글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

조선

불편한 회복

성기종
(02)768-3263
kijong.sung@miraeasset.com

이호승
(02)768-4176
hoseung.lee@miraeasset.com

Contents

[요약] 2017년, 공포에서 벗어나는가? 3

I. 2016년 Review 5

II. 2017년 전망: 불편한 회복 7

이슈 1: 강화되는 환경규제 13

이슈 2: 구조조정 및 산업재편 15

III. 선종별 전망 26

IV. 해양플랜트 전망 34

V. 투자전략 42

VI. 실적 및 Valuation 43

[현대중공업/매수/009540] TP: 175,000원

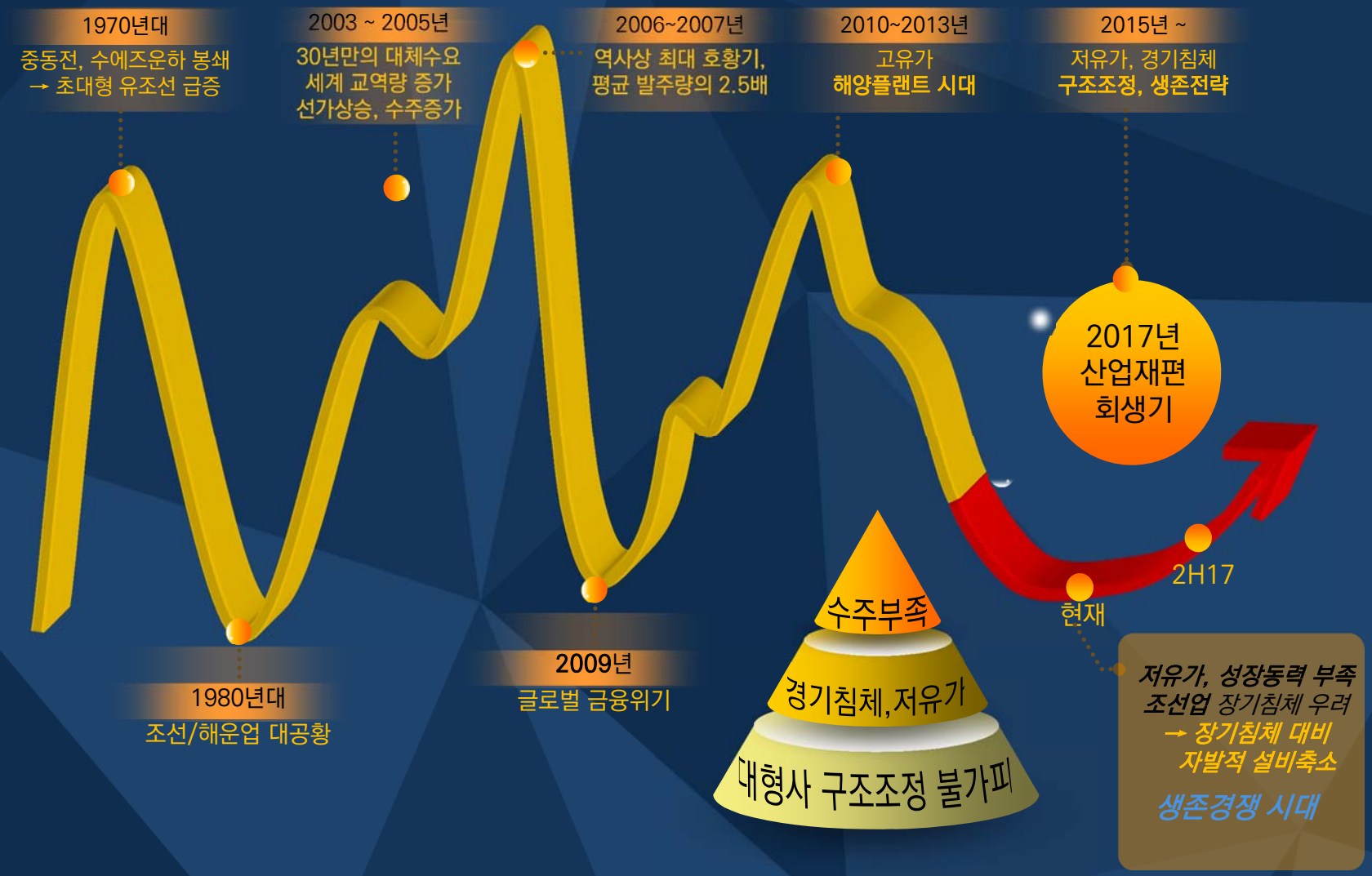
[현대미포조선/매수/010620] TP: 94,000원

[삼성중공업/Trading Buy/010140] TP: 11,000원

[한진중공업/Trading Buy/097230] TP: 4,500원

[요약] 2017년, 공포에서 벗어나는가?

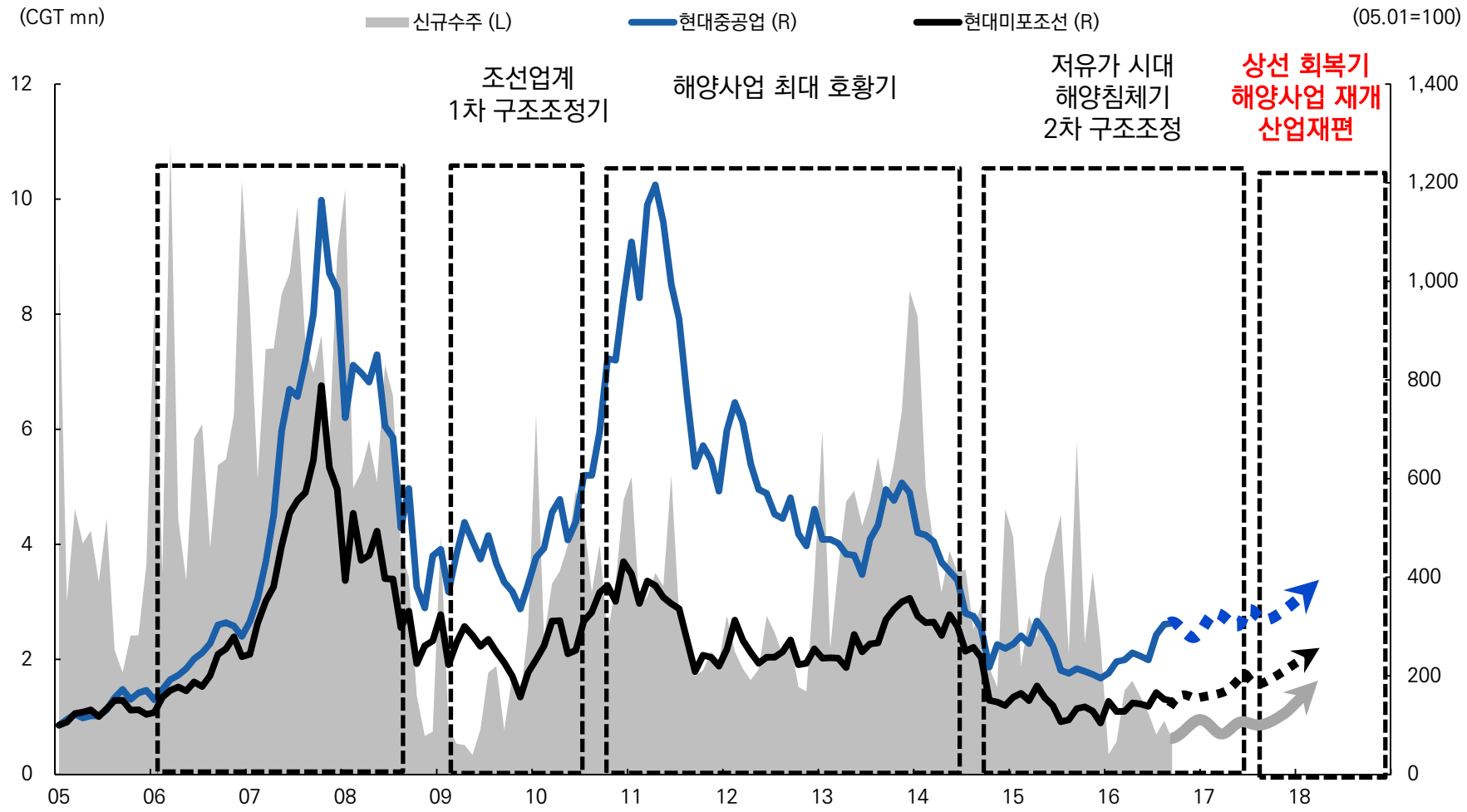
사상 최악의 상황, 반복은 우리의 선택에 달린 것



자료: Clarkson, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[요약] 산업재편

상저하고 → 산업재편 이후 하반기 투기성 수요부터 회복 전망



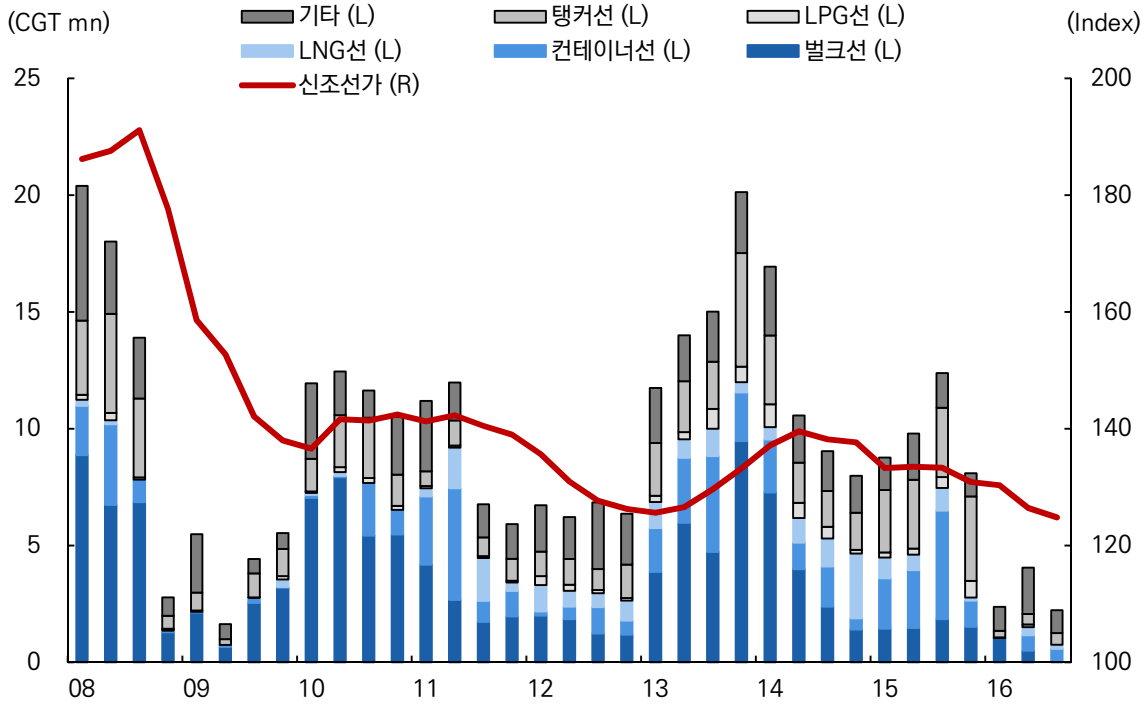
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2016 Review : 수주 공포

2009년에 버금가는 수주 절벽

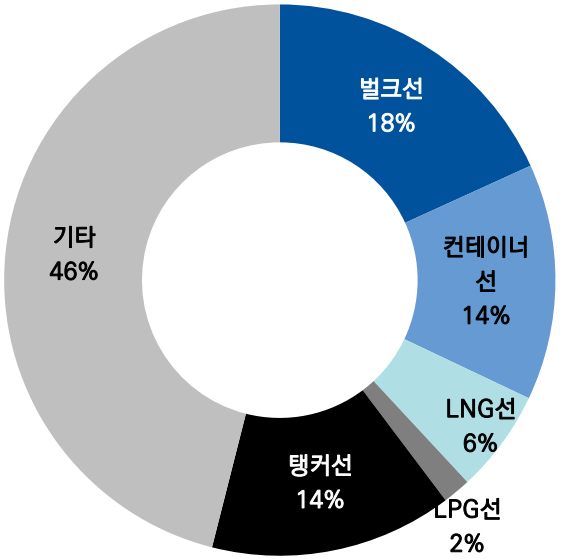
- 수주 급감: 3Q16 누계 수주량 YoY -72% 874만 CGT
- 수주잔고 1년 이내로 축소
- 대규모 자구안으로 생존에 급급

선종별 수주와 신조선가 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

2016년 누계 선종별 수주 비중



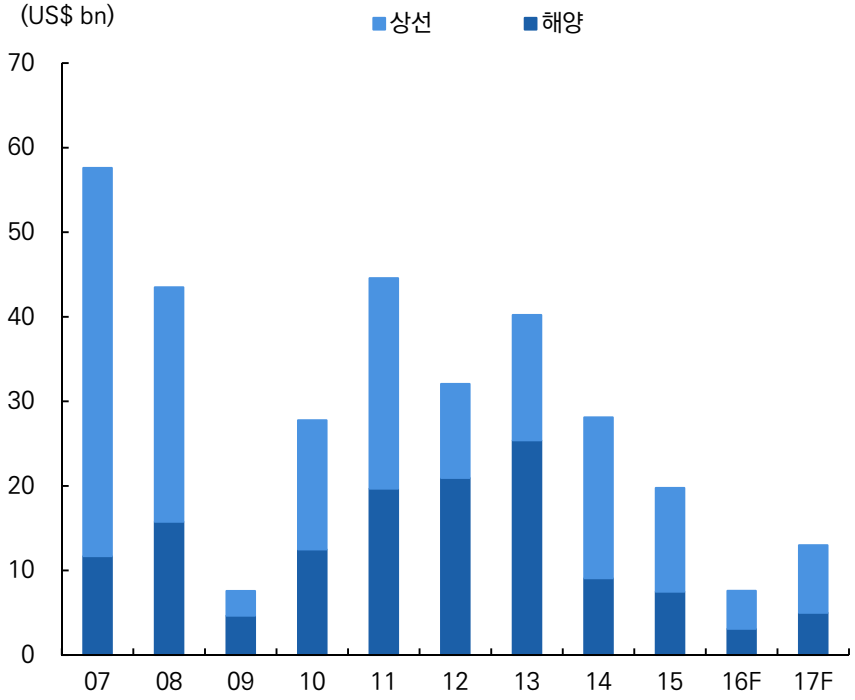
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2016 Review : 설비, 인원 감축 외길

조선사들 대규모 자구안

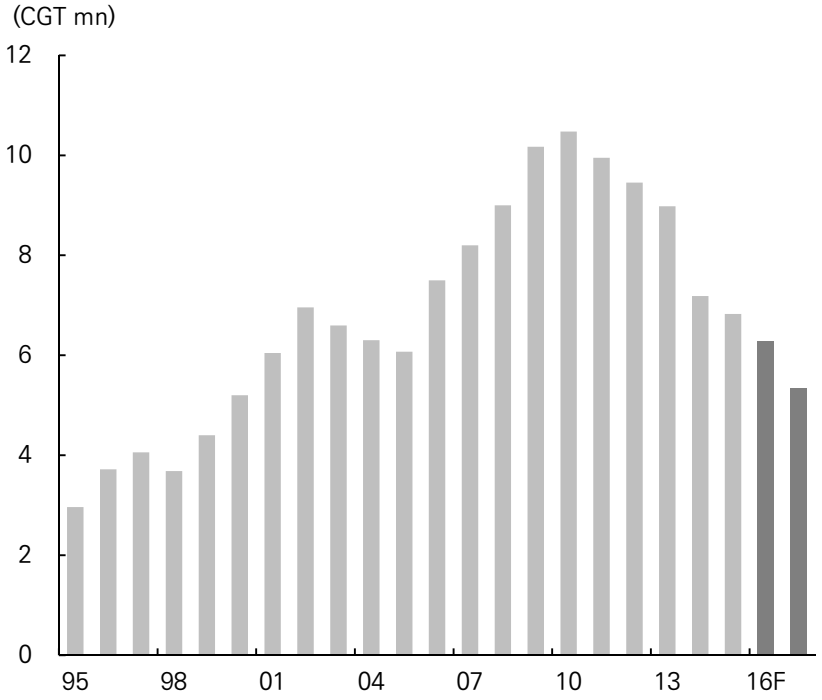
- 수주 급감에 대규모 구조조정 지속 → 2008년 26개에서 9개사 생존
- 한국 대형 3사 40년만의 구조조정 → 최소 30% 이상 축소
- 생산능력 전 고점대비 약 50% 감소 추정
- 수주잔고 1년 남짓

한국 대형 3사의 조선, 비조선 부문 신규수주 추이



자료: 각 사 자료, Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

한국 조선사의 설비능력 추이 – 여전히 공급과잉 수준



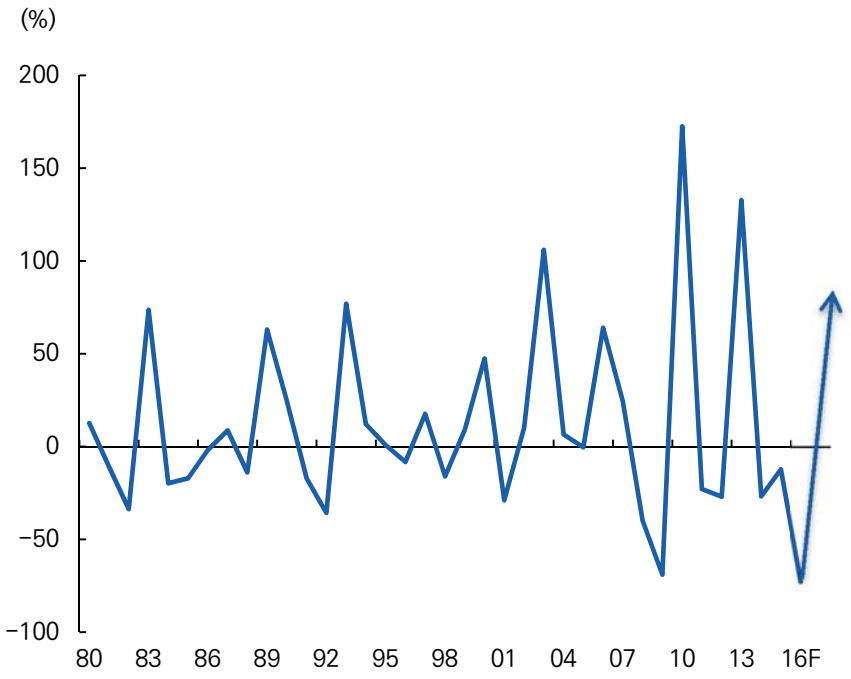
자료: 한국조선해양플랜트협회, 미래에셋대우 리서치센터

II. 2017년 전망: 불편한 회복

2016년 유래 없는 불황
2017년 수주 회복 전망

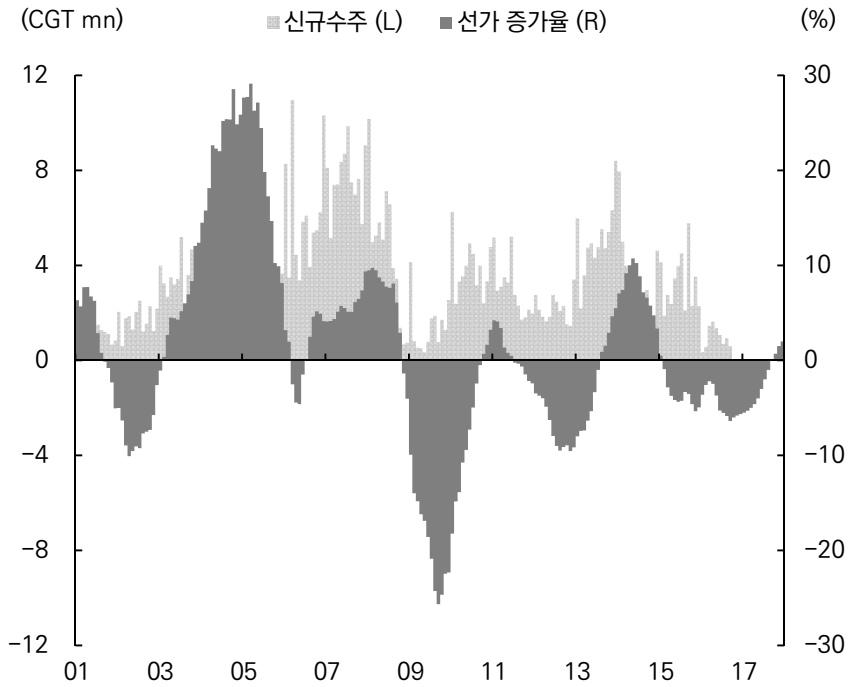
- 14~16년 3년 연속 수주 감소는 역사상 처음 → 2017년 수주 회복 전망(기저효과)
- 선가증가율로 본 발주 싸이클은 약 3~4년 → 2017년 하반기 선가 회복 전망
- 2017년 상반기까지 수주 저주 지속 → 약 4~5년의 단기 싸이클 완성

수주 증가율 추이 및 전망 – 2016년 사상 최저



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

선가증가율 추이 및 전망



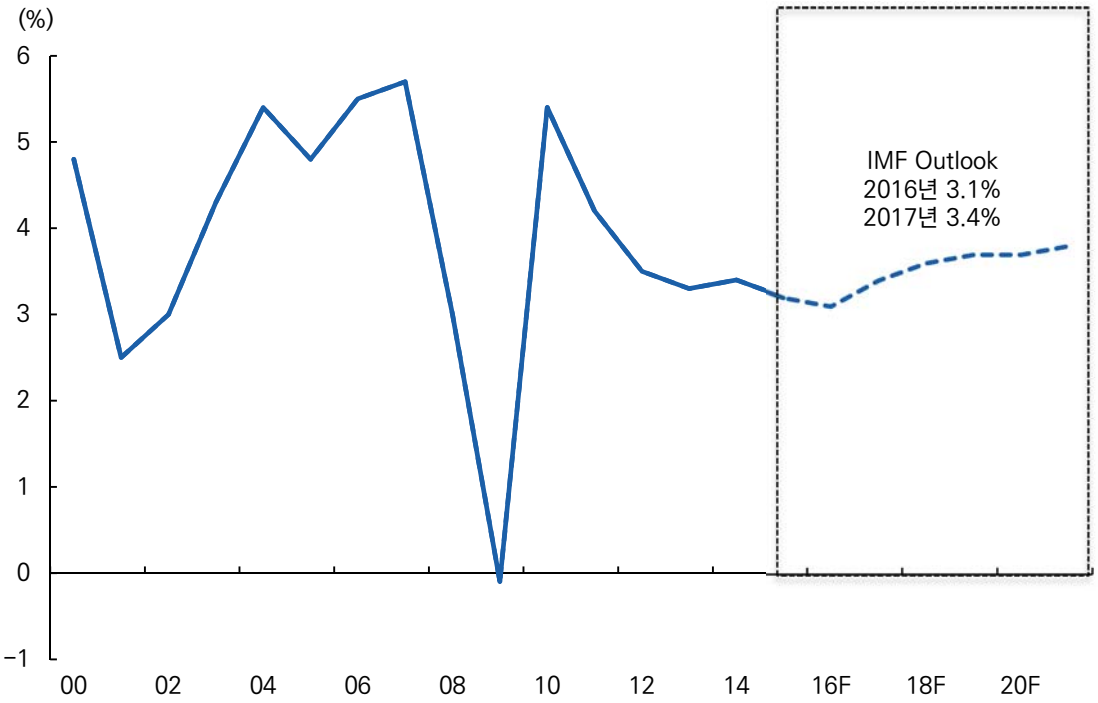
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

II. 2017년 전망: 불편한 회복

세계 경기는 상고하저 전망

- 2017년 세계 경제성장률은 약 3% 전망 (IMF는 3.4% 전망)
- 미국 대선 이후 재정 지출 확대, 유럽 ECB의 QE 연장, 중국의 안정화 정책노력 등 전망
- 12월 금리 인상 후 달러 약세 기조 예상 + 유가 상승과 글로벌 정책공조 + 신흥국의 재정지출 확대에 따른 경기 회복 전망 → 단 불안정한 수요가 경기회복에 걸림돌로 작용할 전망

글로벌 경제성장률 추이 및 전망



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 세계 경제에 영향을 미칠 주요 변수

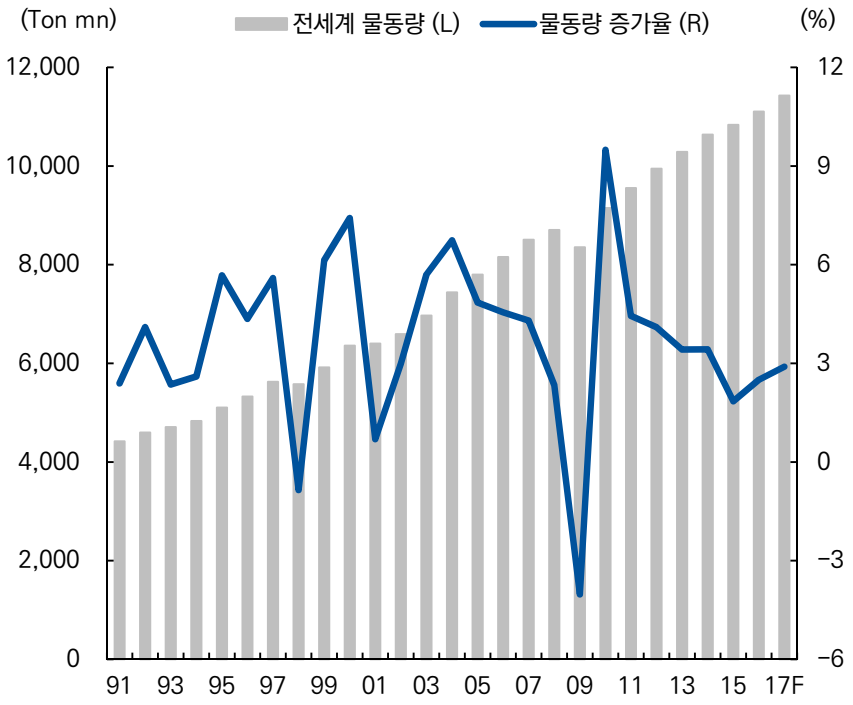
자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 2017년 전망: 불편한 회복

경기 회복 쉽지 않아

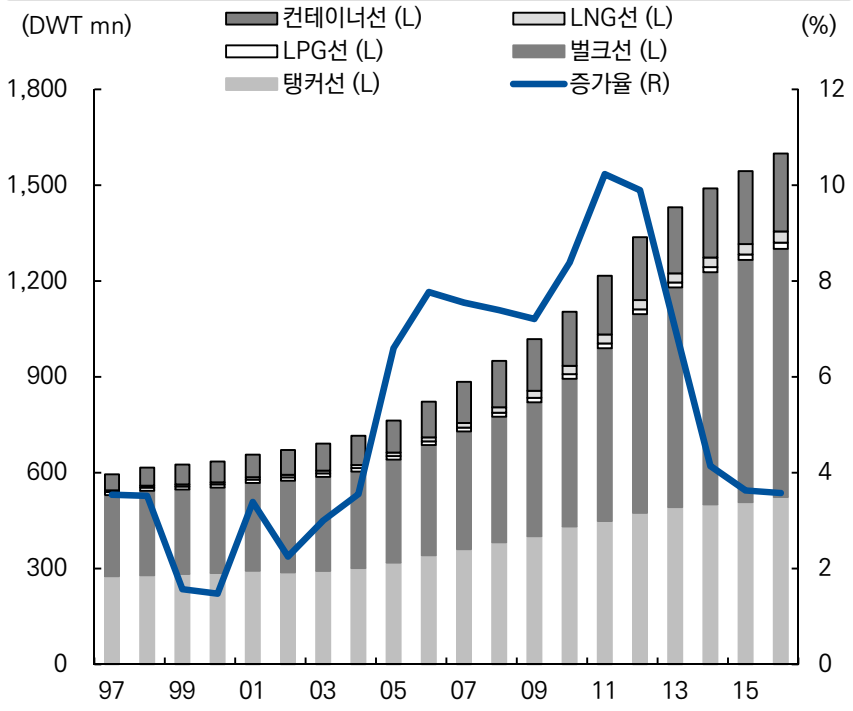
- 2017년 세계 물동량 증가율 약 3% 내외 전망
- 2009~2016년 평균 물동량 증가율은 약 3.2%, 평균 인도량 증가율은 약 -2.1%
- 지난 3년간 수주 감소와 업계 구조조정으로 2017~2018년 선박 인도량 급감할 전망

글로벌 물동량 및 증가율 추이 및 전망



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

선복량 및 증가율 추이 및 전망



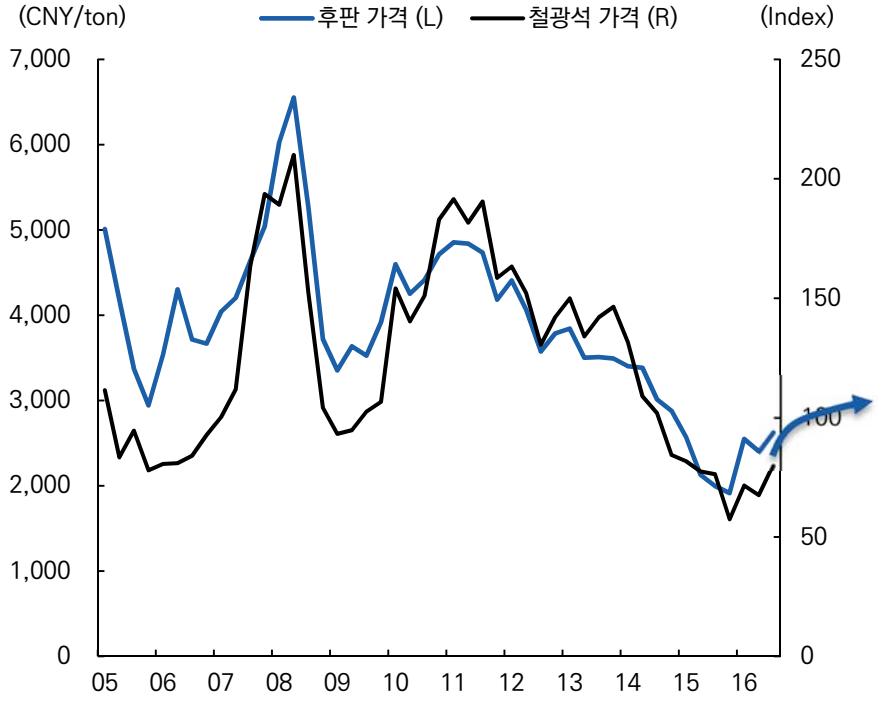
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

II. 2017년 전망: 불편한 회복

소재가격 변동 축소

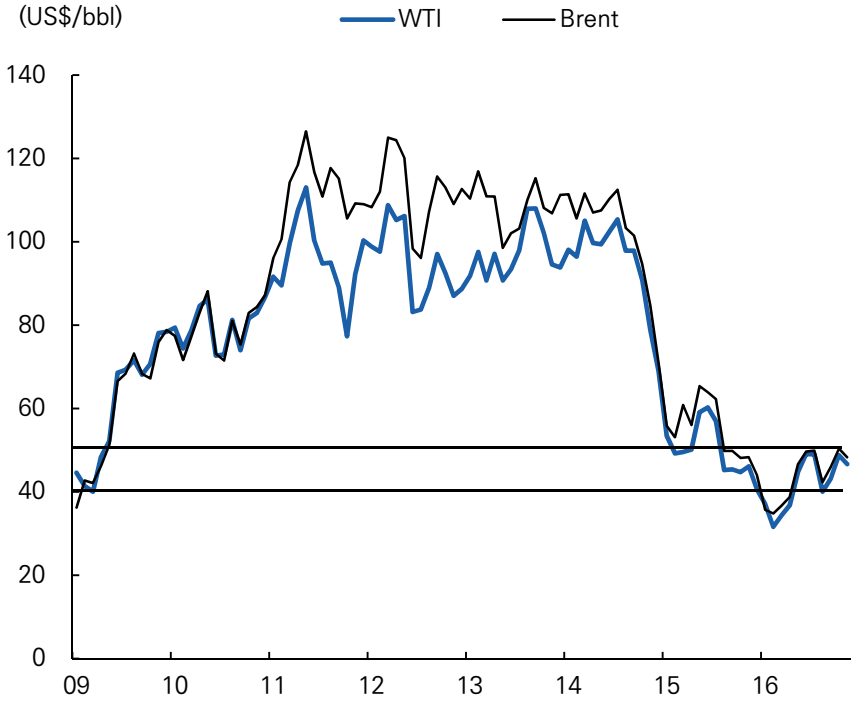
- 소재가격 안정 → 완만한 회복 예상되지만 큰 폭의 반등 가능성 낮음
- 유가 완만한 회복 2017년 60달러 근접 전망 → 불확실성 높음
- 소재/원유 가격 안정은 선가 안정에 기여할 전망

철광석 및 후판 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

OPEC 감산 합의 이후 상승으로 WTI 50달러 돌파



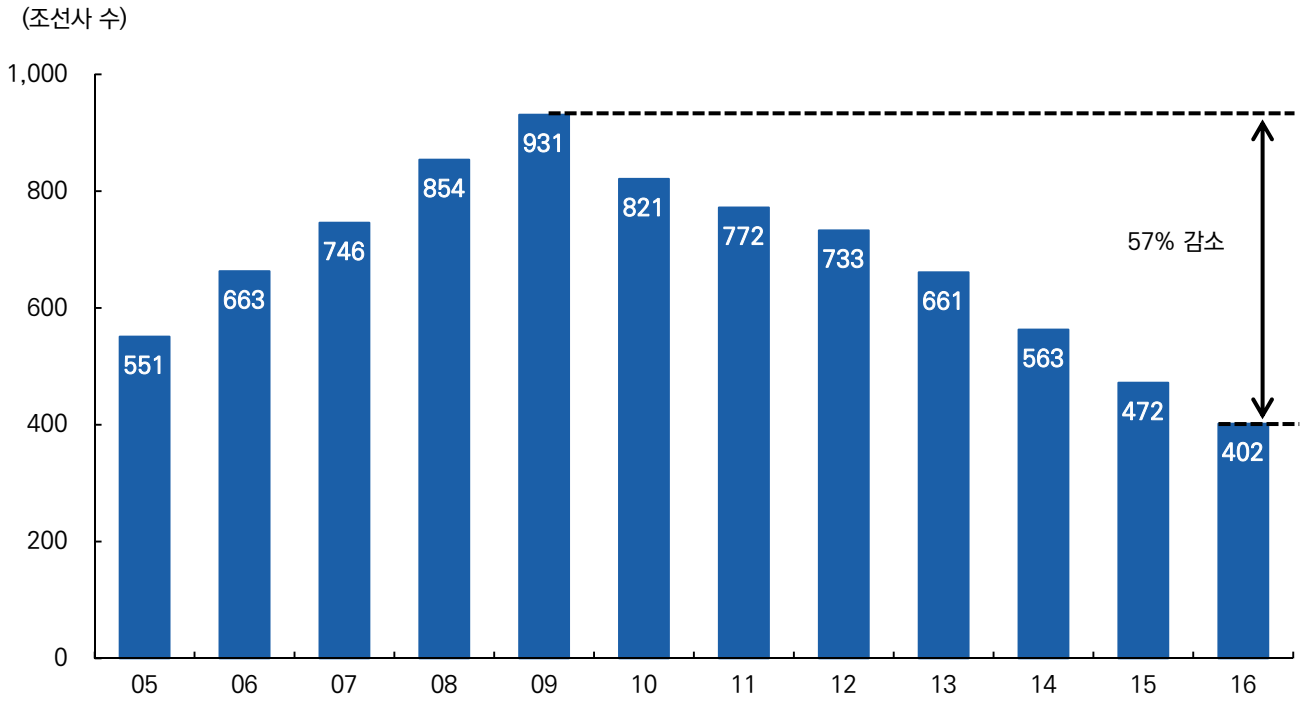
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

II. 2017년 전망: 불편한 회복

조선사수 약 70% 감소
생산능력 약 50% 감축

- 2016년 세계 조선사 수 57% 감소
- 2017년에 추가 감소 전망 (실제 약 70% 이상으로 추정)
- 글로벌 조선업계 생산능력은 전고점 대비 약 50% 축소 예상
- 2017년에는 약 45~50%로 축소될 전망 ← 추가 구조조정, 국가별 산업재편 등

세계 조선사 수 추이



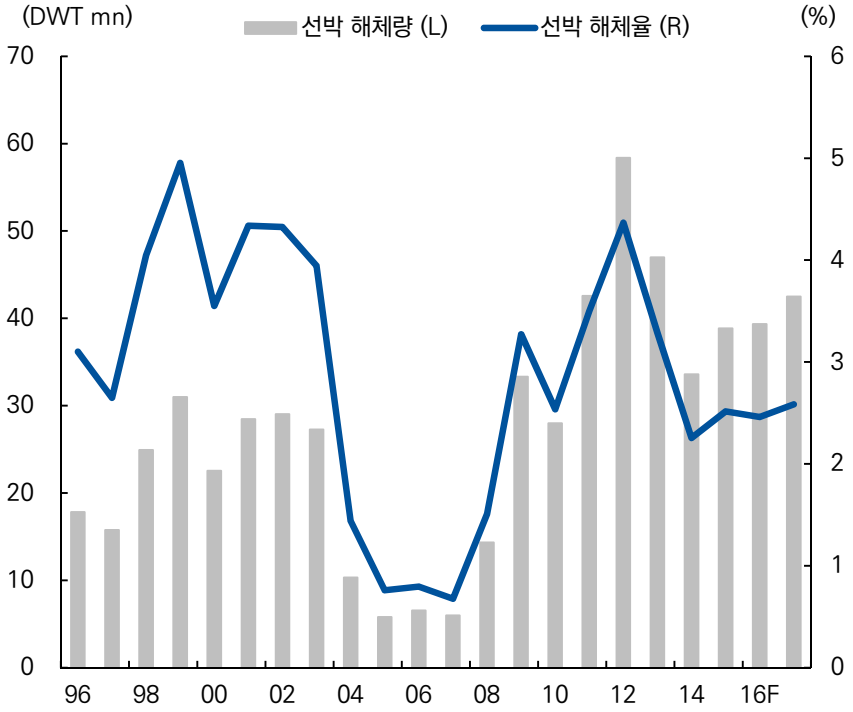
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

II. 2017년 전망: 불편한 회복

공급과잉은 2017년 이후 해소 국면으로 전환

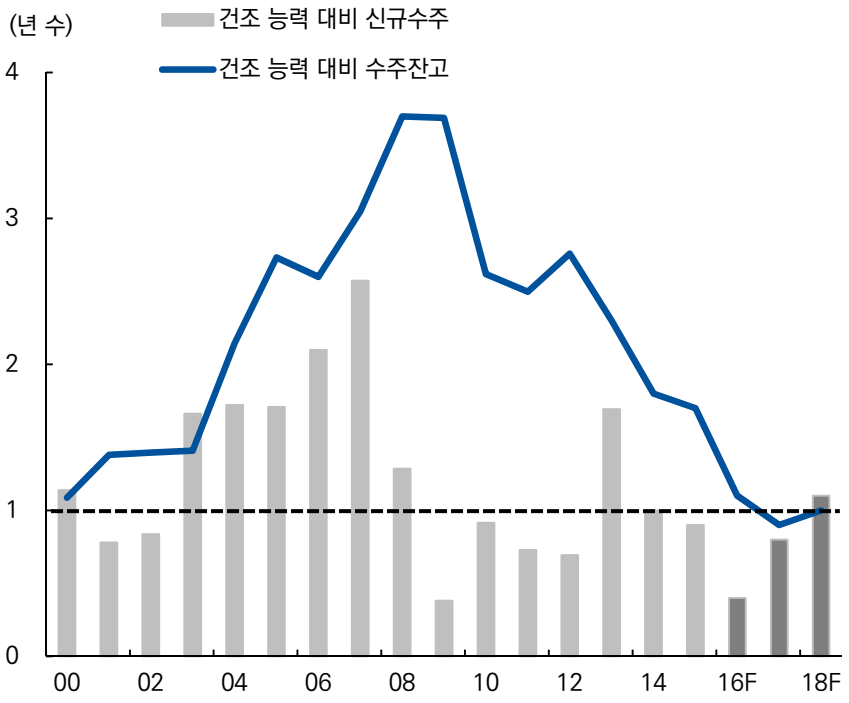
- 2017년 세계 물동량증가율 4% + 해체율 2.7% – 선복량 증가율 3.4%
  → 선복 과잉은 해마다 평균 약 2%씩 6년간 해소
- 상선시장은 2017년 이후 공급과잉 해소와 투기성 발주로 변동성 커질 전망

글로벌 선박 해체량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

수주량/건조능력 추이 및 전망



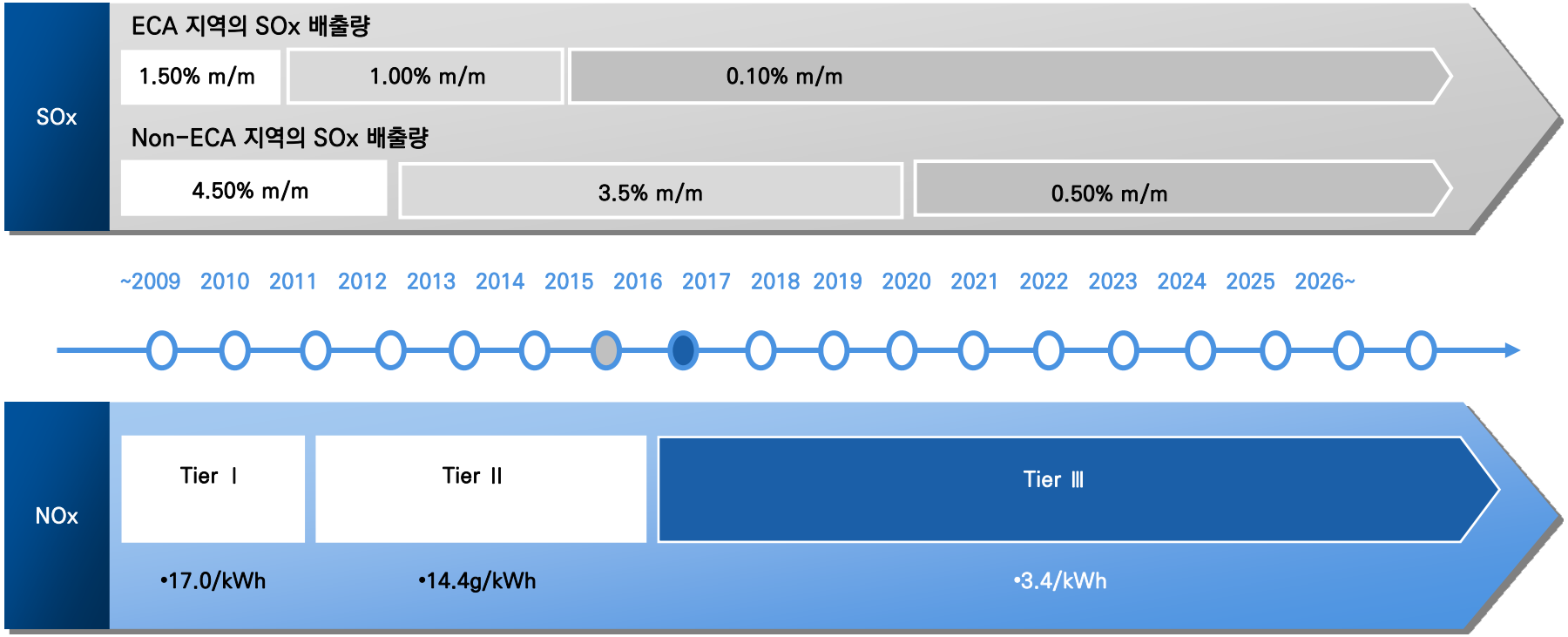
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 1] 강화되는 환경규제

글로벌 환경규제 강화 → 중장기적 시장 변화

- 2016년부터 건조되는 선박은 **Tier III NOx 규정 강제 적용**, **이산화탄소 배출 제한 강제 규정** 포함
- MEPC 70회의서 **SOx 배출규제 2020년부터 글로벌 시행 결정**(3.5%→ 0.5%로 감축안)
- [단기 대안] 1. 저감장치(Scrubber) 설치, 2. 고가의 디젤엔진 (저유황 연료 사용 가능 엔진)
- [장기 대안] 3. LNG 등 친환경 연료를 사용하는 엔진 장착, 4. 無밸러스터 선박 개발 등 무게 축소
- 환경규제 강화 → **단기보다 중장기적 시장 변화 예상(2019년 이후 중고선 해체 증가 전망)**

IMO 환경 규제 Time line



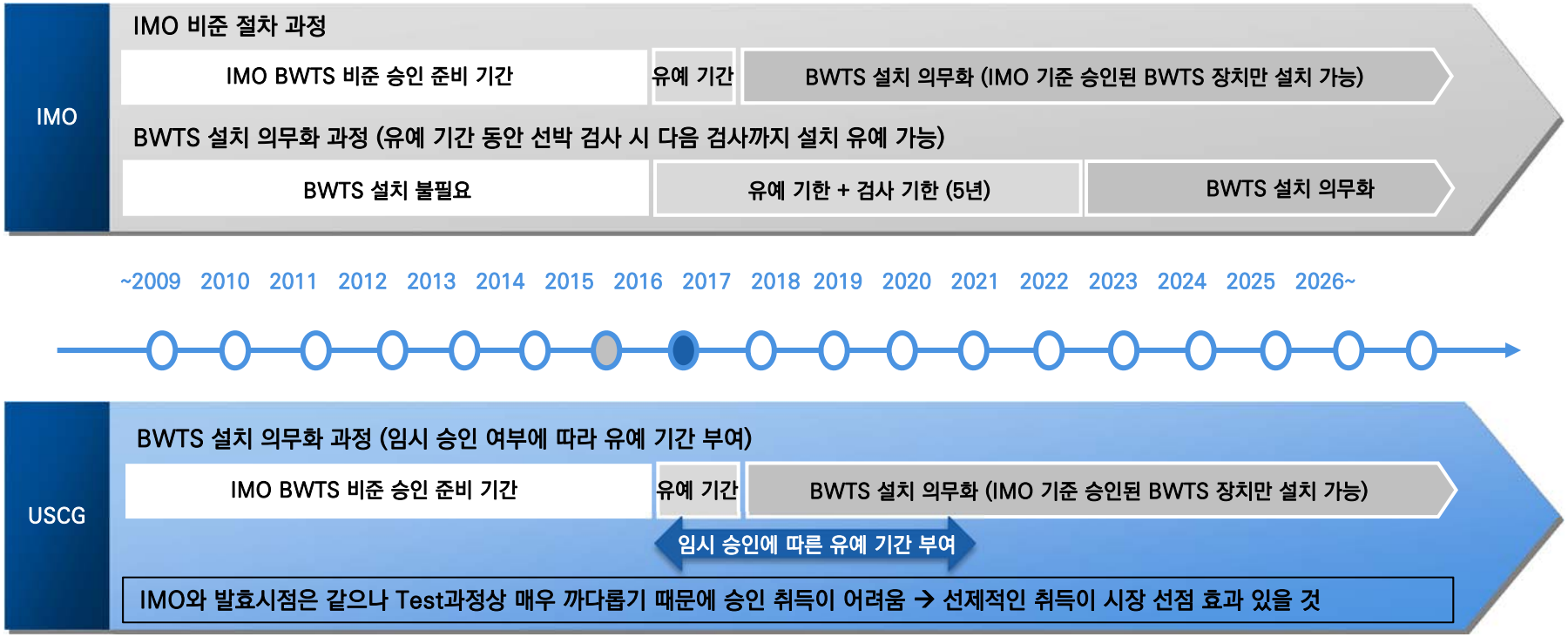
자료: IMO, 각종 자료, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 1] 강화되는 환경규제

BWTS 시장의 서막

- 2016년 9월 IMO(국제해사기구) 비준 협약 통과 → 2017년 10월부터 BWTS 설치 의무화
- BWTS 시장 규모 → 선복량 약 60,000대 X BWTS/대 7억 = 약 42조원 시장
- 노후선박의 신규 설치 자금 부담 → 해체율 증가 기대, 대형선보다 중소형선의 해체율 증가 전망
- IMO 비준에 따른 설치 유효 시기는 1~6년 뒤 ! → 실제로 약 5년 유예기간 가질 수 있음
- BWTS 비준 발효 → **단기보다 중장기적 시장 변화 예상**

IMO BWTS 규제 Time line



자료: IMO, USCG, 각종 자료, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 미흡한 대응책

정부의 안일한 대응책
→ 경쟁력에 득보다 실

- 산업재편이란 용어는 계속 쓰고 있으나 구체적인 방안은 없다(준비과정은 설비 및 인력 축소 뿐)
- 조선사는 죽어가는데 경쟁력 강화방안이 R&D 강화책(?)이 무슨 소용
- 산업재편 2020년까지 11조원 신조발주 추진 → 소수 조선사에 국한
- **정부 안위를 위한 보안책 수준에 그쳐 → 경쟁력 방안을 위한 보완이 시급하다**
- **정부의 안일한 대응방안이 한국 조선업계에 또 한번의 위기 초래 가능성**

조선업 구조개편과 조선사별 신사업 추진 방향

구조 개편

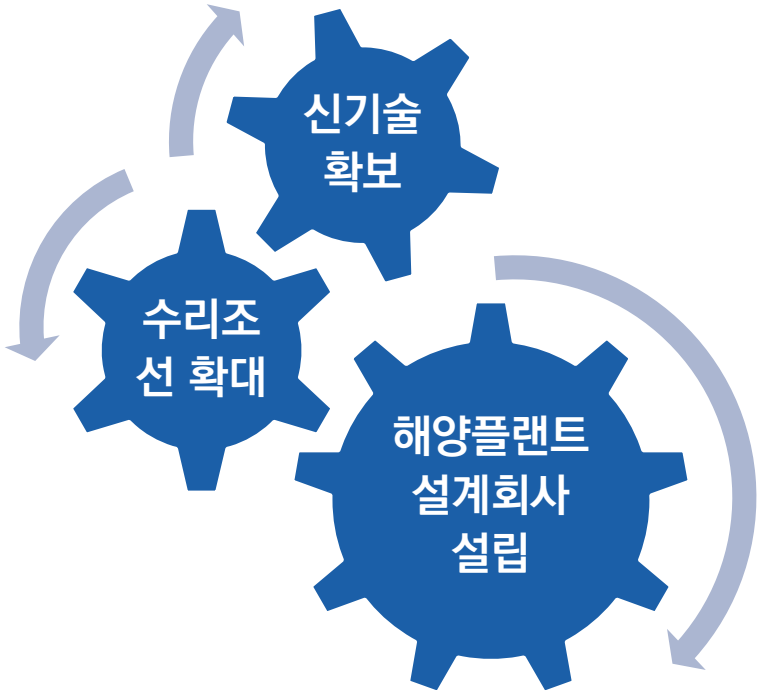
도크수 23% 감축(31→24개)
인력 32% 감축(6.2→4.2만명)
비상계획 조기완료 수준

신사업

현중: 선박 연관 융합 서비스 진출
삼중: LNG 밸류 체인 제품 전문화
대조: 차세대 선박, 방산수출 강화

자료: 산업통상자원부 발표자료, 미래에셋대우 리서치센터

정부의 미래 지원사업



자료: 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 조선사별 자구안

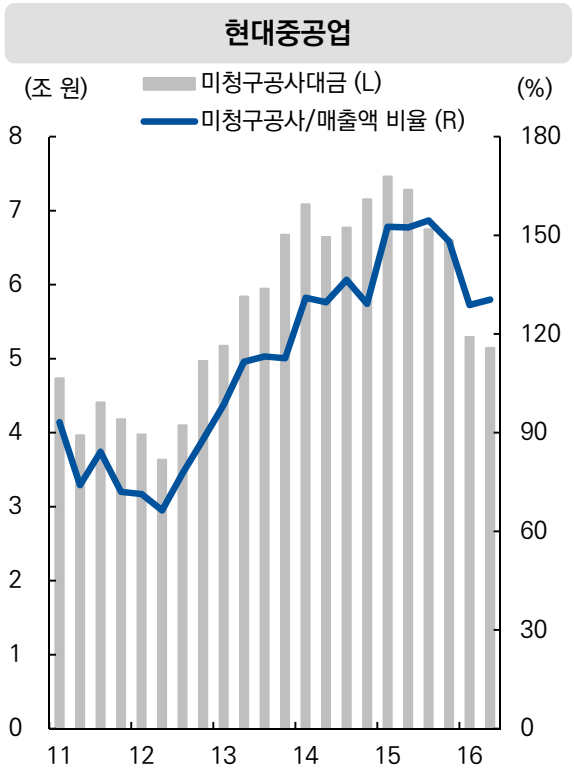
	현대중공업	삼성중공업	대우조선해양
총 인원(2Q16) 자구안	26,299명 3,000명 구조조정 예정	12,355명 2018년 말까지 5,200명 감축 예정 (2016년 1,500명 희망퇴직 계획)	12,699명 생산 1,200명 + 관리 1,300명 (2020년까지)
설비 (현재 설비) 자구안	드라이 도크 11기 지브 크레인 22기, 골리앗 크레인 8기 도크 3기 순차 가동 중단 (해양 도크 중단)	드라이 도크 3기, 플로팅 도크 5기 골리앗 크레인 5기, 플로팅 크레인 2기 해상 크레인 2기 가동 중단 예정 플로팅 도크 1~2기 중단 예정	드라이 도크 2기, 플로팅 도크 3기 골리앗 2기, 지브 3기, 타워 3기 플로팅 도크 2기 매각 예정 (건조 설비 30% 감축 예정)
재무 요약 (2Q16 기준)	유형자산: 19.0 조원 단기금융자산: 4.6 조원 ---------- 총 부채: 32.6 조원 이자 지급성 부채: 17.9 조원 부채비율: 182%	유형자산: 6.6 조원 단기금융자산: 0.9조원 ---------- 총 부채: 12.7 조원 이자 지급성 부채: 5.1 조원 부채비율: 263%	현금성 자산: 1.3조원 유형자산: 5.7조원 ---------- 총 부채: 18.1 조원 이자 지급성 부채: 6.1 조원 (자본잠식 상태)
매각 가능 자산 자구안 [장부가액]	하이투자증권 + 하이자산운용 KCC 전량 매각(약 1,650억원) 현대차 – 0.56% [약 1,884 억원] 현대상선 – 9.66% [약 518 억원]	아이마켓코리아 – 1.23%(약 50억)	플로팅 도크 2기 매각 준비
추가 자구안	X	유상증자	채권단 출자전환 3.5조원(인적 1, 물적1.6, 기타 0.6)

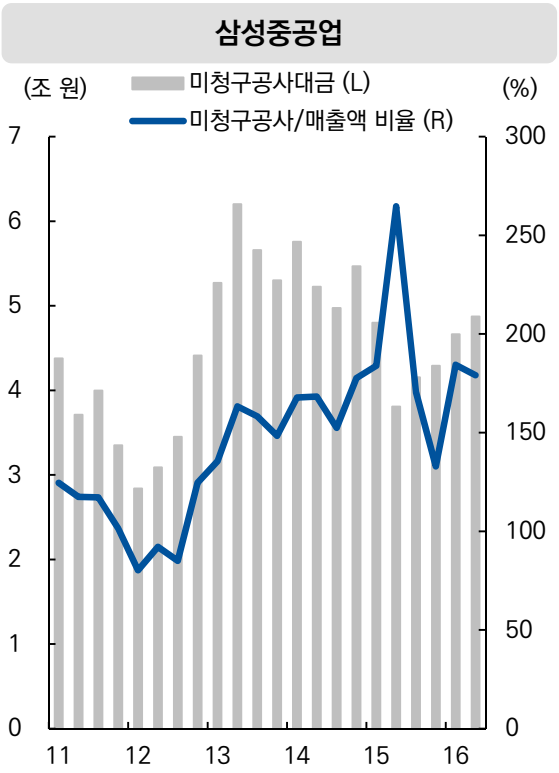
자료: 각종 자료, 미래에셋대우 리서치센터

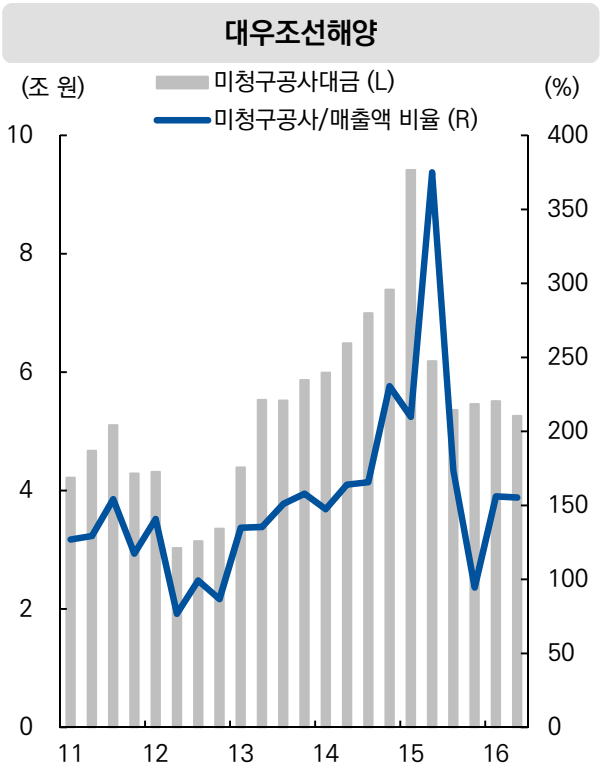
[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 추가 구조조정 필요

매출-미청구공사 추이

- 매출액대비 미청구공사 비율 50% 아래로 하락 (시추설비를 잔여금 포함)
- 해양플랜트 생산설비부문 공사 진행률이 평균 70% 넘어 안정권 진입
- 시추설비는 거의 마무리 단계
- 단 시추설비 인도 연기 이후 잔여금 취득 여부가 관건







자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 한국 경쟁력 충분하다

선종별 변화를 통해 발전방향 모색

- 벌크선 국산화율 가장 높고 수익성 가장 낮아 기피 선종
- 한국의 주력 선종은 최대형 컨테이너선과 초대형 탱크선으로 성숙기 도래
- 가스선은 성장기로 Cash Cow 역할 → 한국 대형 3사가 세계 시장 주도
- 해양은 도입기로 향후 10~20년 성장기를 통해 먹거리 확대 예상
  → 국산화율 20%의 낮은 도입기 수준으로 국산화율 상승하며 부가가치 제품으로 성장 전망

국산화율,설계역량을 통한 제품별 싸이클

분류		도입기	성장기	성숙기	쇠퇴기
제품		Drillship, Semi-Rig Fixed Platform Oil-FPSO, LNG-FPSO	LNGC FSRU LFS	컨테이너선 탱커	B/C
기자재 국산화율		20%	50%	80%	100%
국산화 품목		후판 + Bulk재	+ 범용기기장비 (밸브, 압력용기 등)	+ 핵심기자재 (Pump 등 회전체)	+ 모든 기자재
설계역량	기본	외부 도입	자체	자체	자체
	상세	일부 자체	자체	일부 용역	전체 용역
	생산	자체	자체	전체 용역	전체 용역

자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

기자재 국산화율로 바라본 주력제품 경쟁력

구분	선종	1985	1995	2005	2015	2025	2035	2045
상선	Bulkcarrier	20%	50%	80%	100%			
	VLCC	-	20%	50%	80%	100%		
	Containership	-	20%	50%	80%	100%		
	LNGC/FSRU	-	-	20%	50%	80%	100%	
해양	시추선	-	-	-	20%	50%	80%	100%
	생산설비 (FPSO 등)	-	-	-	20%	50%	80%	100%

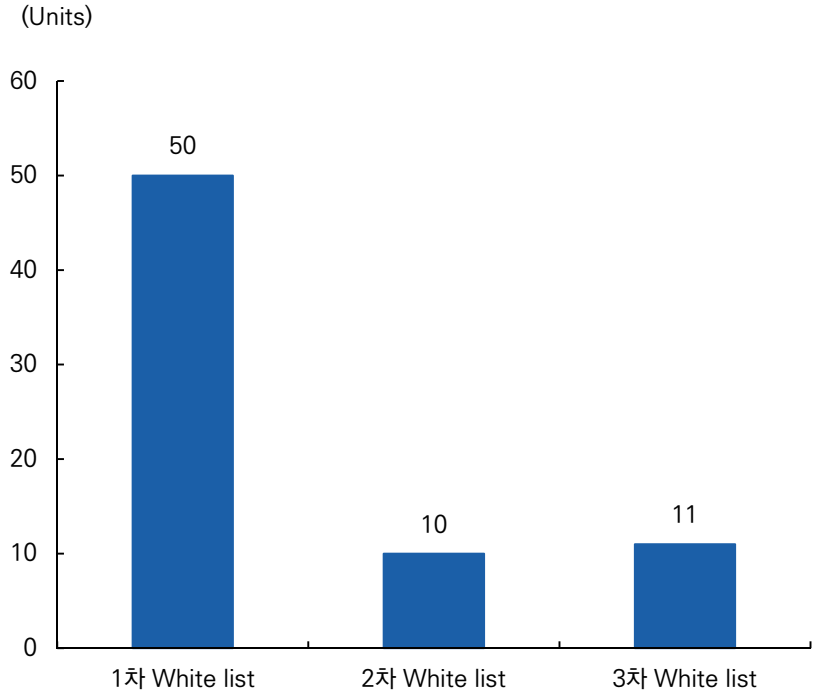
자료: 대우조선해양, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 첫 경험 중국

중국 정부의 White List → 71개 조선소를 추가로 조정할 계획

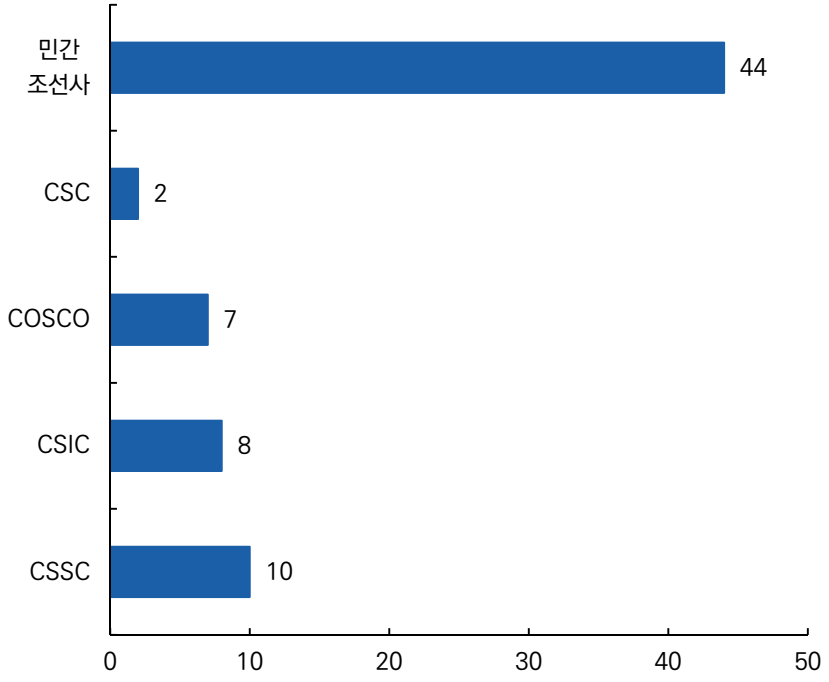
- 중국 정부 구조조정 가속화 → 독자생존 불가능 업체들 폐업 or 매각 추진
- 국영기업 CSSC, CSIC, COSCO, CSC 4개 홀딩스를 중심으로 재편 예상
- 2009년 약 644여 개 조선소가 약 70여 개 조선소로 축소될 전망 (Clarkson 기준)
- 추가 구조조정 방안으로 White List 기업들을 M&A 등을 통해 재편 (최소 10% 이상 조정안)
- 한국과 마찬가지로 고부가 선종에 집중

중국 정부의 조선사 Whit Lists와 추가 구조조정 계획



자료: 중국조선공업협회, 미래에셋대우 리서치센터

민간 조선사와 국영 조선홀딩스 내 조선사 수



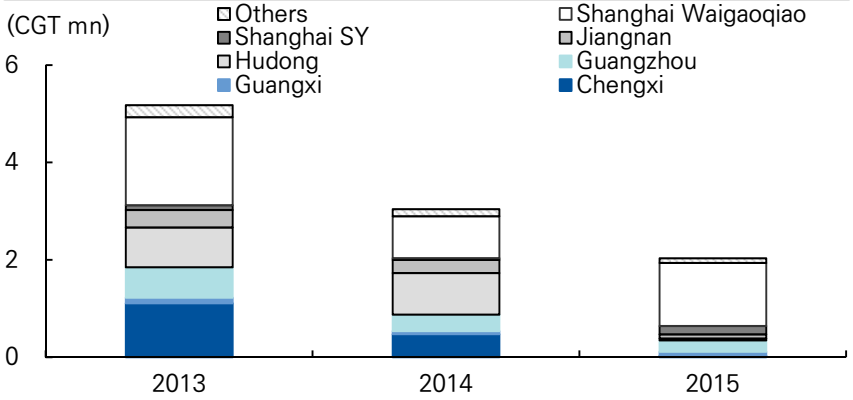
자료: 중국조선공업협회, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 첫 경험 중국

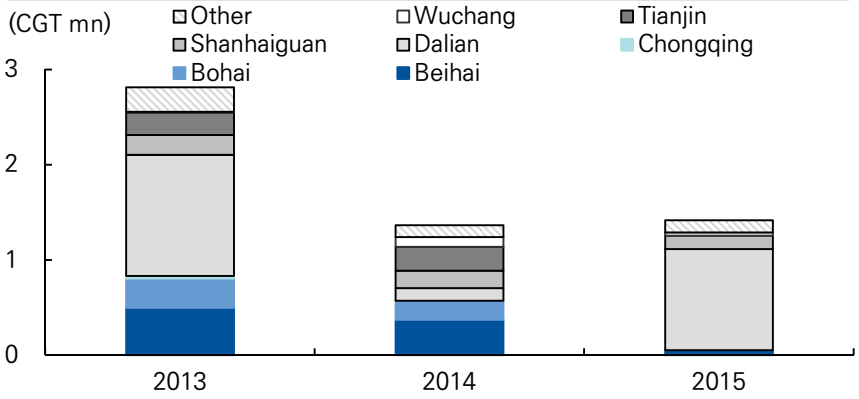
중국 대표 조선그룹 수주/영업실적 급락

- CSSC 홀딩스 → 중국 대표 조선사 그룹으로 상해 외고교, 광쩌우 조선그룹 등 10개 보유
- CSIC 홀딩스 → 중국 2대 조선사로 대련 조선소를 중심으로 7개의 조선사 보유

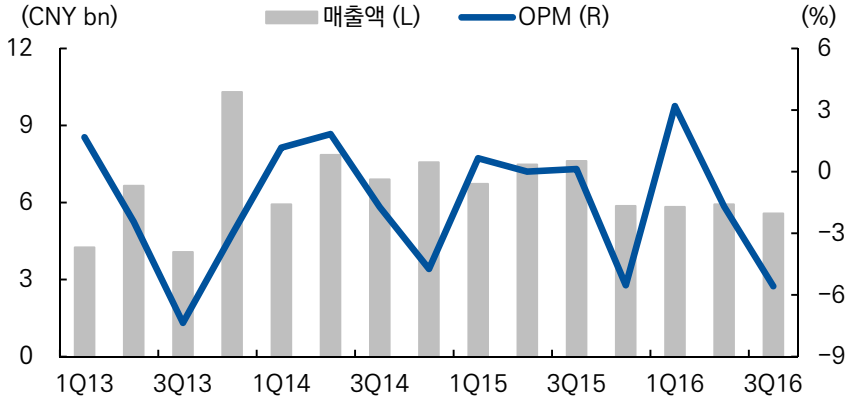
CSSC (China State Shipbuilding Company)



CSIC (China Shipbuilding Industry Company)

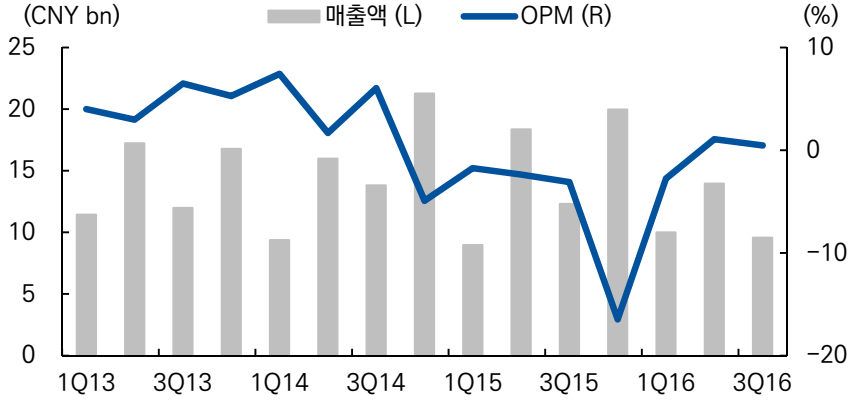


CSSC 영업실적 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, , 미래에셋대우 리서치센터

CSIC 영업실적 추이



자료: Clarkson, Bloomberg, , 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 일본 실패 사례에서 배운다

설비&인력 감축만이 절대 해결책 아님
→ 경쟁력 저하 원인

- 일본은 1970년도 세계 시장의 약 55% 이상 과점
- 1980년대 정부의 의한 두 차례 대규모 구조조정
- 무차별 인력 감축 → 우수인력 및 기술 유출 → 점유율 감소 → 실패한 구조조정
- 2016년에 11개 조선사만이 수주를 기록할 정도로 차별화 더욱 커짐
- 일본 정부의 환율정책에 의존도 높아짐

일본 조선사들의 설비 구조조정

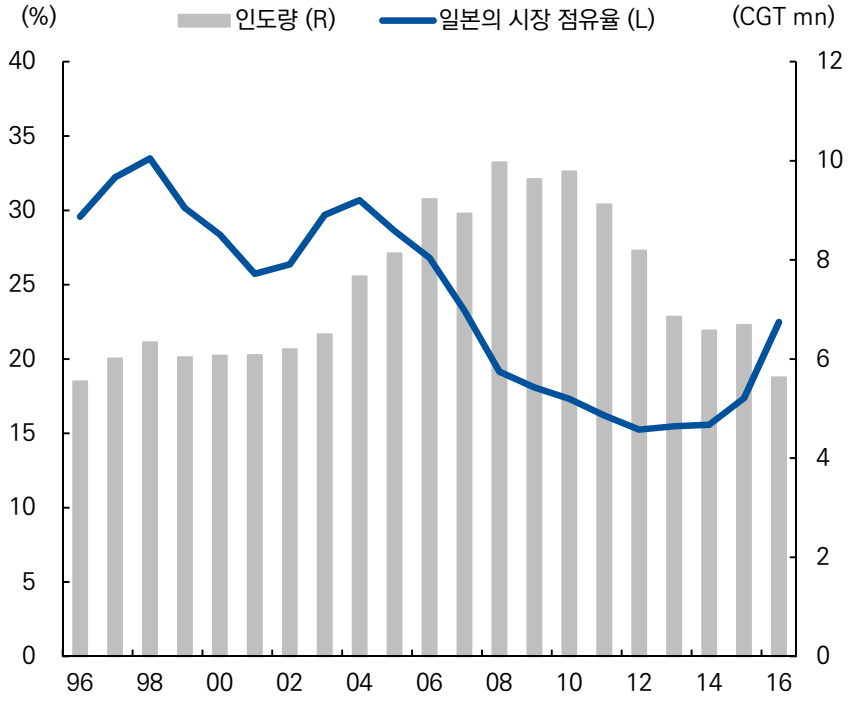
	제1차 설비조정 (1980.3) 이전(~1979)	제1차 설비조정 후 (1980~1987)	제2차 설비조정 (1988.3) 이후(1988~)
회사수	61사	44사	26사
그룹수	-	11	8
도크/선대수	138기	73기	46기
건조능력	960만CGT	603만CGT (-37%)	460만CGT (-24%)

◆ 설비& 인력 축소
→ 기술 및 고급인력 유출
◆ 자동화 전략 → 벌크선에 집중

→경쟁력 저하로 시장점유율 하락

자료: 미래에셋대우 리서치센터

일본의 상선시장 점유율(좌) 및 인도량(우) 추이



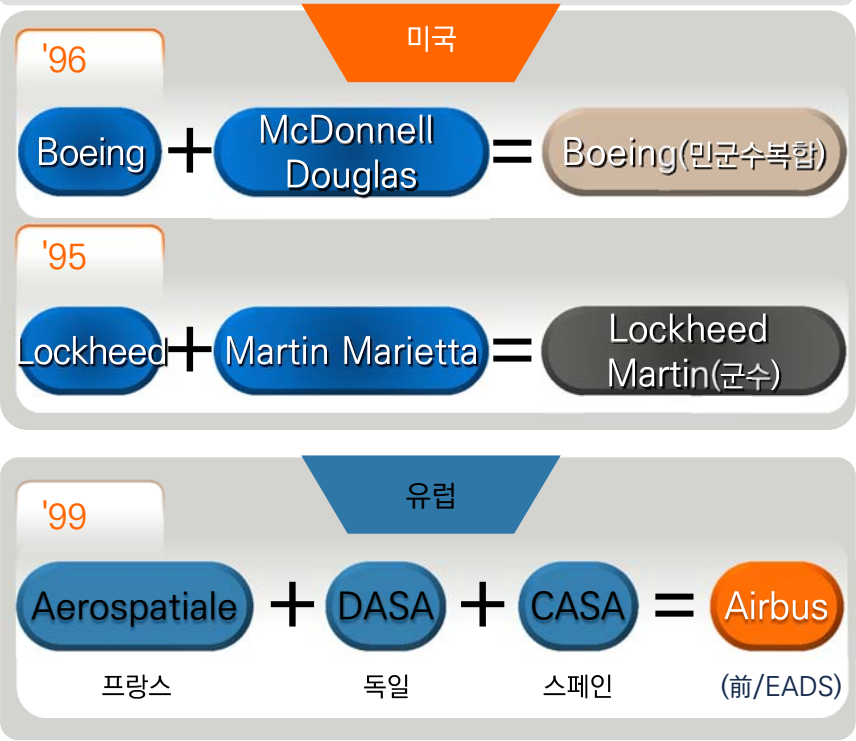
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 민항기 성공 사례에서 배운다

세계 민항기 시장은 2강 체제로 재편

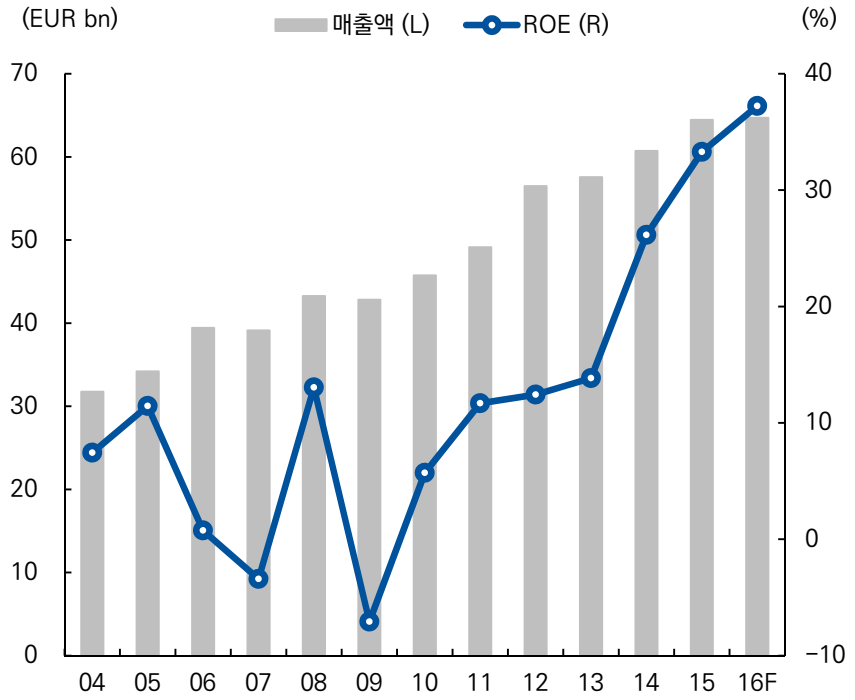
- 민항기 시장은 미국의 Boeing과 유럽의 Airbus 2강 체제로 재편
- 1995~1999년 세계 민항기 업계는 구조적 어려움을 합병을 통한 대형화로 극복
- CAGR 5%의 성숙산업이지만 ROE 40%를 넘은 안정적인 독식사업
- 산업재편의 대표적인 성공 사례

세계 민항기시장 구조변화



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Airbus사의 영업실적 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 과감해야 한다

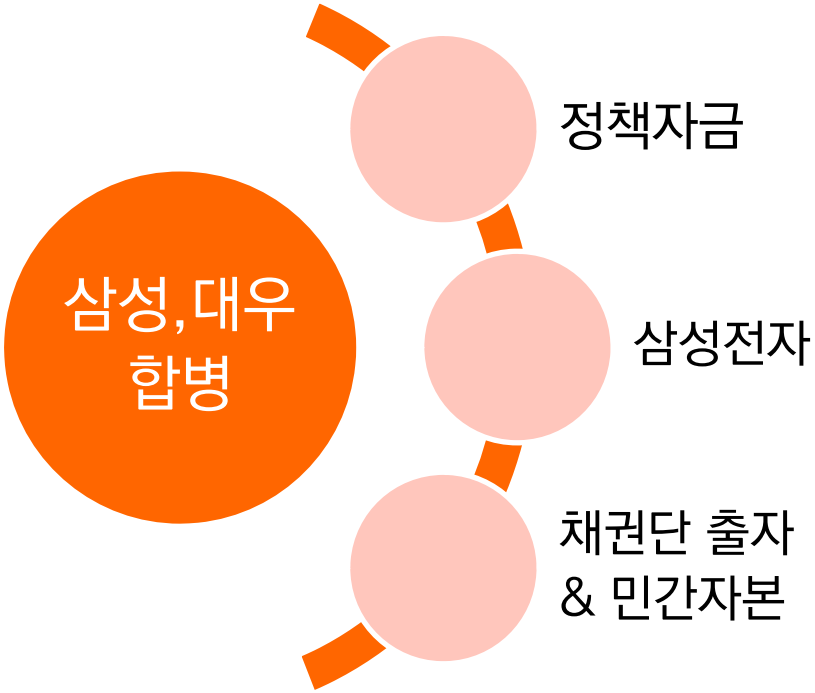
시나리오 1. 삼성&대우 합병 → 삼성전자 부담 커지고, 고용문제 확대, 원가경쟁은 높아짐

- 삼성중공업과 대우조선해양의 단순 합병
- →가장 단순, 보편적이나 난관이 많음

– 양사간 합병을 위해 정책자금의 추가 투자 및 삼성전자의 출자가 필요한 상황 → 만약 한쪽의 희생 또는 지원만을 요구하면 딜 성사 어려울 전망 (삼성전자의 출자 부담이 큼)

– 민간자본을 참여시켜 부담을 덜 수 있는 방안도 마련해야 한다고 봄 → 양사의 부채가 너무 많고 정부재원의 한계 및 삼성전자의 부담도 덜 수 있는 방법

– 현대중공업과 양사 합병회사간 두 개의 경쟁사로 재정비되고, 생산능력은 양사 합쳐 기존보다 약 30%이상 축소가 바람직

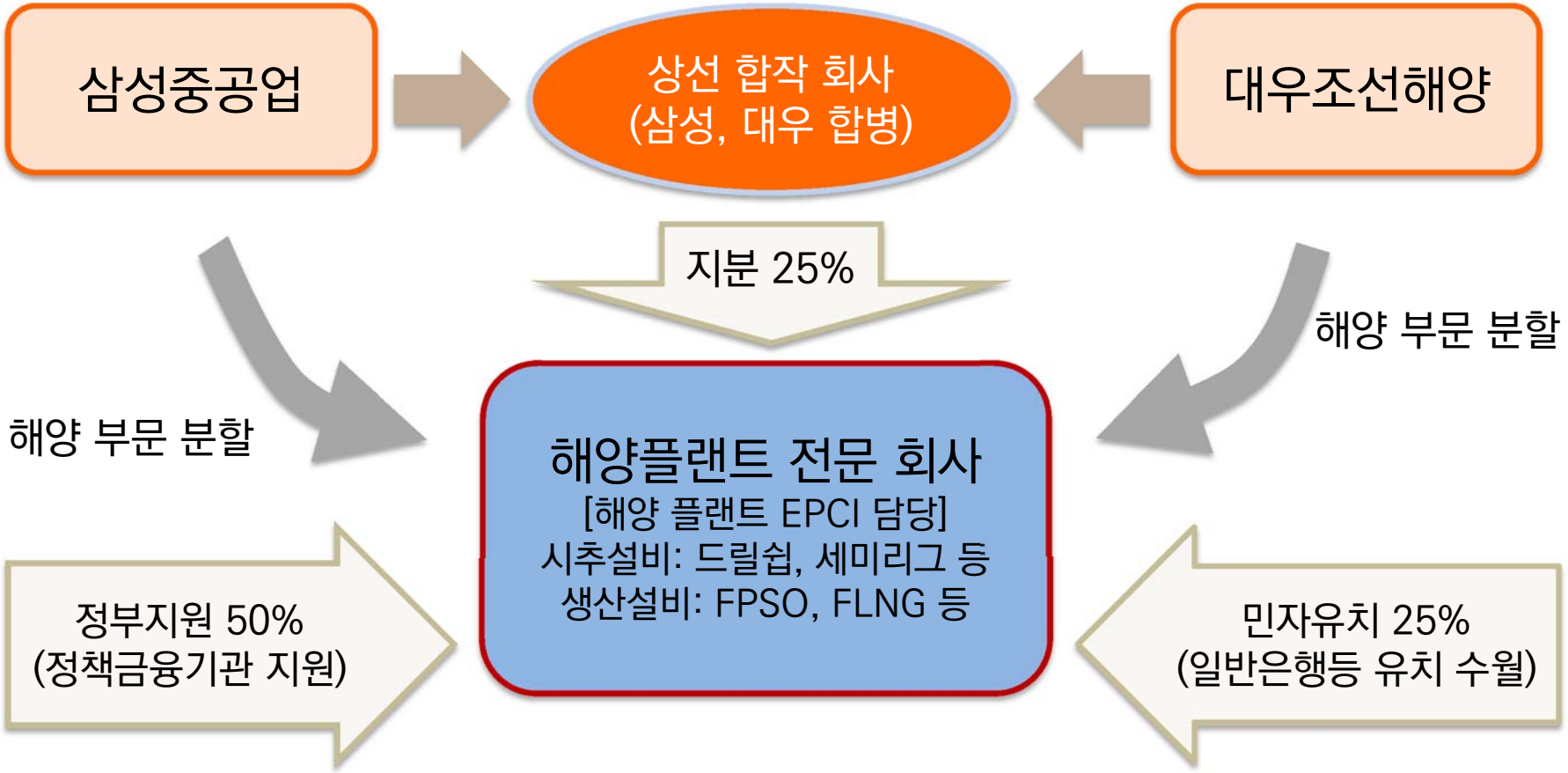


주: 국내 대형 2사 체재 → 두 경쟁사로 재조정 및 설비축소로 경쟁 완화

자료: 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 과감해야 한다

시나리오 2. 분할회사와 합작회사 출현 → 삼성전자 부담 줄고 고용측면에서 전자보다 유리

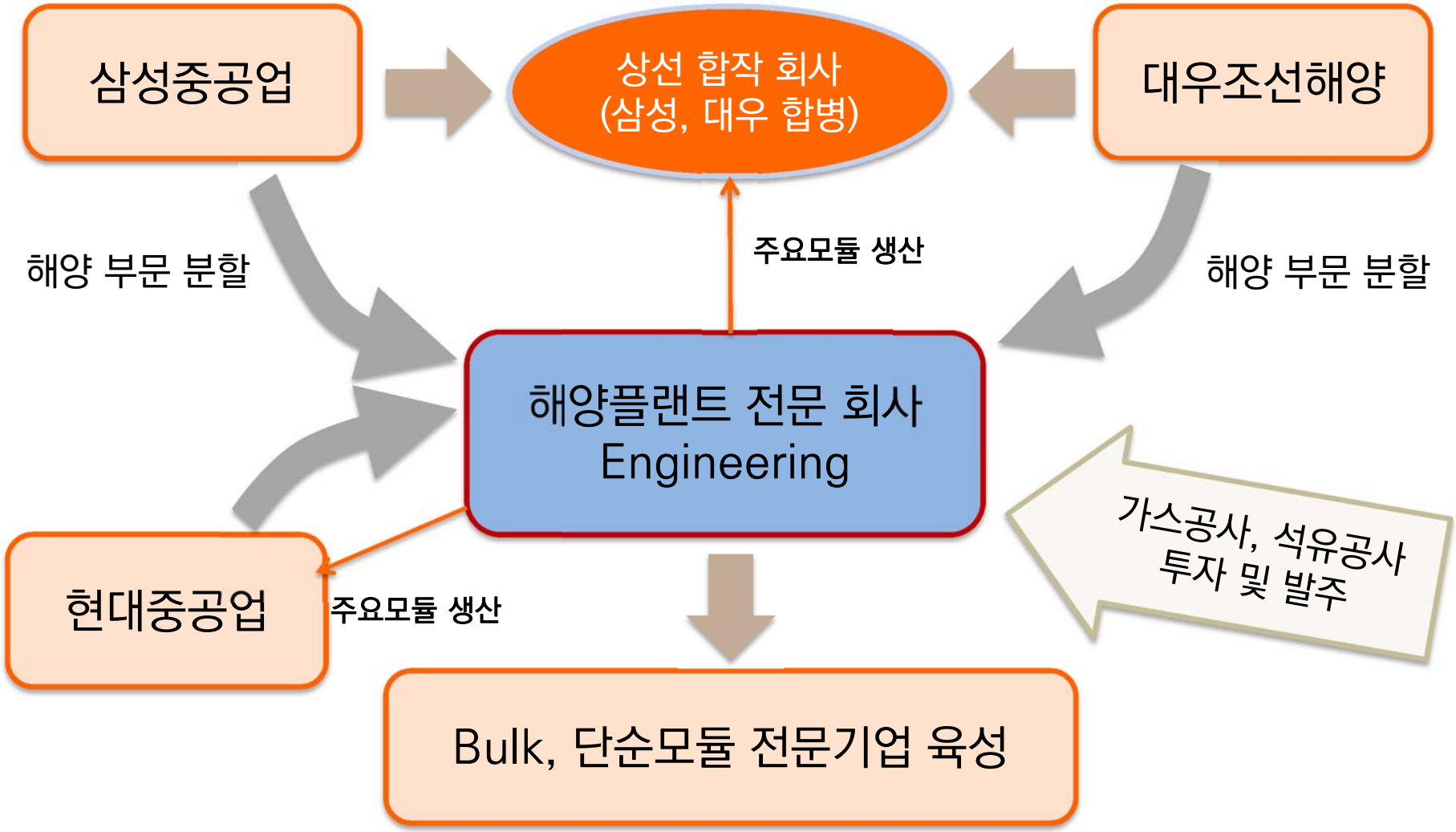


주: 해양 부문 – 2개 회사 (현대중공업, 해양플랜트 전문회사)
상선 부문 – 2개 회사 (현대중공업, 삼성 & 대우 합작회사)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

[이슈. 2] 구조조정 및 산업재편 – 과감해야 한다

시나리오 3. 3사 합작 해양Engineering 회사 → 정부기관 출현, 경쟁력 및 고용안정



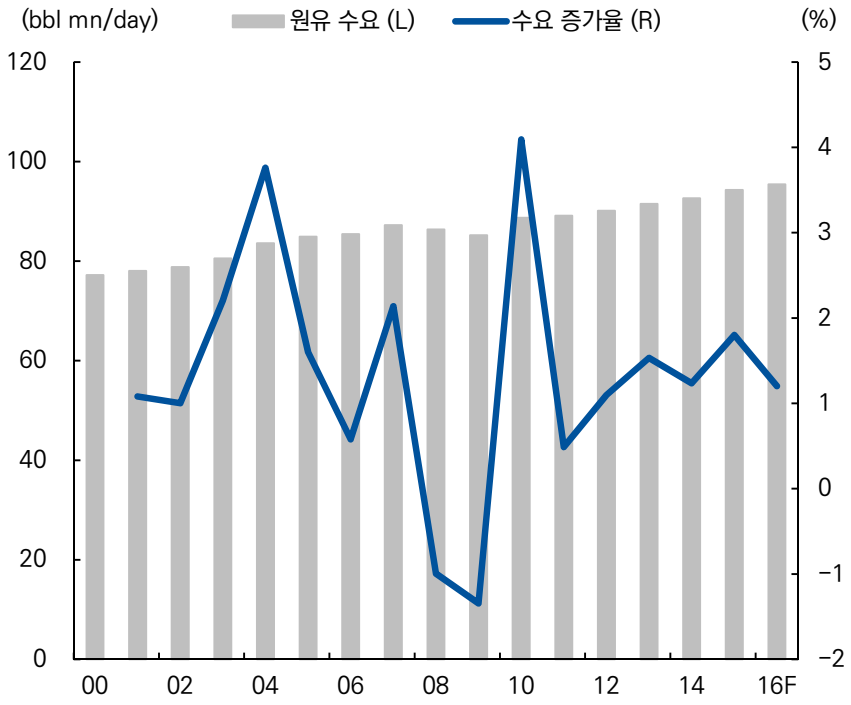
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 탱크선: 기대감은 크나

원유, 에틸렌 수요 증가세

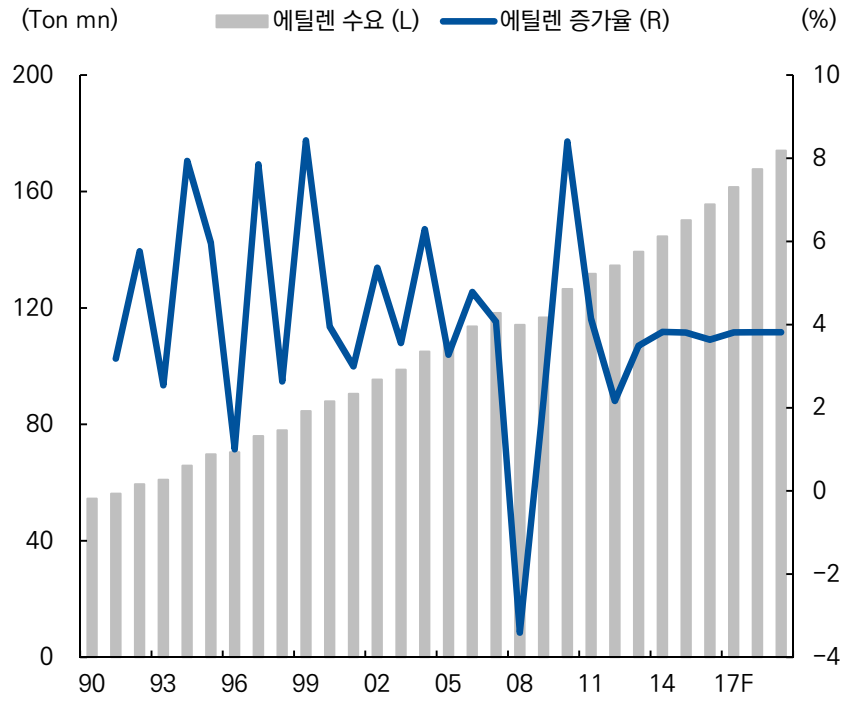
- 원유 수요는 완만한 증가세 → 실질 원유운반선 수요는 발생
- 저장용 초대형 원유운반선 수요 감소로 **노후선 해체량 증가 전망**
- 중고선거래 많지 않아 시장 회복 기대감 낮음
- 에틸렌 수요 완만한 증가세
  → 원유운반선과 마찬가지로 석유화학제품 운반선도 **실질 선주들 중심으로 완만한 수요 전망**

원유 수요 및 증가율 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

에틸렌 수요 및 증가율



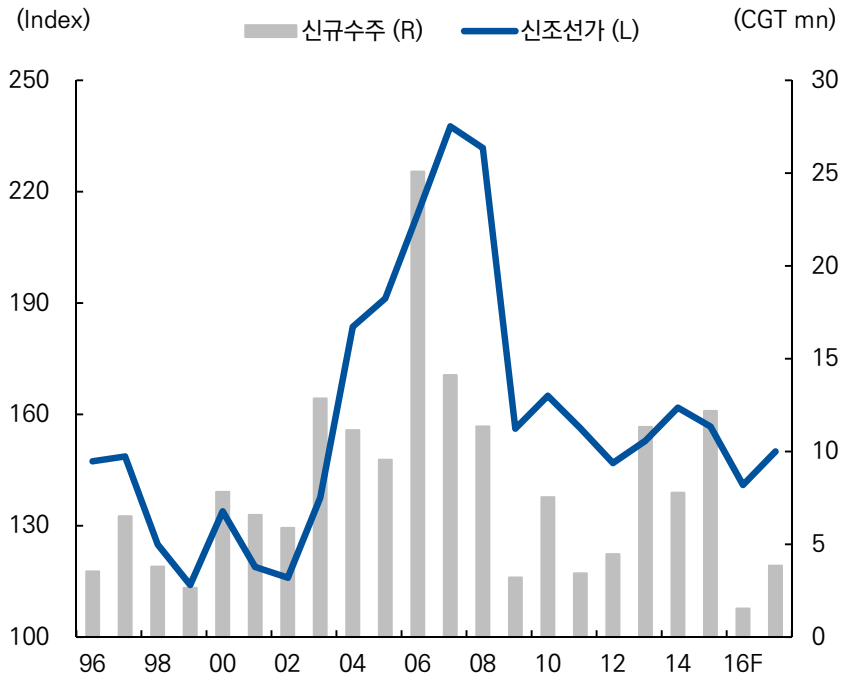
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 탱크선: 기대감은 크나

이란, 인도에 대한 기대감
→ 자금 마련이 관건

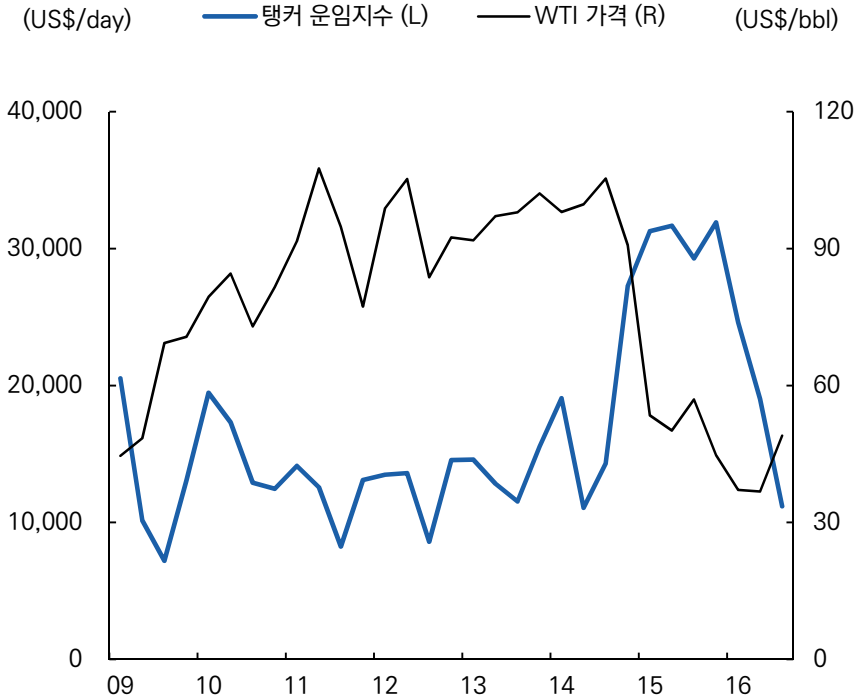
- 운임 하락, 중고선 거래 감소
- 투기적 발주 감소
- **경기에 대한 불신으로 실질 선주사 중심의 발주**
- **이란, 인도 등 원유운반선 신규 수요 확대 기대 → 단 선박금융 지원 서비스 있어야 수주 가능**
  → 조선사별 선박금융 지원 자구 방안 마련

탱크선 수주와 신조선가 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

탱커 운임 지수와 유가 추이



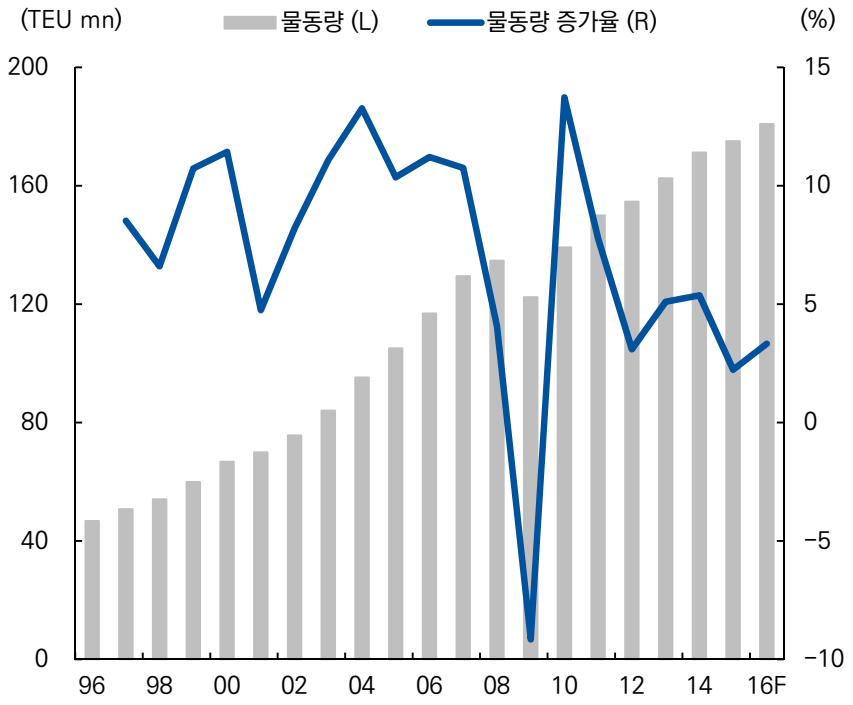
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 컨테이너선: 운임회복이 관건

해운시장 운임 회복이 관건

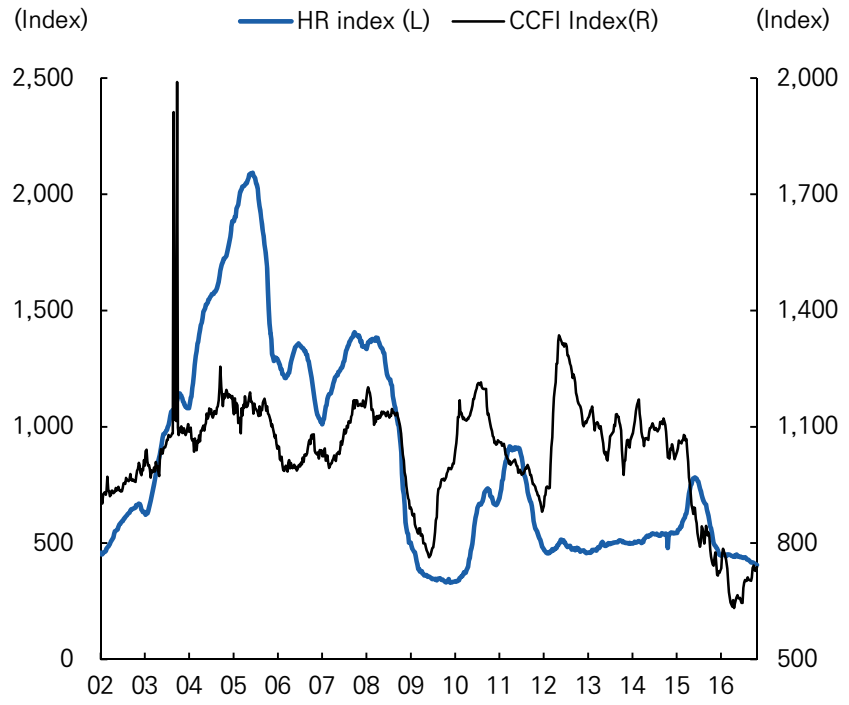
- NOx Tier III 규제로 가격 상승
- 환경규제 강화로 선두주자들은 첨단 친환경 선박 발주 예상 → 신조선 발주 회복에 걸림돌로 작용
- 2017년 물동량증가율 3.6%로 전년도와 비슷한 수준 전망
- 글로벌 경기불황 우려로 관망 자세
- 해운 운임 회복이 관건

컨테이너선 물동량 및 증가율 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

컨테이너선 CCFI, HR 지수 추이



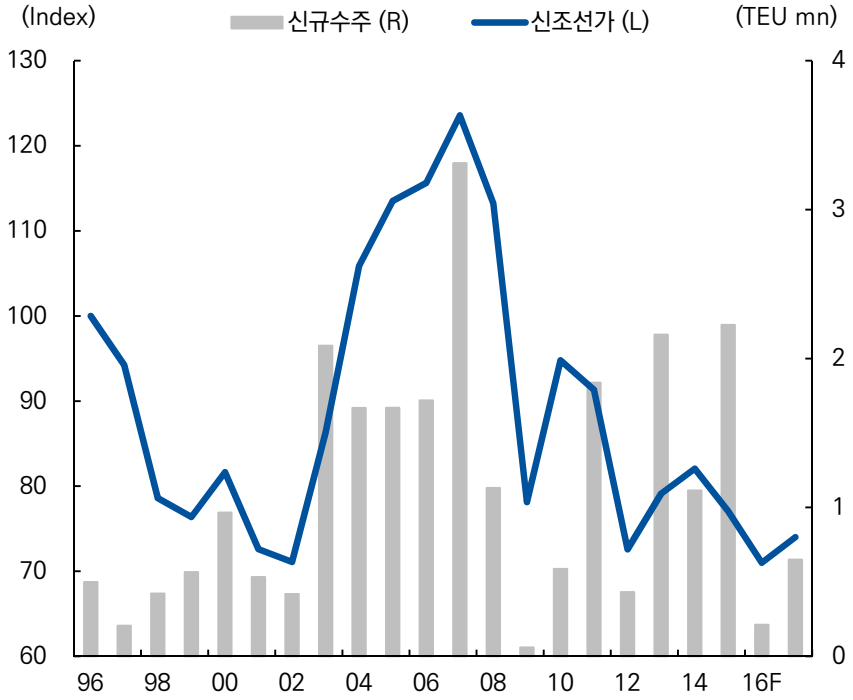
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 컨테이너선: 운임 회복이 관건

초대형 컨테이너선 회복 예상되나

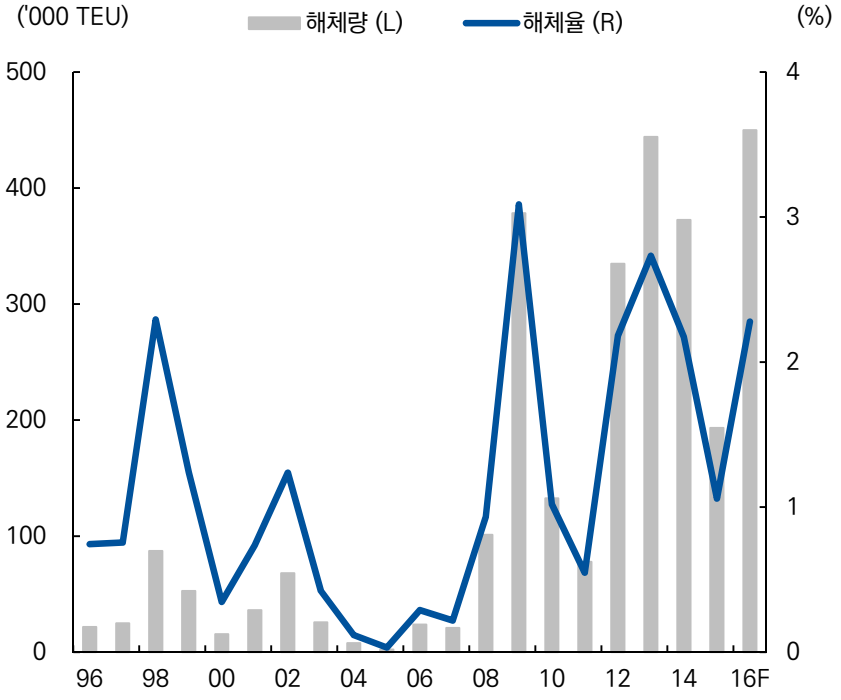
- 컨테이너 노후선 해체량 급증 → 2017년에도 해체율은 약
- 대체수요 예상
- 전년도 수주 부진에 대한 기저효과로 2017년에 신조선 발주는 높은 증가율 예상
- 2017년 수주량 YoY 125% 65만TEU 전망

컨테이너선 수주와 선가 추이 및 전망



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

컨테이너 해체량과 해체율 추이



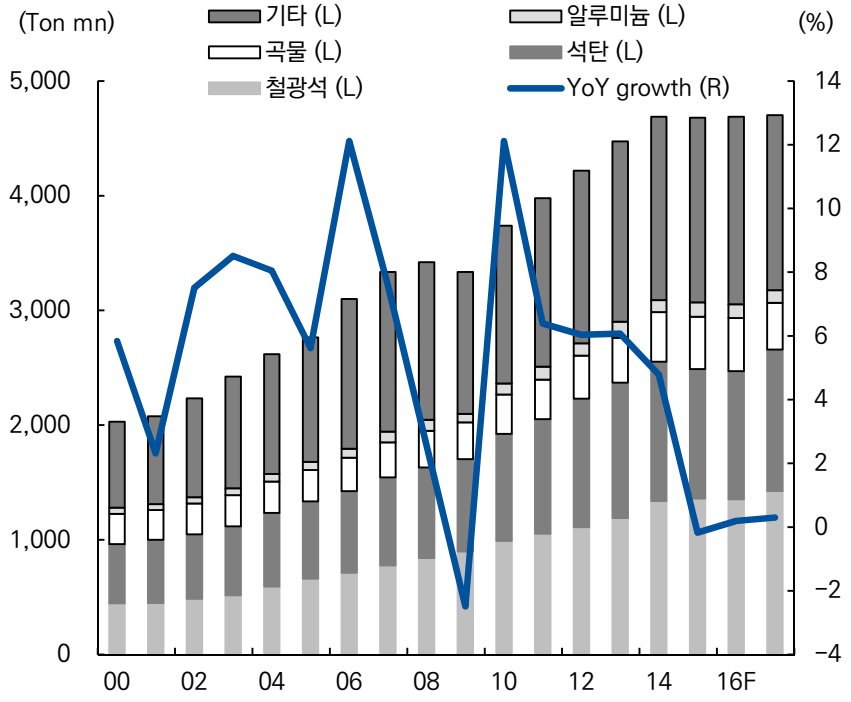
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 벌크선: 원소재 가격 안정에 거는 기대

철광석 가격만 회복세

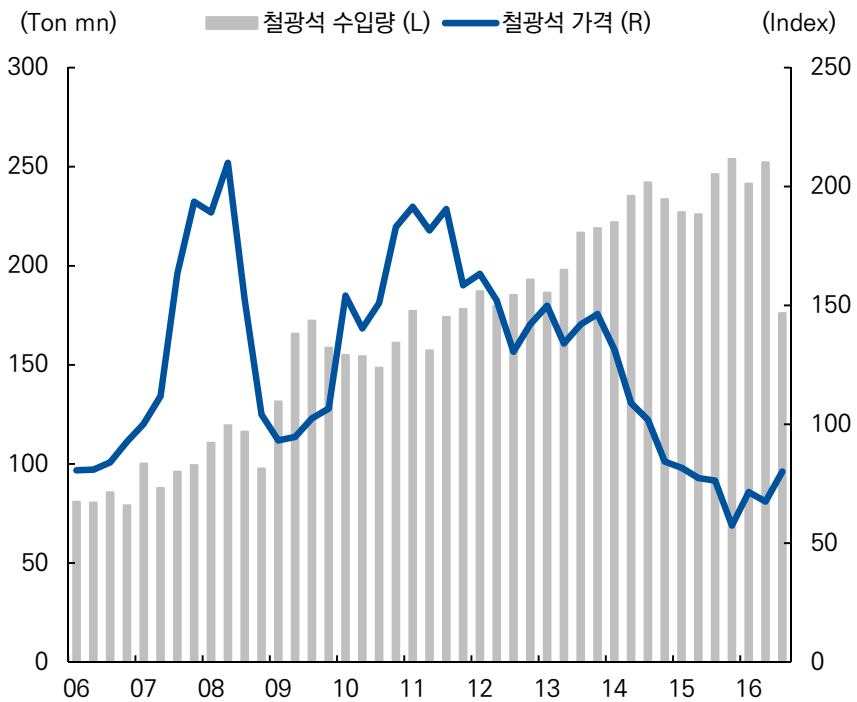
- 세계 경기 부진으로 원자재 수요 회복은 쉽지 않은 상황
- 철광석 수요와 가격 회복세로 전환 → 경기 회복에 거는 기대감 상승
- 세계 경기 불확실성 높아 지속적인 상승 기대는 낮음
- 철광석 외에 수요 및 가격 회복 신호 보이지 않음

벌크선 물동량 및 물동량 증가율 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

철광석 수요 및 가격 추이



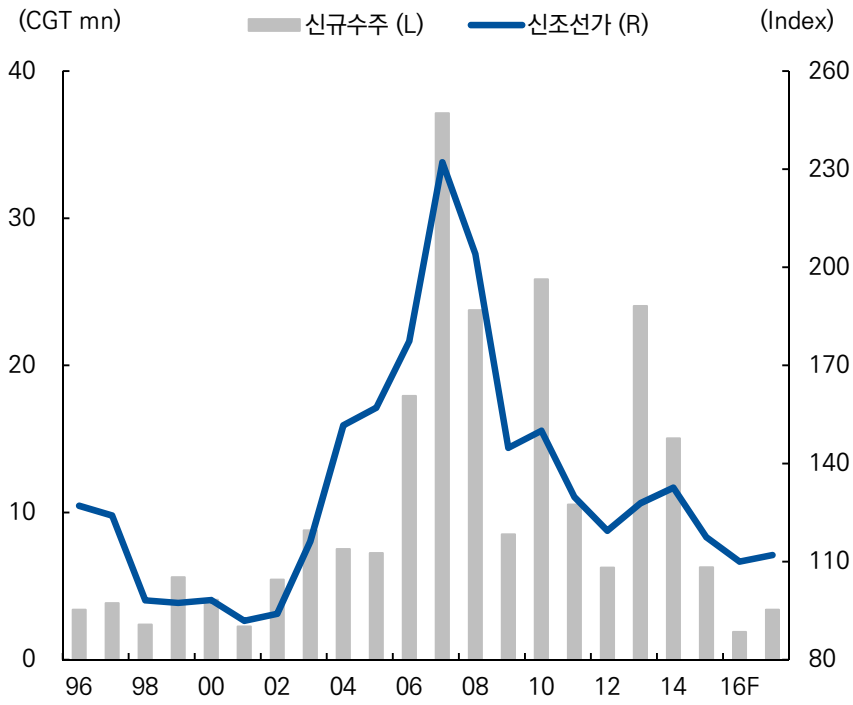
자료: Bloombeg, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 벌크선: 원소재 가격 안정에 거는 기대

해체량 증가, 인도량 감소로 수급 개선 전망

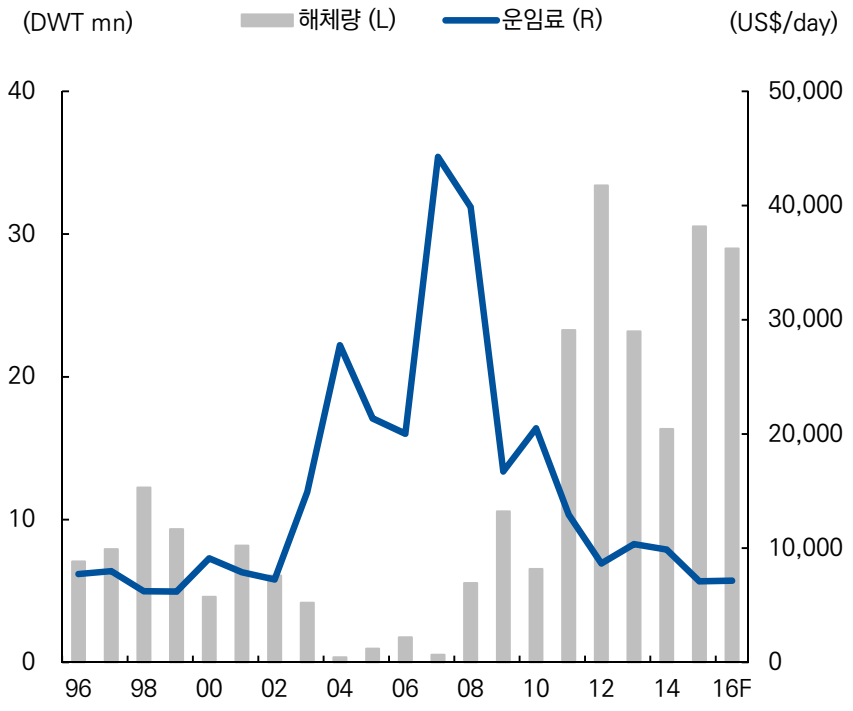
- 중국 정부의 밀어주기식 발주도 쉽지 않은 상황
- 2017년 노후선 해체량은 3%대로 매우 높은 수준 유지할 전망
- 인도량 급감으로 공급 과잉이 크게 해소 중
- 2017년 벌크선 수주량은 YoY 35% 400만CGT예상

벌크선 수주와 선가 추이 및 전망



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

벌크선 해체량 및 운임료 추이



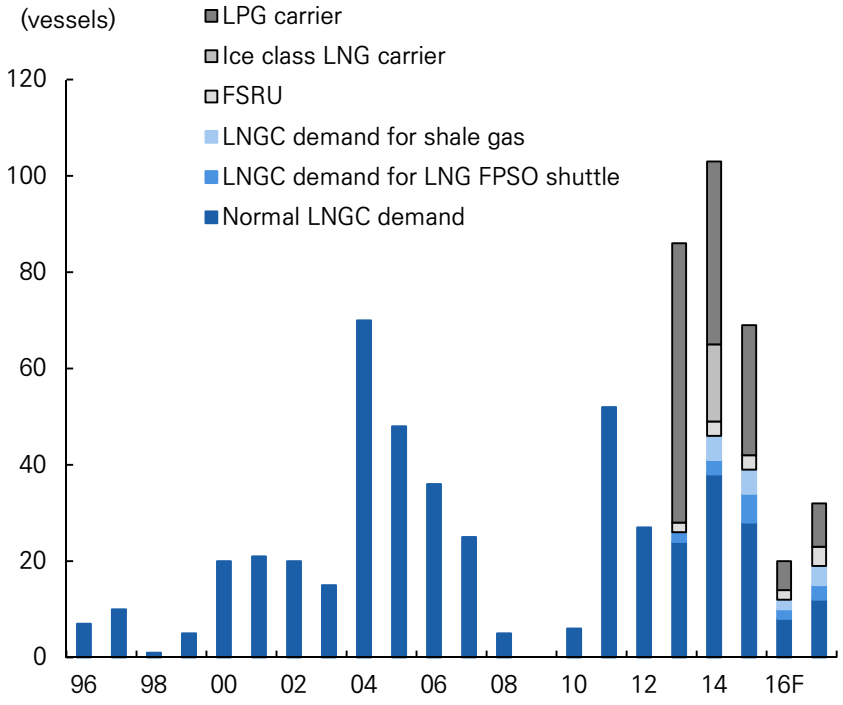
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 가스선: 천연가스 수요 증가

세계 환경규제 강화로 가스 수요 증가세

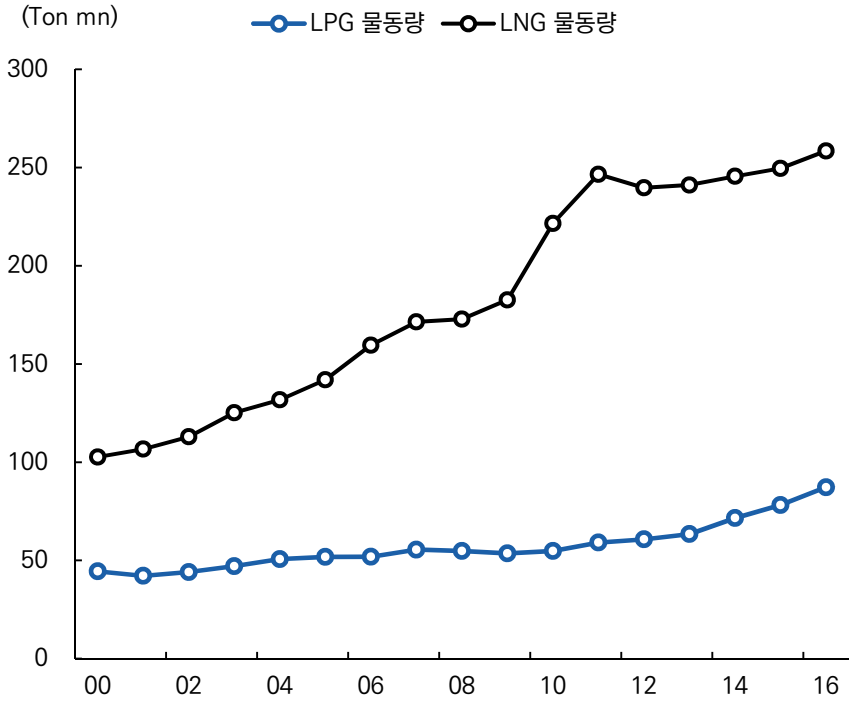
- 세계적으로 환경규제가 강화되며 청정연료인 천연가스 수요는 증가 지속
- 세계 천연가스 수요는 연평균 약 4%의 안정적인 성장세 지속 전망
- 벙커링 시스템 등 해상용 가스선 수요 다양화 → LNG 벙커링용 FSRU 증가 전망
- LNG선에 이어 LPG 수요도 증가세

가스선 종류별 발주 추이 및 전망



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

LNG와 LPG 수요 추이



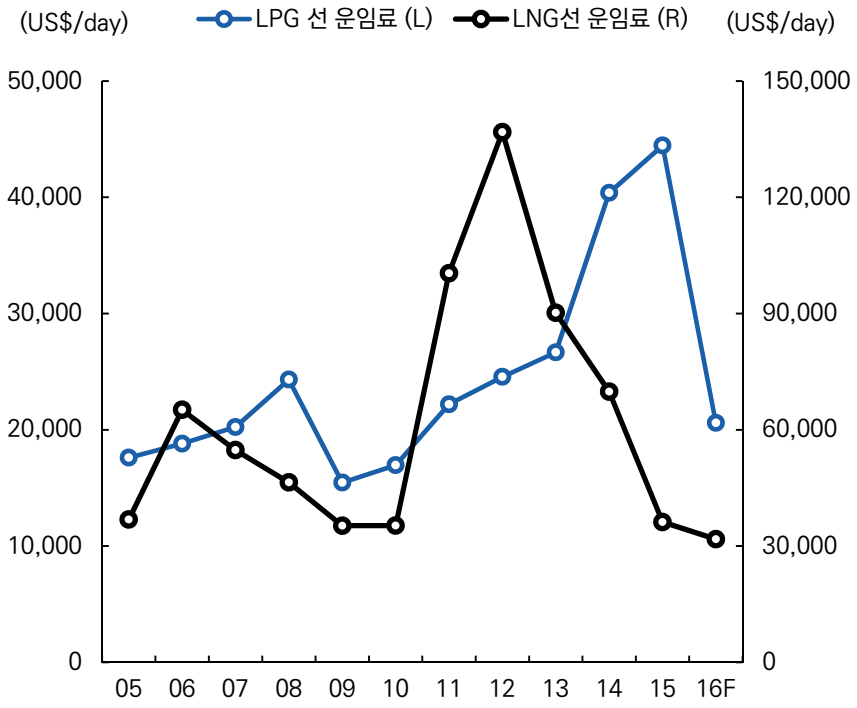
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

III. 선종별 전망 – 가스선: 운임 하락은 제한적

운임 하락으로 해체량 증가 전망

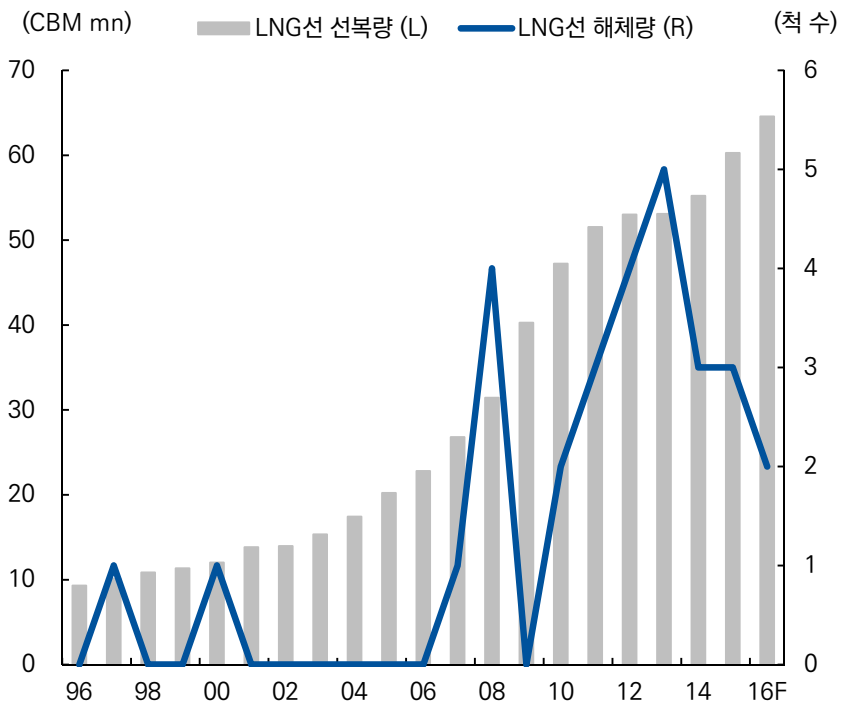
- LNG선 운임 사상 최저가로 하락
- 운임하락, 신선종에 대한 수요 증가로 노후선 해체량 증가 전망
- 선복량 증가로 운임 회복은 쉽지 않으나 천연가스 수요 증가로 하락은 제한적일 전망

LNG선과 LPG선 운임 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

LNG선 선복량과 해체량 추이

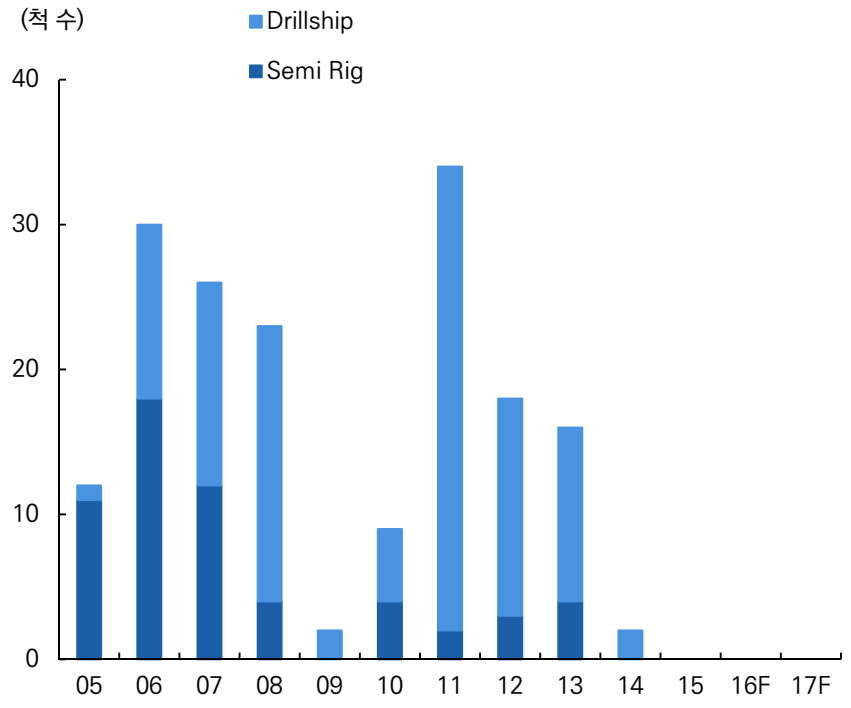


자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

3년간의 침묵에서 깨어나다

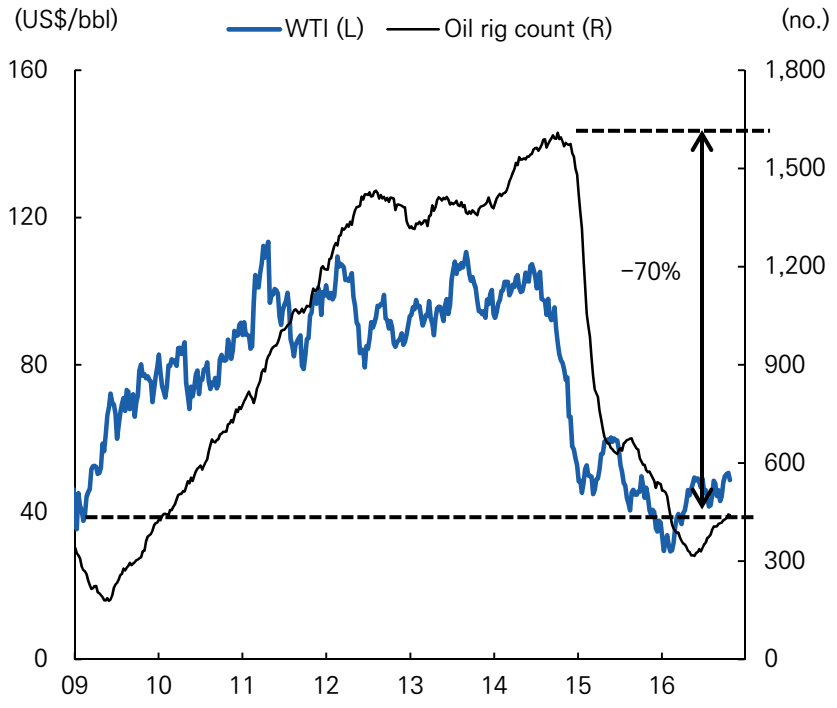
- 지난 3년간 해양사업은 개점휴업 상태
- 특히 시추설비 발주는 전무하고 인도도 지연 사태
- 유가 회복과 함께 Oil Rig 수도 회복
- 2016년 하반기 발주 재개로 3년간의 침묵이 깨어질 전망

세계 시추설비 및 생산설비 수주 추이



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

세계 해양 Oil Rig 수와 유가 추이

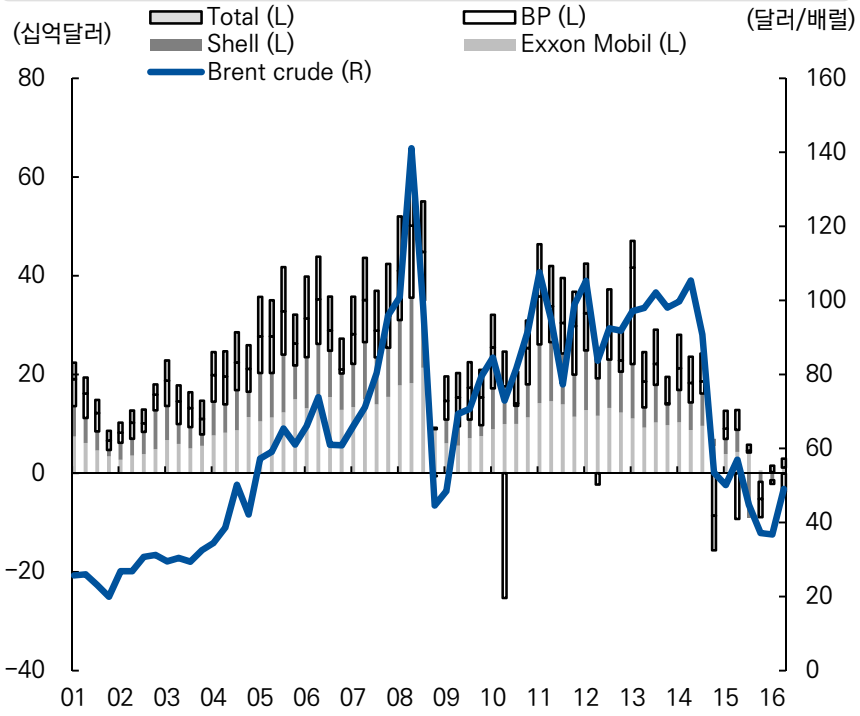


자료: Baker hughes, 미래에셋대우 리서치센터

오일 메이저사들 영업적자

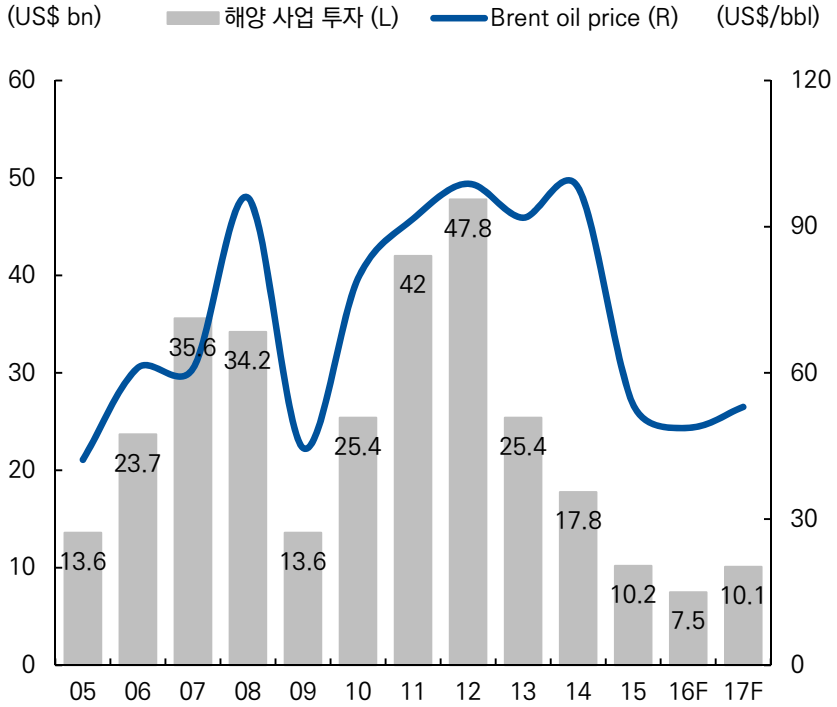
- 세계 오일 메이저사들 영업적자로 대규모 구조조정
- 유가 하락 및 투자 감소로 매출액도 감소 전망
- 해양플랜트 관련 투자도 급감
- 유가 $50 이하로 원가절감에 최대 노력 → 해양투자 재개를 위한 발판 마련

유가와 오일 메이저사들의 영업실적 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Brent 유가와 Offshore Financing 추이

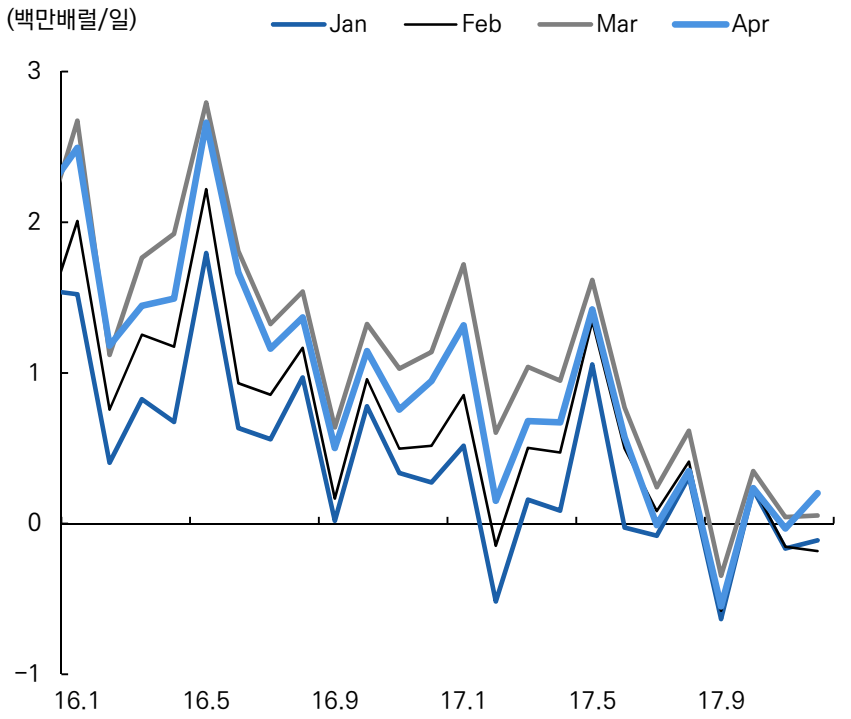


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

유가는 완만한 상승 → 2017년 수급밸런스

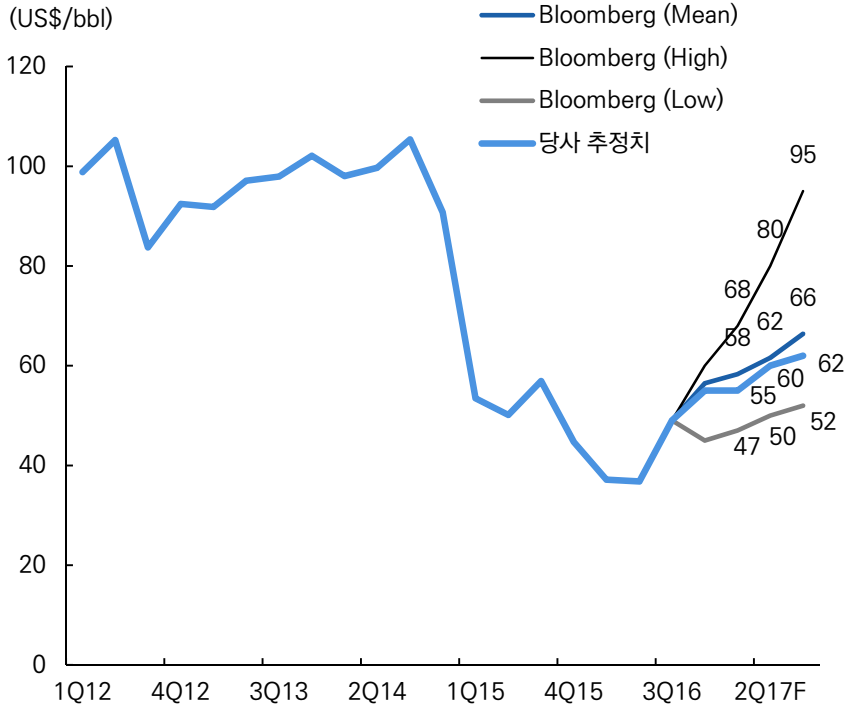
- 유가는 수급을 반영하며 완만한 상승 전망
- EIA는 2017년에 원유 수급이 안정을 찾을 것으로 전망
- 당사도 2017년까지 수급 안정으로 점진적 회복 전망 → Brent oil 기준 $60까지 도달할 전망
- 단 OPEC의 경쟁심리와 러시아의 감산 참여 의지에 따라 변동성 클 전망

EIA의 원유 공급&수요 전망 – 2017년에 수급 밸런스 기대



자료: EIA, 미래에셋대우 리서치센터

유가 추이 및 전망

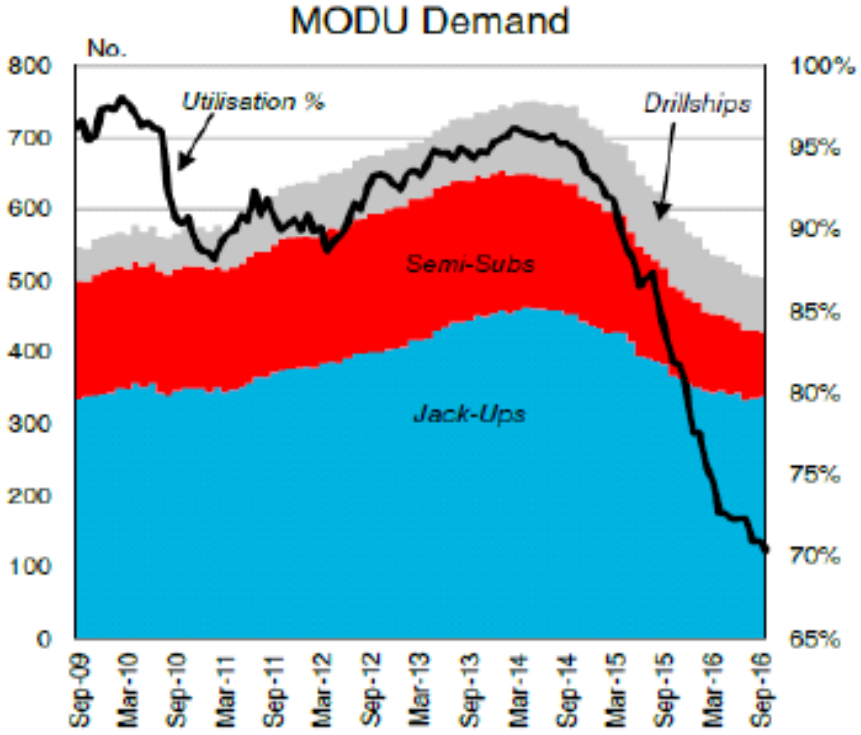


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

생산설비 가동률 저하로 신규설비 투자 가능성

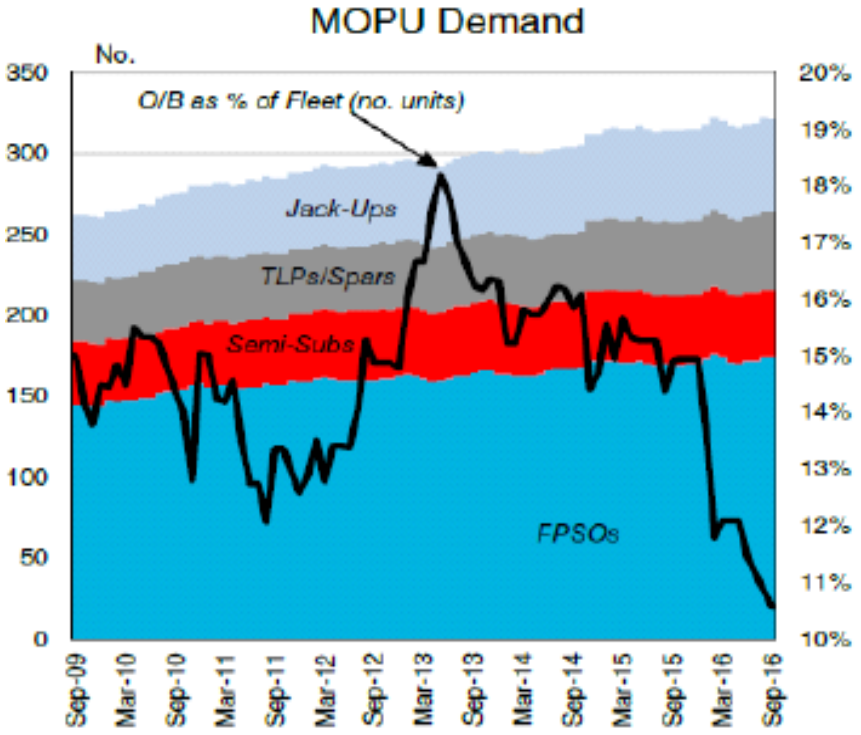
- 시추설비 가동률 70%로 급락 → 신규 설비 불필요
- 생산설비 가동률은 약 90% → 신규 설비 필요
- Offshore 생산설비 수요는 지속적 증가
- **오일메이저사 신규 생산설비 투자 가능성 높아짐**

시추설비 가동률



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

생산설비 가동률



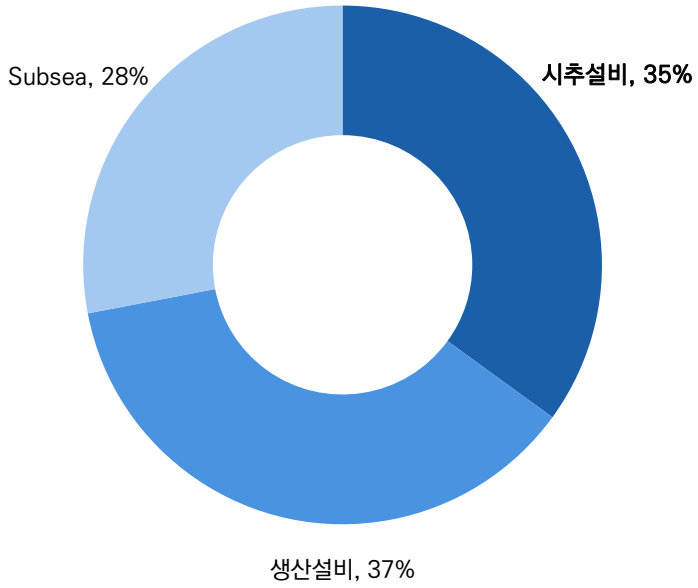
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

IV. [해양] – 회복의 실마리를 찾다

유가 $50 이하로 원가 낮추기

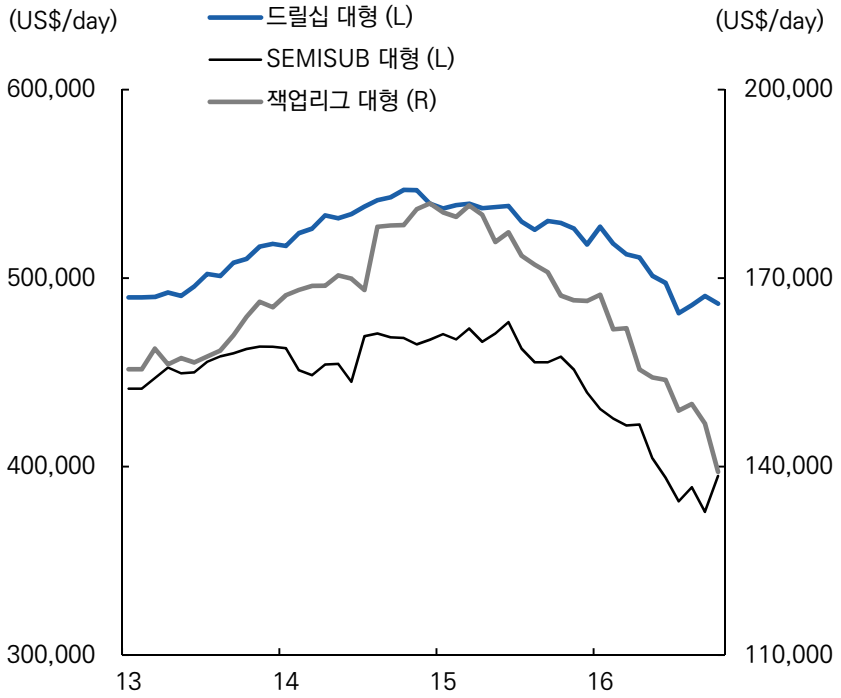
- **시추설비 용선료 하락** → 최대 40% 하락
- **자체 구조조정** → 인력 등 경비 감축, 설비 감축
- **발주처, 엔지니어링사, 조선사 모두 생산원가 절감 위한 공동 노력**

Offshore 설비투자 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

시추설비 용선료 추이 (대형)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표준화, 모듈화, 국산화, 규제완화, 경쟁 2사로의 산업재편

- **공정 표준화** → 설계 및 생산 부문에서 조선사와 엔지니어사간 협업 및 표준화
- 선급과 조선사 주관의 최적화된 표준 제정 시수 및 자재비 절감 추구
- **모듈화, 국산화가 필수 과제** → 원가/납기 개선을 통한 원가절감
- **규제완화** → 조선사 적용 규제 축소하기
- 한국 조선사에겐 **경쟁 2사 체제로의 산업재편**이 최대 과제로 판단

해양플랜트 표준화 현황 – 조선소 표준화 선도

자료: 각 조선사, 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

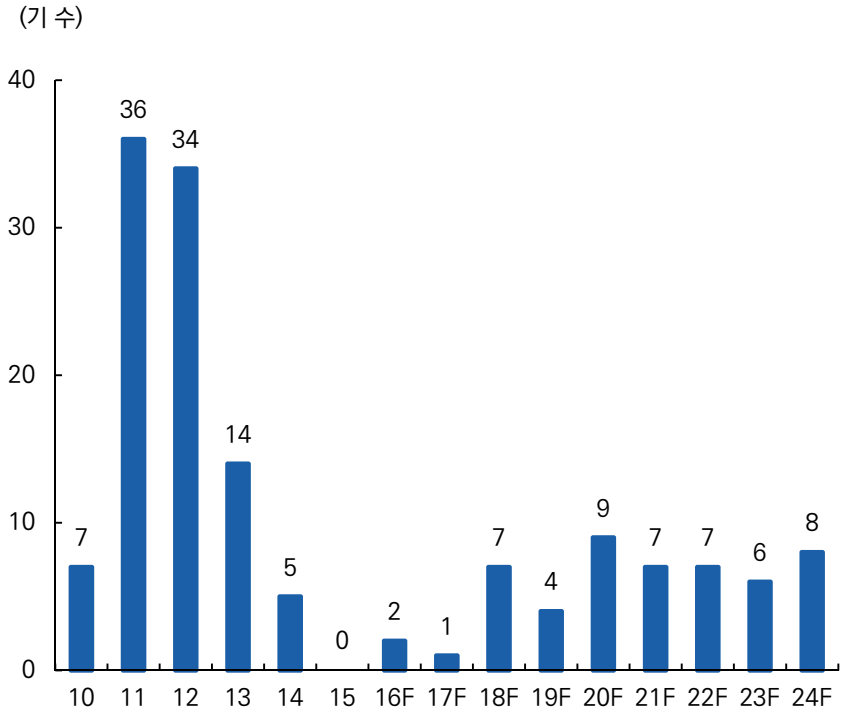
조선소 적용 규제 표준

자료: 각 조선사, 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

완만한 회복세

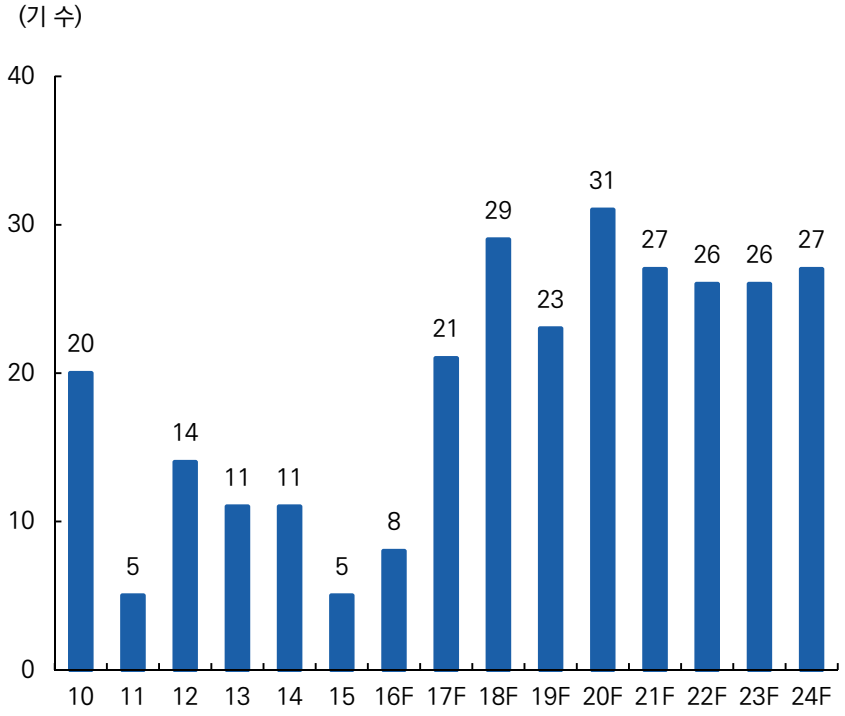
- 유가가 최대 변수이나 완만한 회복 전망에 따라 해양사업도 재개될 전망
- Clarkson 전망은 다소 긍정적이라고 봄
- 드릴쉽은 인도 지연된 선박 2018년 이후 회복 전망
- FPSO는 2017년부터 회복 예상되며, FLNG 시장이 상대적으로 양호할 전망

드릴쉽 발주 추이 및 전망



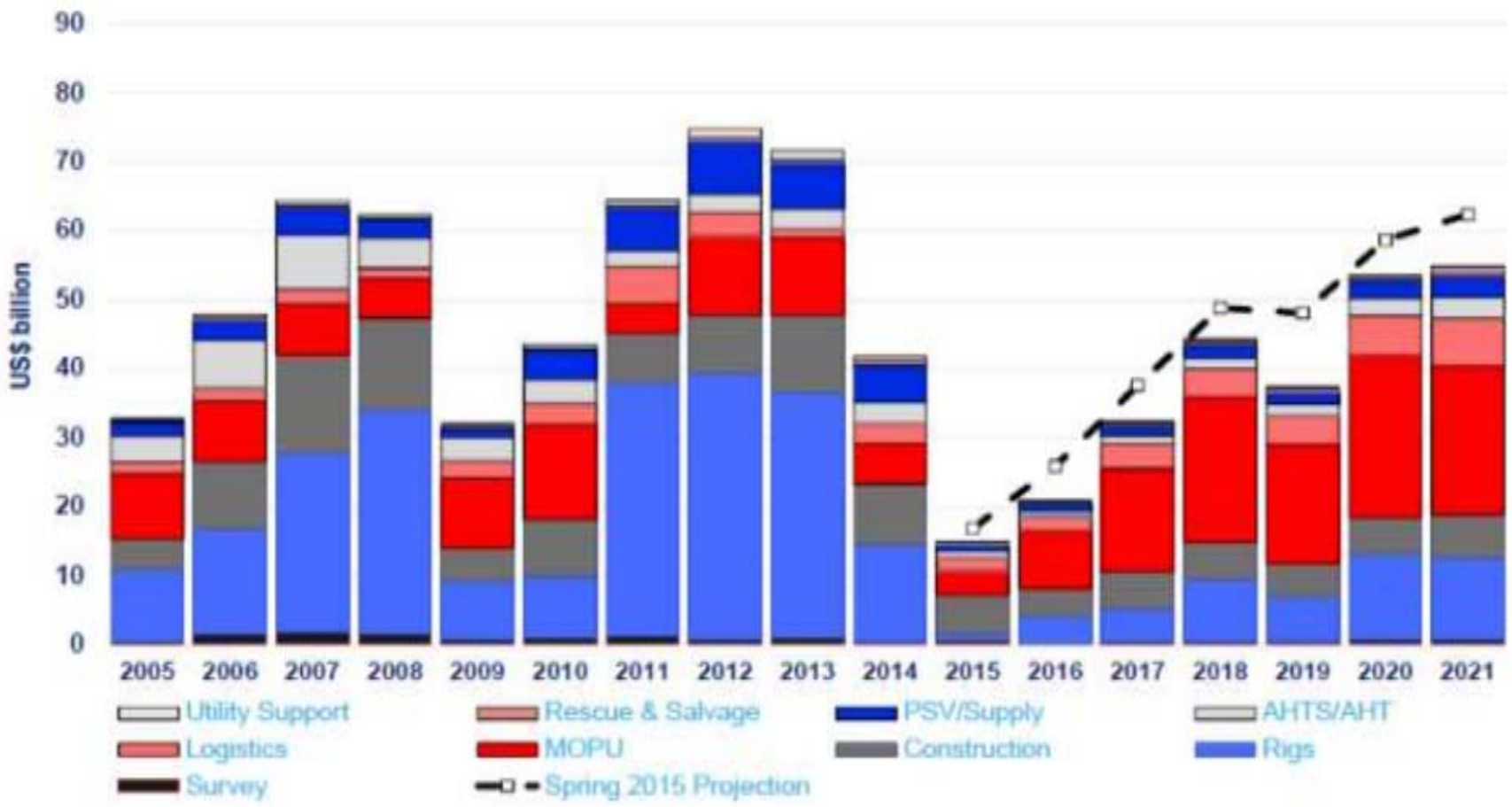
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

FPSO 발주 추이 및 전망



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

세계 전문가들은 Offshore 시장이 유가 회복과 맞물려 완만한 회복세 전망



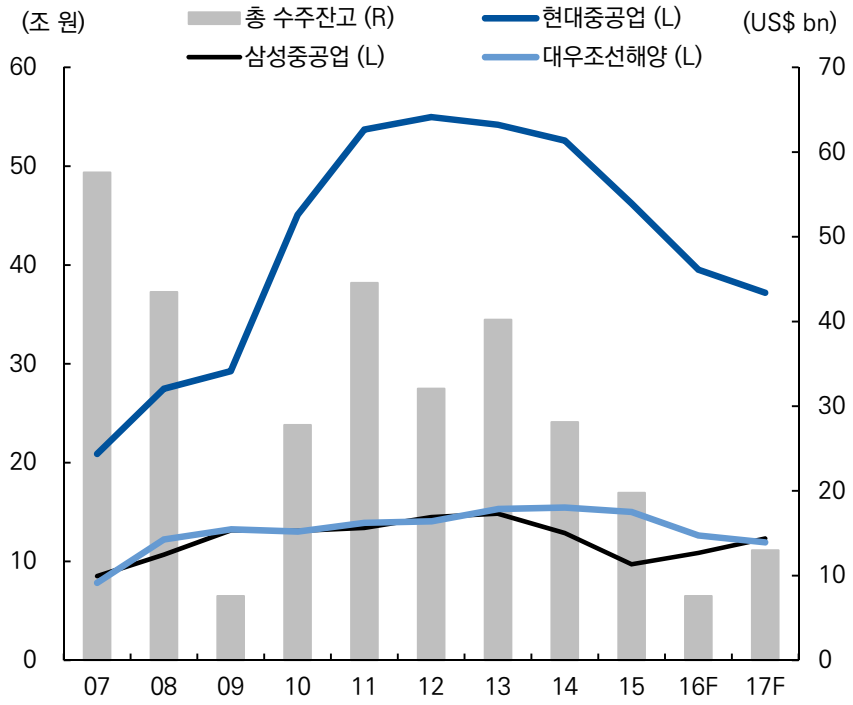
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

V. 수주 및 수익예상

17년 잔고축소 실적감소
[회복 시기]
수주: 2017년 하반기
실적: 2018년 하반기

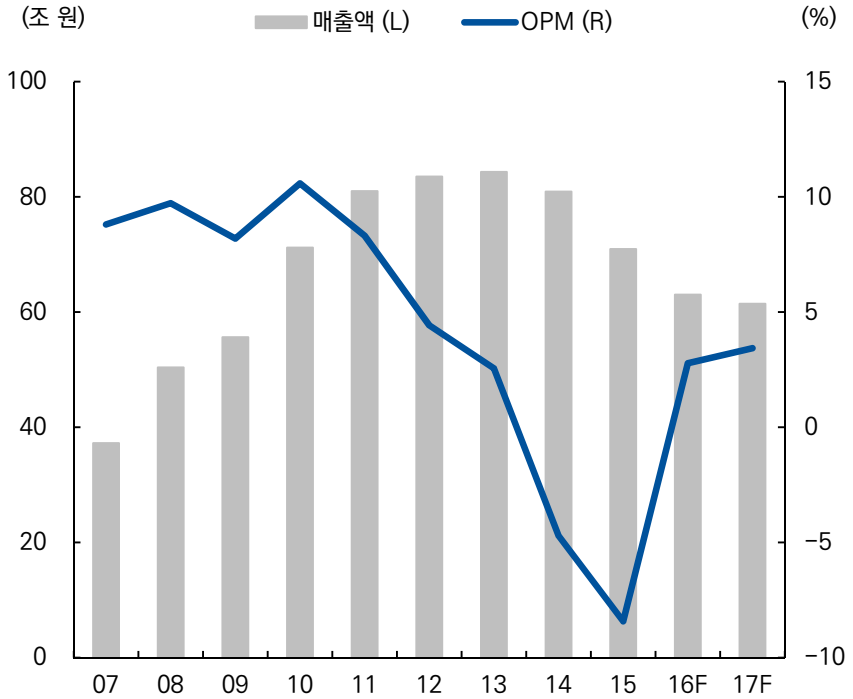
- 수주잔고 1년 남짓 → 2017년 투기성 발주를 시작, 하반기 회복세 전망
- 경기불황으로 3년간 이어진 수주잔고 축소 두려움 → 2017년 실적 감소 불가피
- 2018년 상반기에도 영업실적 하락세 예상, 하반기부터 회복 전망
- 추가 구조조정으로 글로벌 생산능력 50%대로 추락 → 하반기 생존 조선사들 수혜 예상

국내 주요 조선 3사의 수주 잔고와 매출 추이 및 전망



자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

국내 주요 조선 3사의 영업실적 추이 및 전망



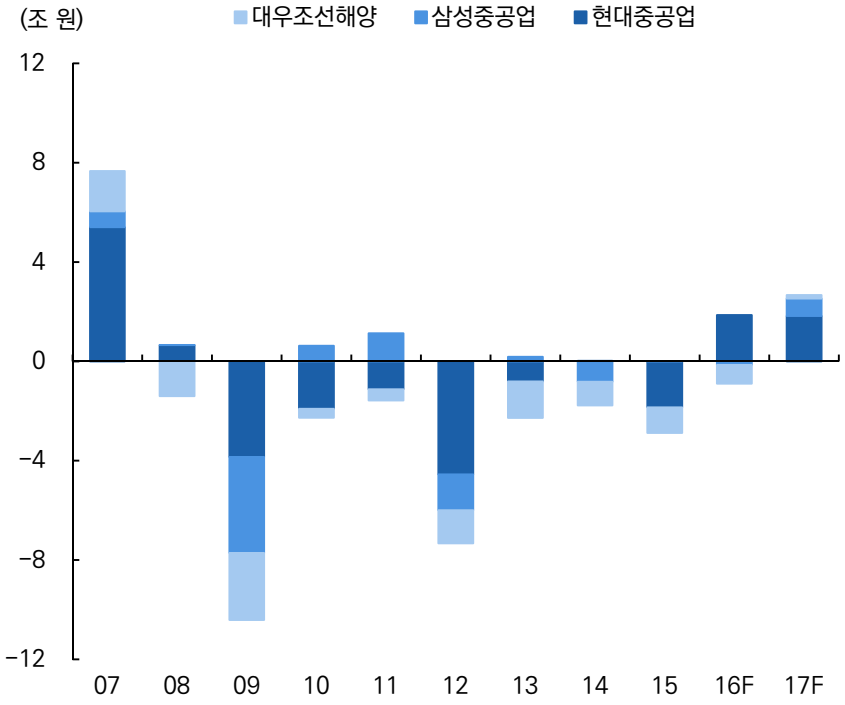
자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

VI. 투자전략 및 Valuation: 비중확대 유지

잔고 축소 v.s. 생존

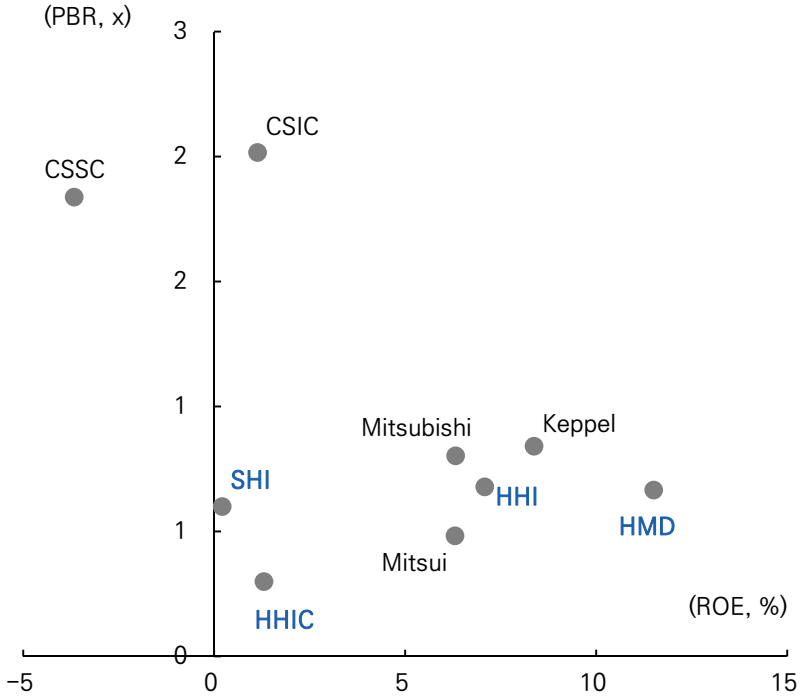
- 2017년 매출은 감소하지만 대규모 구조조정으로 재무구조는 안정적
- 수주부족은 전세계 모든 조선사도 마찬가지 → 생존경쟁에서 살아남는 기업에 배팅
- 2017년 조선업계 추가 구조조정 or 산업재편 예상 → 경쟁력 높고 재무구조 안정적 회사 투자 유망
- 현대중공업, 현대미포조선, 한진중공업, 삼성중공업 순으로 투자 권유

국내 주요 조선 3사의 FCF 추이 및 전망



자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 주요 조선사 ROE – PBR 챠트 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

VI. 투자전략 및 Valuation: 비중확대 유지

기존 비중확대 유지 → 단기조정을 매수 기회로

- 정부의 안일한 산업경쟁력 강화 정책은 득보다 실 → 국내 조선주 조정 원인
- 단기에 산업재편 가능성 낮아져 단기 조정 불가피해 보임
- 하지만 불황이 당분간 지속되어 정부의 지원 계획으로는 국내 조선업 경쟁력 강화는 역부족
- 조선사들 추가 구조조정 불가피할 전망 → 결국 정부지원 한계에 도달하여 산업재편 불가피할 전망
- 이에 경쟁, 재무 우위에 있는 조선사들 위주로 재 매수 기회

투자포인트

- 정부의 안일한 산업재편 태도가 한국 조선업의 경쟁력을 분산시킬 위험
- 수주 공포가 당분간 지속될 것이며, 하반기부터 회복세 전망
- 잔고 부족으로 실적 감소와 추가 구조조정→ 경쟁력 저하
- 하지만 불황으로 결국 추가 구조조정 불가피하고 산업재편 재개 전망
- 결국 생존 경쟁에서 우위에 있는 현대중공업과 현대미포조선은 매수

유망종목

- 현대중공업(009540/매수/TP: 175,000원) : 최후의 승자
- 현대미포조선(010620/매수/TP: 94,000원): 자신과의 전쟁
- 삼성중공업(010140/Trading Buy/TP: 11,000원): 경쟁자를 딛고
- 한진중공업(097230/Trading Buy/TP: 4,500원): 숨은 정부 수혜주

자료: 미래에셋대우 리서치센터

현대중공업 (009540)

최후의 승자

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	175,000
현재주가(16/11/8,원)	145,000
상승여력	21%

영업이익(16F,십억원)	1,591
Consensus 영업이익(16F,십억원)	1,615
EPS 성장률(16F,%)	-
MKT EPS 성장률(16F,%)	17.5
P/E(16F,x)	11.0
MKT P/E(16F,x)	10.7
KOSPI	2,003.38
시가총액(십억원)	11,020
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	64.5
외국인 보유비중(%)	14.8
베타(12M) 일간수익률	2.00
52주 최저가(원)	81,200
52주 최고가(원)	155,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0	38.1	48.7
상대주가	-0.6	36.3	51.5

투자포인트

- 사상 최대 불황기, 최후의 승자
- 다양한 사업부와 선제적 구조조정으로 영업실적 및 현금흐름 안정권 진입
- 추가 매각 자산도 보유, 경쟁사대비 재무 우위 강점 → 경쟁사 위기에 따른 반사이익 기대
- 불황기 승자로 PBR 1.0배 수준까지 무리 없다고 판단
- 매수의견 유지, 목표주가 175,000원 유지

Risk 요인

- 상선, 해양부문 수주잔고 약 1년으로 줄어 2017년 하반기부터 실적 감소 불가피
- 경쟁사에 대한 정부 지원이 계속되면 상대적인 수혜가 감소할 수 있음

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	54,188	52,582	46,232	38,295	35,423	33,652
영업이익 (십억원)	802	-3,249	-1,540	1,591	1,346	1,279
영업이익률 (%)	1.5	-6.2	-3.3	4.2	3.8	3.8
순이익 (십억원)	279	-1,769	-1,350	1,005	837	789
EPS (원)	3,667	-23,279	-17,762	13,224	11,009	10,383
ROE (%)	1.6	-10.9	-9.3	7.1	5.5	4.9
P/E (배)	70.1	-	-	11.0	13.2	14.0
P/B (배)	1.0	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대중공업, 미래에셋대우 리서치센터

현대중공업 (009540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**46,232**	**38,295**	**35,423**	**33,652**
매출원가	**44,682**	**34,471**	**32,058**	**30,455**
매출총이익	**1,550**	**3,824**	**3,365**	**3,197**
판매비와관리비	**3,090**	**2,233**	**2,019**	**1,918**
조정영업이익	**-1,540**	**1,591**	**1,346**	**1,279**
영업이익	**-1,540**	**1,591**	**1,346**	**1,279**
비영업손익	**-301**	**-34**	**-42**	**-49**
금융손익	-147	-134	-113	-90
관계기업등 투자손익	-56	30	0	0
세전계속사업손익	-1,841	1,557	1,304	1,230
계속사업법인세비용	-478	420	319	301
계속사업이익	-1,363	1,137	984	928
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-1,363**	**1,137**	**984**	**928**
지배주주	-1,350	1,005	837	789
비지배주주	-13	132	148	139
총포괄이익	**-1,900**	**1,137**	**984**	**928**
지배주주	-1,854	1,109	960	906
비지배주주	-46	28	24	23
EBITDA	-472	2,593	2,296	2,181
FCF	-1,855	2,029	1,694	2,630
EBITDA 마진율 (%)	-1.0	6.8	6.5	6.5
영업이익률 (%)	-3.3	4.2	3.8	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.9	2.6	2.4	2.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**27,176**	**26,952**	**26,330**	**27,128**
현금 및 현금성자산	3,105	3,779	3,604	5,094
매출채권 및 기타채권	4,757	3,877	3,586	3,540
재고자산	4,492	4,352	4,072	3,868
기타유동자산	14,822	14,944	15,068	14,626
비유동자산	**22,557**	**21,601**	**21,006**	**20,477**
관계기업투자등	270	275	281	267
유형자산	16,320	15,732	15,315	14,935
무형자산	2,140	2,046	1,964	1,891
자산총계	**49,733**	**48,553**	**47,336**	**47,605**
유동부채	**23,061**	**21,123**	**19,941**	**20,360**
매입채무 및 기타채무	4,416	4,267	4,338	4,439
단기금융부채	10,083	8,981	8,122	0
기타유동부채	8,562	7,875	7,481	15,921
비유동부채	**11,173**	**10,793**	**9,774**	**8,696**
장기금융부채	9,518	9,218	8,218	0
기타비유동부채	1,655	1,575	1,556	8,696
부채총계	**34,234**	**31,917**	**29,715**	**29,056**
지배주주지분	**13,736**	**14,741**	**15,578**	**16,367**
자본금	380	380	380	380
자본잉여금	1,125	1,125	1,125	1,125
이익잉여금	12,819	13,824	14,660	15,450
비지배주주지분	**1,763**	**1,895**	**2,042**	**2,182**
자본총계	**15,499**	**16,636**	**17,620**	**18,549**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	-	11.0	13.2	14.0
P/CF (x)	17.9	3.9	4.7	4.9
P/B (x)	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	-	8.6	9.0	8.3
EPS (원)	-17,762	13,224	11,009	10,383
CFPS (원)	4,901	36,799	30,918	29,405
BPS (원)	193,461	206,685	217,694	228,077
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-12.1	-17.2	-7.5	-5.0
EBITDA증가율 (%)	-	-	-11.5	-5.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-15.4	-5.0
EPS증가율 (%)	-	-	-16.7	-5.7
매출채권 회전율 (회)	11.1	10.1	11.1	11.0
재고자산 회전율 (회)	9.0	8.7	8.4	8.5
매입채무 회전율 (회)	13.3	11.8	11.2	10.4
ROA (%)	-2.6	2.3	2.1	2.0
ROE (%)	-9.3	7.1	5.5	4.9
ROIC (%)	-4.5	4.7	4.3	4.2
부채비율 (%)	220.9	191.9	168.6	156.7
유동비율 (%)	117.8	127.6	132.0	133.2
순차입금/자기자본 (%)	73.3	55.6	42.8	26.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-6.8	7.4	6.8	7.1

자료: 현대중공업, 미래에셋대우 리서치센터

현대미포조선 (010620)

자신과의 전쟁

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	94,000
현재주가(16/11/8,원)	65,600
상승여력	43%

영업이익(16F,십억원)	218
Consensus 영업이익(16F,십억원)	234
EPS 성장률(16F,%)	434.0
MKT EPS 성장률(16F,%)	17.5
P/E(16F,x)	6.4
MKT P/E(16F,x)	10.7
KOSPI	2,003.38
시가총액(십억원)	1,312
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	56.7
외국인 보유비중(%)	12.3
베타(12M) 일간수익률	1.55
52주 최저가(원)	50,200
52주 최고가(원)	83,600

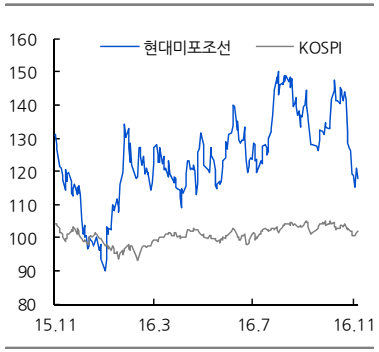
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.9	-3.2	-7.0
상대주가	-14.8	-4.5	-5.2

투자포인트

- 사상 최대 불황기를 맞아 중소형 조선사들은 자신과의 전쟁 중 → 재무구조 악화로 추가 구조조정
- 연비, 생산성, 품질 등 세계 최고 경쟁력 보유
- 경쟁력 + 재무구조 최고의 회사 → 상대적 우위 점하는 시장
- 수주잔고 적지만 납기도 짧아(선박 건조기간 9개월 이내) 대형사보다 유리한 조건
- 투자의견 매수 유지, 목표주가 94,000원, 2017년 기준 PBR 1.0배 가치는 충분

Risk 요인

- 타 조선사들과 마찬가지로 수주잔고 1년 남짓 수준으로 2017년 영업실적 감소 불가피
- 2018년 잔고 부족으로 2017년에 추가 구조조정 가능성



결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	3,986	3,967	4,652	4,108	3,418	3,589
영업이익 (십억원)	-275	-868	67	218	109	104
영업이익률 (%)	-6.9	-21.9	1.4	5.3	3.2	2.9
순이익 (십억원)	-238	-633	38	204	108	92
EPS (원)	-11,889	-31,642	1,910	10,198	5,412	4,583
ROE (%)	-7.6	-25.9	2.2	11.5	5.6	4.5
P/E (배)	-	-	27.3	6.4	12.1	14.3
P/B (배)	1.1	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대미포조선, 미래에셋대우 리서치센터

현대미포조선 (010620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**4,652**	**4,108**	**3,418**	**3,589**
매출원가	**4,246**	**3,603**	**3,025**	**3,198**
매출총이익	**406**	**505**	**393**	**391**
판매비와관리비	**340**	**288**	**284**	**287**
조정영업이익	**67**	**218**	**109**	**104**
영업이익	**67**	**218**	**109**	**104**
비영업손익	**-17**	**70**	**41**	**23**
금융손익	-12	-8	-2	-2
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	50	288	150	127
계속사업법인세비용	24	72	38	32
계속사업이익	26	216	113	95
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**26**	**216**	**113**	**95**
지배주주	38	204	108	92
비지배주주	-13	12	5	4
총포괄이익	**-145**	**216**	**113**	**95**
지배주주	-132	196	103	87
비지배주주	-13	19	10	9
EBITDA	134	283	171	160
FCF	-1,249	24	-78	154
EBITDA 마진율 (%)	2.9	6.9	5.0	4.5
영업이익률 (%)	1.4	5.3	3.2	2.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.8	5.0	3.2	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**6,854**	**7,038**	**6,969**	**7,081**
현금 및 현금성자산	657	738	596	426
매출채권 및 기타채권	356	384	368	387
재고자산	255	261	266	271
기타유동자산	5,586	5,655	5,739	5,997
비유동자산	**2,584**	**2,414**	**2,328**	**2,296**
관계기업투자등	12	11	9	10
유형자산	836	813	783	729
무형자산	289	287	285	284
자산총계	**9,438**	**9,452**	**9,297**	**9,377**
유동부채	**5,618**	**5,468**	**5,254**	**5,266**
매입채무 및 기타채무	483	501	518	537
단기금융부채	3,590	3,500	3,415	0
기타유동부채	1,545	1,467	1,321	4,729
비유동부채	**2,023**	**1,971**	**1,918**	**1,891**
장기금융부채	1,959	1,909	1,859	0
기타비유동부채	64	62	59	1,891
부채총계	**7,641**	**7,439**	**7,172**	**7,156**
지배주주지분	**1,675**	**1,879**	**1,987**	**2,079**
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83
이익잉여금	1,243	1,447	1,555	1,647
비지배주주지분	**122**	**134**	**138**	**142**
자본총계	**1,797**	**2,013**	**2,125**	**2,221**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	27.3	6.4	12.1	14.3
P/CF (x)	13.0	5.2	9.2	8.5
P/B (x)	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	13.5	6.5	10.5	10.3
EPS (원)	1,910	10,198	5,412	4,583
CFPS (원)	4,002	12,720	7,139	7,683
BPS (원)	84,070	94,267	99,679	104,263
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	17.3	-11.7	-16.8	5.0
EBITDA증가율 (%)	-	111.2	-39.6	-6.4
조정영업이익증가율 (%)	-	225.4	-50.0	-4.6
EPS증가율 (%)	-	433.9	-46.9	-15.3
매출채권 회전율 (회)	28.2	17.1	13.7	13.9
재고자산 회전율 (회)	17.1	15.9	13.0	13.4
매입채무 회전율 (회)	15.2	12.4	10.1	10.4
ROA (%)	0.3	2.3	1.2	1.0
ROE (%)	2.2	11.5	5.6	4.5
ROIC (%)	3.2	14.2	6.5	6.1
부채비율 (%)	425.3	369.6	337.4	322.2
유동비율 (%)	122.0	128.7	132.6	134.5
순차입금/자기자본 (%)	35.7	18.8	16.1	8.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.5	9.9	6.8	6.6

자료: 현대미포조선, 미래에셋대우 리서치센터

삼성중공업 (010140)

경쟁자를 딛고

(Upgrade)	Trading Buy
목표주가(원,12M)	11,000
현재주가(16/11/8,원)	9,250
상승여력	19%

영업이익(16F,십억원)	-76
Consensus 영업이익(16F,십억원)	-104
EPS 성장률(16F,%)	-
MKT EPS 성장률(16F,%)	17.5
P/E(16F,x)	349.6
MKT P/E(16F,x)	10.7
KOSPI	2,003.38
시가총액(십억원)	2,136
발행주식수(백만주)	390
유동주식비율(%)	62.1
외국인 보유비중(%)	17.8
베타(12M) 일간수익률	1.89
52주 최저가(원)	7,238
52주 최고가(원)	11,326

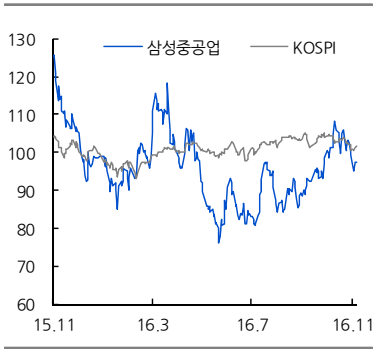
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.0	8.4	-18.3
상대주가	-1.6	7.0	-16.8

투자포인트

- 구조조정, 생산성 개선으로 영업실적 안정화 단계로 접어듦
- 대규모 증자로 재무구조 개선 → 경쟁상대보다 재무 우위
- 대규모 자구안, 증자로 채권단과의 관계 개선 → RG발급 등 금융지원 원활해짐
- 모잠비크 해양플랜트 우선협상 대상 선정으로 상선 수주 부진을 일부 해소할 전망
- 추가 구조조정으로 원가절감에 노력
- 중립에서 Trading Buy로 상향, 목표주가 11,000원 제시

Risk 요인

- 수주 부족으로 2017년 영업실적 감소 불가피
- 드릴쉽 미인도(연기) 물량의 취소 위험
- 증자 이후 오버행 부담



결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	14,835	12,879	9,714	10,861	9,503	8,695
영업이익 (십억원)	914	183	-1,502	-76	190	174
영업이익률 (%)	6.2	1.4	-15.5	-0.7	2.0	2.0
순이익 (십억원)	632	149	-1,205	7	114	103
EPS (원)	2,376	561	-4,530	26	208	187
ROE (%)	11.4	2.6	-24.7	0.2	2.1	1.9
P/E (배)	13.9	30.9	-	349.6	44.4	49.4
P/B (배)	1.4	0.7	0.5	0.6	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성중공업, 미래에셋대우 리서치센터

삼성중공업 (010140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**9,714**	**10,861**	**9,503**	**8,695**
매출원가	**10,676**	**10,307**	**8,762**	**8,043**
매출총이익	**-962**	**554**	**741**	**652**
판매비와관리비	**540**	**630**	**551**	**478**
조정영업이익	**-1,502**	**-76**	**190**	**174**
영업이익	**-1,502**	**-76**	**190**	**174**
비영업손익	**40**	**83**	**-41**	**-40**
금융손익	-11	-2	9	10
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	-1,462	7	149	134
계속사업법인세비용	-250	0	36	32
계속사업이익	-1,212	7	113	102
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-1,212**	**7**	**113**	**102**
지배주주	-1,205	7	114	103
비지배주주	-7	0	-1	-1
총포괄이익	**-1,256**	**7**	**113**	**102**
지배주주	-1,249	7	112	101
비지배주주	-7	0	1	1
EBITDA	-1,198	212	464	435
FCF	12	-145	719	103
EBITDA 마진율 (%)	-12.3	2.0	4.9	5.0
영업이익률 (%)	-15.5	-0.7	2.0	2.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-12.4	0.1	1.2	1.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**10,110**	**11,568**	**11,027**	**10,188**
현금 및 현금성자산	983	1,994	2,290	1,586
매출채권 및 기타채권	381	579	348	319
재고자산	1,449	1,552	932	870
기타유동자산	7,297	7,443	7,457	7,413
비유동자산	**7,191**	**7,177**	**7,016**	**6,902**
관계기업투자등	6	6	6	5
유형자산	5,583	5,514	5,455	5,406
무형자산	102	83	68	55
자산총계	**17,302**	**18,745**	**18,042**	**17,091**
유동부채	**9,570**	**9,828**	**9,256**	**8,929**
매입채무 및 기타채무	1,520	1,554	1,433	1,490
단기금융부채	3,190	3,281	2,973	0
기타유동부채	4,860	4,993	4,850	7,439
비유동부채	**3,466**	**3,502**	**3,259**	**2,533**
장기금융부채	3,156	3,156	2,956	0
기타비유동부채	310	346	303	2,533
부채총계	**13,036**	**13,331**	**12,515**	**11,462**
지배주주지분	**4,238**	**5,386**	**5,500**	**5,603**
자본금	1,155	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	424	769	769	769
이익잉여금	3,594	3,601	3,715	3,818
비지배주주지분	**28**	**28**	**27**	**26**
자본총계	**4,266**	**5,414**	**5,527**	**5,629**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	-	349.6	44.4	49.4
P/CF (x)	-	9.9	9.9	11.7
P/B (x)	0.5	0.6	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	-	22.1	8.6	8.9
EPS (원)	-4,530	26	208	187
CFPS (원)	-2,624	934	935	791
BPS (원)	19,570	16,293	11,781	11,968
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-24.6	11.8	-12.5	-8.5
EBITDA증가율 (%)	-	-	118.9	-6.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-8.4
EPS증가율 (%)	-	-	700.0	-10.1
매출채권 회전율 (회)	17.4	24.3	22.1	28.7
재고자산 회전율 (회)	7.4	7.2	7.7	9.7
매입채무 회전율 (회)	7.3	7.2	6.3	5.9
ROA (%)	-7.0	0.0	0.6	0.6
ROE (%)	-24.7	0.2	2.1	1.9
ROIC (%)	-16.2	-1.0	2.1	1.9
부채비율 (%)	305.6	246.2	226.4	203.6
유동비율 (%)	105.6	117.7	119.1	114.1
순차입금/자기자본 (%)	81.4	46.4	32.7	30.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-34.8	-1.6	4.0	4.2

자료: 삼성중공업, 미래에셋대우 리서치센터

한진중공업 (097230)

숨은 정부 수혜주

(Upgrade)	Trading Buy
목표주가(원,12M)	4,500
현재주가(16/11/8,원)	3,890
상승여력	16&

영업이익(16F,십억원)	79
Consensus 영업이익(16F,십억원)	186
EPS 성장률(16F,%)	-
MKT EPS 성장률(16F,%)	17.5
P/E(16F,x)	22.1
MKT P/E(16F,x)	10.7
KOSPI	2,003.38
시가총액(십억원)	413
발행주식수(백만주)	106
유동주식비율(%)	63.0
외국인 보유비중(%)	8.0
베타(12M) 일간수익률	2.14
52주 최저가(원)	2,935
52주 최고가(원)	4,640

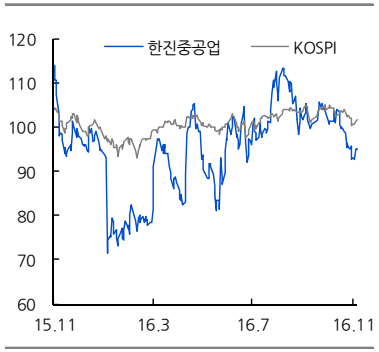
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	4.9	-11.6
상대주가	-4.0	3.5	-9.9

투자포인트

- 정부의 방산지원 프로그램 가동 → 2년간 7.5조원 투입하여 군함, 경비정, 관공선 등 발주
- 소형 경비정 등은 경쟁사 없어 동사가 독점 가능성 → 2년간 약 2조원 수주 수혜 전망
- 영도 조선소(상선부문) 상선사업 접고, 향후 부동산 개발 위한 준비 계획
- 채권단과 협의로 부동산 매각에 최선을 다하고 있어
- 기존 중립에서 투자의견 Trading Buy로 상향, 목표주가 4,500원 제시

Risk 요인

- 불경기로 부동산 매각이 지연
- 과도한 차입금으로 높은 부채비율



결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,529	2,520	3,115	3,159	2,954	3,190
영업이익 (십억원)	-70	-145	-79	79	59	115
영업이익률 (%)	-2.8	-5.8	-2.5	2.5	2.0	3.6
순이익 (십억원)	-189	-299	-261	18	-13	51
EPS (원)	-2,618	-3,491	-2,550	176	-127	477
ROE (%)	-11.3	-18.6	-17.7	1.3	-1.0	3.6
P/E (배)	-	-	-	22.1	-	8.1
P/B (배)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한진중공업, 미래에셋대우 리서치센터

한진중공업 (097230)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**3,115**	**3,159**	**2,954**	**3,190**
매출원가	**3,004**	**2,932**	**2,750**	**2,919**
매출총이익	**111**	**227**	**204**	**271**
판매비와관리비	**190**	**148**	**145**	**156**
조정영업이익	**-79**	**79**	**59**	**115**
영업이익	**-79**	**79**	**59**	**115**
비영업손익	**-238**	**-60**	**-73**	**-62**
금융손익	-149	-131	-123	-117
관계기업등 투자손익	-24	0	0	0
세전계속사업손익	-317	19	-14	53
계속사업법인세비용	-56	1	-1	3
계속사업이익	-261	18	-13	51
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-261**	**18**	**-13**	**51**
지배주주	-261	18	-13	51
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-204**	**19**	**-13**	**51**
지배주주	-204	19	-13	51
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	177	153	205
FCF	210	21	92	17
EBITDA 마진율 (%)	0.7	5.6	5.2	6.4
영업이익률 (%)	-2.5	2.5	2.0	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-8.4	0.6	-0.4	1.6

자료: 한진중공업, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

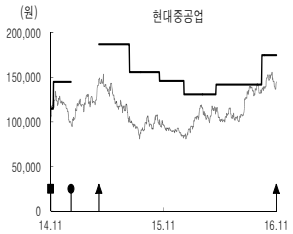
(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**2,429**	**2,547**	**2,558**	**2,780**
현금 및 현금성자산	163	209	359	438
매출채권 및 기타채권	387	397	371	395
재고자산	874	883	825	891
기타유동자산	1,005	1,058	1,003	1,056
비유동자산	**3,485**	**3,312**	**3,143**	**3,017**
관계기업투자등	100	83	77	84
유형자산	2,735	2,568	2,404	2,243
무형자산	54	54	54	54
자산총계	**5,915**	**5,859**	**5,702**	**5,797**
유동부채	**3,430**	**3,375**	**3,290**	**3,359**
매입채무 및 기타채무	453	462	472	489
단기금융부채	2,296	2,244	2,193	0
기타유동부채	681	669	625	2,870
비유동부채	**1,116**	**1,096**	**1,038**	**1,013**
장기금융부채	822	772	722	0
기타비유동부채	294	324	316	1,013
부채총계	**4,546**	**4,471**	**4,328**	**4,372**
지배주주지분	**1,370**	**1,388**	**1,375**	**1,425**
자본금	511	511	511	511
자본잉여금	712	712	712	712
이익잉여금	-22	-4	-18	33
비지배주주지분	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
자본총계	**1,369**	**1,387**	**1,374**	**1,424**

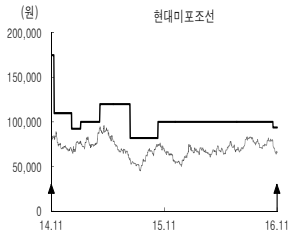
예상 주당가치 및 valuation (요약)

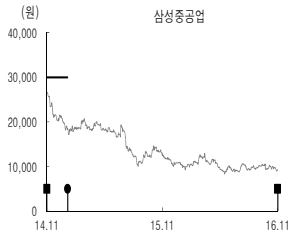
	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	-	22.1	-	8.1
P/CF (x)	2.8	1.8	2.7	2.0
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	149.4	17.8	19.0	13.5
EPS (원)	-2,550	176	-127	477
CFPS (원)	1,397	2,104	1,419	1,960
BPS (원)	13,401	13,101	12,974	13,452
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.6	1.4	-6.5	8.0
EBITDA증가율 (%)	-	704.5	-13.6	34.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-25.3	94.9
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	13.5	17.1	16.4	17.9
재고자산 회전율 (회)	4.1	3.6	3.5	3.7
매입채무 회전율 (회)	9.3	8.2	7.6	7.9
ROA (%)	-4.2	0.3	-0.2	0.9
ROE (%)	-17.7	1.3	-1.0	3.6
ROIC (%)	-1.7	1.9	1.5	3.4
부채비율 (%)	332.2	322.3	315.0	307.0
유동비율 (%)	70.8	75.5	77.8	82.7
순차입금/자기자본 (%)	211.4	197.5	181.5	165.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	0.6	0.4	0.9

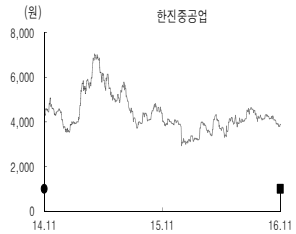
투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
현대중공업(009540)	2016.09.22	매수	175,000원
	2016.04.27	매수	142,000원
	2016.01.14	매수	131,000원
	2015.10.27	매수	146,000원
	2015.07.22	매수	156,000원
	2015.04.14	매수	187,000원
	2015.01.14	중립	-
	2014.11.18	Trading Buy	145,000원
	2014.10.31	Trading Buy	115,000원
현대미포조선(010620)	2016.10.26	매수	94,000원
	2015.10.20	매수	100,000원
	2015.07.22	매수	82,000원
	2015.04.15	매수	120,000원
	2015.02.12	매수	100,000원
	2015.01.14	매수	92,500원
	2014.11.18	매수	110,000원
	2014.09.19	매수	175,000원
삼성중공업(010140)	2016.11.08	Trading Buy	11,000원
	2015.01.14	중립	-
	2014.10.21	Trading Buy	30,000원
한진중공업(097230)	2016.11.08	Trading Buy	4,500원
	2014.06.26	중립	-









투자의견 분류 및 적용기준

기업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업	
비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.27%	17.07%	13.66%	0.00%

* 2016년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성중공업, 한진중공업와(과) 주식인수계약을 체결하여 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 현대미포조선(으)로부터 자사주 금전신탁 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 한진중공업의 자금조달 등에 관한 포괄금융자문계약 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.