

# 현대미포조선

# BUY(유지)

010620 기업분석 | 조선

목표주가(유지)	120,000원	현재주가(10/12)	95,900원	Up/Downside	+25.1%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 10. 15

## 베트남 비나신 탐방기: 시스템 + $\alpha$ 확인!

### News

**베트남 동남단 칸호아성 해안의 현대비나신조선을 방문하고 추세적인 성장을 감지:** 지난 10월 10일부터 12일까지, 3일간 베트남 북부 하노이에서 현대건설기계 대리점을 방문하고 동남단 해안의 칸호아성 소재 현대비나신조선을 야드 투어 하였다. 현대비나신조선은 합작법인으로 96년 3월에 설립 이후 11년에 수리사업을 종료하기까지 90척 이상의 선박을 수리/개조하였고, 09년부터 신조선 명명식을 시작하면서 18년 10월 현재까지 총 95척의 신조선을 건조하여 인도하였다.

### Comment

**현대비나신조선은 울산 현대미포조선에서 검증된 시스템에 낮은 인건비를 바탕으로 차별화 뚜렷:** 현대비나신조선은 노무비가 매출액에서 6% 수준으로 현재저히 낮은 등 현대미포조선과 원가 구조가 다르다. 다만, 해외 조선소 설립에 낮은 인건비가 매력적인 조건일 수는 있지만, 생존을 보장하지는 않는다. 현대비나신조선은 현대미포조선을 답습하면서 다양한 선박 수리 경험을 쌓은 후 벌크선 그리고 PC선을 반복 건조하고 있다. 도크 크기도 380m x 65m로 똑같이 현대미포조선의 건조 시스템을 그대로 적용하면서 안정성을 높이는 전략이 생존과 더불어 추가 성장을 가능하게 만들고 있다.

### Action

**현대미포조선의 추가 성장에 전초기지가 될 현대비나신조선을 보고 비중확대전락을 유지:** 모 회사의 축적된 세계 최고 경쟁력의 PC선 건조 노하우를 현대비나신조선은 같은 사이즈 도크에서 연속 건조로 학습을 이어가고 있다. 해외 전초기지로 매출 성장 및 수익성 개선이 돋보이는 현대비나신조선이 성장하면서 현대미포조선의 기업가치는 추가로 향상될 전망이다. BUY!

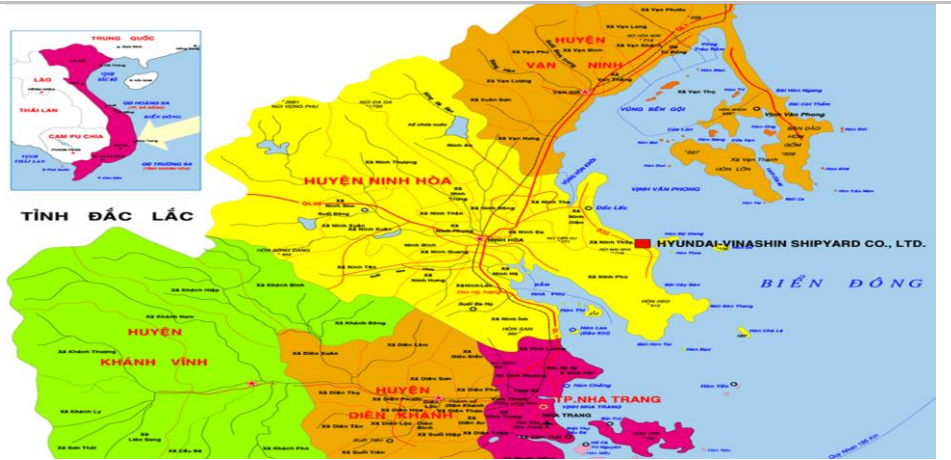
Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원 원 배 %)							
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	77,700/114,000원
매출액	3,446	2,453	2,272	2,409	2,529	KOSDAQ /KOSPI	732/2,162pt
(증가율)	-25.9	-28.8	-7.4	6.0	5.0	시가총액	19,180억원
영업이익	191	108	70	123	173	60일-평균거래량	164,599
(증가율)	187.0	-43.5	-34.8	74.2	40.8	외국인지분율	9.8%
지배주주순이익	35	437	101	73	112	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
EPS	1,729	21,847	5,067	3,666	5,612	주요주주	현대상호중공업 외 4인 42.8%
PER (H/L)	49.5/29.0	5.6/2.6	18.9	26.2	17.1	(천원)	
PBR (H/L)	0.8/0.5	1.1/0.5	0.8	0.8	0.8	현대미포조선(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	9.6/6.9	15.1/7.2	14.5	9.6	7.6	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	5.5	4.4	3.1	5.1	6.8	0	
ROE	1.8	20.0	4.5	3.1	4.6	200	
						17/10	18/01
						18/05	18/08
						0	0
						주간상승률	1M 3M 12M
						절대기준	0.4 18.8 0.9
						상대기준	6.0 25.6 15.6

## 낮은 인건비 아래 모회사에서 검증된 시스템 적용이 현대비나신조선의 경쟁력

베트남에서 거의 유일하게 글로벌 선박 건조 경쟁력을 갖춘 현대비나신조선을 방문

지난 10월 10일부터 12일까지, 3일간 베트남 북부 하노이에서 현대건설기계 대리점을 방문하고, 동남단 해안의 칸호아성 소재 현대비나신조선을 야드 투어 하였다. 아래 지도로 나타난 것처럼 현대비나신조선은 최근 휴양지로 부상하고 있는 나트랑에서 55km 북쪽인 칸호아성의 해안에 소재하고 있다.

도표 1. 베트남 동남단 도시인 나트랑에서 차량으로 1시간 거리에 소재한 현대비나신조선



자료: 회사자료, DB금융투자

현대비나신조선은 현대중공업 그룹과 베트남 국영조선소가 합작한 법인으로 96년 3월에 설립되었다. 현대미포조선이 설립 이후 오랫동안 선박 수리업을 가져갔던 것과 유사하게 현대비나신조선도 11년에 수리사업을 종료하기까지 900척 이상의 선박을 수리/개조한 경험을 가지고 있다. 07년에 글로벌 조선 산업이 슈퍼사이클의 정점을 기록할 때 현대비나신조선은 처음으로 신조선 수주로 4.7억불을 확보하였다. 09년에 첫 번째로 신조선 선박에 대한 신조선 명명식을 시작하면서 18년 10월 현재까지 벌크선과 PC선으로만 총 95척의 신조선을 건조하여 인도하였다.

도표 2. 현대비나신조선 연혁

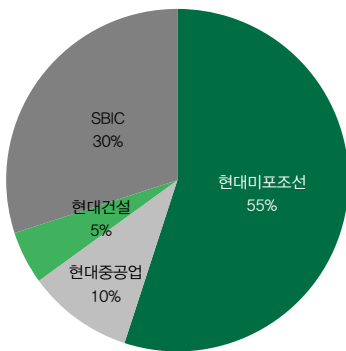
일자	주요 내역
1996.3	현대비나신 베트남 합작조선소 1996.3.22 설립
1996.11	현대비나신 베트남 합작조선소 건설 기공
1999.04	베트남 현지법인[현대-비나신조선소] 준공
1996~2008	900척 이상 선박 수리/개조 실적을 획득
2009.07	현대비나신조선소 신조 1차선 명명(E.R.BERGAMO)
2011.03	현대비나신조선소 신조 전환 완료[수리사업 종료]
2018.10	현대비나신조선소가 현재까지 95척의 신조선 건조 후 인도

자료: 회사자료, DB금융투자

2009년부터 신조선 인도를 시작하며 현재까지 벌크선 57척, PC선 38척 인도

96년에 설립된 현대비나신조선의 최대 주주는 현대중공업 그룹으로 총 65%를 보유하고 있다. 세부적으로 현대미포조선이 55% 그리고 현대중공업은 10% 지분이다. 베트남 현지 합작사는 Vietnam Shipbuilding Industry Group으로 국영조선소로써 현대비나신조선이 50년간 임대하는 부지를 제공하였다. 총 5천명 가량 인력이 근무하고 있으며 한국 직원은 87명이고 경영을 총괄하고 있다. 방문 당시 현대비나신조선 선주감독관으로 지난 5년간 현지에서 함께한 Salvatore Spinali 신조총괄책임자와 미팅을 했다. MR탱커의 경우 현대미포조선과 현대비나신조선이 글로벌 1, 2위 경쟁력으로 소개하였다.

도표 3. 현대비나신조선 출자 현황



자료: 회사자료, DB금융투자

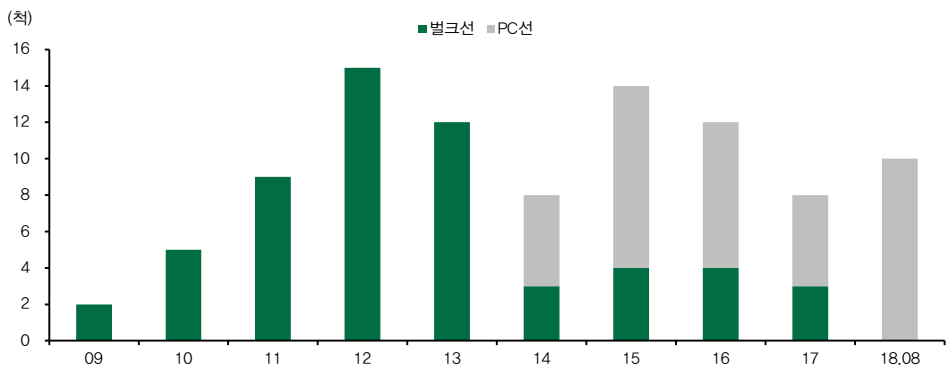
도표 4. 현대비나신조선 야드의 본관 앞



자료: DB금융투자

현대비나신조선은 현대미포조선을 답습하면서 다양한 선박 수리 경험을 쌓았다. 신조선으로 사업 영역을 확대한 이이 먼저 벌크선을 연속건조하며 17년까지 9년간 57척을 인도하였다. 그리고 PC선을 14년부터 현재까지 반복 건조하면서 총 38척을 인도하였다. 현대비나신조선의 2도크는 현대미포조선이 울산에 보유한 도크와 크기가 380m x 65m로 똑같이 모회사의 건조 시스템을 그대로 적용하면서 안정성을 높이는 전략이 생존과 더불어 추가 성장을 가능하게 만들고 있다.

도표 5. 현대비나신조선 연도별 신조선 인도 실적

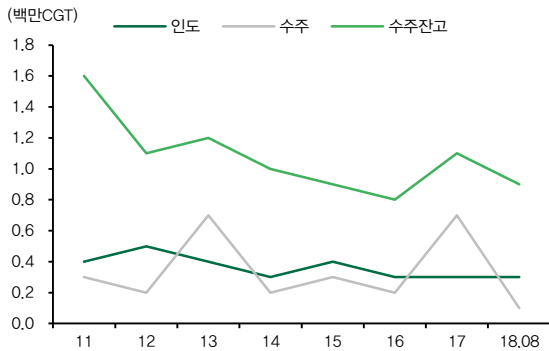


자료: 회사자료, DB금융투자

### 베트남에서 글로벌 상위 150위 내에 속한 조선소는 현대비나신조선이 24위로 유일

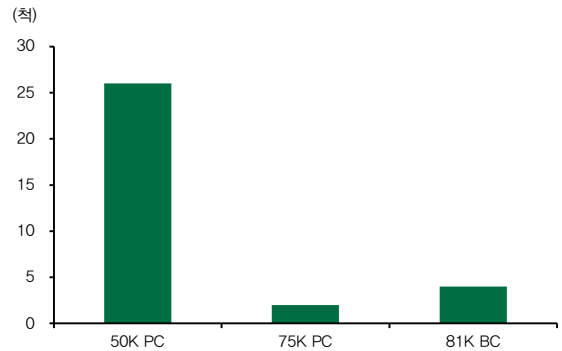
18년 3월말 클락슨 통계기준으로 베트남은 총 117개의 조선소가 있으나 가동 중인 조선소는 17개로 파악된다. 17년말 수주잔량기준 세계 9위의 조선국가로 기본적으로 조선업에 대한 이해도가 높은 편이다. 다만, 08년 글로벌 금융위기 이후 글로벌 선박 발주가 위축되면서 베트남 국영조선소도 부실화되는 등 현지 조선소들이 쇠퇴하고 있다. CGT기준으로 현대비나신조선의 수주/인도/수주잔고 수치가 베트남 전체 수치와 크게 차이가 없는 상황이다.

도표 6. 베트남의 선박 연도별 인도/수주/수주잔고



자료: Clarksons, DB금융투자

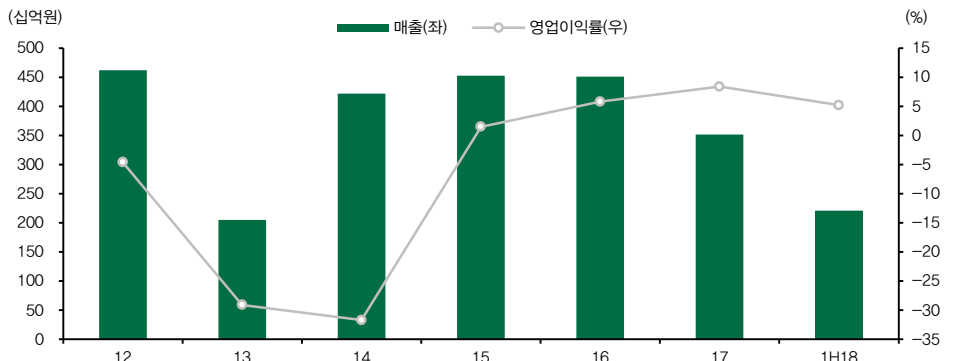
도표 7. 현대비나신조선의 수주잔고(2018년 10월 현재)



자료: 회사자료, DB금융투자

현대비나신조선은 노무비가 매출액에서 6% 수준으로 현저히 낮은 등 현대미포조선과 원가 구조가 다르다. 다만, 해외 조선소 설립에 낮은 인건비가 매력적인 조건일 수는 있지만, 생존을 보장하지는 않는다. 현대비나신조선은 현대미포조선의 시스템을 그대로 답습하면서 PC선을 반복 건조를 통해 경쟁력을 높이고 있다. 일 예로 현대미포조선은 V1234라는 비전을 통해 PC선을 수주 후 인도까지 12개월 이내에 완성하고 도크 건조기간을 34일로 추진하고 있다. 현대비나신조선도 V1555 비전을 제시하면서 수주 후 인도까지 15개월 그리고 도크 건조기간을 55일로 목표하고 있다. 3개월의 건조기간 차이는 모회사 대비 자재 운송에 1개월이 더 소요되고 도크 및 암벽 등 생산이 2개월 더 길기 때문이다.

도표 8. 현대비나신조선 별도기준 연도별 매출액 및 영업이익률



자료: 회사자료, DB금융투자

도표 9. 현대비나신조선 비전



자료: DB금융투자

도표 10. 현대비나신조선 2도크에서 PC선 건조 모습



자료: DB금융투자

도표 11. 현대비나신조선 선박 블록들



자료: DB금융투자

도표 12. 현대비나신조선 암벽에서 건조중인 PC선



자료: DB금융투자

도표 13. 현대비나신조선 옥내 조립장



자료: DB금융투자

도표 14. 현대비나신조선의 Jib Crane



자료: DB금융투자



## 현대건설기계는 베트남에서 딜러 확충을 통해 신규 건설기계 판매 증대를 전망

베트남에 도착한 첫날인 10월 10일에 수도인 하노이 소재 현대건설기계의 초대형 딜러와 미팅을 하고 인접한 곳에 딜러 회사를 방문하였다. 베트남의 굴삭기 연간 판매량은 12,000대로 높으나 신차 판매가 7~8백대이고 나머지는 중고장비 판매이다. 현대건설기계를 포함해 히타치, 볼보 등이 베트남에서 신규 굴삭기 판매 점유율을 각각 20% 전후 가져가는 상위 업체들이다. 중고 굴삭기의 연식이 오래되었고 환경에 대한 인식이 높아지면서 신규 굴삭기 수요가 베트남에서 높아질 전망이다.

도표 15. 베트남 하노이 소재 현대건설기계 딜러의 신차



자료: DB금융투자

도표 16. 베트남 하노이 소재 현대건설기계 딜러의 중고차



자료: DB금융투자

## 베트남 경제 성장과 흐름을 같이한 현대중공업 그룹의 비나신조선소

밝은 경제전망이 우세한 가운데 한국 기업들에게 베트남은 가장 높은 투자 대상국

베트남은 인구가 9,400만명으로 조사되어있지만, 실제로는 1억명 이상이다. 평균연령이 30.1세로 젊고, 여성과 남성의 비율이 5:5이다. 베트남 사람들은 직업이 2개인 경우 많으며, 업무시간 외 혹은 주말에도 일함에 따라 인당 GDP는 공식적인 수치보다 더 높을 것으로 보고 있다. 베트남 경제는 외국인투자 유입과 다양한 무역협정 체결 등으로 성장 전망이 밝다. 경제 성장은 5~6%로 유지되고 있으나 인건비 상승이 가파르다. 외국인 직접투자자와 함께 중국 공장들이 베트남으로 많이 이전하였다. 대졸 신입 평균은 300~400달러로 낮으나, 한국은 부장과 신입의 연봉 차이가 3배 정도지만 베트남은 10배가량으로 차이가 크다. 베트남은 아직 시장이 활발해 3~4년마다 회사를 옮기며 몸값을 높인다.

도표 17. 베트남 주요 경제지표

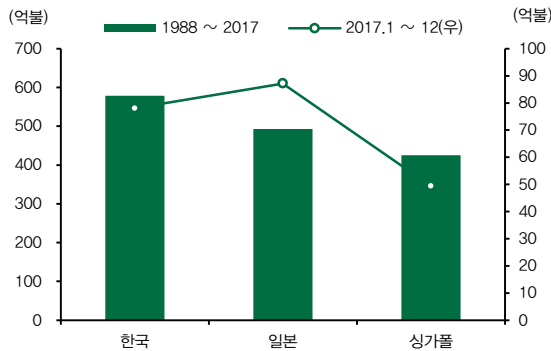
(단위: 억달러, %, 천동/달러)

구분	2013	2014	2015	2016	2017
GDP(억\$)	1705	1859	1915	2005	2158
1인당 GDP(\$)	1902	2050	2088	2164	2306
외환보유액(억\$)	259	342	283	283	285
경제성장률(%)	5.4	6	6.7	6.1	6.8
소비자물가상승률(%)	6.6	4.1	0.6	2.7	3.5
환율(달러당, 연중, 천D)	21	21.2	21.9	22.3	22.6

자료: 수출입은행, DB금융투자

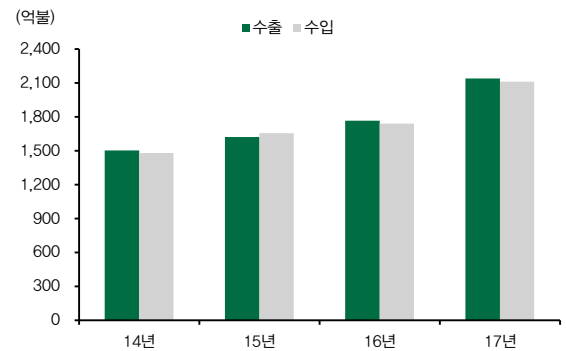
한국은 베트남과 92년 수교 이후, 전략적 협력 파트너 관계를 유지하고 있다. 92년에 대사급 수교관계를 맺었고 01년에 21세기 포괄적 동반자 관계 그리고 09년에 전략적 협력 파트너 관계로 격상하였다. 베트남 내 한국 교민 수는 11만명이고, 호치민에 8만명 하노이에 3만명으로 추정된다. 한국은 99년부터 17년까지 누계로 베트남에 제일 많이 투자한 국가이다. 예를 들어 삼성전자는 베트남 총 수출액의 25%를 차지한다. 베트남은 생산율이 타 동남아대비 1/3수준이나, 노사분규가 없고 종교적 갈등도 없다. 현대중공업 그룹은 22년 전에 베트남에 진출하여 현재까지 조선업을 이어가고 있다.

도표 18. 베트남 외국인 직접투자 규모: 한국 1위



자료: 외교부, DB금융투자

도표 19. 베트남의 연도별 수출입 실적



자료: 한국무역협회, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	6,546	6,776	6,772	6,786	6,771
현금및현금성자산	804	562	686	748	655
매출채권및기타채권	1,302	844	826	825	847
재고자산	162	96	91	96	100
비유동자산	2,680	1,543	1,520	1,506	1,496
유형자산	1,126	1,090	1,075	1,062	1,053
무형자산	179	3	2	1	0
투자자산	1,296	292	284	284	284
자산총계	9,226	8,319	8,292	8,292	8,267
유동부채	5,472	5,905	5,775	5,705	5,566
매입채무및기타채무	1,405	889	834	831	869
단기차입금및단기차채	2,502	223	203	173	123
유동성장기부채	368	239	209	189	159
비유동부채	1,496	76	76	71	71
사채및차입금	464	0	0	0	0
부채총계	6,968	5,980	5,851	5,776	5,637
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83	83
이익잉여금	1,280	1,719	1,820	1,894	2,006
비배주주지분	116	122	123	125	126
자본총계	2,258	2,339	2,442	2,516	2,630

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	3,446	2,453	2,272	2,409	2,529
매출원가	3,098	2,245	2,106	2,190	2,253
매출총이익	348	209	167	219	276
판관비	157	101	96	96	103
영업이익	191	108	70	123	173
EBITDA	243	159	120	170	216
영업외손익	0	625	64	-25	-23
금융손익	17	714	40	12	4
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-17	-89	24	-37	-27
세전이익	191	733	135	98	150
중단사업이익	-111	-116	0	0	0
당기순이익	40	445	102	74	114
자배주주지분순이익	35	437	101	73	112
비배주주지분순이익	5	8	1	1	2
총포괄이익	473	81	102	74	114
증감률(%YoY)					
매출액	-25.9	-28.8	-7.4	6.0	5.0
영업이익	187.0	-43.5	-34.8	74.2	40.8
EPS	-9.5	1,163.8	-76.8	-27.7	53.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	530	-679	180	151	23
당기순이익	40	445	102	74	114
현금유출이없는비용및수익	233	-263	63	73	81
유형및무형자산상각비	52	51	50	48	44
영업관련자산부채변동	237	-855	48	27	-136
매출채권및기타채권의감소	50	-35	18	-1	-22
재고자산의감소	94	63	5	-5	-4
매입채무및기타채무의증가	-729	106	-55	-3	38
투자활동현금흐름	108	741	-2	-31	-33
CAPEX	-30	-65	-34	-34	-34
투자자산의순증	-56	1,005	7	0	0
재무활동현금흐름	-490	-205	-54	-59	-83
사채및차입금의 증가	-114	-4,951	-50	-55	-80
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-99	0	0	0
현금의증가	148	-242	124	62	-93
기초현금	657	804	562	686	758
기말현금	804	562	686	748	655

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	1,729	21,847	5,067	3,666	5,612
BPS	107,123	110,839	115,906	119,572	125,184
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	38.9	3.6	18.9	26.2	17.1
P/B	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.3	9.9	14.5	9.6	7.6
수익성(%)					
영업이익률	5.5	4.4	3.1	5.1	6.8
EBITDA마진	7.1	6.5	5.3	7.1	8.6
순이익률	1.1	18.1	4.5	3.1	4.5
ROE	1.8	20.0	4.5	3.1	4.6
ROA	0.4	5.1	1.2	0.9	1.4
ROIC	11.1	4.7	2.9	5.2	7.2
안정성및기타					
부채비율(%)	308.5	255.7	239.6	229.6	214.3
이자보상배율(배)	5.8	3.8	16.0	31.5	53.3
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 현대미포조선 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

현대미포조선 현황 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
15/10/27	Buy	92,000	-24.9	-9.1	18/01/15	Buy	125,000	-17.2	-8.8
16/10/21	Hold	92,000	-15.7	-12.8	18/04/20	Buy	115,000	-20.8	-12.2
16/10/27	Hold	78,000	-14.3	-7.4	18/08/29	Buy	120,000	-	-
16/11/29	Hold	72,000	-6.5	24.3					
17/03/27	Hold	89,000	-2.6	6.1					
17/04/28	Hold	96,000	5.7	25.0					
17/06/22	Hold	120,000	-16.8	-5.4					

주: \*표는 담당자 변경