

현대미포조선(010620)

6월 수주 쏠림으로, 상반기 40척 이상 수주해냄

■ 순현금에, 이 불황기에도 이익잉여금을 쌓아간다니..

1분기 전년 동기대비 매출이 27%나 작았음에도 영업이익 230억원, OPM 4%로 흑자의 어닝 서프라이즈 기록한 것은 상당히 인상적이다. 비록 4Q17에 건조량 감소, 후판가격 상승에 대한 충당금 등을 설정한 것을 감안하면, 대단한 이익창출 능력이다. 1분기 수주한 선박에서 보이는 적자를 선반영한 공사손실충당금 126억원이 없었다면 6.5%의 영업이익률이었을 수도 있다.

■ 2020년 두 자릿수 이익률을 바라보는 회사에, PB 1.2배도 싸다

동사 매출은 작년의 2.3조원 ~ 올해의 2.7조원을 바탕으로 2020년 3조원 중반으로 건조량이 정상화되면, 고정비효과만으로도 이익률이 지금의 4%에서 7%대로 올라선다. 지금을 충당금을 뺀 6%로 봐준다면 9%이다. 동사의 수주 신조선가도 MR탱커의 경우 2017년 비나신 중심이었지만 \$32M에서, 최근 \$35M, 특수 스펙은 \$42M까지 받아냈다. 동사의 과점성 때문인지 MR탱커는 선가도 덜 떨어졌다가, 쉽게 호황기 수준을 받고 있다. 선가 상승 효과까지 반영하면 2020년 10%대 OPM도 나올 수 있다.

■ 글을 쓰고 있는 6월말에만, 11척, 6월 전체 20척 수주 러쉬

다만 동사의 올해 수주는 다소 느린 편이다. 30억\$ 수주목표에 5월까지 8.7억\$로 29% 달성율에 불과하지만, 과거 동사의 수주 패턴은 몰리고 쏠린다<도표7>. 글을 준비하던 6월말, 동사는 나이지리아에서 LPG선 1척, 그리스에서 MR 시리즈 8척, 일본에서 컨테이너선 2척의 수주 소식을 한꺼번에 던져주었다. 6월 초중반 팬오션 컨테이너선 2척, 터키 Yasa사 MR 4척, 알제리 Hyproc MR 1척을 포함하면, 6월에만 18척을 수주해, 상반기 40척 수주를 훌쩍 넘길 것으로 짐작된다.

■ 이익잉여금을 쌓아가는 야드에게 PBR 1.2배는 당연

본 연구원이 속한 하이투자증권 매각이 마무리되지 않았음에도 600억원의 순현금을 들고 있으며, 가장 불황기 수주 선박을 가지고도 사실상 6%대 이익률을 내어 이익잉여금을 쌓아가는, 그리고 2020년 두자릿수 영업이익률을 바라보는 세계 최강 중소형 조선사이다. 당사는 2020년에 일단 OPM 7%, ROE 6%에서, 타겟 PB 1.2배를 제시하고 있지만 신조선가 인상 확인에 따라 적정주가 상승 가능성이 열려있다. 최근 주가는 PBR 0.9배~1.0배에서 막히곤 하는데, 1) MR \$35M 이상을 보여주거나, 2) 수주물리로 목표 달성이 유력해질 때, 3) 분기별로 실적 호조를 계속 확인해줄 때, 그 벽을 뚫을 것으로 기대한다. 지금 1)과 2)가 막 달성되었다.

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

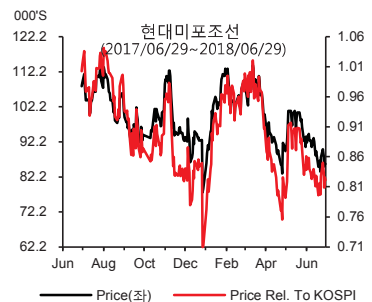
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000원
종가(2018/06/29)	85,800원

Stock Indicator

자본금	100십억원
발행주식수	2,000만주
시가총액	1,716십억원
외국인지분율	9.0%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	7,954원
BPS(2018E)	112,445원
ROE(2018E)	7.1%
52주 주가	77,700~114,000원
60일평균거래량	164,531주
60일평균거래대금	15.2십억원

Price Trend



실적: 신조선가가 오르면, 그만큼 바로 분기 이익도 오른다

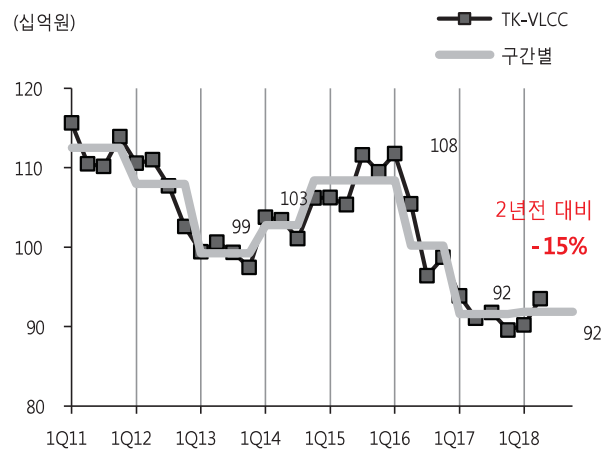
〈도표1〉 현대미포조선 실적: 126억원 총당금 설정에도 230억원 OPM 4.2%로 서프라이즈 시현

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	47	44	54	-37	23	32	38	53	208	108	146	143	229	
금융/기타영업외	0	0	176	450	92	-13	-5	-5	-17	625	69	-4	-19	
세전사업이익	46	44	229	413	115	19	32	48	191	733	214	139	210	
지배주주지분 순이익	32	136	166	103	86	14	24	35	35	437	159	103	156	
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	4.8%	5.1%	6.4%	4.9%	4.4%	5.2%	5.2%	7.0%	
지배주주순이익률	4.3%	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	2.1%	3.2%	4.3%	0.8%	17.8%	5.7%	3.7%	4.7%	
영업안	과징비백담, 저가수주 반영↑								↑ 공순출 126억원					
영업외	현중 매도가증권권 채발이익 1,842억원								현중 저별법 평가이익 857억원					
									현중 유출에서 신유이수권 매각 123억원					

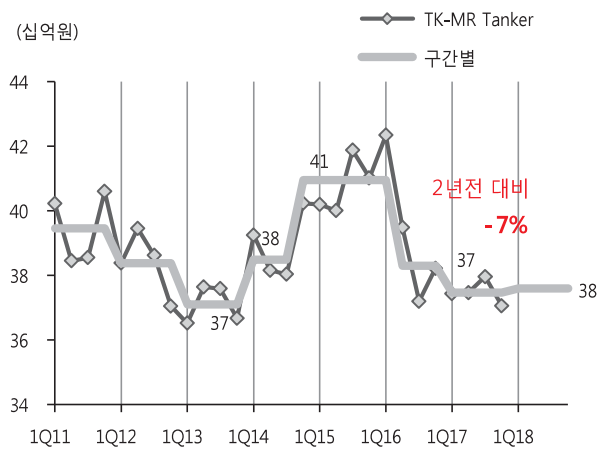
자료: 하이투자증권 리서치

〈도표2〉 크게 하락한 대형 선종 선가에 비해



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표3〉 현대미포조선의 주력 MR탱커 선가는 하락폭이 작음



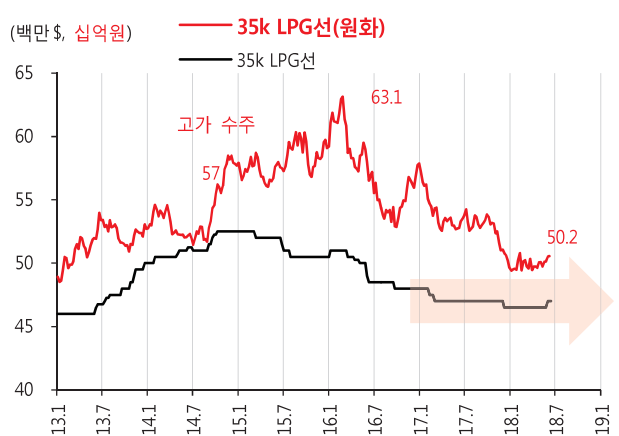
자료: 하이투자증권 리서치

〈도표4〉 MR탱커는 선가도 반등세



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표5〉 LPG선도 대형선에 비해 선가 하락폭이 얇음



자료: 하이투자증권 리서치

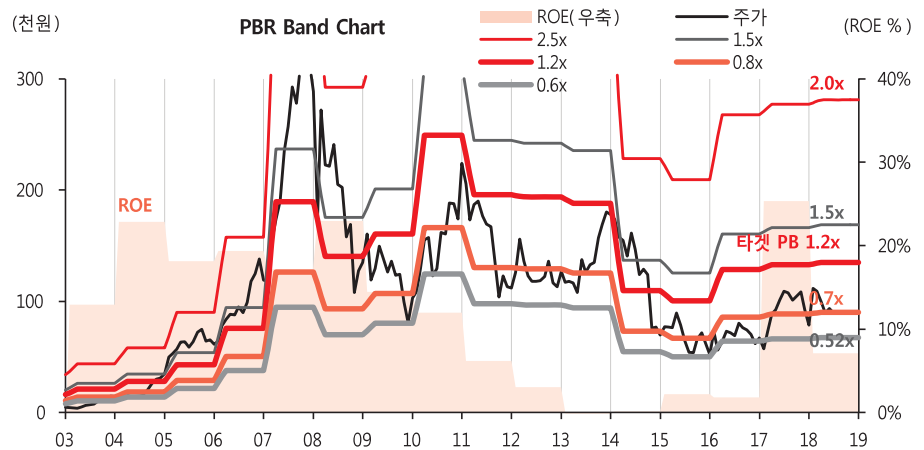
VALUATION: 조선업종 타겟 PB 1.0배보다 높은 1.2배 부여

〈도표2〉 타겟 PBR 1.2배: 순현금에, 불황기에도 이익잉여금을 쌓아가는 2020년 ROE 6%의 동사에게 타겟 PB 1.2배는 무리 없음

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS	-11,889	-31,642	1,910	1,729	27,635	7,954	5,155	7,797
BPS	154,631	89,863	83,749	107,123	110,839	112,445	117,600	125,397
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%	6.4%		
↳ FWD nY	-1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0~1Y	+1Y	+2Y		
COE(고)	29%	13%	18%	16.2%	15.6%	6.3%		
COE(평)	3.4%	14%	2.4%	20.8%	19.4%	7.8%		
적용ROE = FWD +0~1Y		2.0%	2.0%	13.6%	16.2%	6.4%		
적용COE = TRL 참조								
적용 BPS = 18년						112,445		
Target PBR						타겟	~ 현재 ~	바탕
적정주가						1.2	0.76	0.65
목표주가						130,000		70,000
증가(06.29)						140,000		
상승여력						85,800		
						63%		

자료: 하이투자증권 리서치

〈도표8〉 현대미포조선 수주잔고 바닥에서... 반등 모색...



자료: 하이투자증권 리서치

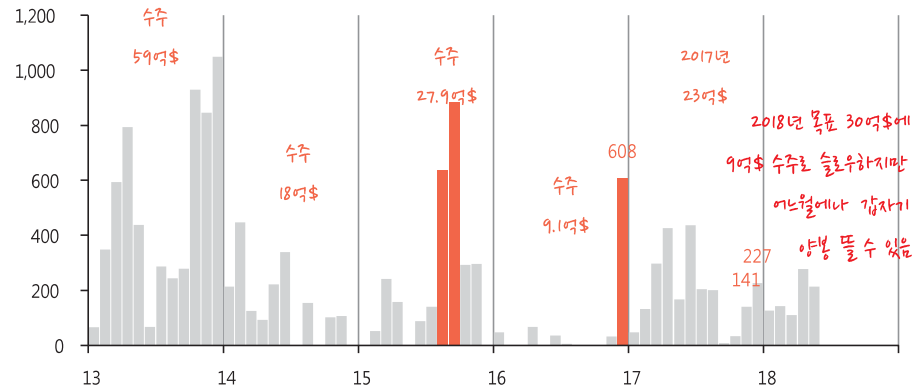
수주: 6월 18척의 수주 뉴스 잡힘에, 월 쏠림 드디어

〈도표7〉 올해 수주목표 30억\$ 대비 5월까지 8.9억\$ 수주(달성율 29%)로 다소 슬로우하지만

2015년 가을, 2016년 12월처럼
언제든 수주쏠림을 확인할 수
있다고 희망을 놓치 않고 기다
리던 중: 5월까지 15척 8.7억\$
수주

6월 팬오션 컨선 2척, 터키 MR
4척, 알제리 1척, 그리고 6월말
일본 컨선 2+2, 그리스 MR 8척,
나이지리아 LPG 1척으로 18척
을 수주해
상반기만 선박 40척 이상, 수주
목표의 절반 가까이를 달성했
을 것으로 짐작됨

(수주 백만 \$)

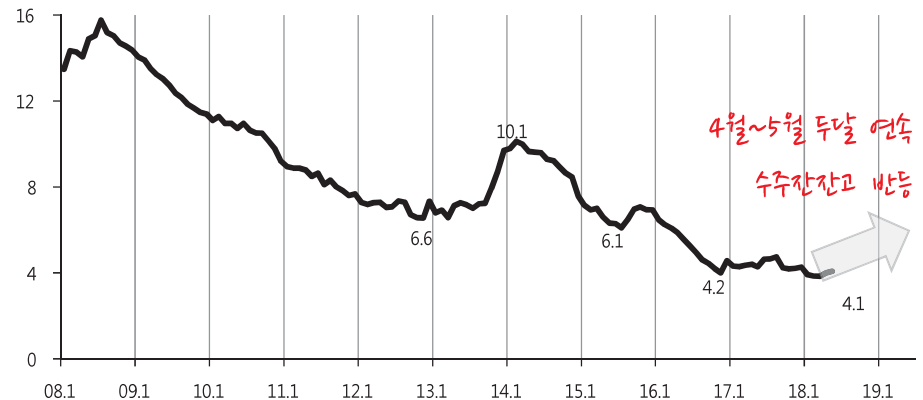


자료: 하이투자증권 리서치

〈도표8〉 현대미포조선 수주잔고 바닥에서... 반등 모색...

(십억 \$)

현대미포조선 수주잔고



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,776	7,271	7,423	8,009	매출액	2,453	2,776	2,752	3,284
현금 및 현금성자산	562	239	96	103	증가율(%)	-28.8	13.1	-0.9	19.3
단기금융자산	46	47	47	48	매출원가	2,245	2,520	2,501	2,926
매출채권	853	1,360	1,381	1,644	매출총이익	209	256	251	358
재고자산	96	146	145	173	판매비와관리비	101	110	109	130
비유동자산	1,543	1,522	1,502	1,481	연구개발비	7	8	8	9
유형자산	1,090	1,072	1,054	1,037	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	3	3	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,319	8,793	8,925	9,490	영업이익	108	146	143	229
유동부채	5,905	6,334	6,353	6,751	증가율(%)	-43.5	34.8	-2.0	60.2
매입채무	202	863	855	1,145	영업이익률(%)	4.4	5.2	5.2	7.0
단기차입금	223	143	63	63	이자수익	7	7	5	4
유동성장기부채	239	0	0	0	이자비용	28	12	0	0
비유동부채	76	82	87	93	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-89	-35	-40	-40
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	733	214	139	210
부채총계	5,980	6,415	6,440	6,844	법인세비용	172	52	32	48
지배주주지분	2,217	2,249	2,352	2,508	세전계속이익률(%)	29.9	7.7	5.0	6.4
자본금	100	100	100	100	당기순이익	445	166	107	162
자본잉여금	83	83	83	83	순이익률(%)	18.1	6.0	3.9	4.9
이익잉여금	1,719	1,878	1,981	2,137	지배주주귀속 순이익	437	159	103	156
기타자본항목	315	188	188	188	기타포괄이익	-364	-363	-363	-363
비지배주주지분	122	129	133	138	총포괄이익	81	-197	-256	-201
자본총계	2,339	2,378	2,485	2,646	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-679	-138	-337	-266	주당지표(원)				
당기순이익	445	166	107	162	EPS	21,847	7,954	5,155	7,797
유형자산감가상각비	50	58	58	57	BPS	110,839	112,445	117,600	125,397
무형자산상각비	1	0	0	0	CFPS	24,408	10,852	8,043	10,677
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	741	-4,261	-4,261	-4,261	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-63	-40	-40	-40	PER	3.6	10.8	16.7	11.0
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	0.7	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	1,005	3	3	3	PCR	3.2	7.9	10.7	8.0
재무활동 현금흐름	-205	-524	-285	-205	EV/EBITDA	9.0	7.7	8.2	5.7
단기금융부채의증감	-	-319	-80	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	20.0	7.1	4.5	6.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.5	7.3	7.3	8.7
배당금지급	-4	-4	-4	-4	부채비율	255.7	269.8	259.2	258.6
현금및현금성자산의증감	-242	-324	-143	7	순부채비율	-6.3	-6.0	-3.2	-3.3
기초현금및현금성자산	804	562	239	96	매출채권회전율(x)	2.2	2.5	2.0	2.2
기말현금및현금성자산	562	239	96	103	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	-9.5%	9.1%
2017-06-20	Hold	110,000	6개월	-8.3%	3.2%
2017-08-02	Hold	110,000	1년	-11.2%	2.3%
2018-01-08	Buy	110,000	1년	-7.5%	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 분쟁발생 시 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(매수): 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-