양설비 증설과 같은 무난한 답안지를 내뱉던 것이다. 그 결과, “저가수주→수익성악화→선별수주→수주잔고부족→저가수주”라는 악순환의 고리를 끊기가 어려워졌다.

2013년, 모처럼의 대형컨테이너선 발주증가시기에 한국 조선업체는 각각 50%이상의 주가상승을 보였다. 하지만, 이는 실적을 담보한 것이 아닌 발주증가만으로 이뤄진 결과였다. 특히 현대중공업이 보여줬던 강한 수주의 결과는 2014년 분기실적에서 모두 확인한 것처럼, 대규모의 공사손실충당금 적립으로 끝이 났다. 주가 역시, 타 업종과 대비해봐도 대폭락으로 연결되었을 뿐이다. 뚜렷한 캐시카우가 될 수 있는 영역을 보유하지 못한 조선업체가 수익성 위주의 수주전략을 펼치기 힘들다는 사실을 재차 확인했을 뿐이다.

최근의 엔화약세는 비조선부문의 경쟁력을 약화시키고 있어 조선/비조선 그 어느 분야도 미래를 낙관하기 힘들다. 이 문제는 단기간 선별수주를 통해 해결될 수준이 아니다. 이제까지 핑계처럼 언급했던 중국 등 기타국가의 설비증설이 문제가 되는 것이 아니라, 국내 생산설비의 과잉이 실질적인 부담으로 작용하고 있는 것이다. 따라서, **당사의 조선업종 의견은 국내 대형조선업체 3곳의 설비축소가 있기 전까지는 조선업종의 투자매력은 극히 떨어질 것으로 판단하며, 업종 투자의견 비중축소(Underweight)를 제시한다.**

물론, 투자의견 변동가능성은 있다. 조선업의 업종흐름을 크게 바꿔왔던 규정변화에 달려있다. 과거와 같이 환경이슈(벨러스트수처리탱크, NOx, SOx등)가 아니라, 실질적인 해운선사들의 수익성 개선에 기여해줄 것으로 전망되는 **연료의 변화**다. 벙커C유에서 LNG(액화천연가스)로 변화되는 과정에서 국내 조선업체에 수주가 집중될 가능성이 있기 때문이다. 하지만, 최근의 유가하락은 해양플랜트 뿐 아니라, 언급했던 연료변화의 가능성 역시 지연시킬 것으로 판단한다. 따라서, 당사의 조선업종 투자의견은 당분간 변화될 가능성이 매우 적으며, 국내 조선업종의 투자의견은 주가상승 시마다 보수적으로 대응해야 할 것으로 판단된다.

따라서, 조선업종 Top Picks는 제시하지 않는다.



I. 조선, DOWNTURN에 대한 준비는 되었는가?

1. 조선업, 당분간 큰 시장개선요인은 없다

조선업종은 2013년의 컨테이너/벌크 호황기가 재차 도래할 것으로 보지 않는다. 보통 2~3년 주기의 조선 발주 트렌드라는 것이 있지만, 2013년 기대 이상의 발주증가로 인해 향후 발주여력을 상당수 상실했기 때문이다. 또한, 2014년부터 부정적인 모습이 나타나고 있는 드릴링 시장 또한 개선까지는 상당한 시일이 필요할 것으로 전망한다. 즉, 단기로 LNG선 등의 발주가 집중된다 하더라도, 발주증가의 수혜를 대부분의 조선 업체가 누릴 정도의 규모에는 못미칠 것으로 전망한다.

도표 1 조선시장은 FLNG 발주를 가정해도 시장규모는 현 수준과 유사할 것으로 전망

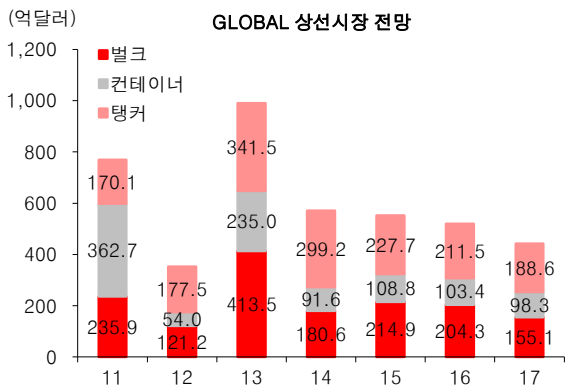
연도 (억달러)	조선 계	상선 계	벌크			컨테이너					해양 계	드릴링	생산
			VLCC	LNGC	PC	LPGC	CHEMICAL						
2001	258.3	258.3	32.9	88.3	137.0	100.4	1.7	27.2	4.3	3.4	0.0		
2002	310.9	267.7	79.3	62.6	125.7	73.8	25.8	18.4	1.5	6.2	43.2		43.2
2003	788.5	757.1	141.7	341.4	274.0	195.5	23.7	41.9	4.0	9.0	31.4		31.4
2004	930.0	912.7	172.3	341.6	398.8	195.3	129.8	51.4	9.0	13.3	17.3		17.3
2005	1,036.4	996.5	192.0	417.3	387.2	186.1	101.1	60.4	18.8	20.9	40.0		40.0
2006	1,737.1	1,664.9	359.5	421.2	884.2	594.0	102.1	130.4	20.0	37.6	72.3		72.3
2007	2,759.7	2,669.7	1,350.7	807.6	511.4	334.0	52.5	74.8	0.0	50.2	89.9		89.9
2008	1,973.2	1,736.6	919.0	303.4	514.1	427.1	11.8	58.1	4.1	13.0	236.6	126.0	110.6
2009	424.6	338.1	228.9	15.0	94.3	83.3	0.0	6.7	1.1	3.2	86.5	12.0	74.5
2010	1,079.2	927.3	592.7	108.3	226.3	194.9	9.3	14.9	5.6	1.5	151.9	48.0	103.9
2011	990.7	768.6	235.9	362.7	170.1	50.3	90.9	23.7	3.8	1.3	222.1	196.0	26.1
2012	589.1	352.6	121.2	54.0	177.5	66.2	68.2	32.8	9.8	0.5	236.4	130.0	106.4
2013	1,247.2	990.1	413.5	235.0	341.5	172.6	71.0	68.8	27.3	1.9	257.1	138.0	119.1
2014(F)	699.3	571.3	180.6	91.6	299.2	116.1	118.4	20.4	29.2	15.0	128.0	68.0	60.0
2015(F)	743.5	551.5	214.9	108.8	227.7	69.7	88.3	27.4	32.3	10.0	192.0	72.0	120.0
2016(F)	741.2	519.2	204.3	103.4	211.5	69.7	87.9	20.0	23.8	10.0	222.0	72.0	150.0
2017(F)	694.0	442.0	155.1	98.3	188.6	69.7	58.3	33.4	19.8	7.5	252.0	102.0	150.0

자료: Clarksons, 유진투자증권 추정



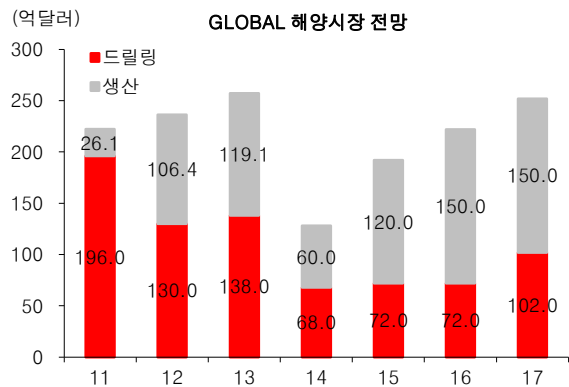
2015년 이후 조선업황은 1)LNG선의 발주호조, 2)생산플랜트의 발주증가 정도로 예상할 수 있다. 하지만, 생산플랜트 발주증가의 기저에는 유가 등 에너지자원의 투자매력이 있다는 가정이 있어야 하지만, 현재와 같은 유가하락은 생산플랜트 발주증가 역시 상당히 낙관적인 예상일 수 밖에 없다는 점을 명심해야 한다. 또한, 중형선 부문의 LPG선, 화학제품운반선 등 니치마켓 선종의 발주는 당분간 견조할 것으로 판단되나, 글로벌 조선업체간의 과당경쟁은 니치마켓에서도 나타나고 있다. 즉, 어떤 선종에서도 수익성을 담보하고 있지 못한 상황이다.

도표 2 글로벌 상선시장은 평이한 수준일 것



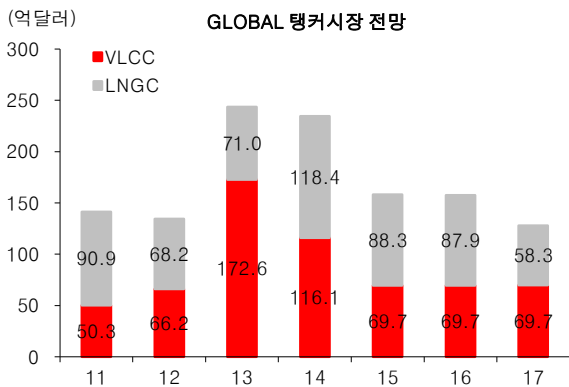
자료: Clarksons, 유진투자증권 추정
주: 탱커에는 VLCC, PC, LNGC, LPGC, CHEMICAL이 포함됨

도표 3 해양시장 중 드릴링은 당분간 부진할 것



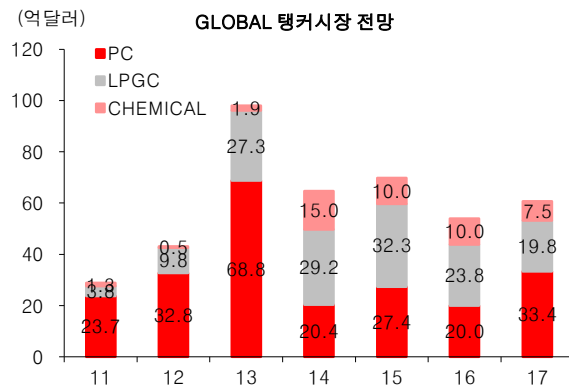
자료: Clarksons, 유진투자증권 추정
주: 드릴링(드릴십/리프), 생산(FPSO, FLNG, 기타생산설비)를 포함해 산출

도표 4 LNG선 시장은 향후 2년간 견조할 것으로 전망



자료: Clarksons, 유진투자증권 추정

도표 5 2013년 PC선의 과도한 발주



자료: Clarksons, 유진투자증권 추정

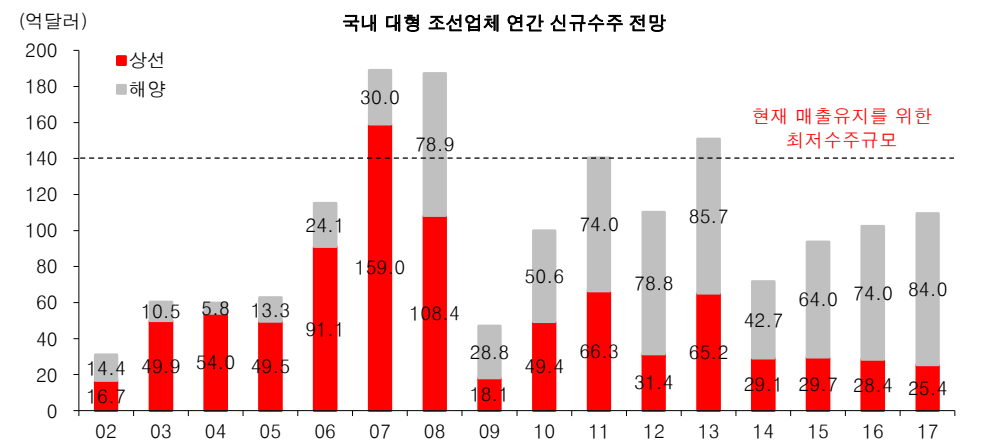


2. 과잉설비 감축, 남의 일이 아닌 우리의 현안

조선업종의 발주주기가 2~3년임에도 불구하고, 당분간 한국 조선업종의 투자 의견을 중기적으로도 부정적으로 바라보는 부분은 바로 **과잉설비**다. 대형업체 기준으로 약 15조원 수준의 연간매출을 유지하기 위해서도 최소 연간 **140억달러**의 신규수주가 필요하나, 당사는 향후에도 이 수준의 신규수주를 기록하기에는 어려움이 있을 것으로 판단하기 때문이다.

리만쇼크가 발생하기 이전, 중국뿐 아니라, 한국 조선업체들의 증설도 이어졌다. 2006~2008년의 신규수주는 향후 3~4년간의 먹거리를 확보하고도 남았기 때문이다. 설비투자가 이뤄지고 난 후 2009~2010년의 수주부진에도 한국 조선업은 크게 문제가 없었다. 2013년까지의 일감이 확보되어 있었기 때문이다. 2011년 컨테이너선 발주 증가 등으로 큰 문제없이 넘어간 한국 조선업종의 위기는 2012년 발생했다. 상선업황이 급격히 축소(전년도의 컨테이너선 발주가 비정상적으로 많았기 때문에)된 것뿐 아니라, 해양플랜트 발주도 저조했기 때문이다. 이 당시 발주되었던 해양플랜트(호주 ICHTHYS CPF)의 수주전은 한국업체간의 경쟁임에도 불구하고, 과도한 가격경쟁으로 이어졌고, 2014년 삼성중공업의 실적악화의 주범이 되었다. 2012년의 수주부진은 2013년 수주잔고 부족으로 연결되었으며, 이제 상선부문의 수주경쟁 격화로 진행되며, 2014년 현대중공업의 대규모 손실로 연결되었다. 즉, 2006~2008년의 수주증가가 한국 조선업체에는 성장의 기회였을 뿐 아니라 위기를 초래한 버블시기였음에도 불구하고, 이를 대비한 어떤 전략도 보이지 않았다는 것이 현재의 위기를 자초한 셈이다.

도표 6 조선업의 향후 고민은 현 수준의 매출을 유지할 만큼의 발주가 가능한냐는 것임



자료: Clarksons, 유진투자증권 추정

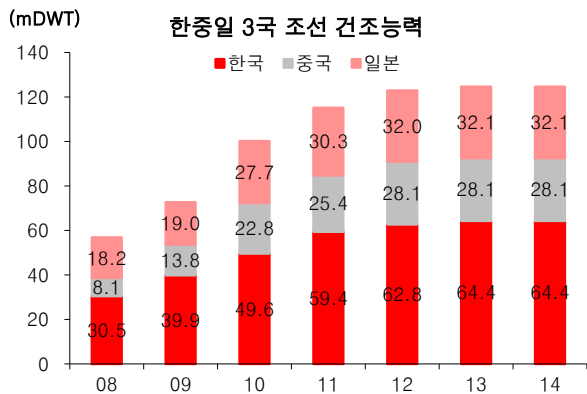
주: 당사의 상선 및 해양시장 전망치를 상선(6사), 해양(3사)분으로 안분해 추정한 금액. 당사는 한국 조선산업의 상선시장 점유율을 25% 수준에서 유지할 것으로 가정



따라서, 이제는 전향적 자세가 요구된다. 언젠간 좋아질 것이라는 낙관론은 조선업종의 악순환을 이끄는 뿐이다. 현 시점에서 중국 조선업체가 추가적인 구조조정을 진행할 것으로는 판단하지 않는다. 또한 국영조선소가 중심이 되는 중국 조선소의 구조조정속도가 빠를 것으로도 전망하지 않는다. 이제부터는 그동안 급증했던 한국 조선업체들의 생산능력에 대한 정밀점검이 요구된다. 유휴설비 및 인력의 빠른 전환배치뿐 아니라, 강도높은 구조조정이 필요하다.

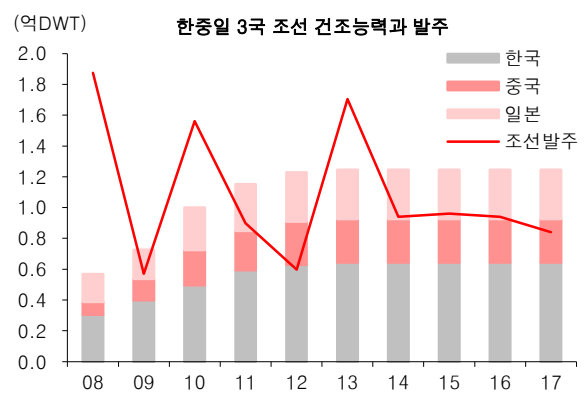
그리고, 축소된 생산능력을 최대한 이용할 수 있는 전략전개가 요구된다. 즉, 강력한 시장지배력을 통한 HIGH-LOW 양쪽을 모두 공략하는 전략이다. 이미 확보한 해양플랜트에서의 경쟁력 및 상선부문의 공격적 영업을 통한 한국 조선업체의 시장지배력 확대다. 2013년 건설업종에서 보여줬던 것처럼 해외 대형플랜트의 컨소시엄 수주전개 등과 같은 오월동주(吳越同舟) 전략 및 저가선종을 포함한 포괄적인 상선수주 확대가 요구된다. 이 전략은 한국 조선업이 강한 수익성을 확보했던 2010~2012년에 전개했어야 하지만, 실기(失機)한 셈이다. 이미 경쟁국가의 조선업은 부흥했으며, 자국수요라는 강점을 확보 중이다. 이제 고육책이다. 한국 조선업이 살아남기 위한 방안은 한국업체간의 협업을 통한 강력한 영업확대다. 한국업체의 강력한 생산능력은 그 어떤 국가보다 효율적인 원가구조를 보유 중이기 때문에 가능한 일이다.

도표 7 이제 건조능력의 부담이 현실화되고 있음



자료: Clarksons, 유진투자증권
주: 조선소의 위치기준이 아닌 업체기준으로 합산한 수치. 예를 들어 해외에 있는 국내업체 자회사는 한국 건조능력에 합산함

도표 8 현 수준의 생산능력 유지시 설비과잉 문제발생



자료: Clarksons, 유진투자증권
주: 조선소의 위치기준이 아닌 업체기준으로 합산한 수치. 예를 들어 해외에 있는 국내업체 자회사는 한국 건조능력에 합산함



3. 선종별 2015년 전망: LNG선 외에는 정체

2014년 상선발주는 전년 집중되었던 벌크선, 컨테이너선, PC선의 급격한 위축으로 대표된다. 그 결과 한국 조선업체의 발주는 전년대비 극히 부진한 상황을 보이고 있다. 반면, LNG선은 전년 이상의 발주가 예상된다. 2015년 뿐 아니라 향후에도 LNG선을 제외한 선종의 급격한 수요증가는 없을 것으로 전망한다. 이는 2011년과 같이 2013년에도 과도한 신규수주가 발생했기 때문이다.

도표 9 2014년 상선수주: LNG를 제외하면 전반적인 침체기조 유지

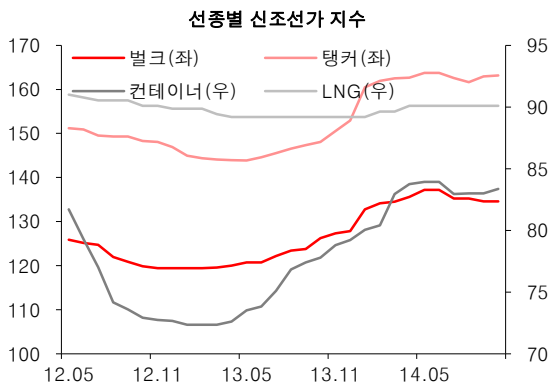
월			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	YTD	
BULK	mDWT	2012	5.1	2.2	1.9	1.4	2.3	3.2	1.0	2.7	1.0	1.0	1.0	1.0	2.6	25.4
		2013	6.5	3.0	5.4	6.7	9.3	6.0	7.7	5.6	4.6	9.5	11.2	11.7		87.4
		%전년대비	46.4%	2014	13.2	6.6	4.7	3.6	1.2	3.9	4.0	1.0	2.2	0.0	0.0	0.0
CONTAINER	mTEU	2012	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4
		2013	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.0
		%전년대비	41.2%	2014	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
TANK	mDWT	2012	1.6	0.6	1.0	0.6	2.2	0.6	0.7	0.8	0.4	1.3	0.4	3.6		13.9
		2013	2.7	3.7	1.3	3.1	1.3	2.0	0.4	3.8	1.7	2.3	3.4	11.4		37.2
		%전년대비	56.7%	2014	3.0	3.2	3.3	1.6	1.2	1.7	2.5	1.0	1.6	2.0	0.0	0.0
PC	mDWT	2012	0.2	0.5	0.7	0.4	0.4	0.3	0.7	0.5	0.2	0.0	0.0	1.1		4.9
		2013	0.8	1.7	0.3	1.0	0.7	0.6	0.1	1.0	0.5	1.7	0.9	1.1		10.3
		%전년대비	17.1%	2014	0.5	0.0	0.0	0.4	0.1	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
LNG	mCBM	2012	0.2	1.3	0.5	0.8	0.2	0.3	0.2	0.2	0.7	0.0	0.0	1.5		5.8
		2013	0.3	0.3	1.3	0.5	0.2	0.7	0.3	0.7	0.9	0.0	0.5	0.2		6.1
		%전년대비	85.8%	2014	0.0	0.8	0.0	0.0	0.9	1.0	0.8	0.0	0.5	1.2	0.0	0.0
%YoY																
BULK		2012														
		2013	28.2	36.5	190.6	378.6	307.9	86.8	665.6	107.8	374.4	828.7	1,008.9	355.8		244.4
		2014	103.5	116.5	-13.6	-46.7	-86.8	-34.9	-48.4	-81.5	-51.4	-100.0				-53.6
CONTAINER		2012														
		2013	2,044.0	214.7	2,605.2	2,047.9	739.6	163.9	101.4	1,869.9	79.5	262.4	165.2	237.8		358.4
		2014	-21.3	623.5	-23.0	-16.6	-89.0	-100.0	-89.1	-74.7	57.4	-93.5				-58.8
TANK		2012														
		2013	65.0	468.1	37.7	411.0	-38.0	249.8	-50.7	372.3	275.1	80.3	712.3	215.9		166.9
		2014	10.1	-13.1	147.1	-48.1	-14.5	-15.9	617.5	-73.1	-2.4	-16.8				-43.3
PC		2012														
		2013	395.4	224.2	-59.8	143.8	78.9	159.1	-81.6	104.6	151.0			-4.2		110.3
		2014	-34.4	-100.0	-100.0	-59.2	-81.8	-9.5	-43.4	-95.0	-94.2	-99.2				-82.9
LNG		2012														
		2013	114.8	-73.4	183.5	-35.5	0.3	117.2	110.6	335.0	36.2			-88.6		5.6
		2014	-100.0	143.3	-100.0	-100.0	450.7	52.6	120.8	-100.0	-47.6					-14.2

자료: Clarksons, 유진투자증권



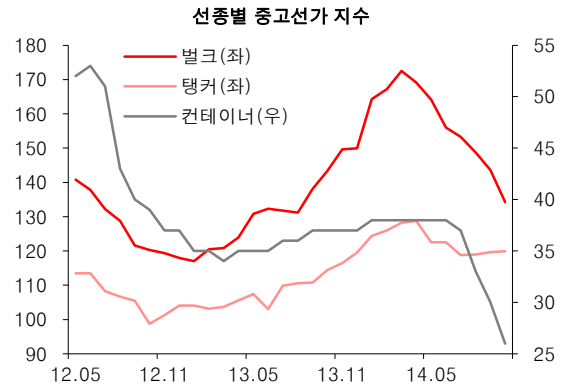
2013년과 달리, 2014년이후의 부정적인 상황은 중고선가의 부진이다. 2013년 발주증가기에 조선업종을 강하게 매수할 수 있었던 근거는 중고선가의 견조함이었다. 신조선가는 2014년에도 이미 상승한 수준을 지키고 있으나, 달라진 점은 중고선가의 부진으로, 기대수준의 신규수주로 연결되지 못한다는 점이다. 그만큼 중고선 수요를 촉발시킬만한 수준의 물동량 증가는 이뤄지지 않고있다는 것이 확인된다. 특히 컨테이너선의 중고선가가 급격히 하락하고 있는 점은, 대형선발주→선대확충→중고선매각 등 불황기의 선대확충방안의 결과인 것으로 판단한다. 즉, 원가감소라는 자구책을 위한 “생계형 발주”가 이어지는 구간에서 조선업의 수주증가는 구조적으로 쉽지 않다.

도표 10 정제된 신조선가 상승추세



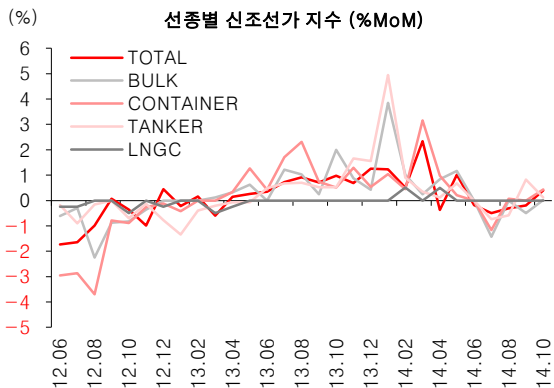
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 11 중고선가 상승없는 불황형 발주추세 확인



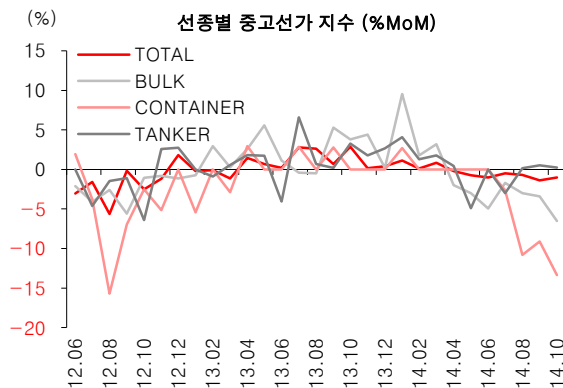
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 12 신조선가 상승추세는 아직 확인되지 않음



자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 13 컨테이너 중고선가 하락이 매우 빠름



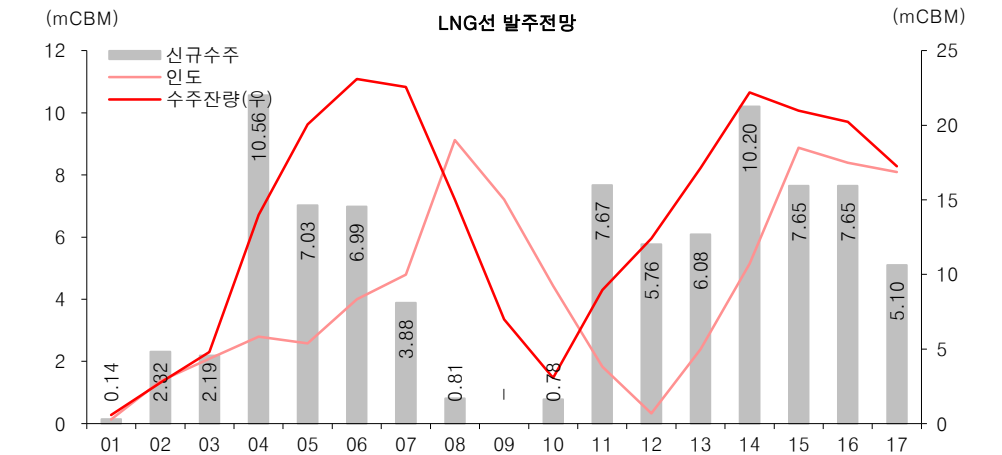
자료: Clarksons, 유진투자증권



1) LNG선

2014년 LNG선 시장은 러시아 YAMAL LNG 물량을 제외하면 전년대비 30%정도 증가한 수준(7.5mCBM)이다. 2015년 및 2016년에도 시장 규모는 엇비슷할 것으로 전망한다. 이미 모두가 알고있는 북미 셰일가스 수출이 2016년으로 예정되어 있는 것과 함께, 타 지역에서의 LNG개발 프로젝트가 순조롭게 진행될 결과다.

도표 14 LNG선 시장, 2015~2016년까지 현 상황 유지할 것



자료: Clarksons, 유진투자증권 추정

도표 15 향후 LNG선 발주전망

선종	지역	선주	발주규모			선호조선사	비고
			금액(\$억)	크기	척		
LNGC	TOTAL		113.0	(CBM)	59		
2014	ALGERIA	HYPROC	6.2	155,000	3	현대중공업	
	JAPAN	MOL	2.0	155,000	1	mitsubishi HI	AUSTRALIA ICHTHYS
	JAPAN	MITSUBISHI CORP/MITSUI & CO	20.0	180,000	10	삼성중공업(3), MITSUBISHI HI	US CAMERON
	SPAIN	GAS NATURAL FENOSA	3.5	176,000	1	NAVANTIA (SPAIN)	US SABINE PASS
	INDIA	GAIL	28.0	170,000	6	COCHIN(3?), 한/일조선사 거부중	US SABINE PASS/COVE POINT
	KOREA	KOGAS	12.0	170,000	6	대우조선해양(4), 삼성중공업(2)	US SABINE PASS
	GERMANY	E.ON	4.0	170,000	2	국내 빅3+STX조선해양	
	RUSSIA	GAZPROM	26.0	170,000	13		RUSSIA ICE STAR
	KOREA	JANGEUM SHIPPING	8.0	170,000	4	대우조선해양(MOU)	
	UK	BP	16.0	174,000	8	대우조선해양(MOU)	US FREEPORT
2015	RUSSIA	ALTECH GROUP	8.0	170,000	4		RUSSIA PECHORA
	RUSSIA	JAPEX	6.0	170,000	3		RUSSIA VLADIVOSTOK
	JAPAN	OSAKA GAS/CHUBU ELEC	16.0	150,000	3		US FREEPORT
	INDIA	PETRONET	8.0	160,000	4		
	INDONESIA	PERTAMINA	4.0	140,000	2		US CHENIERE CORPUS
	INDONESIA	PERTAMINA	2.0	170,000	1		FSRU
	PHILIPPINES	ROYAL DUTCH SHELL	3.0	170,000	1		PHILIPPINE BATAN GAS FSRU
	GREECE	TMS CARDIFF				대우조선해양 접촉중	
	NORWAY	JOHN FREDERIKSEN			8		

자료: 언론, 유진투자증권



LNG선은 그동안 한국조선업종에 많은 이익을 가져다준 효자선종이지만, 이제 그 역할이 점차 약화될 것으로 전망한다. 이미 중국에서도 2개의 LNG 건조조선사가 등장했으며(HUDONG ZHONHHUA, DSIC), 미국 셰일가스 수입물량 등 로컬 콘텐츠에 기반한 조선업체의 신규수주가 예상되기 때문이다. 십여년간 신규 수주가 없던 스페인의 NAVANTIA, 신규로 LNG선 건조에 뛰어든 인도의 COCHIN SHIPYARD가 대표적인 예다. 특히 인도 COCHIN SHIPYARD는 2억달러를 투자, 향후 인도 LNG선 수요에 대응하려 준비중이다.

문제는, COCHIN의 LNG선 전략에 한국의 STX조선해양이 기여할 것으로 보이는 움직임이 감지된다는 점이다. 인도 국영가스사인 GAIL은 총 9척의 LNG선을 발주 예정이며, 이 중 3척(1/3)을 인도에서 건조해야 한다는 조건을 걸고 있다. 물론, 현 시점에서 인도에서 LNG선을 건조할 경우, 납기 및 가격, 품질 그 어느 것도 보증할 수 없는 상황임은 모두가 인지하고 있다. 10월 말이던 제안서입찰에 한국/일본 조선업체 어느 곳도 참여하지 않고 있을 정도로, 로컬콘텐츠를 대응하는 전략은 어느 조선업체든 확고하다. 어려운 재무환경의 STX조선해양의 이러한 움직임은 단순히 자구노력이라 치부될지 모르지만, 성사될 경우, 중장기적으로 한국 조선업체의 LNG선 사업에 큰 부담을 가져다 줄 것으로 전망한다. 따라서, 이번 입찰마감인 12월 4일까지 어떤 움직임이 있을지에 주목해보자.

도표 16 인도 COCHIN YARD, LNG선 건조가 가능해질까?



자료: Cochin Shipyard, 유진투자증권



도표 17 GTT LNGC LICENSE 현황

COUNTRY	SHIPYARD	NEWBUILDING/REPAIR
CHINA	DALIAN SHIPBUILDING INDUSTRY CORP HUDONG ZHONGHUA JIANGNAN SHANGHAI WAIGAOQIAO NACKS (NANTONG COSCO KHI) JIANGSU RONGSHENG AVIC-DINGHENG	
JAPAN	MITSUBISHI HI (NAGASAKI) MITSUI ENGINEERING & SHIPBUILDING KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES JAPAN MARINE UNITED (UNIVERSAL) IMABARI SHIPBUILDING	
KOREA	DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE ENGINEERING SAMSUNG HI HANJIN HI HYUNDAI HI HYUNDAI SAMHO DOCKYARD STX SHIPBUILDING SUNGDOG SHIPBUILDING & MARINE ENGINEERING	
SPAIN	NAVANTIA	
TAIWAN	CSBC	
PHILIPPINES	HHIC-PHIL (SUBIC)	
JAPAN	MITSUBISHI HI (YOKOHAMA)	REPAIR
FRANCE	ARNO DUNKERQUE DAMEN BREST	REPAIR REPAIR
GERMANY	TURBO TECHNIK	REPAIR
MALAYSIA	MMHE	REPAIR
PORTUGAL	LISNAVE	REPAIR
SINGAPORE	SEMBAWANG KEPPEL JURONG	REPAIR REPAIR REPAIR
SPAIN	NAVANTIA EL FERROL NAVANTIA CADIZ	REPAIR REPAIR
UAE	DRYDOCKS WORLD	REPAIR
QATAR	NAKILAT KEPPEL OFFSHORE	REPAIR

자료: GTT, 유진투자증권



2) 컨테이너선

컨테이너선은 2013년 195만TEU가 발주되면서, 평년의 2배가 넘는 수준의 발주가 집중되었다. 그 결과 2014년 컨테이너선 발주는 예상대로 저조한 상황이다. 2015년 이후에도 많아야 연 100만TEU 수준의 수주를 전망한다. 하지만, 최근 시장에는 2015년 컨테이너선 시장이 확대될 것이라는 기대감이 존재한다. A.P.MOELLER MAERSK가 발표한 향후 150억달러 투자계획 때문이다. 현재 선가기준 150억달러는 10,000TEU급 컨테이너선 150척 규모다. 한 해에 집중해 발주될 경우, 컨테이너선 업황이 2013년과 같이 다시 개선될수 있기 때문이다. 이 뿐 아니라 G6, CKYHG 등 기존 컨테이너선 얼라이언스 뿐 아니라 2M, OCEAN-THREE 등 신규 얼라이언스의 등장이 초대형 컨테이너선 발주기대감을 키워주고 있다. 이미 인도되기 시작하는 18,000TEU 컨테이너선 뿐 아니라 최근 발주가 거론되는 20,000TEU급 컨테이너선 발주가 집중될 경우 컨테이너선 시장은 회복될 수 있지만, 당사는 이 중 상당수가 2014년 기록될 것으로 보기 때문에, 추가확대 여력은 크지 않을 것으로 전망한다.

도표 18 컨테이너선, 2~3년 주기가 향후에도 발생할지 관심

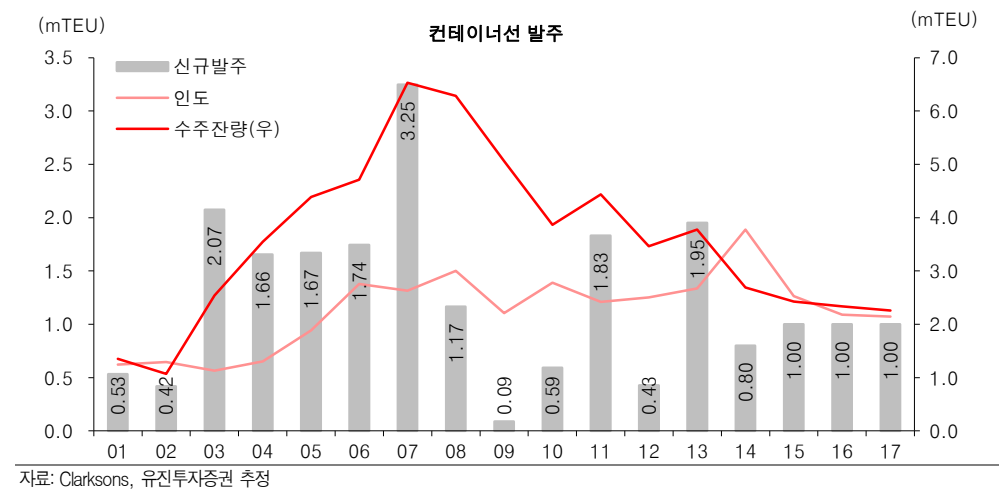


도표 19 컨테이너선, 발주기대는 MAERSK로부터

선종	지역	선주	발주규모			선호조선사	비고
			금액(\$억)	크기	척		
CONTAINER	TOTAL		203.9	(TEU)	159		
2014	CANADA	SEASpan	5.0	18,500	10	SHANGHAI YZJ	발주만 언급. 움직임 없음
	CHINA	COSCO	15.6	14,000	5	HUDONG ZHONGHUA/DSIC	중국 자국발주
	TAIWAN	EVERGREEN	15.6	8,500	10		
	US	SCORPIO	7.8	18,000	6		MSC 용선
	SINGAPORE	RICKMERS	6.0	10,000	10		
	ISRAEL	ZIM	4.5	13,000	9	삼성중공업	삼성중공업 기발주 취소 후 재발주
	JAPAN	MOL	4.0	20,000	4		G6 ALLIANCE 필요분. 중기 계획
	HONG KONG	OOCL	8.0	18,000	8		G6 ALLIANCE 필요분. 중기 계획
	GERMANY	HAPAG-LLOYD	8.0	18,000	12		G6 ALLIANCE 필요분. 중기 계획
2015	TAIWAN	EVERGREEN		18,000			발주언급
	DENMARK	A.P.MOELLER MAERSK	150.0	18,000	100		
	DENMARK	A.P.MOELLER MAERSK		3,400			

자료: 언론, 유진투자증권



3) 벌크선

벌크선은 2013년 기대와는 달리 87만DWT의 신규발주를 기록하며, 향후 발주여력을 축소시켰다. 또한 과거 증가한 CAPEX로 인한 석탄 및 철광석 생산량은 증가하고 있지만, CAPEX의 감소추세가 빠르기 때문에 향후 수요증가를 기대한 벌크선 발주증가는 다시 시간이 필요할 것으로 전망한다.

도표 20 벌크선, 수주집중은 2013년으로 종료

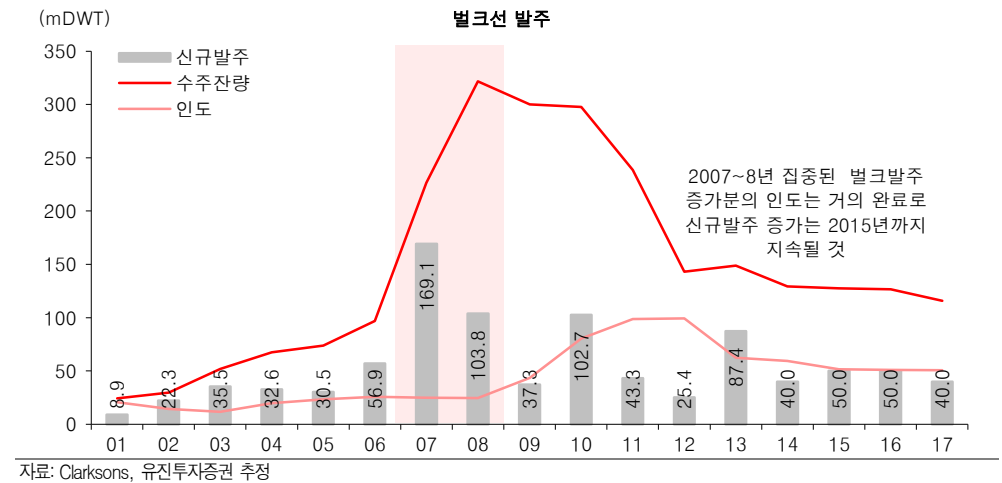
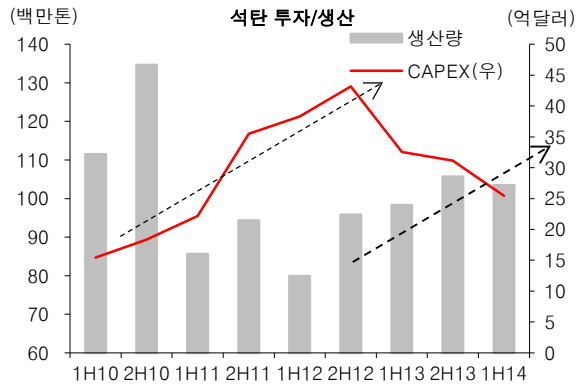
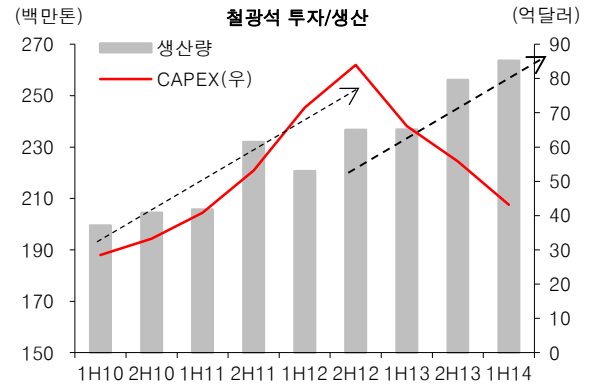


도표 21 석탄생산량은 증가하나, CAPEX는 빠르게 감소



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 생산량 및 CAPEX는 광물3사(BHP BILLITON, RIO TINTO, ANGO AMERICAN) 합산치에 근거함

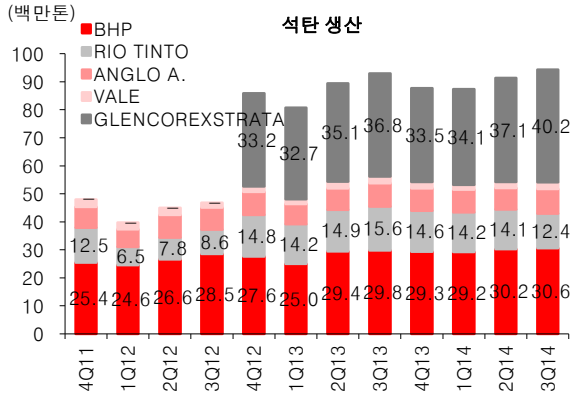
도표 22 철광석 생산증가는 몹시 빠름



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 생산량 및 CAPEX는 광물3사(BHP BILLITON, RIO TINTO, ANGO AMERICAN) 합산치에 근거함

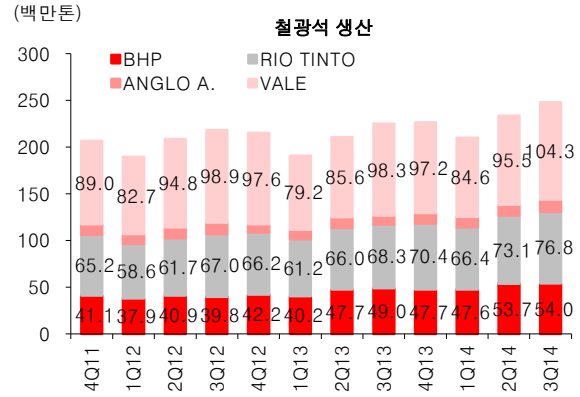


도표 23 석탄생산량은 분기별로도 증가중



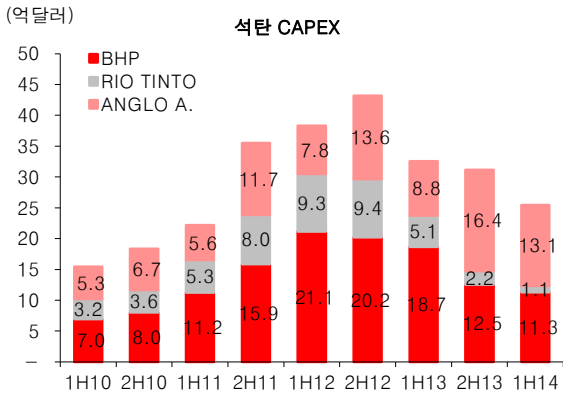
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 4Q12부터 GLENCORE와 XSTRATA의 합병으로 인한 수치상 착시임

도표 24 철광석 생산 급증은 2Q14부터임



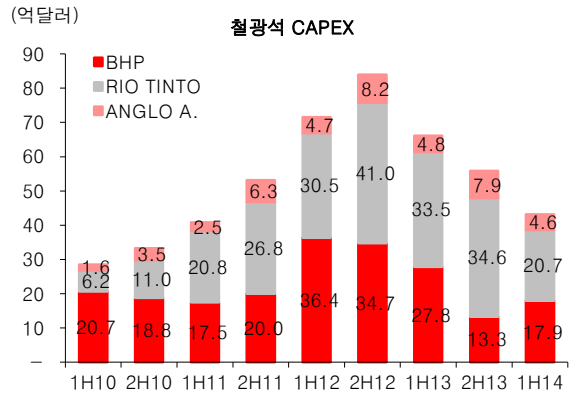
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 25 BHP, RIO TINTO등 호주 광물업체의 투자감소



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 26 RIO TINTO의 철광석 투자감소



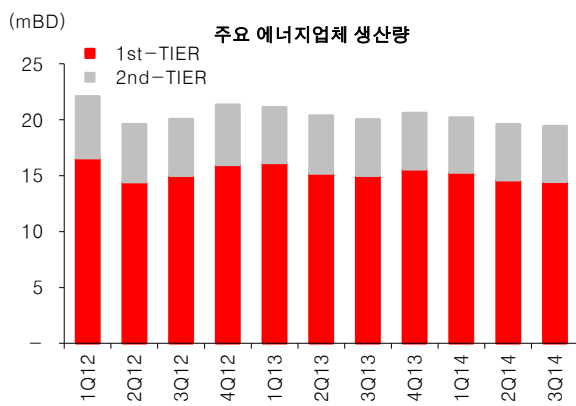
자료: 각 사, 유진투자증권



4. 해양플랜트: 당분간 보수적 관점 유지

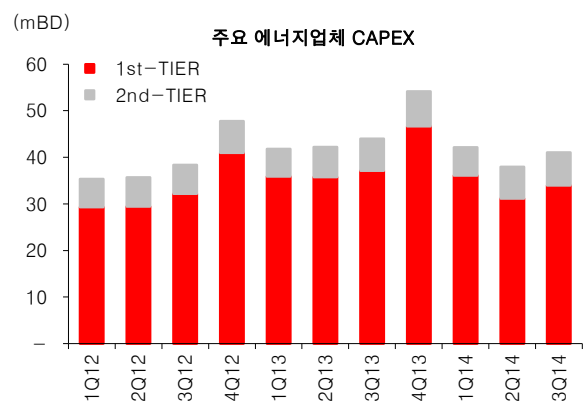
한국 조선업종의 가장 큰 우려는 **유가하락**이다. 해양플랜트의 쓰임새가 대부분 해상 가스전/유전개발이기 때문이다. 유가하락기에 굳이 개발비가 많이드는 해양개발을 하려는 의지는 강하지 않다. 또한 유가하락으로 인한 생산량은 감소추세기 때문에 현 시점에서의 투자비 증가를 원하는 에너지업체는 없다. 2014년 발생한 유가하락은 산업재, 특히 조선산업의 해양플랜트에는 부정적 영향을 미쳤다. 따라서, 에너지 개발 관련 기대감을 현 시점에서 조선업종에 부여하기는 쉽지 않다.

도표 27 생산량 감소는 1st-TIER업체에서 나타남



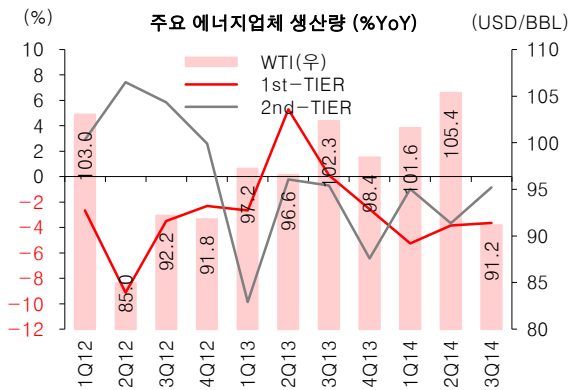
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 1st-TIER(EXXONMOBIL, SHELL, BP, CHEVRON, TOTAL 5사),
2nd-TIER(CONOCOPHILIPS, ENI, STATION 3사)의 합산치를 적용

도표 28 설비투자 역시 1st-TIER 업체가 주도함



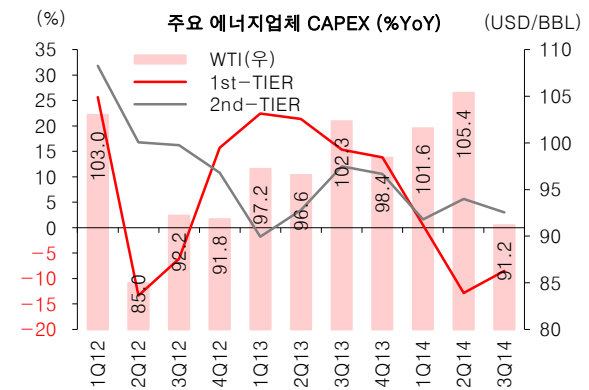
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 1st-TIER(EXXONMOBIL, SHELL, BP, CHEVRON, TOTAL 5사),
2nd-TIER(CONOCOPHILIPS, ENI, STATION 3사)의 합산치를 적용

도표 29 2013년 말부터 보이는 생산량 감소



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 1st-TIER(EXXONMOBIL, SHELL, BP, CHEVRON, TOTAL 5사),
2nd-TIER(CONOCOPHILIPS, ENI, STATION 3사)의 합산치를 적용

도표 30 2014년부터 나타난 투자감소



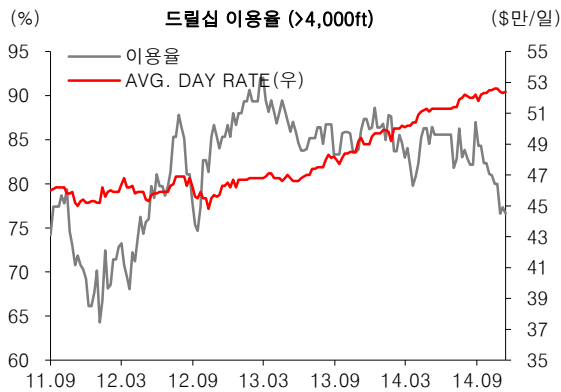
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 1st-TIER(EXXONMOBIL, SHELL, BP, CHEVRON, TOTAL 5사),
2nd-TIER(CONOCOPHILIPS, ENI, STATION 3사)의 합산치를 적용



1) 드릴십

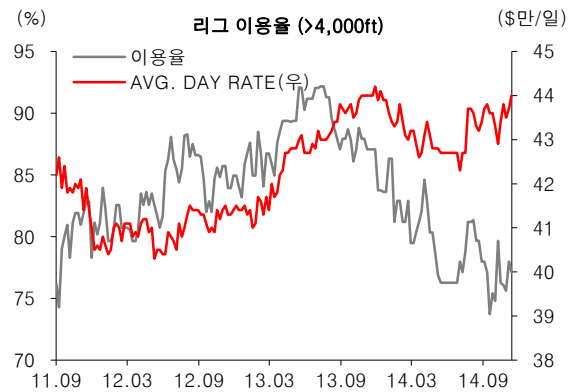
유가하락 시기에 가장 부정적인 것은 탐사 등 생산 이전단계의 비용투입이다. 장기적 유가전망이 부정적일 경우 과도한 탐사를 진행할 이유가 없기 때문이다. 당사가 주목하는 점은 심해용(수심 4천피트 이상)드릴십, 리그 이용률이 하락하고 있다는 점이다. 심해용 리그이용률이 급격히 낮아지고 있는 점은, 북해 유전/가스전의 개발동기가 약화되고 있음을 의미한다고 판단한다.

도표 31 드릴십 용선료는 지속 상승, 이용률은 하락



자료: RIGZONE, 유진투자증권

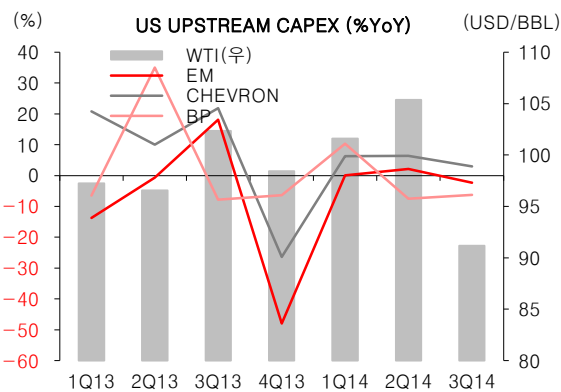
도표 32 대수심용 리그이용률 급감



자료: RIGZONE, 유진투자증권

특히 에너지업체의 신규투자를 지역별로 구분하면 상대적으로 미국 지역의 투자가 견조한 반면, 미국 이외 지역의 투자는 더욱 빠르게 감소하고 있음을 알 수 있다. 셰일가스/오일 등 미국의 비전통자원이 유가하락 시기에 더욱 큰 영향을 받을 것이라는 통념과는 달리, 해외 자원개발에 더욱 소극적인 모습을 보이고 있는 점은 해양자원 개발에는 부정적인 신호다.

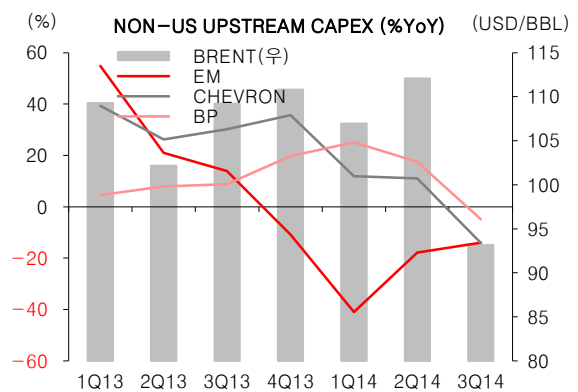
도표 33 미국 에너지업체 투자는 견조



자료: 각 사, 유진투자증권

주: 1st-TIER(EXXONMOBIL, SHELL, BP, CHEVRON, TOTAL 5사),
2nd-TIER(CONOCOPHILIPS, ENI, STATION 3사)의 합산치를 적용

도표 34 미국 이외지역 투자는 감소추세



자료: 각 사, 유진투자증권

주: 1st-TIER(EXXONMOBIL, SHELL, BP, CHEVRON, TOTAL 5사),
2nd-TIER(CONOCOPHILIPS, ENI, STATION 3사)의 합산치를 적용



이번 3Q14 실적발표에서 글로벌 1위 드릴링서비스업체인 TRANSOCEAN은 대규모 손상차손을 인식했다. 위에서 언급했던 북해지역 장기계약의 용선료 하락 및 영업권 상각이 주 이유다. 그만큼 북해지역의 자원개발 매력이 현 시점에서 높지 않음을 재차 확인가능한 대목이다.

도표 35 트랜스오션, 중장기 드릴링계약관련 대규모 충당금 반영

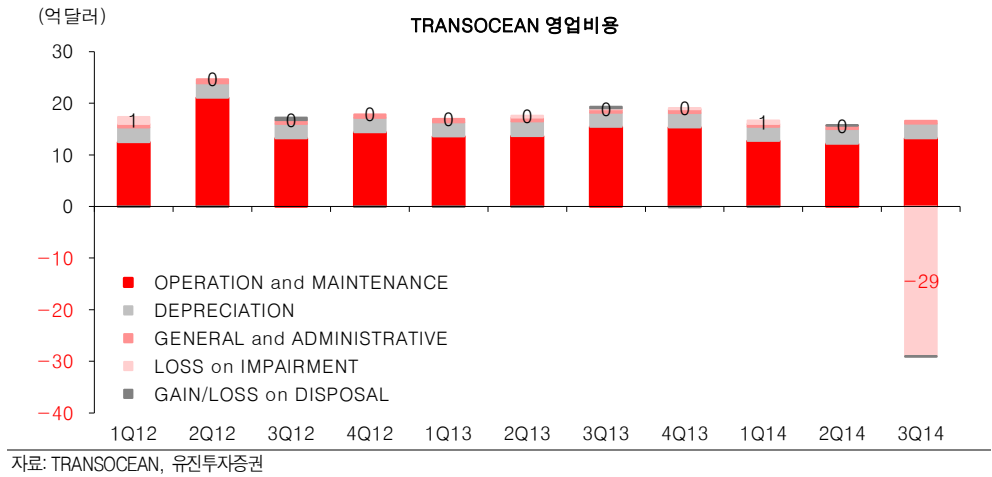


도표 36 하락중인 계약잔고

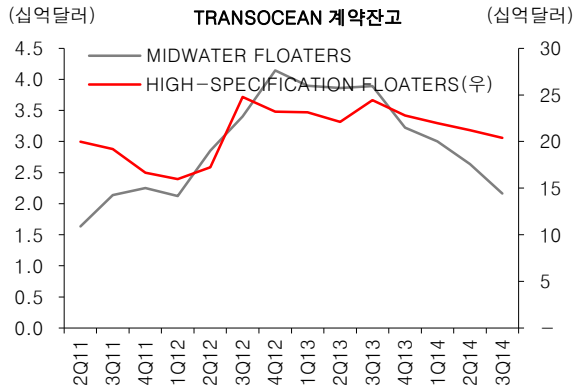
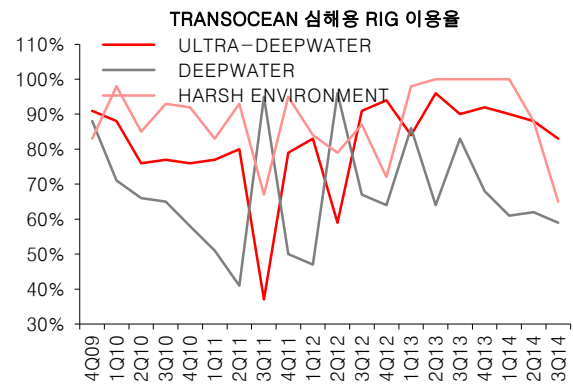


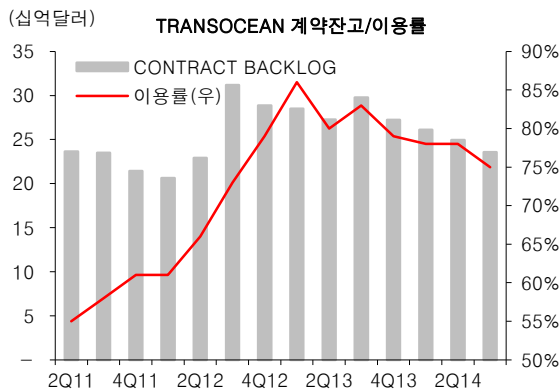
도표 37 약조건용 RIG 이용률이 빠르게 감소





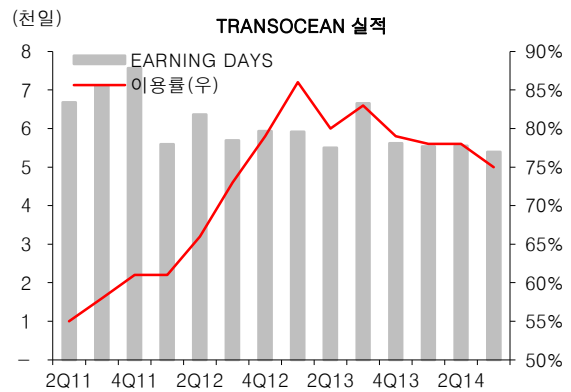
이와 같은 드릴링 관련 전방산업의 부정적 신호는 TRANSCOCEAN 뿐 아니라 주요 장비업체인 NOV의 실적에서도 확인가능하다. 물론 드릴십 수주부진에 따른 후행적 요인이지만, 증가추세던 NOV의 드릴링장비 수주잔고는 3Q14 빠르게 감소하고 있다. 신규수주가 급감한데 기인하지만, TRANSCOCEAN의 계약잔고 감소, 이용률 하락의 여파가 이미 장비업체에도 적용증임을 알 수 있다. 따라서, 당사는 드릴십 업황이 적어도 향후 2년간은 개선될 가능성이 높지 않을 것으로 전망한다.

도표 38 계약잔고 뿐 아니라 이용률도 하락추세



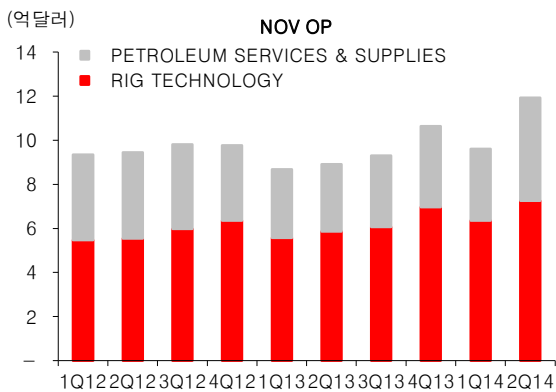
자료: TRANSCOCEAN, 유진투자증권

도표 39 EARNING DAY의 감소에 주목



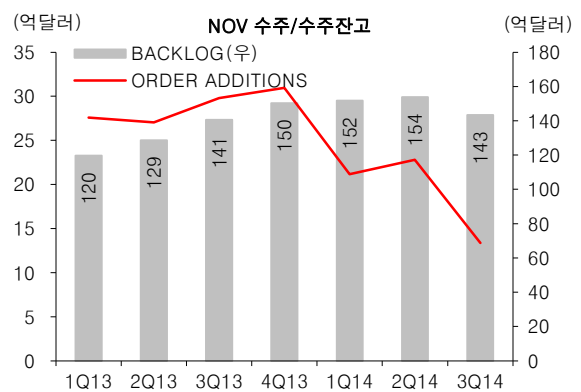
자료: TRANSCOCEAN, 유진투자증권

도표 40 현재 영업이익은 꾸준히 증가



자료: NOV, 유진투자증권

도표 41 향후 실적전망을 어렵게 하는 수주잔고 감소



자료: NOV, 유진투자증권



2) 생산설비

생산설비는 드릴링장비보다는 상황이 낫다. 그 이유는 FLNG라는 기대감이 있기 때문인데, 미국발 셰일가스를 이용하지 못하는 국가는 셰일가스 이슈가 전혀 긍정적이지 않기 때문이다. 따라서, 호주, 모잠비크 등지에서 진행중인 가스전 개발에 투입될 것으로 전망되는 FLNG시장은 상대적으로 긍정적이다.

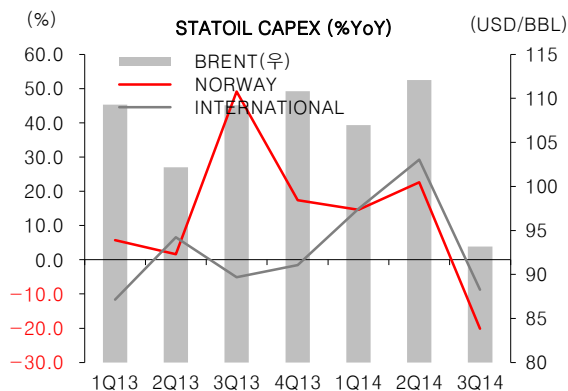
하지만, 당사의 우려사항은 노르웨이 에너지업체인 STATOIL의 실적부진이다. 2012~2013 STATOIL은 10억달러 상당의 프로젝트를 다수 발주했으며, 한국 조선업체의 수주증가에 기여했던 것이 사실이다. 북해 지역의 드릴링리그 이용률 하락과 관련된 것이겠지만, STATOIL의 부진은 부정적인 뉴스다

도표 42 STATOIL, 2013년 한국 조선업체의 수주에 크게 기여했던 업체

연도	현대중공업 (억달러)			삼성중공업 (억달러)			대우조선해양 (억달러)		
	발주처	프로젝트	금액	발주처	프로젝트	금액	발주처	프로젝트	금액
2010	ENI	GOLIAT FPSO	11.0	SHELL	PRELUDE FLNG	30.0	TOTAL	CLOV FPSO	19.1
					SHELL	MARS-B TLP		1.7	CHEVRON
2011	BP	QUAD 204	11.9	TEEKAY	PETROJARL FPSO	6.4	CHEVRON	WHEATSTONE FIXED PLATFORM	14.0
		RASGAS	BARZAN SUBSEA					9.0	
		BP	CLAIR RIDGE					6.0	
		UNKNOWN	PLATFORM					9.0	
2012	UNKNOWN	PLATFORM	4.0	STATOIL	HEIDRUN FSU	2.3	INPEX	ICHTHYS FPSO	20.0
				INPEX	ICHTHYS CPF	27.3		PETRONAS	KANOWIT FLNG
2013	STATOIL	AASTA HANSTEEN SPAR	11.0	TOTAL	EGNA FPSO	30.0	STATOIL	BRESSAY FIXED PLATFORM	15.9
	TOTAL	MOHONORD FPU	13.0				STATOIL	DAGNY FIXED PLATFORM	10.8
	TOTAL	MOHONORD TLP	7.0				ZADCO	UPPER ZAKUM PLATFORM	8.0
	CHEVRON	ROSEBANK FPSO	19.0						
2014	ENI	JANGKRIK FPU	2.5	PETRONAS	ROTAN FLNG	15.0	TENGIZCHEVOIL	TENGIZ ONSHORE PLATFORM	27.0
	ADNOC	NASR OFFSHORE	19.4						
	HESS E&P	BERGADING	7.0						

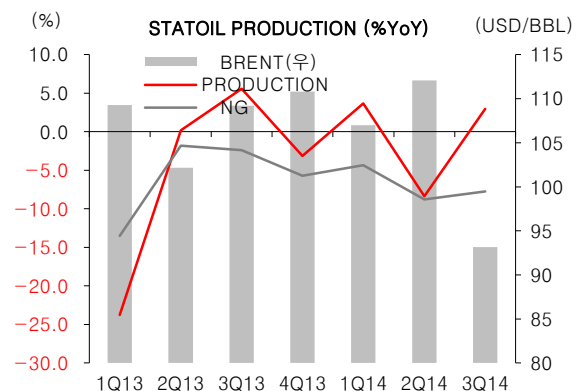
자료: 언론, 유진투자증권

도표 43 전 지역에서의 투자축소



자료: STATOIL, 유진투자증권

도표 44 유가하락에도 생산량은 증가추세



자료: STATOIL, 유진투자증권



3) FLNG

한국 조선업체에 조금이나마 기대하는 점은 FLNG의 빠른 현실화다. 2010년 SHELL PRELUDE, 2012년 PETRONAS KANOWIT, 2014년 PETRONAS ROTAN 등 현재 3기의 FLNG가 건조중이다. 전에 언급했던 해양가스전의 MONETIZATION 방법론 중 가장 현실적인 방안은 FLNG의 투입이다. 따라서, PETRONAS가 계획한 것과 같은 중소규모 해양가스전 개발이 점차 확대될 것으로 전망한다. 하지만, 모든 계약은 유가에서 시작된다. 최근과 같은 유가하락구간에서는 중소규모 가스전의 개발유인이 적기 때문이다.

신규 FLNG 수요로 파악되는 육상천연가스 액화기지의 해양전개 또한 기대된다. 북미지역의 천연가스 수출은 이미 예견되고 있기 때문에, EPC 업체 중심의 북미 지역 가스액화 플랜트 사업전개가 활발하지만, 육상공사보다 공기/비용절감이 가능한 FLNG가 기술적으로도 이미 현실화단계기 때문이다.

따라서, 향후 국내 조선업체의 투자판단은 FLNG 계약을 얼마만큼 성사시키는지에 달려있다. 대형 FLNG의 경우 드릴십 5기 수준의 계약규모기 때문에, 드릴링장비 발주부진 영향을 상당히 상쇄시킬 수 있는 힘을 지니고 있기 때문이다.

도표 45 발주전망 FLNG 프로젝트

발주	지역	발주처	규모			선호조선사	비고
			금액(\$억)	용량	기		
	TOTAL		315	(mtpa)	10		
2014	미국	EXCELERATE ENERGY	15.0	8.8	1	삼성중공업	PORT LAVACA BAY
	인도네시아	SHELL/INPEX	30.0	2.5	1	삼중/현중	ABADI
	호주	GdF SUEZ/SANTOS	20.0	3.0	1		BONAPARTE. 취소
2015	호주	PTTEP	20.0	2.0	1	대우조선해양	CASH MAPLE
	이스라엘	NOBLE ENERGY	30.0	3.5	1	현대중공업/삼성중공업/대우조선해양	LEVIATHAN
	적도기니	OPHIR ENERGY	20.0	3.0	1	삼성중공업	BLOCK R
	호주	EXXONMOBIL/BHP BILLITON	55.0	7.0	1		SCARBOROUGH
	호주	CONOCOPHILIPS	75.0	3.9	2	삼성중공업/대우조선해양	
	호주	SHELL/WOODSIDE	90.0	12.0	3	삼성중공업	BROWSE
	모잠비크	ENI	25.0	2.4	1	현대중공업/삼성중공업/대우조선해양	MAMBA

자료: 언론, 유진투자증권

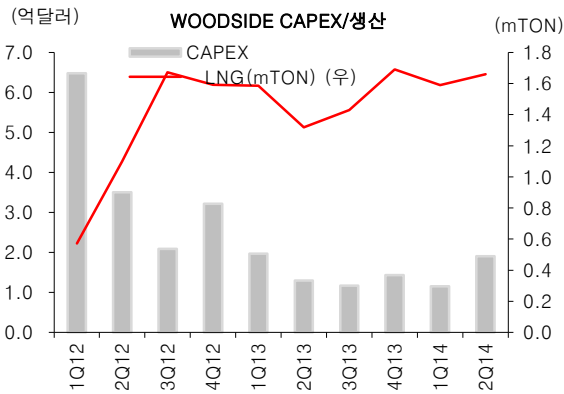


도표 46 FLNG, 국내 조선업체의 해양사업의 희망



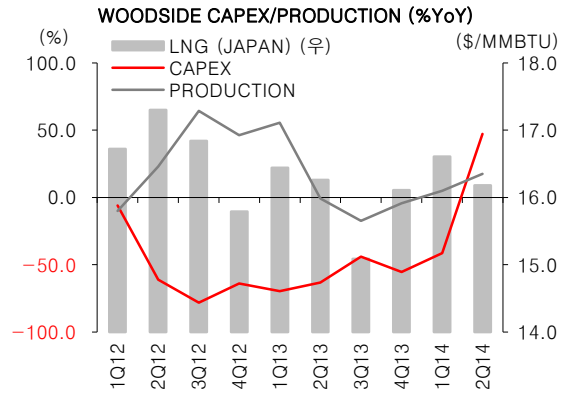
자료: 유진투자증권

도표 47 호주 가스업체의 CAPEX는 다시 증가추세



자료: WOODSIDE, 유진투자증권

도표 48 가스가격 하락에도 불구하고, CAPEX는 증가



자료: WOODSIDE, 유진투자증권

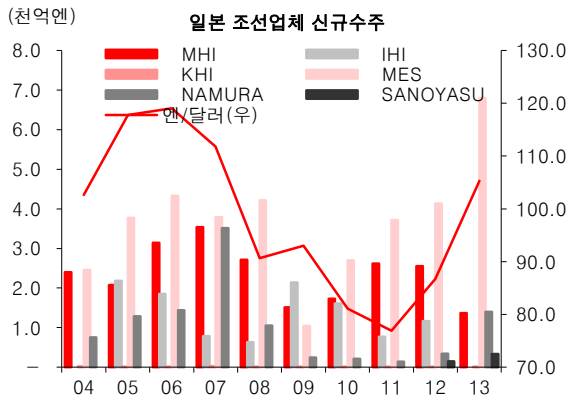


II. 일본 조선, 한국 조선의 롤모델일 수도

1. 일본 조선업, 엔화약세의 혼풍을 타다

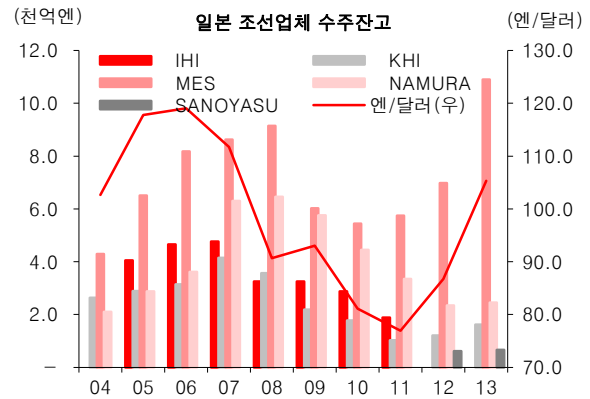
일본 조선업은 모두가 끝났을 것으로 예상했으나 실제로는 2013년 이후 회복을 확인중이다. 가장 중요한 변화는 엔화약세에 따른 해외 수주경쟁력 증가다. 한국 조선업체가 담당하지 않는 중소형 선박에 집중하다 보니 국내에서는 일본 조선업체의 실적에 큰 관심을 기울이지 않지만, 최근 일본 조선업체의 수주 및 수주잔고 증가세는 매우 빠르다. 특히 대형업체보다는 중소형 선박을 주로 건조하는 NAMURA, NAIKAI, SANOYASU 등의 업체들의 실적증가는 흥미롭다

도표 49 엔화 약세 효과는 수주증가로 연결



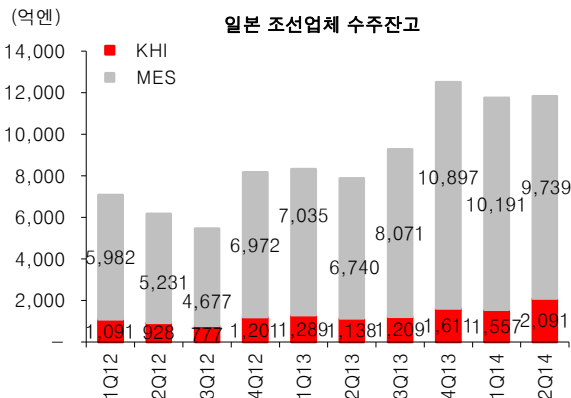
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 50 아직 본격적인 매출증가구간이 아님



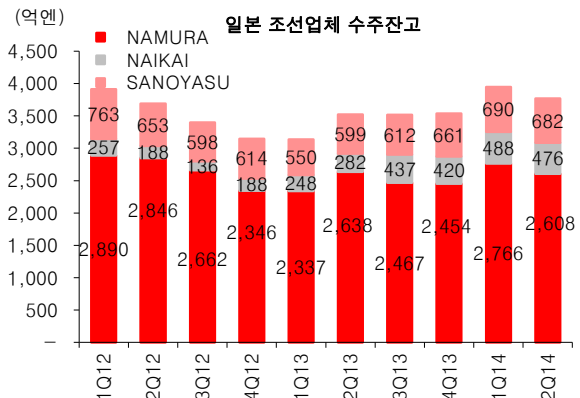
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 51 MES의 수주잔고 증가가 가장 빠름



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 52 중소형 선박의 수주증가가 빠름



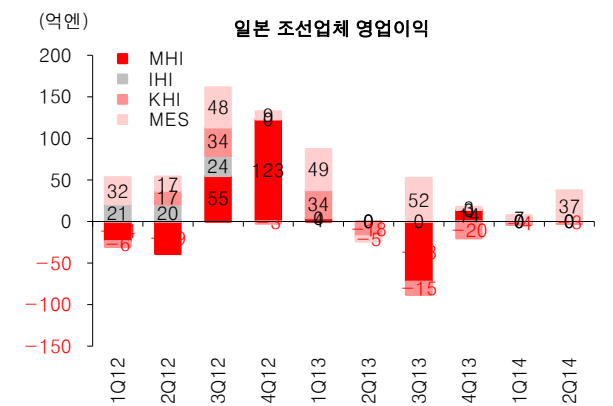
자료: 각 사, 유진투자증권



일본 조선업체들은 엔화 약세 효과로 이익의 증가가 확인되고 있다. 특히 대형업체들이 2014년에도 이익개선 속도가 느린 것과는 달리, 중소형 업체들은 2012년부터 이익증가를 기록 중이다. 과거 엔 강세구간에 수주했던 선박관련 총당금 환입이 이뤄지고 있기 때문과 함께, 매출증가에 따른 고정비감소효과가 맞물린 결과다. 현재 중소형 일본 조선업체는 두자리대의 영업이익률을 기록 중이며, NAMURA의 경우, 30%대의 경이로운 영업이익률을 기록 중이다.

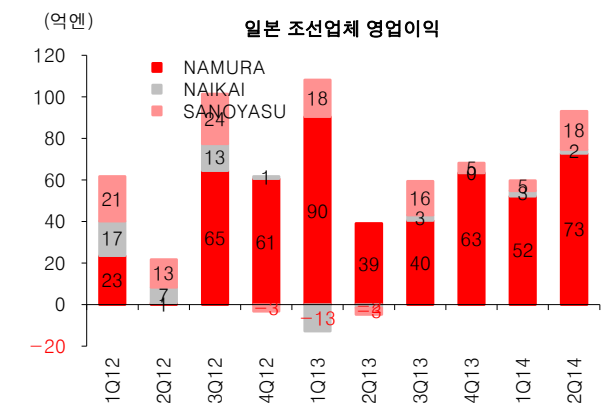
당사는 NAMURA의 실적에서 한국 조선업체의 나아갈 방향이 여기에 있다 판단한다. 즉, 뻗은 선박임에도 연속건조 및 강한 수주경쟁력/원가경쟁력에 기반한 사업전개시 이익확보 방안이 충분하다는 것이다.

도표 53 대형업체의 이익개선은 시간이 걸릴 것



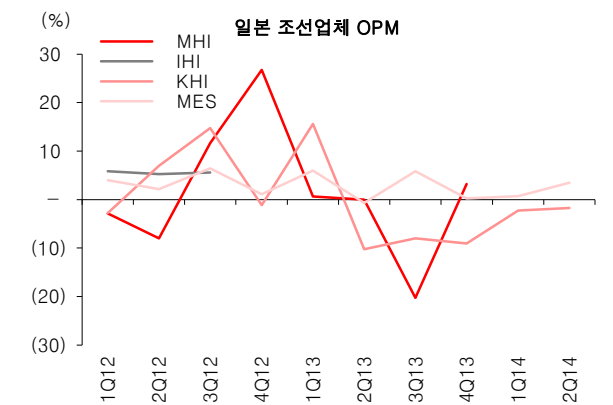
자료: 각 사, 유진투자증권
주: IHI, MHI는 2013, 2014년부터 각각 조선부문 실적이 별도로 공개되지 않음

도표 54 중소형업체의 이익증가는 이미 현재진행형



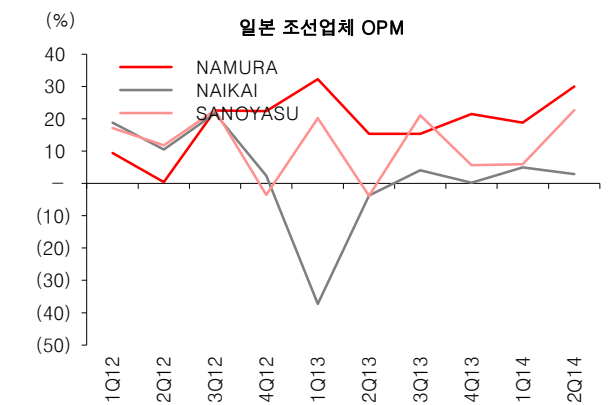
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 55 대형업체는 아직 실적개선효과까지는 이른 상황



자료: 각 사, 유진투자증권
주: IHI, MHI는 2013, 2014년부터 각각 조선부문 실적이 별도로 공개되지 않음

도표 56 엔화약세와 함께 계속 우상향중인 이익률

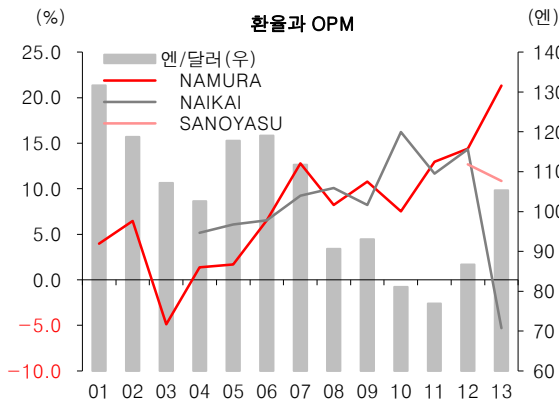


자료: 각 사, 유진투자증권



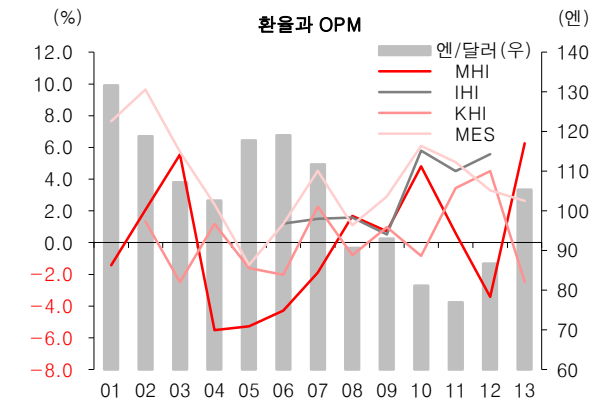
조선업종은 대부분 수출로 매출이 계상되기 때문에, 자국통화 약세는 실적증가의 중요한 역할을 담당한다. 보통 매출은 달러로, 원가는 자국통화로 계상되기 때문이다. 따라서, 환율세구간에서의 이익개선이 가능하다. 한국 조선업체들도 과거 2008~2012 원화약세 구간에서 높은 이익을 구가한바 있으나, 아쉽게도 이번은 한국의 차례가 아닌 일본의 차례인 것으로 판단된다. 한국 조선업체들은 이제 과도한 생산설비에 따른 저가수주의 반복으로 환율효과가 아닌 수주시점부터 이익을 내기가 쉽지 않아졌기 때문이다.

도표 57 중 소형 일본 조선사들의 마진율에 주목



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 58 대형 조선사들도 이익률 개선



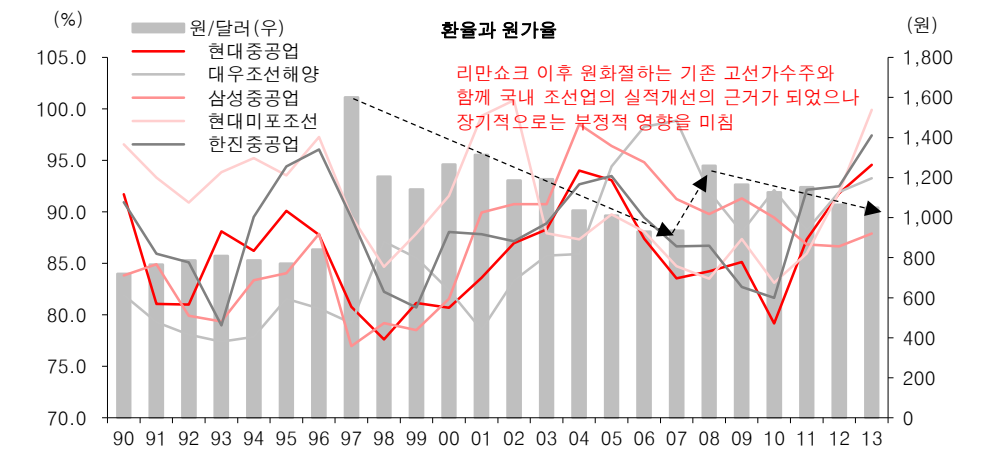
자료: 각 사, 유진투자증권



2. 원가율 상승, 판관비 증가. 진퇴양난

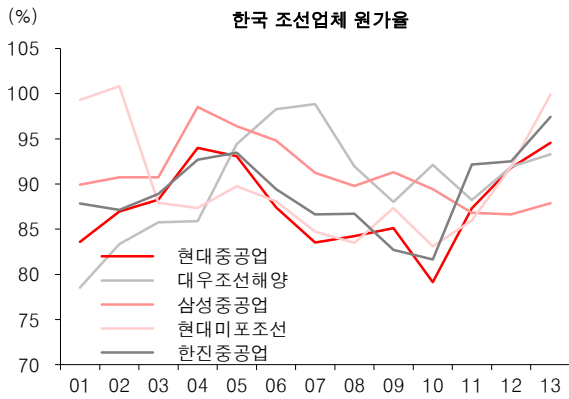
한국 조선업종은 원화약세구간에서 강한 실적을 구가했으나, 현재의 원화강세를 넘어가기 버거운 모습을 보인다. 수주잔고 부족에 따른 저가수주로 인한 원가율 상승 및 생산물량 증가에 따른 추가원가투입이 이뤄지고 있으며, 원가통제 관련 판관비 증가도 함께 나타나고 있기 때문이다. 이런 상황에서도 과거 높은 이익을 기록했던 이유는 고선가물량의 매출인식구간에서 원화약세가 함께 나타난데 따른 착시다.

도표 59 환율수혜, 경쟁력으로 오인했었다



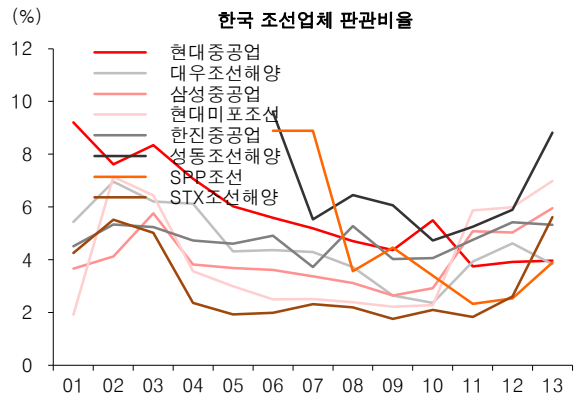
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 60 어느 업체 할 것 없는 원가율 상승



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 61 판관비율도 함께 증가 중

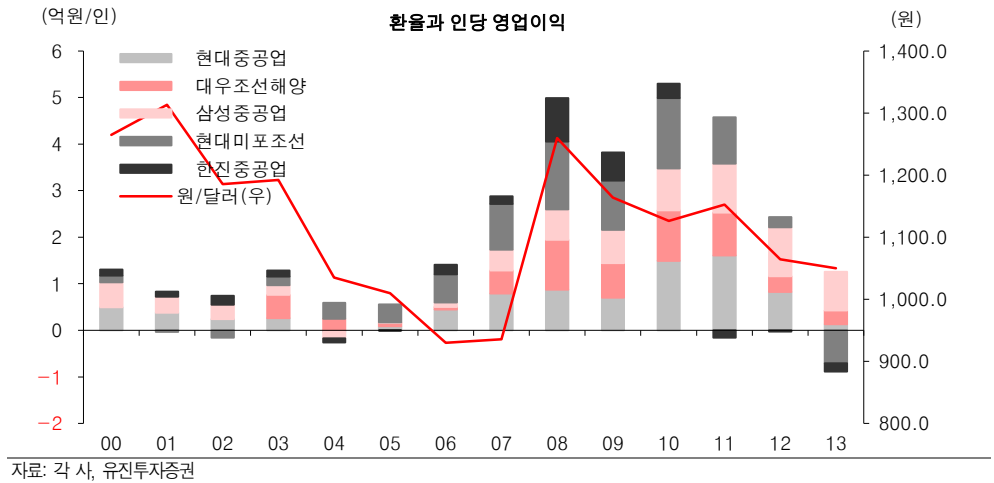


자료: 각 사, 유진투자증권



원화약세 구간에서 구가한 높은 이익률은 원화절상으로 인해 모두 해소된 상황이며, 다시 과거와 같은 달러 당 1,200원 수준의 환율을 기대하긴 어렵다. 또한 저가수주는 여전히 해소되지 않은 상황이다. 환율과 같은 외부변수를 논하기 이전, 수주시점의 단가가 얼마나 수익성이 있는지를 확인하기 이전에는 영업이익에 대한 결론을 내리긴 힘들 것으로 전망한다.

도표 62 국내 조선업체, 환율 영향을 길게 봤다.

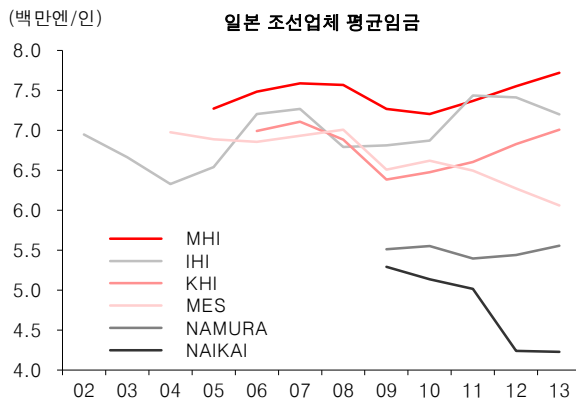




3. 이제 일본보다 더 높은 임금으로 배를 지어야 한다

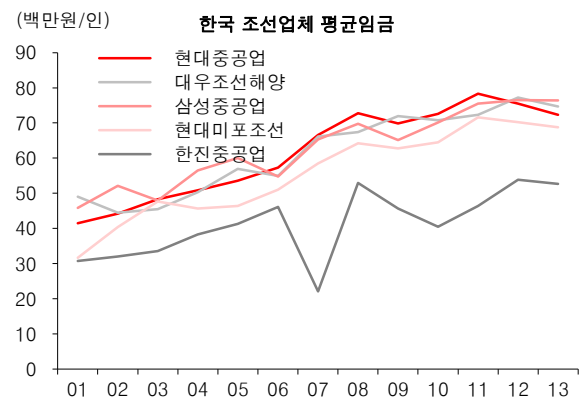
조선업은 흔히 노동집약 산업으로 인식되다보니 선진국보다는 개도국 위주의 사업전개가 이뤄진다. 특히 일본의 조선업 발달 이후 한국으로 주도권이 넘어오다보니, 다시 중국, 동남아 등지로 옮겨가야 할 것으로 보는 시각들이 있는데, 이와 대치되는 결과가 최근 나타나고 있다. 지속적인 임금상승으로 인해 이제 한국 조선업체의 평균임금이 일본조선업체의 임금보다 높아진 것이다. 물론 달러표시로 환산했을 때의 이야기지만, 대형사보다 중소형사의 경우 그 격차가 크게 나타났다. 이제 한국업체의 임금수준이 일본업체 대비로도 25%가량 높은 상황이다. 일본업체보다 이익률이 더욱 나쁠 수 밖에 없는 이유는 여러 곳에서 확인된다.

도표 63 일본 중소형조선업체의 임금은 오히려 감소



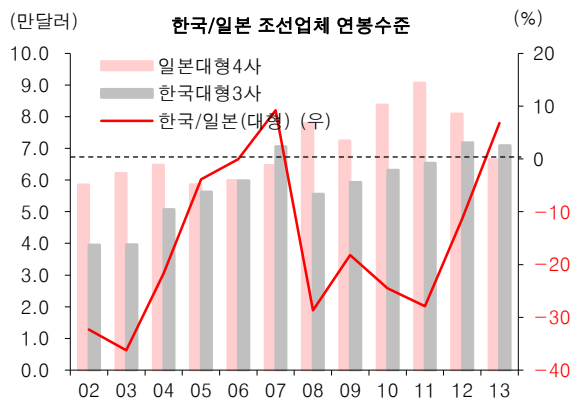
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 64 한국 조선업체 평균임금은 꾸준히 상승



자료: 각 사, 유진투자증권

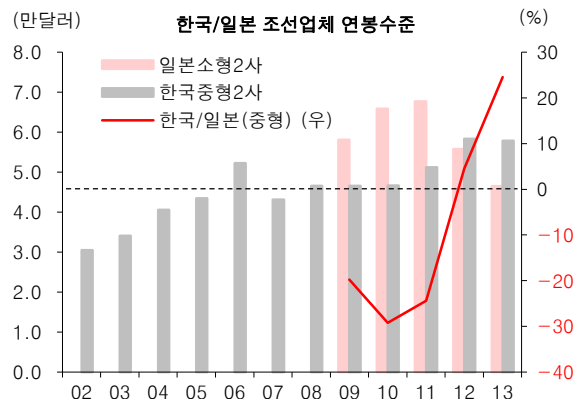
도표 65 한국 조선업체 연봉이 6.8% 높음



자료: 각 사, 유진투자증권

주: 일본(MHI, IHI, KHI, MES), 한국(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양)의 연간평균임금을 해당연도 평균환율로 환산 적용

도표 66 한국 조선업체 연봉이 24.5% 높음



자료: 각 사, 유진투자증권

주: 일본(NAMURA, NAIKAI), 한국(현대미포조선, 한진중공업)의 연간평균임금을 해당연도 평균환율로 환산 적용



도표 67 일본 조선업체 노동력은 상대적으로 젊어짐

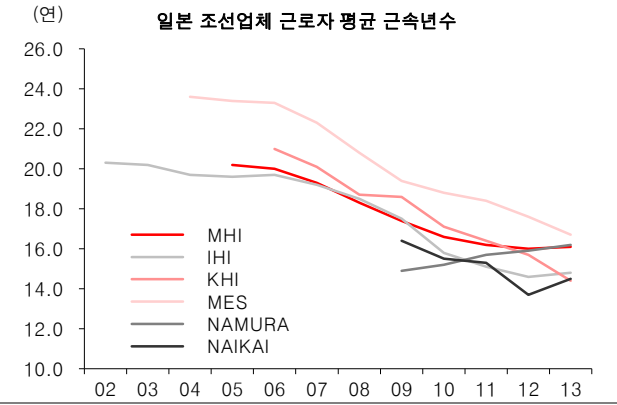
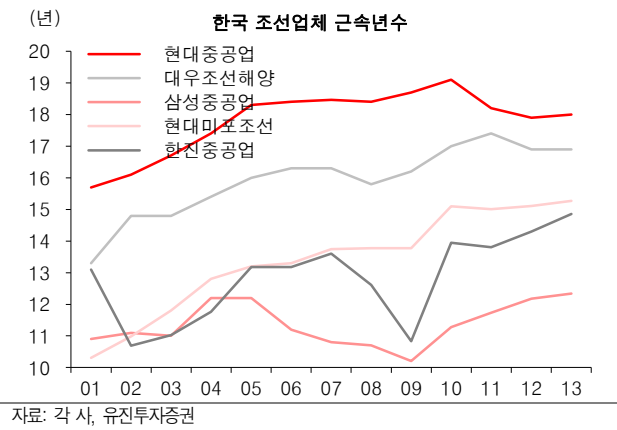


도표 68 이제 한국과 일본업체의 노동숙련도는 유사





EUGENE
your best partner.



기업분석

한진중공업(097230.KS)

BUY(신규) / TP 6,500원(신규)
일본식 상선모델이 적용될 수 있는 회사

현대중공업(009540.KS)

BUY(신규) / TP 158,000원(신규)
4Q14는 어떨까?

대우조선해양(042660.KS)

HOLD(신규) / TP 21,000원(신규)
올해도 가장좋은 신규수주 기대

현대미포조선(010620.KS)

HOLD(신규) / TP 77,000원(신규)
니치마켓 플레이어

두산엔진(082740.KS)

HOLD(신규) / TP 6,400원(신규)
향후 상선업황을 지켜볼 필요

your best partner
유진투자증권



한진중공업(097230.KS)

기계/조선 담당 이상우

Tel. 368-6874 / tinycare@eugenefn.com

기계/조선 RA 정호윤

Tel. 368-6143 / junghy@eugenefn.com

일본식 상선모델이 적용될 수 있는 회사

■ 해외 생산기지에서의 표준선 정책이 가능할지 관심

한진중공업은 대형 상선위주의 사업을 전개 중이다. 국내 뿐 아니라 필리핀 수빅에 2007년 진출했으며, 벌크, 탱커 뿐 아니라 컨테이너선까지 건조 중이다. 당사는 일본 나무라조선의 사례를 한진중공업에서 찾고자한다. 국내 조선업체의 상선경쟁력이 여전히 세계 정상권이기 때문에, 상선위주의 사업전략을 보다 긍정적으로 전개한다면 PC선/LPG선 등 특화선종이 아닌 벌크/탱커 등에서도 충분한 이익을 기록할 수 있을 것으로 보이기 때문이다. 지난 10월 삼성중공업이 베트남 신규조선소 투자계획을 발표한 것처럼, 한국 조선업의 가능성은 해양플랜트가 아니라 여전히 상선(특히 대형)에 존재할 것으로 판단된다.

■ 부동산 경기회복에 따른 보유자산가치의 재평가가 가능할까?

한진중공업은 조선업 외에도 건설업의 매출비중이 높은 조선사다. 따라서, 조선업 외에도 국내 건설경기 회복이 중요하다. 특히, 보유중인 인천북항 부지의 가치를 당사는 약 9,400 억원으로 평가중이다. 따라서, 현재 순차입금(3조원)의 감소는 인천북항 등 부동산자산의 매각에 달려있다. 인천북항 가치평가는 차치하더라도, 부동산 경기회복으로 자산매각 속도가 더욱 빨라질 경우 과도한 차입금 부담은 해결될 수 있을 것으로 판단된다. 인천북항 외에도 동서울터미널 등 서울/부산 내 우량부동산 자산이 많은 것도 회사주가 하단을 방어해주는 포인트다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 6,500원으로 커버리지 개시

한진중공업 투자의견 BUY, 목표주가 6,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 실적전망치 기준 PBR 0.4배를 적용해 산출했다. 적용 PBR은 국내 조선업체에 적용한 멀티플(PBR 0.8배)을 50% 할인해 산출했다. 한진중공업은 국내 타 조선사대비 재무구조의 취약함이 할인요소로 지적되고 있기 때문에 같은 멀티플의 적용은 현 시점에서는 힘들다. 보유중인 인천 북항의 원활한 매각을 통해 재무구조 개선이 가능하다는 전제하에, 해외 생산기지에서의 대형상선 비즈니스의 성사가가능성을 기대해본다. 현재와 같은 실적부진을 개선한다면, 안정적으로 발주중인 상선비즈니스의 특화된 조선업 영위가 가능할 것으로 판단된다. 따라서, 당사 국내 조선업체 적용 PBR(0.8배)를 그대로 적용했을때의 상승여력은 가장 크다. 목표주가는 2014년 실적전망치 기준 PBR 0.3배다.

BUY(신규)

현재주가(11/18) 4,575원
목표주가(12M, 신규) 6,500원

Key Data	(기준일: 2014. 11. 18)
KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	536.2
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	468.0
52주 최고/최저(원)	13,354 / 4,205
52주 일간 Beta	1.35
발행주식수(천주)	102,288
평균거래량(3M, 천주)	820
평균거래대금(3M, 백만원)	4,204
배당수익률(14F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	4.6
주요주주 지분율(%)	
(주)한진중공업홀딩스외 7인	35.1
국민연금공단	8.4

Company Performance

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	-30.8	-57.9	-55.8
KOSPI 대비 상대수익률	-5.9	-26.6	-55.6	-53.6

Financial Data

결산기(12월)	2013A	2014F	2015F
매출액(십억원)	2,529.3	2,496.9	3,136.1
영업이익(십억원)	(69.6)	(133.4)	(69.9)
세전계속사업손익(십억원)	(257.1)	(266.7)	(152.3)
당기순이익(십억원)	(190.2)	(240.1)	(115.7)
EPS(원)	-2,533	-3,135	-1,511
증감률(%)	na	na	na
PER(배)	na	na	na
ROE(%)	-11.4	-16.1	-9.0
PBR(배)	0.5	0.3	0.3

자료: 유진투자증권

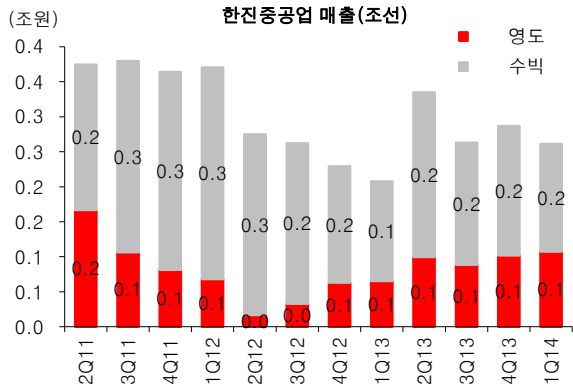


도표 69 한진중공업 분기실적 추정

(억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F
매출	6,058	6,377	5,885	7,173	5,491	7,252	5,930	6,622	6,044	6,404	5,633	6,889
조선	3,701	2,747	2,619	2,288	2,077	3,346	2,628	2,867	2,612	2,639	2,847	3,461
건설	2,206	3,369	3,022	4,684	3,196	3,622	3,037	3,532	3,164	3,458	2,607	3,142
기타	152	261	244	201	218	283	265	223	268	307	178	286
영업이익	648	-61	-285	228	-145	793	-289	-1,055	199	-551	-613	-369
조선	535	-360	-308	63	-203	562	-308	-542	-119	-284	-357	-163
건설	12	165	-82	134	-22	131	-7	-641	240	-254	-334	-265
기타	113	125	104	28	79	100	26	129	78	-12	77	60
%OPM	10.7	-1.0	-4.8	3.2	-2.6	10.9	-4.9	-15.9	3.3	-8.6	-10.9	-5.4
조선	14.5	-13.1	-11.8	2.8	-9.8	16.8	-11.7	-18.9	-4.6	-10.8	-12.5	-4.7
건설	0.5	4.9	-2.7	2.9	-0.7	3.6	-0.2	-18.2	7.6	-7.4	-12.8	-8.4
기타	74.5	47.7	42.5	14.1	36.4	35.4	9.9	57.7	29.1	-4.0	43.4	20.9
세전이익	374	-556	-896	648	-578	22	-603	-1,412	-249	-1,098	-879	-441
순이익	385	-483	-765	330	-496	94	-515	-985	-249	-1,079	-804	-460

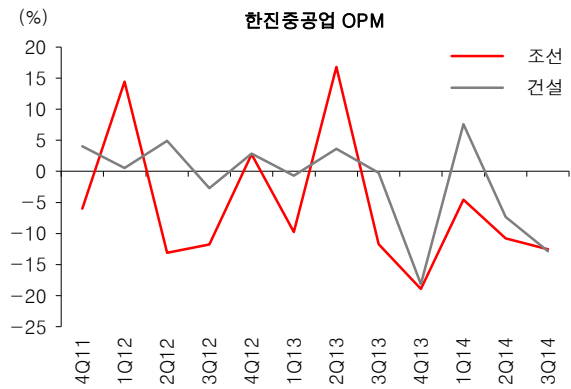
자료: 한진중공업, 유진투자증권

도표 70 영도매출은 점진적으로 증가



자료: 한진중공업, 유진투자증권

도표 71 조선부문 마진을 개선이 어려운 상황



자료: 한진중공업, 유진투자증권



도표 72 한진중공업 연간실적 추정

(억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출	28,915	25,493	25,293	24,969	31,361	34,177	37,317	40,268
조선	14,304	11,355	10,918	11,559	16,847	18,978	21,682	24,346
건설	13,961	13,280	13,386	12,372	13,423	14,054	14,432	14,659
기타	649	858	989	1,039	1,091	1,145	1,202	1,263
매출원가	26,646	23,583	24,644	24,963	30,507	33,177	36,181	38,982
%원가율	92.2%	92.5%	97.4%	100.0%	97.3%	97.1%	97.0%	96.8%
조선	100.4%	98.3%	100.5%	104.2%	98.1%	97.7%	97.6%	97.4%
건설	88.2%	91.8%	97.4%	99.0%	98.9%	98.8%	98.7%	98.6%
기타	-5.9%	26.9%	63.6%	65.0%	65.0%	64.9%	64.9%	64.8%
판매비	1,375	1,381	1,345	1,341	1,553	1,663	1,784	1,899
%판매비율	4.8%	5.4%	5.3%	5.4%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%
영업이익	895	529	-696	-1,334	-699	-663	-648	-613
조선	-252	-69	-491	-923	-187	-118	-60	13
건설	685	229	-540	-614	-706	-744	-791	-836
기타	647	370	335	203	194	199	204	210
%OPM	3.1	2.1	-2.8	-5.3	-2.2	-1.9	-1.7	-1.5
조선	-1.8	-0.6	-4.5	-8.0	-1.1	-0.6	-0.3	0.1
건설	4.9	1.7	-4.0	-5.0	-5.3	-5.3	-5.5	-5.7
기타	99.6	43.1	33.8	19.5	17.8	17.4	16.9	16.6
세전이익	-818	-430	-2,571	-2,667	-1,523	-1,488	-884	-851
순이익	-969	-532	-1,902	-2,401	-1,157	-1,131	-672	-646

자료: 한진중공업, 유진투자증권

도표 73 한진중공업 Valuation

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BPS	32,284	29,670	21,467	17,661	16,144	14,661	13,780	12,933
EPS	-1,677	-915	-2,533	-3,135	-1,511	-1,476	-877	-844
%ROE	-5.1	-3.0	-11.4	-16.1	-9.0	-9.6	-6.2	-6.3
TARGET PER(저)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
TARGET PER(고)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
목표가(저)	-10,062	-5,489	-15,197	-18,808	-9,067	-8,859	-5,263	-5,065
목표가(고)	-16,771	-9,149	-25,328	-31,347	-15,112	-14,765	-8,772	-8,442
TARGET PBR(저)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
TARGET PBR(고)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
목표가(저)	6,457	5,934	4,293	3,532	3,229	2,932	2,756	2,587
목표가(고)	12,914	11,868	8,587	7,064	6,457	5,864	5,512	5,173
PER(목표가)	-3.4	-6.2	-2.3	-1.8	-3.8	-3.9	-6.5	-6.8
PBR(목표가)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PER(현재가)	-2.7	-5.0	-1.8	-1.5	-3.0	-3.1	-5.2	-5.4
PBR(현재가)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

자료: 유진투자증권



도표 74 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.2	0.9	1.2	1.5	1.2	1.4
일본조선(소형)	1.4	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
일본엔진	1.3	0.9	1.3	1.0	0.8	1.0
중국조선	2.0	3.2	3.1	1.9	1.8	2.2
싱가포르해양	2.1	3.1	3.6	2.7	3.0	2.8
일본해양	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0
MHI	1.0	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
KHI	1.2	1.1	1.6	2.1	1.4	1.5
IHI	1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
MES	1.5	1.0	1.2	1.0	0.7	0.8
HITZ	1.1	0.9	1.4	1.1	0.9	1.2
NAMURA SHIPBUILDING	1.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
NAIKAI ZOSEN	1.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
CSSC HOLDINGS	2.1	3.7	2.8	1.5	1.8	1.9
CSIC	.	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
YANGZUJIANG SHIPBUILDING	1.8	3.4	3.8	1.3	1.2	1.2
CHINA RONGSHENG HI	.	.	2.9	0.8	0.5	1.2
GUANGZHOU SHIPYARD	1.1	1.8	2.0	0.9	0.8	2.0
INTL						
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	2.9	4.7	5.2	5.2	5.0	5.1
KEPPEL	1.5	2.2	2.8	2.2	2.1	2.1
SEMBCORP	2.6	4.1	4.3	3.3	3.9	3.5
MODEC	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

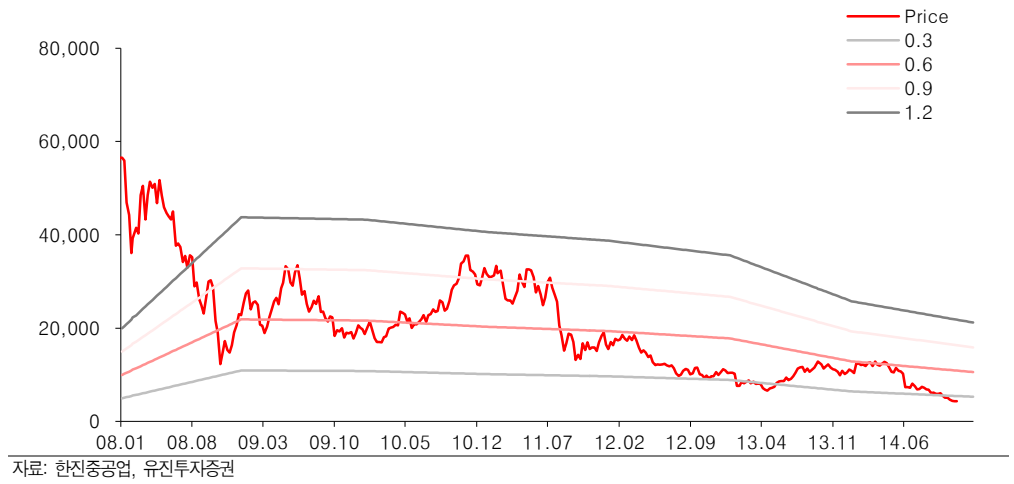
도표 75 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR/ROE PREMIUM	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.5	1.6	2.1	2.5	2.8	1.5
일본조선(소형)	0.8	0.5	0.3	0.6	0.4	1.2
일본엔진	0.9	2.8	1.1	1.1	0.8	-0.0
중국조선	1.4	2.5	3.7	3.9	0.4	-0.0
싱가포르해양	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.3
일본해양	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5
MHI	2.3	4.4	9.0	4.3	5.5	1.8
KHI	1.0	2.9	-4.1	2.3	1.8	1.5
IHI	1.1	-2.4	1.4	0.9	1.3	1.2
MES	1.3	1.3	0.9	1.2	0.6	-1.7
HITZ	0.4	4.3	1.3	0.9	0.9	1.6
NAMURA SHIPBUILDING	0.6	0.5	0.3	0.9	0.3	0.3
NAIKAI ZOSEN	0.9	0.4	0.3	0.3	0.5	2.1
CSSC HOLDINGS	0.6	1.9	1.6	1.2	-34.1	86.1
CSIC		2.2	1.4	1.4	2.0	2.8
YANGZUJIANG SHIPBUILDING	0.5	0.8	1.0	0.4	0.5	0.7
CHINA RONGSHENG HI			1.2	0.7	-1.2	-0.1
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	0.4	1.0	1.0	0.6	30.6	60.1
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	4.1	6.5	16.2	19.2	-9.1	-3.5
KEPPEL	0.7	0.7	1.2	0.8	0.8	1.1
SEMBCORP	0.9	0.9	1.1	1.1	1.8	1.6
MODEC	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권



도표 76 한진중공업 PBR Band Chart





한진중공업(097230.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,274	2,789	2,769	3,518	3,712
현금성자산	752	681	414	485	416
매출채권	1,024	1,369	1,568	2,046	2,231
재고자산	224	602	649	847	924
비유동자산	4,311	3,894	3,711	3,706	3,709
투자자산	1,320	1,005	918	956	994
유형자산	2,901	2,808	2,723	2,681	2,645
무형자산	89	81	69	69	70
자산총계	6,585	6,683	6,480	7,224	7,421
유동부채	2,448	3,285	3,080	3,326	3,422
매입채무	639	596	798	1,042	1,136
단기차입금	1,742	2,497	2,088	2,088	2,088
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,421	1,760	2,050	2,664	2,878
사채및장기차입금	2,019	1,331	1,559	2,159	2,359
기타비유동부채	403	350	347	361	376
부채총계	4,870	5,044	5,130	5,989	6,300
자본금	241	346	346	346	346
자본잉여금	644	689	689	689	689
자본조정	87	48	-3	-3	-3
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	741	554	315	199	86
자본총계	1,716	1,639	1,350	1,234	1,121
총차입금	3,761	3,828	3,647	4,247	4,447
순차입금(순현금)	3,009	3,146	3,233	3,762	4,030
투하자본	4,475	4,527	4,298	4,700	4,844

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	-83	-321	-111	-483	-216
당기순이익	-53	-190	-240	-116	-113
유무형자산상각비	111	105	113	100	99
기타비현금손익가감	-3	-22	25	-36	-35
운전자본의변동	-95	-243	67	-432	-167
매출채권감소(증가)	-154	-397	-259	-478	-185
재고자산감소(증가)	129	-30	-52	-198	-77
매입채무증가(감소)	-96	63	227	243	94
기타	25	121	151	1	1
투자활동현금흐름	40	-53	36	-48	-55
단기투자자산처분(취득)	3	-38	36	-2	-2
장기투자증권처분(취득)	25	12	48	38	38
설비투자	-68	-47	-40	-58	-63
유형자산처분	35	2	1	0	0
무형자산감소(증가)	-0	-1	-1	-0	-0
재무활동현금흐름	-69	238	-155	600	200
차입금증가(감소)	-75	89	-153	600	200
자본증가(감소)	0	149	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-122	-141	-235	69	-71
기초현금	854	732	591	356	424
기말현금	732	591	356	424	353
Gross cash flow	192	74	-103	-51	-49
Gross investment	58	258	-67	478	219
Free cash flow	133	-184	-36	-529	-269

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	2,549	2,529	2,497	3,136	3,418
증가율 (%)	-12	-1	-1	26	9
매출총이익	191	65	1	85	100
매출총이익율 (%)	7	3	0	3	3
판매비외관련비	138	135	134	155	166
증가율 (%)	0	-3	-0	16	7
영업이익	53	-70	-133	-70	-66
증가율 (%)	-41	적전	적지	적지	적지
EBITDA	164	36	-21	30	33
증가율 (%)	-19	-78	적전	흑전	7
영업외손익	-96	-188	-133	-82	-82
이자수익	21	18	11	12	12
이자비용	193	175	114	118	119
외화관련손익	-26	25	11	0	0
지분법손익	-15	0	50	50	50
기타영업외손익	117	-56	-92	-26	-26
세전계속사업손익	-43	-257	-267	-152	-149
법인세비용	10	-67	-27	-37	-36
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-53	-190	-240	-116	-113
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
당기순이익률 (%)	-2	-8	-10	-4	-3
EPS(원)	-915	-2,533	-3,135	-1,511	-1,476
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
완전희석EPS(원)	-915	-2,533	-3,135	-1,511	-1,476
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지

주요투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	-915	-2,533	-3,135	-1,511	-1,476
BPS	29,670	21,467	17,661	16,144	14,661
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	na	na	na	na	na
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	3.1	11.1	na	na	na
EV/ EBITDA	22.1	111.5	na	138.9	138.1
배당수익률	0.0	0.0	na	na	na
수익성 (%)					
영업이익율	2.1	-2.8	-5.3	-2.2	-1.9
EBITDA이익율	6.4	1.4	-0.8	1.0	1.0
순이익율	-2.1	-7.5	-9.6	-3.7	-3.3
ROE	-3.0	-11.4	-16.1	-9.0	-9.6
ROIC	0.8	-1.1	-2.2	-1.1	-1.0
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	175.4	192.0	239.5	304.8	359.5
유동비율	92.9	84.9	89.9	105.8	108.5
이자보상배율	0.3	-0.4	-1.3	-0.7	-0.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	2.6	2.1	1.7	1.7	1.6
재고자산회전율	8.7	6.1	4.0	4.2	3.9
매입채무회전율	3.5	4.1	3.6	3.4	3.1



현대중공업(009540.KS)

4Q14는 어떨까?

■ 4Q14 실적이 갈림길이 될 것

현대중공업은 조선/해양 부문의 손실을 지난 2Q14부터 인식하기 시작했으며 우려와 같이 3Q14에는 플랜트부문의 대규모 손실을 기록했다. 비조선 부문의 부실까지 인식되면서 9개 사업부 중 어떤 사업부도 편히 인식되기 어려운 상황에 달했다. 거기에 유가는 배럴당 70달러대까지 하락하며, 정유부문의 이익까지 가시성을 매우 떨어뜨렸다. 현 상황에서 글로벌 경기의 큰 개선이 있지 않는다면, 전 분야에서의 실적개선가능성은 사실상 어렵다. 하지만, 2Q14~3Q14의 3조원에 가까운 영업손실이 향후 손실까지 모두 반영한 것인지에 대한 판단만 남아있다. 회사가 공시한 2014년 영업손실 전망치는 3조 1,772억원으로, 4Q14에는 영업이익을 기록할 것으로 전망하기 때문이다.

■ 장기화 가능성 높은 조선 불황기의 세계최대업체의 대응전략은?

조선부문 수주잔고가 다시 감소하고 있다는 점은 부정적이다. 당사는 향후 상선업황을 올해와 동일한 수준일 것으로 전망하고 있기 때문이다. 조선의 불황은 구조적인 문제기 때문에, 상선발주에 나서는 해운사들 역시 고선가에서의 상선발주를 기피하는 상황은 반복될 것으로 본다. 따라서, 향후 수주증가가 나타나는 시기는 결국 저선가일 가능성이 높으며, 실적악화 반복가능성은 여전히 상존한다. 글로벌 선두업체로서의 고민은 여기서 발생한다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 158,000원으로 커버리지 개시

현대중공업 투자의견 BUY, 목표주가 158,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 실적전망치 기준 PBR 0.8배를 적용해 산출했다. 적용 PBR은 국내 조선업체에 적용한 멀티플(PBR 0.8배)을 동일하게 적용했다. 당사는 2014년 이후의 신규수주분이 매출에 반영된다하더라도 이익률의 대폭개선은 어려울 것으로 전망한다. 또한, 비조선부문의 업황이 긍정적이지만은 않은 것 또한 염려된다. 목표주가는 2014년 실적전망치 기준 PBR 0.6배다.

기계/조선 담당 이상우

Tel. 368-6874 / tinycare@eugenefn.com

기계/조선 RA 정호윤

Tel. 368-6143 / jungghy@eugenefn.com

BUY(신규)

현재주가(11/18) 123,000원
목표주가(12M, 신규) 158,000원

Key Data (기준일: 2014. 11. 18)

KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	536.2
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	9,348.0
52주 최고/최저(원)	281,000 / 89,500
52주 일간 Beta	1.57
발행주식수(천주)	76,000
평균거래량(3M, 천주)	377
평균거래대금(3M, 백만원)	44,329
배당수익률(14F, %)	0.8
외국인 지분율(%)	12.8
주요주주 지분율(%)	
정몽준외 1인	21.3
국민연금	6.3

Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	-15.5	-34.7	-55.4
KOSPI 대비 상대수익률	8.8	-11.3	-32.4	-53.2

Financial Data

결산기(12월)	2013A	2014F	2015F
매출액(십억원)	54,188.1	51,411.7	46,142.9
영업이익(십억원)	802.0	(3,155.4)	31.2
세전계속사업손익(십억원)	144.3	(2,847.1)	(311.8)
당기순이익(십억원)	146.3	(1,838.4)	(237.0)
EPS(원)	3,667	-17,870	-2,235
증감률(%)	-71.9	적전	na
PER(배)	70.1	na	na
ROE(%)	0.9	-11.2	-1.6
PBR(배)	1.1	0.6	0.6

자료: 유진투자증권



도표 77 현대중공업 분기실적

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F
매출액	13,938	13,704	13,195	14,136	13,143	13,091	13,138	14,317	13,521	12,812	12,404	12,675
조선	4,618	4,448	4,068	4,653	4,182	4,447	3,768	4,621	4,104	4,066	3,607	4,475
해양	940	1,132	1,014	1,296	1,054	1,239	1,097	1,366	1,052	850	1,204	1,598
플랜트	303	292	342	494	232	260	236	496	337	532	642	712
엔진기계	378	421	610	602	342	422	405	54	333	396	317	348
전기전자	646	752	715	761	626	731	675	730	455	704	498	757
그린에너지	94	62	67	113	84	57	70	104	79	77	80	92
건설장비	1,179	1,029	876	708	960	1,029	676	625	852	811	651	387
정유	5,564	5,361	5,268	5,306	5,468	4,664	6,011	6,078	6,096	5,160	5,135	4,037
금융	165	152	168	150	154	177	148	185	156	163	201	227
영업이익	925	311	549	43	327	273	155	-181	-273	-1,110	-1,930	68
조선	617	389	204	-169	67	93	-51	-97	-213	-554	-1,146	-39
해양	70	57	107	84	71	142	50	19	-28	-374	-10	36
플랜트	16	16	-2	75	14	20	36	-8	-36	-237	-779	-104
엔진기계	97	85	93	72	38	43	10	-30	-61	2	-6	165
전기전자	-18	-41	-34	17	-4	2	63	30	7	53	28	33
그린에너지	-5	-19	-42	-41	-15	-5	-9	-73	-6	-4	-1	-6
건설장비	111	76	62	28	69	86	33	7	39	22	-7	9
정유	85	-209	203	27	149	13	92	-33	99	39	51	26
금융	27	28	25	15	8	10	8	8	8	10	8	7
OPM(%)	6.6	2.3	4.2	0.3	2.5	2.1	1.2	-1.3	-2.0	-8.7	-15.6	0.5
조선	13.4	8.7	5.0	-3.6	1.6	2.1	-1.4	-2.1	-5.2	-13.6	-31.8	-0.9
해양	7.4	5.1	10.5	6.5	6.7	11.5	4.6	1.4	-2.7	-44.0	-0.9	2.3
플랜트	5.3	5.6	-0.5	15.2	6.1	7.6	15.1	-1.6	-10.7	-44.5	-121.3	-14.7
엔진기계	25.7	20.2	15.3	11.9	11.2	10.1	2.4	-54.5	-18.3	0.6	-2.0	47.4
전기전자	-2.8	-5.4	-4.7	2.3	-0.6	0.2	9.3	4.1	1.4	7.5	5.6	4.4
그린에너지	-5.2	-30.2	-62.1	-36.2	-17.8	-9.5	-13.4	-70.7	-7.5	-4.7	-1.0	-6.5
건설장비	9.4	7.3	7.0	4.0	7.1	8.3	4.8	1.2	4.5	2.7	-1.1	2.3
정유	1.5	-3.9	3.8	0.5	2.7	0.3	1.5	-0.5	1.6	0.8	1.0	0.6
금융	16.4	18.4	15.0	9.7	5.0	5.9	5.4	4.5	4.8	6.0	4.1	3.2
세전이익	765	209	1,009	-535	346	92	7	-301	-115	-947	-1,959	174
순이익	523	134	729	-357	320	67	-12	-228	-91	-617	-1,412	281
%OP												
조선/해양/엔진	84.7	170.9	73.7	-29.5	54.0	101.9	5.7	59.0	110.7	83.4	60.2	240.1
플랜트	1.7	5.3	-0.3	173.3	4.3	7.2	23.0	4.5	13.1	21.3	40.4	-154.2
정유	9.2	-67.3	37.0	62.3	45.4	4.7	59.2	18.0	-36.1	-3.5	-2.7	37.8

자료: 현대중공업, 유진투자증권



도표 78 현대중공업 연간실적 추정

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	53,712	55,825	54,916	51,412	46,143	46,047	46,140	46,763
조선	18,352	18,527	17,413	16,251	16,601	17,143	17,395	17,797
해양	3,729	4,384	4,756	4,705	4,483	4,486	4,489	4,491
플랜트	2,694	1,541	1,374	2,224	2,368	2,525	2,673	2,863
엔진기계	2,155	2,011	1,722	1,394	1,571	1,707	1,806	1,884
전기전자	2,396	2,873	2,761	2,414	2,134	2,034	2,006	2,006
그린에너지	380	337	314	327	332	408	441	457
건설장비	4,263	3,791	3,290	2,700	2,827	2,881	2,938	2,999
정유	18,818	21,499	22,404	20,428	14,852	13,880	13,401	13,266
금융	692	634	664	747	753	758	764	770
기타	233	227	218	220	222	225	227	229
영업이익	4,132	1,763	801	-3,190	31	424	595	739
조선	2,485	1,041	13	-1,952	205	399	477	575
해양	389	318	282	-376	22	109	113	118
플랜트	249	106	61	-1,156	-166	-101	27	31
엔진기계	389	318	118	100	125	138	147	155
전기전자	153	-75	91	121	116	120	127	136
그린에너지	-175	-106	-103	-16	-15	-17	-16	-15
건설장비	460	276	194	62	78	93	109	125
정유	396	106	403	215	-143	-126	-196	-194
금융	90	95	34	33	29	29	29	29
기타	-304	-316	-293	-220	-220	-221	-221	-221
OPM(%)	7.7	3.2	1.5	-6.2	0.1	0.9	1.3	1.6
조선	13.5	5.6	0.1	-12.0	1.2	2.3	2.7	3.2
해양	10.4	7.3	5.9	-8.0	0.5	2.4	2.5	2.6
플랜트	9.2	6.9	4.5	-52.0	-7.0	-4.0	1.0	1.1
엔진기계	18.1	15.8	6.9	7.2	8.0	8.1	8.1	8.2
전기전자	6.4	-2.6	3.3	5.0	5.5	5.9	6.3	6.8
그린에너지	-46.1	-31.6	-32.8	-5.0	-4.6	-4.2	-3.7	-3.3
건설장비	10.8	7.3	5.9	2.3	2.8	3.2	3.7	4.2
정유	2.1	0.5	1.8	1.1	-1.0	-0.9	-1.5	-1.5
금융	13.0	14.9	5.2	4.4	3.8	3.8	3.8	3.8
기타	-130.8	-138.8	-134.4	-100.0	-99.1	-98.2	-97.3	-96.4
세전이익	3,876	1,448	144	-2,882	-312	139	326	484
순이익	2,743	1,030	146	-1,873	-237	106	248	368

자료: 현대중공업, 유진투자증권



도표 79 현대중공업 Valuation

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BPS	215,515	222,116	226,968	203,576	198,458	197,847	199,590	203,383
EPS	33,671	13,061	3,667	-17,870	-2,235	995	2,684	4,154
%ROE	17.9	6.2	0.9	-11.2	-1.6	0.7	1.9	2.9
TARGET PER(저)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
TARGET PER(고)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
목표가(저)	202,027	78,364	22,003	-107,220	-13,413	5,972	16,103	24,922
목표가(고)	336,711	130,606	36,672	-178,700	-22,355	9,954	26,839	41,537
TARGET PBR(저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
TARGET PBR(고)	2.0	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
목표가(저)	129,309	133,270	136,181	122,146	119,075	118,708	119,754	122,030
목표가(고)	431,030	222,116	181,575	162,861	158,767	158,277	159,672	162,707
PER(목표가)	4.7	12.2	43.3	-8.9	-71.0	159.4	59.1	38.2
PBR(목표가)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PER(현재가)	3.7	9.4	33.5	-6.9	-55.0	123.6	45.8	29.6
PBR(현재가)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

자료: 유진투자증권



도표 80 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.2	0.9	1.2	1.5	1.2	1.4
일본조선(소형)	1.4	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
일본엔진	1.3	0.9	1.3	1.0	0.8	1.0
중국조선	2.0	3.2	3.1	1.9	1.8	2.2
싱가포르해양	2.1	3.1	3.6	2.7	3.0	2.8
일본해양	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0
MHI	1.0	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
KHI	1.2	1.1	1.6	2.1	1.4	1.5
IHI	1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
MES	1.5	1.0	1.2	1.0	0.7	0.8
HITZ	1.1	0.9	1.4	1.1	0.9	1.2
NAMURA SHIPBUILDING	1.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
NAIKAI ZOSEN	1.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
CSSC HOLDINGS	2.1	3.7	2.8	1.5	1.8	1.9
CSIC	.	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
YANGZUJIANG SHIPBUILDING	1.8	3.4	3.8	1.3	1.2	1.2
CHINA RONGSHENG HI	.	.	2.9	0.8	0.5	1.2
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	1.1	1.8	2.0	0.9	0.8	2.0
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	2.9	4.7	5.2	5.2	5.0	5.1
KEPPEL	1.5	2.2	2.8	2.2	2.1	2.1
SEMBCORP	2.6	4.1	4.3	3.3	3.9	3.5
MODEC	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 81 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR/ROE PREMIUM	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.5	1.6	2.1	2.5	2.8	1.5
일본조선(소형)	0.8	0.5	0.3	0.6	0.4	1.2
일본엔진	0.9	2.8	1.1	1.1	0.8	-0.0
중국조선	1.4	2.5	3.7	3.9	0.4	-0.0
싱가포르해양	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.3
일본해양	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5
MHI	2.3	4.4	9.0	4.3	5.5	1.8
KHI	1.0	2.9	-4.1	2.3	1.8	1.5
IHI	1.1	-2.4	1.4	0.9	1.3	1.2
MES	1.3	1.3	0.9	1.2	0.6	-1.7
HITZ	0.4	4.3	1.3	0.9	0.9	1.6
NAMURA SHIPBUILDING	0.6	0.5	0.3	0.9	0.3	0.3
NAIKAI ZOSEN	0.9	0.4	0.3	0.3	0.5	2.1
CSSC HOLDINGS	0.6	1.9	1.6	1.2	-34.1	86.1
CSIC	.	2.2	1.4	1.4	2.0	2.8
YANGZUJIANG SHIPBUILDING	0.5	0.8	1.0	0.4	0.5	0.7
CHINA RONGSHENG HI	.	.	1.2	0.7	-1.2	-0.1
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	0.4	1.0	1.0	0.6	30.6	60.1
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	4.1	6.5	16.2	19.2	-9.1	-3.5
KEPPEL	0.7	0.7	1.2	0.8	0.8	1.1
SEMBCORP	0.9	0.9	1.1	1.1	1.8	1.6
MODEC	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권



도표 82 현대중공업 PBR Band Chart

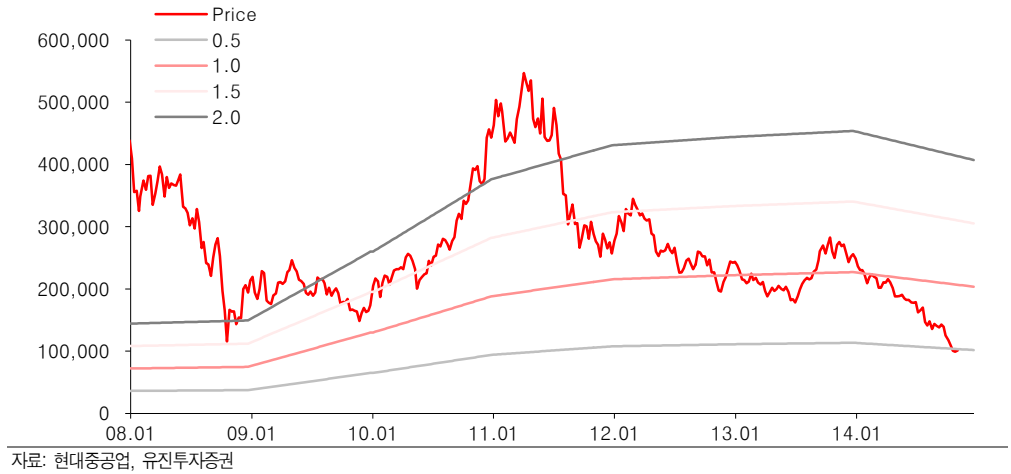
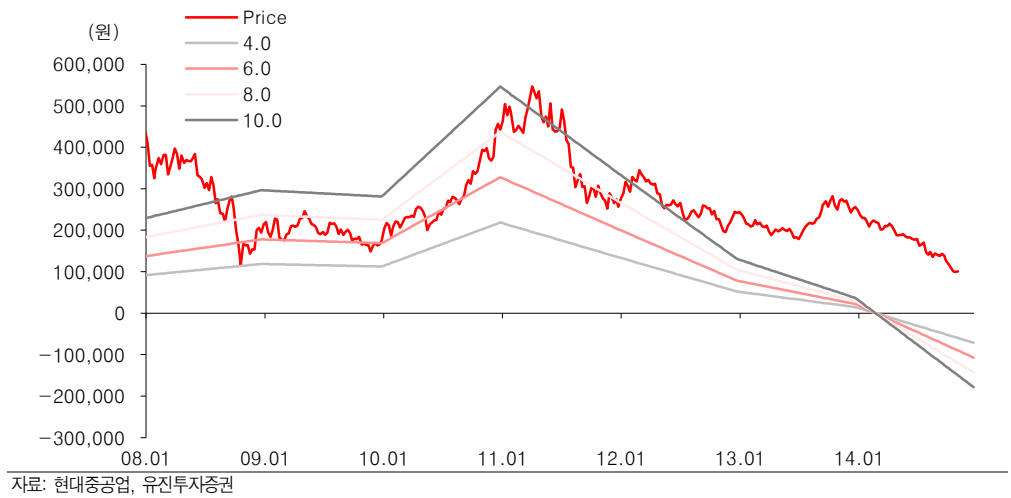


도표 83 현대중공업 PER Band Chart





현대중공업(009540.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	25,279	29,254	28,254	27,324	27,829
현금성자산	4,845	7,104	5,632	6,091	6,590
매출채권	11,004	13,071	13,846	12,847	12,829
재고자산	6,191	6,129	5,797	5,378	5,371
비유동자산	23,995	23,951	24,643	25,054	25,465
투자자산	5,895	5,792	6,287	6,542	6,808
유형자산	15,556	15,713	16,089	16,262	16,422
무형자산	2,297	2,286	2,267	2,250	2,234
자산총계	49,273	53,205	52,896	52,378	53,293
유동부채	22,174	26,516	26,419	25,430	25,430
매입채무	10,927	12,269	13,927	12,922	12,904
단기차입금	9,318	12,566	10,792	10,792	10,792
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8,358	7,659	9,352	10,211	11,173
사채및장기차입금	6,492	5,875	7,886	8,686	9,586
기타비유동부채	1,861	1,782	1,464	1,523	1,585
부채총계	30,532	34,175	35,770	35,641	36,603
자본금	380	380	380	380	380
자본잉여금	1,109	1,109	1,109	1,109	1,109
자본조정	-707	-533	-524	-524	-524
자기주식	-1,400	-1,400	-1,400	-1,400	-1,400
이익잉여금	16,098	16,293	14,506	14,117	14,071
자본총계	18,741	19,030	17,126	16,737	16,691
총차입금	15,810	18,441	18,679	19,479	20,379
순차입금(순현금)	10,965	11,336	13,047	13,388	13,789
투하자본	25,566	26,306	25,904	25,683	25,857

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	-3,290	1,582	-130	1,292	1,206
당기순이익	1,030	146	-1,838	-237	106
유무형자산상각비	995	981	1,005	1,026	1,035
기타비현금손익가감	369	189	-64	103	71
운전자본의변동	-6,104	70	867	400	-6
매출채권감소(증가)	-1,756	-2,175	-138	1,000	18
재고자산감소(증가)	227	-30	304	418	7
매입채무증가(감소)	-3,317	1,515	756	-1,005	-18
기타	-1,259	760	-55	-13	-13
투자활동현금흐름	-1,077	-3,387	-981	-1,708	-1,691
단기투자자산처분(취득)	-450	-2,148	584	-227	-236
장기투자증권처분(취득)	0	0	-184	-217	-190
설비투자	-1,095	-1,304	-1,313	-1,110	-1,108
유형자산처분	42	86	22	0	0
무형자산감소(증가)	-77	-95	-75	-73	-73
재무활동현금흐름	3,873	-33	-408	648	748
차입금증가(감소)	4,043	80	-318	800	900
자본증가(감소)	-234	-146	-117	-152	-152
배당금지급	234	146	117	152	152
현금의 증가(감소)	-502	229	-1,287	232	263
기초현금	1,610	1,108	1,337	50	282
기말현금	1,108	1,337	50	282	545
Gross cash flow	3,806	2,194	-897	893	1,212
Gross investment	6,731	1,169	697	1,082	1,461
Free cash flow	-2,925	1,025	-1,594	-189	-249

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	54,974	54,188	51,412	46,143	46,047
증가율 (%)	2	-1	-5	-10	-0
매출총이익	4,653	3,255	-1,184	1,891	2,320
매출총이익율 (%)	8	6	-2	4	5
판매비외관리비	2,648	2,453	1,971	1,860	1,897
증가율 (%)	12	-7	-20	-6	2
영업이익	2,006	802	-3,155	31	424
증가율 (%)	-56	-60	적전	흑전	1,258
EBITDA	3,001	1,783	-2,150	1,058	1,459
증가율 (%)	-45	-41	적전	흑전	38
영업외손익	-557	-658	308	-343	-285
이자수익	226	161	162	125	128
이자비용	392	323	315	298	289
외화관련손익	-70	17	-33	0	0
지분법손익	-340	-189	75	-44	-9
기타영업외손익	19	-323	420	-126	-114
세전계속사업손익	1,448	144	-2,847	-312	139
법인세비용	419	-2	-1,009	-75	33
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,030	146	-1,838	-237	106
증가율 (%)	-62	-86	적전	적지	흑전
당기순이익률 (%)	2	0	-4	-1	0
EPS(원)	13,061	3,667	-17,870	-2,235	995
증가율 (%)	-61	-72	적전	적지	흑전
완전희석EPS(원)	13,061	3,667	-17,870	-2,235	995
증가율 (%)	-61	-72	적전	적지	흑전

주요투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	13,061	3,667	-17,870	-2,235	995
BPS	222,116	226,968	203,576	198,458	197,847
DPS	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	18.5	70.1	na	na	123.6
PBR	1.1	1.1	0.6	0.6	0.6
PCR	4.8	8.9	na	10.5	7.7
EV/ EBITDA	10.4	18.3	na	21.5	15.9
배당수익률	1.0	0.8	1.6	1.6	1.6
수익성 (%)					
영업이익율	3.6	1.5	-6.1	0.1	0.9
EBITDA이익율	5.5	3.3	-4.2	2.3	3.2
순이익율	1.9	0.3	-3.6	-0.5	0.2
ROE	6.2	0.9	-11.2	-1.6	0.7
ROIC	6.3	2.2	-8.8	0.1	1.2
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	58.5	59.6	76.2	80.0	82.6
유동비율	114.0	110.3	106.9	107.4	109.4
이자보상배율	12.0	5.0	-20.5	0.2	2.6
활동성(회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	5.3	4.5	3.8	3.5	3.6
재고자산회전율	8.7	8.8	8.6	8.3	8.6
매입채무회전율	4.3	4.7	3.9	3.4	3.6



대우조선해양(042660.KS)

올해도 가장 좋은 신규수주 기대

■ 올해도 수주목표 달성 전망

대우조선해양은 2009년 이후 연 100억달러 수주를 달성하지 못한 적이 단 한번도 없다. 2012년 조선 수주 부진기에도 143억달러의 신규수주를 기록하는 등, 수주잔고 증가에 기반한 매출증가를 보여줬다. 2014년 역시, 전반적인 수주부진에도 불구하고, LNG선 등의 수주증가의 수혜로 연간 수주목표를 달성하는 144억달러의 신규수주를 기록할 것으로 전망한다. 특히 2014년은 드릴십을 포함한 해양플랜트 발주가 전무한 상황에도 카자흐스탄 텡기즈 육상원유생산설비(27억달러)등을 수주하는 등 상선 이외의 수주도 결과물을 보여줬다.

■ 향후 판단포인트: 수익성은 어디까지 개선될 것인가

대우조선해양의 3Q14 실적은 시장기대치를 상회하는 영업이익 1,349억원을 기록했다. 하지만, 당사는 현 수준의 영업이익률(OPM 2%)이 유지될 것으로 향후 실적을 전망한다. 2014년 선가상승이 이뤄졌지만, 만족할만한 수준이 아니었기 때문이다. 수주잔고 증가로 매출의 증가가 타 업체대비 빠르게 진행 중이기 때문에, 이익률의 회복만 가능하다면, 조선업체 내 이익증가 속도는 가장 빠를 것으로 전망한다.

■ 투자 의견 HOLD, 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

대우조선해양 투자 의견 HOLD, 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 실적전망치 기준 PBR 0.8배를 적용해 산출했다. 현재 한국/중국 조선업체 뿐 아니라 선박엔진업체 어디도 PBR/ROE PREMIUM을 적용받지 못하고 있다. 유일한 프리미엄은 일본 조선업체와 싱가포르 해양플랜트 업체 뿐이다. 이익개선이 수반되지 않고서는 과거와 같은 장부가에 근접한 밸류에이션을 적용하긴 어려울 것으로 판단한다. 그만큼, 조선업황이 부진하기 때문이다. 따라서, 당사 국내 조선업체 적용 PBR(0.8배)를 그대로 적용했다. 목표주가는 2014년 실적전망치 기준 PBR 0.8배다.

기계/조선 담당 이상우

Tel. 368-6874 / tinycafe@eugenefn.com

기계/조선 RA 정호윤

Tel. 368-6143 / junghy@eugenefn.com

HOLD(신규)

현재주가(11/18) 22,100원
목표주가(12M, 신규) 21,000원

Key Data	(기준일: 2014. 11. 18)
KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	536.2
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	4,229.7
52주 최고/최저(원)	38,550 / 15,350
52주 일간 Beta	2.04
발행주식수(천주)	191,391
평균거래량(3M, 천주)	1,991
평균거래대금(3M, 백만원)	39,291
배당수익률(10F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	15.2
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행외 1인	31.5
금융위원회	12.2
국민연금공단	9.1

Company Performance

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.8	-9.2	-19.8	-40.8
KOSPI 대비 상대수익률	27.3	-5.0	-17.5	-38.6

Financial Data

결산기(12월)	2013A	2014F	2015F
매출액(십억원)	15,305.3	16,953.5	17,182.1
영업이익(십억원)	440.9	460.7	432.3
세전계속사업손익(십억원)	326.9	232.8	197.0
당기순이익(십억원)	241.9	116.4	98.5
EPS(원)	1,406	868	825
증감률(%)	21.2	-38.2	-5.0
PER(배)	24.9	25.5	26.8
ROE(%)	5.0	2.3	2.0
PBR(배)	1.4	0.8	0.8

자료: 유진투자증권

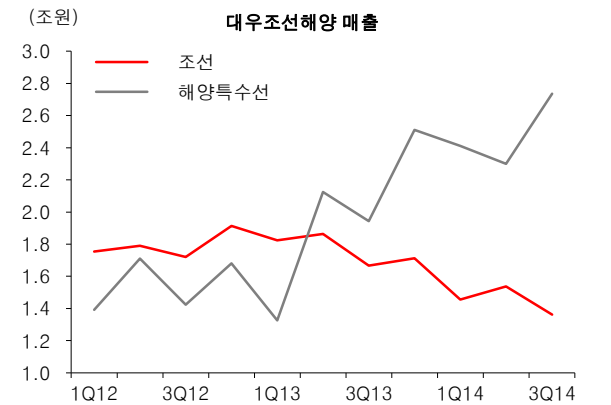


도표 84 대우조선해양 분기실적 추정

(억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
매출	30,646	39,505	31,706	38,720	32,589	40,879	36,587	42,998	40,651	39,586	42,228	47,070
조선	17,550	17,898	17,211	19,140	18,234	18,630	16,667	17,133	14,565	15,379	13,623	15,334
해양특수선	13,915	17,113	14,231	16,803	13,269	21,242	19,431	25,112	24,118	23,006	27,351	28,771
건설	1,327	1,198	888	1,511	941	1,287	1,302	1,711	1,358	1,698	1,492	1,603
기타	3,241	4,244	2,354	3,820	1,906	2,172	1,738	1,815	1,878	3,224	2,204	2,856
매출원가	27,593	36,541	28,790	36,295	30,695	38,075	33,895	40,108	38,607	37,330	38,888	43,986
%원가율	90.0	92.5	90.8	93.7	94.2	93.1	92.6	93.3	95.0	94.3	92.1	93.4
판매비	1,637	1,583	1,734	1,543	1,222	1,536	1,534	1,579	1,238	1,229	1,991	1,660
%판매비율	5.3	4.0	5.5	4.0	3.7	3.8	4.2	3.7	3.0	3.1	4.7	3.5
영업이익	1,416	1,380	1,183	883	673	1,268	1,158	1,310	806	1,027	1,350	1,424
%OPM	4.6	3.5	3.7	2.3	2.1	3.1	3.2	3.0	2.0	2.6	3.2	3.0
세전이익	1,246	1,082	850	-527	761	769	1,329	411	972	228	409	720
순이익	842	964	641	-689	489	525	936	469	632	76	103	353

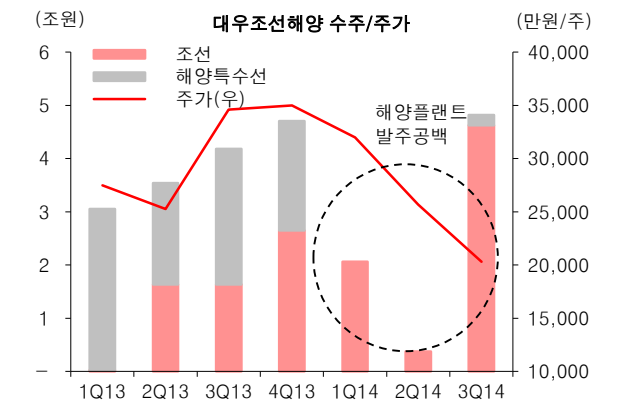
자료: 대우조선해양, 유진투자증권

도표 85 해양부문의 매출감소를 조선이 대응중



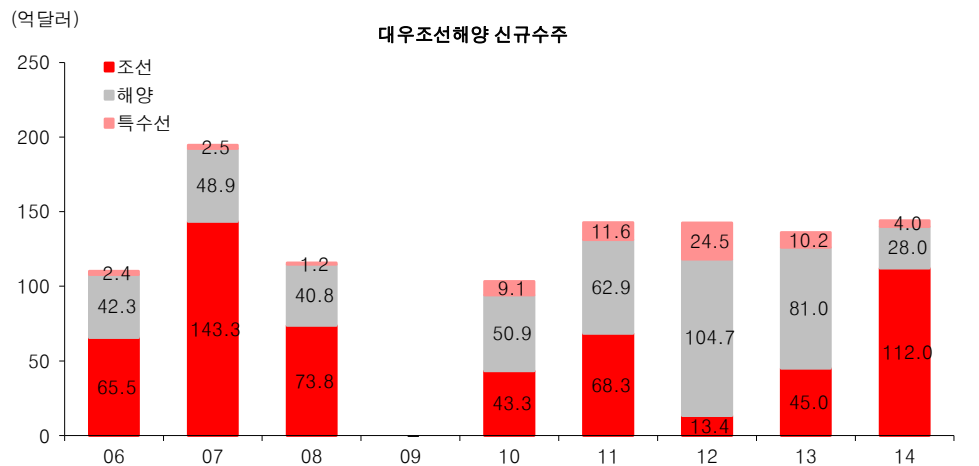
자료: 대우조선해양, 유진투자증권

도표 86 해양특수선 발주부진은 큰 위기



자료: 대우조선해양, 유진투자증권

도표 87 2014년도 안정적인 수주 기록할 것



자료: 대우조선해양, 유진투자증권



도표 88 대우조선해양 연간실적 추정

(억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출	139,033	140,578	154,461	169,535	171,821	166,518	162,298	159,866
조선	91,022	71,799	70,664	58,900	76,680	76,476	75,853	75,417
해양특수선	43,433	62,062	79,054	103,246	86,053	78,790	72,982	68,687
건설	3,644	4,923	5,240	6,151	7,063	7,878	8,592	9,229
기타	14,000	13,659	7,631	10,161	11,068	12,138	13,412	14,948
매출원가	122,530	129,219	144,181	158,811	160,396	155,157	150,933	148,374
%원가율	88.1	91.9	93.3	93.7	93.4	93.2	93.0	92.8
판매비	5,454	6,497	5,871	6,117	7,102	7,299	7,484	7,711
%판매비율	3.9	4.6	3.8	3.6	4.1	4.4	4.6	4.8
영업이익	10,004	5,162	4,431	4,607	4,323	4,062	3,881	3,782
조선/해양특수선	10,291	4,646	3,955	3,468	3,106	2,781	2,526	2,337
건설	9	-342	110	185	212	236	258	277
기타	-141	-53	355	508	553	607	671	747
세전이익	9,976	2,651	3,269	2,328	1,970	1,970	1,928	1,693
순이익	6,483	1,759	2,419	1,164	985	985	964	846

자료: 대우조선해양, 유진투자증권

도표 89 대우조선해양 Valuation

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BPS	23,939	24,409	25,749	26,050	26,265	26,479	26,683	26,825
EPS	3,587	1,159	1,406	868	825	825	807	709
%ROE	15.0	3.8	5.0	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7
TARGET PER(저)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
TARGET PER(고)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
목표주가(저)	43,039	13,912	16,868	10,419	9,900	9,900	9,687	8,507
목표주가(고)	53,799	17,390	21,086	13,024	12,375	12,374	12,109	10,634
TARGET PBR(저)	1.0	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
TARGET PBR(고)	1.5	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
목표주가(저)	23,939	12,204	15,449	15,630	15,759	15,888	16,010	16,095
목표주가(고)	35,909	24,409	20,599	20,840	21,012	21,183	21,346	21,460
PER(현재주가)	6.2	19.1	15.7	25.5	26.8	26.8	27.4	31.2
PBR(현재주가)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PER(목표주가)	8.2	25.3	20.8	33.7	35.5	35.5	36.3	41.3
PBR(목표주가)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

자료: 유진투자증권



도표 90 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.2	0.9	1.2	1.5	1.2	1.4
일본조선(소형)	1.4	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
일본엔진	1.3	0.9	1.3	1.0	0.8	1.0
중국조선	2.0	3.2	3.1	1.9	1.8	2.2
싱가포르해양	2.1	3.1	3.6	2.7	3.0	2.8
일본해양	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0
MHI	1.0	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
KHI	1.2	1.1	1.6	2.1	1.4	1.5
IHI	1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
MES	1.5	1.0	1.2	1.0	0.7	0.8
HITZ	1.1	0.9	1.4	1.1	0.9	1.2
NAMURA SHIPBUILDING	1.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
NAIKAI ZOSEN	1.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
CSSC HOLDINGS	2.1	3.7	2.8	1.5	1.8	1.9
CSIC	.	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
YANGZUIANG SHIPBUILDING	1.8	3.4	3.8	1.3	1.2	1.2
CHINA RONGSHENG HI	.	.	2.9	0.8	0.5	1.2
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	1.1	1.8	2.0	0.9	0.8	2.0
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	2.9	4.7	5.2	5.2	5.0	5.1
KEPPEL	1.5	2.2	2.8	2.2	2.1	2.1
SEMBCORP	2.6	4.1	4.3	3.3	3.9	3.5
MODEC	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

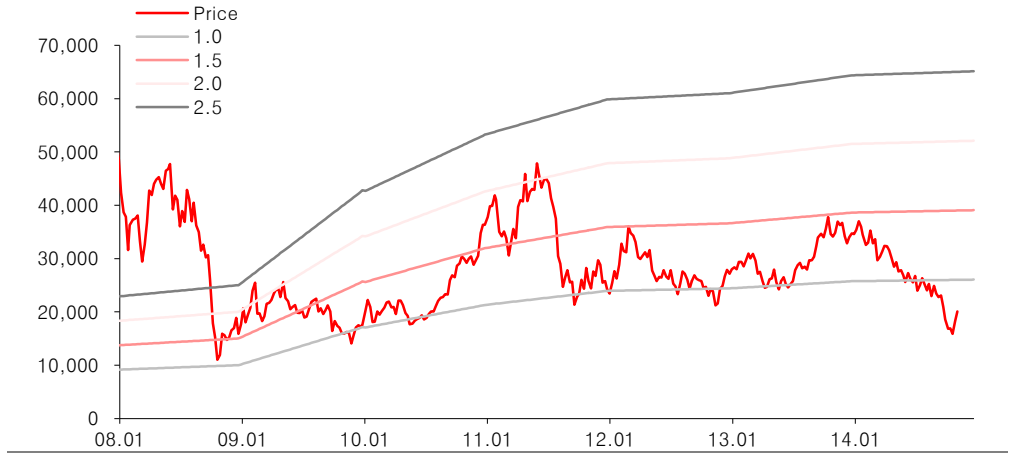
도표 91 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR/ROE PREMIUM	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.5	1.6	2.1	2.5	2.8	1.5
일본조선(소형)	0.8	0.5	0.3	0.6	0.4	1.2
일본엔진	0.9	2.8	1.1	1.1	0.8	-0.0
중국조선	1.4	2.5	3.7	3.9	0.4	-0.0
싱가포르해양	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.3
일본해양	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5
MHI	2.3	4.4	9.0	4.3	5.5	1.8
KHI	1.0	2.9	-4.1	2.3	1.8	1.5
IHI	1.1	-2.4	1.4	0.9	1.3	1.2
MES	1.3	1.3	0.9	1.2	0.6	-1.7
HITZ	0.4	4.3	1.3	0.9	0.9	1.6
NAMURA SHIPBUILDING	0.6	0.5	0.3	0.9	0.3	0.3
NAIKAI ZOSEN	0.9	0.4	0.3	0.3	0.5	2.1
CSSC HOLDINGS	0.6	1.9	1.6	1.2	-34.1	86.1
CSIC	.	2.2	1.4	1.4	2.0	2.8
YANGZUIANG SHIPBUILDING	0.5	0.8	1.0	0.4	0.5	0.7
CHINA RONGSHENG HI	.	.	1.2	0.7	-1.2	-0.1
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	0.4	1.0	1.0	0.6	30.6	60.1
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	4.1	6.5	16.2	19.2	-9.1	-3.5
KEPPEL	0.7	0.7	1.2	0.8	0.8	1.1
SEMBCORP	0.9	0.9	1.1	1.1	1.8	1.6
MODEC	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

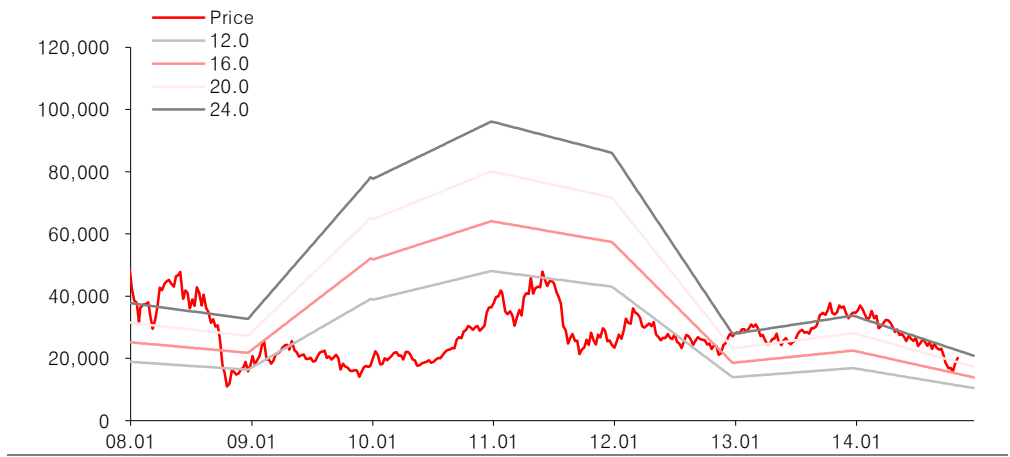


도표 92 대우조선해양 PBR Band Chart



자료: 대우조선해양, 유진투자증권

도표 93 대우조선해양 PER Band Chart



자료: 대우조선해양, 유진투자증권



대우조선해양(042660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	7,160	10,063	12,103	12,078	11,966
현금성자산	720	662	588	685	850
매출채권	3,834	6,436	8,118	8,001	7,754
재고자산	1,198	1,182	1,596	1,573	1,524
비유동자산	8,962	8,426	8,489	8,647	8,797
투자자산	2,610	2,076	2,175	2,263	2,355
유형자산	6,219	6,211	6,158	6,207	6,245
무형자산	133	139	155	177	197
자산총계	16,122	18,489	20,592	20,725	20,763
유동부채	8,173	9,300	11,030	10,949	10,771
매입채무	4,515	5,240	6,028	5,941	5,757
단기차입금	3,193	3,526	4,463	4,463	4,463
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,395	4,410	4,741	4,914	5,089
사채및장기차입금	2,641	3,702	4,035	4,185	4,335
기타비유동부채	597	573	585	608	633
부채총계	11,568	13,710	15,771	15,863	15,860
자본금	962	962	962	962	962
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정	2	38	15	15	15
자기주식	-30	-30	-30	-30	-30
이익잉여금	3,708	3,928	4,009	4,050	4,091
자본총계	4,554	4,779	4,821	4,862	4,903
총차입금	5,834	7,228	8,498	8,648	8,798
순차입금(순현금)	5,115	6,566	7,910	7,963	7,948
투하자본	9,318	10,986	12,365	12,444	12,455

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	-996	-1,198	-1,013	428	491
당기순이익	176	242	116	99	99
유형자산상각비	259	260	252	264	267
기타비현금손익가감	142	-99	300	25	26
운전자본의변동	-1,695	-1,820	-1,523	41	99
매출채권감소(증가)	618	-1,683	-1,792	117	247
재고자산감소(증가)	-374	-67	-421	23	49
매입채무증가(감소)	-1,133	124	909	-87	-183
기타	-806	-194	-219	-13	-13
투자활동현금흐름	-413	-157	-335	-441	-436
단기투자자산처분(취득)	20	28	-33	-17	-18
장기투자증권처분(취득)	-91	-3	-18	-17	-17
설비투자	-338	-269	-321	-302	-293
유형자산처분	22	86	90	0	0
무형자산감소(증가)	-16	-13	-26	-32	-32
재무활동현금흐름	1,136	1,463	1,139	93	93
차입금증가(감소)	1,232	1,508	1,196	150	150
자본증가(감소)	-97	-48	-58	-57	-57
배당금지급	97	48	58	57	57
현금의 증가(감소)	-275	116	-215	80	147
기초현금	542	267	383	168	247
기말현금	267	383	168	247	395
Gross cash flow	1,072	838	668	388	392
Gross investment	2,129	2,005	1,825	384	319
Free cash flow	-1,057	-1,167	-1,156	4	73

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	14,058	15,305	16,953	17,182	16,652
증가율 (%)	1	9	11	1	-3
매출총이익	1,136	1,028	1,072	1,143	1,136
매출총이익율 (%)	8	7	6	7	7
판매비외관련비	650	587	612	710	730
증가율 (%)	19	-10	4	16	3
영업이익	486	441	461	432	406
증가율 (%)	-55	-9	4	-6	-6
EBITDA	745	701	713	696	673
증가율 (%)	-44	-6	2	-2	-3
영업외손익	-221	-114	-228	-235	-209
이자수익	137	103	66	72	79
이자비용	155	153	152	147	142
외화관련손익	-186	70	-70	0	0
지분법손익	1	11	-6	-2	-2
기타영업외손익	-17	-144	-66	-158	-144
세전계속사업손익	265	327	233	197	197
법인세비용	89	85	116	99	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	176	242	116	99	99
증가율 (%)	-73	38	-52	-15	-0
당기순이익률 (%)	1	2	1	1	1
EPS(원)	1,159	1,406	868	825	825
증가율 (%)	-68	21	-38	-5	-0
완전희석EPS(원)	1,159	1,406	868	825	825
증가율 (%)	-68	21	-38	-5	-0

주요투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	1,159	1,406	868	825	825
BPS	24,409	25,749	26,050	26,265	26,479
DPS	250	300	300	300	300
밸류에이션(배,%)					
PER	23.4	24.9	25.5	26.8	26.8
PBR	1.1	1.4	0.8	0.8	0.8
PCR	4.8	8.0	6.3	10.9	10.8
EV/ EBITDA	13.7	18.7	17.0	17.5	18.1
배당수익률	0.9	0.9	1.4	1.4	1.4
수익성 (%)					
영업이익율	3.5	2.9	2.7	2.5	2.4
EBITDA이익율	5.3	4.6	4.2	4.1	4.0
순이익율	1.3	1.6	0.7	0.6	0.6
ROE	3.8	5.0	2.3	2.0	2.0
ROIC	3.7	3.2	2.0	1.7	1.6
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	112.3	137.4	164.1	163.8	162.1
유동비율	87.6	108.2	109.7	110.3	111.1
이자보상배율	26.6	8.7	5.4	5.7	6.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
매출채권회전율	3.2	3.0	2.3	2.1	2.1
재고자산회전율	14.4	12.9	12.2	10.8	10.8
매입채무회전율	2.7	3.1	3.0	2.9	2.8



현대미포조선(010620.KS)

기계/조선 담당 이상우

Tel. 368-6874 / tinycafe@eugenefn.com

기계/조선 RA 정호윤

Tel. 368-6143 / junghy@eugenefn.com

니치마켓 플레이어

■ 충격적인 영업손실 및 전년대비 부진한 신규수주

현대미포조선은 국내 및 베트남(비나신)에서의 사업전개로 주목받았다. 또한 타사 대비 특화된 시장(PC선, LPG선, PCTC)에서의 강한 경쟁력으로 2013년 59.4억달러의 신규수주를 기록하며 향후 실적증가에 대한 기대치가 높았다. 하지만 2Q13부터 3Q14까지 6분기동안 총 1.2조원의 영업손실을 기록하며 기수주분이 대부분 저수익성이었다는 우려를 계속 확인시켰다. 특히 3Q14에는 6,064억원의 영업손실을 기록하며 시장기대치보다도 더 큰 부실을 인식했다. 2014년 수주목표 대비 48%에 그친 신규수주(17억달러, 10월 말 기준)는 전년대비 부진한 모습을 보였으며, 2Q14부터 감소하고 있는 수주잔고 역시 추가에는 부정적으로 작용중이다. 전년의 PC선 발주증가가 2014년에는 LPG선으로 변화되어 진행중이지만, 그 양은 충분하지 않다.

■ 니치마켓 플레이어로서의 성장전략은 언제까지 가능할까

현대미포조선은 중형선, 특히 PC선, LPG선 위주의 성장전략이 2013년 PC선 집중발주를 가능케 했다. 하지만, 니치마켓 전략으로는 매년 안정적인 수주를 기록하는데 한계가 있다. 올해 수주부진이 그 예이다. 또한, 동형선종과 동일선은 구분해 평가해야 하며, 동일선 수주가 집중되더라도 저선가 수주는 실적악화로 연결될 뿐이다. 따라서, 저선가구간에서의 수주 집중을 피하기 위한 수주전략의 재검토가 필요하다.

■ 투자의견 HOLD, 목표주가 77,000원으로 커버리지 개시

현대미포조선 투자의견 HOLD, 목표주가 77,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 실적전망치 기준 PBR 0.8배를 적용해 산출했다. 적용 PBR은 국내 조선업체에 적용한 멀티플(PBR 0.8배)을 동일하게 적용했다. 당사는 2014년 이후의 신규수주분이 매출에 반영된다 하더라도 이익률의 대폭개선은 어려울 것으로 전망한다. 목표주가는 2014년 실적전망치 기준 PBR 0.9배다.

HOLD(신규)

현재주가(11/18) 84,300원
목표주가(12M, 신규) 77,000원

Key Data	(기준일: 2014. 11. 18)
KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	536.2
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,686.0
52주 최고/최저(원)	192,000 / 71,100
52주 일간 Beta	1.27
발행주식수(천주)	20,000
평균거래량(3M, 천주)	234
평균거래대금(3M, 백만원)	21,972
배당수익률(10F, %)	0.4
외국인 지분율(%)	25.8
주요주주 지분율(%)	
현대삼호중공업외 6인	47.7
국민연금	8.4

Company Performance		1M	3M	6M	12M
주기수익률(%)					
절대수익률		-14.7	-27.9	-45.3	-54.6
KOSPI 대비 상대수익률		-18.2	-23.8	-43.0	-52.4

Financial Data		2013A	2014F	2015F
결산기(12월)				
매출액(십억원)		3,985.8	3,796.0	3,842.5
영업이익(십억원)		(275.2)	(1,052.3)	6.0
세전계속사업손익(십억원)		(329.3)	(1,054.6)	1.7
당기순이익(십억원)		(267.1)	(802.0)	1.3
EPS(원)		-11,889	-37,062	59
증감률(%)		적전	na	흑전
PER(배)		na	na	1,424.9
ROE(%)		-8.5	-31.8	0.1
PBR(배)		1.2	0.9	0.9

자료: 유진투자증권

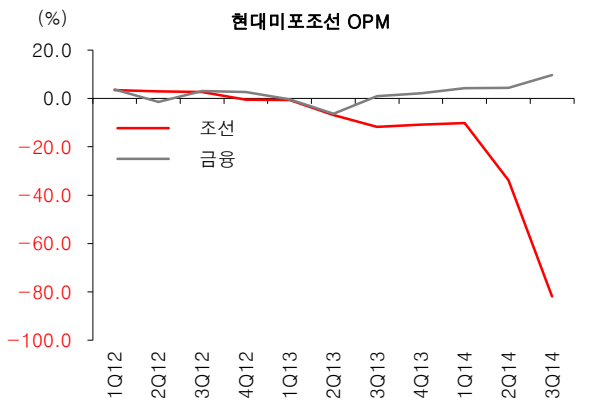


도표 94 현대미포조선 분기실적 추정

(억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F
매출	10,873	10,902	11,053	11,325	9,079	9,502	9,529	11,748	9,654	8,994	9,433	9,879
조선	9,631	9,887	9,733	10,187	7,916	8,178	8,335	10,171	8,316	7,592	7,628	7,849
금융	1,242	1,015	1,320	1,137	1,163	1,324	1,194	1,577	1,338	1,402	1,805	2,030
매출원가	9,794	9,932	10,084	10,769	8,466	9,455	9,877	12,027	9,710	10,770	14,589	10,275
%원가율	90.1	91.1	91.2	95.1	93.3	99.5	103.6	102.4	100.6	119.7	154.7	104.0
판매비	696	699	673	580	667	698	624	796	729	730	907	750
%판매비율	6.4	6.4	6.1	5.1	7.3	7.3	6.6	6.8	7.6	8.1	9.6	7.6
영업이익	384	271	297	-24	-55	-650	-972	-1,075	-786	-2,506	-6,064	-1,146
조선	337	287	256	-54	-50	-566	-984	-1,108	-842	-2,567	-6,237	-1,184
금융	47	-15	40	30	-5	-84	12	33	56	61	173	38
세전이익	509	326	433	-63	203	-1,361	-1,073	-1,063	-533	-2,636	-6,058	-1,318
순이익	428	216	319	-90	153	-1,290	-678	-856	-382	-2,040	-4,563	-1,036
%OPM	3.5	2.5	2.7	-0.2	-0.6	-6.8	-10.2	-9.2	-8.1	-27.9	-64.3	-11.6
조선	3.5	2.9	2.6	-0.5	-0.6	-6.9	-11.8	-10.9	-10.1	-33.8	-81.8	-15.1
금융	3.8	-1.5	3.0	2.7	-0.4	-6.3	1.0	2.1	4.2	4.3	9.6	1.9

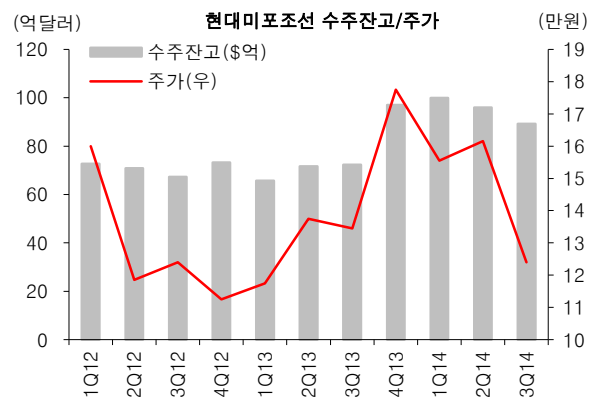
자료: 현대미포조선, 유진투자증권

도표 95 조선부문의 대규모 적자지속



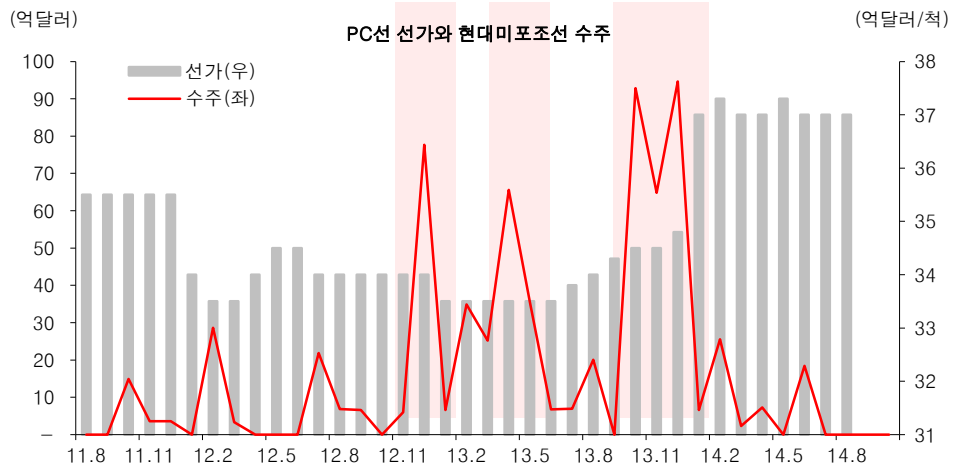
자료: 현대미포조선, 유진투자증권

도표 96 수주잔고 감소로 주가도 하락



자료: 현대미포조선, 유진투자증권

도표 97 선가상승 이후의 PC선 발주는 미미한 상황



자료: CLARKSONS, 유진투자증권



도표 98 현대미포조선 연간실적 추정

(억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출	46,239	44,154	39,858	37,960	38,425	40,881	40,473	41,584
조선	40,940	39,439	34,601	31,384	31,821	34,248	33,810	34,891
금융	5,299	4,714	5,258	6,576	6,604	6,633	6,663	6,693
매출원가	39,745	40,580	39,825	45,343	35,675	36,772	36,396	37,284
%원가율	86.0	91.9	99.9	119.4	92.8	90.0	89.9	89.7
판매비	2,715	2,647	2,785	3,117	2,690	2,769	2,656	2,621
%판매비율	5.9	6.0	7.0	8.2	7.0	6.8	6.6	6.3
영업이익	3,778	927	-2,752	-10,501	60	1,339	1,421	1,679
조선	3,634	826	-2,708	-10,829	-272	1,004	1,083	1,338
금융	144	101	-44	329	332	335	338	342
%OPM	8.2	2.1	-6.9	-27.7	0.2	3.3	3.5	4.0
조선	8.9	2.1	-7.8	-34.5	-0.9	2.9	3.2	3.8
금융	2.7	2.1	-0.8	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1
세전이익	3,147	1,205	-3,293	-10,524	17	1,299	1,392	1,638
순이익	2,024	873	-2,671	-7,998	13	987	1,058	1,245

자료: 현대미포조선, 유진투자증권

도표 99 현대미포조선 Valuation

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BPS	160,863	159,158	154,631	97,509	96,774	100,911	105,401	110,826
EPS	9,992	4,876	-11,889	-37,062	59	4,472	4,792	5,638
%ROE	5.5	2.7	-8.5	-31.8	0.1	5.0	5.1	5.8
TARGET PER(저)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
TARGET PER(고)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
목표가(저)	59,952	29,258	-71,333	-222,374	355	26,832	28,750	33,831
목표가(고)	99,919	48,763	-118,889	-370,624	592	44,720	47,916	56,385
TARGET PBR(저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
TARGET PBR(고)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
목표가(저)	96,518	95,495	92,779	58,505	58,065	60,547	63,241	66,496
목표가(고)	128,690	127,326	123,705	78,007	77,419	80,729	84,321	88,661
PER(목표가)	8.7	17.8	-7.3	-2.3	1,470.6	19.5	18.2	15.4
PBR(목표가)	0.5	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
PER(현재가)	8.4	17.3	-7.1	-2.3	1,424.9	18.9	17.6	15.0
PBR(현재가)	0.5	0.5	0.5	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

자료: 유진투자증권



도표 100 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.2	0.9	1.2	1.5	1.2	1.4
일본조선(소형)	1.4	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
일본엔진	1.3	0.9	1.3	1.0	0.8	1.0
중국조선	2.0	3.2	3.1	1.9	1.8	2.2
싱가포르해양	2.1	3.1	3.6	2.7	3.0	2.8
일본해양	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0
MHI	1.0	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
KHI	1.2	1.1	1.6	2.1	1.4	1.5
IHI	1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
MES	1.5	1.0	1.2	1.0	0.7	0.8
HITZ	1.1	0.9	1.4	1.1	0.9	1.2
NAMURA SHIPBUILDING	1.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
NAIKAI ZOSEN	1.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
CSSC HOLDINGS	2.1	3.7	2.8	1.5	1.8	1.9
CSIC	.	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
YANGZUJIANG SHIPBUILDING	1.8	3.4	3.8	1.3	1.2	1.2
CHINA RONGSHENG HI	.	.	2.9	0.8	0.5	1.2
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	1.1	1.8	2.0	0.9	0.8	2.0
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	2.9	4.7	5.2	5.2	5.0	5.1
KEPPEL	1.5	2.2	2.8	2.2	2.1	2.1
SEBCCORP	2.6	4.1	4.3	3.3	3.9	3.5
MODEC	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 101 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR/ROE PREMIUM	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.5	1.6	2.1	2.5	2.8	1.5
일본조선(소형)	0.8	0.5	0.3	0.6	0.4	1.2
일본엔진	0.9	2.8	1.1	1.1	0.8	-0.0
중국조선	1.4	2.5	3.7	3.9	0.4	-0.0
싱가포르해양	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.3
일본해양	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5
MHI	2.3	4.4	9.0	4.3	5.5	1.8
KHI	1.0	2.9	-4.1	2.3	1.8	1.5
IHI	1.1	-2.4	1.4	0.9	1.3	1.2
MES	1.3	1.3	0.9	1.2	0.6	-1.7
HITZ	0.4	4.3	1.3	0.9	0.9	1.6
NAMURA SHIPBUILDING	0.6	0.5	0.3	0.9	0.3	0.3
NAIKAI ZOSEN	0.9	0.4	0.3	0.3	0.5	2.1
CSSC HOLDINGS	0.6	1.9	1.6	1.2	-34.1	86.1
CSIC	.	2.2	1.4	1.4	2.0	2.8
YANGZUJIANG SHIPBUILDING	0.5	0.8	1.0	0.4	0.5	0.7
CHINA RONGSHENG HI	.	.	1.2	0.7	-1.2	-0.1
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	0.4	1.0	1.0	0.6	30.6	60.1
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	4.1	6.5	16.2	19.2	-9.1	-3.5
KEPPEL	0.7	0.7	1.2	0.8	0.8	1.1
SEBCCORP	0.9	0.9	1.1	1.1	1.8	1.6
MODEC	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권



도표 102 현대미포조선 PBR Band Chart

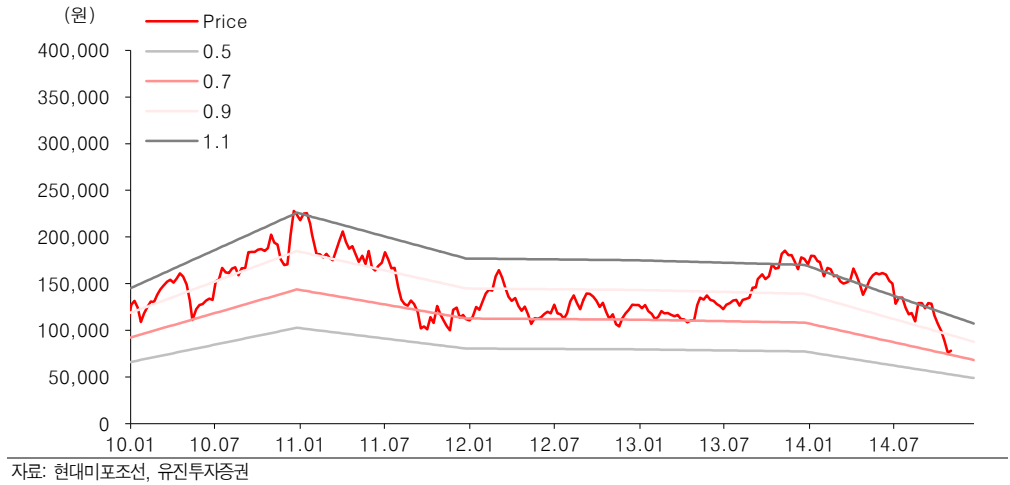
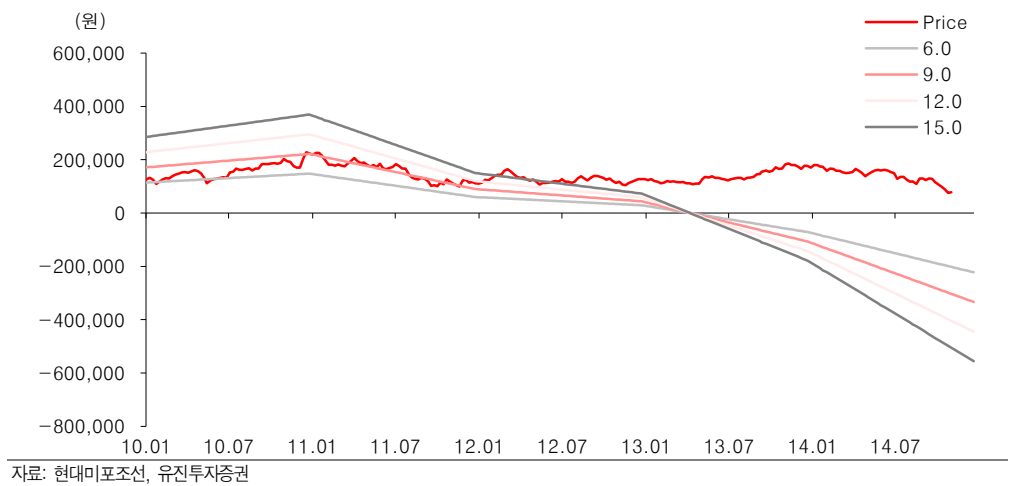


도표 103 현대미포조선 PER Band Chart





현대미포조선(010620.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	4,169	6,533	7,013	7,117	7,555
현금성자산	2,249	4,431	3,901	4,060	4,333
매출채권	1,286	1,369	2,345	2,291	2,434
재고자산	187	254	284	277	295
비유동자산	3,554	3,695	3,187	3,264	3,349
투자자산	2,296	2,513	2,003	2,084	2,169
유형자산	917	845	847	844	845
무형자산	340	337	336	335	335
자산총계	7,723	10,228	10,199	10,381	10,903
유동부채	3,673	5,984	6,219	6,156	6,336
매입채무	1,383	1,755	2,901	2,834	3,011
단기차입금	1,961	3,906	2,992	2,992	2,992
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	657	1,003	1,892	2,151	2,411
사채및장기차입금	235	573	1,656	1,906	2,156
기타비유동부채	418	428	234	244	254
부채총계	4,330	6,987	8,111	8,307	8,747
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	90	90	90	90	90
자본조정	857	1,030	697	697	697
자기주식	-45	-45	-45	-45	-45
이익잉여금	2,136	1,873	1,063	1,048	1,131
자본총계	3,393	3,241	2,088	2,074	2,157
총차입금	2,195	4,479	4,648	4,898	5,148
순차입금(순현금)	-54	48	747	838	815
투하자본	1,193	977	1,097	1,103	1,089

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	-732	-654	150	69	189
당기순이익	87	-267	-802	1	99
유형자산상각비	67	67	65	65	65
기타비현금손익가감	3	89	-81	10	10
운전자본의변동	-917	-538	906	-8	15
매출채권감소(증가)	-262	-66	-992	54	-143
재고자산감소(증가)	96	-67	-31	7	-17
매입채무증가(감소)	-391	371	1,136	-67	177
기타	-360	-775	794	-2	-2
투자활동현금흐름	22	-10	-193	-294	-307
단기투자자산처분(취득)	222	240	-71	-151	-157
장기투자증권처분(취득)	0	0	-47	-71	-74
설비투자	-115	-62	-72	-60	-64
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산감소(증가)	-4	-2	-2	-1	-1
재무활동현금흐름	291	751	-11	234	234
차입금증가(감소)	331	780	4	250	250
자본증가(감소)	-40	-29	-16	-16	-16
배당금지급	40	29	16	16	16
현금의 증가(감소)	-409	88	-59	9	116
기초현금	564	155	243	184	193
기말현금	155	243	184	193	308
Gross cash flow	183	-184	-819	76	174
Gross investment	1,117	788	-785	151	135
Free cash flow	-934	-973	-33	-75	39

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	4,415	3,986	3,796	3,843	4,088
증가율 (%)	-5	-10	-5	1	6
매출총이익	359	3	-741	275	411
매출총이익율 (%)	8	0	-20	7	10
판매비외관리비	265	279	312	269	277
증가율 (%)	-2	5	12	-14	3
영업이익	94	-275	-1,062	6	134
증가율 (%)	-76	적전	적지	흑전	2,149
EBITDA	161	-209	-987	71	199
증가율 (%)	-64	적전	적지	흑전	180
영업외손익	26	-54	-2	-4	-4
이자수익	46	30	41	21	21
이자비용	3	4	8	8	8
외화관련손익	-21	12	-8	0	0
지분법손익	1	-5	-0	-0	-0
기타영업외손익	3	-87	-27	-17	-17
세전계속사업손익	120	-329	-1,055	2	130
법인세비용	33	-62	-253	0	31
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	87	-267	-802	1	99
증가율 (%)	-57	적전	적지	흑전	7,459
당기순이익률 (%)	2	-7	-21	0	2
EPS(원)	4,876	-11,889	-37,062	59	4,472
증가율 (%)	-51	적전	적지	흑전	7,459
완전희석EPS(원)	4,876	-11,889	-37,062	59	4,472
증가율 (%)	-51	적전	적지	흑전	7,459

주요투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	4,876	-11,889	-37,062	59	4,472
BPS	159,158	154,631	97,509	96,774	100,911
DPS	1,500	800	800	800	800
밸류에이션(배,%)					
PER	26.0	na	na	1,424.9	18.9
PBR	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8
PCR	13.8	na	na	22.1	9.7
EV/ EBITDA	16.8	na	na	35.5	12.6
배당수익률	1.2	0.4	0.9	0.9	0.9
수익성 (%)					
영업이익율	2.1	-6.9	-27.7	0.2	3.3
EBITDA이익율	3.6	-5.2	-26.0	1.8	4.9
순이익율	2.0	-6.7	-21.1	0.0	2.4
ROE	2.7	-8.5	-31.8	0.1	5.0
ROIC	8.1	-18.4	-73.6	0.4	9.3
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	-1.6	1.5	35.8	40.4	37.8
유동비율	113.5	109.2	112.8	115.6	119.2
이자보상배율	-2.2	10.5	32.0	-0.5	-10.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	3.9	3.0	2.0	1.7	1.7
재고자산회전율	18.8	18.1	14.1	13.7	14.3
매입채무회전율	2.8	2.5	1.6	1.3	1.4



두산엔진(082740.KS)

기계/조선 담당 이상우

Tel. 368-6874 / tinycare@eugenefn.com

기계/조선 RA 정호윤

Tel. 368-6143 / junghy@eugenefn.com

향후 상선업황을 지켜볼 필요

■ 선박수요의 증가요인: 선박 패러다임 변화

국내 조선업은 그동안 해양플랜트 위주로 사업전개가 진행되면서, 상선관련 기자재 발주업은 오랫동안 소외되었다. 2013년 컨테이너/벌크선 발주증가로 2014년 이후 엔진 발주 또한 증가할 것으로 전망했으나, 두산엔진에 요구되는 분기별 3,000억원 수주는 아직까지 요원하다. 2008년 이후 중국조선업체들의 엔진 내재화 노력으로 중국 필요선박엔진의 발주가 국내업체로 연결되지 못하고 있기 때문이다. 2006~2008년과 같은 상선 호황기가 찾아오기 전까지는 투자매력은 조선업체 대비 낮을 수 밖에 없다. 당사가 전망하는 상선호황기는 기존 선박 패러다임이 변화되는 시점에 가능할 것으로 판단하며, 그 시기는 빠르면 2016년 일 것으로 전망한다. 이번 선박 패러다임변화는 연료변화다. 벙커C유에서 LNG로 선박연료가 변화되는 움직임이 얼마나 빠르게 진행되는지에 따라 두산엔진의 투자판단 역시 쉬워질 것으로 전망한다.

■ 향후 판단포인트: SCR(NOx제거장치), ME-GI엔진

두산엔진의 향후 성장동력은 SCR(NOx제거장치) 다. 상선발주의 급격한 증가를 기대하지 않지만, 규정변화에 따른 환경오염물질 저감장치의 채택이 증가할 것으로 전망한다. 2016년 이후 IMO MARPOL ANNEX VI, 적용으로 선박 NOx 배출량이 현재보다 70% 이상 감소해야하기 때문이다. 따라서, 친환경 관련 선박부가장치의 매출증가를 2015년 이후 기대해본다. 2014년 10월 저온SCR을 세계 최초로 수주하는 등 향후 시장성이 기대된다. 또한 선박 패러다임 변화에 맞춘 저속 ME-GI엔진의 발주가 일반 선박에서도 이뤄진다면(현재는 LNG선에서만 적용) 엔진 단가상승 역시 가능할 것으로 전망한다.

■ 투자 의견 HOLD, 목표주가 6,400원으로 커버리지 개시

두산엔진 투자 의견 HOLD, 목표주가 6,400원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 실적전망치 기준 PBR 0.6배를 적용해 산출했다. 현재 한국/중국 조선업체 뿐 아니라 선박엔진업체 어디도 PBR/ROE PREMIUM을 적용받지 못하고 있다. 그만큼, 조선업황이 부진하기 때문이다. 따라서, 당사 국내 조선업체 적용 PBR(0.6배)를 그대로 적용했다. 목표주가는 2014년 실적전망치 기준 PBR 0.6배다.

HOLD(신규)

현재주가(11/18) 6,600원
목표주가(12M, 신규) 6,400원

Key Data	(기준일: 2014. 11. 18)
KOSPI(pt)	1,967.0
KOSDAQ(pt)	536.2
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	458.7
52주 최고/최저(원)	10,150 / 5,840
52주 일간 Beta	1.21
발행주식수(천주)	69,500
평균거래량(3M, 천주)	123
평균거래대금(3M, 백만원)	851
배당수익률(14F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	1.3
주요주주 지분율(%)	
두산중공업(주)외 2인	42.7
삼성중공업(주)	14.1
대우조선해양(주)	8.1

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	-16.5	-19.5	-31.8
KOSPI 대비 상대수익률	-5.3	-12.3	-17.2	-29.6

Financial Data			
결산기(12월)	2013A	2014F	2015F
매출액(십억원)	743.9	834.4	842.8
영업이익(십억원)	0.7	(43.6)	(2.7)
세전계속사업손익(십억원)	(5.3)	(52.4)	6.2
당기순이익(십억원)	(5.2)	(36.6)	4.3
EPS(원)	-75	-527	62
증감률(%)	적전	na	흑전
PER(배)	na	na	105.6
ROE(%)	-0.7	-4.8	0.6
PBR(배)	0.8	0.6	0.6

자료: 유진투자증권

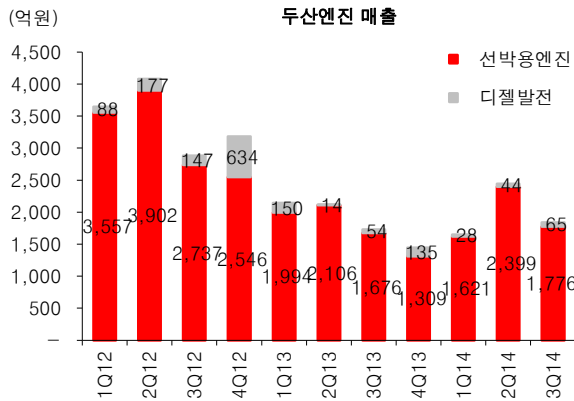


도표 104 두산엔진 분기실적 추정

(억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
매출	3,645	4,078	2,884	3,180	2,144	2,120	1,731	1,444	1,649	2,443	1,841	2,411
선박용엔진	3,557	3,902	2,737	2,546	1,994	2,106	1,676	1,309	1,621	2,399	1,776	
디젤발전	88	177	147	634	150	14	54	135	28	44	65	
%선박용엔진	97.6	95.7	94.9	80.1	93.0	99.3	96.9	90.7	98.3	98.2	96.4	
%디젤발전	2.4	4.3	5.1	19.9	7.0	0.7	3.1	9.3	1.7	1.8	3.6	
매출원가	3,207	3,476	2,473	3,081	1,971	1,947	1,683	1,312	1,737	2,464	1,817	2,242
%원가율	88.0	85.2	85.7	96.9	91.9	91.8	97.2	90.9	105.4	100.9	98.7	93.0
판매비	167	192	173	322	113	154	121	131	104	108	99	210
%판매비율	4.6	4.7	6.0	10.1	5.2	7.3	7.0	9.1	6.3	4.4	5.4	8.7
영업이익	271	410	239	-223	61	19	-74	1	-192	-129	-75	-41
%OPM	7.4	10.1	8.3	-7.0	2.8	0.9	-4.3	0.1	-11.6	-5.3	-4.1	-1.7
이자손익	12	14	9	-1	-6	-11	-34	-22	-19	-19	-4	-36
지분법손익	3	246	-1	1,114	-61	2	19	81	-38	-47	-5	38
기타손익	13	39	-22	-44	-5	0	-12	-12	10	20	11	2
세전이익	299	709	226	847	-12	11	-100	48	-239	-174	-73	-37
순이익	229	578	183	915	-21	10	-71	29	-189	-141	-49	12

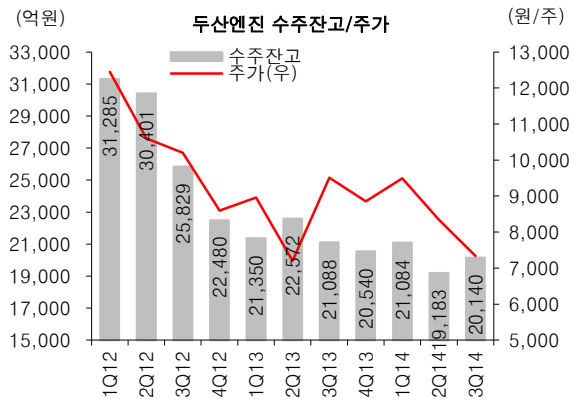
자료: 두산엔진, 유진투자증권

도표 105 매출부진이 해소되지 못하고 있음



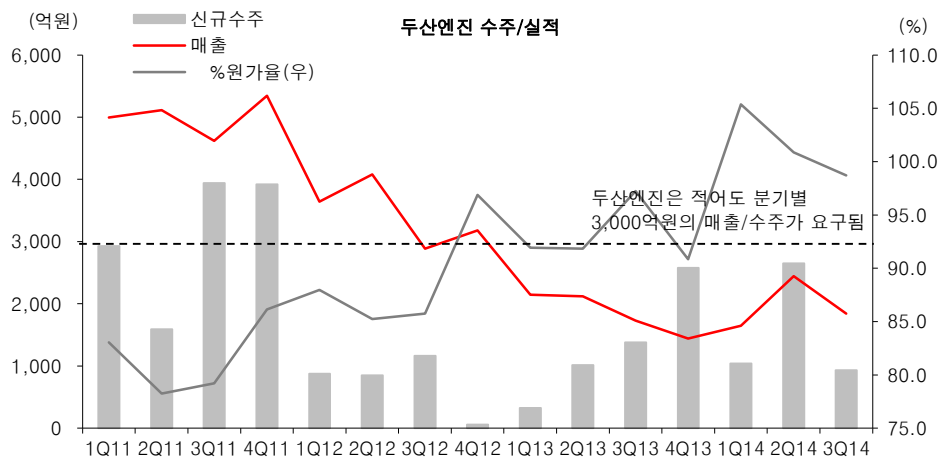
자료: 두산엔진, 유진투자증권

도표 106 수주잔고 증가 없는 주가상승은 힘들



자료: 두산엔진, 유진투자증권

도표 107 두산엔진에게 필요한 것은 분기별 신규수주 3천억원



자료: 두산엔진, 유진투자증권



도표 108 두산엔진 연간실적 추정

(억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출	20,074	13,788	7,439	8,344	8,428	9,222	9,019	8,871
선박용엔진	19,687	13,155	8,647	7,716	7,651	8,356	8,099	7,919
디젤발전	366	546	404	629	777	866	920	952
%선박용엔진	98.1	95.4	116.2	92.5	90.8	90.6	89.8	89.3
%디젤발전	1.8	4.0	5.4	7.5	9.2	9.4	10.2	10.7
매출원가	16,413	12,236	6,912	8,261	7,927	8,500	8,304	8,160
%원가율	81.8	88.7	92.9	99.0	94.1	92.2	92.1	92.0
판매비	667	854	519	520	529	548	553	560
%판매비율(우)	3.3	6.2	7.0	6.2	6.3	5.9	6.1	6.3
영업이익	2,994	698	7	-436	-27	174	161	152
%OPM	14.9	5.1	0.1	-	5.2	-	0.3	1.9
금융손익	46	11	-63	-81	-37	4	55	111
중속/관계기업손익	119	1,362	41	-53	80	82	84	86
기타손익	-189	9	-38	47	47	47	47	47
세전이익	2,969	2,080	-53	-524	62	307	347	394
순이익	2,248	1,904	-52	-367	43	233	264	300

자료: 두산엔진, 유진투자증권

도표 109 두산엔진 Valuation

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BPS	8,254	10,759	11,367	10,536	10,598	10,934	11,313	11,744
EPS	3,234	2,739	-75	-527	62	335	379	431
%ROE	49.2	28.8	-0.7	-4.8	0.6	3.1	3.4	3.7
TARGET PER(저)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
TARGET PER(고)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
목표가(저)	19,405	16,436	-452	-3,164	375	2,013	2,276	2,588
목표가(고)	32,342	27,393	-753	-5,273	625	3,355	3,793	4,314
TARGET PBR(저)	1.0	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
TARGET PBR(고)	2.0	2.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
목표가(저)	8,254	10,759	4,547	4,214	4,239	4,373	4,525	4,698
목표가(고)	16,509	21,519	6,820	6,321	6,359	6,560	6,788	7,047
PER(목표가)	2.0	2.3	-84.9	-12.1	102.4	19.1	16.9	14.8
PBR(목표가)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PER(현재가)	2.0	2.4	-87.6	-12.5	105.6	19.7	17.4	15.3
PBR(현재가)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

자료: 유진투자증권



도표 110 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.2	0.9	1.2	1.5	1.2	1.4
일본조선(소형)	1.4	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
일본엔진	1.3	0.9	1.3	1.0	0.8	1.0
중국조선	2.0	3.2	3.1	1.9	1.8	2.2
싱가포르해양	2.1	3.1	3.6	2.7	3.0	2.8
일본해양	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0
MHI	1.0	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
KHI	1.2	1.1	1.6	2.1	1.4	1.5
IHI	1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
MES	1.5	1.0	1.2	1.0	0.7	0.8
HITZ	1.1	0.9	1.4	1.1	0.9	1.2
NAMURA SHIPBUILDING	1.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
NAIKAI ZOSEN	1.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
CSSC HOLDINGS	2.1	3.7	2.8	1.5	1.8	1.9
CSIC	.	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
YANGZUIANG SHIPBUILDING	1.8	3.4	3.8	1.3	1.2	1.2
CHINA RONGSHENG HI	.	.	2.9	0.8	0.5	1.2
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	1.1	1.8	2.0	0.9	0.8	2.0
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	2.9	4.7	5.2	5.2	5.0	5.1
KEPPEL	1.5	2.2	2.8	2.2	2.1	2.1
SEMSCORP	2.6	4.1	4.3	3.3	3.9	3.5
MODEC	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	2.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 111 GLOBAL PEER MULTIPLE

PBR/ROE PREMIUM	2008	2009	2010	2011	2012	2013
일본조선(대형)	1.5	1.6	2.1	2.5	2.8	1.5
일본조선(소형)	0.8	0.5	0.3	0.6	0.4	1.2
일본엔진	0.9	2.8	1.1	1.1	0.8	-0.0
중국조선	1.4	2.5	3.7	3.9	0.4	-0.0
싱가포르해양	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.3
일본해양	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5
MHI	2.3	4.4	9.0	4.3	5.5	1.8
KHI	1.0	2.9	-4.1	2.3	1.8	1.5
IHI	1.1	-2.4	1.4	0.9	1.3	1.2
MES	1.3	1.3	0.9	1.2	0.6	-1.7
HITZ	0.4	4.3	1.3	0.9	0.9	1.6
NAMURA SHIPBUILDING	0.6	0.5	0.3	0.9	0.3	0.3
NAIKAI ZOSEN	0.9	0.4	0.3	0.3	0.5	2.1
CSSC HOLDINGS	0.6	1.9	1.6	1.2	-34.1	86.1
CSIC	.	2.2	1.4	1.4	2.0	2.8
YANGZUIANG SHIPBUILDING	0.5	0.8	1.0	0.4	0.5	0.7
CHINA RONGSHENG HI	.	.	1.2	0.7	-1.2	-0.1
GUANGZHOU SHIPYARD INTL	0.4	1.0	1.0	0.6	30.6	60.1
JIANGNAM HEAVY INDUSTRY	4.1	6.5	16.2	19.2	-9.1	-3.5
KEPPEL	0.7	0.7	1.2	0.8	0.8	1.1
SEMSCORP	0.9	0.9	1.1	1.1	1.8	1.6
MODEC	5.1	2.7	2.1	2.1	1.6	2.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권



도표 112 두산엔진 PBR Band Chart

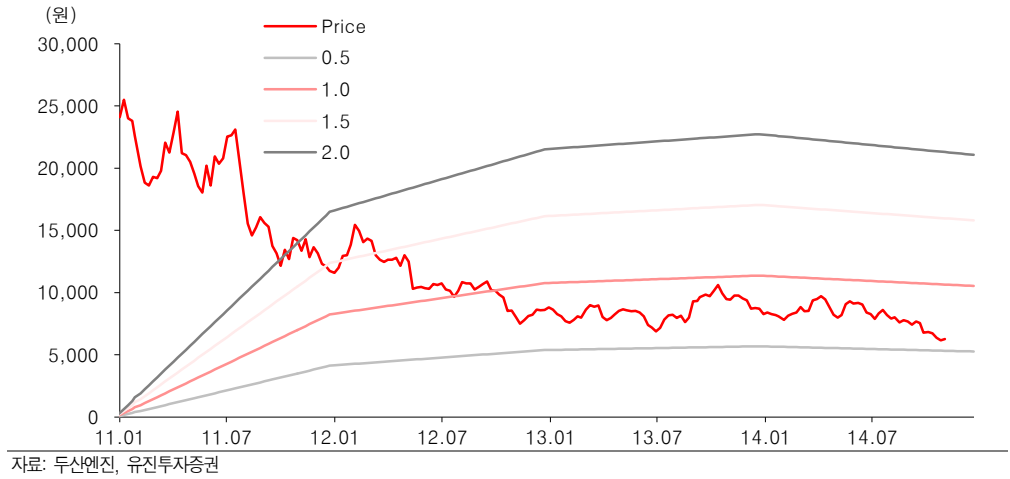
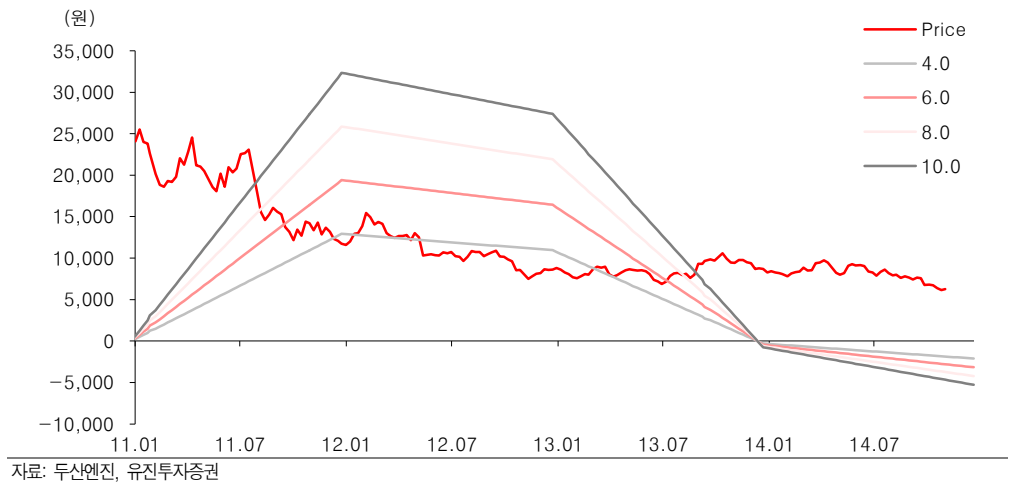


도표 113 두산엔진 PER Band Chart





두산엔진(082740.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	641	489	556	540	562
현금성자산	325	256	219	210	203
매출채권	85	35	88	87	95
재고자산	205	178	228	224	245
비유동자산	1,145	1,173	1,149	1,171	1,194
투자자산	533	521	498	518	539
유형자산	593	627	608	593	579
무형자산	19	25	43	60	76
자산총계	1,786	1,663	1,705	1,711	1,756
유동부채	718	538	662	661	680
매입채무	190	93	169	165	181
단기차입금	125	107	151	151	151
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	321	334	311	313	316
사채및장기차입금	245	267	248	248	248
기타비유동부채	76	68	60	62	65
부채총계	1,038	873	972	975	996
자본금	70	70	70	70	70
자본잉여금	367	367	367	367	367
자본조정	-22	5	-16	-16	-16
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	333	349	312	316	340
자본총계	748	790	732	737	760
총차입금	370	373	400	400	400
순차입금(순현금)	45	117	181	190	197
투하자본	335	440	473	468	480

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	-189	-60	-20	35	38
당기순이익	190	-5	-37	4	23
유형자산상각비	27	27	28	30	31
기타비현금손익가감	-146	-4	12	-6	-6
운전자본의변동	-283	-32	-17	6	-10
매출채권감소(증가)	44	59	-51	2	-8
재고자산감소(증가)	47	42	-53	5	-21
매입채무증가(감소)	-61	-65	72	-4	16
기타	-313	-68	16	3	3
투자활동현금흐름	-45	7	38	-50	-52
단기투자자산처분(취득)	-22	18	73	-6	-7
장기투자증권처분(취득)	0	0	-5	-10	-10
설비투자	-13	-8	-5	-9	-9
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-8	-22	-23	-23
재무활동현금흐름	4	-0	2	0	0
차입금증가(감소)	4	-0	2	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-231	-53	21	-15	-14
기초현금	325	95	42	62	47
기말현금	95	42	62	47	33
Gross cash flow	103	-3	3	29	49
Gross investment	306	43	51	38	56
Free cash flow	-203	-46	-48	-9	-7

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,379	744	834	843	922
증가율 (%)	-31	-46	12	1	9
매출총이익	155	53	8	50	72
매출총이익율 (%)	11	7	1	6	8
판매비외관리비	85	52	52	53	55
증가율 (%)	28	-39	0	2	4
영업이익	70	1	-44	-3	17
증가율 (%)	-77	-99	적전	적지	흑전
EBITDA	97	27	-16	27	49
증가율 (%)	-70	-72	적전	흑전	79
영업외손익	138	-6	-9	9	13
이자수익	13	7	6	7	7
이자비용	10	14	14	14	14
외화관련손익	7	-0	2	0	0
지분법손익	136	4	-5	8	8
기타영업외손익	-9	-3	3	8	12
세전계속사업손익	208	-5	-52	6	31
법인세비용	18	-0	-16	2	7
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	190	-5	-37	4	23
증가율 (%)	-15	적전	적지	흑전	437
당기순이익률 (%)	14	-1	-4	1	3
EPS(원)	2,739	-75	-527	62	335
증가율 (%)	-15	적전	적지	흑전	437
완전희석EPS(원)	2,739	-75	-527	62	335
증가율 (%)	-15	적전	적지	흑전	437

주요투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	2,739	-75	-527	62	335
BPS	10,759	11,367	10,536	10,598	10,934
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	3.1	na	na	105.6	19.7
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	5.8	na	147.3	16.0	9.4
EV/ EBITDA	6.6	26.9	na	24.0	13.5
배당수익률	0.0	0.0	na	na	na
수익성 (%)					
영업이익율	5.1	0.1	-5.2	-0.3	1.9
EBITDA이익율	7.0	3.7	-1.9	3.2	5.3
순이익율	13.8	-0.7	-4.4	0.5	2.5
ROE	28.8	-0.7	-4.8	0.6	3.1
ROIC	31.0	0.1	-6.9	-0.4	2.8
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	6.1	14.8	24.7	25.8	25.9
유동비율	89.3	90.9	84.0	81.6	82.6
이자보상배율	-20.1	0.1	-5.6	-0.4	2.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	11.9	12.4	13.5	9.6	10.2
재고자산회전율	6.1	3.9	4.1	3.7	3.9
매입채무회전율	5.6	5.3	6.4	5.0	5.3



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

