

**INDUSTRY**

2017년 7월 4일

조선 (Neutral)**회복에 대한 몇가지 의문들**

조선업종에 대한 투자 의사결정을 내리기 어려운 시점이 왔습니다. 조선업종에 대해 긍정적인 의견과 부정적인 의견이 맞서는 가운데, 2013년 이후 하락세였던 조선주 주가가 큰 폭의 반등을 하지 않을까 하는 기대가 커지고 있기 때문입니다. 우리는 조선업종의 회복은 아직 아니라는 의견을 견지해왔으나, 객관적인 입장에서 투자자라면 궁금해할 만한 질문과 이에 대한 답을 데이터에 근거해 정리해보았습니다. 결론적으로 조선업황은 2016년을 저점으로 반등하는 것은 맞지만, 최근의 주가 상승을 뒷받침할 정도는 아니라고 판단합니다. 단기 랠리 가능성은 있으나 비중 확대 시점은 금년 하반기 말이나 내년 상반기가 적절하다고 봅니다.

| Contents |

I. 핵심요약.....	03
II. 주요 지표.....	05
III. 회복에 대한 몇 가지 의문들.....	08
1. 회복되고 있는 것이 맞는가?	08
2. 매출 성장을 견인할 만큼의 충분한 발주가 나올까?	14
3. P/B 멀티플 1배를 줄 수 있을까?	22
4. 2분기 실적 전망은?	24

I. 핵심 요약

- 2017년 5월까지의 발주 동향은?

클락슨이 집계해 발표한 2017년 5월까지의 선박 발주량은 전년 동기 대비 약 11% 증가했다. 선종별로 보면 탱커와 LNG선의 발주가 각각 320%, 270% 증가한 반면 벌커와 컨테이너선 발주는 각각 56%, 43% 감소했다. 국가별로는 한국의 수주가 가장 크게 증가했다. 한국은 전 세계 발주량의 32%를 수주하면서, 수주 규모가 353% 증가했다.
- 회복이라고 보는게 맞을까?

선박 발주의 증가를 회복이라고 보기보다는 기저 효과로 판단하는 편이 더 타당해 보인다. 회복 여부를 판단하기 위한 비교 대상 시점을 언제로 잡는지가 중요한데, 금융위기 이후 세계 경제 성장률이 3% 수준에 머물면서 물동량 증가율도 유사한 수준에 머무르는 상황이 지속되는 만큼 2011~15년의 수준과 비교하는 것이 적절하다고 판단된다. 이 시기의 선박 발주량과 비교할 경우 2017년 5월까지의 누적 발주량은 2011~15년 1~5월의 발주량 대비 63% 감소했다.
- 발주는 앞으로 얼마나 나올까?

현재 조선소가 보유하고 있는 수주잔고는 2017년 4월 말 현재 탱커가 820척, LNG선 121척, 컨테이너선은 409척, 벌커는 689척이다. 클락슨은 이들 선박이 예정대로 인도될 경우 2017년과 2018년의 선복량 증가율을 탱커 5%/4%, LNG선 8%/9%, 컨테이너선 3%/3%, 벌커 3%/1%로 예상하고 있다. 반면 물동량의 경우 최근 5년간(2011~16년) 탱커 2%, LNG 1.1%, 컨테이너 3%, 벌커가 4% 정도씩 매년 증가했다. 물동량 증가율과 선복량 증가율을 비교할 때 탱커와 LNG선은 공급과잉이 우려되는 상황이다. 이는 우리가 지난 11월 이후 계속 언급해온 바와 같다.
- VLCC와 PC선은 지금 발주하는 것이 매력적일까?

VLCC와 PC선의 신조선가는 2016년 이후의 저점 대비 약 100만 달러 인상됐으며, 운임도 저점 대비 VLCC는 4%, PC선은 약 10% 올랐다. 그러나 이들 선박의 선가나 운임은 최근 10년간의 선가, 운임과 비교해볼 때 아직도 낮은 수준에 머무르고 있다. 또한 최근 선가나 운임의 상승이 유가의 상승과 무관하다고 보기도 어렵다. 2014년 4분기 유가가 급락하면서 오일 소비 증가에 대한 기대감으로 VLCC나 PC선의 운임이 급등한 바 있었으나, 오일 소비가 생각만큼 빠르게 증가하지 않자 이들은 다시 과거 저점 수준으로 회귀한 바 있다. 2017년 들어 석유수출국기구(OPEC)의 감산합의 등에 대한 기대로 상승하던 유가는 3월 이후 다시 하락해 40달러 중반에 머무르고 있다. 유가가 급등하지 않는 한 VLCC나 PC선의 발주는 관망세로 접어들 가능성이 크다고 판단한다.
- 운임이나 선가는 오를 수 있을까?

운임이 상승하기 위해서는 수요(=물동량)의 회복이 중요하다. 클락슨이나 IHS등의 주요 기관에서 예상하는 올해 원유의 해상 물동량 증가율은 1%를 하회한다. 그러나 유가가 반등하면서 글로벌 교역규모는 3월까지 증가하는 모습을 보여왔고, 원유 물동량이 다시 증가하지 않을까 하는 기대가 있었던 것은 사실이다. 그러나 유가가 하락세로 접어들면서 글로벌 교역규모 증가율도 4월 들어 크게 둔화했으며, 앞서 언급한 것처럼 유가가 급등하지 않는 한 물동량 증가가 크게 회복되기는 어려울 듯하다.

선가 역시 최근 소폭 반등했으나, 하반기부터는 중국과 일본이 수주 경쟁에 참여할 경우 선가 인상을 낙관하기는 어려울 것으로 본다. 클락슨에 따르면 중국의 조선소들은 인도지연 등의 문제로 인해 수주에 적극적으로 나서지 않고 있으며, 일본의 조선소들도 2.5년치의 일감을 확보하고 있기 때문에 무리해서 수주에 나설 필요가 없다고 판단하고

있다. 하반기로 가면서 일본 조선소의 일감이 2년 미만으로 줄어들게 되면 수주 경쟁이 본격화될 수 있다.

올해 매출을 유지하려면
얼마나 수주를 해야할까?

분석 대상 3개사의 2017년 5월까지의 수주액은 모두 작년 동기의 수주 규모를 상회하고 있다. 삼성중공업이 23억 달러로 가장 많이 수주했으며, 현대중공업과 현대미포조선도 각각 21억 달러, 11억 달러를 수주했다. 올해 분석대상 3개사의 매출 계획은 현대중공업의 경우 조선·해양에서만 약 7.3조 원, 현대미포조선은 2.3조 원이며, 구체적인 매출 계획을 밝히지는 않았으나 삼성중공업도 7조 원 대의 매출 계획을 수립하고 있다. 2017년의 예상 매출 수준을 유지하려면 적어도 150억 달러 정도를 수주해야만 한다.

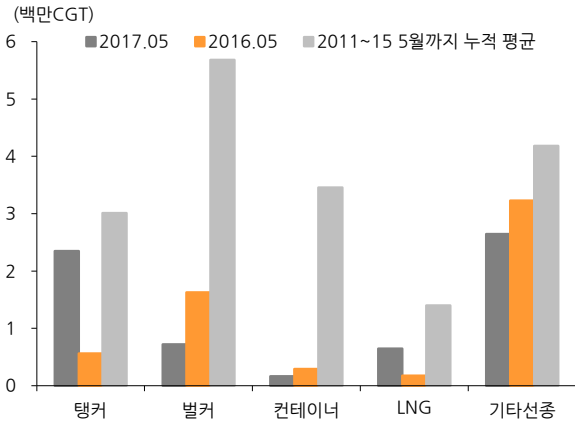
올해 매출보다 적은 수주를
할 경우에도 밸류에이션
프리미엄 부여가 가능할까?

2006년부터 2016년까지 11년간 조선소의 ROE-P/B 멀티플과 매출액 대비 수주 규모를 비교해봤다. 분석 결과 매출액보다 수주가 많은 경우 해당 연도의 ROE 수준으로 본 적정 밸류에이션보다 더 높은 P/B 수준에서 거래가 되었지만, 매출액보다 수주가 적은 경우에는 반대로 할인돼 거래되는 것으로 나타났다.

분석대상 3개사의 2017년 예상 ROE를 역사적 ROE-P/B 추세선과 비교해보면 적정 P/B는 현대중공업과 현대미포조선은 1배, 삼성중공업은 1.3배 수준으로 나타난다. 그러나 올해 이들 3개사의 수주는 올해 매출을 넘어서기 어려울 것으로 보인다. 따라서 적정 멀티플에서 할인하여 가치를 산정하는 것이 맞다고 판단되며, 이러한 할인요인은 수주가 매출을 넘어서는 시점에 해소가 가능할 것으로 판단한다.

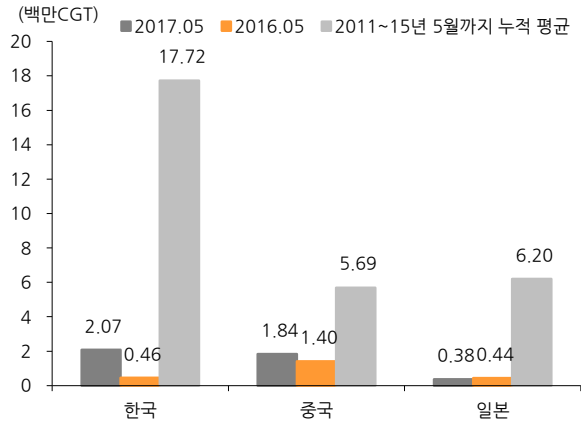
II. 주요 도표

[그림1] 탱커와 LNG 선을 중심으로 선박 발주 증가



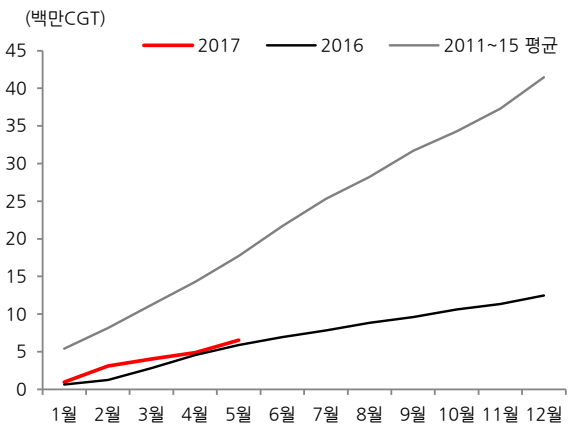
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한국의 수주가 작년 대비 큰 폭 증가



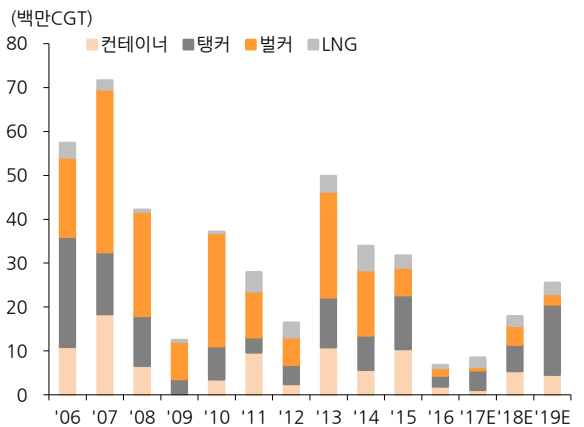
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 월 누적수주로 보면 2011~15년 평균에는 크게 못미침



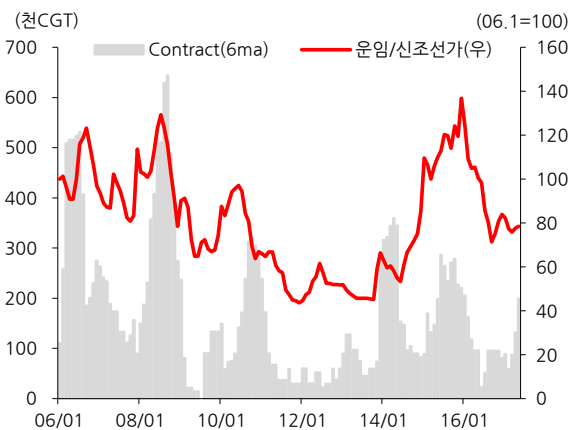
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 선박 발주는 2018년 이후에나 회복 전망



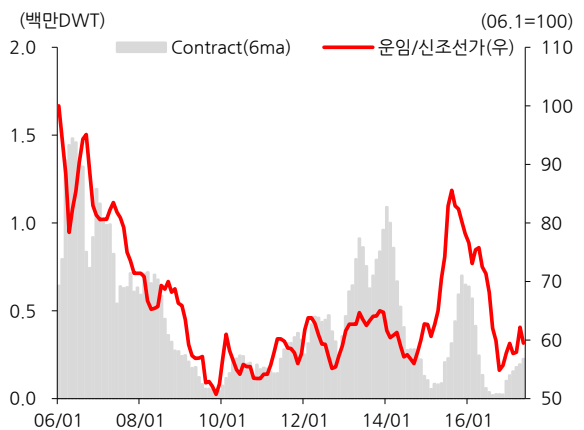
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 신조선가 대비 운임이 매력적일 때 VLCC 발주 증가



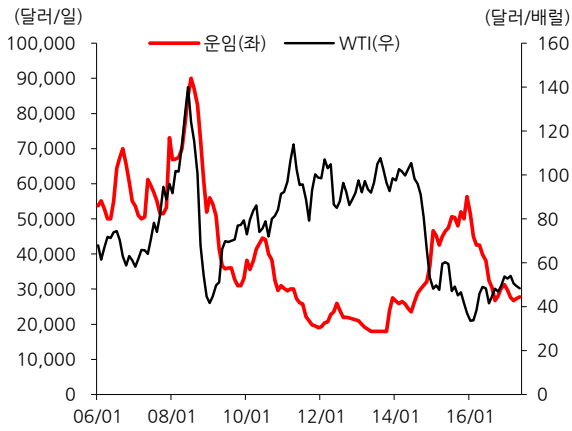
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] PC 선의 경우 이러한 현상이 좀 더 두드러짐



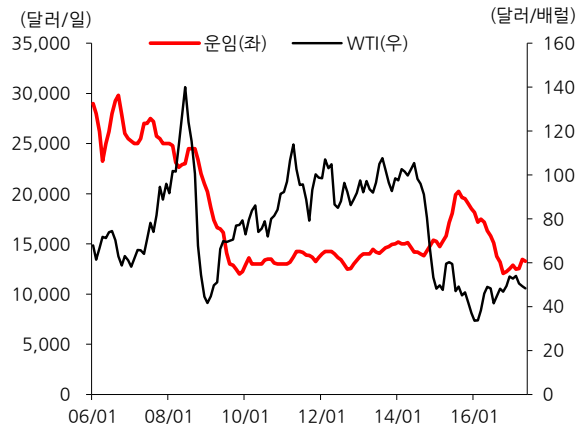
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] VLCC 운임은 금융위기 이후 유가와 반대로 움직임



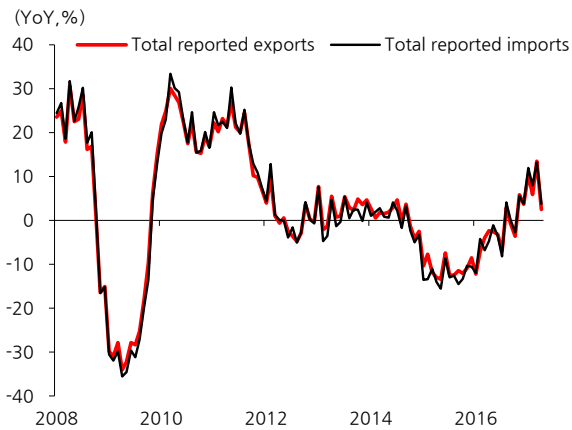
자료: Clarkson, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] PC 선의 경우도 2016년 전후로 동일한 양상



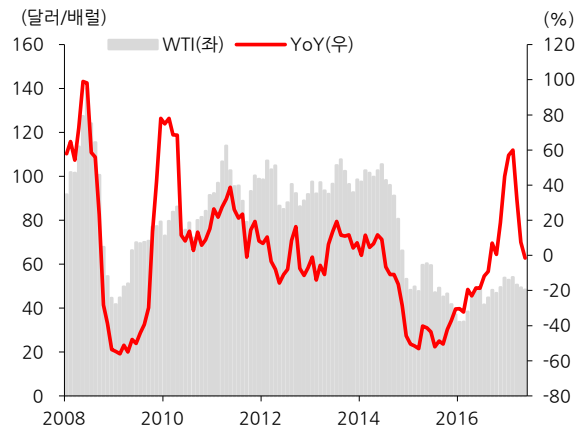
자료: Clarkson, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 결국 수요(=물동량)의 회복이 중요하나



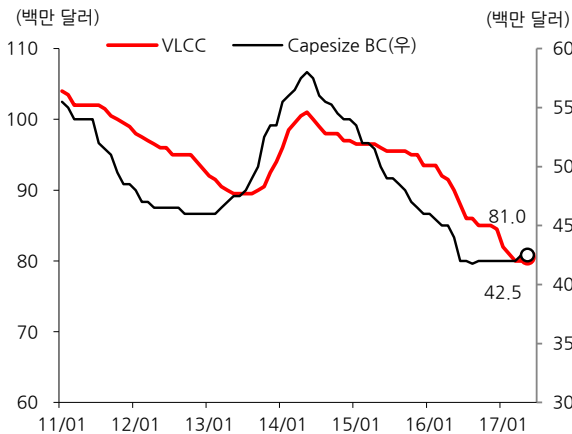
자료: WTO, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 유가의 하락으로 글로벌 교역규모 증가세도 둔화



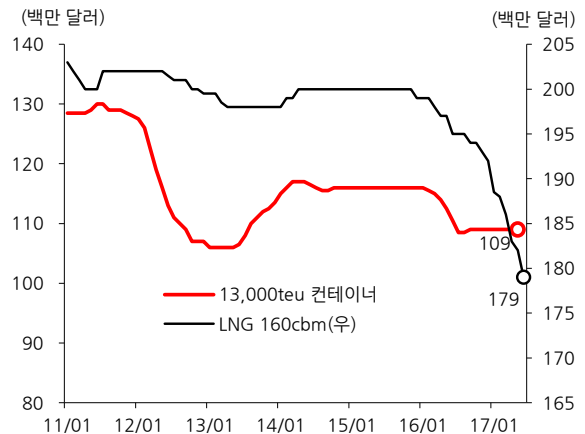
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 신조선가가 회복되고 있다고 하나,



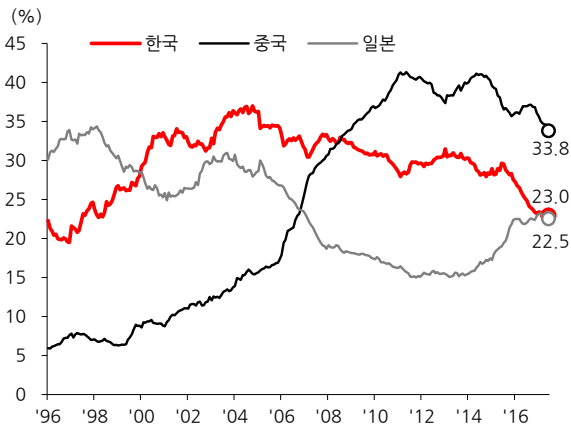
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 아직 회복의 강도는 미약한 상황



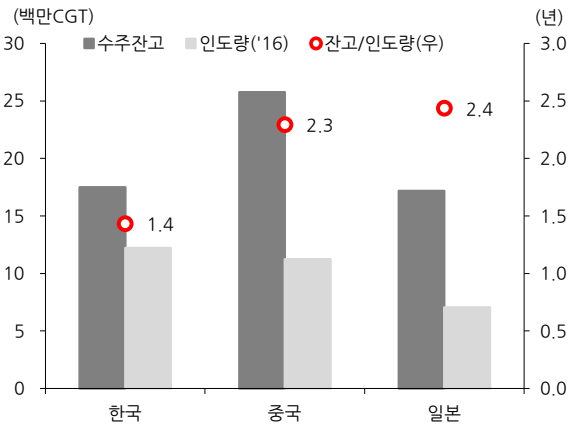
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 일본의 수주잔고가 한국과 비슷



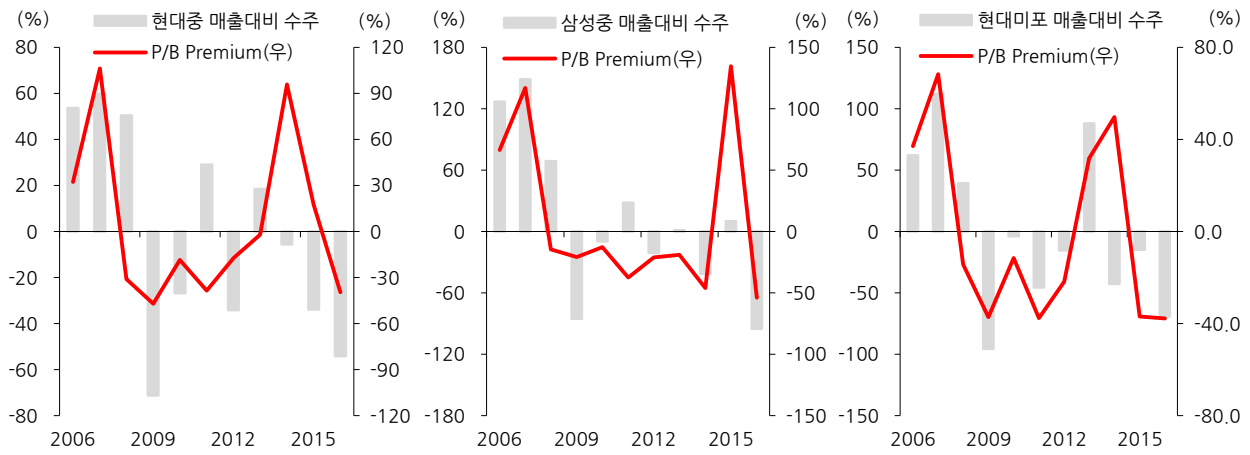
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 하반기 중국, 일본과의 수주경쟁 가능성 존재



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 수주가 매출을 상회하지 않는 한 적정 밸류에이션에서의 할인은 불가피



주: 각사별 ROE-PBR 배수의 과거 추세를 기준으로 적정 PBR을 산출하여 이를 당해년도 PBR과 비교하여 프리미엄 여부를 추정
 자료: 각 사, WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

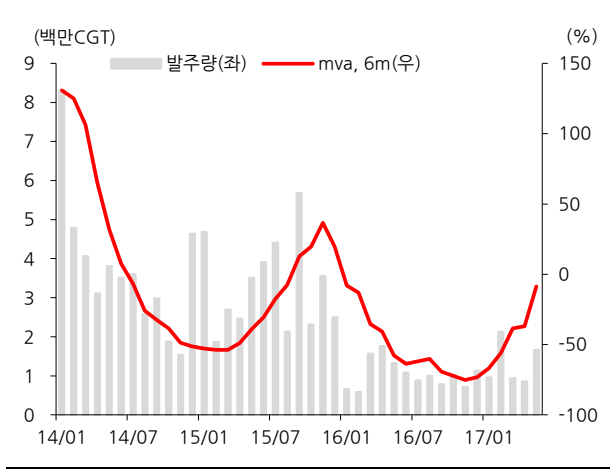
III. 회복에 대한 몇 가지 의문들

1. 회복되고 있는 것이 맞는가?

(1) 현재의 상황은?

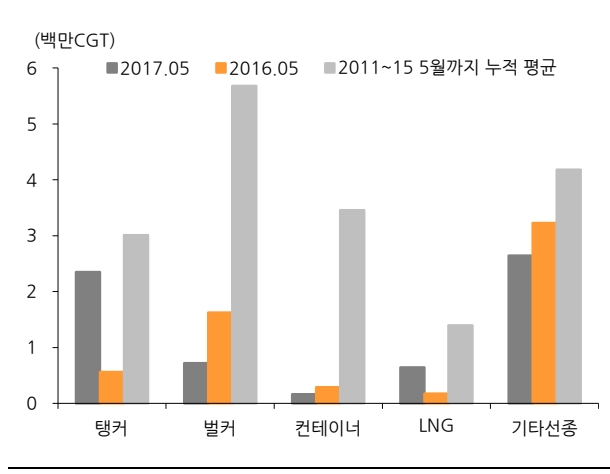
<p>2017년 5월까지 선박발주는 탱커선과 LNG선 증가로 전년동기대비 11% 증가</p>	<p>클락슨이 집계해 발표한 2017년 5월까지의 선박 발주량은 6.5백만CGT로 2016년 같은 기간의 발주량 5.9백만CGT 대비 약 11% 증가했다. 주요 선종별로는 탱커가 2.4백만 CGT가 발주돼 전년 동기(0.6백만CGT) 대비 약 320% 증가했으며, LNG선도 0.7백만 CGT로 전년 동기(0.2백만CGT)에 비해 270% 증가했다. 반면 벌커는 0.7백만 CGT로 전년 동기(1.6백만CGT) 대비 56% 감소했으며, 컨테이너선도 0.2백만CGT로 전년 동기(0.3백만CGT) 대비 43% 줄어들었다.</p>
<p>특히 한국 수주 큰 폭 증가 2017년 5월까지 M/S는 韓 32%, 中 28%, 日 6%</p>	<p>국가별로 볼 때 한국의 수주가 전년 동기 대비 가장 크게 늘어났다. 한국의 2017년 5월까지 수주 규모는 2.1백만CGT로 전년동기(0.5백만 CGT)대비 353% 증가했다. 중국도 2017년 5월까지 전년 동기 대비 31% 증가한 1.8백만CGT를 수주했으나, 일본의 수주량은 14% 감소한 0.4백만CGT에 그쳤다. 한국이 5월까지 누적 수주량을 기준으로 전 세계 발주량의 32%를 차지했으며, 중국이 28%, 일본이 6%를 수주했다.</p>
<p>한국이 강점을 가진 VLCC, LNG선의 발주가 증가</p>	<p>지난해 11월 조선업종에 대한 분석을 개시하면서 우리는 한국의 조선소들이 VLCC, 초대형컨테이너선, LNG선 등에 강점을 갖고 있다고 분석한 바 있다. 선박 발주가 피크에 도달했던 2008년에 비해 중국과의 점유율 격차가 많이 축소되긴 했으나, 이들 선종이 한국 조선소가 강점을 갖고 있는 선박이다.</p>
<p>중국이나 일본 해운사의 발주가 줄면서 한국 수주 강세</p>	<p>2017년 4월까지 발주된 선박별 비중은 크루즈선 등 여객선(26.1%)이 가장 많았고, 그 다음이 VLCC(17.4%), LNG선(8.7%) 순이다. 유럽 조선소들이 강점을 갖고 있는 크루즈선 등의 여객선을 제외할 경우 한국이 강점을 가진 선박의 발주가 늘어났다.</p>
<p>중국이나 일본 해운사의 발주가 줄면서 한국 수주 강세</p>	<p>2017년 6월 현재 클락슨이 집계한 전 세계 수주잔고 데이터베이스 가운데 2017년에 발주된 VLCC는 모두 27척이다. 이 가운데 23척을 한국 조선소가 수주했으며, 3척을 중국조선소, 1척을 일본조선소가 수주했다. 중국과 일본이 수주한 선박은 모두 자국 해운사가 발주한 선박이며, 중국이나 일본 이외의 선사들은 모두 한국 조선소에 선박을 발주했다.</p>
<p>중국이나 일본 해운사의 발주가 줄면서 한국 수주 강세</p>	<p>지난해 11월 보고서에서 중국 및 일본과 점유율 격차가 축소된 이유 중 하나로 중국이나 일본의 해운사가 자국조선소로 발주하는 선박이 늘어났다는 점을 언급한 바 있다. 2017년 4월까지 중국이나 일본 해운사의 발주는 전년 동기 대비 72% 감소한 반면 유럽선사들의 발주는 58% 증가했다. 유럽선사들의 발주 증가가 한국의 수주가 강세를 보인 또다른 배경이라고 볼 수도 있다.</p>

[그림16] 월별 글로벌 선박발주량



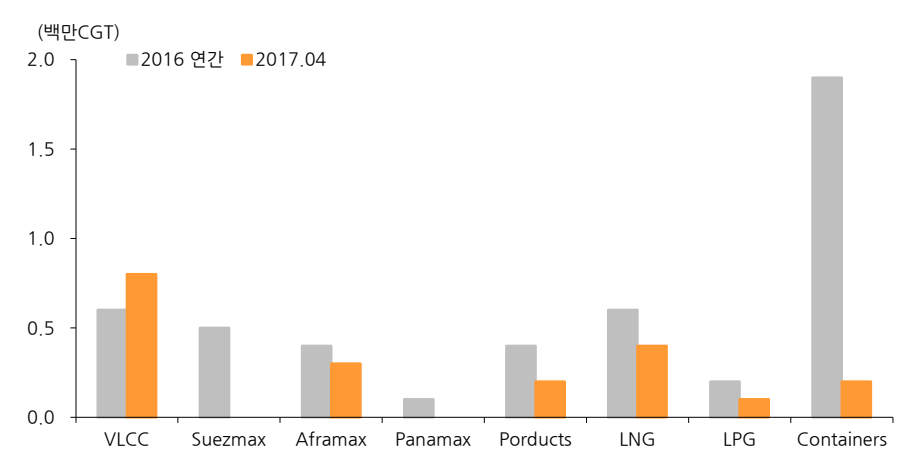
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 선종별 연초이후 5월까지 누적 발주량



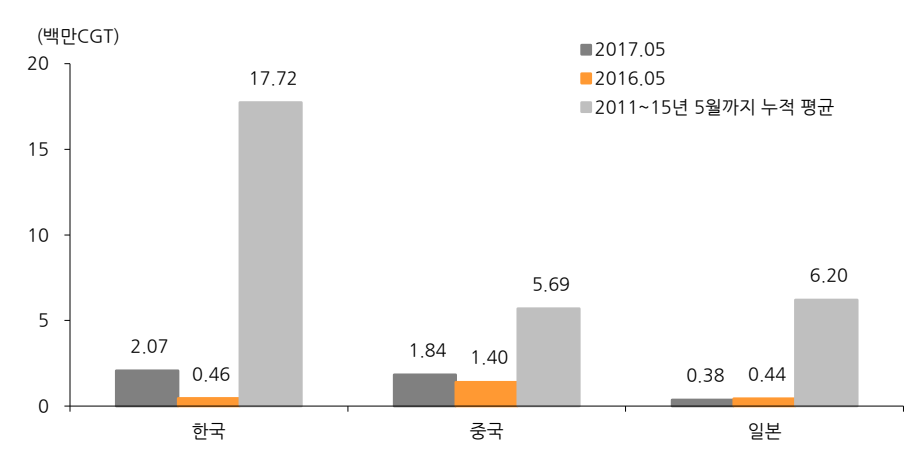
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 2017년 주요 선종별 발주량



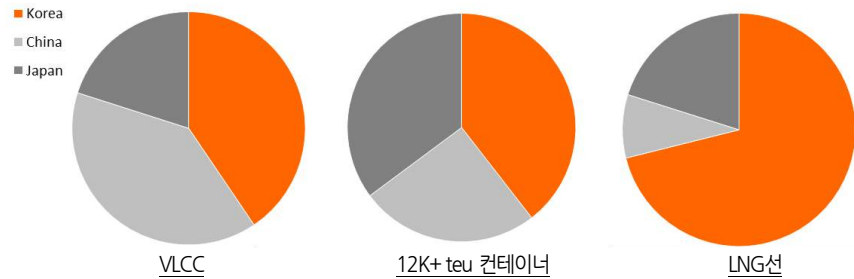
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 한중일 3국의 2017년 5월까지 누적 수주량



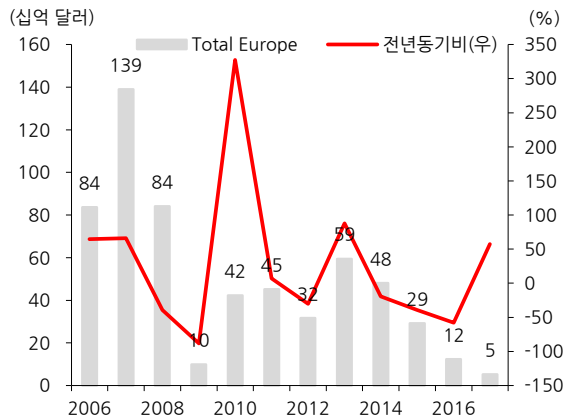
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 주요 선종별 한중일 점유율(2016년 수주잔고 기준)



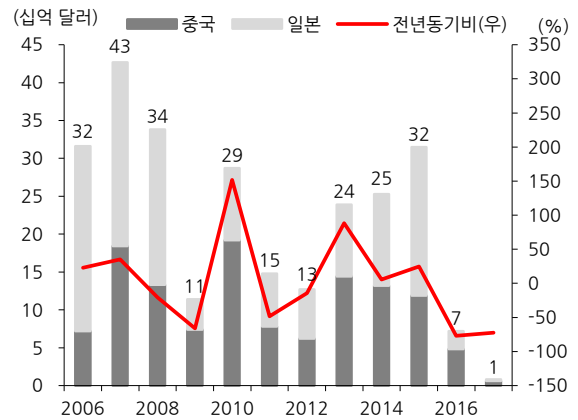
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 유럽선사들의 선박투자추이



주: 2017년은 4월까지 누계기준
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 중국일본선사들의 선박투자 추이



주: 2017년은 4월까지 누계기준
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

(2) 회복이라고 보는게 맞을까?

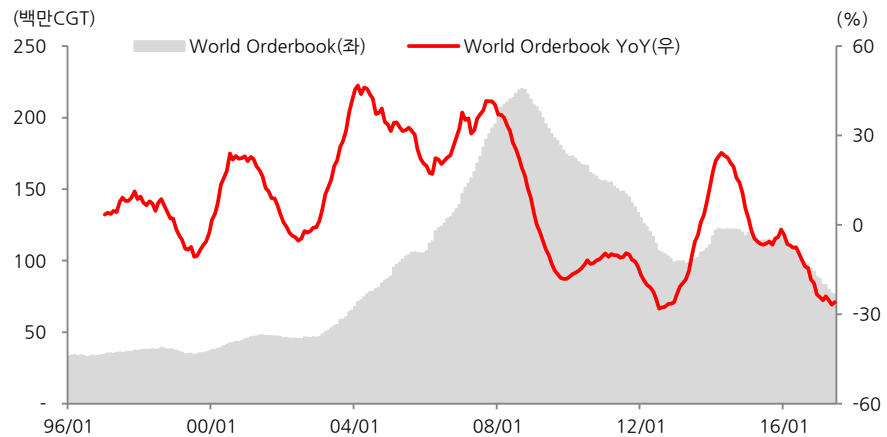
회복 여부를 판가름하기 위한 비교대상 시점 정의가 중요	'회복'의 사전적 정의는 '원래의 상태로 돌아가거나, 원래의 상태를 되찾음'이다. 2017년의 발주가 2016년보다 늘어난 것은 맞으나, 원래의 상태를 어떻게 정의하느냐에 따라 회복인지 아닌지를 판단할 수 있을 것이다.
선박발주는 3년 주기의 Up-down이 반복	금융위기를 전후해 선박의 발주량은 3년 정도의 순환주기를 보였는데, 각 시점별 상승 사이클은 조금씩 다른 특징을 보였다.
2007년은 중국경제성장 및 대규모 교체수요 도래	금융위기 직전의 유래가 없었던 2007년의 선박발주 피크는 ① 1970년대 건조된 노후 선박의 대규모 교체주기 도래와 함께 ② 2000년대 중반 중국 경제의 성장이 더해졌기 때문에 가능했다.
2010년은 금융위기 후 물동량 회복 기대감	금융위기 직후인 2010년의 발주량 증가는 선진국 중심의 양적완화 정책으로 세계 경제가 5.4% 성장하고 해상물동량도 10.7% 증가하자 세계 경제가 다시 정상화될 것이라는 해운사들의 기대가 반영된 측면이 컸다. 그러나 세계 경제는 2012년 이후 3%대 성장에 머물고 있고 물동량 증가율도 3% 증가에 그치면서 과잉공급이 현실이 됐다.
2013년은 초대형컨테이너선이라는 신제품 수요로 발주 증가	과잉공급에 따른 운임 약세가 지속되는 상황에서 나타났던 2013년의 발주량 증가는 ① 미국이 테이퍼링을 실시하면서 선진국 중심의 경기회복이 신흥국으로 이어지는 낙수효과가 나타날 것이라는 기대로 벌커의 발주가 증가한 측면도 있었지만 ② 1만5천 teu급 이상의 컨테이너선이라는 신제품 출시 효과도 크게 반영됐다. 글로벌 금융위기 직후인 2009년에 머스크는 18,000teu급 컨테이너선을 발주했고, 이 선박이 인도되어 운항되기 시작하면서 다른 컨테이너선사들도 초대형 컨테이너선을 확보하지 못하면 경쟁에서 도태될 수 있다는 우려로 발주를 늘렸다.
2015년 엔진규제강화로 일시적 증가 이후 2016년 수주절벽발생	그러나 금융위기 이후 세계 경제의 성장이 정체되고 각국의 보호무역은 강화되었으며, 유가 급락으로 오일 소비의 증가를 기대했으나 오일 소비 증가가 기대에 미치지 못하면서 해상 물동량 증가율은 둔화돼왔다. 과거 3년 주기의 선박발주 사이클로 보면 2016년을 전후해 발주가 살아나야 했으나, 공급 과잉 여파가 지속됐고 2016년부터 강화되는 Tier3 엔진 규제 이전에 발주가 일시 집중되면서 2016년 선박발주는 크게 위축돼 지금까지 이어졌다.
회복여부를 판단하기위한 적정발주규모는 2011~15년 평균수준이 적정	현재의 발주량 수준의 회복 여부를 판가름하기 위해서는 2011~2015년 평균 수준이 적정한 비교대상이 아닐까 생각한다. 2007년의 발주량은 선박 수명주기 도래에 따른 대규모 교체 수요 영향도 있었고, 해상물동량 증가를 견인했던 당시의 중국의 경제성장이 재현될 것으로 기대하기는 어렵기 때문이다. 2010년의 발주 증가 역시 2009년의 감소(이 기간 기존 선박의 발주 취소도 많이 이루어졌음)에 대한 반작용이 일어난 결과다. 물론 2013년처럼 새로운 제품이 나오기를 기대하기도 어렵지만, 물동량 증가율이 3% 수준에서 유지됐던 시기인 만큼 2011~15년이 향후 선박발주의 평균 수준이 되지 않을까 생각된다. 또한 이 기간 조선소들도 구조조정 과정에서 건조량을 지속적으로 줄여왔는데, 클락슨은 2019년 글로벌 선박 건조량을 약 37백만 CGT 수준으로 보고 있다. 이는 2011~2015년 평균 발주량(42백만CGT)과 비슷한 만큼 향후 발주의 회복 여부를 판가름하기 위해서는 이 정도 규모는 이루어져야 할 것이다.

2017년의 발주 증가는 회복이라기보다는 기저효과로 인한 단순 증가
2011~15년 평균대비로는 63% 감소

2011~15년의 평균 발주량과 비교해볼 때 2017년 5월까지의 선박 발주 증가는 회복이라고 판단하기는 무리가 있으며, 전년도 발주 급감에 따른 기저효과라고 보는 것이 타당하다. 2016년의 선박 발주는 2011~15년 평균 발주량의 약 30% 수준으로 급감했다. 2017년 5월까지의 누적 발주량이 6.5백만 CGT인데 이는 2016년 대비 11% 늘어나긴 했으나, 2011~15년 1~5월까지의 평균 발주량(17.7백만 CGT)과 비교해보면 63% 감소한 수준이다.

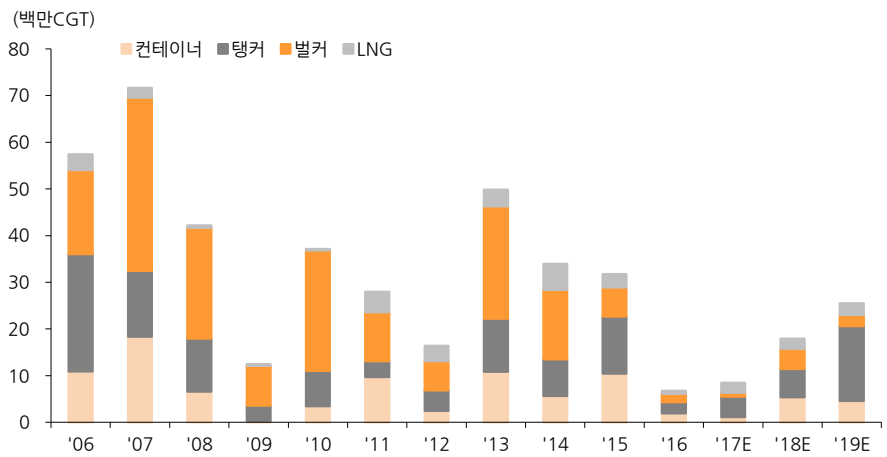
또한 한국의 수주 점유율이 증가한 배경 중 하나인 유럽선사들의 투자 증가도, 2011~15년 유럽선사들의 연평균 투자규모가 427억 달러였던 점을 감안하면 4월까지 누계 투자규모 52억 달러만으로 유럽선사들의 투자가 늘어나고 있다고 보기는 무리가 있어 보인다.

[그림23] 전 세계 신조선 선박 수주잔고 및 수주잔고 전년비



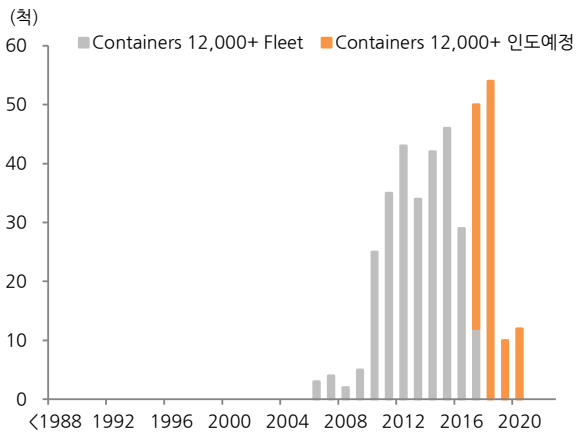
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 선종별 선박발주량 추이 및 전망



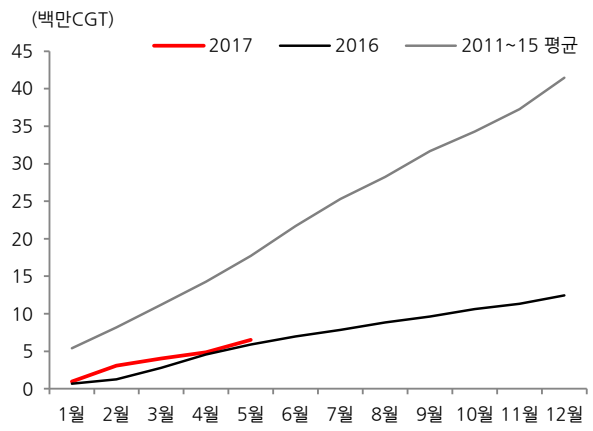
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림25] 12천 teu 급 이상 컨테이너선 연도별 건조추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 월별 글로벌선박발주 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

2. 매출 성장을 견인할 만큼의 충분한 발주가 나올까?

매출 성장을 견인할 만큼의 충분한 발주가 나올까?

과거의 경험으로 볼 때 조선주는 실적이 둔화되더라도 이를 커버하고 이익 개선이 가능할만큼의 충분한 일감을 확보하게 되면 실적 전망보다도 수주 전망에 따라 주가가 좌우되는 경향을 보였다. 부진할 것으로 예상되는 실적은 이미 주가에 반영됐다고 판단하기 때문이다. 그러면 향후에 국내 상장 조선소의 매출 성장을 견인할 만큼의 충분한 발주가 나올 수 있을까?

선종별 현황을 보는 것이 중요

가장 먼저 봐야 할 것은 선종별 상황일 것이다. 전체 조선업황이 경기 순환 양상을 보여 왔으나, 그 안에서도 각각의 사이클상 선종별로 발주의 온도차이가 있었다. 예를 들면 컨테이너선의 경우는 2007년, 2011년, 2013년과 2015년 10백만 CGT(약 2백만TEU)에 가까운 발주가 있었으며, 탱커의 경우는 2003년부터 2008년까지 연평균 14백만 CGT가 발주된 이후 상당기간 발주가 줄어들었다가 2013년과 2015년 각각 10백만 CGT가 넘는 발주가 나왔었다. 별커 역시 2006년부터 2008년까지 연평균 26백만CGT가 발주된 후 2010년과 2013년 각각 25백만CGT 전후의 발주가 나왔으나 이 시기를 제외하면 연평균 발주량은 10백만 CGT를 하회했다.

선종 내에서 선형별 발주도 차이

또한 전체 선종도 중요하지만 개별 선종 내에서도 선형별로 발주 동향에 차이가 존재한다. 크기별로 수송하는 제품이 다르거나, 이동하는 거리가 달라지기 때문이다. 탱커는 2013년과 2015년 발주가 증가했는데, 탱커 중에서도 VLCC는 2010년(57척), 2013년(48척), 2015년(69척)에 발주가 집중됐으며, PC선은 2013년(237척)과 2015년(118척)에 발주가 집중된 바 있다.

(1) 얼마나 많은 배가 건조 중인가?

탱커: 17년과 18년 선복량은 각각 5%, 4% 증가하나 2011~16년 물동량 증가율은 연평균 2%

탱커 수주잔고는 2017년 4월말 현재 820척이 있다. 선형별로는 VLCC(20만DWT 이상)가 95척, Suezmax급 탱커(12.5만~20만DWT)가 73척 있으며, 정유운반선(1만DWT~55천DWT)이 156척 있다. 클락슨은 이들 선박의 인도로 탱커의 선복량은 2017년과 2018년 각각 4.9%, 3.7% 증가할 것으로 추정하고 있다. 2014~2016년 탱커선의 선복량 증가율은 연평균 2%에 불과했고, 2011~16년 탱커 해상물동량 증가율이 평균 2% 증가한 바 있다. 물동량의 증가속도가 2배이상 늘어나지 않는 한 탱커선은 공급과잉이 될 가능성이 높다.

LNG선: 17년과 18년 선복량은 각각 8%, 9% 증가하나 2011~16년 물동량 증가율은 연평균 1.1%

LNG선 수주잔고는 2017년 4월말 현재 121척이 있다. 이 가운데 약 10척 정도는 15만 cu.m을 하회하는 소형 LNG선이며 대부분은 대형 LNG선이다. 있다. 클락슨은 이들 선박의 인도로 LNG선의 선복량은 2017년과 2018년 각각 8.4%, 9.1% 증가할 것으로 추정하고 있다. LNG선의 선복량은 2013~2016년에도 연평균 7.8% 증가한 반면, 2011~16년 LNG 해상물동량 증가율은 1.1% 증가에 그쳤다. 미국이나 호주의 액화플랜트 가동에 따른 공급계약 증가로 선박의 발주는 많았으나, 가스 소비가 크게 늘지 않으면서 물동량의 증가는 이에 미치지 못했다.

컨테이너선: 17년과 18년 선복량은 각각 3%씩 증가하여 2011~16년 물동량 증가율(3.4%)에 수렴하나, 초대형컨테이너선 선복량은 10%씩 증가 전망

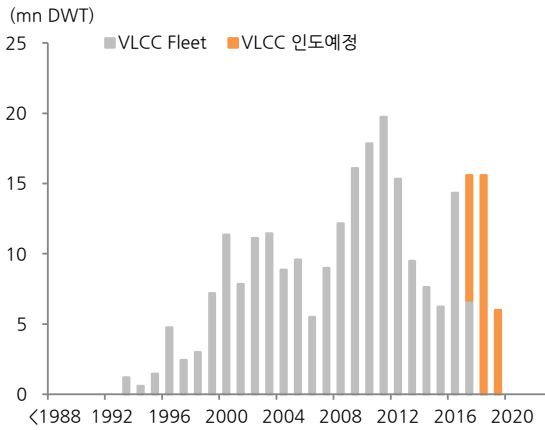
컨테이너선 수주잔고는 2017년 4월말 현재 409척이다. 선형별로는 8천teu급 이상 대형 컨테이너선이 161척이며, 3~8천teu급 컨테이너선이 36척, 3천teu급 이하 소형 컨테이너선은 212척 있다. 클락슨은 이들 선박의 인도로 컨테이너선의 선복량은 2017년과 2018년 각각 2.5%, 2.9% 증가할 것으로 추정하고 있다. 2013~2016년 컨테이너선의 선복량 증가율(연평균 5.4%)과 비교시 공급증가속도는 둔화될 것으로 전망되며, 2011~16년 컨테이너 해상물동량 증가율(평균 3.4% 증가)과 균형을 맞춰갈 것으로 보인다.

다만 컨테이너선의 선복량은 3~8천teu급 중형 컨테이너선의 선복량 증가율이 2017년과 2018년 각각 -5.7%, -6.1% 감소하는 반면 8천teu급 이상 컨테이너선의 선복량 증가율은 같은 기간 각각 10%씩 증가할 전망이어서 초대형 컨테이너선의 발주 증가를 기대하기는 어려운 상황이다.

벌커: 18년 선복량이 1% 증가에 그칠 전망 2011~16년 물동량 증가율은 연평균 4%

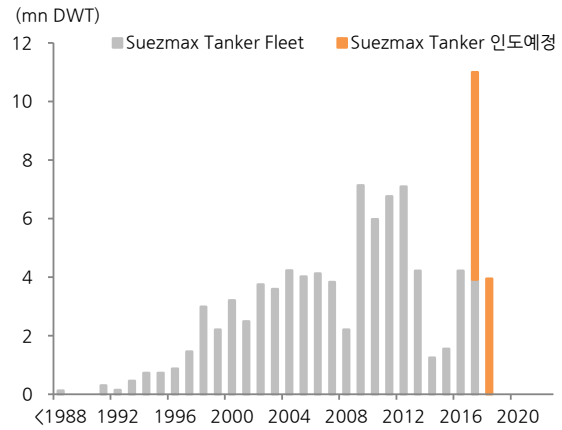
벌커 수주잔고는 2017년 4월말 현재 689척이 있다. 선형별로는 8천teu급 이상 케이프 사이즈급이 122척, 파나맥스급이 133척이다. 클락슨은 이들 선박의 인도로 벌커의 선복량은 2017년과 2018년 각각 3%, 1% 증가할 것으로 추정하고 있다. 2014~2016년 벌커의 선복량 증가율은 연평균 3%였으며, 2011~16년 탱커 해상물동량 증가율이 평균 4% 증가한 바 있다. 2018년 이후의 공급둔화로 인해 벌커선의 발주는 조기에 가시화될 가능성이 높다.

[그림27] VLCC 건조 연도별 선복량 및 인도예정물량



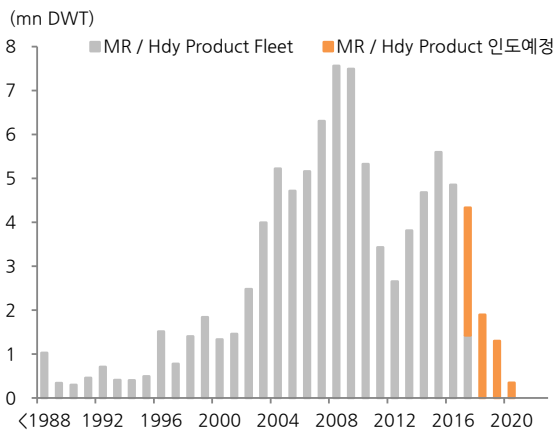
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] Suezmax 건조 연도별 선복량 및 인도예정물량



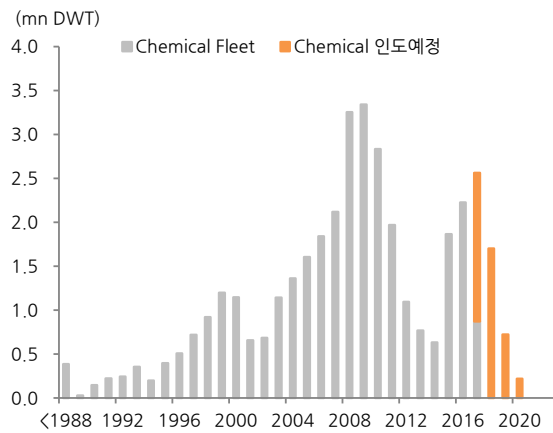
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] MR Handy PC 선 건조 연도별 선복량 및 인도예정물량



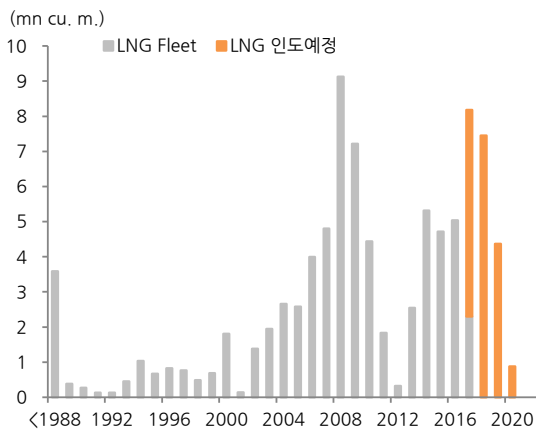
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] Chemical 탱커선 건조 연도별 선복량 및 인도예정물량



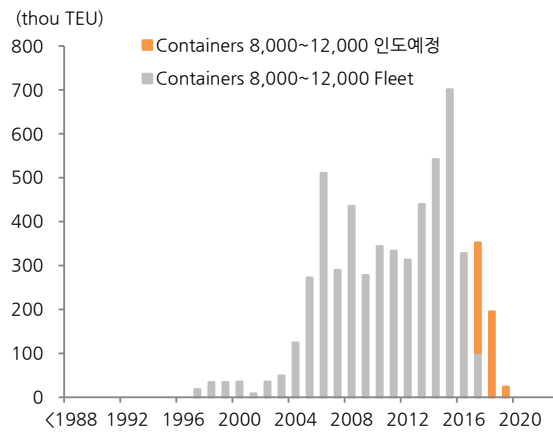
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] LNG 선 건조 연도별 선복량 및 인도예정물량



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 8~12k teu 컨선 건조 연도별 선복량 및 인도예정물량



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

(2) VLCC 와 PC 선의 경우 지금 발주가 매력적일까?

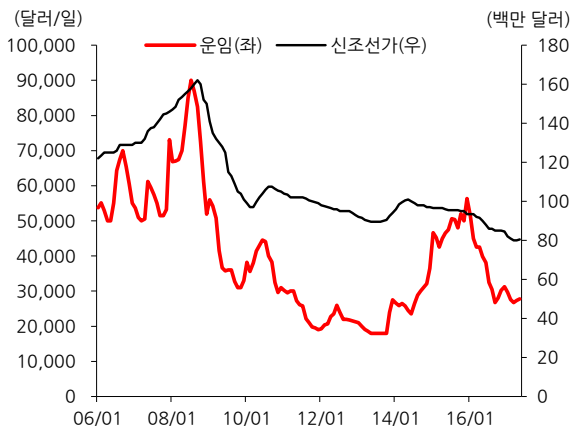
VLCC: 신조선가는 10년내 역사적저점이나 운임역시 낮은 수준이라 발주가 매력적이지 않음

VLCC 신조선가는 2017년 4월을 저점으로 척당 약 1백만달러 인상됐으며, 1년 정기용 선료도 3월을 저점으로 약 4% 올랐다. 그럼에도 약 10년 정도의 장기 시계열로 보면 신조선가와 운임 모두 회복되고 있다고 보기 어렵다. 해운사 입장에서 현재의 신조선가는 투자비용이며, 운임은 장기매출에 해당되는 만큼 신조선가와 운임의 비율에 따른 발주규모 트렌드를 살펴보았다. 신조선가대비 운임이 상승하는 시기에 VLCC 발주가 늘어나는 경향이 있었는데, 현재의 신조선가 대비 운임 비율이 상승한다고 보기는 어렵다. 신조선가도 10년 내 역사적 저점이지만 운임 역시 역사적 저점에 해당되는 만큼 향후 운임이 상승할 것이라는 기대가 높지 않은 한 선박의 발주가 매력적이지 않다.

PC선: 신조선가 및 운임 소폭 상승했으나 유가 하락으로 투자심리 위축 가능성

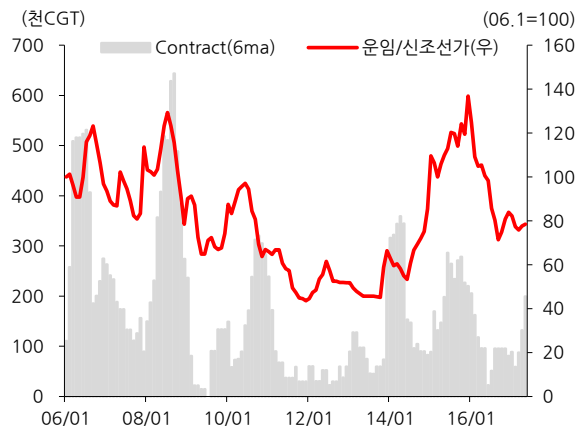
PC선의 선가 역시 4월을 저점으로 척당 1백만 달러가 올랐고, 운임도 최근 1년간 저점이었던 지난해 10월 대비 약 10% 인상됐다. 신조선가 대비 운임의 비율이 작년 10월 55에서 5월 현재 59까지 상승하긴 했으나, 이러한 비율 변화가 유가에 민감하게 반응했던 만큼 최근의 유가 하락으로 인해 투자심리는 위축될 수 있다고 판단된다.

[그림33] VLCC 운임과 신조선가



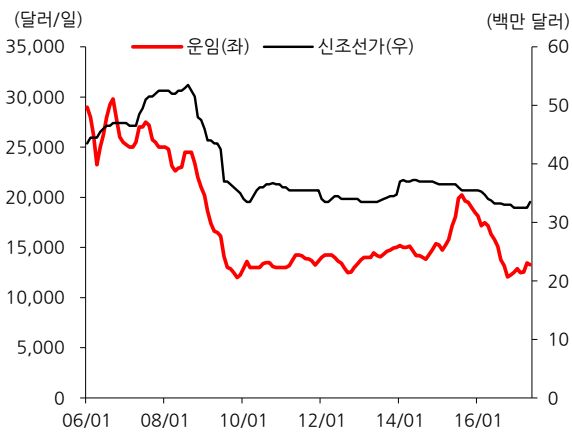
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] VLCC 발주 추이와 운임/신조선가 비율 추이



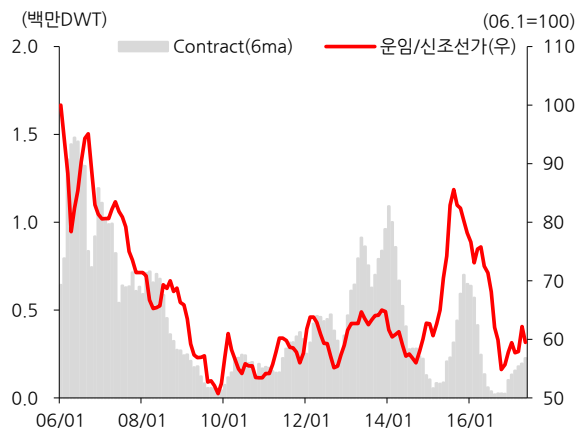
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] MR PC 선 운임과 신조선가



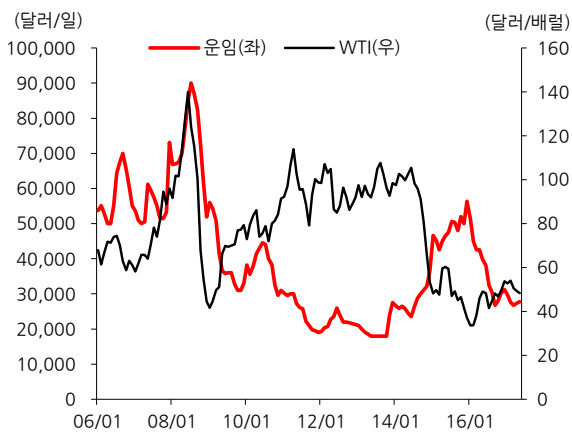
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] MR PC 선 발주추이와 운임/신조선가 비율



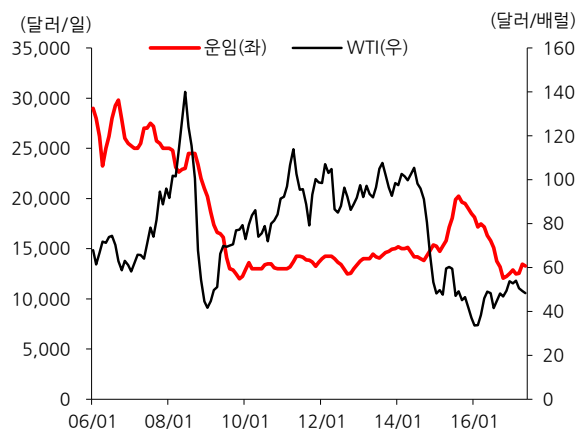
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] VLCC 운임과 유가



자료: Clarkson, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] MR PC 선 운임과 유가



자료: Clarkson, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

(3) 운임과 선가는 오를 수 있을까?

운임은 결국 물동량의 회복이 중요한데, 물동량 증가율은 낮은 수준에 머무를 전망

운임이 상승하는 데에는 수요(=물동량)의 회복이 중요하다. 선박의 공급은 조선소가 건조 중인 선박의 인도일정에 따라 이루어지기 때문에 예측가능하나, 수요는 예측하기가 어렵다. 클락슨은 2017년 원유의 해상 물동량 증가율이 전년 대비 0.1%에 그칠 것으로 전망하고 있으며, 한국해양수산개발원이 인용한 IHS등의 전망치는 약 0.8% 수준이다.

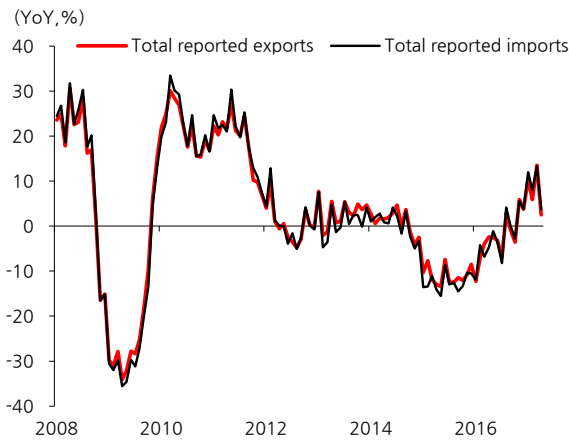
2017년 들어 유가가 반등하면서 원유 저장 수요 등으로 글로벌 교역규모가 증가세로 돌아섰으나, 유가가 다시 다시 하락한 4월부터 글로벌 교역규모의 증가세도 둔화되고 있다. 따라서 원유 물동량은 주요 기관들의 전망처럼 낮은 수준에 머물 가능성이 높다.

선가는 한중일 3국간 경쟁 그런데 중국과 일본은 아직 지켜보고 있다

최근 선가는 소폭 반등했다. 클락슨이 발표하는 선가지수는 3월 121까지 하락했다가 123까지 회복했다. 주요 선종의 선가도 소폭 상승했는데, VLCC의 경우 적당 8000만 달러까지 하락했다가 현재는 8100만 달러로 회복했으며, 케이프사이즈 벌커도 최근 약 500만 달러 상승했다. 최근의 수주 회복과 함께 원재료인 강재가격 인상 등의 영향으로 선가가 오를 것이라는 기대감이 있으나, 선가도 회복되기는 이르다는 판단이다. 중국과 일본이 수주 경쟁에 참여할 경우 선가 인상을 낙관하기 어렵기 때문이다.

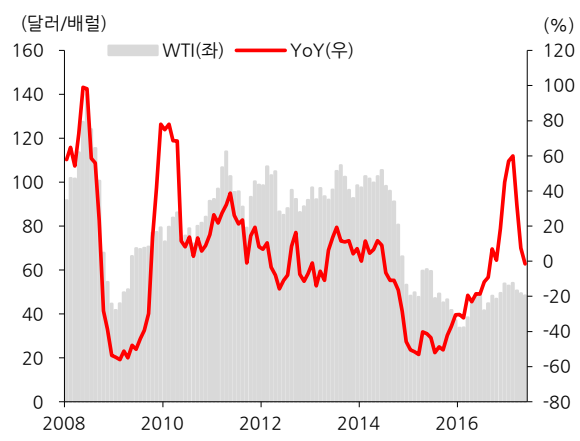
클락슨에 따르면 중국의 조선소들은 인도 지연 등의 문제로 인해 수주에 적극적으로 나서고 있지 않으며, 일본의 조선소들도 2.5년치의 일감을 확보하고 있기 때문에 무리해서 수주에 나설 필요가 없다고 한다. 하반기로 가면서 일본 조선소의 일감이 2년으로 줄어들게 되면 수주 경쟁이 본격화될 가능성이 있다.

[그림39] 글로벌 교역규모의 전년비 추이



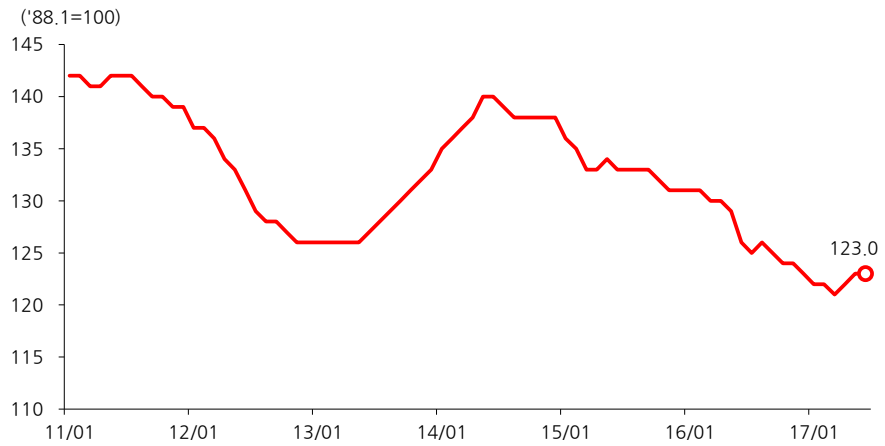
자료: WTO, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] WTI 추이



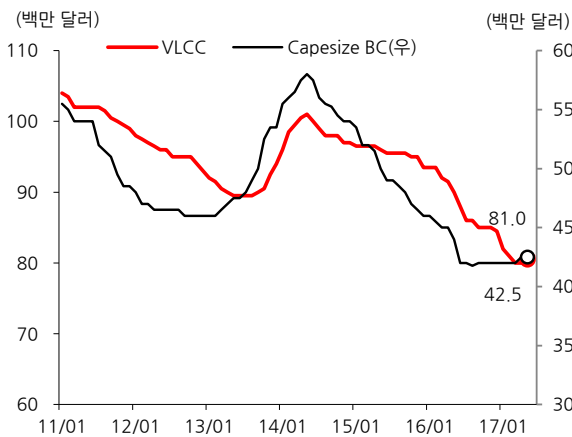
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 클락슨 선가 index 추이



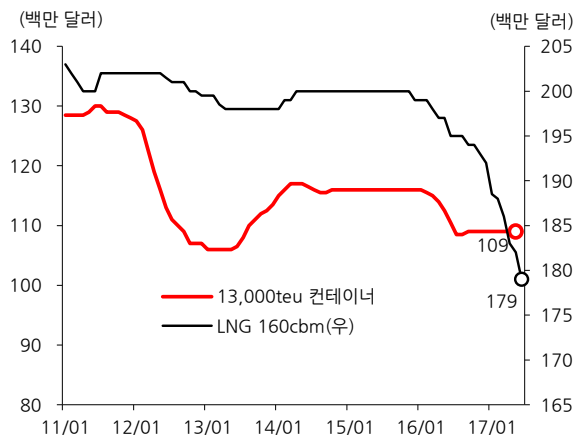
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 탱커, 벌커 선가 추이



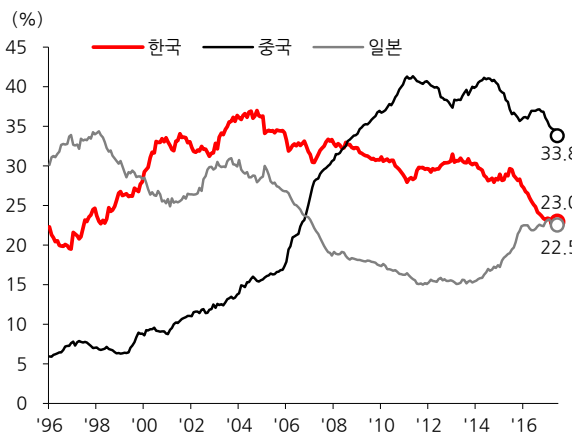
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 컨테이너, LNG 선 선가 추이



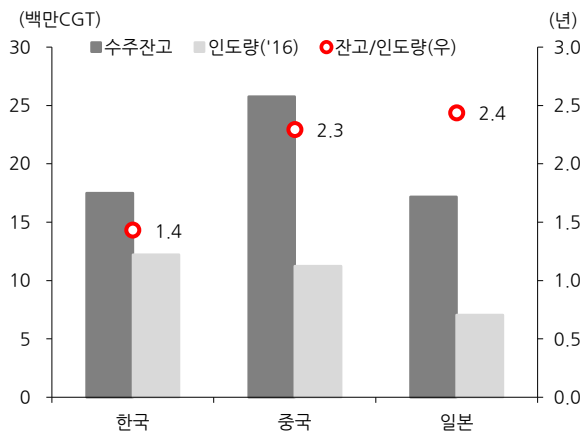
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 수주잔고 기준 한중일 점유율 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 한중일 수주잔고 및 인도량 현황



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

(4) 조선업체는 얼마나 수주할 수 있을까?

수주는 10% 늘었는데,
주가는 50% 이상 상승

2017년 조선 신규수주가 전년 대비 10% 증가하는 동안 조선주 주가는 약 50% 이상 상승했다. 2016년 평균 시가총액과 비교했을 때 삼성중공업 주가는 2017년 6월 16일 현재 112% 상승했고, 현대미포조선은 67% 올랐다. 현대중공업의 경우 기업분할로 인해 분할 전 시가총액과의 직접 비교가 어렵긴 하나, 분할 후 조선해양플랜트엔진 사업만 영위하는 존속분할법인 현대중공업의 6월 16일 현재 시가총액은 2016년 평균보다 13% 상승했다.

수주 전망이
늘어나는 것도 사실

수주 실적이 늘어나는 만큼 주가가 비례해 올라가야하는 건 아니다. 앞으로 수주가 더 늘어날 것이라고 예상된다면 주가는 미래 전망까지 반영해서 상승할 수 있다. 그러면 현재 상황에서 중요한 것은 앞으로 발주가 얼마나 늘어날 수 있느냐 하는 것이다. 실제로 2017년 2분기들어 선박발주가 예상된다는 뉴스가 늘어나고 있는 것이 사실이다. 노르웨이 등 유럽선사를 중심으로 탱커 등의 선박 발주 관련 뉴스가 증가하고 있다.

5월까지 수주금액은
전년동기 수주금액을 상회

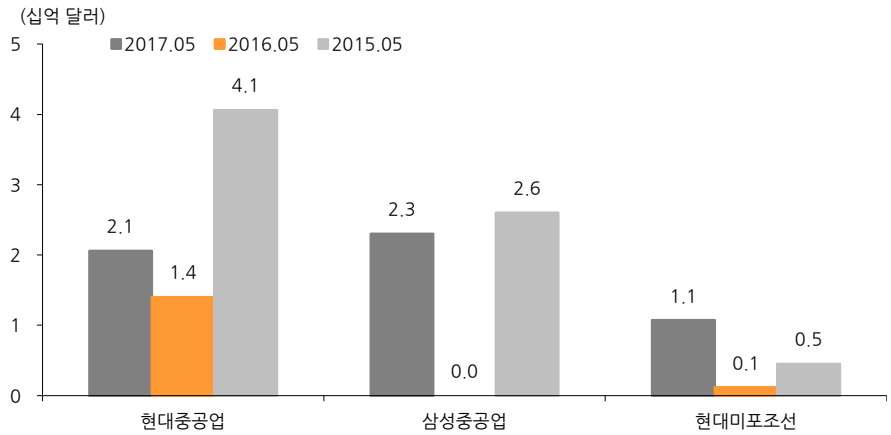
분석대상 3개사의 2017년 5월까지의 수주액은 모두 작년 동기 수주 규모를 상회하고 있다. 삼성중공업이 23억 달러로 가장 많이 수주했으며, 현대중공업과 현대미포조선은 각각 21억 달러, 11억 달러 수주했다.

언론매체에 보도된 주요 수주 예상 뉴스를 종합해 본 바로는 약 30억 달러 정도의 추가 수주가 예상된다. 그러나 언론에 보도되지 않고 진행 중인 건들을 고려할 경우 올해 말까지 각 업체의 수주는 언론 보도 수준을 상회할 것으로 전망된다. 클락슨이 예상한 선박 발주 규모에 현재의 선가를 곱할 경우 한국 조선소의 주요 건조 선종에서만 약 100억 달러 이상의 발주가 가능할 것으로 예상되나, 하반기 중국, 일본 등과의 수주 경쟁이 본격화할 경우 한국 조선소의 수주 규모는 조선에서만 80억 달러 정도로 예상된다.

분석대상 3사의
2017년 예상 매출을
유지하려면
150억달러 수주 필요

올해 분석대상 3개사의 매출 계획은 현대중공업의 경우 조선·해양에서만 약 7.3조 원, 현대미포조선은 2.3조 원이며, 구체적인 매출 계획을 밝히지는 않았으나 삼성중공업도 7조 원대의 매출 계획을 수립하고 있다. 2017년의 예상 매출 수준을 유지하려면 적어도 150억 달러 정도를 수주해야만 한다. 삼성중공업의 경우 ENI FLNG의 수주로 올해 매출 수준의 수주를 달성할 수도 있겠으나, 전년도 수주가 6억 달러에 그쳤던 점을 고려하면 매출을 상회하는 수주를 기대하기는 어렵다.

[그림46] 분석대상 3 개사의 수주현황(누계 기준)



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 하반기 예상되는 주요 선박발주

선박	크기	척수	발주처	국적	협사업체	비고
탱커	VLCC	1	Fredriksen	노르웨이	현대삼호중공업	옵선 1 척
탱커	Suezmax	8	Trafigura	노르웨이	현대중공업	옵선 10 척
탱커	Aframax	4				
탱커	VLCC	-	NITC	이란	조선 3사, 중국조선소	
광탄운반선	VLOC		유럽 및 아시아 선사		현대중공업, 상해외고교조선, 보하이조선	
탱커	-	2	Statoil	노르웨이	조선 3사(현대, 삼성, 대우)	
탱커	-	2	KNOT	노르웨이	조선 3사(현대, 삼성, 대우)	
컨테이너	20,000 teu 급	6	CMA CGM	프랑스	조선 3사(현대, 삼성, 대우)	옵선 3 척
가스선	VLGC	8	KOTC	쿠웨이트	현대중공업, 중국 Jiangnan 조선, 가와사키중공업 등 4곳	3Q 중 발주예정
탱커	VLCC, MR					
합산		31				

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

3. P/B 멀티플 1 배를 줄 수 있을까?

과거 가격 분석결과
수주가 매출보다 많을 경우
적정 P/B보다 높게 거래

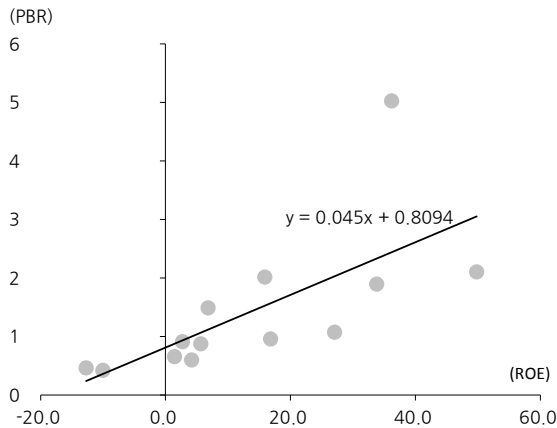
2006년부터 2016년까지 11년간 조선소의 ROE-P/B 멀티플과 매출액 대비 수주 규모를 비교해보았다. 분석 결과 매출액보다 수주가 많은 경우 해당 년도의 ROE 수준으로 본 적정 밸류에이션보다 더 높은 P/B 멀티플 수준에서 거래되는 것을 알 수 있었다. 즉, 현재의 수주가 늘어나고 있어서 앞으로 매출 성장이 기대될 때는 예상되는 이익 수준보다 주가는 프리미엄을 받고 거래가 이루어지며, 수주가 감소하여 매출이 줄어드는 것으로 예상되는 경우에는 주가는 할인되어 거래되는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 해양 사업부가 없는 현대미포조선에서 더 잘 나타나고 있다.

각 회사별로 2004년부터 2016년까지 ROE와 P/B 멀티플을 비교해 이론적으로 적정 P/B 멀티플을 구하고 이를 해당 년도의 ROE, P/B 멀티플과 비교해보았다. 현대중공업을 예로 설명하면, 2007년 현대중공업의 조선해양 수주는 168억 달러였으며, 매출은 9.8조 원이었다. 2007년의 연평균환율 929원으로 환산하면 수주는 15.6조 원으로 매출액 대비 60% 높은 수준이었다. 같은 해 ROE는 36% 였으며, 이를 역사적 ROE-P/B 추세선과 비교해볼 때 적절한 P/B 멀티플은 2.4배 수준이었다. 그러나 당시 주가는 P/B 5배 수준에서 거래가 되면서 100% 프리미엄을 받고 거래됐다. 다시 2016년으로 와서 현대중공업의 2016년 조선해양수주는 약 5조 원에 그쳤으나, 매출은 10.8조 원에 달했다. 즉 수주는 매출액 대비 54% 적게 이루어졌다. 이 기간 ROE는 4.2% 였는데, 역사적 추세선과 비교해볼 때 적정 P/B 멀티플은 1.0배 였으나 0.6배 수준에서 거래되면서 40% 정도 할인돼 거래가 이루어졌다.

밸류에이션 정상화는
시기상조

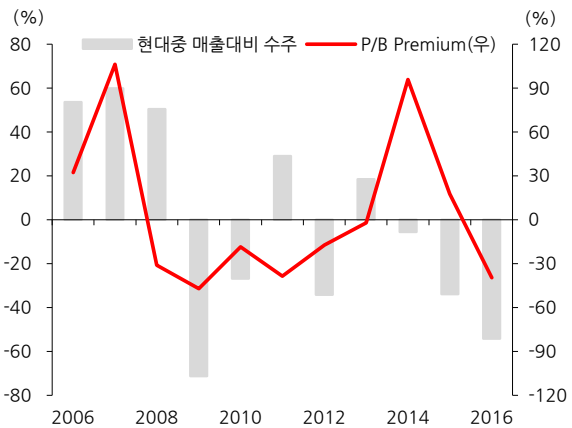
분석대상 3개사의 2017년 예상 ROE를 역사적 ROE-P/B 추세선과 비교해보면 적정 P/B 멀티플은 현대중공업과 현대미포조선은 1배, 삼성중공업은 1.3배 수준으로 나타난다. 그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 올해 이들 3개사의 수주는 금년 매출을 넘어서기 어려울 것으로 보인다. 따라서 적정 멀티플에서의 할인은 적정하다고 판단되며, 이러한 할인요인은 수주가 매출을 넘어서는 시점에 해소가 가능할 것으로 판단된다.

[그림47] 현대중공업의 역사적 ROE-P/B



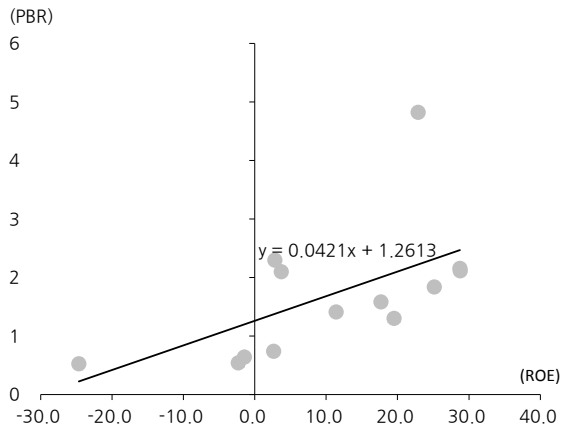
주: 과거 13년(2004년~2016년)간 ROE-P/B 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 현대중공업의 매출대비수주 규모와 P/B 프리미엄 비교



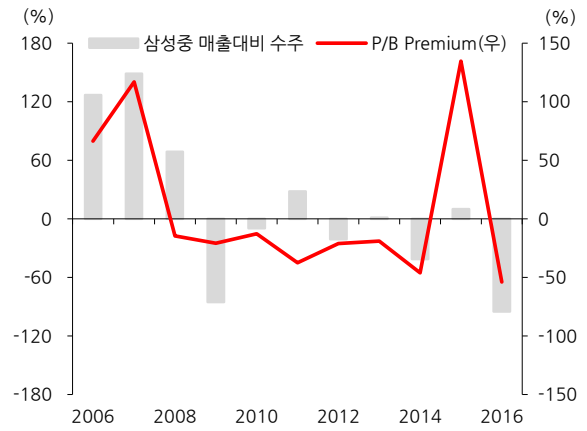
자료: 현대중공업, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 삼성중공업의 역사적 ROE-P/B



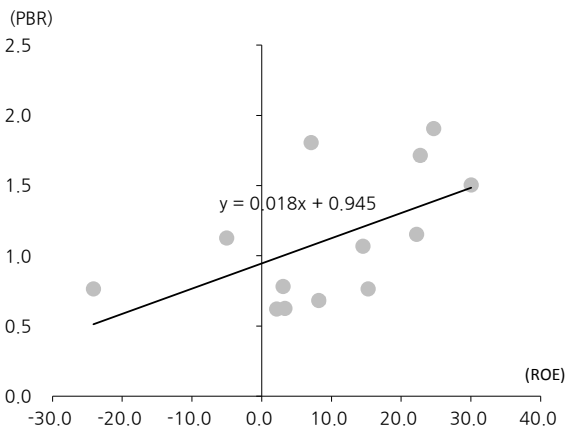
주: 과거 13년(2004년~2016년)간 ROE-P/B 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 삼성중공업의 매출대비 수주 규모와 P/B 프리미엄 비교



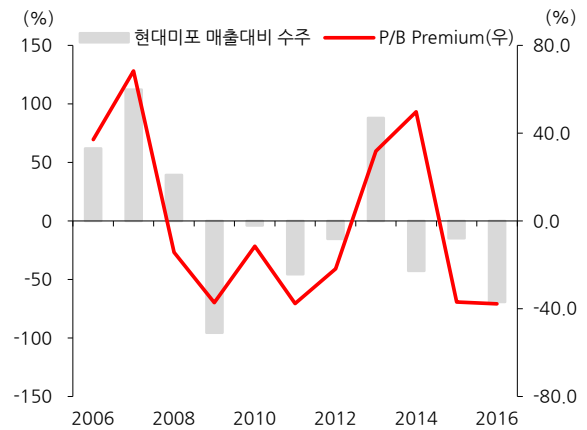
자료: 삼성중공업, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 현대미포조선의 역사적 ROE-P/B



주: 과거 13년(2004년~2016년)간 ROE-P/B 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 현대미포조선의 매출대비수주 규모와 P/B 프리미엄 비교



자료: 현대미포조선, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

4. 2분기 실적 전망은?

현대중공업: 현대미포조선
매각 이익 및 건설기계
해외자회사 이익 반영 전망

현대중공업의 경우 특이한 이슈가 2분기 중에 발생하지는 않았다. 현대중공업의 5월 매출액이 8470억 원이었고 현대삼호중공업과 현대미포조선의 4~5월 평균 매출액은 각각 2380억 원, 2120억 원이었다. 현대미포조선의 조선부문과 현대삼호중공업이 약 7000억 원 수준의 분기 매출을 기록한다면 약 4조 원의 매출이 조선해양부문에서 발생할 것으로 전망된다. 여기에 금융자회사와 분할 시 현대일렉트릭과 현대건설기계로 이전되지 않은 해외 자회사 매출까지 더할 경우 약 4.6조 원의 2분기 매출이 예상된다.

삼성중공업: 크레인 사고에
따른 공사손실충당금 반영
가능성

2017년 2분기 중요 이슈는 크레인 사고다. 크레인 사고로 인한 직접 비용은 대부분 보험료로 충당 가능할 전망이다. 조업 중단 등으로 인한 타 프로젝트의 일정 지연이 발생했을 경우 해당 프로젝트 별로 공사손실충당금을 설정해야 하기 때문이다. 현재로서는 공정별 진행률 정보를 알 수 없기 때문에 해당 금액을 정확히 예측하기는 불가능하다. 다만 이러한 비용 발생 가능성을 염두에 둘 때 삼성중공업의 2분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 가능성이 높아 보인다.

현대미포조선: 현대로보틱스
매각이익으로
순이익 큰 폭 개선 전망

현대미포조선의 경우에는 보유하고 있던 현대로보틱스 지분을 6월 중 매각한 데 따른 대규모 매각 차익이 예상된다. 취득원가는 16.5만원이었으며, 약 36.7만원에 96만주를 처분하여 1,940억원 가량의 매각차익이 발생한 것으로 추정되며, 약 2,000억원의 순이익이 예상된다.

[표2] 분석 대상 3개 기업의 2분기 실적 추정

회사명		현대중공업	삼성중공업	현대미포조선
투자의견		Hold(유지)	Hold(유지)	Hold(유지)
목표주가(원)		160,000(유지)	10,000(유지)	88,000(유지)
상승여력(%)		-9.3	-19.7	-19.3
한화 추정치(a) (십억 원)	매출액	4,633	1,907	919
	영업이익	122	13	45
	순이익	279	33	203
컨센서스(b) (십억 원)	매출액	4,391	2,037	858
	영업이익	140	55	43
	순이익	107	30	29
차이((a)/(b)-1) (%)	매출액	5.5	-6.4	7.2
	영업이익	-12.4	-76.8	3.3
	순이익	160.8	8.2	607.8
전년 동기 대비 (%)	매출액	-23.8	-29.9	-13.0
	영업이익	-30.3	흑자전환	-39.8
	순이익	102.9	흑자전환	104.7
전분기 대비 (%)	매출액	-3.6	-21.8	-6.7
	영업이익	-25.1	-53.4	-12.9
	순이익	105.3	-43.7	465.1

주: 2017년 6월 30일 종가 기준 / 현대중공업 전년동기대비 증감율은 분할준속법인 재무제표 기준
자료: 각 사, WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2017년 7월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. (이봉진, 김유혁)

본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

저희 회사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

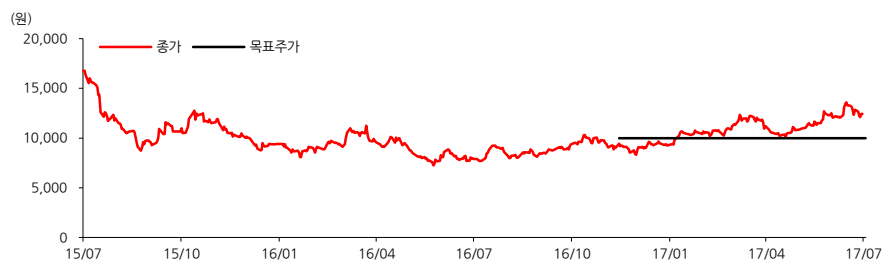
[현대중공업 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2016.11.11	2016.11.14	2016.11.28	2017.02.09	2017.03.21
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이봉진	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2017.04.01	2017.05.09	2017.06.05	2017.06.13	2017.07.03	
투자의견	기업분할	Hold	Hold	Hold	Hold	
목표가격		160,000	160,000	160,000	160,000	

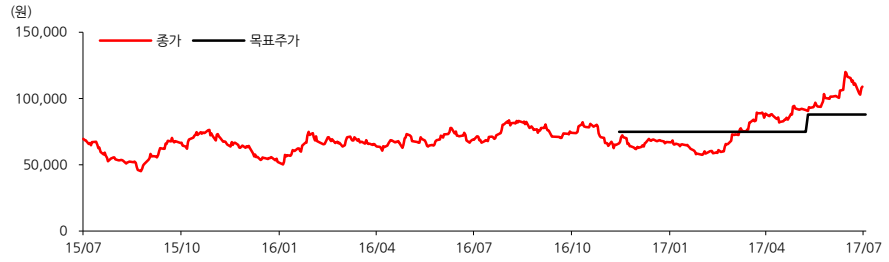
[삼성중공업 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2016.11.11	2016.11.14	2016.11.28	2017.01.25	2017.03.21
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		이봉진	10,000	10,000	10,000	10,000
일 시	2017.06.05	2017.07.03				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	10,000	10,000				

[현대미포조선 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2016.11.11	2016.11.14	2016.11.28	2017.03.21	2017.03.31
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		이동진	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2017.05.09	2017.06.05	2017.06.13	2017.07.03		
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold		
목표가격	88,000	88,000	88,000	88,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2017년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	81.4%	18.6%	0.0%	100.0%