

현대미포조선 (010620)

조선

이재원



02 3770 5609
jaewon.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	125,000원 (D)
현재주가 (4/19)	89,800원
상승여력	39%

시가총액	17,960억원
총발행주식수	20,000,000주
60일 평균 거래대금	157억원
60일 평균 거래량	151,647주
52주 고	120,000원
52주 저	77,700원
외인지분율	10.29%
주요주주	현대삼호중공업 외 4인 42.80%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.7)	(13.2)	6.9
상대	(16.1)	(12.0)	(8.0)
절대(달러환산)	(14.9)	(12.9)	14.8

1Q Preview: 선가인상을 위한 약간의 기다림

실적전망 1Q 실적은 매출액 5,233억원(yoy -30.3%, qoq 6.3%), 영업이익 -168억원(yoy 적자전환, qoq 적자축소), OPM -3.2%로 예상된다. ①비나신 조선소 가동 정상화, ②기저효과(전분기 공사손실충당금 230억원 반영)로 전분기보다는 매출, 영업이익 모두 소폭 개선될 전망이다. 그러나, 16.2Q 이후 수주했던 저가 수주물량의 공사량이 빠르게 증가하면서 매출믹스는 악화되고, 18.1Q 수주물량에 대해서도 일부 충당금 설정 가능성이 있는 점 등을 고려할 때 영업적자는 면하기 어려울 것으로 전망된다.

수주실적 및 전망 3월 누적 신규수주는 3.8억불(연간 수주목표 30억불, 전년실적 23.2억불)로 목표대비 달성율은 12.6%에 불과한 상황이다. 별도법인 기준으로는 조선사들중 가장 낮은 달성율이다. 신규수주 부진으로 수주잔고는 3.5억원(17년말)→ 2.9조원(18.3월말)로 약 18% 감소하였다.

하지만 회사의 수주목표 달성 여부를 걱정할 단계는 아닌 것으로 보인다. PC선 시장은 13년을 제외하면 09년 이후 대체로 정상수요 혹은 그에 못미치는 발주가 이루어졌고, 수주잔고는 선복량대비 8.5%까지 떨어져 있다. PC선 역사적으로도, 선종별도 가장 낮은 수준이다. 상당기간 PC선 해운시장의 공급증가율은 크게 둔화될 수밖에 없어 선사들 입장에선 운임하락 리스크를 최소화한 상황에서 선박투자에 나설 수 있는 호기이다. 미포조선의 수주 인콰이어리나, 수주협상중이 프로젝트의 규모를 볼 때 업체에 대한 우려를 가질 상황은 아닌 것으로 판단된다.

다만, 선가인상과 만족스러운 수준의 마진 확보를 위하여 속도조절을 하는 단계로 이해할 필요가 있다. 글로벌 신조선가치수는 최근 1년간 5.8%, PC선가는 4.7% 상승하였고, 2018년 들어서도 완만한 상승세는 계속되고 있다. 특히, 그룹 전체적으로 전선종에 대해 선가인상 노력이 진행중이지만 회사는 특히 PC선 섹터에서의 선가인상 가능성을 높게 보고 있는 상황이다.

재무상황 17년말 순현금은 별도기준 1,178억원(현금 5,853억원, 총차입금 4,675억원)을 나타내고 있다. 수주목표 달성을 전제로 올해 영업현금흐름은 소폭의 흑자되고, 보유중인 현금 지분 4.8%(시가 약 4,200억원)도 연내에 지주사로의 매각 가능성이 높아 순현금은 더욱 늘어날 전망이다. 현금 토지 매입대금(4,400억원)과 하이증권 매각대금(약 4,400억원)은 유입과 유출규모가 거의 동일하여 순현금에는 영향을 주지 않는다.

결론 일시적인 수주부진속에 주가도 약세를 이어가고 있으나, 수주회복-선가상승 기대감은 여전히 유효하다는 점에서 인내심을 갖고 좀더 지켜볼 필요가 있다. 투자 의견 BUY, 업종 Top pick 의견을 유지한다. 단, 목표주가는 17.3Q 대비 순현금+기타현금이 2,400억 정도 감소한 점을 반영하여 13.7만원 → 12.5만원으로 9% 하향조정한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,233	-46.9	흑전	5,944	-12.0
영업이익	-168	적전	적지	93	-280.4
세전계속사업이익	-159	적전	적전	50	-415.2
지배순이익	-116	적전	적전	69	-267.4
영업이익률 (%)	-3.2	적전	적전	1.6	-4.8 %pt
지배순이익률 (%)	-2.2	적전	적지	1.2	-3.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

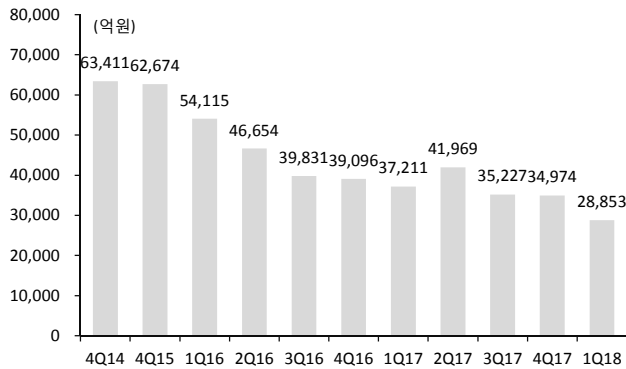
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	42,196	24,534	26,134	31,619
영업이익	2,075	1,079	-378	868
지배순이익	346	4,369	-252	616
PER	40.5	4.2	-71.4	29.2
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.5	11.4	202.9	16.0
ROE	1.8	20.0	-1.2	3.3

자료: 유안타증권

국내 조선사 수주실적(3 월말 기준)				(단위: 백만불)		
		2016	2017	18.3	18 target	달성율
현대	조선	3,877	4,683	672	6,900	9.7%
	해양	395	277	-21	1,600	-1.3%
	플랜트	316	89	71	400	17.8%
	엔진기계	979	1,051	274	1,363	20.1%
	합	5,567	6,100	996	10,263	9.7%
삼호		1,124	3,006	1,633	3,300	49.5%
미포		913	2,311	379	3,000	12.6%
그룹 조선합산		6,309	10,277	2,663	14,800	18.0%
그룹 합산		7,604	11,417	3,008	16,563	18.2%
삼성	조선	500	3,100	1,200	5,100	23.5%
	해양	-	3,800	-	3,100	0.0%
	합	500	6,900	1,200	8,200	14.6%
대우	조선	1,110	2,690	2,180	-	-
	해양	-	-	-	-	-
	특수선	430	280	-	-	-
	합	1,540	2,970	2,180	7,300	29.9%

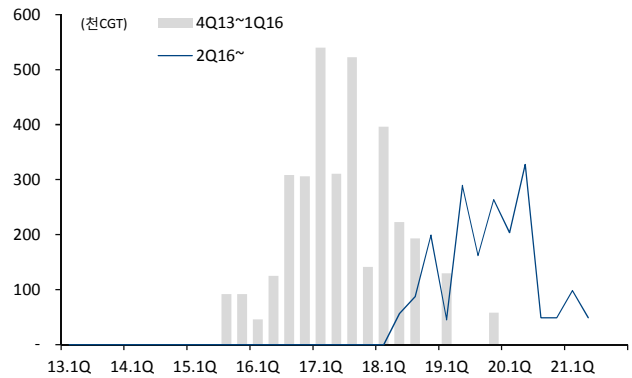
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

수주잔고 추이



자료: 현대미포조선, 유안타증권 리서치센터

인도물량의 수주시점별 구분(2Q16 이후 물량은 저마진)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

현대미포조선 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	Guidance	2019E	2020E
수주실적(\$m)	480	1,019	424	401					2,324	2,817	3,000	3,294	3,360
매출액	7,507	6,922	5,181	4,924	5,233	6,013	6,924	7,964	24,534	26,134	27,600	31,619	32,930
조선	7,507	6,922	5,181	4,924	5,233	6,013	6,924	7,964	24,534	26,134		31,619	32,930
본사	7,472	6,900	5,146	4,895	5,201	5,981	6,891	7,932	24,413	26,005		31,463	32,767
(비나신)	957	907	973	682	750	862	993	1,143	3,519	3,748		4,535	4,723
기타	35	22	35	29	32	32	32	32	121	129		156	162
yoy(조선)	-17.8%	-21.2%	-34.5%	-43.0%	-30.3%	-13.1%	33.6%	61.7%	-28.8%	6.5%		21.0%	4.1%
영업이익	468	444	537	-370	-168	-185	-75	49	1,079	-378		868	1,402
조선	468	444	536	-370	-168	-185	-75	49	1,079	-378		868	1,402
본사	383	379	400	-346	-182	-209	-103	7	816	-488		573	1,033
비나신	92	64	127	11	7	17	22	33	294	80		265	338
기타	-8	2	9	-35	7	7	7	9	-32	30		30	30
연결조정													
세전이익	428	3,460	2,201	1,244	-159	-176	-66	56	7,333	-344		899	1,447
계속사업이익	333	2,624	1,664	994	-122	-136	-46	39	5,615	-265		648	1,043
중단사업손익				-1,163					-1,163				
당기순이익	333	2,624	1,664	-169	-122	-136	-46	39	4,452	-265		648	1,043
지배주주	298	2,606	1,625	-160	-116	-129	-44	37	4,369	-252		616	991
OPM	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	-3.2%	-3.1%	-1.1%	0.6%	4.4%	-1.4%		2.7%	4.3%
조선	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	-3.2%	-3.1%	-1.1%	0.6%	4.4%	-1.4%		2.7%	4.3%
본사	5.1%	5.5%	7.8%	-7.1%	-3.5%	-3.5%	-1.5%	0.1%	3.3%	-1.9%		1.8%	3.2%
비나신	9.6%	7.1%	13.1%	1.6%	1.0%	2.0%	2.2%	2.9%	8.4%	2.1%		5.8%	7.2%
ROE									20.0%	-1.2%		3.3%	5.1%

주: 비나신 매출은 연결실적에서 상계됨
 자료: 현대미포조선, 유안타증권 리서치센터

실적전망 변경

(단위: 억원)

	변경전			변경후			변화율		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	26,337	31,848	33,109	26,134	31,619	32,930	-0.8%	-0.7%	-0.5%
영업이익	-203	714	924	-378	868	1,402	86.5%	21.5%	51.7%
세전이익	-471	451	665	-344	899	1,447	-26.9%	99.2%	117.6%
지배순이익	-344	330	486	-252	616	991	-26.8%	86.8%	104.0%
OPM	-0.8%	2.2%	2.8%	-1.4%	2.7%	4.3%	-0.7%p	0.5%p	1.5%p
ROE	-1.5%	1.4%	2.1%	-1.2%	3.3%	5.1%	0.3%p	1.9%p	3.0%p

주: 18.2.12 일 발간자료 기준 / 자료: 유안타증권 리서치센터

현대미포조선 Valuation		(단위: 억원)
항목	금액	비고
※정상실적 가정		
수주(18~19E), \$mil	3,055	
매출	33,608	
OPM	5.3%	
영업이익	1,781	
세후영업이익	1,389	
감가상각비	380	
capex	330	
FCFF	1,439	
EBITDA	2,161	
자기자본비용	9.7%	
beta	1.32	
무위험이자율	2.35%	5년물 국고채
리스크 프리미엄	5.58%	Damodaran
타인자본비용	3.1%	
E/(E+D)	80.0%	가정
D/(E+D)	20.0%	가정
WACC	8.4%	
영구성장율	1.0%	
영업자산가치	19,460	
EV/EBITDA 환산	9.0	
순현금	1,178	
총차입금(17말)	4,675	
현금(17말)	5,853	
기타현금	0	
자산매각	4,400	하이증권 매각대금(18년중)
자산매입	-4,400	토지 매입대금(18년중)
투자자산	4,272	
현대중공업	4,272	지분율 4.8%
주주가치	24,910	
발행주식수(천주)	20,000	
주당가격(원)	125,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

현대미포조선 (010620) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	42,196	24,534	26,134	31,619	32,930
매출원가	36,685	22,449	24,160	27,906	28,565
매출총이익	5,511	2,085	1,974	3,713	4,365
판매비	3,436	1,006	2,352	2,846	2,964
영업이익	2,075	1,079	-378	868	1,402
EBITDA	2,599	1,592	104	1,329	1,934
영업외손익	-1,121	6,253	34	32	46
외환관련손익	2	-255	0	0	0
이자손익	-250	-217	-15	-16	-1
관계기업관련손익	10	0	57	57	57
기타	-883	6,725	-8	-9	-10
법인세비용차감전순이익	955	7,333	-344	899	1,447
법인세비용	559	1,718	-79	251	404
계속사업순이익	396	5,615	-265	648	1,043
중단사업순이익	0	-1,163	0	0	0
당기순이익	396	4,452	-265	648	1,043
지배지분순이익	346	4,369	-252	616	991
포괄손익	4,728	811	-265	648	1,043
지배지분포괄이익	4,675	741	-270	660	1,063

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	65,463	67,762	63,606	64,139	65,510
현금및현금성자산	8,044	5,622	1,979	1,958	3,206
매출채권 및 기타채권	13,016	8,436	8,083	8,453	8,534
재고자산	1,619	959	796	981	1,022
비유동자산	26,800	15,432	15,519	15,627	15,663
유형자산	11,263	10,897	10,704	10,530	10,281
관계기업 등 자본관련자산	125	0	289	578	866
기타투자자산	12,838	2,915	2,915	2,915	2,915
자산총계	92,263	83,194	79,124	79,766	81,173
유동부채	54,718	59,046	59,046	59,046	59,410
매입채무 및 기타채무	14,048	8,886	8,886	8,886	9,249
단기차입금	25,018	2,232	2,232	2,232	2,232
유동성장기부채	3,684	2,392	2,392	2,392	2,392
비유동부채	14,961	757	757	757	757
장기차입금	846	0	0	0	0
사채	3,795	0	0	0	0
부채총계	69,679	59,803	59,803	59,803	60,167
지배지분	21,425	22,168	18,353	18,969	19,960
자본금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
자본잉여금	825	825	825	825	825
이익잉여금	12,797	17,189	16,937	17,553	18,544
비지배지분	1,159	1,224	968	994	1,046
자본총계	22,584	23,391	19,322	19,963	21,006
순차입금	-6,133	-1,411	2,232	2,253	1,005
총차입금	42,607	4,675	4,675	4,675	4,675

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	5,297	-6,793	677	497	1,760
당기순이익	396	4,452	-265	648	1,043
감가상각비	505	498	473	455	528
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-10	2	-57	-57	-57
자산부채의 증감	2,371	-8,549	517	-555	242
기타현금흐름	2,035	-3,196	9	6	4
투자활동 현금흐름	1,076	7,414	-532	-518	-518
투자자산	1,303	8,138	-232	-232	-232
유형자산 증가 (CAPEX)	-302	-654	-280	-280	-280
유형자산 감소	21	25	0	0	0
기타현금흐름	55	-95	-20	-6	-6
재무활동 현금흐름	-4,899	-2,050	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-4,899	-2,050	0	0	0
연결범위변동 등 기타	2	-992	-3,789	0	6
현금의 증감	1,477	-2,421	-3,643	-21	1,248
기초 현금	6,567	8,044	5,622	1,979	1,958
기말 현금	8,044	5,622	1,979	1,958	3,206
NOPLAT	2,075	1,079	-378	868	1,402
FCF	3,453	-7,864	428	252	1,504

자료: 유안타증권

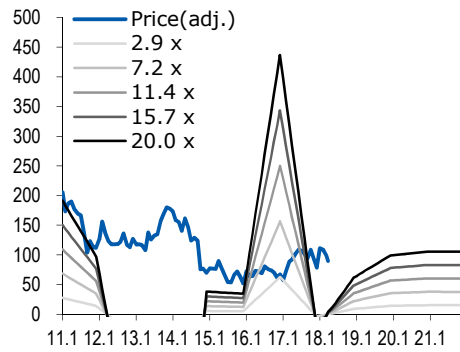
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,729	21,847	-1,258	3,078	4,955
BPS	107,433	111,160	92,033	95,120	100,089
EBITDAPS	12,995	7,959	522	6,643	9,669
SPS	210,978	122,672	130,670	158,095	164,648
DPS	0	0	0	0	0
PER	40.5	4.2	-71.4	29.2	18.1
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.5	11.4	202.9	16.0	10.3
PSR	0.3	0.7	0.7	0.6	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-9.3	-41.9	6.5	21.0	4.1
영업이익 증가율 (%)	211.7	-48.0	적전	흑전	61.5
지배지분이익 증가율 (%)	-9.5	1,163.8	적전	흑전	61.0
매출총이익률 (%)	13.1	8.5	7.6	11.7	13.3
영업이익률 (%)	4.9	4.4	-1.4	2.7	4.3
자본이익률 (%)	0.8	17.8	-1.0	1.9	3.0
EBITDA 마진 (%)	6.2	6.5	0.4	4.2	5.9
ROIC	6.6	4.9	-1.6	3.5	5.7
ROA	0.4	5.0	-0.3	0.8	1.2
ROE	1.8	20.0	-1.2	3.3	5.1
부채비율 (%)	308.5	255.7	309.5	299.6	286.4
순차입금/자기자본 (%)	-28.6	-6.4	12.2	11.9	5.0
영업이익/금융비용 (배)	6.3	3.8	-9.0	20.7	33.5

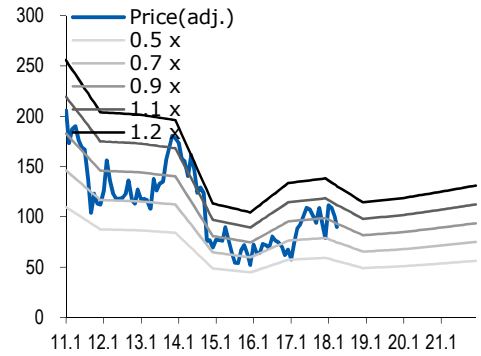
P/E band chart

(천원)

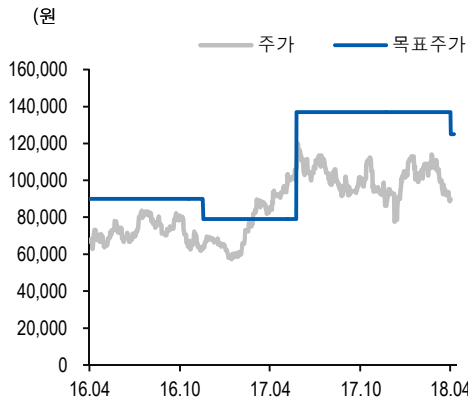


P/B band chart

(천원)



현대미포조선 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-20	BUY	125,000	1년		
2017-06-12	BUY	137,000	1년	-25.89	-12.41
2016-12-05	HOLD	79,000	1년	-2.16	-
2016-11-09	1년 경과 이후		1년	-26.75	-
2015-11-09		90,000	1년	-23.51	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.