

2018/05/03

현대미포조선(010620)

구조적 어닝 서프라이즈: 목표주가 상향, 최선호주

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Buy (Maintain)

■ 1Q18 Review: 공사손실충당금 126억원에도 서프라이즈 시현

1분기 매출 5,454억원(YoY -27%, QoQ +11%), 영업이익 230억원(YoY -43%, QoQ 흑전), 지배주주순이익 1,153억원(YoY +188%, QoQ -14%)으로, 어닝 서프라이즈를 시현했다<표1>. 별도 미포가 179억원, OPM +3.3%, 비나신이 55억원에 OPM 5.4%를 기록했는데, 1) 미포의 인도척수가 7척으로 14척으로 늘고, 2) 비나신 조선소 태풍피해 복구 마무리로 건조량이 4분기보다 많아 고정비 개선 효과가 있었다는 설명이다. 더해서 3) LPG선의 후행 도장작업 관련 비용 절감으로 수익성 개선을 달성했다고 한다. 영업외에서는 현대중공업 지분평가이익 857억원을 이번 회계분기부터 인식을 시작했다.

■ 드린 수주, 신조선가 인상 시도에서 비롯: 잘 될거 같다

동사의 올해 누적 수주는 3.8억\$로 수주목표 30억\$에 비하면 진도가 느리다<그림5>. 그러나 이에 대해 동사는 신조선가 인상 시도에 따른 정체 때문이라고 설명한다. 현대 그룹 전반의 신조선가 인상 시도 및 실현을 알고 있기에 설득력 있다. 최근 수주한 KOTC PC선은 고사양 스펙이기도 하만, 내부적으로 7%의 선가인상으로 판단한다는 설명이다. 선주는 올라탈 것인가, 기다릴 것인가의 고민이 클 텐데, 환경규제에 따른 교체수요와 백로그 반동이 그들을 압박 중이다. 올해부터 내년까지 가장 주목할 투자지표는 P의 상승이다.

■ 2Q18과 ~2020년 Preview: 증익을 거쳐, 2020년 점프

1Q에 수주한 저가수주에 대한 공사손실충당금 126억원이 없었다면 OPM은 무려 6.5%에 달하는 호실적이다. 1) 향후 선가 인상 성공한다면 분기별 공손충도 줄어들어, 이익률이 더 올라갈 수 있다. 2) 사측의 2조7,600억원 매출 가이드라인 하에서 남은 분기 매출/건조량이 늘어 고정비 개선효과를 더 누린다. 동사는 2019년에 완만한 증익을 거쳐, 지금 쌓아두는 충당금에 따른 2020년 실적은 더 기대된다<표2>.

■ 2018년에 흑자 내는 야드에게 타겟 PBR 1.2배는 당언: 최선호주

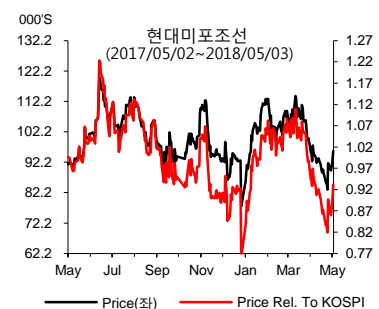
실적 불황기에도 흑자를 내는 조선사다. BOOK VALUE를 인정하는 1.0배(조선업 전체)보다 높은 타겟 PBR 1.2배(기준 0.9배)를 제시하며 동사 목표주가를 기존 11만원에서 14만원으로 상향하고, (SH와 함께) 최선호주로 추천한다<표3>.

목표주가(12M)	140,000원
종가(2018/05/03)	95,900원

Stock Indicator

자본금	100십억원
발행주식수	2,000만주
시가총액	1,918십억원
외국인지분율	9.8%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	8,204원
BPS(2018E)	119,042원
ROE(2018E)	7.1%
52주 주가	77,700~120,000원
60일평균거래량	161,832주
60일평균거래대금	16.1십억원

Price Trend



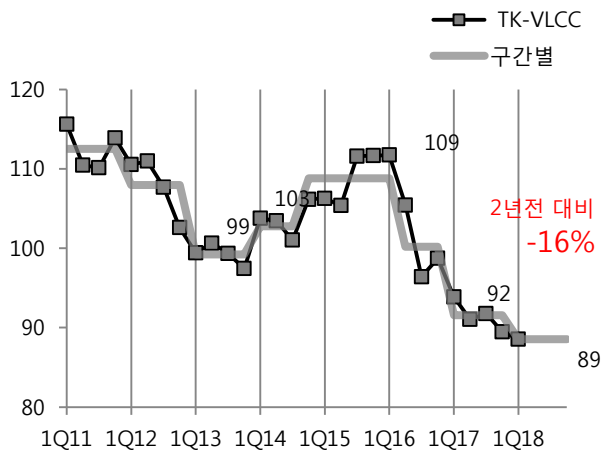
1Q18: 구조적 어닝 서프라이즈

<표 1> 현대미포조선의 1Q18Review: 건조량 증가, 태풍 여파에서 탈출으로 고정비 부담 완화, 후행 도장작업 관련 비용 절감 등으로 사측도 구조적 이익 개선이라고 표현

										(십억원)
현대미포조선	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18a	y-y	q-q	컨센서스 04월26일	당사b	차이 a/b
매출액	750.7	692.2	518.1	492.4	545.4	-27%	11%	608.4	492.9	11%
영업이익	40.3	44.6	53.4	-37.0	23.0	-43%	흑전	10.5	-20.3	-213%
영업외	2.5	-10.0	166.7	161.4	92.3	3649%	-43%	-5.2	3.3	
세전이익	42.8	34.6	220.1	124.4	115.2	169%	-7%	5.2	-16.9	-781%
순이익	33.3	262.4	166.4	99.4	90.5	172%	-9%	3.3	-13.0	-795%
지배주주 순이익	29.8	260.6	162.5	99.8	85.9	188%	-14%	8.7	-13.0	-760%
영업이익률	5.4%	6.4%	10.3%	-7.5%	4.2%	-1.2%p	11.7%p	1.7%	-4.1%	8.3%p
지배주주순이익률	4.0%	37.6%	31.4%	20.3%	15.8%	11.8%p	-4.5%p	1.4%	-2.6%	18.4%p
조선										
매출액	750.7	692.2	518.1	492.4	545.4	-27%	11%		444	23%
영업이익	46.8	44.4	53.7	-37.0	23.0	-51%	흑전		-66	-135%
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	-2.0%p	11.7%p		-14.8%	19.1%p
					4Q17	1Q18				
일회성 내역					공손충	공손충				
일회성 금액					-21.6	-12.6				
일회성 제거 OP					-15.4	35.6				
OPM					-3.1%	6.5%				
					1분기 수주 :	406.5				
					공손충 margin :	-3.1%				

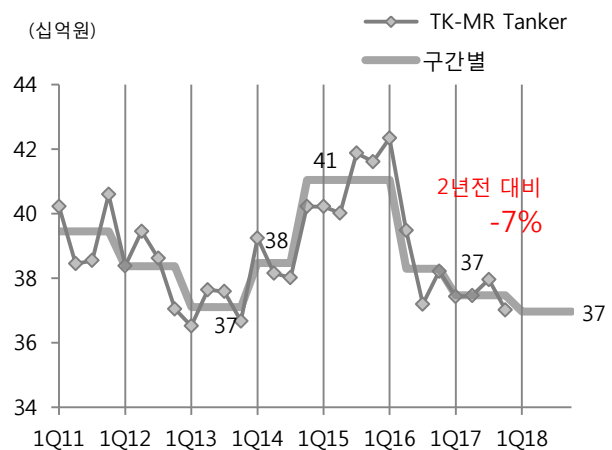
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 크게 하락한 대형 선종 선가에 비해



자료: 하이투자증권

<그림 2> 현대미포조선의 주력 MR 탱커 선가는 조종폭이 작음



자료: 하이투자증권

실적: 신조선가가 오르면, 그만큼 바로 분기 이익도 오른다

<표 2> 현대미포조선 실적: 126 억원 총당금 설정에도 230 억원 OPM 4.2%로 서프라이즈 시현

1) 매출 증가 = 고정비 부담 완화, 2) 도장 작업에서 공정 개선 등의 구조적 이익 개선으로 설명

(십억원)													
계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	751	692	518	492	545	666	736	828	4,220	2,453	2,776	2,752	3,284
영업이익	40	45	53	-37	23	32	38	53	208	101	146	143	229
금융/기타영업외	2	-10	167	161	92	-11	-4	-4	-17	321	72	-8	-22
세전사업이익	43	35	220	124	115	20	33	49	191	422	218	135	207
지배주주지분 순이익	30	261	163	100	86	16	25	37	35	553	164	100	153
영업이익률	5.4%	6.4%	10.3%	-7.5%	4.2%	4.8%	5.1%	6.4%	4.9%	4.1%	5.2%	5.2%	7.0%
지배주주순이익률	4.0%	37.6%	31.4%	20.3%	15.8%	2.4%	3.5%	4.5%	0.8%	22.5%	5.9%	3.6%	4.7%
영업단	고정비부담, 저가수주 반영↑				↑ 공순총 126억원								
영업외	현중 매도가능증권 처분이익 1,842억원				현중 재분법 평가이익 857억원 현중 유증에서 신주인수권 매각 123억원								
EPS(원)	1,490	13,030	8,125	4,990	4,296	786	1,272	1,849	1,729	27,635	8,204	4,998	7,670
BPS(원)	113,205	120,963	117,531	110,839	115,135	115,921	117,193	119,042	107,123	110,839	119,042	124,041	131,711
ROE									2%	25%	7%	4%	6%

자료: 하이투자증권 리서치

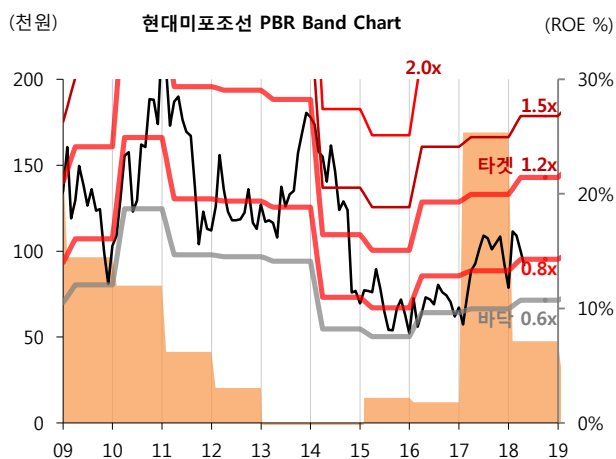
VALUATION: 조선업종 타겟 PB 1.0배보다 높은 1.2배 부여

<표 3> 타겟 PBR 0.9 배에서 1.2 배로 상향: 조선업종 평균 1.0 배보다 더 높게 주는 것은 2018 년의 흑자와 2020 년의 계단 증익

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS	-11,889	-31,642	1,910	1,729	27,635	8,204	4,998	7,670
BPS	154,631	89,863	83,749	107,123	110,839	119,042	124,041	131,711
PBR(고)	1.0	1.6	1.10	0.84	1.04	1.02		
PBR(저)	0.7	0.8	0.52	0.55	0.50	0.69		
ROE	-8%	-26%	2%	2%	25.4%	7%	4%	6%
적용ROE: 매년 다름	3.0%	2.0%	2.0%	13.6%	16.2%	6.0%		
↳ FWD nY	-1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0~1Y	+1Y	+2Y		
COE(고)	2.9%	1.3%	1.8%	16.2%	15.6%	5.9%		
COE(평)	3.4%	1.4%	2.4%	20.8%	19.4%	7.4%		
적용ROE = FWD +0~1Y		2.0%	2.0%	13.6%	16.2%	6.0%		
적용COE = TRL 참조								
적용 BPS = 18년								
						119,042		
Target PBR						타겟	~ 현재 ~	바텀
적정주가						1.2	0.81	0.6
목표주가						140,000		70,000
증가(05.03)						95,900		
상승여력						46%		

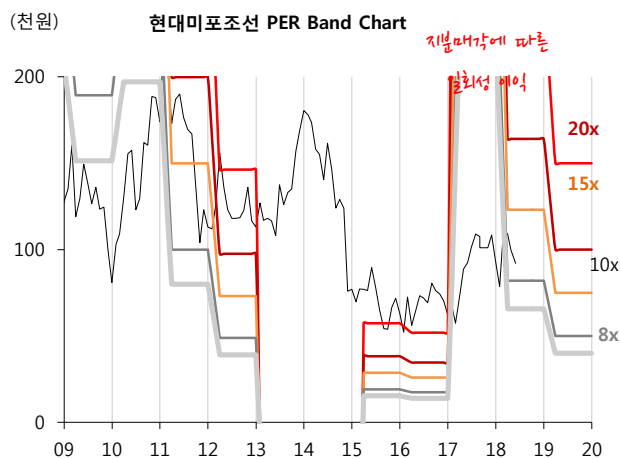
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 현대미포조선 PBR 밴드: 지금 0.8 배 → 타겟 1.2 배



자료: 하이투자증권

<그림 4> 현대미포조선 PER 밴드



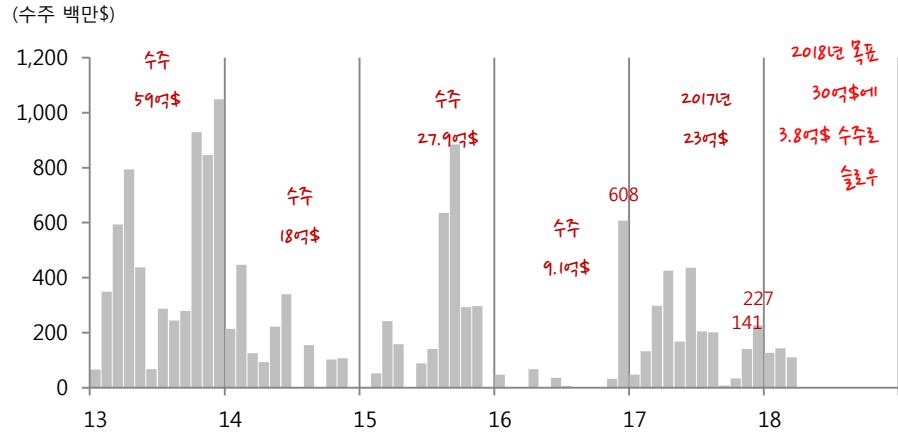
자료: 하이투자증권

수주: 신조선가 인상 시도로 다소 느리지만..

<그림 5> 올해 수주목표 30 억\$ 대비 다소 수주는 느리지만, 사측은 이를 신조선가 인상에 따른 지연으로 가이드런스

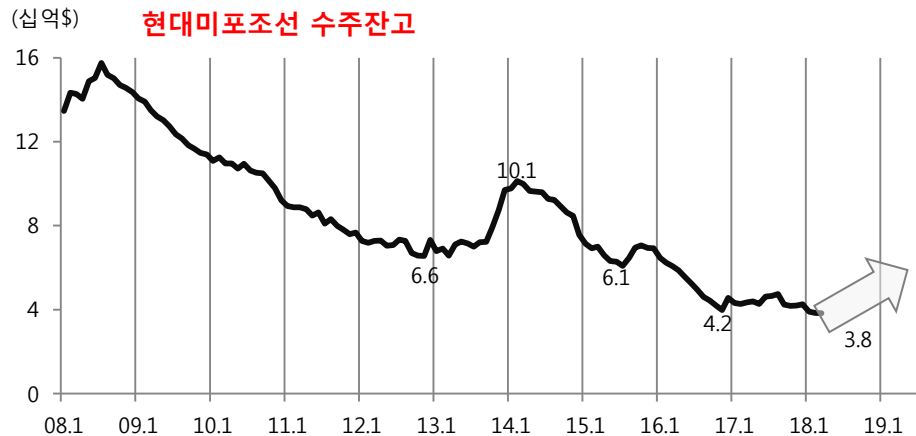
최근의 KOTC MR탱커 신조선가가 \$42m으로 시장가 \$35m보다 크게 높았는데

일부 고사양 스펙 등을 제거하더라도, 기존 수주 PC선 보다 7% 안팎 선가가 올랐다고 주장



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 현대미포조선 수주잔고 바닥에서... 반등 모색...



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 7> MR 탱커는 선가도 반등세: 원화로는 보합에서, 이제 상승을 도모



자료: 하이투자증권

<그림 8> LPG 선도 대형선에 비해 선가 하락폭이 얇음
올해 LPG 선 발주 강세 및 선가 회복 예상



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,776	7,403	7,552	8,136
현금 및 현금성자산	562	371	225	229
단기금융자산	46	47	47	48
매출채권	853	1,360	1,381	1,644
재고자산	96	146	145	173
비유동자산	1,543	1,522	1,502	1,481
유형자산	1,090	1,072	1,054	1,037
무형자산	3	3	3	3
자산총계	8,319	8,926	9,054	9,617
유동부채	5,905	6,334	6,353	6,751
매입채무	202	863	855	1,145
단기차입금	223	143	63	63
유동성장기부채	239	0	0	0
비유동부채	76	82	87	93
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	5,980	6,415	6,440	6,844
지배주주지분	2,217	2,381	2,481	2,634
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83
이익잉여금	1,719	1,883	1,983	2,136
기타자본항목	315	315	315	315
비지배주주지분	122	129	133	139
자본총계	2,339	2,510	2,614	2,773

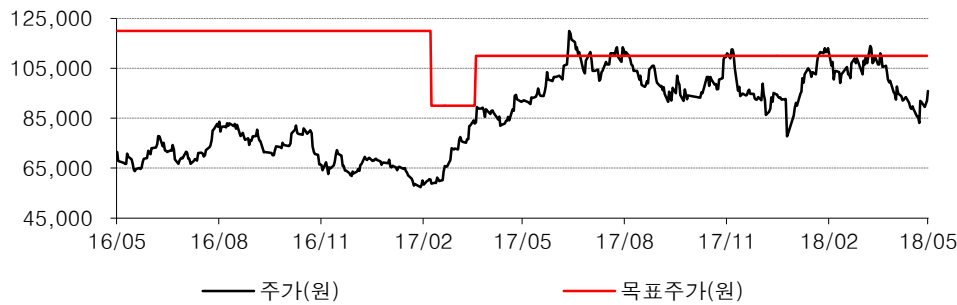
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,453	2,776	2,752	3,284
증가율(%)	-28.8	13.1	-0.9	19.3
매출원가	2,245	2,540	2,520	2,949
매출총이익	209	236	232	335
판매비와관리비	101	90	89	107
연구개발비	7	8	8	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	108	146	143	229
증가율(%)	-43.5	34.8	-2.0	60.2
영업이익률(%)	4.4	5.2	5.2	7.0
이자수익	7	1	1	1
이자비용	28	1	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-89	48	-40	-40
세전계속사업이익	733	218	135	207
법인세비용	172	47	31	48
세전계속이익률(%)	29.9	7.8	4.9	6.3
당기순이익	445	171	104	159
순이익률(%)	18.1	6.2	3.8	4.8
지배주주귀속 순이익	437	164	100	153
기타포괄이익	-364	-363	-363	-363
총포괄이익	81	-191	-259	-203
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-679	325	-317	-34
당기순이익	445	171	104	159
유형자산감가상각비	50	58	58	57
무형자산상각비	1	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	741	-4,261	-4,261	-4,261
유형자산의 처분(취득)	-63	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	1,005	3	3	3
재무활동 현금흐름	-205	-524	-285	-205
단기금융부채의증감	-	-319	-80	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-4	-4	-4	-4
현금및현금성자산의증감	-242	-191	-146	4
기초현금및현금성자산	804	562	371	225
기말현금및현금성자산	562	371	225	229

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	21,847	8,204	4,998	7,670
BPS	110,839	119,042	124,041	131,711
CFPS	24,408	11,101	7,887	10,550
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	3.6	11.7	19.2	12.5
PBR	0.7	0.8	0.8	0.7
PCR	3.2	8.6	12.2	9.1
EV/EBITDA	9.0	8.1	8.5	6.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.0	7.1	4.1	6.0
EBITDA 이익률	6.5	7.3	7.3	8.7
부채비율	255.7	255.6	246.4	246.8
순부채비율	-6.3	-10.9	-8.0	-7.7
매출채권회전율(x)	2.2	2.5	2.0	2.2
재고자산회전율(x)	19.0	23.0	19.0	20.7

자료 : 현대미포조선, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대미포조선)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-02-10	Buy	90,000	6개월	-21.2%	-6.6%
2017-03-22	Buy	110,000	6개월	-14.2%	9.1%
2017-06-20	Hold	110,000	6개월	-2.3%	3.2%
2017-08-02	Hold	110,000	1년	-11.2%	2.3%
2018-01-08	Buy	110,000	1년	-7.6%	3.6%
2018-05-03	Buy	140,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당사는 현대미포조선과 계열사 관계에 있습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-