

조선업

전재천
769,3082
jcheon7@daishin.com

투자의견

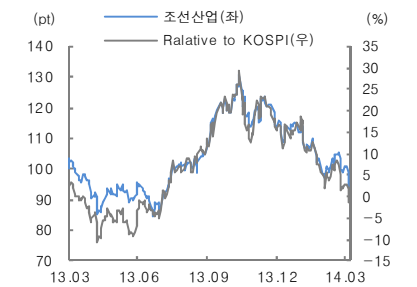
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

| 종목명 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------|----------|
| 현대중공업 | Buy | 280,000원 |
| 삼성중공업 | Buy | 43,000원 |
| 대우조선해양 | Buy | 45,000원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|-------|------|
| 절대수익률 | -5.4 | -15.2 | -17.8 | -5.8 |
| 상대수익률 | -5.2 | -13.6 | -14.8 | -2.9 |



우크라이나 사태, 조선업에 는 긍정적 영향이 커

1) 최근 주가 하락 배경

- 대우조선해양과 삼성중공업의 주가는 2월 27일 이후, 10%~15% 하락함
- 초가는 싱가포르 업체의 Drillship 시장 신규 진입이 악재로 작용
이후에는 산업적인 요인 보다는 외부 요인에 의한 하락이 컸다는 판단
- 외부요인 : 중국 경기에 대한 우려 + 우크라이나 관련 EU의 러시아 경제제재 검토
 - * 이 같은 외부 우려가 국내기관과 외인의 매도를 불렀고
 - * 기관과 외인이 상대적으로 많이 보유한 순서로 하락폭이 큰 것으로 생각 (대우조선/삼성중)현대중
 - * 또한 조선주는 EU의 러시아 금융제재시 Yamal Project에 대한 금융조달 지연으로 인한 Project 발주 지연에 대한 우려도 반영된 것으로 추정

2) 우크라이나 사태, 조선업에는 긍정적 영향이 커

- 우크라이나 사태의 영향에 대해 선불리 판단하는 것은 쉬운일이 아니나
- 부정적 요인 보다는 긍정적 요인이 크다는 판단
- 부정적 요인 : EU의 이란식의 금융 제재 시, 러시아 Project 금융 조달 지연과 발주 지연
 - * 이와 관련해서 러시아의 Yamal LNG의 육상플랜트 발주 지연에 대한 우려 있음
 - * 러시아의 위상을 고려 시, 이란식의 경제 제재는 현실적이지 않다고 판단
 - * 이를 고려 시, 우크라이나 사태로 인한 Yamal LNG 자금 조달 영향은 미미할 것으로 생각
- 긍정적 요인 : 유럽의 러시아에 대한 가스 의존도를 낮추는 계기가 될 것
 - * 2012년 유럽이 Pipeline을 통해 수입하는 천연가스 중, 러시아 비중은 34%임
 - * 2012년 독일도 천연가스 수입의 35%를 러시아에 의존
 - * 러시아의 의존을 낮추기 위해 미국의 Shale 가스 도입 규모 커질 것
 - * 미국은 전세계에서 가스 수요가 있다면 수출을 많이 하면 할수록 미국 경제에 도움이 된다는 외부 용역 결과를 얻은 바 있음(2012년 12월 by NERA)
 - * 2014년 3월 현재 293백만톤의 LNG 수출 신청에 대해 69백만톤에 대해서만 Non-FTA 국가로의 수출 신청을 한 상태이나 유럽의 미국에 대한 Shale가스 수요가 증가할 경우, Non-FTA 국가로의 수출 승인은 늘어날 것으로 추정되며 이와 관련한 LNG선 발주 또한 추가로 증가할 것으로 예상
 - * 유럽이 러시아에서 수Pipeline으로 수입하는 연간 94.9백만톤 중, 10%가 LNG로 전환될 경우, LNG선 13척~17척의 추가 수요가 발생

3) 추천주 : 대우조선해양

- 대우조선해양에 대한 기존 투자포인트 변화 없음
- 외부 요인 안정 시, 주가 반등 예상
- 대우조선해양 투자 포인트
 - * 2015년까지 영업이익의 연평균 40% 증가
 - * 2014년 수주 목표 145억불(yoy +6.4%) 달성가능할 것으로 예상
 - * 2014년 영업이익 개선 배경 : 매출 증가 효과(yoy + 6%) + 2013년 대비 총당금 감소 효과(30십억원 기량으로 추정) + 적자 해양 Project 매출 감소 + 제품Mix 개선 효과

1. 전세계 천연가스 물류 현황

2012년 가스 소비 비중 : Pipeline 21%, LNG 9.7%

BP자료에 따르면 2012년 전세계 천연가스 생산량은 3,364bcm(Billion Cubic Meter)이고 이 중에서 Pipeline과 LNG 형태로 수송되고 소비되는 량은 각각 706bcm(전체의 21%), 328bcm(전체의 9.7%)이다.

전세계 Pipeline을 통한 천연가스 수출 중, 러시아가 26% 차지

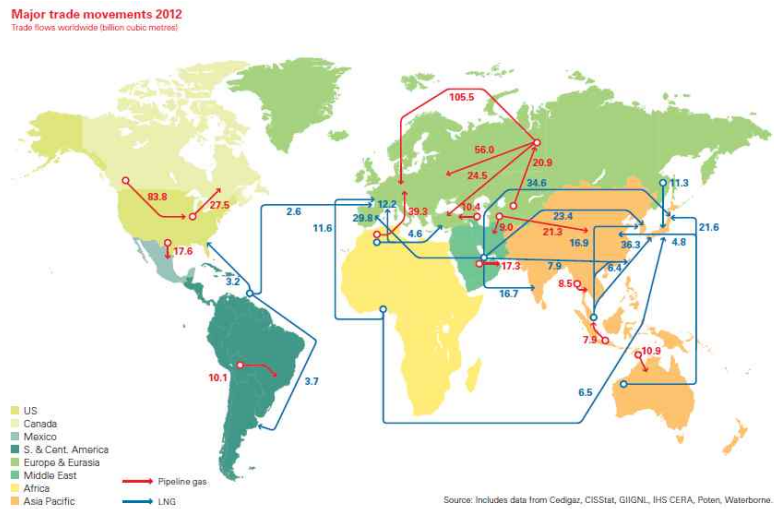
Pipeline을 통해 수출되는 전세계 천연가스 706bcm 중에서 러시아가 수출하는 물량은 185.9bcm(전체 Pipeline 수송 천연가스의 26%)이며 이중에서 유럽으로 수출되는 물량은 130bcm(전체 Pipeline 수송 천연가스의 18%)이다.

유럽의 Pipeline을 통한 천연가스 수입의 34%를 러시아에 의존

유럽이 러시아로부터 수입하는 130bcm은 94.9백만톤으로 2012년 전세계 LNG 물동량 239백만톤의 40%에 해당하는 엄청난 량이다. 또한 130bcm은 유럽 전체 Pipeline을 통한 천연가스 수입량 377.2bcm의 34%에 해당하는 량이다.

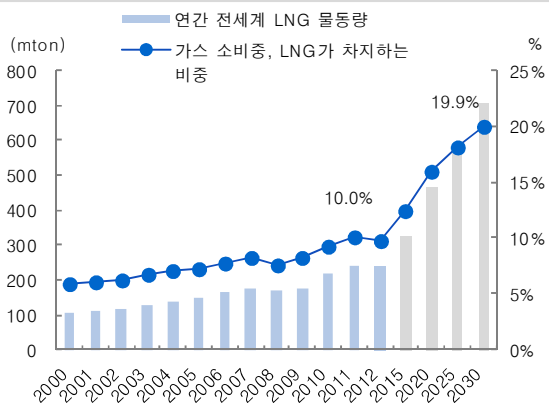
유럽이 러시아에서 수입하는 연간 94.9백만톤 중, 10%(9.5백만톤)만 미국으로 도입처를 전환한다면 9.5백만톤의 추가 LNG 물류 수요가 발생하며 LNG선 13척~17척의 수요가 발생한다.

그림 1. 전세계 천연가스의 물류 흐름 - PipeLine 과 LNG 를 통한 물류 흐름



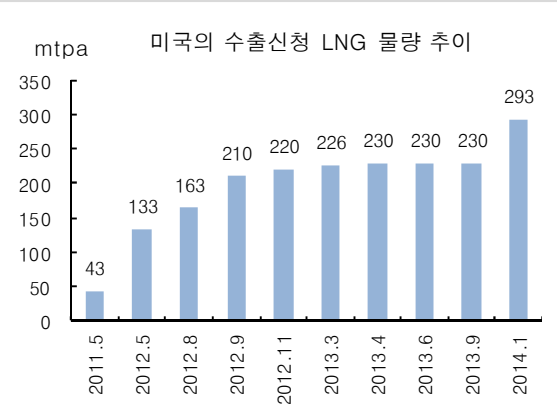
자료: BP 2013 기준

그림 2. 가스 소비 중, LNG 가 차지하는 비중 지속 상승



자료: BP, 대신증권리서처

그림 3. 미국 Shale 가스 수출 신청 2.9억톤에 육박



자료 : 미국 DoE (Department of Energy)

미국 정부는 2014년 3월 현재, 293백만톤(2012년 전세계 LNG 물동량의 123%)의 LNG를 수출할 수 있도록 승인해 달라는 요청을 받고 있다.

이 중에서 현재까지 69백만톤의 LNG만 Non-FTA 국가로의 수출 승인을 해 준 상태이다. 러시아로부터의 가스 수입 의존도를 낮추고자 하는 유럽이 대체 수입선으로 미국에 수출을 요구할 경우, 장기적으로 수출 승인 허가량은 증가할 것으로 예상된다.

2012년 12월 EIA(미국)의 연구 용역을 받은 NERA는 전세계에서 가스 수요가 있다면 미국이 수출을 많이 하면 할수록 미국 경제에 도움이 된다는 결론을 내린 바 있기 때문이다.

**표 1. 미국 LNG 판매 계약 체결 현황 - 승인된 69 백만톤 중, 46.6 백만톤 판매계약 완료
판매 계약 체결된 물량(50.4 백만톤) 대상으로 수입처 국가 비중을 보면 일본 35%, 유럽 42%**

| LNG 수출 터미널 | 계약일자 | 수입처 | 수출시작 (년도) | 도입물량 (mt/년) | 총수출 Capa (mt/년) | LNG 선 척수 | 비고 |
|------------------|---------|------------------------------------|-----------|-------------|-----------------|----------|--|
| Sabine Pass | 2011.01 | BG | 2015 | 3.5 | 18.0 | 3.8 | 관련 LNG 선 발주 완료된 것으로 추정(2012.12 월 현대삼호 4 척 수주) |
| Sabine Pass | 2012.01 | BG | 2016 | 2 | 18.0 | 2.2 | Train2,3,4 수출된 남은물량을 수출 Gaslog 가 삼성중에 2013.1 월 발주* |
| Sabine Pass | 2011.11 | Fenosa | 2016 | 3.5 | 18.0 | 4.0 | Stream 4 척+1 척 조달 / Knutsen 은 현대중 2 척 / Elcano 는 Imabari 2 척 |
| Sabine Pass | 2011.12 | Gail | 2017 | 3.5 | 18.0 | 7.0 | 2014.2 월 입찰시작/2014.H2 계약 예상 |
| Cove Point | 2013.04 | Gail | 2017 | 2.3 | 5.3 | 5.0 | 2014.2 월 입찰시작/2014.H2 계약 예상 |
| Sabine Pass | 2012.01 | KOGAS | 2017 | 3.5 | 18.0 | 6.4 | 2014년 H2 입찰 시작 / 2014년 연말 또는 2015년 상반기 계약 예상 |
| Sabine Pass (확장) | n.a. | Total | 2018 | 2 | 9.0 | 2.2 | Train 5 SK 해운 컨소시엄 수주 |
| Sabine Pass (확장) | 2013.3 | Centrica | 2018 | 1.75 | 9.0 | 2.0 | Train 5 / 2~3 척 필요 / 2015년 이후 발주 |
| Freeport | 2013.02 | BP | 2018 | 4.4 | 13.2 | 4.8 | 3 개 Train 중, 두번째 |
| Freeport | 2013.09 | SK E&S | 2019 | 2.2 | 13.2 | 4.0 | 3 개 Train 중, 세번째/2014년 말 Train 착공 |
| Freeport | 2012.07 | Osaka Gas Chubu 전력 | 2017 | 4.4 | 13.2 | 8.0 | 3 개 Train 중, 첫번째 |
| Freeport | 2013.09 | Toshiba | 2019 | 2.2 | 13.2 | 4.0 | |
| Cove Point | n.a. | Kansai 전력 | 2017 | 0.8 | 5.3 | 1.5 | |
| Cove Point | n.a. | Tokyo Gas Sumitomo Mitsubishi Corp | 2017 | 2.3 | 5.3 | 4.2 | JMU(Universal +HI) 건조 / MOL 3 척, NYK 1 척 |
| Cameron | 2012.5 | Mitsubishi Corp | 2017 | 4 | 12.0 | 7.3 | 1 번 Train / 2014년 하반기 LNG 선 발주 예상 |
| Cameron | 2012.5 | Mitsui & Co, | 2018 | 4 | 12.0 | 7.3 | 2 번 Train / 2014년 상반기 LNG 선 발주 예상 |
| Cameron | 2012.5 | GDF Suez | 2018 | 4 | 12.0 | 4.3 | 3 번 Train / 2015년 LNG 선 발주 예상 |
| 합계 | | | | 50.4 | 57.45 | 77.8 | |
| 국내조선사 기대 가능 물량 | 2014년 | | | 12.8 | | 23 | |
| | 2015년 | | | 8.35 | | 10.8 | |
| 수입지역 | 일본 | | | 17.7 | | 32.2 | 전체 물량의 35% |
| | 유럽 | | | 21.2 | | 29.4 | 전체 물량의 42% |
| | 기타 지역 | | | 32.65 | | 16.3 | 전체 물량의 23% |
| 수출 시작 시점 (년도) | 2015 | | | 3.5 | | 3.8 | |
| | 2016 | | | 5.5 | | 6.2 | |
| | 2017 | | | 20.8 | | 39.3 | |
| | 2018 | | | 16.15 | | 20.6 | |

자료: 언론, DOE, 대신증권 리서치센터

주 : 초록색 음영은 미국 DoE 의 수출 승인을 얻은 Project / 회색 음영 Project 는 이미 선박 발주가 완료된 Project

2. 조선 대형 3사, 영업실적 및 주요 투자지표

현대중공업 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 53,712 | 54,974 | 54,188 | 56,186 | 58,154 |
| 영업이익 | 4,561 | 1,993 | 802 | 832 | 1,544 |
| 세전순이익 | 3,876 | 1,436 | 144 | 496 | 1,300 |
| 총당기순이익 | 2,743 | 1,021 | 146 | 376 | 985 |
| 지배지분순이익 | 2,559 | 984 | 279 | 387 | 995 |
| EPS | 33,671 | 12,951 | 3,669 | 5,095 | 13,093 |
| PER | 7.6 | 18.7 | 56.5 | 40.7 | 15.8 |
| BPS | 215,515 | 222,116 | 221,320 | 223,181 | 233,391 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| ROE | 16.7 | 5.9 | 1.7 | 2.3 | 5.7 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

삼성중공업 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 13,392 | 14,489 | 14,835 | 14,451 | 14,597 |
| 영업이익 | 1,083 | 1,206 | 914 | 919 | 831 |
| 세전순이익 | 1,150 | 1,045 | 820 | 990 | 907 |
| 총당기순이익 | 851 | 796 | 632 | 758 | 694 |
| 지배지분순이익 | 851 | 796 | 632 | 758 | 694 |
| EPS | 3,687 | 3,449 | 2,738 | 3,285 | 3,008 |
| PER | 7.6 | 11.2 | 11.2 | 9.3 | 10.2 |
| BPS | 20,103 | 22,869 | 25,014 | 27,760 | 30,260 |
| PBR | 1.4 | 1.7 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| ROE | 19.4 | 16.0 | 11.4 | 12.4 | 10.4 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

대우조선해양 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2011A | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 13,903 | 14,058 | 15,306 | 16,227 | 16,511 |
| 영업이익 | 1,089 | 486 | 441 | 701 | 846 |
| 세전순이익 | 998 | 265 | 326 | 703 | 865 |
| 총당기순이익 | 648 | 176 | 242 | 520 | 640 |
| 지배지분순이익 | 686 | 222 | 242 | 525 | 640 |
| EPS | 3,587 | 1,159 | 1,262 | 2,746 | 3,344 |
| PER | 6.8 | 23.4 | 24.4 | 11.2 | 9.2 |
| BPS | 23,939 | 24,409 | 25,364 | 27,819 | 30,833 |
| PBR | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| ROE | 15.9 | 4.8 | 5.1 | 10.3 | 11.4 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전재천)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견

Overweight(비중확대):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

Buy(매수):

향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

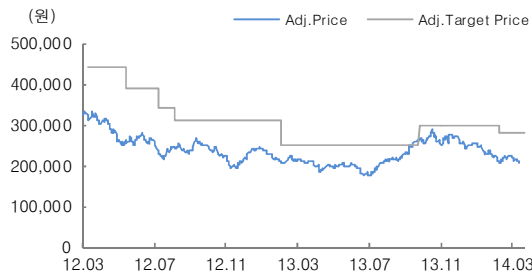
향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상

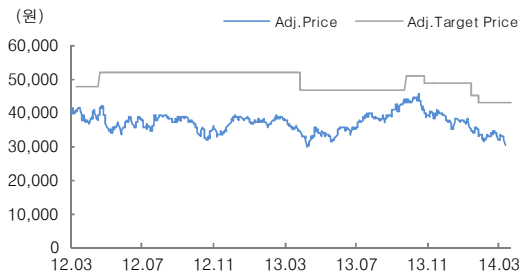
[투자 의견 및 목표주가 변경 내용]

현대중공업(009540) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



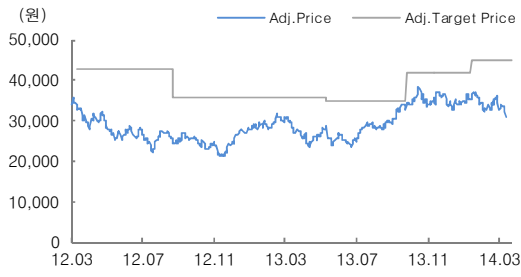
| | | | | | | |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 14.03.13 | 14.03.02 | 14.02.18 | 14.02.07 | 14.01.20 | 14.01.14 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 280,000 | 280,000 | 280,000 | 280,000 | 300,000 | 300,000 |
| 제시일자 | 14.01.05 | 13.11.10 | 13.10.31 | 13.10.01 | 13.09.26 | 13.09.01 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 300,000 | 300,000 | 300,000 | 300,000 | 300,000 | 250,000 |
| 제시일자 | 13.08.07 | 13.07.25 | 13.07.09 | 13.07.02 | 13.06.03 | 13.05.19 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 |
| 제시일자 | 13.05.08 | 13.05.05 | 13.04.01 | 13.03.11 | 13.02.07 | 12.12.22 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 250,000 | 310,000 |

삼성중공업(010140) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



| | | | | | | |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 14.03.13 | 14.03.02 | 14.02.18 | 14.01.27 | 14.01.14 | 14.01.05 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 43,000 | 43,000 | 43,000 | 43,000 | 45,000 | 49,000 |
| 제시일자 | 13.11.10 | 13.10.27 | 13.10.01 | 13.09.26 | 13.09.01 | 13.08.07 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 49,000 | 49,000 | 51,000 | 51,000 | 47,000 | 47,000 |
| 제시일자 | 13.08.04 | 13.07.09 | 13.07.02 | 13.06.12 | 13.06.03 | 13.05.19 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 |
| 제시일자 | 13.05.08 | 13.05.05 | 13.04.28 | 13.04.01 | 13.03.19 | 13.03.11 |
| 투자 의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 52,000 | 52,000 |

대우조선해양(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



| | | | | | | |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 14.03.13 | 14.03.02 | 14.02.24 | 14.02.18 | 14.01.14 | 14.01.05 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 45,000 | 45,000 | 45,000 | 45,000 | 45,000 | 42,000 |
| 제시일자 | 13.11.19 | 13.11.14 | 13.11.12 | 13.11.10 | 13.10.01 | 13.09.26 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 42,000 | 42,000 | 42,000 | 42,000 | 42,000 | 42,000 |
| 제시일자 | 13.09.01 | 13.08.15 | 13.08.07 | 13.07.09 | 13.07.02 | 13.06.25 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 35,000 |
| 제시일자 | 13.06.03 | 13.05.19 | 13.05.15 | 13.05.08 | 13.05.05 | 13.04.14 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 36,000 | 36,000 | 36,000 |