

조선 2Q Review

후판에 대한 총당금으로, Book Value를 더 단단하게

2018/07/24

■ 2Q18 Review: 총당금 오히려 확대! 악재인가?

현대중공업 그룹의 공사손실총당금이 선가 상승에 따라 줄어들 것으로 예상했지만, 후판가 추가 상승을 적용해 오히려 늘었다. 그러나 이는 당장의 실적을 누르고, 지금 수주하는 선박이 건조될 2019년~2020년 실적의 안정성을 끌어올리는 모양새이다.

위로금과 총당금이 없었다면 미포와 현대중공업의 OPM이 6%대 달했다는 점이 인상적이다. 2017년에 쌓은 총당금과 보수적 예정원가가, 고정비 부담 하에서 불황기 물량을 건조하는 지금 (일회성을 제거하면) 양호한 실적을 만들었다. 즉, 1H18의 현대중공업의 총당금, 삼성중공업의 시추선 손상차손 등은, 미래 2019년~2020년의 환입, 호실적을 의미한다. 즉 2Q18 Review가 던지는 함의는 조선업의 단단한 Book Value이다. 빠질 것 없는 BPS에 조선주 확보템 PBR 0.6배가 바로 지금 주가이다. 바닥이다.

■ 수주 현황: 상반기 전체 30%대, 조선 40% 달성

조선사들의 수주 목표 대비 상반기 달성율은 BIG3가 32%, BIG3+삼호+미포가 39%로 다소 느려보인다. 그러나 해양 공백의 영향이 커, BIG3의 조선만으로는 43%, 현대중공업과 현대삼호중공업은 51%에 달한다. 현대미포조선은 34% 달성율에 그쳤지만, 7월~8월 수주가 쏠릴 것으로 관측되며, 신조선가 줄다리기를 막 끝내서 관망세가 수주로 연결될 전망이다.

■ 최선호주: 탁월한 수익성과 수주 쏠림의 미포, LNG 전망 밝은 삼성중공업

조선사들 중 가장 양호한 수익성과 건전한 재무구조, 그리고 7월~8월의 확정적인 수주 쏠림, 피더 컨선 대규모 발주POOL, 최근의 MR탱커 \$37.5M의 신조선가 인상 성공을 이유로 현대미포조선을 상선 선호주로 꼽는다.

삼성중공업의 상반기 LNG선 수주는 5척에 그쳐, 경쟁사들의 13척~14척에 비해 크게 뒤진다. 그러나 LNG선 저가 수주를 피한 동사의 전략이 더 옳다. BIG3의 LNG 수주는 엇치락뒤치락이다. Berth Slot이 열려있는 동사의 미래 LNG선 수주 전망이 더 밝다.

Analyst 최광식

(2122-9197)

gs.choie@hi-ib.com

2Q18 Review

총당금 속에서 피어나는, Book Value에 대한 확신

“조선주들이 리만 사태나, 해양 조단위 빅배쓰나, 대규모 유상증자를 할 때를 빼고는 PB 0.5배대로 가지 않습니다”라고 주장해왔다. 이에 동조하는 투자자는 추가 Book Value 훼손 가능성을 짚어본다.

2Q18 조선사들의 실적은 공표기준으로 좋지 않았지만, 총당금과 일회성 손실을 제거하고 볼 때 내용이 나쁘지 않다. 현대중공업의 후관 가격 상승 가정은 2년간 26%로 상당히 보수적이었고, 삼성중공업의 시추선 관련 손상차손도 시황 회복에 따라 환입도 가능한 성격이다.

후관 가격이 26%로 1분기에 바라보았던 14%로 보다 10%p 커져서 원가 부담도 2%p 악화되었지만, 현대중공업 그룹 수주 선박의 총당금 Margin은 1분기 5.6%에서 2분기 6.0%로 0.5%p 악화에 그쳤다. 2분기에 선가가 사실상 1.5%p 올랐다는 의미이다. 현대미포조선 단독으로는 공사손실총당금 Margin이 1분기 -3.1%에서 2분기 -2.5%로 오히려 줄었다. 신조선가가 더 올랐다는 의미이다.

강제가격 상승 때문이긴 하지만 아직도 적자수주여서, 퍼센티지를 따지고 있는 이 단락이 다소 변명 같아 보인다. 그러나, 총당금과 위로금이 없었다면 현대중공업이 2분기 1,500억원대 영업이익이었다는 점에 주목하고자 한다. 4Q17과 1Q18에 예정원가 조절로 잔고의 마이너스 요인을 미리 빼왔기 때문이다. 그렇다면, 지금 쌓고 있는 총당금들은, 2019년 건조 및 매출인식에서 그만큼 더 수익성을 훼손할 요인이 없다는 의미가 된다. 2019년~2020년 실적은, 신조선가가 5% 정도만 올라 적자수주(공사손실총당금)가 없다면 최소 BEP에서 지금의 (일회성 제거 후) 흑자처럼 아주 좋을 수 있다. 건조량 증가에 따른 고정비 효과도 붙는다.

이번 2분기 조선사들의 실적 Review를 통해 얻은 확신은, 조선주 Book Value에 훼손은 더 이상 없다. PBR 0.6배 지지선을 믿을 수 있다는 것이다.

<도표 1> 조선 3사 2Q18 Review: **노랑음영**의 일회성을 제거한 내용에 주목하시길. 즉 내용은 나쁘지 않음

(십억원)										
현대중공업	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사@	차이@/@
매출액	4,245.8	3,425.1	3,488.7	3,042.5	3,124.4	-26%	3%	3,140.8	3,105.0	1% △
영업이익	148.4	66.9	-342.2	-123.8	-175.7	적전	적지	-112.1	-132.5	33% ▽
지배주주순이익	194.3	80.2	-539.6	12.4	-249.1	적전	적전	-93.0	-204.1	22% ▽
영업이익률	3.5%	2.0%	-9.8%	-4.1%	-5.6%	-9.1%p	-1.6%p	-3.6%	-4.3%	-1.4%p
지배주주순이익률	4.6%	2.3%	-15.5%	0.4%	-8.0%	-12.5%p	-8.4%p	-3.0%	-6.6%	-1.4%p

조선(연결)						QoQ 영업이익 218십억원 ▽				
매출액	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331					
영업이익	146	86	-306	-156	-144					▼ 11.9 총당금 많아
영업이익률	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-6.2%					
일회성			~ 공손충	공손충+ 위로금						
금액			-375	-161	-299					
일회성 제외			69	5	155					
OPM			3.3%	0.2%	6.7%					

현대미포조선	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사@	차이 @/@
매출액	692.2	518.1	492.4	545.4	547.7	-21%	0%	622.4	666.1	-18%
영업이익	44.4	53.7	-37.0	23.0	18.7	-58%	-19%	20.3	31.9	-41%
지배주주순이익	135.5	165.7	103.4	85.9	-30.5	적전	적전	-0.2	13.8	-322%
영업이익률	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	-3.0%p	-0.8%p	3.3%	-4.1%	7.5%p
지배주주순이익률	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	-25.1%p	-21.3%p	0.0%	-2.6%	-2.9%p
조선										
매출액	750.7	692.2	518.1	492.4	545.4	-27%	11%		444	23%
영업이익	46.8	44.4	53.7	-36.8	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	2Q18
일회성 내역	공손충	공손충	공손충
일회성 금액	-21.6	-12.6	-17.0
일회성 제거 OP	-15.4	35.6	35.7
OPM	-3.1%	6.5%	6.5%

분기별 수주	407.5	691.9
공손충 margin	-3.1%	-2.5%

삼성중공업	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사@	차이@/@
매출액	2,299.7	1,751.8	1,412.7	1,240.8	1,346.6	-41%	9%	1,246.0	1,331.0	1%
영업이익	20.6	23.6	-595.9	-47.8	-100.5	적전	적지	-75.3	-90.8	11%
지배주주순이익	28.6	27.8	-453.3	-58.8	-146.6	적전	적지	-65.2	-71.5	105%
영업이익률	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.8%	-7.5%	-8.4%p	-3.6%p	-6.0%	-6.8%	-0.6%p
순이익률	1.0%	1.3%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-11.6%p	-5.8%p	-4.7%	-5.0%	-5.6%p
일회성 요인	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	설명				
17년12월	고정비 부담		-280.0	37.0						
	강재가격 인상		-40.0	-44.0						
	17년 적자수주: 공손충		-110.0							
	인력 조정 비용		-60.0							
	시추선 리세일 공정가		-90.0		-39.0	시추선 관련: 더하기 빼기				
4Q17 실발 추가	원화강: 시추선 재고지		-24.0							
	위로금 추가 지급		-11.0							
일회성			-615.0	-7.0	-39.0					
			-43.5%	-0.6%	-2.9%					
일회성 제거 영업이익	23.6	19.1	-40.8	-61.5						
영업이익률	1.3%	1.4%	-3.3%	-4.6%						

자료: 하이투자증권 리서치

수주 동향

상반기까지의 수주 목표 대비 달성율은 아래표와 같이 30%~40%로 다소 느려보인다. 이는 1) 해양의 공백과, 2) 최근 LOI들이 누락된 과소평가 때문이다.

명확치 않은 대우조선해양의 해양 수주목표를 15억\$로 볼 경우, 조선(상선)만의 BIG3 수주목표는 181억\$이고, 수주는 77억\$로 달성률은 43%로 좀 더 높다. 2) 또한 최근의 현대상선 20척, 30억\$ LOI, 그리고 7월의 LNG선 LOI와 계약 7척, 13억\$을 포함하면 7월까지의 수주는 90억\$로 50%를 넘는다.

또한 현대중공업 그룹의 경우, 현대삼호중공업에 우선 물량을 채워줘 낮아 보이는 것인데, 현대중공업+현대삼호중공업의 수주달성율은 목표 102억\$대비 52억\$로 51%이다.

현대미포조선과 삼성중공업이 각각 30%대로 낮지만, 현대미포조선은 7월부터 잡힐 수주가 많이 확보되어있고, 삼성중공업은 장차 LNG선의 단납기 Berth Slot을 중심으로 만회가 가능할 것으로 판단한다.

조선5사 기준으로도 현대상선, LNG선 7여척 + 알파, 그리고 러시아 Arctic LNG 15척이 올해 계약되면 꽤 진도가 나갈 전망이다.

수주는 더디어 보이는데, 해양의 실주들가 아프지만, 상선은 나쁘지 않다.

<도표 2> 조선사들의 상반기 수주 목표 대비 달성: 배는 43%, 전체는 32%, 그리고 3 분기 현대상선과 LNG 들

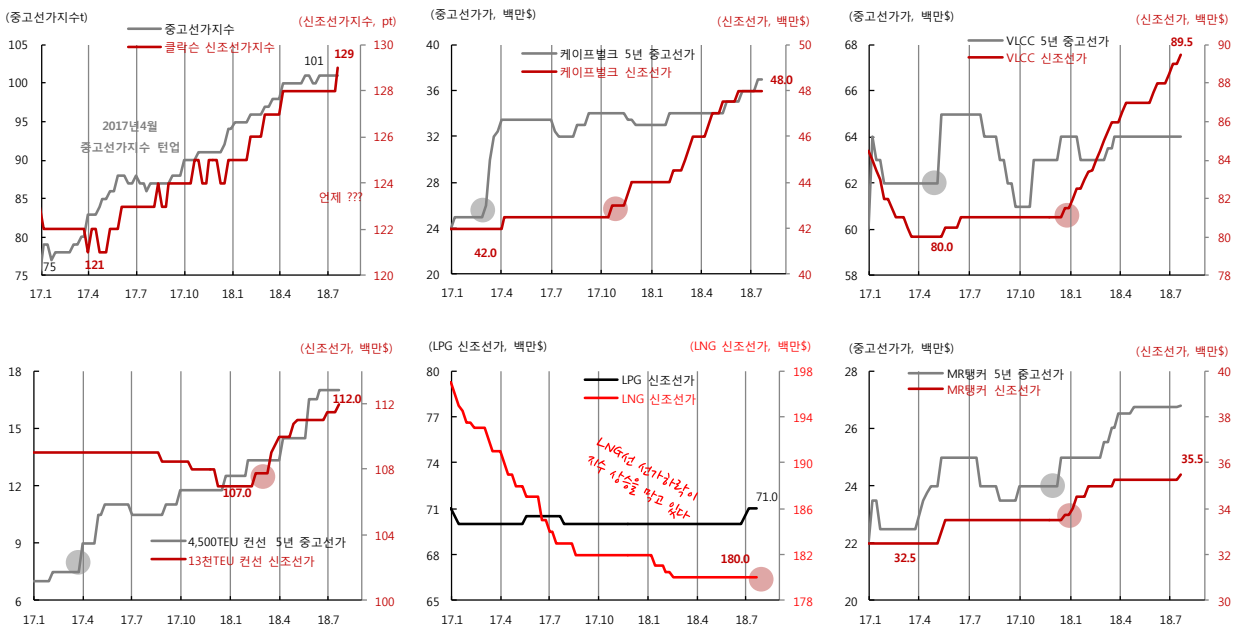
		2017 목표	2017 수주 마감		2018 목표	2018 수주: ~ 6월			
조선사	선종	백만\$	척수	백만\$	달성률	목표	척수	백만\$	달성률
현대중공업	해양	1,600		262	16%	1,600	0	-8	-1%
	LNG + FSRU		8				3		
	LPG		4				5		
	컨선		7				4		
	탱커		19				8		
	벌크		10						
HHI 합	HHI합	4,300	48	4,702	109%	6,800	20	2,108	31%
현대삼호	컨선		4				7		
	탱커		22				11		
	LNG선						5		
	가스선		4				2		
	기타		9				2		
HS 합	HS합	2,500	39	2,826	113%	3,400	27	3,138	92%
현대중공업		6,800	87	7,528	111%	10,200	47	5,246	51%
현대미포조선	LPG						3		
	PC선		51				15		
	RORO		9						
비나신	컨선						12		
	벌크		4						
현대미포 합	HS합	1,600	64	2,324	145%	3,000	30	1,020	34%
삼성중공업	플랫폼		1	1,300		2,700			
	FLNG		1	2,500					
	LNG + FSRU		5	800		5,500	5	900	
	컨선		6	800			8	800	
	탱커		15	1,500			13	800	
SHI 합		6,500	28	6,900	106%	8,200	26	2,500	30%
대우조선해양	해양					1,500 e			
	LNG		4			4,800	10		
	LNG-FSRU								
	컨선		5						
	탱커		15				15		
	특수선		2			1,000	1		
DSME 합		5,500	26	2,210	40%	7,300	26	3,110	43%
BIG3		17,900	102	14,074	79%	23,900	72	7,710	32%
↳ BIG3의 조선						18,100		7,710	43%
BIG3 + 삼호 + 미포		22,000	205	19,224	87%	30,300	129	11,868	39%

자료: 하이투자증권 리서치

신조선가지수: 지수 드디어 반등, 하반기 계속 오른다

신조선가지수는 15주간 정체 끝에 지난주말 1p 상승한 129p를 기록했다. 4월부턴 대다수 선종별 신조선가 상승한 것에 비해 지수 상승이 느린 것이었다. 따라서 지난 3개월간의 선종별 신조선가 상승을 반영해 장차 신조선가지수는 계속 계속 더 오를 것으로 판단된다. 또한 선종별 신조선가도 최근의 LNG선 신조선가 반등, MR탱커의 \$37.5m(클락슨 \$35.5m), VLCC의 \$92m~\$93m(클락슨 \$89.5m)로 추가로 상승하고 있어, 지수 상승 압력은 당분간 지속된다.

<도표 3> 신조선가 지수가 계속 오를 수 밖에 없는 이유: 1) 선종별 선가에 비해 출발이 느렸다. 2) 선종별 신조선가도 계속 오르고 있다.



자료: 하이투자증권 리서치

작금의 적자기조는 매출 감소, 그리고 2년 전후 불황에 따른 신조선가 하락에 따름이다. 최근의 상선 수주 회복으로 2020년의 건조량 30% 안팎 증가는 확실한 가운데, P의 상승이 가장 시장이 주목하는 지표이다. 따라서 최근의 신조선가지수 상승 반영은 그 의미가 크다.

2020년은 최근의 총당금 설정 및 건조량 증가에 따른 고정비 개선효과로 완전한 흑자, 그리고 2020년의 하반기와 2021년은 지금부터의 신조선가 상승에 따른 추가 수익성 추가 개선이라는 큰 그림이 앞에 놓여있다. 경기 불확실성을 제외하고는 조선에 약점은 없다. 조선주 비중확대 의견을 유지한다.

투자판단과 선호주

기업분석을 중단한 대우조선해양을 제외한, 조선3사에 대해 모두 매수의견을 제시 중이다. 상승여력은 무차별하게 높다. 3사 모두 충분히 매수할 수 있다는 의견을 유지한다. 다만 선호주를 꼽자면 1) 실적이 대단하며 상선만으로 해양 리스크가 없는 현대미포조선, 2) 유가 베팅 및 장차 LNG선 수주가 가장 좋을 삼성중공업이다.

현대미포조선은 최근의 대형 조선사들의 해양 실주와 무관하게 오롯이 조선의 회복을 주가에 반영할 수 있다는 간결함이 장점이다. 다소 느린듯했던 동사의 수주도 과거 늘 있어온 월별 쏠림에 따라 크게 걱정하지 않았다. 그러던 차에 6월부터 다수의 수주 LOI가 들려와 7월부터의 수주는 과거의 그 “쏠림 패턴”이 나타날 것으로 기대한다. 특히 최근 북미 OSG로부터 MR탱커를 7% 이상 오른 \$37.5m에 수주했는데, 그간 동사의 수주가 더디었던 것이 선가 인상 시도에 따름이라는 사측 안내였는데, 선주들의 가격 저항을 드디어 이겨냈고 장차 신조선가 향방에 관망하던 투자자들을 투자로 끌어낼 것으로 예상된다.

삼성중공업은 BIG3 중 나홀로 Mad Dog2, Coral FLNG 등 대규모 해양 잔고를 보유하고 있어 경쟁사들의 해양 사업 가동중단 및 짧은 백로그에 비해 여유있다.

이에 반해 동사의 상선 잔고는 짧는데 특히 올해 쏟아진 30여척의 LNG선 발주에서 동사 수주는 5척에 불과하다. 이를 LNG 경쟁력 약화 등으로 해석하는 일각도 있지만, 당사는 오히려 장점이라고 생각한다. 경쟁사들의 상선 잔고를 채우기 위한 LNG선 씨리즈 건조를 위한 바겐 세일에서 동사는 비켜나가 있었다. 그렇다면 호기를 놓치는 것 아닐까 우려할 수 있다. 그러나 LNG선 발주 랠리는 2011년~2015년 이상의 발주 규모가 몇 년간 펼쳐질 예정이기 때문에 앞으로도 물량은 꾸준할 전망이다. 따라서 향후 시장에 나올 여럿 인콰이어리에서 동사의 단납기 Berth Slot은 1.8억\$가 아닌 제 가격으로 LNG선을 수주할 수 있는 협상력을 부여할 것으로 기대한다. 한마디로 동사는 걱정 마진 및 시장 가격을 지키기 위한 BIG3의 보루인 셈이다.

과거 LNG선 발주 랠리에서 한 곳이 한해 수주를 석권하면, 이듬해는 다른 조선사 수주가 늘다. BIG3들의 캐파는 비슷하고 돌아가면서 채우는 것이다. 올해 상반기 동사의 LNG선 수주 느낌은 양질의 수주를 지향하는 오히려 긍정적 투자포인트인 것이다.

두독한 해양잔고와 Bonga, Barossa FPSO를 통한 중장기 해양 대장주이자, 미래 LNG 수주 경쟁력을 이유로 삼성중공업도 선호주로 꼽는다.

<도표 4> 조선업 VALUATION TABLE

회사명	현대중공업	삼성중공업	대우조선해양	현대미포조선	회사명	현대중공업	삼성중공업	대우조선	현대미포
투자의견	BUY	BUY	N/A	BUY	Target PBR 18	1.0	1.0	-	1.3
목표주가	160,000	11,000		140,000	2018 타겟 시총(조원)	9.1	6.6	0.0	2.8
증가(2018.07.23)	99,500	6,300	24,450	85,000	시가총액(조원)	5.6	3.8	4.7	1.7
상승여력	61%	75%		65%					
매출액	2016 24,329	10,414	12,819	4,220	EPS	2016 -2,207	-311	-41,694	1,729
(십억원)	2017 15,808	7,901	11,102	2,453	2017 -3,037	-868	5,827	21,847	21,847
	2018E 12,252	5,382	9,118	2,657	2018E -4,444	-467	798	6,645	6,645
	2019E 13,146	6,952	7,353	2,752	2019E 2,571	-36	1,513	5,299	5,299
	2020E 15,505	8,064	8,982	3,284	2020E 7,507	321	1,582	8,043	8,043
영업이익	2016 355	-147	-1,531	208	PER	2016 -54.5	-29.8	-0.1	38.9
	2017 15	-524	733	108	2017 -52.9	-12.9	3.0	4.3	4.3
	2018E -232	-241	218	131	2018E -22.4	-13.5	30.6	12.8	12.8
	2019E 117	-61	208	143	2019E 38.7	-176.2	16.2	16.0	16.0
	2020E 603	213	206	229	2020E 13.3	19.6	15.5	10.6	10.6
영업이익률	2016 1.5%	-1.4%	-11.9%	4.9%	BPS	2016 149,970	16,058	15,660	107,123
	2017 0.1%	-6.6%	6.6%	4.4%	2017 218,335	14,841	31,816	110,839	110,839
	2018E -1.9%	-4.5%	2.4%	4.9%	2018E 161,444	10,976	32,477	111,136	111,136
	2019E 0.9%	-0.9%	2.8%	5.2%	2019E 164,015	10,941	33,991	116,435	116,435
	2020E 3.9%	2.6%	2.3%	7.0%	2020E 171,522	11,262	35,573	124,478	124,478
지배주주순이익	2016 -168	-121	-2,734	35	PBR	2016 0.8	0.6	0.3	0.7
	2017 -172	-339	621	437	2017 0.7	0.8	0.5	0.8	0.8
	2018E -307	-294	86	133	2018E 0.62	0.57	0.75 ??	0.76	0.76
	2019E 178	-23	162	106	2019E 0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
	2020E 519	202	170	161	2020E 0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
지배순이익률	2016 -0.7%	-1.2%	-21.3%	0.8%	ROE	2016 -1%	-2%	-280%	2%
	2017 -1.1%	-4.3%	5.6%	17.8%	2017 -2%	-6%	28%	20%	20%
	2018E -2.5%	-5.5%	0.9%	5.0%	2018E -3%	-5%	2%	6%	6%
	2019E 1.4%	-0.3%	2.2%	3.9%	2019E 2%	0%	5%	5%	5%
	2020E 3.3%	2.5%	1.9%	4.9%	2020E 4%	3%	5%	7%	7%

자료: 하이투자증권 리서치

<도표 5> 당사 커버 조선 3사의 당사 실적 예상치

확대해나가세										(십억원)				
회사	항목	2017				2018				Yearly				
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	2017	2018E	2019E	2020E	
현대중공업 BUY TP 160,000원	현대중공업													
	매출액	4,573	4,460	3,211	3,563	3,043	3,124	2,869	3,216	15,808	12,252	13,146	15,505	
	영업이익	142	148	67	-342	-124	-176	0	67	15	-232	117	603	
	지배지분순이익	93	194	80	-540	12	-249	-53	-17	-172	-307	178	519	
	영업이익률	3.1%	3.3%	2.1%	-9.6%	-4.1%	-5.6%	0.0%	2.1%	0.1%	-1.9%	0.9%	3.9%	
조선3사	매출액	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331	2,180	2,454	9,919	9,234	10,467	12,301	
	영업이익	127	146	86	-306	-156	-144	-16	54	52	-262	83	514	
	영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-6.2%	-0.7%	2.2%	0.5%	-2.8%	0.8%	4.2%	
	↳ 조선(별도)	매출액	1,418	1,277	997	1,003	969	1,159	954	993	4,694	4,076	5,324	5,961
	영업이익	37	50	-5	-144	-131	-80	-18	9	-62	-220	-19	207	
↳ 현대삼호	매출액	734	733	725	579	637	624	490	633	2,771	2,383	2,391	3,057	
	영업이익	43	52	37	-126	-47	-82	-34	-9	6	-173	-41	79	
	영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-13.2%	-7.0%	-1.4%	0.2%	-7.2%	-1.7%	2.6%	
	해양	매출액	618	820	529	621	359	273	100	100	2,588	833	438	1,116
	영업이익	14	25	35	42	64	15	0	-5	116	74	-34	4	
영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%	0.3%	-4.7%	4.5%	8.9%	-7.7%	0.3%		
삼성중공업 BUY TP 11,000원	삼성중공업													
	매출액	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	1,372	1,423	7,901	5,382	6,952	8,064	
	영업이익	27	21	24	-596	-48	-101	-54	-39	-524	-241	-61	213	
	지배지분순이익	58	29	28	-453	-59	-147	-50	-38	-339	-294	-23	202	
	영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.8%	-7.5%	-3.9%	-2.7%	-6.6%	-4.5%	-0.9%	2.6%	
현대미포조선 BUY TP 140,000원	현대미포조선													
	매출액	751	692	518	492	545	548	736	828	2,453	2,657	2,752	3,284	
	영업이익	47	44	54	-37	23	19	37	53	108	131	143	229	
	지배지분순이익	32	136	166	103	86	-30	32	46	437	133	106	161	
	영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	5.0%	6.4%	4.4%	4.9%	5.2%	7.0%	
지배지분순이익률	4.3%	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	4.3%	5.5%	17.8%	5.0%	3.9%	4.9%		

자료: 하이투자증권 리서치

현대미포조선 | Buy | TP 140,000원

2Q18 Review: 후판가격 올렸지만 총당금 margin 축소!

1분기부터의 신조선가 상승(LOI), 2분기 공사손실총당금이 1분기 126억원 보다 작을 것으로 기대했다. 그러나 동사는 2Q에 매출 5,477억원, 영업이익 187억원, OPM 3.4%로 전분기대비 수익성이 악화되었는데, 이는 2분기 공사손실총당금이 170억원으로 오히려 확대되었기 때문이다.

이는 동사의 1분기 강재가격 상승 전망치였던 2018년 연간 +9%, 2019년 +5%로 총 +14% 상승보다, 2분기에 2018년 +19%, 2019년 +6%로 +26% 상으로 가정치를 강화했기 때문에, 2분기 수주물량들에 대한 총당금이 커진 것이다.

<도표 1> 현대미포조선의 2Q18Review: 공사손실총당금이 늘어서 1분기 대비 감익이지만, 총당금 제거한 OPM은 1분기와 동일한 6.5% 그리고 1분기 총당금 Margin -3.1%에서 2분기 -2.5%로 개선

(십억원)										
현대미포조선	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사⑤	차이 ⑤/⑥
매출액	692.2	518.1	492.4	545.4	547.7	-21%	0%	622.4	666.1	-18%
영업이익	44.4	53.7	-37.0	23.0	18.7	-58%	-19%	20.3	31.9	-41%
영업외	0.0	175.6	450.2	92.1	-80.2	적전	적전	-20.3	-13.4	
세전이익	44.4	229.3	413.2	115.0	-61.6	적전	적전	0.0	18.5	-433%
순이익	135.3	170.9	103.1	90.4	-26.0	적전	적전	16.3	14.1	-285%
지배주주 순이익	135.5	165.7	103.4	85.9	-30.5	적전	적전	-0.2	13.8	-322%
영업이익률	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	-3.0%p	-0.8%p	3.3%	-4.1%	7.5%p
지배주주순이익률	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	-25.1%p	-21.3%p	0.0%	-2.6%	-2.9%p
조선										
매출액	750.7	692.2	518.1	492.4	545.4	-27%	11%		444	23%
영업이익	46.8	44.4	53.7	-36.8	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	2Q18
일회성 내역	공손총	공손총	공손총
일회성 금액	-21.6	-12.6	-17.0
일회성 제거 OP	-15.4	35.6	35.7
OPM	-3.1%	6.5%	6.5%

분기별 수주 :	407.5	691.9
공손총 margin :	-3.1%	-2.5%

자료: 하이투자증권 리서치

그럼에도 2분기 공사손실충당금에서 적당 적자폭은 1분기 대비 0.6%p 개선되었는데, 전분기 대비 2분기 추가 10%p(후판 상승분) x 20%(후판의 COGS)의 2% 이상 원가구조가 악화된 것을 감안할 때, 2분기 2.6% 신조선가가 상승되었다는 것을 의미한다.

영업외에서는 1분기 현대중공업 지분에 대한 평가이익 +857억원을, 2분기에는 주가 하락에 따라 -816억원 토해내 순이익단은 저조했다.

투자포인트 ① 신조선가 상승

3분기부터의 공사손실충당금 감소를 예상하는 이유는 신조선가 상승 때문이다. 동사의 수주는 상반기 30척, 10억\$로 목표 30억\$ 대비 다소 느렸는데 동사는 그 이유로 신조선가 인상 시도에 따른 “줄다리기”를 이유로 들었다. Tier III로 넘어옴에 따라 스크러버 장착 비용도 붙고, 후판가격 상승에 따른 원가 상승 요인도 있다.

그런데 드디어, 7월 중순 MR탱커를 기존 \$35m보다 +7% 높은 \$37.5m에 수주했다. 3분기부터는 신조선가 상승 물량들이 더 늘어, 공사손실충당금이 줄어서 영업이익도 많아질 것으로 예상된다.

MR탱커는 바닥 \$32m에서 최근 \$37m대까지 올랐다. 게다가 리드타임이 빠른 동사는 이 효과를 2019년부터 더 빨리 보여준다.

<도표 2> 현대미포조선: 7월13일에 MR 탱커 \$37.5m 으로 스크러버 가격 전가한 선가 인상 성공

DART		본문	2018.07.13 단일판매 · 공급계약체결
현대미포조선		첨부	+첨부선택+
단일판매 · 공급계약 체결			
1. 판매 · 공급계약 구분	공사수주		
- 체결계약명	석유화학제품운반선 2척 수주		
2. 계약내역	계약금액(원)	①	84,100,000,000
	최근매출액(원)		2,453,400,000,000
	매출액대비(%)		3.4
	대규모법인여부	해당	
3. 계약상대	미국소재 선주사		
- 회사와의 관계	-		
4. 판매 · 공급지역	미국		
5. 계약기간	시작일	2018-07-12	
	종료일	2019-09-30	
6. 주요 계약조건	-		
7. 계약(수주)일자	2018-07-12		
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-	
	유보기한	-	
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	<p>1. 상기 최근매출액은 2017년말 연결재무제표 기준이며, 계약금액과 최근매출액은 억원 미만에서 각각 반올림함.</p> <p>2. 상기 계약금액은 계약일 매매기준환율인 1USD = 1,120.80원을 적용하여 계산한 금액임.</p>		
※ 관련공시	-		

① / ② / 2척 = \$37.52m
③ 2019년 상반기부터 선가 오른 물량 이 건조

자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트② 이제 더디었던 수주가 몰린다

상반기 상대적으로 느린 수주는 신조선가 인상 시도 때문이었고, 그 줄다리기가 최근 \$37.5m로 미포 쪽으로 땡겨졌다. 이제 관망하던 고객사들의 가격적응 및 발주가 기대된다. 그러나 동사의 7월~8월의 수주 풀림이 이미 예약되어있다. 최근의 LOI 뉴스들을 판단해보면 그러하다.

동사의 수주는 월별 풀림이 심하다. 아래 <도표3>과 같이 5월말부터 알려진 수주 소식(LOI) 및 클락슨 데이터와 동사의 IR 수주 인식을 비교해볼 때, 14척에서 20여척, 5억\$~7억\$의 수주들이 아직 동사의 공식 수주로 인식되지 않았다. 7월~8월 “수주 풀림”이 기대된다.

또한 선가 인상에 성공한 MR탱커의 추가 발주 협의, 그리고 이미 시장에 널리 알려진 다수의 피더 컨선 발주POOL들도 기다리고 있다.

동사의 느린 수주 및 목표 미달이 동사의 주가 발목을 잡았다면, 이제 곧 반전을 지켜볼 수 있을 터이다.

<도표 3> 5 월말부터 알려진 수주설(LOI)들 중에서 수주인식 되지 않은 건들이 14 척~20 여척 + 후속 수주들

뉴스 시점	발주처	선종	사이즈	척수	~6월 수주	금액(M\$)	인도	옵션	M\$
5월2주	그리스 Niovis	탱커	MR	7	7	23.0	2019년 하반기		
5월2주	Tragifura 3척(수주 인식 추정)	탱커	MR			23.0	2020년		
6월1주	팬오션	컨선	1,800teu	2	2	23.0	2019년말~2020년초		
6월1주	터키 Yasa shipping(7월 공시 추정)	탱커	MR	4		37.5 e	2019년6월		
6월3주	알제리 Hyproc	탱커	MR(40k)	1		35e	2019년말		
6월4주	그리스 Empire Navigation	탱커	MR	4		35.0	2020년	4	140
7월1주	일본 Nissen	컨선	1,800teu	4	4	23.0	2020년		
7월1주	나이지리아 Temile	LPG		1		35e	2020년 1분기	1	35
7월1주	Unknown 컨선 4척(7월 공시)	컨선	1,800teu	4		27.4	2020년 1분기	1	27.4
잔여 수주인식 대기 → 최대				14 척		470		6	202
최대				20 척		672	M\$		

자료: 하이투자증권 리서치

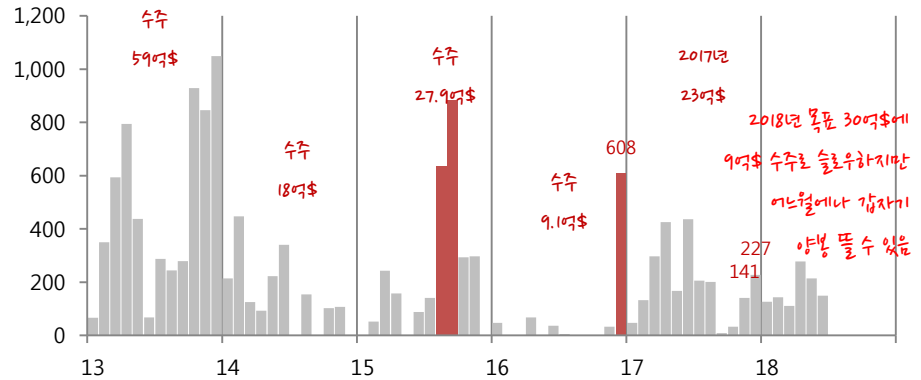
<도표 4> 올해 수주목표 30억\$ 대비 다소 수주는 느리지만, 사측은 이를 신조선가 인상에 따른 지연으로 가이던스

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

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

조선사	선종	2017 목표	2017 수주 달성		2018 목표	~ 6월 수주		~ 7월 최대 수주 예상	
		백만\$	척수	백만\$	목표	척수	백만\$	척수	백만\$
현대미포조선	LPG PC선 RORO 컨선		51	2,324		3	1,020	4	1,692
			9			15		24	
						12		16	
비나신	벌크		4						
현대미포 합		1,600	64	2,324	3,000	30	1,020	44	1,692
			달성률	145%		달성률	34%	달성률	56%

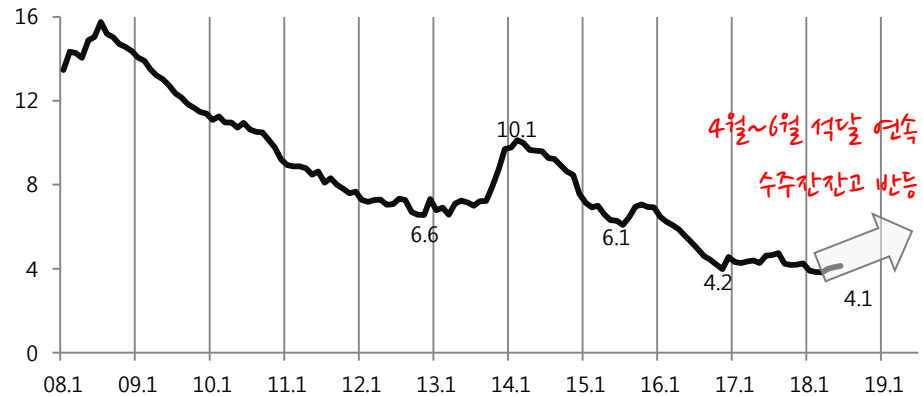
(수주 백만\$)



자료: 하이투자증권 리서치

<도표 5> 현대미포조선 수주잔고: 석달 연속 반등에 성공해 인도기준 41억\$, 매출 기준 29억\$ = 3.1조원 안팎

(십억\$) **현대미포조선 수주잔고**



자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 타겟 PB 1.2배, 목표주가 14만원, 선호주 유지

공사손실충당금을 쌓고도 흑자를 기록 중이다. 충당금이 없었다면, 올해 상반기 OPM은 6%대이다. 과거 충당금과 예정원가를 꽤 빽빽하게 잡았다는 반증이다.

또한 지금 쌓고 있는 충당금들은 이러한 현상(실적 호조)이 2019년에도, 2020년에도 나타날 수 있다는 의미이다. 후환 가격 인상은 달갑지만은 않다. 그러나 원가 상승을 신조선가에 전가시키는 데 성공하고 있다. 지금의 실적을 다소 누르는 충당금은 장차 미래에 실적 부실 요인을 없애주는, Book Value를 더 확실하게 만들어주고 있는 과정으로 해석한다. 그러한 확실한 Book Value에 타겟 PB 1.2배, 목표주가 14만원을 유지한다.

MR탱커 신조선가 상승, 곧 목도할 상선 수주 쏠림, 가장 탄탄한 Book Value의 동사를 조선업종 선호주로 꼽아 왔고, 이를 유지한다.

<도표 6> 현대미포조선 실적: 170 억원으로 충당금 늘어서 전분기대비 감익을 시현했지만, 충당금 빼고보면 1 분기와 비슷한 6.5% OPM 3 분기부터 신조선가 상승 = 충당금 감소를 가정

(십억원)													
계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	751	692	518	492	545	548	736	828	4,220	2,453	2,657	2,752	3,284
영업이익	47	44	54	-37	23	19	37	53	208	108	131	143	229
금융/기타영업외	0	0	176	450	92	-80	4	5	-17	625	21	-6	-21
세전사업이익	46	44	229	413	115	-62	41	58	191	733	152	137	208
지배주주지분 순이익	32	136	166	103	86	-30	32	46	35	437	133	106	161
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	5.0%	6.4%	4.9%	4.4%	4.9%	5.2%	7.0%
지배주주순이익률	4.3%	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	4.3%	5.5%	0.8%	17.8%	5.0%	3.9%	4.9%
영업안 영업외	과정비 부담, 저가수주 반영 ↑				↑ 126억원 ↑ 공손충 170억원				↑ 금융(하이투자증권) 제외				
	현충 매도가능증권 처분이익 1,842억원				↑ 현충 지배법 평가이익 857억원								
					↑ 현충 지배법 평가손실 816억원								
EPS(원)	1,615	6,776	8,284	5,172	4,296	-1,525	1,590	2,284	1,729	21,847	6,645	5,299	8,043
BPS(원)	113,205	120,963	117,531	110,839	115,003	113,478	115,068	111,136	107,123	110,839	111,136	116,435	124,478
ROE									2%	20%	6%	5%	7%

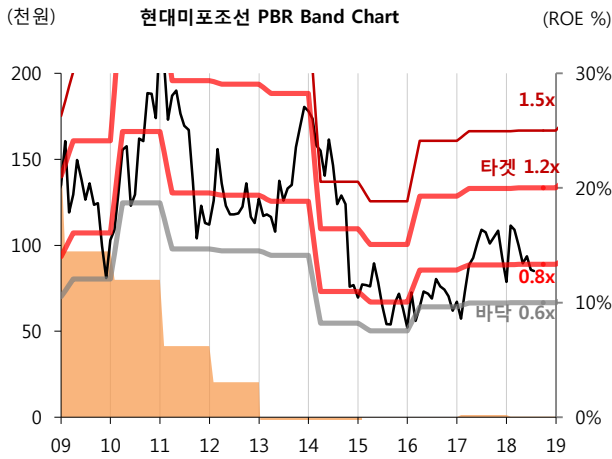
자료: 하이투자증권 리서치

<도표 7> 타겟 PBR 1.2 배로 조선업종 평균 1.0 배보다 더 높게 주는 것은 2018년 이미 흑자 및 더 높은 수익성 때문

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS	-11,889	-31,642	1,910	1,729	21,847	6,645	5,299	8,043
BPS	154,631	89,863	83,749	107,123	110,839	111,136	116,435	124,478
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%	20.0%	6%	5%	7%
적용ROE: 매년 다름	3.0%	2.0%	2.0%	10.9%	13.0%	6.7%		
↳ FWD nY	-1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0~1Y	+1Y	+2Y		
COE(고)	2.9%	1.3%	1.8%	13.0%	12.5%	6.6%		
COE(평)	3.4%	1.4%	2.4%	16.7%	15.5%	8.0%		
적용ROE = FWD +0~1Y		2.0%	2.0%	10.9%	13.0%	6.7%		
적용COE = TRL 참조								
적용 BPS = 18년						111,136		
Target PBR						타겟 1.2	~ 현재 ~ 0.76	바텀 0.65
적정주가						130,000		70,000
목표주가						140,000		
증가(07.23)						85,000		
상승여력						65%		

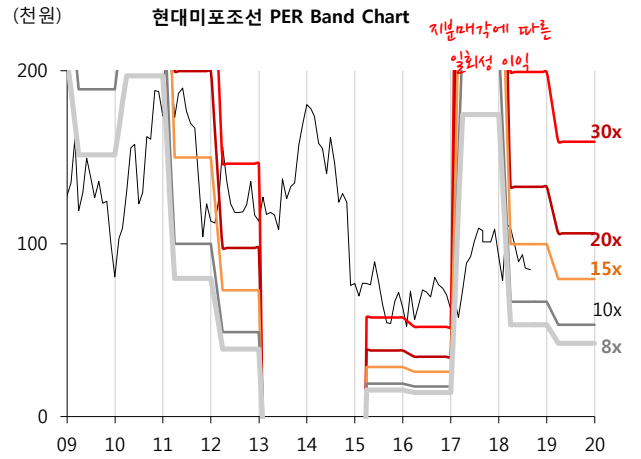
자료: 하이투자증권 리서치

<도표 8> 현대미포조선 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

<도표 9> 현대미포조선 PER 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,776	7,244	7,421	8,017
현금 및 현금성자산	562	218	71	77
단기금융자산	46	47	47	48
매출채권	853	1,360	1,405	1,677
재고자산	96	140	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	8,766	8,923	9,499
유동부채	5,905	6,334	6,380	6,790
매입채무	202	863	883	1,184
단기차입금	223	143	63	63
유동성장기부채	239	0	0	0
비유동부채	76	82	87	93
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	5,980	6,415	6,467	6,883
지배주주지분	2,217	2,223	2,329	2,490
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83
이익잉여금	1,719	1,852	1,958	2,119
기타자본항목	315	188	188	188
비지배주주지분	122	128	127	126
자본총계	2,339	2,351	2,456	2,616

	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-679	-159	-341	-266
당기순이익	445	138	105	160
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	-345	-147	7
기초현금및현금성자산	804	562	218	71
기말현금및현금성자산	562	218	71	77

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,453	2,657	2,752	3,284
증가율(%)	-28.8	8.3	3.6	19.3
매출원가	2,245	2,414	2,496	2,920
매출총이익	209	243	256	364
판매비와관리비	101	112	114	135
연구개발비	7	7	8	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	108	131	143	229
증가율(%)	-43.5	21.6	8.6	60.2
영업이익률(%)	4.4	4.9	5.2	7.0
이자수익	7	6	3	2
이자비용	28	12	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-89	-83	-40	-40
세전계속사업이익	733	152	137	208
법인세비용	172	17	31	48
세전계속이익률(%)	29.9	5.7	5.0	6.3
당기순이익	445	138	105	160
순이익률(%)	18.1	5.2	3.8	4.9
지배주주귀속 순이익	437	133	106	161
기타포괄이익	-364	-363	-363	-363
총포괄이익	81	-224	-257	-202
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	21,847	6,645	5,299	8,043
BPS	110,839	111,136	116,435	124,478
CFPS	24,408	9,542	8,188	10,923
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	3.6	12.8	16.0	10.6
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7
PCR	3.2	8.9	10.4	7.8
EV/EBITDA	9.0	8.3	8.2	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.0	6.0	4.7	6.7
EBITDA 이익률	6.5	7.1	7.3	8.7
부채비율	255.7	272.9	263.3	263.1
순부채비율	-6.3	-5.1	-2.2	-2.4
매출채권회전율(x)	2.2	2.4	2.0	2.1
재고자산회전율(x)	19.0	22.6	19.4	20.7

자료 : 현대미포조선, 하이투자증권 리서치센터

현대중공업 | Buy | TP 160,000원(유지)

2Q18: 보수적 후판 인상 반영과 위로금, 그러나...

동사는 2Q18 매출 3조 1,244억원(YoY -26%, QoQ +3%)로 건조량 감소에 따른 고정비 부담을 반영하는 가운데, 영업이익은 -1,757억원(적전, 적지)로 당사 기대 및 컨센서스를 하회했다.

<도표 1> 현대중공업의 2Q18 Review: 위로금 -661억원 - 공사손실충당금 -2,331억원 감안하면, 1분기보다 내용은 양호
 조산: 2분기 수주선의 공사손실충당금 2,331억원(=현중 950억원, 미포 170억원, 삼호 1,211억원) - 위로금 261억원
 해양: [+466억원 = L/D 환입과 C/O 619억원 - 하자보수충당금 -153억원] - 위로금 -201억원
 플랜트: CFP 공기지역 -199억원 - 위로금 69억원
 엔진: 2016년말 수주 회복 물량의 매출 증가(+27.5%)로 수익성 개선 - 위로금 78억원

현대중공업	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사@	차이@/◎
매출액	4,245.8	3,425.1	3,488.7	3,042.5	3,124.4	-26%	3%	3,140.8	3,105.0	1% △
영업이익	148.4	66.9	-342.2	-123.8	-175.7	적전	적지	-112.1	-132.5	33% ▽
영업외	147.4	187.0	-392.5	-75.2	-125.2	적전	적지	-32.8	-146.6	
세전이익	295.8	253.9	-734.7	-199.0	-300.9	적전	적지	-144.8	-279.1	8% ▽
순이익	182.8	18.2	-572.3	25.8	-233.7	적전	적전	-108.5	-214.9	9% ▽
지배주주순이익	194.3	80.2	-539.6	12.4	-249.1	적전	적전	-93.0	-204.1	22% ▽
영업이익률	3.5%	2.0%	-9.8%	-4.1%	-5.6%	-9.1%p	-1.6%p	-3.6%	-4.3%	-1.4%p
세전이익률	7.0%	7.4%	-21.1%	-6.5%	-9.6%	-16.6%p	-3.1%p	-4.6%	-9.0%	-0.6%p
순이익률	4.3%	0.5%	-16.4%	0.8%	-7.5%	-11.8%p	-8.3%p	-3.5%	-6.9%	-0.6%p
지배순이익률	4.6%	2.3%	-15.5%	0.4%	-8.0%	-12.5%p	-8.4%p	-3.0%	-6.6%	-1.4%p
조선(연결)						QoQ 영업이익 218십억원 ▽				
매출액	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331				2,182	
영업이익	146	86	-306	-156	-144				-111	
영업이익률	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-6.2%				-5.1%	
일회성 금액			~ 공손충 -375	공손충 -161	공손충+위로금 -299					
일회성 제외 OPM			69	5	155					
			3.3%	0.2%	6.7%					
현대중공업 별도(역산)										
매출액	1,277	997	1,003	969	1,159				985	
영업이익	49.6	-4.7	-143.9	-131.4	-80.3				-96	
영업이익률	3.9%	-0.5%	-14.4%	-13.6%	-6.9%				-9.8%	
현대삼호중공업										
매출액	733	725	579	637	624				531	
영업이익	52	37	-126	-47	-82				-46	
영업이익률	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-13.2%				-8.7%	
엔진기계										
매출액	84	187	248	103	131				179	
영업이익	8	16	36	-18	7				-12	
영업이익률	9.4%	8.7%	14.4%	-17.1%	5.4%				-6.9%	
해양										
매출액	820	529	621	359	273				321	
영업이익	25	35	42	64	15				-17	
영업이익률	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%				-5.4%	
플랜트										
매출액	359	266	368	248	248				248	
영업이익	28	23	9	-23	-18				-2	
영업이익률	7.7%	8.7%	2.4%	-9.2%	-7.2%				-1.0%	

자료: 하이투자증권 리서치

그러나 희망퇴직에 따른 위로금 -661억원을 반영할 경우 1분기 수준의 영업이익자를 유지한 셈이다. 2분기 공사손실충당금이 1분기 1,610억원보다 많은 2,331억원이어서, 이 두가지 일회성을 제거할 경우 영업이익은 +1,550

역원이었던 이야기다.

공사손실충당금이 늘었는데, 이는 1Q18 신규수주 선박에 2018년~2019년에 14%(2018년 9%, 2019년 5%) 후판 가격 상승을 가정했는데, 2Q18 수주 물량에는 이보다 더 엄격한 25%(2018년 19%, 2019년 6%)를 반영했기 때문이다. 즉 2Q에 원가를 1분기보다 +10%p(후판 상승) x 20%(COGS)의 2%p 더 압박요인을 반영한 것이다.

그렇다면 아래 <도표2>와 같이 1분기 충당금 적립율 -5.6%에 비해 2분기 -6.0%로 0.5%p 추가 악화는 2분기 수주 신조선가 1.5% 상승을 의미한다.

아직까지도 충당금을 쌓고 있음에 우려가 있겠지만

- 1) 후판에 대한 가정이 더 엄격해져, 수주물량의 영업적자는 -6%이지만
- 2) 2분기 LOI, 3분기 수주인식 선가가 올랐으며
- 3) 충당금과 위로금을 제외할 경우, 2분기 동사 영업이익은 1,550억원으로 오히려 개선되고 있다는 점을 주목한다. 지금의 사실상 (일회성 제거) 흑자 기초처럼, 장차 2019년~2020년 동사 실적도, 4Q17~2Q18에 반영한 충당금과 예정원가 조정으로, 양호할 것으로 기대할 수 있다.

충당금은 향후 Book Value 훼손 가능성이 작아진다는 것을 의미한다. BPS 16만원에 PB 0.6배의 96,000원이 확보됨이다.

<도표 2> 2Q18 수주한 3.8 조원에 -6%의 충당금 반영한 셈. 후판 가격 10%p 추가 상승, 즉 원가 2%p 추가 압박을 가정한 것에 비해, 충당금 Margin은 0.4%p 압박에 그쳐, 그룹의 수주선가는 사실상 1.6%p 상승한 셈

년도	월	현대			3개사 수주 환율		월 수주 (십억원)	분기 / 년 수주 (십억원)	충당금 요인
		현대중	현대삼호	미포	(백만\$)	(원/달러)			
2017년	1월	391	0	47.4	438	1181.1	517.8		
	2월	367	240	134.6	742	1143.6	848.1		
	3월	5	4	297.7	307	1136.4	348.5		
	4월	42	545	425.7	1,013	1133.4	1,147.8		
	5월	847	228	167.5	1,243	1127.3	1,400.7		
	6월	6	1	436.1	443	1130.6	501.0		
	7월	145	0	205	350	1133.6	396.8		
	8월	224	0	201	425	1132.3	481.2		
	9월	805	417	8	1,230	1132.5	1,393.0		
	10월	589	715	33	1,337	1133.7	1,515.8	11,185	
	11월	94	169	141	404	1103.0	445.6	-375.9 공손충	
	12월	1285	507	227	2,019	1084.1	2,188.9	-3.4% 적자 수주	
2018년	1월	213	743	126	1,082	1066.0	1,153.4	2,875	
	2월	249	194	143	586	1079.1	632.4	-161.0 공손충	
	3월	210	696	110	1,016	1072.4	1,089.5	-5.6% 적자 수주	후판 15%P △ 가정
	4월	251	1148	278	1,677	1068.7	1,792.2	3,855	
	5월	990	1	214	1,205	1076.4	1,297.1	-233.1 공손충	
	6월	195	356	149	700	1093.4	765.4	-6.0% 적자 수주	후판 추가 10%P △

자료: 하이투자증권 리서치

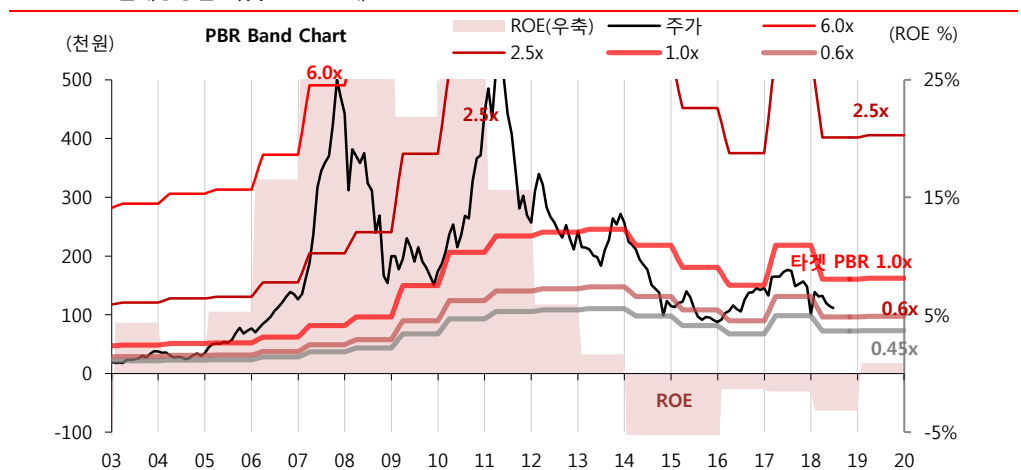
실적 & VALUATION: 신조선가 상승과 총당금으로 실적 턴업 준비, 타겟 PB 1.0배 고수

<도표 3> 타겟 PBR 1.0 배, 목표주가 16만원 고수

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	76	76	76	76	57	69	69	69
					인적분할 ↑	↑ 1.2조원 유증		
EPS	3,667	-23,279	-17,762	-2,207	-3,037	-4,444	2,571	7,507
BPS	226,969	199,655	180,739	149,970	218,335	161,444	164,015	171,522
PBR(고)	1.3	1.2	0.79	1.11	0.94	0.89		
PBR(저)	0.8	0.7	0.44	0.53	0.65	0.56		
ROE	1.6%	-10.9%	-9.3%	-1%	-2%	-2.8%	1.6%	4.5%
적용ROE	1.6%	1.6%	-1.4%	-1.9%	-0.9%	4.5%	3.0%	-1.4%
↳ FWD nY	+0Y	-1Y	+1~2Y	+0~2Y	+0~2Y	+2Y		
COE(고)	1.3%	1.4%	-1.8%	-1.7%	-1.0%	5.0%		
COE(평)	1.6%	1.8%	-2.3%	-2.3%	-1.2%	6.3%		
적용ROE = FWD +0~2Y		1.6%	-1.4%	-1.9%	-0.9%	4.5%		
적용 BPS 18년말					218,335	161,444		
Target PBR							타겟 ~ 현재 ~ 바텀	
							1.00 0.62 0.60	
							161,000 97,000	
목표주가							160,000	
증가(07.23)							99,500	
상승여력							61.8%	

자료: 하이투자증권 리서치

<도표 4> 현대중공업 타겟 PBR 1.0 배



자료: 하이투자증권 리서치

<도표 5> 현대중공업 실적 예상치:

조선: 최근의 철강업계의 요구사항을 수용하는 후판가격 상승 반영 후에 -6% 수주마진(OPM)을 기준에서 3 분기 공손충 Margin -3%로
신조선가 3% 상승 가정치 반영 & 위로금 제거 기저효과

해양: 추가 C/O 등의 환입 요소 없이 고정비 부담으로, 연간 -300 억원 적자 가정

엔진: 조업량 늘면서 증익기조 지속

(십억원)												
현대중공업	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019	2020
현대중공업(존속_역산)												
매출액	4,573	4,460	3,211	3,563	3,043	3,124	2,869	3,216	15,808	12,252	13,146	15,505
영업이익	142	148	67	-342	-124	-176	0	67	15	-232	117	603
금융/기타영업외	14	143	181	-401	-90	-125	-73	-91	-64	-379	126	107
세전사업이익	158	296	254	-735	-199	-301	-73	-24	-27	-597	243	710
	건기, 일렉 매각차익↑				↑중공업 매각 차익							
순이익	114	183	18	-572	26	-234	-56	-18	-257	-282	187	547
지배주주순이익	93	194	80	-540	12	-249	-53	-17	-172	-307	178	519
영업이익률	3.1%	3.3%	2.1%	-9.6%	-4.1%	-5.6%	0.0%	2.1%	0.1%	-1.9%	0.9%	3.9%
지배주주순이익률	2.2%	4.6%	2.3%	-15.5%	0.4%	-8.0%	-1.9%	-0.5%	-1.1%	-2.5%	1.4%	3.3%
EPS(원)		3,429	1,415	-9,523	179	-3,602	-770	-251	-3,037	-4,444	2,571	7,507
BPS		203,570	204,284	196,265	178,240	168,442	167,672	161,444	218,335	161,444	164,015	171,522
조선3(연결)												
매출액	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331	2,180	2,454	9,919	9,116	10,467	12,301
매출 YoY	-30%	-31%	-31%	-39%	-26%	-14%	-3%	18%	-32%	-8%	15%	18%
영업이익	127	146	86	-306	-156	-144	-16	54	52	-262	83	514
영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-6.2%	-0.7%	2.2%	0.5%	-2.9%	0.8%	4.2%
			손실 선반영↑		↑공손충 2,331억원, 위로금 661억원				선가 상승 없이 ↑			
					↑공손충 -1,610억원 ↑공손충률 -3%로 절반 감소 가정				고정비율과만으로도			
①본사 조선(역산)												
매출액	1,418	1,277	997	1,003	969	1,159	954	993	4,694	4,076	5,324	5,961
영업이익	37	50	-5	-144	-131	-80	-18	9	-62	-220	-19	207
영업이익률	2.6%	3.9%	-0.5%	-14.4%	-13.6%	-6.9%	-1.9%	1.0%	-1.3%	-5.4%	-0.4%	3.5%
②현대삼호중공업												
매출액	734	733	725	579	637	624	490	633	2,771	2,383	2,391	3,057
영업이익	43	52	37	-126	-47	-82	-34	-9	6	-173	-41	79
영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-13.2%	-7.0%	-1.4%	0.2%	-7.2%	-1.7%	2.6%
③현대미포조선												
매출액	751	692	518	492	545	548	736	828	2,453	2,776	2,752	3,284
영업이익	47	44	54	-37	23	19	37	53	108	131	143	229
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	5.0%	6.4%	4.4%	4.7%	5.2%	7.0%
해양												
매출액	618	820	529	621	359	273	100	100	2,588	833	438	1,116
영업이익	14	25	35	42	64	15	0	-5	116	74	-34	4
영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%	0.3%	-4.7%	4.5%	8.9%	-7.7%	0.3%
육상 플랜트												
매출액	464	359	266	368	248	248	214	230	1,456	939	777	583
영업이익	28	28	23	9	-23	-18	0	0	88	-41	0	6
영업이익률	6.0%	7.7%	8.7%	2.4%	-9.2%	-7.2%	0.0%	0.0%	6.0%	-4.3%	0.0%	1.0%
엔진												
매출액	268	84	187	248	103	131	203	247	787	794	802	810
영업이익	60	8	16	36	-18	7	5	8	120	3	29	56
영업이익률	22.5%	9.4%	8.7%	14.4%	-17.1%	5.4%	2.6%	3.3%	15.3%	0.4%	3.6%	7.0%

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	17,664	17,656	17,153	18,231
현금 및 현금성자산	3,240	2,616	1,336	1,046
단기금융자산	553	542	531	521
매출채권	5,360	4,996	5,377	6,433
재고자산	845	1,768	2,104	2,363
비유동자산	12,745	12,795	12,859	12,946
유형자산	11,046	11,080	11,134	11,195
무형자산	105	99	93	88
자산총계	30,409	30,451	30,011	31,176
유동부채	15,615	16,971	16,286	16,752
매입채무	1,365	5,297	4,470	4,676
단기차입금	2,818	2,536	2,283	2,054
유동성장기부채	966	65	-	-
비유동부채	2,422	1,120	1,178	1,330
사채	65	0	0	0
장기차입금	832	0	0	0
부채총계	18,037	18,090	17,463	18,082
지배주주지분	11,121	11,166	11,344	11,863
자본금	283	346	346	346
자본잉여금	1,050	2,228	2,228	2,228
이익잉여금	16,237	15,930	16,107	16,627
기타자본항목	-6,877	-7,337	-7,337	-7,337
비지배주주지분	1,251	1,194	1,204	1,231
자본총계	12,372	12,361	12,548	13,094

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	15,469	12,252	13,146	15,505
증가율(%)	-30.6	-20.8	7.3	17.9
매출원가	14,435	11,383	11,444	13,173
매출총이익	1,034	869	1,702	2,333
판매비와관리비	1,019	1,101	1,585	1,730
연구개발비	78	62	66	78
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	15	-232	117	603
증가율(%)	-96.3	-1,683.5	-150.5	414.7
영업이익률(%)	0.1	-1.9	0.9	3.9
이자수익	57	71	55	37
이자비용	91	138	95	86
지분법이익(손실)	22	14	-	-
기타영업외손익	-1,021	-331	124	114
세전계속사업이익	-27	-597	243	710
법인세비용	66	-156	56	163
세전계속이익률(%)	-0.2	-4.9	1.8	4.6
당기순이익	2,703	-282	187	547
순이익률(%)	17.5	-2.3	1.4	3.5
지배주주귀속 순이익	2,458	-307	178	519
기타포괄이익	-86	-33	-33	-33
총포괄이익	2,617	-315	154	513
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	616	174	-2,382	-1,466
당기순이익	2,703	-282	187	547
유형자산감가상각비	537	366	346	339
무형자산상각비	49	6	6	6
지분법관련손실(이익)	22	14	-	-
투자활동 현금흐름	581	-4,639	-4,639	-4,639
유형자산의 처분(취득)	-270	-400	-400	-400
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-
금융상품의 증감	650	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-2,131	-3,431	-2,693	-2,603
단기금융부채의증감	-	-1,400	-319	-228
장기금융부채의증감	-	-897	0	0
자본의증감	-	1,240	-	-
배당금지급	-19	-19	-19	-19
현금및현금성자산의증감	-1,087	-623	-1,281	-289
기초현금및현금성자산	4,327	3,240	2,616	1,336
기말현금및현금성자산	3,240	2,616	1,336	1,046

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	37,633	-4,444	2,571	7,507
BPS	196,265	161,444	164,015	171,522
CFPS	46,611	946	7,663	12,481
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	2.5		38.7	13.3
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	2.1	105.2	13.0	8.0
EV/EBITDA	10.5	44.9	15.5	7.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.2	-2.8	1.6	4.5
EBITDA 이익률	3.9	1.1	3.6	6.1
부채비율	145.8	146.4	139.2	138.1
순부채비율	7.2	-4.5	3.3	3.7
매출채권회전율(x)	1.9	2.4	2.5	2.6
재고자산회전율(x)	6.5	9.4	6.8	6.9

자료 : 현대중공업, 하이투자증권 리서치센터

삼성중공업 | Buy(유지) | TP 11,000원(유지)

2Q18: 드릴쉽 재평가 일회성 요인 빼고는 -4% 안팎 그대로

동사는 2분기 매출 1조 3,466억원(YoY -41%, QoQ +9%)로 전년동기대비 절반 수준의 건조량에서, 영업적자 -1,005억원(적전, 적지)으로 1분기 대비 적자폭을 키웠다. 이는 시추선 관련 손실, 환입 등으로 -390억원 일회성 요인이 발생했기 때문이다.

시추선 관련 일회성은 1) 대우조선해양의 씨드릴 드릴쉽 2기, 적당 3억\$ 매각에 따라, 동사도 재고자산 상태의 계약취소 시추선 3기를 계약금액의 60% 수준으로 재평가하면서 -1,100억원 손실이 발생했지만, 2) New_Seadrill 신주인수권 매각이익 870억원이 발생해 손실폭을 줄였고, 3) 오션리그 드릴쉽 2기 납기연장에 따라 1척에 대한 연장 비용 -470억원이 발생했지만, 4) 시추선 연장에 따른 환평가이익 +310억원이 발생했다.

2분기의 일회성을 제거할 경우 1분기의 일회성 제거 -3.3%에 준하는 -4.6%의 영업이익률을 유지한 셈이다. 당사의 동사에 대한 연간 영업적자폭도 가이드스에 -2,400억원에 준하는 -2,410억원으로 예상치를 제시한다.

<도표 1> 삼성중공업의 3Q17 Review: 일회성 없이 깨끗이 OPM 1.3%, 전분기 일회성 제거 OPM 2.6%대비 수익성 하강

삼성중공업	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사@	차이@/@
매출액	2,299.7	1,751.8	1,412.7	1,240.8	1,346.6	-41%	9%	1,246.0	1,331.0	1%
영업이익	20.6	23.6	-595.9	-47.8	-100.5	적전	적지	-75.3	-90.8	11%
영업외	8.9	-1.7	31.3	-43.0	-72.9	적전	적지	1.6	6.9	-1150%
세전이익	29.5	22.0	-564.5	-90.7	-173.4	적전	적지	-73.6	-83.8	107%
순이익	22.7	23.4	-445.6	-59.5	-142.7	적전	적지	-59.1	-67.1	113%
지배주주순이익	28.6	27.8	-453.3	-58.8	-146.6	적전	적지	-65.2	-71.5	105%
영업이익률	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.8%	-7.5%	-8.4%p	-3.6%p	-6.0%	-6.8%	-0.6%p
세전이익률	1.3%	1.3%	-40.0%	-7.3%	-12.9%	-14.2%p	-5.6%p	-5.9%	-6.3%	-6.6%p
순이익률	1.0%	1.3%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-11.6%p	-5.8%p	-4.7%	-5.0%	-5.6%p
일회성 요인	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	설명				
17년12월	고정비 부담		-280.0	37.0						
	강재가격 인상		-40.0	-44.0						
	17년 적자수주: 공손충		-110.0							
	인력 조정 비용		-60.0							
	시추선 리세일 공정가차		-90.0		-39.0	시추선 관련: 더하기 빼기				
4Q17 실발 추가	원화강: 시추선 재고자차		-24.0							
	위로금 추가 지급		-11.0							
일회성			-615.0	-7.0	-39.0					
			-43.5%	-0.6%	-2.9%					
일회성 제거 영업이익		23.6	19.1	-40.8	-61.5					
영업이익률		1.3%	1.4%	-3.3%	-4.6%					

자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트: LNG선 Berth Slot이 활짝 열린 SHI

동사의 올해 상반기 수주는 목표 82억\$ 대비 상반기 25억\$로 다소 느리다. 해양 목표 27억\$를 제외한 상선만의 55억\$ 대비로는 속도가 나쁘지 않다. 실적 발표날 4,157억원(척당 \$122m)의 셔틀탱커 수주공시도 더해 동사 올해 수주는 30억\$를 넘겼다. 그리고 여기에 더해 하반기부터는 동사의 LNG선 수주 랠리 타이밍이다.

LNG선 시장을 독과점 중인 한국 조선BIG3 중, 경쟁사 현대중공업과 대우조선해양은 14척, 13척의 LNG선을 수주한 데 반해 동사의 올해 수주는 5척에 불과하다. 이를 LNG 경쟁력 약화 등으로 해석하는 일각에서는 오해/오류의 단견도 있지만, 당사는 오히려 장점이라고 생각한다.

경쟁사들의 상선 잔고를 채우기 위한 LNG선 씨리즈 건조를 위한 바겐 세일에서 동사는 피해 있었다. 상반기 동사의 LNG선 단골 고객이 덜 움직인 탓일 수도 있고, 가격 정책 때문일 수도 있다. 당사의 판단은 동사는 가격 정책을 고수했고, 경쟁사가 Berth Slot을 채운 후 \$180m대가 아닌 더 높은 가격으로 수주를 도모했다고 해석한다. 따라서 향후 시장에 나올 여럿 실발주에서 동사의 단납기 Berth Slot은 협상력을 제고시켜줄 것으로 기대한다.

호기를 놓치는 것 아닐까 우려할 수 있다. 그러나 LNG선 발주 랠리는 2011년~2015년 이상의 발주 규모가 몇 년간 펼쳐질 예정이기 때문에 앞으로 물량은 꾸준할 전망이다. 시황 회복이 긴 LNG선 사이클의 경우 동사의 전략이 바람직하다고 판단한다.

BIG3는 늘 전략에 따라 어디가 먼저 받고 어디는 뒤에 받으며, 앞치락뒤치락한다. 과거 LNG선 발주 랠리에서 한 곳이 한해 수주를 석권하면, 이듬해는 다른 조선사 수주가 늘다. BIG3들의 캐파는 비슷하고 돌아가면서 받는 것이다. 현재의 동사 수주 정체는 양질의 수주를 지향하는 오히려 긍정적 투자포인트인 것이다.

동사는 상반기 5척, 그리고 하반기에 최소 상반기 이상의 LNG선 수주가 가능할 것으로 가이던스한다. 동사의 단골 고객이 움직이고 있다는 가이던스는 근거 없는 주장은 아닐 것이다.

<도표 2> BIG3의 LNG 선 수주 이력

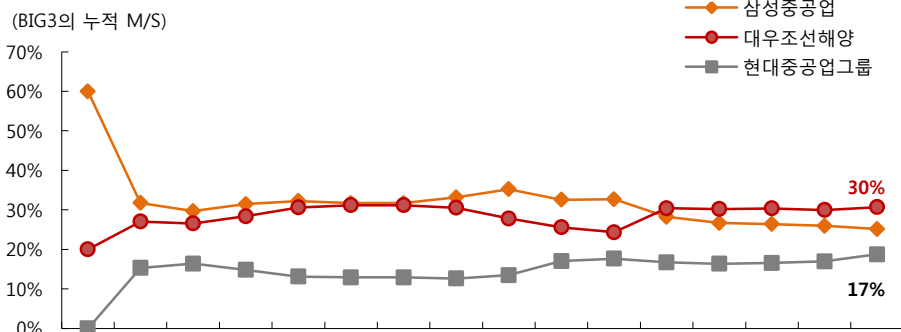
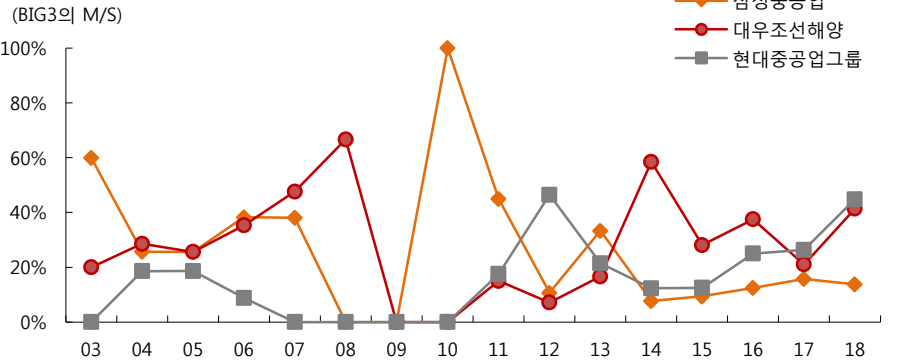
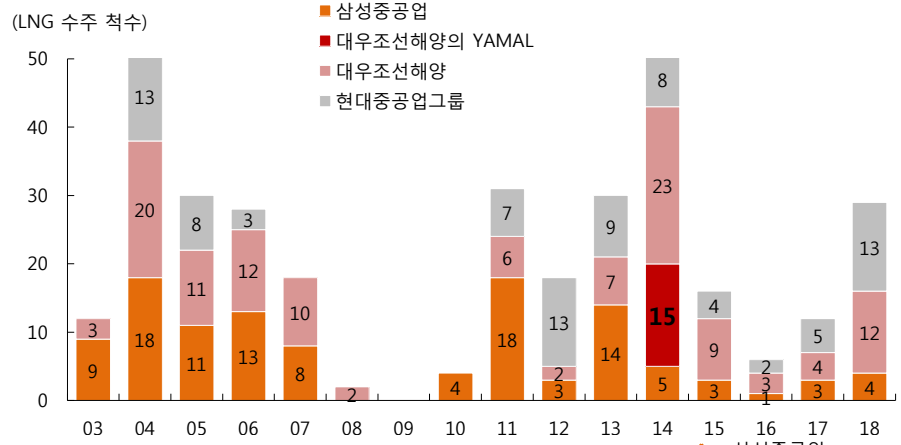
2011년 삼성중공업
 2012년 현대중공업
 2013년 삼성중공업
 2014년~2015년 대우조선해양

2016년~2017년 휴기 비슷

그리고 다시 2018년 현대중공업
 과 대우조선해양이 먼저 달렸는데

계속 이행지는 않을 것임

주식) 오른쪽 수주 척수는 클락슨
 기준으로, 최근 뉴스로 알려진 몇
 몇 LNG선 수주들의 누락이 있을
 수 있음



자료: 하이투자증권 리서치

실적 & VALUATION

비록 2018년 2,400억원 영업적자는 불가피하지만, 이는 5조원 초반의 극단적 건조량에서 비롯된 실적이다. 기저효과로써 2019년을 거쳐 2020년 동사의 매출 성장폭은 조선사들 중 가장 크다. 따라서 향후 건조량 증가 효과를 가장 크게 누릴 곳이 동사이다.

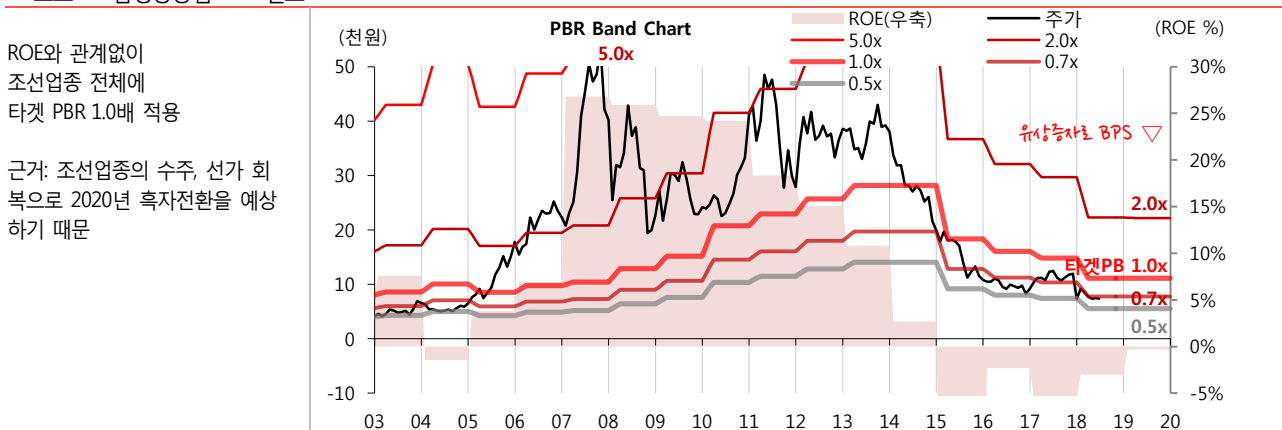
그리고 LNG선 가격 정책, 해양 야드의 안정적 운영으로 수익성에서도 약점이 없다. LNG선과 해양에서의 대장주, 코모디티에 베팅하는 전략 하에서 동사는 최선호주이다.

<도표 3> 삼성중공업 목표주가 타겟 PBR 1.0 배, 목표주가 11,000 원 유지

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	390	390	630	630	630
EPS_유증반영	2,737	646	-5,218	-311	-868	-467	-36	321
BPS	25,308	23,973	18,344	16,058	14,841	10,976	10,941	11,262
PBR(고)	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	0.7		
PBR	1.5	1.2	0.9	0.6	0.8	0.6		
PBR(저)	1.2	0.8	0.5	0.4	0.6	0.5		
ROE	11.4%	2.6%	-24.7%	-2%	-5.6%	-4.6%	-0.3%	2.9%
적용ROE = 2020년		2.6%	-13.5%	-4.0%	-5.1%	2.9%		
적용COE = TRL 참조					N/A	N/A		
적용 BPS					14,841	10,976		
Target PBR						타겟	~ 현재 ~	바텀
적정주가						1.00	0.57	0.60
목표주가						10,980		6,590
증가(07.23)						11,000		
상승여력						6,300		
						75%		

자료: 하이투자증권 리서치

<도표 4> 삼성중공업 PBR 밴드



자료: 하이투자증권 리서치

<도표 5> 삼성중공업 실적: 연간 매출 5.1 조원, 2,400 억원 영업적자 가이드스에 준함,
2020년 흑자전환 여부가 관건!

계정									(십억원)				
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	1,372	1,423	10,414	7,901	5,382	6,952	8,064
영업이익	27	21	24	-596	-48	-101	-54	-39	-147	-524	-241	-61	213
금융/기타영업외	22	9	-2	31	-43	-73	0	-1	79	61	-117	36	32
세전사업이익	49	29	22	-565	-91	-173	-54	-39	-69	-464	-357	-25	244
지배주주 순이익	58	29	28	-453	-59	-147	-50	-38	-121	-339	-294	-23	202
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.8%	-7.5%	-3.9%	-2.7%	-1.4%	-6.6%	-4.5%	-0.9%	2.6%
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-3.3%	-2.5%	-1.3%	-4.3%	-5.3%	-0.3%	2.3%
EPS(원)	149	73	71	-1,162	-151	-233	-80	-61	-311	-868	-467	-36	321
BPS(원)	15,851	16,161	16,108	14,841	14,642	11,070	10,990	10,976	16,058	14,841	10,976	10,941	11,262

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,780	4,868	4,718	5,109
현금 및 현금성자산	354	1,001	146	56
단기금융자산	1,262	1,249	1,237	1,224
매출채권	3,607	1,495	1,980	2,316
재고자산	1,217	832	1,075	1,247
비유동자산	7,038	7,287	7,549	7,790
유형자산	6,163	6,368	6,561	6,743
무형자산	92	58	37	24
자산총계	13,818	12,155	12,267	12,899
유동부채	7,145	4,766	5,045	5,491
매입채무	643	-328	149	513
단기차입금	1,979	1,379	1,079	1,079
유동성장기부채	1,488	988	939	892
비유동부채	875	455	307	306
사채	92	0	0	0
장기차입금	524	224	74	71
부채총계	8,021	5,221	5,353	5,797
지배주주지분	5,790	6,915	6,893	7,095
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	961	961	961
이익잉여금	3,198	2,904	2,882	3,084
기타자본항목	-118	-100	-100	-100
비지배주주지분	8	19	22	8
자본총계	5,797	6,934	6,914	7,102

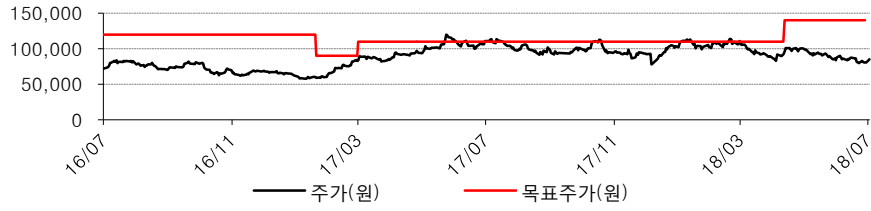
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,901	5,382	6,952	8,064
증가율(%)	-24.1	-31.9	29.2	16.0
매출원가	8,052	5,270	6,579	7,348
매출총이익	-150	112	373	715
판매비와관리비	374	353	434	503
연구개발비	60	41	53	61
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-524	-241	-61	213
증가율(%)	256.1	-54.1	-74.6	-448.3
영업이익률(%)	-6.6	-4.5	-0.9	2.6
이자수익	25	43	32	24
이자비용	52	67	43	39
지분법이익(손실)	0	0	-	-
기타영업외손익	18	-61	120	120
세전계속사업이익	-464	-357	-25	244
법인세비용	-123	-74	-6	56
세전계속이익률(%)	-5.9	-6.6	-0.4	3.0
당기순이익	-341	-283	-19	188
순이익률(%)	-4.3	-5.3	-0.3	2.3
지배주주귀속 순이익	-339	-294	-23	202
기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
총포괄이익	-478	-421	-157	51
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	540	655	-600	-302
당기순이익	-341	-283	-19	188
유형자산감가상각비	280	315	327	338
무형자산상각비	35	33	21	13
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-
투자활동 현금흐름	-74	-862	-892	-876
유형자산의 처분(취득)	-92	-520	-520	-520
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	48	-24	-54	-38
재무활동 현금흐름	-957	-246	-499	-51
단기금융부채의증감	-1,724	-1,263	-349	-47
장기금융부채의증감	767	-392	-150	-4
자본의증감	-	1,402	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-631	648	-855	-90
기초현금및현금성자산	984	354	1,001	146
기말현금및현금성자산	354	1,001	146	56

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-766	-467	-36	321
BPS	14,841	10,976	10,941	11,262
CFPS	-55	86	517	879
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				19.6
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6
PCR	-117.2	73.5	12.2	7.2
EV/EBITDA	-	40.1	16.3	8.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.6	-4.6	-0.3	2.9
EBITDA 이익률	-2.7	2.0	4.1	7.0
부채비율	138.3	75.3	77.4	81.6
순부채비율	42.6	4.9	10.3	10.7
매출채권회전율(x)	1.7	2.1	4.0	3.8
재고자산회전율(x)	6.5	5.3	7.3	6.9

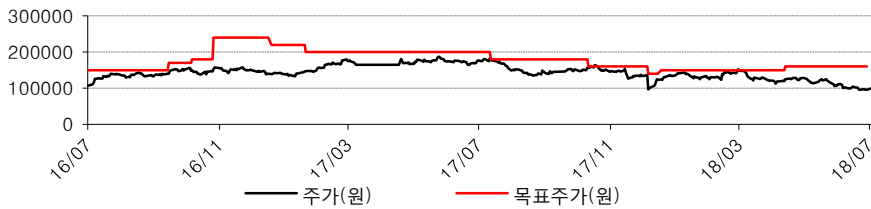
자료 : 삼성중공업, 하이투자증권 리서치센터

현대미포조선(010620)



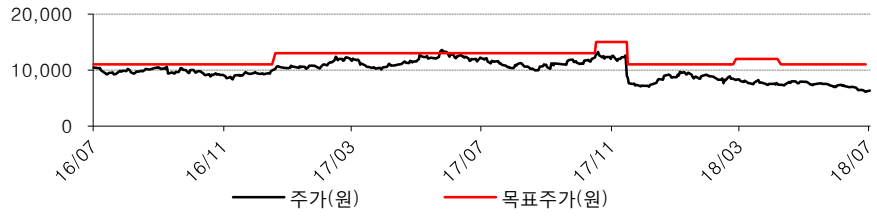
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주 가 대비	최고(최저) 주가대비
2017-02-10	Buy	90,000	6개월	-21.2%	-6.6%						
2017-03-22	Buy	110,000	6개월	-9.5%	9.1%						
2017-06-20	Hold	110,000	6개월	-8.3%	3.2%						
2017-08-02	Hold	110,000	1년	-11.2%	2.3%						
2018-01-08	Buy	110,000	1년	-7.5%	3.6%						
2018-05-03	Buy	140,000	1년								

현대중공업(009540)



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주 가 대비	최고(최저) 주가대비
2016-10-05	Buy	170,000	6개월	-19.3%	-16.9%						
2016-10-27	Buy	180,000	6개월	-27.9%	-25.6%						
2016-11-16	Buy	240,000	6개월	-43.3%	-40.2%						
2017-01-09	Buy	220,000	6개월	-42.0%	-39.5%						
2017-02-10	Buy	200,000	6개월	-22.3%	-11.0%						
2017-06-20	Hold	200,000	6개월	-17.2%	-12.9%						
2017-08-02	Hold	180,000	1년	-20.3%	-5.6%						
2017-11-01	Hold	160,000	1년	-13.5%	-2.1%						
2017-12-27	Hold	140,000	1년	-21.9%	-15.1%						
2018-01-08	Buy	150,000	1년	-12.5%	1.3%						
2018-05-04	Buy	160,000	1년								

삼성중공업(010140)



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2017-01-09	Buy	13,000	6개월	-22.6%	-7.7%						
2017-06-20	Hold	13,000	6개월	-17.4%	-12.8%						
2017-07-28	Hold	13,000	1년	-25.3%	-17.2%						
2017-11-07	Buy	15,000	1년	-28.5%	-22.0%						
2017-12-07	Buy	11,000	1년	-31.3%	-19.5%						
2018-03-19	Buy	12,000	1년	-35.4%	-30.4%						
2018-04-30	Buy	11,000	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 현대중공업, 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(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 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

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