



조선

Overweight (비중확대, 유지)

전재현 769.3082 jcjeon7@daishin.com

납기 연기, 계약해지 재발 가능성 점검

납기연기, 계약해지 재발 가능성 2009년 보다 매우 낮음

현대미포조선의 납기 연기 공시와 Tanker(PC선사 포함), Container선사의 적자가 지속되면서, 유조선, 벌크선, Container선에 대해 2009년과 같은 납기 연기, 계약해지 요청이 재발할 가능성이 있는지에 대한 우려가 생기고 있다. 그러나 결론적으로 2009년 보다 그 가능성은 매우 낮다는 판단이다.

수주잔고의 안정성을, 금융위기 이전(2008년 이전) 수주한 선박과 이후에 수주한 선박을 나누어 다음과 같이 비교해 보았다. 우선, 금융위기 이전 수주한 선박 중에서 문제가 되는 선박은 2009년~2010년에 걸쳐 조선사와 계약 조정(납기연기, 계약해지 등)이 이미 대부분 완료가 되어 추가 문제가 될 선박은 많지 않다고 판단된다. 그리고 금융위기 이후 수주한 선박의 계약 안정성은 금융위기 이전에 수주한 선박 보다 훨씬 양호하다고 판단된다. 왜냐하면, 1) 2009년 4분기 이후 발주한 선사들은 선박금융 조달이 가능한 신용도가 높은 회사들이 대부분이었으며 2) 투기발주 보다는 용선계약 후, 발주하는 경우가 많았고 3) 금융위기 이전 보다 달러 선박가격이 30%~40% 낮은 상태에서 발주하였기 때문에 해운운임 BEP가 훨씬 낮기 때문이다. 4) 금융위기 이후, 선박 가격의 추가 폭락이 없었기 때문에 담보 가치 관련한 은행과의 마찰도 없는 상황이다.

한진중공업과 현대미포조선은 하방경직성 확보된 주가

한진중공업과 현대미포조선의 현 주가 수준은 PBR은 1배 이하일 뿐만 아니라 납기연기, 계약해지 우려가 높아 자산 훼손 가능성이 높았던 2009년 PBR 수준(0.5배~0.6배)이다. 현재의 상황이 2009년과 같은 납기연기, 계약해지 가능성이 매우 낮다는 점을 감안하면 현재의 PBR이 2009년 PBR 수준에 근접한 한진중공업과 현대미포조선의 경우는 하방경직성이 확보된 주가라는 판단이다. 다만, 미포조선의 경우, 3분기 실적 둔화가 예상되고 주력 건조선종이었던 PC선의 운임시장이 여전히 약세라는 측면에서 저평가 해소 시점은 다소 시간이 걸릴 가능성이 있다.

추천주 : 현대중공업, 한진중공업

전체적으로 하반기 수주가 감소하고 실적이 둔화되고 선가가 회복하고 있어 조선주 전체적으로 당분간 약세가 예상된다. 조선주 매수 시점으로는 3분기 실적에 대한 우려가 반영되고 4분기 해양플랜트 생산설비에 대한 기대감이 반영될 수 있는 10월 이후라고 판단된다. 조선주 내 추천 종목은 Valuation 매력이 높고, 3분기 실적 둔화에 대한 우려가 낮고, 2011년 4분기 수주모멘텀이 있는 현대중공업과 한진중공업이다. 현대중공업은 3분기 실적이 2분기 대비 개선 가능성이 있으며 4분기 해양플랜트 생산설비, 육상 플랜트 수주 기대감이 있다. 한진중공업은 Valuation상, 주가의 하방경직성이 확보된 상태이며 하반기 실적 둔화 보다는 4분기 수주 달성 여부가 보다 중요한데 4분기 수주 개시 가능성을 높게 보고 있기 때문이다.

KOSPI	1,880.70
시가총액(십억원)	45,134
시가총액비중(%)	3.87
최근1년간베타(Daily)	1.53

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-17.6	-5.7
6개월	-18.0	-15.0
12개월	24.4	16.6

산업종목 의견

종목명	투자의견	목표주가
현대중공업	Buy	540,000
한진중공업	Buy	31,000
현대미포조선	Buy	210,000

I. Valuation 지표 비교(금융위기 vs. 현재)

상장조선사의 PER, PBR을 금융위기 때와 현재 수준을 비교하였다. Valuation 지표 비교는 2008년~2009년과 현재를 비교하는 것이 합리적이라는 판단이다(2010년은 업황 회복에 따른 주가 상승시기로 Valuation지표를 현재와 비교하는 것이 합리적이지 않음).

현대미포조선과 한진중공업의 주가는 하방경직성 확보된 주가

두 시기의 PBR 수준을 비교하면 현대미포조선과 한진중공업의 PBR 수준이 2009년 수준까지 하락한 상황이다. 현재의 조선업황에서는 2009년 같은 납기 연기, 계약해지 가능성이 매우 낮다는 점을 감안하면 현대미포조선과 한진중공업의 주가는 하방경직성이 확보된 주가라는 판단이다. 다만, 3분기 실적 둔화 우려 보다는 4분기 3년만의 수주개시에 대한 기대감이 높은 한진중공업의 투자 매력도가 높다는 판단이다.

표 1 Valuation 비교(금융위기 vs 현재)

(원,배)

		2008A	2009A	2010A	2011F
현대중공업	EPS	28,985	26,108	50,112	42,985
	BPS	73,621	129,058	181,829	219,169
	주가(low)	115,500	148,500	171,000	344,500
	PER(low)	4.0	5.7	3.4	8.0
	PBR(low)	1.6	1.2	0.9	1.6
삼성중공업	EPS	2,864	2,125	3,861	4,425
	BPS	10,066	12,303	16,530	20,200
	주가(low)	11,850	20,400	21,250	34,950
	PER(low)	4.1	9.6	5.5	7.9
	PBR(low)	1.2	1.7	1.3	1.7
대우조선해양	EPS	2,510	2,117	4,190	4,016
	BPS	10,804	17,021	21,126	24,589
	주가(low)	9,000	14,100	17,250	29,000
	PER(low)	3.6	6.7	4.1	7.2
	PBR(low)	0.8	0.8	0.8	1.2
현대미포조선	EPS	25,853	17,039	23,330	19,679
	BPS	113,031	130,804	210,461	246,750
	주가(low)	69,000	78,300	98,800	135,500
	PER(low)	2.7	4.6	4.2	6.9
	PBR(low)	0.61	0.60	0.47	0.55
한진중공업	EPS	2,959	2,025	-884	-1,281
	BPS	43,589	43,101	41,804	40,524
	주가(low)	12,518	20,905	19,666	22,650
	PER(low)	4.2	10.3	-22.3	-17.7
	PBR(low)	0.29	0.49	0.47	0.56
STX조선해양	EPS	1,050	-7,324	965	2,369
	BPS	19,103	15,313	22,098	23,356
	주가(low)	10,550	11,000	9,550	19,200
	PER(low)	10.1	-1.5	9.9	8.1
	PBR(low)	0.6	0.7	0.4	0.82

자료 : 대신증권리서치 / STX조선은 K-GAAP기준 Dataguide컨센서스, 현대중공업은 K-GAAP기준 대신증권 추정치, 나머지는 k-IFRS 대신증권 추정치

주 : 2011년 주가는 9월 1일 종가 기준 / EPS, BPS는 모두 지배지주 지분 기준

주 : 현대중공업은 2009년 토지재평가로 자산 1.2조원 증가 / 대우조선은 2009년 토지재평가로 자산 0.98조원 증가 / 한진중공업은 2008년 토지재평가로 자산 1.2조원 증가

II. 해운사들의 실적 추이와 해운운임 추이

상선 중, 유조선(PC선 포함) 선사들이 가장 큰 어려움을 겪고 있음

상선 선사들의 실적 추이를 살펴 보면 2010년 대비 2011년이 전체적으로 약세이기는 하지만 그중에서도 유조선(PC선 선사 포함) 선사들이 가장 어려움을 겪고 있음을 확인할 수 있다. OSG(Clarkson 기준, Tanker 보유 선박량 기준 전세계 7위)의 경우, 2010년 3분기부터 4분기 연속 적자를 기록하고 있다. PC선사 또한, 2010년 3분기부터 적자를 기록하고 있는 상황은 동일하다.

두번째로 Container선사의 실적이 안 좋음

두번째로 Container선 선사들이 어려움을 겪고 있다. Container선 선사들은 대략 2011년 1분기부터 적자를 기록하여 2분기 연속 적자를 기록하고 있으며 4분기까지도 적자 지속될 가능성이 제기되고 있다.

유조선과 Container선사의 경우, 납기연기 가능성은 있음

상기의 상황을 고려해 볼 경우, 유조선과 Container선의 경우는 신규 발주가 약할 뿐만 아니라, 이들 선사들은 경영상의 어려움으로 납기 연기 요청 가능성이 있다. 그러나 계약 해지 가능성은 거의 없다는 판단이다. 2009년~2010년 동안, 선사가 파산하지 않는 한, 조선사의 동의 없이 선박 계약 해지는 불가능함이 입증되었기 때문이다.

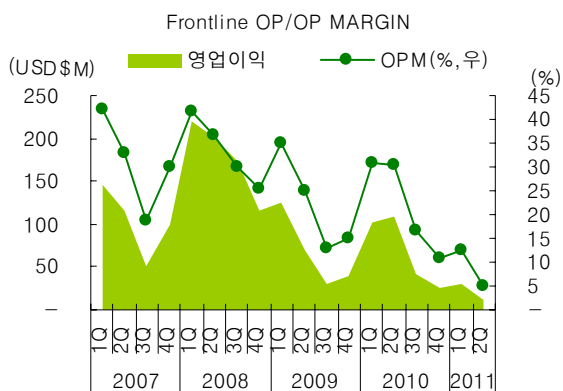
그러나 그 가능성 정도는 2009년~2010년 보다 현저히 낮은 것으로 판단

이들 선종의 납기 연기 요청은 있을 수 있으나 그 비율은 2009년~2010년 대비 매우 낮을 것으로 판단한다. 앞서 첫 장에서 언급한 바와 같이 2008년 이전에 발주된 선박들의 경우, 2009년~2010년에 계약조정(납기연기, 계약해지 등)이 대부분 완료가 되어 추가 계약 변경 요청은 없는 것으로 파악되며 2009년 이후 발주 선박은 신용도가 높은 선사가 용선 계약 바탕으로 발주한 경우가 많기 때문이다.

2012년 상반기까지도 적자 지속할 경우, 납기연기 요청 가능성은 증가

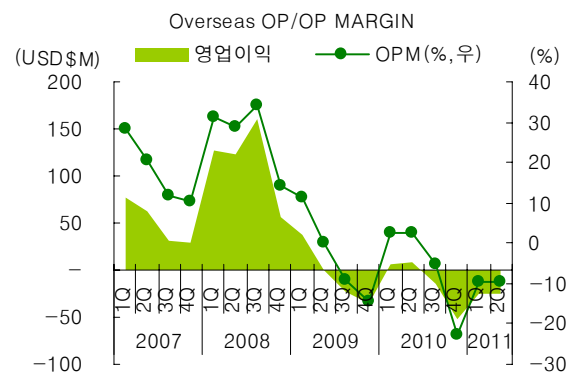
다만, 적자가 2012년 상반기까지도 지속될 경우, 유조선과 Container선 선사들의 발주 연기 요청 가능성이 증가할 것이다.

그림 1 Frontline(Tanker선사)의 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

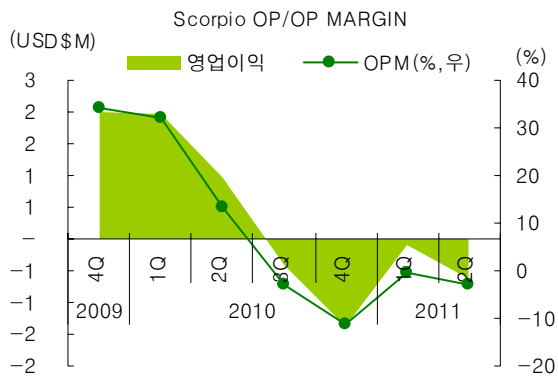
그림 2 OSG(Tanker선사)의 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

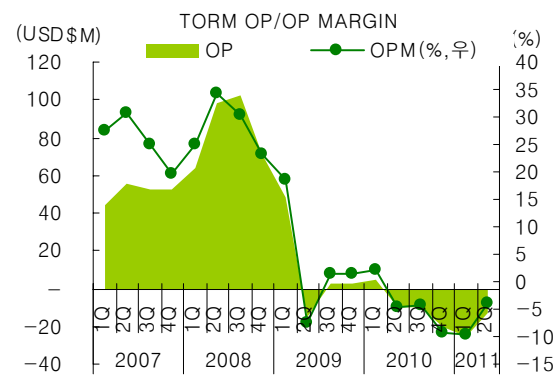
주 : 2011년 2분기 매출에서 Tanker 매출 35%, PC매출 32%

그림 3 Scorpio(PC선사)의 영업이익 추이



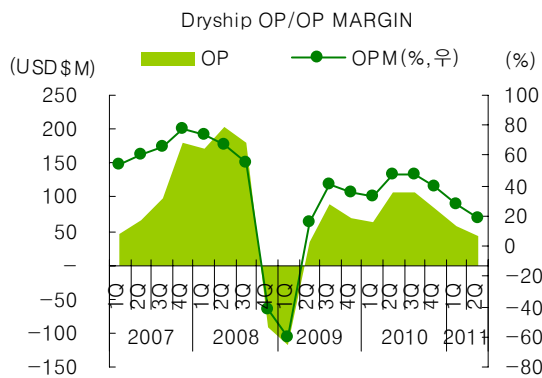
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4 Torm(PC선사)의 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

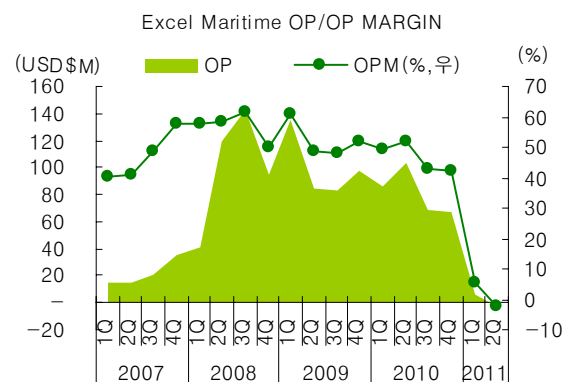
그림 5 Dryship(벌크선사)의 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

주 : 2011년 2분기 매출에서 Bulk선 매출 100%

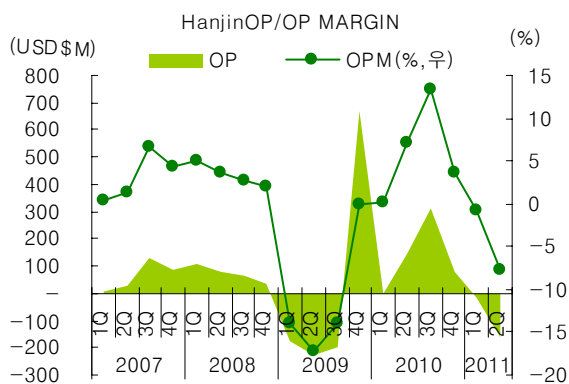
그림 6 Excel Maritime(벌크선사)의 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

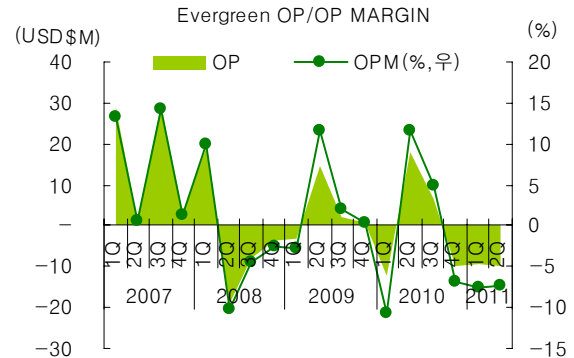
주 : 2011년 2분기 매출에서 Bulk선 매출 100%

그림 7 한진해운(Container선사)의 영업이익 추이



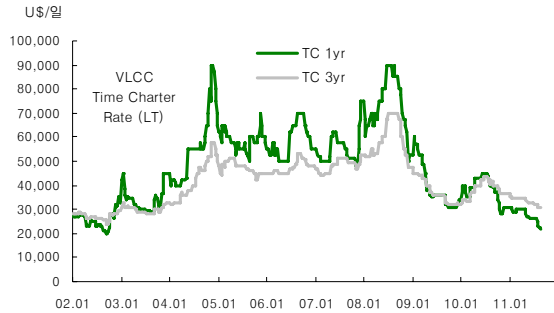
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8 Evergreen(Container선사)의 영업이익 추이



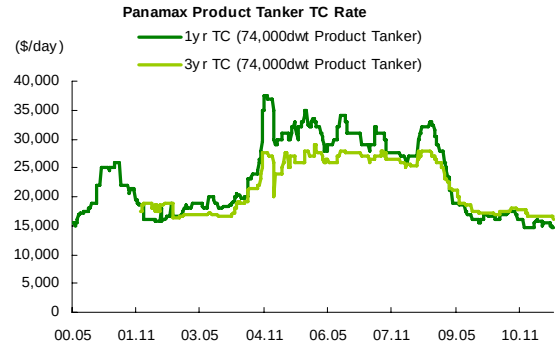
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 9 유조선(VLCC) 용선 운임 추이



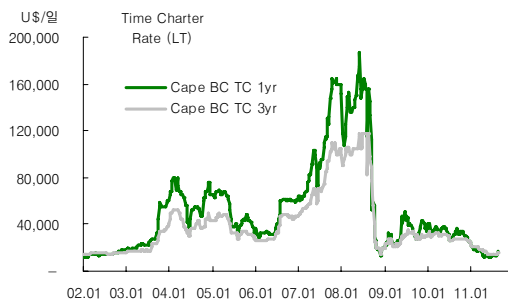
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / TC = Time Charter

그림 10 PC선 용선 운임 추이



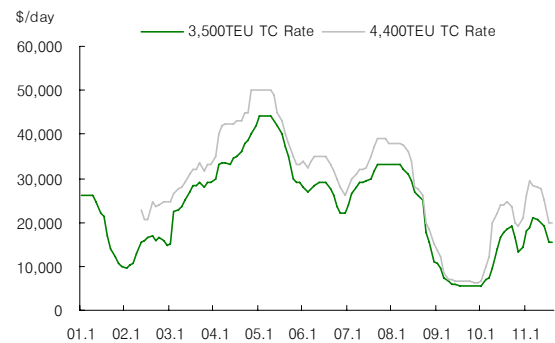
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / TC = Time Charter

그림 11 벌크선(Capesize벌크선) 용선 운임 추이



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / TC = Time Charter

그림 12 Container선 용선 운임 추이

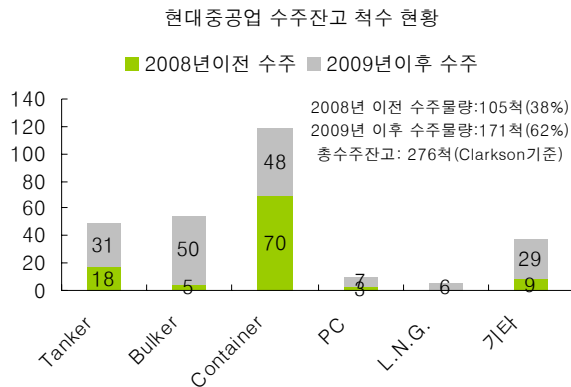


자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / TC = Time Charter

III. 조선사 수주잔고 선종별, 수주 시점별 현황

수주잔고 선박의 계약변경
요청 가능성은 금융위기 이
전 수주선박, 유조선과
Container선이 높음

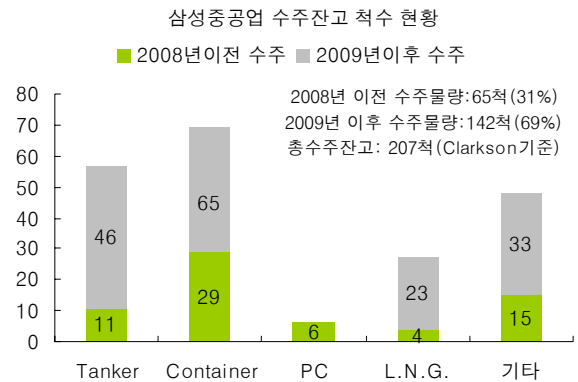
한국 상장 조선사의 수주잔고 Risk는 2009년~2010년 보다 현저히 낮다고 판단된다. 조선사별 상대적인 수주잔고의 위험도를 판단할 때는 다음과 같은 기준을 사용할 수 있다. 금융위기 이전(2008년 이전)에 수주한 선박의 계약변경(납기연기, 계약해지 등) 요청 가능성이 높다고 판단되며 상선 중에서는 유조선(PC선 포함)과 Container선의 계약변경 요청 가능성이 높다고 판단된다.

그림 13 현대중공업 수주잔고 선종별 척수 현황

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / Clarkson Data는 8월 말 기준

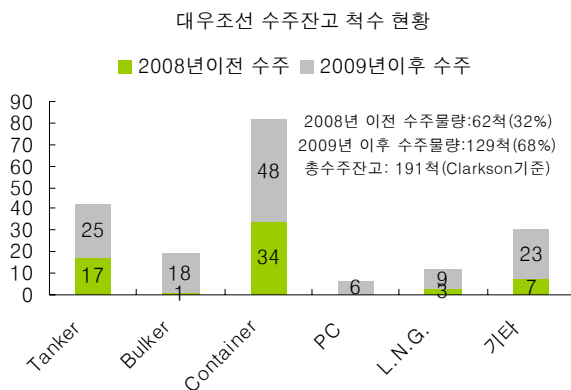
주: 현대중공업 7월말 IR기준 수주잔고는 290척임

(상기 수주잔고 척수는 삼호중공업의 수주잔고 94척이 포함)

그림 14 삼성중공업 수주잔고 선종별 척수 현황

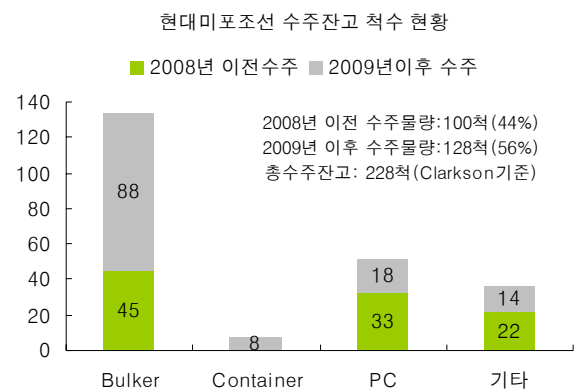
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / Clarkson Data는 8월 말 기준

주: 삼성중공업 7월말 IR기준 수주잔고는 212척임

그림 15 대우조선해양 수주잔고 선종별 척수 현황

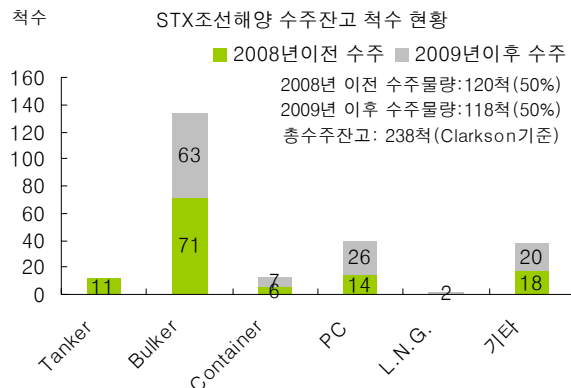
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / Clarkson Data는 8월 말 기준

주: 대우조선 7월말 IR기준 수주잔고는 204척임

그림 16 현대미포조선 수주잔고 선종별 척수 현황

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / Clarkson Data는 8월 말 기준

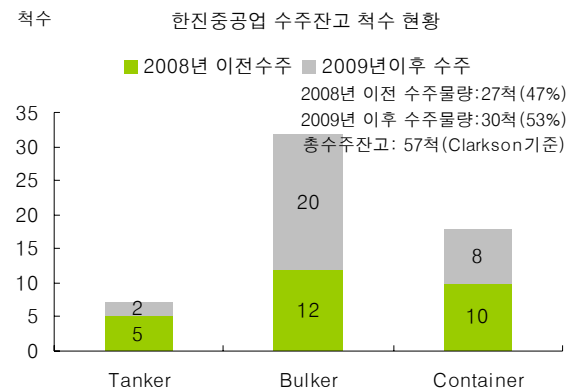
주: 현대미포조선 7월말 IR기준 수주잔고는 196척임

그림 17 STX조선해양 수주잔고 선종별 척수 현황

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / Clarkson Data는 8월 말 기준

주: STX조선해양 IR기준 수주잔고는 238척임

(상기 수주잔고 척수는 STX대원조선과 본사 수주잔고를 더한 수치)

그림 18 한진중공업 수주잔고 선종별 척수 현황

자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터 / Clarkson Data는 8월 말 기준

주: 한진중공업 IR기준 수주잔고 척수는 77척(균합등의 특수선 17척 포함)

IV. 영업실적 및 주요 투자지표

현대중공업 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액(십억원)	21,142	22,405	25,426	25,765	28,003
영업이익(십억원)	2,223	3,439	3,108	2,514	2,794
세전순이익(십억원)	2,648	4,784	4,295	3,715	4,013
순이익(십억원)	2,146	3,761	3,264	2,823	3,050
EPS(원)	28,243	49,489	42,950	37,147	40,129
증감율(%)	-4.9	75.2	-13.2	-13.5	8.0
PER(배)	6.1	9.0	8.0	9.3	8.6
PBR(배)	1.3	2.4	1.6	1.4	1.2
ROE(%)	27.9	31.8	21.4	15.8	14.9

자료: 현대중공업, 대신증권 리서치센터

주: K-GAAP기준임 / 현대중공업은 2010년 K-GAAP에서 k-IFRS로 변경되며 순이익이 561십억원 증가하였음(영업권상각 감소요인으로 337십억원 증가 포함)

한진중공업 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	3,680	3,190	2,998	3,497	4,100
영업이익	390	219	114	136	205
세전순이익	104	-60	-62	-34	54
총당기순이익	52	-51	-62	-34	46
지배지분순이익	52	-51	-62	-34	46
EPS	1,081	-1,077	-1,281	-696	954
PER	21.0	-35.1	-17.7	-32.5	23.7
BPS	43,524	42,222	40,524	39,778	40,682
PBR	0.52	0.9	0.56	0.57	0.56
ROE	2.5	-2.5	-3.1	-1.7	2.4

자료: 한진중공업, 대신증권 리서치센터

주: K-IFRS 기준 / 2010년까지는 K-GAAP 기준 연결실적 표기 / EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

현대미포조선 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	4,030	4,118	4,582	4,663	4,710
영업이익	443	626	416	302	286
세전순이익	542	647	516	389	375
총당기순이익	411	494	403	304	292
지배지분순이익	379	454	386	291	280
EPS	19,477	23,177	19,679	14,837	14,276
PER	5.3	9.7	6.9	9.1	9.5
BPS	130,804	210,474	246,750	282,368	322,340
PBR	0.8	1.1	0.55	0.48	0.42
ROE	15.5	13.3	8.4	5.5	4.6

자료: 현대미포조선, 대신증권 리서치센터

주: K-IFRS 기준 / 2010년까지는 K-GAAP 기준 연결실적 표기 / EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 등 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영 하였습니다 (작성자: 전재천).

▶ 투자등급관련사항

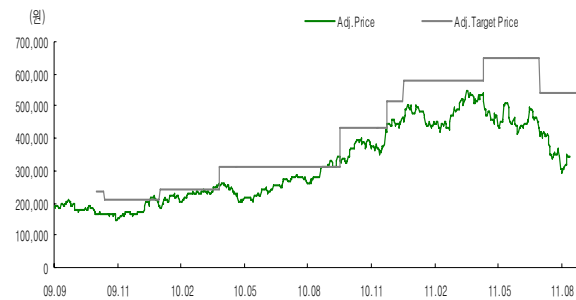
산업 투자의견

- 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 투자의견

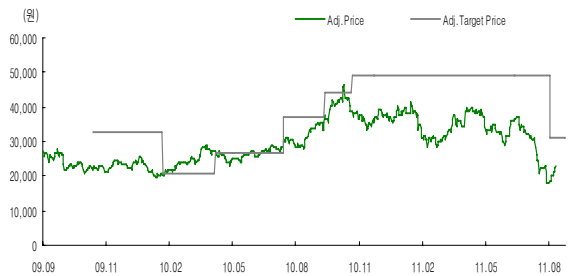
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

현대중공업(009540) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



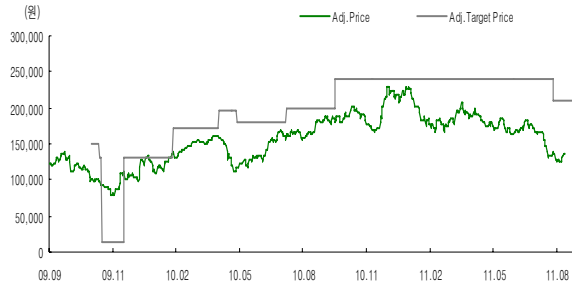
제시일자	11.09.02	11.08.09	11.07.21	11.06.30	11.05.31	11.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	540,000	540,000	540,000	650,000	650,000	650,000
제시일자	11.04.20	11.03.17	11.02.21	11.01.09	10.12.17	10.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	580,000	580,000	580,000	580,000	515,000	430,000
제시일자	10.11.12	10.10.29	10.10.11	10.07.22	10.05.22	10.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	430,000	430,000	310,000	310,000	310,000
제시일자	10.05.04	10.04.23	10.01.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	310,000	310,000	240,000			

한진중공업(097230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	11.09.02	11.08.24	11.07.05	11.06.30	11.02.21	11.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	31,000	31,000	49,000	49,000	49,000	49,000
제시일자	10.12.02	10.11.15	10.11.12	10.10.11	10.10.07	10.08.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	49,000	49,000	44,000	44,000	44,000	37,000
제시일자	10.08.09	10.05.22	10.05.18	10.05.04	10.02.18	09.11.14
투자의견	Buy	Market Perform	Market Perform	Market Perform	Market Perform	Buy
목표주가	37,000	27,000	27,000	27,000	21,000	33,000
제시일자	09.11.11					
투자의견	Buy					
목표주가	33,000					

현대미포조선(010620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	11.09.02	11.08.17	11.05.05	10.11.12	10.11.01	10.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	210,000	210,000	240,000	240,000	240,000	240,000
제시일자	10.08.03	10.06.28	10.06.11	10.05.25	10.05.22	10.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	181,000	181,000	181,000	197,000	197,000
제시일자	10.05.04	10.04.29	10.02.23	09.12.16	09.11.14	09.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Market Perform	Market Perform	Market Perform
목표주가	197,000	197,000	173,000	130,000	13,000	130,000
제시일자	09.10.30					
투자의견	Buy					
목표주가	150,000					

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.