

## Industry Brief

2018-11-01

## [조선 3Q18 Review]

## 복잡한 일회성 속에 숨겨진 텐션

## Overwieght (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
현대중공업(095400)	BUY	160,000 원
현대미포조선(010620)	BUY	140,000 원
삼성중공업(010140)	BUY	11,000 원

## 3Q18 리뷰: 복잡한 일회성을 사이에 숨겨진 신조선가 상승과 공손총 축소

현대중공업 그룹에 국한된 이야기 같겠지만, 신조선가와 미래 실적에 대한 공통 이슈이다. 상반기 현대중공업 그룹은 해당 분기 수주물량에 바로 공사손실충당금을 쌓아왔다. 후반인상까지 반영해 2분기 수주에서는 -6% 영업이익률에 해당하는 공손총을 쌓았다. 신조선가는 연초부터 텐어라운드를 시작해, 2분기와 3분기 더 가파르게 상승했다. 신조선가가 올랐으니 충당금은 당연히 줄어야 하는데, 이번 3Q18에서 이를 확인했다. 현대미포조선의 공손총 Ratio는 2Q18 -2.5%에서 3Q18 -1.5%로 줄었고 현대중공업 그룹 전체는 -6%에서 -2.3%로 역시 크게 줄었다.

한국 조선사는 2년 이상의 매출 잔고를 확보했고 협상력은 계속 더 강해지고 있다. 3사 모두 신조선가 추가 상승에 대한 확신을 보인다. 본 연구원도 확신한다. MSI 등의 해외 유력기관도 2021년까지 신조선가 상승을 예상한다. 4분기 공손총이 더 줄고, 일회성을 제거한 실적은 더 개선될 것이다.

## 이슈 1: 현대미포조선의 수주 쓸림

현대미포조선의 3Q 영업이익은 전분기대비 +15% 늘어, 증익에 성공했다. 동사 매출은 8월~9월 YoY +19% 돌아섰는데 건조량 증가는 4분기에 더 강해진다. 이는 곧, 고정비 개선과 수익성 개선으로 이어질 텐이다. 미포의 약점은 LNG 덕분에 호조를 보이는 대형사에 비해 느린 수주이다. 그러나 사측은 9월까지 18억\$(달성을 60%)에 그쳤지만 연말까지 목표 30억\$를 충분히 달성할 수 있다고 자신한다. 이는, 현재 30여척의 LOI 와 옵션을 보유하고 있기 때문이다. 연말까지 현대미포조선의 수주 모멘텀에 베팅하자.

## 이슈 2: 영업적자 -4,200 억원으로 적자폭 확대 정정한 삼성중공업: 좋아보인다

삼성중공업은 Egina C/O 0.2 조원을 받았지만, 현대중공업보다 한박자 늦게 3분기 강재가격 상승 -1,800 억원과 임단협 900 억원 반영해, 연초 영업적자 가이던스 -2,400 억원을 넘겼다. 2018년 실적 전망치를 연간 영업적자 -4,200 억원으로 정정했는데, 이는 4분기에도 -1,420 억원 영업적자라는 안내이다. 놀랄 수도 있고 걱정도 될 텐이다.

그러나, 4Q18에 매출 부족에 따른 -600 억원 영업적자 외에 -800 억원은 잔고에 보이는 적자요인에 또 충당금을 쌓겠다는 의도이다. 2019년 건조량/매출 회복과 함께 무조건 흑자전환하겠다는 의도로 보인다. 알려진 적자는 큰 악재가 아니다. 드릴쉽 매각으로 순현금으로 전환되고, 대형 해양 공사 3개에서 수주가능성이 높아 파이프라인이 가장 강하다.

## VALUATION &amp; 투자전략: 삼성중공업, 현대미포조선 선호주 견지

3Q18 실적을 받아보고, 실적 예상치를 변경함에 목표주가 변경 이슈는 없다.

가장 빠른 실적 텐어라운드와 연말까지 수주 쓸림의 현대미포조선, 바닥이 가장 깊어 VALUATION이 싸고, 향후 해양에서 수주모멘텀이 가장 많을 삼성중공업을 선호주로 추천한다.

## I. 조선 3사 3Q18 Review

### 1. 일회성이 뒤섞인 복잡한 3Q18… 그러나…

**현대미포 증익, 컨센 하회**

현대미포조선은 전분기 대비 턴어라운드에 성공했지만 컨센서스를 하회했고, 현대중공업은 흑자전환하며 서프라이즈를 시현했지만 해양의 C/O 때문이고, 삼성중공업은 한발 늦게 강재가격 인상을 반영하는 등 대규모 적자를 시현하며 컨센서를 하회했다. 일회성이 아주 많아, 아주 복잡하다(그림 1).

**삼성중공업 대규모  
적자로, 컨센 하회**

현대중공업 그룹의 올해 실적에서 관전포인트는 “당 분기 수주물량에 대한 공사손실충당금”이었다. 1 분기와 2 분기 각각 수주물량에 -5.4%, -6.0%의 충당금을 설정했다. 그러나, 신조선 가가 오르면 딱 그만큼 공손충이 줄어들기 때문에 올해 여름부터의 가파른 신조선 가 상승에 따라 현대중공업 그룹의 조선 부문 실적이 3Q18부터 좋아질 것으로 예상 및 기대했다.

그리고 다행히 3 분기 공사손실충당금 Ratio 와 절대값 감소를 확인했다. 아주 복잡하고 다양한 일회성에 가려 해석이 어렵지만, 내용은 좋았다.

**현대미포조선  
공손충 줄이면서  
QoQ + 15% 성장**

현대미포조선의 3Q18 영업이익은 전분기 대비 +15% 성장한 215 억원(3.7%)을 기록했다. 현대미포조선의 공손충 Ratio 는 -1.5%로 전분기의 -2.5% 대비 -1.0%p 줄었다.

**현대중공업 복잡한 일회성  
(▽특수선과 상선 일회성  
손실,**

현대중공업(연결 조선)의 공손충 Ratio 도 2 분기 -6.0%에서 3 분기 -2.3%로 큰 폭 개선되었다.

**▽ 기밀환율 하락으로  
환입 감소  
▽ 줄어들었지만 공손충)**

그러나 현대중공업은 1) 특수선과 상선에서 1,232 억원의 일회성 손실이 발생했고, 2) 3 분기 기밀 환율이 9 원(-0.8%) 전분기 기밀대비 작아서 2 분기의 환율 변동에 따른 환입에 비해 1,421 억원이 줄었고, 3) 공손충은 줄었지만 1,159 억원이 더해져 총 -3,812 억원의 적자요인이 발생했다.

**▲해양 C/O  
로 영업이익  
흑자전환**

그러나 Nasr2 의 C/O 0.2 조원 등 해양에서 3,390 억원 영업이익으로, 현대중공업의 연결 영업이익은 +289 억원, 흑자전환에 성공했다.

삼성중공업 3분기 후판  
반영  
4분기에도 털고 가겠다

삼성중공업은 3 분기 Egina FPSO C/O 0.2 조원원을 받아냈지만, 임단협 타결에 따른 -900 억원, 현대중공업 그룹 대비 한 발 늦은 강재가격 인상 반영 - 1,770 억원으로 -0.3 조원에 달하는 적자요인이 발생해, 영업적자 -1,273 억원을 시현하고, 컨센서스도 크게 하회했다.

이에, 연간 영업적자 가이던스 -2,400 억원을 -4,200 억원으로 정정했고, 이는 4 분기에도 -1,420 억원 영업적자를 내겠다는 것을 의미한다. 사측은 4 분기에도 잔고에서 손실 요인을 반영하고 2018년을 마무리하겠다고 밝혔다.

신조선기가 올라서  
공손충이 줄었고  
4분기에도 줄 것이라는  
것만 기억하자

본 연구원은, 이를 2019년에는 반드시 흑자를 내겠다는 것으로 해석한다. 알려진 적자는 악재가 아니다.

복잡하지만 명확하다. 최대한 적자요인을 반영하고 있고, 2018년부터 텐업에 성공한 신조선가 상승으로 드디어 3분기부터 공사손실충당금이 감소하고 있다. 현대미포조선은 BEP 이상에서 수주하고, 추가 원가 절감으로 흑자를 낼 수 있다고 자신한다.

그림1. 조선 3사 통합 리뷰: ① 현대미포조선의 공사손실충당금 RATIO 가 감소(=신조선가 상승),  
 ② 현대중공업의 공손총도 절반 줄었지만 ③ 일회성들 발생 = 일회성을 제거할 경우 조선부문은 OPM 3%대 유지  
 ④ 삼성중공업은 Egina C/O 에도, ⑤ 뒤늦게 강재가격 인상을 반영

현대미포조선	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y	q-q	(십 억원)		차이 @/⑥
								컨센서스 10월29일	당사⑥	
매출액	518.1	492.4	545.4	547.7	582.3	12%	6%	621.1	735.5	-21%
영업이익	53.7	-37.0	23.0	18.7	21.5	-60%	15%	26.2	36.6	-41%
영업외	175.6	450.2	92.0	-80.2	33.2	-81%	흑전	17.1	4.4	
지배주주 순이익	165.7	103.4	85.9	-30.5	42.0	-75%	흑전	34.7	31.8	33%
영업이익률	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	3.7%	-6.7%p	0.3%p	4.2%	5.0%	51.4%p
지배주주순이익률	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	7.2%	-24.8%p	12.8%p	5.6%	4.3%	32.0%p
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										
<hr/>										

## II. 이번 실적의 의미: PBR 1.0 배를 뚫기 위한 트리거

### 0. PBR 1.0 배를 뚫기 위한 추가 동력 세가지, 실적에서 희망 발견

#### PBR 1.0 배를 위한 추가 동력 3 가지 중 1 가지 확인

LNG 선 발주 랠리, 신조선가 상승을 타고 내리 3 개월을 상승한 조선주들은 10 월 초 PBR 0.8 배~1.0 배의 각각의 고점에서 조정을 받았다<그림 3>.

PBR 1.0 배에 가까워질 때 시장의 고민은 많았다. 아직 실적이 나오지 않는 조선주가 왜 북밸류 이상을 받을 수 있느냐는 논리가 필요했다.

누군가는 해양 플랜트 수주 반전을, 또 누구는 IMO 2020 의 긴 변화와 기회에 주목하고, 당사는 2 년 후 실적에 대한 컨빅션을 던져줄 신조선가 상승을 2018 년의 가장 중요한 투자포인트로 꼽았다.

곧 발간할 2019 년 전망에서는, 실적, 해양의 M/S 회복, IMO 황산화물 규제에 따른 신조 시장 턴어라운드에 대해서 꼽고자 한다. 그 중 이번 3Q18 실적 발표들은, 실적 턴어라운드에 대한 반전의 신호를 주었다고 판단한다.

그림2. 조선산업 투자포인트 다섯가지 중 앞으로 좋아질 3 개 중 실적에 대한 희망 발견

대분류	투자포인트	2018년	2019년
이미 지금 좋은 모멘텀	LNG 발주 강세	신조발주 50척 넘기는 중	모잠비크 16척, 러시아 쇄빙LNG선 15척으로 30척 확정적이어서, <b>50척 이상 규모 지속</b>
	상승세 지속	VLCC 바닥 \$80m → \$92.5m 신조선가지수 120p → 130p 로 턴어라운드 성공	한국 조선업 백로그 2년+로, 협상력을 당겨온 상황 <b>신조선가 지속 상승 예상</b>
앞으로 좋아질 것들	실적	현대미포조선을 제외하고 적자 지속	<b>3Q18부터 공사손실 충당금 감소 시작(당분기 수주에서 )</b>  2019년부터 손실요인 없으며, 선가 올라간 물량 건조 증가
	해양플랜트 발주 아닌 수주	17년말부터 돌아왔지만 노르웨이에 2개, 싱가포르에 2개, 중국에 1개 실주하고 현대중공업만이 ASLNG Hull 2기, King's Landing FPS 1기로 10억\$ 수주	인도 릴라이언스 MJ FPSO, 베트남 Block B, 나이지리아 Shell의 Bonga FPSO, 호주 ConocoPhillips의 Barossa FPSO로 <b>파이프라인에 대형공사 연초부터 기대</b>
	IMO 2020와 신조 시장	(DWT 기준) 상선발주 2017년보다 작음 현재 LNG만 좋고, 한국 조선사들만 금액 기준으로 회복 중일 뿐 신조 발주는 여전히 위축	2019년~2021년 사이, 언젠가 신조 시장 폭발할 것  ( 향후 산업자료로 찾아뵙겠습니다 )

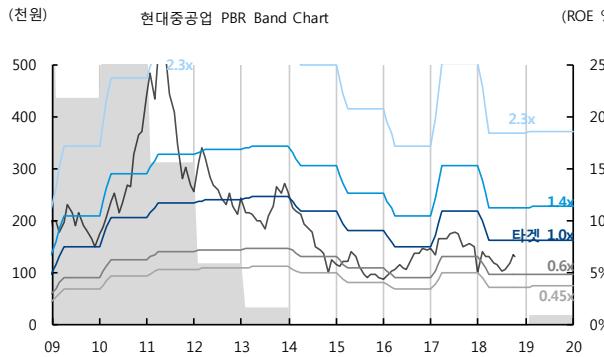
자료:리서치센터

그림3. 조선 4사 PBR 밴드: 2년여의 해양 박배쓰를 2014년 PBR 1.0 배를 깐 후

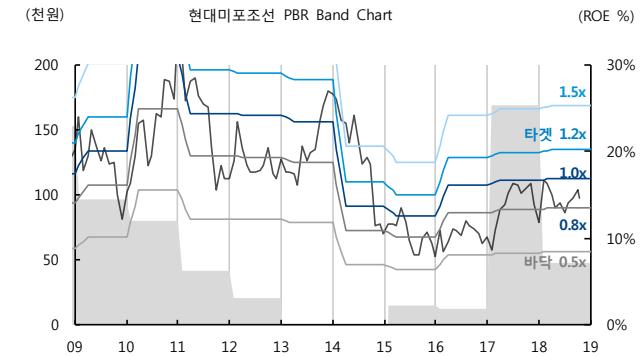
4년 동안 PBR 0.5 배~0.9 배 밴드안에서 머뭄…

PBR 1.0 배 이상이 날설 것임… 그러나 이제 실적이 돌아서면 PBR 밴드 하단을 올려 갈 것

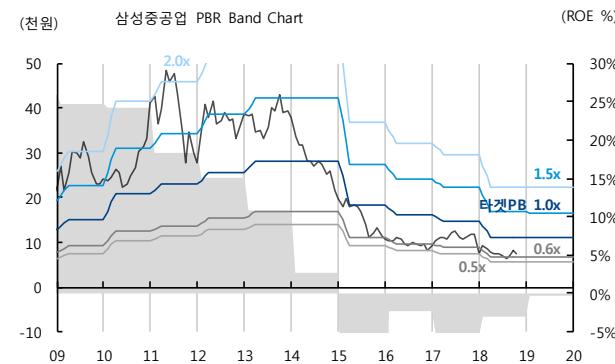
#### ▼ 현대중공업



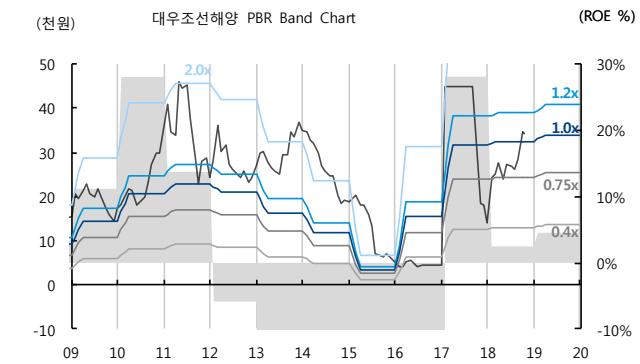
#### ▼ 현대미포조선



#### ▼ 삼성중공업



#### ▼ 대우조선해양



자료:리서치센터

### III. VALUATION

#### 1. 타겟 PBR 1.0 배 유지 & 미포는 1.2 배 받아 마땅

타겟 PBR 과  
목표주가 유지

이번 실적 발표에서 미포는 컨센서스를 하회했고, 삼성중공업도 대규모 손실을 기대했지만, BPS 에 큰 변화가 없고, 업황과 투자 판단에서 PBR 타겟을 조정할 이유 없었다.

삼성중공업, 현대미포조선  
선호주 추천의견 유지

삼성중공업은, PBR 이 0.65 배로 가장 낮아 하방경직성을 확보했고, 시추선 매각을 통한 유동성 개선 및 순현금 전환이 가능하며, 향후 1 년간 해양플랜트 파이프라인을 가장 두둑히 보유하고 있다. 선호주를 유지한다.

3 분기 텐어라운드에 성공한 현대미포조선은 4 분기 건조량 증가, 피더선 건조에 따른 생산성 추가 개선으로, 가장 빠른 실적 텐어라운드를 확인시켜 줄 것이다. 대형사에 비해 상대적으로 느렸던 수주도 연말까지 30 여척의 LOI + 옵션에서 수주쏠림을 보이며, 충분히 수주목표 달성이 가능하다는 안내이다. 선호주로 추천한다.

그림4. 당사 커버 조선 3사 VALUATION TABLE & 목표주가

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	
종가(2018.10.26)	116,000	6,740	27,600	89,400	시가총액(조원)	6.6	4.0	5.3	1.8	
상승여력	38%	63%		57%	EPS	2016	-2,207	-311	41,694	1,729
매출액	2016	24,329	10,414	12,819		2017	-3,037	-868	5,827	21,847
(십 억원)	2017	15,808	7,901	11,102		2018E	-4,444	-467	4,543	6,645
	2018E	12,252	5,382	9,427		2019E	2,571	-36	1,280	5,299
	2019E	13,146	6,952	7,689		2020E	7,507	321	1,355	8,043
	2020E	15,505	8,064	9,392	PER	2016	-54.5	-29.8	-0.1	38.9
영업이익	2016	355	-147	-1,531		2017	-52.9	-12.9	3.0	4.3
	2017	15	-524	733		2018E	-26.1	-14.4	6.1	13.5
	2018E	-232	-241	640		2019E	45.1	-188.5	21.6	16.9
	2019E	117	-61	198		2020E	15.5	21.0	20.4	11.1
	2020E	603	213	195	BPS	2016	149,970	16,058	15,660	107,123
영업이익률	2016	1.5%	-1.4%	-11.9%		2017	218,335	14,841	31,816	110,839
	2017	0.1%	-6.6%	6.6%		2018E	161,444	10,976	32,949	111,136
	2018E	-1.9%	-4.5%	6.8%		2019E	164,015	10,941	34,229	116,435
	2019E	0.9%	-0.9%	2.6%		2020E	171,522	11,262	35,584	124,478
	2020E	3.9%	2.6%	2.1%	PBR	2016	0.8	0.6	0.3	0.7
지배주주순이익	2016	-168	-121	-2,734		2017	0.7	0.8	0.5	0.8
	2017	-172	-339	621		2018E	0.72	0.61	0.84 ??	0.80
	2018E	-307	-294	487		2019E	0.7	0.6	0.8	0.8
	2019E	178	-23	137		2020E	0.7	0.6	0.8	0.7
	2020E	519	202	145	ROE	2016	-1%	-2%	-280%	2%
지배순이익률	2016	-0.7%	-1.2%	-21.3%		2017	-2%	-6%	28%	20%
	2017	-1.1%	-4.3%	5.6%		2018E	-3%	-5%	14%	6%
	2018E	-2.5%	5.5%	5.2%		2019E	2%	0%	4%	5%
	2019E	1.4%	-0.3%	1.8%		2020E	4%	3%	4%	7%
	2020E	3.3%	2.5%	1.5%						

자료:리서치센터

그림5. 당사 커버 조선 3사 실적 예상치

회사	항목	2017				2018				Yearly			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	2017	2018E	2019E	2020E
<b>현대중공업</b>													
현대중공업	매출액	4,573	4,460	3,211	3,563	3,185	3,427	3,242	3,177	15,808	13,030	13,142	15,500
BUY	영업이익	142	148	67	-342	-124	-176	29	-60	15	-331	92	631
TP 160,000원	지배지분순이익	93	194	80	-540	12	-236	-48	-183	-172	-454	11	384
	영업이익률	3.1%	3.3%	2.1%	-9.6%	-3.9%	-5.1%	0.9%	-1.9%	0.1%	-2.5%	0.7%	4.1%
	순이익률	2.0%	4.4%	2.5%	-15.1%	0.4%	-6.9%	-1.5%	-5.8%	-1.1%	-3.5%	0.1%	2.5%
조선3사	매출액	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331	2,228	2,416	9,919	9,126	10,467	12,301
	영업이익	127	146	86	-306	-156	-144	-305	-83	52	-688	106	545
	영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-6.2%	-13.7%	-3.5%	0.5%	-7.5%	1.0%	4.4%
└ 조선(별도)	매출액	1,418	1,277	997	1,003	969	1,159	1,040	993	4,694	4,162	5,324	5,961
	영업이익	37	50	-5	-144	-131	-80	-278	-104	-62	-594	-19	207
	영업이익률	2.6%	3.9%	-0.5%	-14.4%	-13.6%	-6.9%	-26.8%	-10.5%	-1.3%	-14.3%	-0.3%	3.5%
└ 현대삼호	매출액	734	733	725	579	637	624	605	633	2,771	2,499	2,391	3,057
	영업이익	43	52	37	-126	-47	-82	-48	-20	6	-197	-32	110
	영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-13.2%	-7.9%	-3.1%	0.2%	-7.9%	-1.3%	3.6%
해양	매출액	618	820	529	621	359	273	464	100	2,588	1,197	438	1,116
	영업이익	14	25	35	42	64	15	339	-7	116	410	-101	4
	영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%	73.0%	-7.3%	4.5%	34.2%	-23.1%	0.3%
<b>삼성중공업</b>													
삼성중공업	매출액	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	1,314	1,612	7,901	5,513	6,952	8,064
BUY	영업이익	27	21	24	-596	-48	-101	-127	-142	-524	-418	35	213
TP 11,000원	지배지분순이익	58	29	28	-453	-59	-147	-84	-118	-339	-408	19	157
	영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.9%	-7.5%	-9.7%	-8.8%	-6.6%	-7.6%	0.5%	2.6%
	순이익률	2.4%	1.2%	1.6%	-32.1%	-4.7%	-10.9%	-6.4%	-7.3%	-4.3%	-7.4%	0.3%	1.9%
<b>현대미포조선</b>													
현대미포조선	매출액	751	692	518	492	545	548	582	790	2,453	2,465	2,752	3,284
BUY	영업이익	47	44	54	-37	23	19	21	40	108	104	157	229
TP 140,000원	지배지분순이익	32	136	166	103	86	-30	42	23	437	120	107	147
	영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	3.7%	5.1%	4.4%	4.2%	5.7%	7.0%
	순이익률	4.3%	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	7.2%	2.9%	17.8%	4.9%	3.9%	4.5%

자료:리서치센터

## 현대미포조선 | Buy | TP 140,000 원

: 흑자 수주, 연말까지 쓸림에 베팅

### 3Q18 리뷰: QoQ 턴어라운드했지만 컨센서스에는 미달

#### 3Q 호조: 컨센서스 조금 하회, 그러나

현대미포조선은 3Q18 매출 5,823 억원(YoY +12%, QoQ +6%), 영업이익 215 억원(-60%, +15%), 순이익 420 억원(-75%, 흑전)을 기록해 당사 기대를 하회했고, 영업이익은 컨센서스 대비 18% 작았다.

7 월부터 전년동기대비 +2%로 돌아선 월매출은, 8 월과 9 월 19%로 강하게 돌아섰는데, 고선가 Ro-pax 인도가 많았고, 피더선 공정 진행이 본격화되었기 때문이다. 피더선은 뒤에서 짚겠지만 동사의 야드 생산성, 선종 다양화에 큰 기여를 하는 선종이다.

기대만큼은 아니지만,  
신조선가 상승에 따라  
총당금 Ratio  
(=수주 역마진) 축소

그러나 고무적인 것은, 동사의 3 분기 공손총은 -136 억원으로 전분기 -170 억원 대비 줄었고, 분기 수주금액 대비 충당금 Ratio 도 -2.5%에서 -1.5%로 최근의 신조선가 상승이 반영되었다.

4 분기에는 공손총과 Ratio 가 더 줄 것이다.

그림6. 3Q18 영업이익 컨센서스 소폭 하회: 그러나 공사손실충당금 Ratio -2.5%에서 -1.5%로 축소

								(십 억원)		
현대미포조선	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y	q-q	⑥컨센서스 10월29일	당사	차이 ⑧/⑥
매출액	518.1	492.4	545.4	547.7	582.3	12%	6%	621.1	735.5	-21%
영업이익	53.7	-37.0	23.0	18.7	21.5	-60%	15%	26.2	36.6	-41%
영업외	175.6	450.2	92.0	-80.2	33.2	-81%	흑전	17.1	4.4	
세전이익	229.3	413.2	115.0	-61.6	54.7	-76%	흑전	43.3	41.0	33%
순이익	170.9	103.1	90.4	-26.0	46.5	-73%	흑전	31.6	30.7	51%
지배주주 순이익	165.7	103.4	85.9	-30.5	42.0	-75%	흑전	34.7	31.8	32%
영업이익률	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	3.7%	-6.7%p	0.3%p	4.2%	5.0%	-1.3%p
지배주주 순이익률	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	7.2%	-24.8%p	12.8%p	5.6%	4.3%	2.9%p
조선(별도)										
매출액	750.7	692.2	518.1	492.4	545.4	-27%	11%	545	0%	
영업이익	46.8	44.4	53.7	-36.8	23.0	-51%	흑전	23	0%	
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	-2.0%p	11.7%p	4.2%	0.0%p	
	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18						
일회성 금액(공손총)	-21.6	-12.6	-17.0	-13.6						
(분기 수주)공손총 ratio	잔고전체↑	-3.1%	-2.5%	-1.5%						
일회성 제거 OP	-15.4	35.6	35.7	35.0						
OPM	-3.1%	6.5%	6.5%	6.0%						

자료:리서치센터

## 투자포인트 1. 4Q18 Preview: 4 분기 또 기대 해본다

### 4Q 공손총 축소, 건조량 증가 효과 기대

4 분기 추가적인 1) 공손총 Ratio 감소와 2) 건조량 증가에 따른 수익성 개선을 예상한다.

1) 동사 수주 신조선가는 3Q 에 MR 탱커가 기존 \$32m~\$34m 에서 울산 \$37m 까지 올랐고, 1,800-teu 컨테이너선도 연초 \$23m 에서 \$26m 으로 올랐다. 선가가 많이 오른 계약과 작게 오른 계약이 섞여 있어, 2 분기 공손총 Ratio 가 -2.5%에서 -1.5%로 소폭 개선에 그쳤지만 4 분기에도 더 줄어들 것으로 예상한다.

또한 2) 4 분기 건조량 증가에 따른 고정비 개선효과도 기대할 수 있다.

동사의 월매출은 7 월에 전년동기대비 +1.4%로 플러스 반전 후, 8 월과 9 월 19% 안팎으로 돌아 섰다. 올해 전략적 MR 탱커 외에 연속 건조할 선종으로 집중 수주(올해 24 척 수주)한 Feeder 선의 연속건조가 막 시작되어, 4 분기 건조량 증가와 수익성 추가 개선이 기대된다.

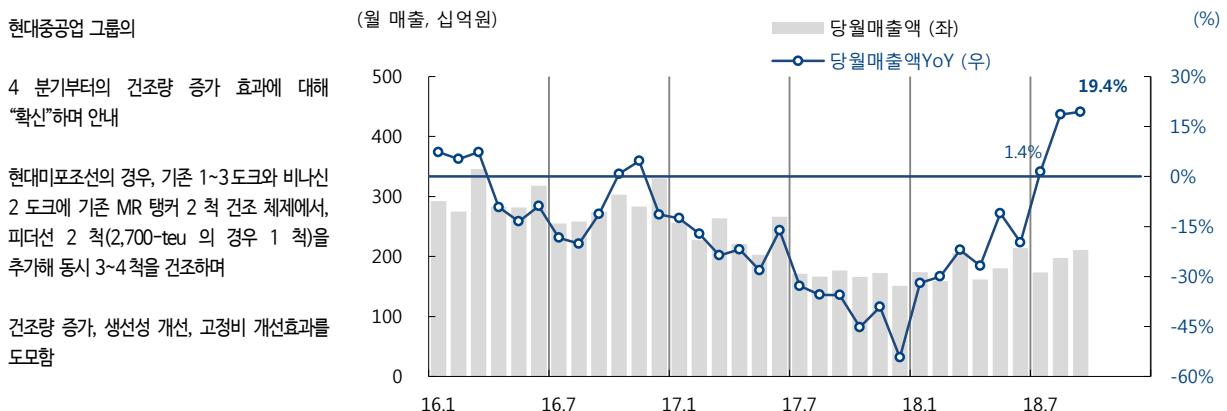
이 두 가지 모두, 3 분기에 큰 효과를 보여주기를 기대했지만, 효과가 기대에 못미쳐 송구하다. 그러나 사측은 4 분기부터의 건조량 증가를 “확신”한단다.

그림7. 현대미포조선 실적 예상치 제시: 매출 목표 2.7조원에서 2017년 대비 Flat 으로 잡아도 4Q 매출은 무려 7,900 억원

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	(십억원)
매출액	751	692	518	492	545	548	582	790	4,220	2,453	2,465	2,752	3,284
영업이익	47	44	54	-37	23	19	21	40	208	108	104	157	229
금융/기타영업외	0	0	176	450	92	-80	33	-11	-17	625	34	-5	-20
세전사업이익	46	44	229	413	115	-62	55	30	191	733	138	152	209
지배주주지분 순이익	32	136	166	103	86	-30	42	23	35	437	120	107	147
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	3.7%	5.1%	4.9%	4.4%	4.2%	5.7%	7.0%
지배주주지분이익률	4.3%	19.6%	32.0%	21.0%	15.8%	-5.6%	7.2%	2.9%	0.8%	17.8%	4.9%	3.9%	4.5%
영업단	고정비부담, 저가수주 반영↑				↓	당분기 수주	↓		↑ 금융(하이투자증권) 제외				
공사손실총당금					-21.6	-12.6	-17.0	-13.6					
공손총 RATIO					-3.1%	-2.5%	-1.5%						
영업외	현증 매도가능증권 처분이익 184.2 ↑				↑ 85.7 HHI 평가이익, ↑ 하이투자매각 43.8								
					↑ 현증 유증에서 신주인수권 매각 12.3								
EPS(원)	1,615	6,776	8,284	5,172	4,296	-1,525	2,100	1,126	1,729	21,847	5,996	5,348	7,339
BPS(원)	113,205	120,963	117,531	110,839	115,003	113,553	115,653	110,564	107,123	110,839	110,564	115,912	123,251

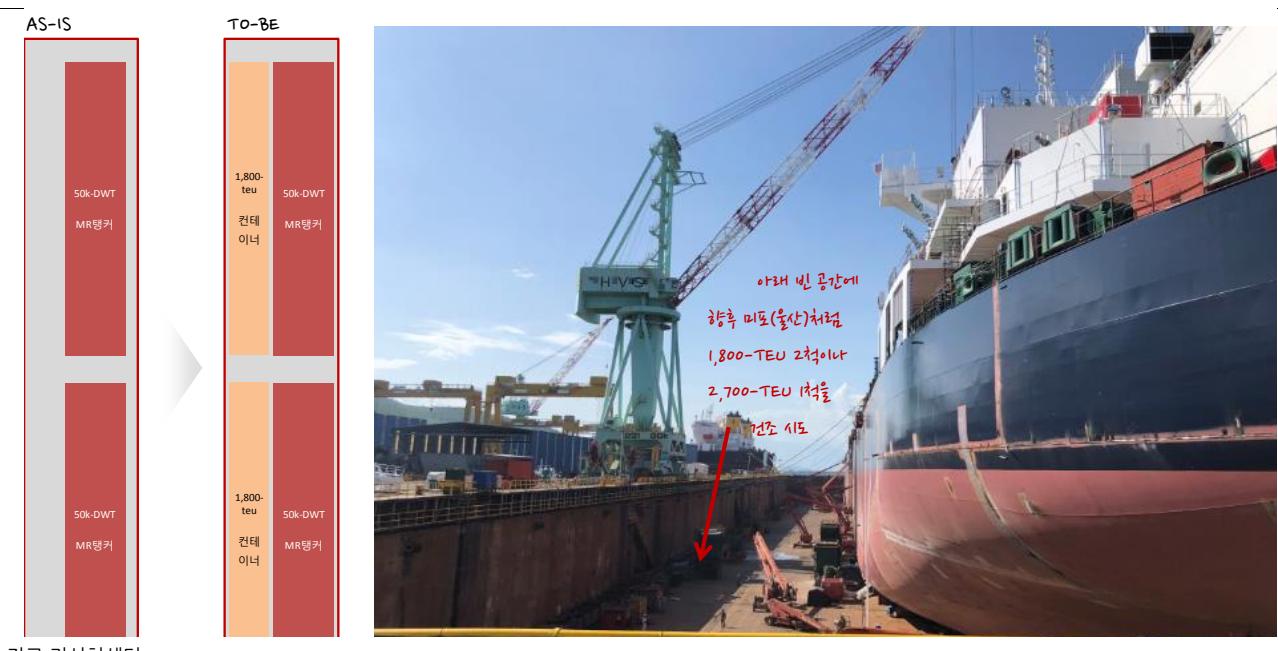
자료:리서치센터

그림8. 미포 건조량은 7월 YoY 텐어라운드 후, 8월과 9월 20% 가까이 증가함 &amp; 4분기 더 가파르게 건조량 증가할 것



자료:리서치센터

그림9. 3분기부터 1~3도크에 MR 탱커 2척과 Feeder 선 동시 건조로, 건조량 증가와 생산성 제고로, 고정비 개선 효과 보일 것



자료:리서치센터

정상 OPM 6%대  
&  
수주마진 BEP 돌파

1 분기~3 분기 총당금이 없었다면 동사 영업이익률은 6%대였다. 곧 6%대 이익률을 목격할 수 있을 터이다.

2017년 마이너스 미들싱글 적자 수주를 했지만, 신조선가가 올라 BEP 를 통과했다. 동사는 지금도 지속적인 원가 개선 활동을 진행해 PC 선의 경우 전년대비 5% 이상 원가를 절감했다. BEP로 수주했더라도, 이익을 낼 수도 있다는 입장이다. 더하여 신조선가도 더 오를 것이다.

## 투자포인트 2. 4분기 수주 몰이!?

### 수주 슬로우 스타트 & 달성을 61%

9 월까지 현대중공업+현대삼호중공업의 대형 선종이 수주목표 102 억\$ 대비 72 억\$로 달성을 70%이며, 목표달성이 무난해 보인다. 이에 비해 현대미포조선의 수주는 다소 느리게 시작했고 3 분기 23 척에 18 억\$의 수주로 달성을 61%로 느린다.

### 수주목표 30 억\$ 달성을 자신하는 가이던스

그러나, 동사는 목표 30 억\$ 달성을 자신한다. 현재 보유한 LOI + 옵션이 30 척에 달하기 때문이다.

당사가 집계한 수주소식 대비 수주인식이 안된 선박이 13 척이다.

동사에 대한 시장의 수주목표 달성 기대감이 낮기 때문에, 이번 가이던스는 호재로 작용할 전망이다.

그림10. 현대미포조선 9 월까지 수주 18 억\$로 목표 30 억\$대비 다소 느리지만, 당사 집계 13 척 LOI 23 억\$ 이상은 확실시 예상하며 vs. 사측은 30 척 LOI+옵션으로 수주목표 30 억\$ 충분히 달성을 할 수 있다는 가이던스

		2017 수주 달성		2018 ~ 6월 수주		~ 8월 수주		~ 9월 수주		사실상 현재까지 수주	
조선사	선종	목표 (백만\$)	척수 백만\$	목표 (백만\$)	척수 백만\$	척수 백만\$	척수 백만\$	척수 백만\$	척수 비고		
현대미포조선	LPG PC선 RORO 컨선 기타		51 9		3	3	3	3	4 당사 LOI 집계 13척 31 사측 LOI+옵션 30척 안내 32 3		
	벌크				15	24	26				
비나신		4		12		18	24				
현대미포 합		1,600	64 2,324	3,000	30 1,020	46 1,516	53 1,826	70	2,281		
		달성을 145%		달성을 34%		달성을 51%	달성을 61%	달성을 76%			

자료:리서치센터

### 3. VALUATION & 투자전략: TP 140,000 원 유지 & 수주 쓸림

적정 PB 1.2 배,  
목표주가 140,000 원  
유지

기존 VALUATION 잣대 타겟 PBR 1.2 배에서 목표주가 14 만원을 유지한다. 또한 동사를 가장 빠른 실적 턴어라운드, 연말까지의 수주 쓸림의 이유로, 조선업 종 선호주로 추천도 계속한다.

이번 실적 발표에서 비록 실적 개선폭이 전분기 대비 15%에 그치며(!?) 컨센서스를 하회해 실망스러울 수 있겠지만, 동사가 던진 4 분기 30 척 LOI+옵션 가이던스는 상당히 강력하다.

그림11. 현대미포조선의 목표주가 14 만원 유지

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS	-11,889	-31,642	1,910	1,729	21,847	5,996	5,348	7,339
BPS	154,631	89,863	83,749	107,123	110,839	110,564	115,912	123,251
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	0.68		
ROE	-8%	-26%	2%	2%	20.0%	5%	5%	6%
적용ROE: 매년 다름	3.0%	2.0%	2.0%	10.9%	12.7%	5.4%	4.7%	
└ FWD nY	-1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0~1Y	+1Y	+0~1Y	+0~1Y	
COE(평)	3.4%	1.4%	2.4%	16.7%	15.2%	6.2%		
적용ROE = FWD +0~1Y		2.0%	2.0%	10.9%	12.7%	5.4%	4.7%	
적용COE = TRL 참조								
적용 BPS = 18년								
Target PBR						110,564		
적정주가						타겟 1.2	~ 현재 ~ 0.85	바텀 0.65
목표주가						130,000		70,000
종가(10.31)						<b>140,000</b>		
상승여력						94,000		49%

자료:리서치센터

그림12. 현대미포조선 PBR 밴드: 턴어라운드 중인 올해 바닥 0.7 배 ~ 1.0 배에서 주가 막힘



자료:리서치센터

## 현대중공업 | Buy | TP 160,000 원

: 복잡한 ± 일회성에 가려진 공사손실충당금 감소의 호실적

### 1. 3Q18 리뷰: 컨센서스 부합하는 양호한 실적

#### 영업단 흑자전환하며 서프라이즈 시현

현대중공업은 3Q18 매출액 3 조 1,349 억원(YoY -5%, QoQ +4%), 영업이익 289 억원(-57%, 흑전)으로 흑자전환에 성공하면서, 적자를 예상했던 컨센서스 대비 서프라이즈를 시현했다.

지배주주순이익은 유후 인력/자산 유지비용 -144 억원, 취소선 관리비용 등으로 200 억원 적자와 외환손익, 이자손익으로 -479 억원 영업적자를 시현했다.

당사는 2 분기 2,330 억원(적자 수주 Margin -6% 추정)에 달했던 조선 부문 공사손실충당금 축소의 이유로 흑자전환 예상치를 제시했는데, 흑자전환의 이유는 다소 복잡하게 달랐다.

#### 적자수주에 따른 공손충은 -1,160 억원(-2.3%)로 절반 감소

0) 4Q17 부터 쌓아오던 공사손실충당금이 드디어 줄었다. 공손충 Ratio(수주 선박에서 선반영한 적자 Margin)은 2 분기 -6%에서 -2.3%로 3.7%p 개선되었다(그림 13). 이는 곧, 그룹 전반의 4% 신조선가 상승을 의미한다. 예상대로 공손충이 드디어 줄어들기 시작했다. 그러나...

그림13. 분기별 공사손실충당금 설정에서 수주 역마진율 역산

년도	월	현대중	현대삼호	미포	현대 3개사 수주 환율		월 수주 (십억원)	분기 / 년 수주 (십억원)	총당금 요인
					(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	1,285	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
	4월	251	1,148	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
	7월	1,375	233	386	1,994	1122.7	2,238.7	5,040	
	8월	215	121	110	446	1122.4	500.6	-115.9	공손충
	9월	1,721	26	310	2,057	1118.5	2,300.8	-2.3%	적자 수주

자료:리서치센터

**그러나 조선의 3 가지  
일회성 : 2,650 억원**

조선에서는 1) 특수선의 공정지연 지체보상금과 추가비용 580 억원, 2) VLOC 공수추가 및 인도 선박의 하자보수 충당금 등 654 억원, 3) 3Q18 기말 환율이 전분기대비 9 원(0.8%) 낮음에 따라 2 분기의 환율 상승에 따른 환입 대비 감소분이 -1,420 억원에 달했다.

[ 3]의 4Q17 충당금 설정 이후 계속 있었겠지만 구체적인 수치를 밝힌 것은 이번 실적 발표가 처음이다.]

이 세가지 일회성이 2,650 억원으로 조선(연결) OPM에 -11%p 영향을 미쳤다.

그림14. 3Q18 컨센서스에 부합: 당사 예상보다는 별도로도 기대보다 좋았고, 현대미포조선의 어닝서프라이즈로 연결로는 크게 예상을 상회

현대중공업	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y	q-q	(십억원)	
								컨센서스 10월29일	당사@
매출액	3,425.1	3,488.7	3,042.5	3,124.4	3,241.9	-5%	4%	3,134.9	2,869.1
영업이익	66.9	-342.2	-123.8	-175.7	28.9	-57%	흑전	-52.7	0.2
영업외	187.0	-392.5	-75.2	-125.2	-49.1	적전	적지	-26.3	-73.0
세전이익	253.9	-734.7	-199.0	-300.9	-20.2	적전	적지	-79.0	-72.8
순이익	18.2	-572.3	25.8	-210.3	-23.1	적전	적지	-26.0	-56.1
지배주주순이익	80.2	-539.6	12.4	-235.7	-47.9	적전	적지	-82.4	-53.3
영업이익률	2.0%	-9.8%	-4.1%	-5.6%	0.9%	-1.1%p	6.5%p	-1.7%	0.0%
지배순이익률	2.3%	-15.5%	0.4%	-7.5%	-1.5%	-3.8%p	6.1%p	-2.6%	-1.9%
<b>조선(연결)</b>									
매출액	2,241	2,074	2,151	2,331	2,228	<b>QoQ 영업이익 -1,20십억원▼</b>		2,180	
영업이익	86	-306	-156	-186	-305	<b>-▽ 118.6 특수선, 상선 하자보수▲</b>		-16	
영업이익률	3.8%	-14.8%	-7.2%	-8.0%	-13.7%	<b>공손충은 감소▽</b>		-0.7%	
<b>일회성(조선3사)</b>									
공손충		-375.0	-161.0	-233.1	-115.9				
위로금					-26.1				
기타1: 특수선						-57.9	← 특수선		
기타2: 상선						-65.3	← VLOC와 하자보수		
FX변동 충당금 환입				??	-142.1				
일회성 총합		-375.0	-161.0	-259.2	-381.2				
일회성 제거 OP		68.5	5.1	73.1	76.6				
OPM		3.3%	0.2%	3.1%	3.4%				
현대중공업 별도(역산)									
매출액	997	1,003	969	1,159	1,040			954	
영업이익	-5	-144	-131	-80	-278	<b>-▼ 198.1 특수선, 상선 하자보수</b>		-18	
영업이익률	-0.5%	-14.4%	-13.6%	-6.9%	-26.8%	<b>총 1,233억원</b>		-1.9%	
현대삼호중공업									
매출액	725	579	637	624	605			490	
영업이익	37	-126	-47	-82	-48	<b>△ 34.7 15% 증익</b>		-34	
영업이익률	5.1%	-21.7%	-7.5%	-13.2%	-7.9%	<b>: 충당금 Ratio 감소</b>		-7.0%	
현대미포조선									
매출액	518	492	545	548	582			736	
영업이익	54	-37	23	19	21	<b>△ 2.8 15% 증익</b>		37	
영업이익률	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	3.7%	<b>: 충당금 Ratio 감소</b>		5.0%	
엔진기계									
매출액	187	248	103	131	109			203	
영업이익	16	36	-18	16	9	<b>-▽ 6.2 조선 건조량 감소</b>		5	
영업이익률	8.7%	14.4%	-17.1%	11.9%	8.6%			2.6%	
해양									
매출액	529	621	359	273	464			100	
영업이익	35	42	64	15	339	<b>▲ 324.1 Nasr2 C/O 2천억</b>		0	
영업이익률	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%	73.0%	<b>+ LD 환입 242억원</b>		0.3%	
플랜트									
매출액	266	368	248	248	266			214	
영업이익	23	9	-23	-18	27	<b>△ 44.7 하자보수 환입 246억원</b>		0	
영업이익률	8.7%	2.4%	-9.2%	-7.2%	10.1%			0.0%	

자료:리서치센터

조선의 일회성 적자요인  
총 -3,812 억원

해양은 C/O와  
L/D 환입의  
플러스 일회성

자, 여기까지 공손총은 줄었지만 -1,159 억원이 발생했고, 새로운 3 가지 일회성이 -2,650 억원으로, 도합 일회성손실분은 -3,812 억원이다.

그러나 해양이 3,390 억원 영업흑자를 기록하는 등, 연결 기준 289 억원 흑자를 시현했다.

익히 언론을 통해 소문난 것처럼 Nasr2에서 0.2 조원 규모 C/O가 들어왔고 L/D 242 억원 환입도 있었다.

향후 해양 야드의 일감 공백에 따른 손실이 우려된다.

그러나, Nasr2의 기성이 77%로 잔여 0.4 조원의 매출이 남았고, 10 월 수주한 LLog 사의 소위 DeltaHouse2 또는 King's Landing FPS 시공이 2019년 8월 시작된다. 2 천여명의 유휴인력에서 연간 인건비 0.2 조원을 고정비라고 치더라도, 2019년 매출 0.4 조원에서 0.1 조원 영업적자면 충분하다고 짐작한다.

사측도 연간 고정비부담 0.3 조원 중 2019년 절반은 해소될 것이라고 안내한다.

## 2. 4Q18 텐어라운드를 시작할 것인가?

4분기 건조량 증가  
&  
3Q부터 줄어든 공손충  
더 줄어들 것

사측은 4Q18 의 실적텐어라운드가 건조량 증가에서 시발된다고 “확신”한다. 건조량 증가는 곧 매출과 수익성 회복을 의미하는 바, 더구나 충당금을 설정해둔 선박들 건조여서 큰 적자요인도 보이지 않는다.

3 분기에 2.3%(2 분기 6.0%)로 적자수주 역마진이 절반 이상 줄었다. 신조선가 상승세가 계속되며 2 분기 LOI 의 3 분기 본계약, 3 분기 LOI 의 4 분기 본계약의 시장 선가 반영과 본 계약 및 충당금 설정의 리드타임을 감안할 때, 4 분기 공사손실 충당금은 더 줄어든다.

그림15. 현대중공업의 사업 부문, 종속회사의 실적: 해양 C/O(+0.2 조원) 없이도 4Q -600 억원 예상

현대중공업	(십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019	2020
매출액	4,573	4,460	3,211	3,563	3,185	3,427	3,242	3,177	15,808	13,030	13,142	15,500
영업이익	142	148	67	-342	-124	-176	29	-60	15	-331	92	631
금융/기타영업외	14	143	181	-401	-90	-137	-49	-190	-64	-466	-75	-92
세전사업이익	158	296	254	-735	-199	-301	-20	-250	-27	-770	16	539
	건기, 일렉 매각차익↑				↑ 중공업 매각 차익							
지배주주순이익	93	194	80	-540	12	-236	-48	-183	-172	-454	11	384
영업이익률	3.1%	3.3%	2.1%	-9.6%	-3.9%	-5.1%	0.9%	-1.9%	0.1%	-2.5%	0.7%	4.1%
지배주주순이익률	2.2%	4.6%	2.3%	-15.5%	0.4%	-7.5%	-1.5%	-5.8%	-1.1%	-3.6%	0.1%	2.5%
조선3(연결)												
매출액	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331	2,228	2,416	9,919	9,126	10,467	12,301
매출 YOY	-30%	-31%	-31%	-39%	-26%	-14%	-1%	17%	-32%	-8%	15%	18%
영업이익	127	146	86	-306	-156	-186	-305	-83	52	-730	106	545
영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-8.0%	-13.7%	-3.5%	0.5%	-8.0%	1.0%	4.4%
주요 사건	순실 선반영↑				↑ 공손총 2,331억원, 위로금 661억원				↑ 공손총 -1,610억원 ↑ 공손총 Ratio -2.3%로 개선			
①본사 조선(역산)												
매출액	1,418	1,277	997	1,003	969	1,159	1,040	993	4,694	4,162	5,324	5,961
영업이익	37	50	-5	-144	-131	-80	-278	-104	-62	-594	-19	207
영업이익률	2.6%	3.9%	-0.5%	-14.4%	-13.6%	-6.9%	-26.8%	-10.5%	-1.3%	-14.3%	-0.3%	3.5%
②현대대상호증공업												
매출액	734	733	725	579	637	624	605	633	2,771	2,499	2,391	3,057
영업이익	43	52	37	-126	-47	-82	-48	-20	6	-197	-32	110
영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-13.2%	-7.9%	-3.1%	0.2%	-7.9%	-1.3%	3.6%
③현대미포조선												
매출액	751	692	518	492	545	548	582	790	2,453	2,465	2,752	3,284
영업이익	47	44	54	-37	23	19	21	40	108	104	157	229
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	3.4%	3.7%	5.1%	4.4%	4.2%	5.7%	7.0%
해양												
매출액	618	820	529	621	359	273	464	100	2,588	1,197	438	1,116
영업이익	14	25	35	42	64	15	339	-7	116	410	-101	4
영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%	73.0%	-7.3%	4.5%	34.2%	-23.1%	0.3%
육상 플랜트												
매출액	464	359	266	368	248	248	266	230	1,456	991	777	583
영업이익	28	28	23	9	-23	-18	27	2	88	-12	0	6
영업이익률	6.0%	7.7%	8.7%	2.4%	-9.2%	-7.2%	10.1%	1.0%	6.0%	-1.2%	0.0%	1.0%
엔진												
매출액	268	84	187	248	103	131	109	247	787	794	802	810
영업이익	60	8	16	36	-18	16	9	18	120	26	48	54
영업이익률	22.5%	9.4%	8.7%	14.4%	-17.1%	11.9%	8.6%	7.3%	15.3%	3.2%	6.0%	6.6%

자료:리서치센터

### 3. VALUATION & 투자전략: TP 16 만원 유지 & 흑전 모멘텀

Target PBR 1.0 배와 TP  
160,000 원 견지

동사의 타겟 PBR 1.0 배와 목표주가 160,000 원, 그리고 투자의견 BUY 를 유지한다.

바닥을 지났다

- 1) 공손총,
- 2) 건조량

3 분기 흑자전환이 결국은 조선의 부진을 해양의 C/O 가 막았기 때문인 것은 사실이다. 특수선과 VLOC, 인도 선박의 하자보수 등이 불쾌한 것도 사실이다.

그러나 2018 년 초부터의 신조선가 상승으로 3Q18 에 공사손실충당금과 그 Ratio(적자수주 마진)가 크게 줄어들기 시작했다. 4Q 에 더 줄 것이다.

또한 바닥을 지났다는 사측의 가이던스 톤이 꽤 강하다. 특히 건조량의 경우 4 분기부터 크게 늘어난다. 지난 4 년간 건조량 급감에 따른 고정비 부담을 누려왔다면, 이제 반대로 고정비 개선 효과를 누릴 차례이다.

공손총과 건조량, 두 가지 지표에서, 실적이 바닥을 지났다. 일단 다시 PBR 1.0 배를 노려볼 수 있다.

그림16. 타겟 PBR 1.0 배, 목표주가 16만원, 투자의견 BUY 유지

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	-23,274	-17,761	-2,207	-3,037	-6,565	166	5,556
BPS	226,969	199,660	180,744	149,970	218,335	160,383	160,550	166,106
PBR(고)	1.3	1.2	0.79	1.11	0.94	1.06		
PBR(저)	0.8	0.7	0.44	0.53	0.65	0.73		
ROE	1.6%	-10.9%	-9.3%	-1%	-2%	-4.1%	0.1%	3.4%
적용ROE	1.6%	1.6%	-1.4%	-2.3%	-1.8%	3.4%	1.8%	-1.9%
↳ FWD nY	+0Y	-1Y	+1~2Y	+0~2Y	+0~2Y	+2Y		
COE(고)	1.3%	1.4%	-1.8%	-2.1%	-1.9%	3.2%		
COE(평)	1.6%	1.8%	-2.3%	-2.9%	-2.5%	3.9%		
적용ROE = FWD +0~2Y		1.6%	-1.4%	-2.3%	-1.8%	3.4%		
적용 BPS 18년말					218,335	<b>160,383</b>		
Target PBR							타겟 ~ 현재 ~ 바텀	
							1.00	0.78
							160,000	96,000
<b>목표주가</b>							<b>160,000</b>	
종가(10.31)							124,500	
상승여력							28.5%	

자료:리서치센터

## 삼성중공업 | Buy | TP 11,000 원

: 경쟁사보다 한 발 늦었을 뿐 제대로 털고 간다

### 1. 3Q18 리뷰: 어닝 쇼크

-1,273 억원 영업적자로

어닝 쇼크

삼성중공업은 3Q18 매출액 1조 3,138 억원(YoY -25%, QoQ -2%), 영업적자 -1,273 억원(적전, 적지)로 당사 예상 및 시장 컨센서스를 크게 하회했다. 지배주주순이익도 -844 억원을 기록했다.

그림17. 3Q18 컨센서스 크게하는 어닝쇼크 및 일회성 손실들 처리: 연간 -2,400 억원 영업적자 가이던스도 깨짐

삼성중공업	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y	q-q	(십억원)		
								컨센서스 10월29일	당사⑥	차이@/⑥
매출액	1,751.8	1,412.7	1,240.8	1,346.6	1,313.8	-25%	-2%	1,276.1	1,371.9	-4%
영업이익	23.6	-595.9	-47.8	-100.6	-127.3	적전	적지	-57.8	-53.8	136%
영업외	-1.7	31.3	-43.0	-72.7	11.2	흑전	흑전	-7.1	-0.2	-5078%
세전이익	22.0	-564.5	-90.7	-173.3	-116.1	적전	적지	-64.9	-54.1	115%
순이익	23.4	-445.6	-59.5	-142.7	-80.3	적전	적지	-28.0	-46.0	75%
지배주주순이익	27.8	-453.3	-58.8	-146.7	-84.4	적전	적지	-67.4	-50.5	67%
영업이익률	1.3%	-42.2%	-3.9%	-7.5%	-9.7%	-11.0%p	-2.2%p	-4.5%	-3.9%	-5.8%p
세전이익률	1.3%	-40.0%	-7.3%	-12.9%	-8.8%	-10.1%p	4.0%p	-5.1%	-3.9%	-4.9%p
순이익률	1.3%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-6.1%	-7.4%p	4.5%p	-2.2%	-3.3%	-2.8%p
일회성 요인	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	설명				
3Q18										
	Egina FPSO C/O				▲ 200.0					
	임단협 타결				-90.0					
4Q17 실발 추가										
원화강: 시추선 재고자산 평가	-24.0									
위로금 추가 지급	-11.0									
17년12월										
고정비 부담	-280.0	37.0								
강재가격 인상	-40.0	-44.0			-177.0 ▼					
17년 적자수주: 공손총	-110.0									
인력 조정 비용	-60.0									
시추선 리세일 공정가치 평가 등	-90.0		-39.0							
일회성	-615.0	-7.0	-39.0	-67.0						
	-43.5%	-0.6%	-2.9%	-5.1%						
일회성 제거 영업이익	19.1	-40.8	-61.6	-60.3						
영업이익률	1.4%	-3.3%	-4.6%	-4.6%						

자료:리서치센터

### 3 가지 일회성 손실

영업이익단에 일회성 요인은 1) 임단협 타결로 3년치 소급분 -900 억원이 반영되었고, 2) 현대중공업 그룹이 2분기에 반영한 올해 두 차례의 후판 가격 상승과 2019년의 예상 상승분 -1,370 억원을 충당금 설정했으며, 3) 강재가 인상과 함께 가는 기자재 인상분 -400 억원도 반영했다.

후판가격 인상폭은, 올해의 인상분(현대중공업의 경우 14.5%)과 2019년의 예상 8%(현대중공업의 경우 5%) 추가 인상을 가정했다.

세가지 일회성 요인이 -2,670 억원에 달한다.

### Vs. Egina FPSO C/O

반면 3분기에 출항한 Egina FPSO에서 C/O +0.2 조원이 들어와서 대규모 일회성 손실과 충당금을 일부 만회했다.

### 일회성 제거 동사의 올해 OPM은 -4.5% 안팎

총당금 요인을 제거할 경우, 3Q18의 영업적자는 -603 억원(OPM -4.6%)로, 전조량 부족에 따른 상반기 수준 그대로이다.

### 가이던스 2018년 영업적자 -4,200 억원

동사의 연초 가이던스 실적은 매출 5.1조원, 영업적자 -2,400 억원이었는데, 벌써 영업적자가 -2,756 억원으로 초과했다.

이에 동사는 공정공시를 통해 올해 매출 5.5조원에, 영업적자 4,200 억원으로 정정했다.

### 4분기에도 -800 억원 안팎 털고 간다는 것

이는 곧 4분기에도 -1,420 억원 영업적자라는 의미이다.

이에 대해 사측은 드릴쉽 매각을 위한 정비 비용, 2) 상시 희망퇴직 비용, 3) 잔고에서 추가 공손총 설정 등에 800 억원을 반영하겠다는 안내이다.

그림18. 2018년 영업적자 가이던스 -4,200 억원으로 정정공시: 즉, 4Q18도 -1,400 억원 영업적자라는 이야기

정정 신고(보고)		
정정 일자   2018-10-31		
1. 정정 관련 공시 서류   연결재무제표 기준 영업실적 등에 대한 전망(공정 공시)		
2. 정정 관련 공시 서류 제출일   2018-02-23		
3. 정정 사유   2018년 전망치 수정		
4. 정정 사항		
정정 항목	정정전	정정 후
매출액	51,000	55,000
영업이익	-2,400	-4,200

자료:리서치센터

## 2. 알려진 적자는 악재가 아니다, 오히려 2019년을 준비

### 털수록 확실히 좋아진다

4 분기에도 잔고에 충당금을 설정하는 등 빅배쓰를 함으로써, 오히려 2019년의 흑자전환 가능성이 높아졌다고 판단한다.

현재 매출 기준 수주잔고는 12 조원으로, 2019년 6 조원 후반대의 매출액이 추정되며, 건조량 증가와 공손총 설정에 따른 적자 요인 제거로 흑자전환이 가능할 것으로 예상한다.

### 좋아질 것들

#### 1) 시추선 = 현금 = 순현금

최근 시추선 시황이 바닥에서 돌아서고 있다. 동사는 수주취소 드릴쉽 3기(PACD 1기, Seadrill 2기)를 보유 중인데, 4분기 시황 회복과 함께 매각이 완료될 수도 있다는 안내이다. 3기 매각 시 현금 1조원이 유입된다.

또한 OceanRig(TransOcean과 합병)의 미인도 드릴쉽 2기에서도 잔금 0.9조원이 남아있다.

동사의 3Q18 순차입금은 1.0조원인데, 시추선 매각 또는 인도 시 순현금 상태로 전환된다.

#### 2) 장차 해양

#### 수주모멘텀

#### 가장 좋아

동사는 10월까지 49 억\$(목표 82 억\$)를 수주했는데, 상선은 수주목표 55 억\$를 충분히 넘길 수 있지만, 해양의 27 억\$ 목표는 미달이다.

그래도 열밀까지, 인도 릴라이언스의 MJ FPSO 수주를 노리고 있다.

그 다음은, 2019년초 나이지리아 Shell의 Bonga FPSO, 2019년 여름~가을 호주 ConocoPhillips의 Barossa FPSO에서 수주가능성이 높다. 조선 BIG3 중 장차 1년간 해양 수주모멘텀이 가장 좋은 곳이 삼성중공업이다.

자주 받는 질의인데, 유가가 \$60/br 이상에 놓여있을 경우 그 변동성과 무관히 이 프로젝트들은 진행된다. 사측 안내는 2019년~2020년 총 35건의 신조 해양 프로젝트가 진행 중이란다.

그림19. 2018년 매출 5.5조원에서 2019년 매출 6조원 후반대로 건조량 증가: 고정비 효과와 충당금으로 흑자전환 예상

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	(십억원)		
											2018G	2018	
매출액	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	1,314	1,612	10,414	7,901	5,500	5,513	6,952 8,064
													↑ 매출 잔고 12조원
영업이익	27	21	24	-596	-48	-101	-127	-142	-147	-524	-420	-418	35 213
금융/기타영업외	22	9	-2	31	-43	-73	11	-13	79	61	-117	-13	-11
세전사업이익	49	29	22	-565	-91	-173	-116	-155	-69	-464	-535	22	201
지배주주 순이익	58	29	28	-453	-59	-147	-84	-118	-121	-339	-408	19	157
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.9%	-7.5%	-9.7%	-8.8%	-1.4%	-6.6%	-7.6%	0.5%	2.6%
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-6.1%	-6.7%	-1.3%	-4.3%	-7.1%	0.2%	1.8%
EPS(원)	149	73	71	-1,162	-151	-233	-134	-187	-311	-868	-647	30	249
BPS(원)	15,851	16,161	16,108	14,841	14,642	11,005	10,871	10,729	16,058	14,841	10,729	10,760	11,009

자료:리서치센터

### 3. VALUATION: 목표주가 11,000 원 유지

**Target PBR 1.0 배에서  
목표주가 11,000 원과  
선후주 의견 유지**

2018년 -4,200 억원 영업적자로, 적자폭이 예상보다 커졌지만 BPS는 기존 11,110 원에서 10,729 원으로 조정폭이 크지 않다.

타겟 PBR 1.0 배에서 목표주가 11,000 원을 그대로 유지한다. 상대적으로 낮은 VALUATION과 향후 실적과 수주에서 반전이 가장 크다는 투자포인트 하에서, 조선업종 선후주 추천의견도 견지한다.

그림20. 삼성중공업 타겟 PBR 1.0 배와 목표주가 11,000 원 유지

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	390	390	630	630	630
				유사증자 반영↑				
EPS_유증반영	2,737	646	-5,218	-311	-868	-647	30	249
BPS	25,308	23,973	18,344	16,058	14,841	10,729	10,760	11,009
PBR(고)	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	1.3		
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%	-6.5%	0.3%	2.3%
적용ROE = 2020년		2.6%	-13.5%	-4.0%	-6.1%	2.3%		
적용COE = TRL 참조					N/A	N/A		
적용 BPS					14,841	10,729		
Target PBR						타겟 ~ 현재 ~ 바텀		
적정주가						1.00 0.65 0.60		
목표주가						10,730	6,440	
증가(10.30)								
상승여력						11,000		
						6,960		
						58%		

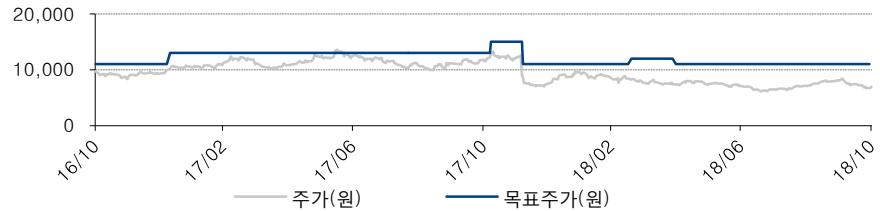
자료:리서치센터

그림21. 삼성중공업 PBR 0.65 배로 가장 방어적



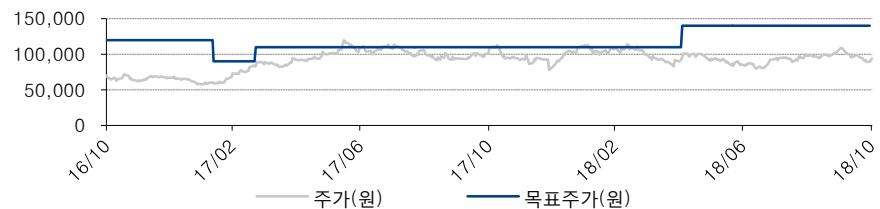
자료:리서치센터

## 삼성중공업(010140)



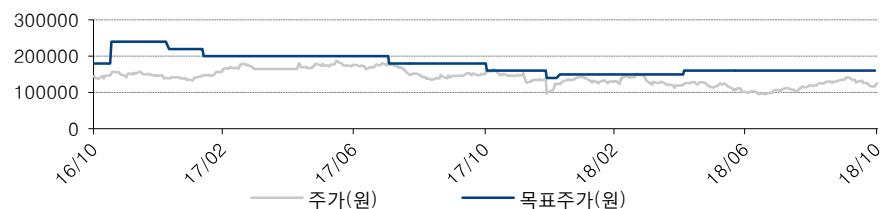
일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율		일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저)주가대비					평균주가 대비	최고(최저)주가대비
2017-01-09	Buy	13,000	6 개월	-22.6%	-7.7%						
2017-06-20	Hold	13,000	6 개월	-17.4%	-12.8%						
2017-07-28	Hold	13,000	1년	-25.3%	-17.2%						
2017-11-07	Buy	15,000	1년	-28.5%	-22.0%						
2017-12-07	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								

## 현대미포조선(010620)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율		일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저)주가대비					평균주가 대비	최고(최저)주가대비
2017-02-10	Buy	90,000	6 개월	-21.2%	-6.6%						
2017-03-22	Buy	110,000	6 개월	-9.5%	9.1%						
2017-06-20	Hold	110,000	6 개월	-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					평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-16	Buy	240,000	6 개월	-43.3%	-40.2%						
2017-01-09	Buy	220,000	6 개월	-42.0%	-39.5%						
2017-02-10	Buy	200,000	6 개월	-22.3%	-11.0%						
2017-06-20	Hold	200,000	6 개월	-17.2%	-12.9%						
2017-08-02	Hold	180,000	1 년	-20.3%	-5.6%						
2017-11-01	Hold	160,000	1 년	-13.5%	-2.1%						
2017-12-27	Hold	140,000	1 년	-21.9%	-15.1%						
2018-01-08	Buy	150,000	1 년	-12.5%	1.3%						
2018-05-04	Buy	160,000	1 년								

### 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.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-