

현대미포조선

BUY(유지)

010620 기업분석 | 조선

목표주가(향상)	47,000원	현재주가(03/11)	32,900원	Up/Downside	+42.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020 03 12

상선발 반등시 선두주자!

Investment Points

PC선 업황 개선 기조는 유료한 가운데 밸주잔고는 역사적 최하단 수준으로 낙폭 과대: 현재 조선업종은 코로나19 영향으로 활동이 줄면서 밸주 관망세를 보인다. 글로벌 선복량 대비 밸주잔고는 정유운반선이 최근 6.4%로 과거 00년 5월 7.7% 이후 가장 낮고, 전체 상선 비율 8.6%와 비교해도 낮은 수준이다. 글로벌 정유운반선의 인도 실적과 향후 인도 스케줄을 보면 19년 이후 감소세가 뚜렷하다. 정유운반선의 선복량 증감률은 19년에 4.7% 증가에서 20년에는 2.3%로 줄어 공급 측면에서 추가 밸주 여력은 충분하다. PC선 건조 글로벌 1위인 현대미포조선의 수주량 증대를 기대한다.

유가와의 상관관계는 상대적으로 낮으며, 통상 상선발 업황 터어라운드 시 선두 주자였음을 상기: 정유운반선 수요 증감률은 20년에 4.7%로 19년 -1.0%와 비교 시 증가 폭이 상당할 전망이다. 특히, 20년에는 SOx 규제 개시에 따른 석유제품의 해상 운송 증대 등 긍정적인 요인들이 존재한다. 동사의 주력인 MR PC선의 일일 수입은 20년 3월 현재 2만불을 넘어서며 채산성이 개선되고 있다. 최근 유가 낙폭 과대로 업황 개선에 대한 불확실성이 높으나, 현대미포조선의 시기총액과 브렌트유 가격과의 상관관계는 66.2%로 주요 동종사 대비 상관관계가 낮은 수준이다.

D Action

조선 업종의 재도약 초반에 주가 모멘텀이 가장 강할 전망, BUY! 현대미포조선이 주목받기 위해서는 정유운반선 수주 증대와 신조선 선가 상승이 필요하다. 현 상황은 MR PC선의 수입 증기와 함께 수급 개선 구간으로 동사 기업가치는 높아질 여력이 충분하다. 20년 1월에 PC선 7척 수주와 같이 유의미한 수주 소식이 들려올 경우 동사의 기업 가치는 제고될 전망이다. 조선 업종의 업황 재도약 초반에 주가 모멘텀이 가장 강한 점을 고려하면서 비중확대전략을 권고한다.

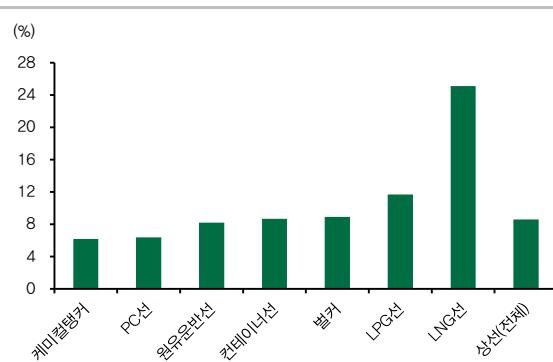
상선발 업황 회복 초기를 이끌 개연성 충분!

PC선 업황 개선 기조는 유효한 가운데 발주잔고는 역사적 최하단 수준으로 낙폭 과대

주력 정유운반선
발주잔고/선복량
6.4%로 최하단

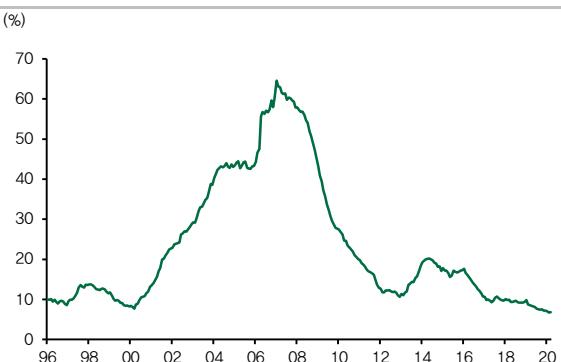
현재 조선업종은 코로나19 영향으로 활동이 줄면서 발주 관망세를 보인다. 과거 03년 초반 홍콩에서 벌발한 사스와 이번 코로나19의 전개가 유사하다고 가정하면, 20년 중반 이후 선박 발주량은 늘어날 것이다. 주요 선종별로 20년 3월 6일 기준 글로벌 선복량 대비 발주잔고를 살펴보면, 석유화학제품운반선이 6.2%로 가장 낮고, 다음으로 정유운반선이 6.4%로 전체 상선 비율 8.6%와 비교 시 낮은 수준임이 확인된다. 96년부터 현재까지 정유운반선의 글로벌 선복량 대비 발주잔고 수치의 경우 00년 5월에 7.7%를 나타낸 이후 현시점이 가장 낮은 수준이다.

도표 1. 주요 선종별 글로벌 선박 발주잔고/선복량 비율



자료: Clarksons, DB금융투자

도표 2. 2020년 3월 현재 PC선 발주잔고/선복량 역사적 하단

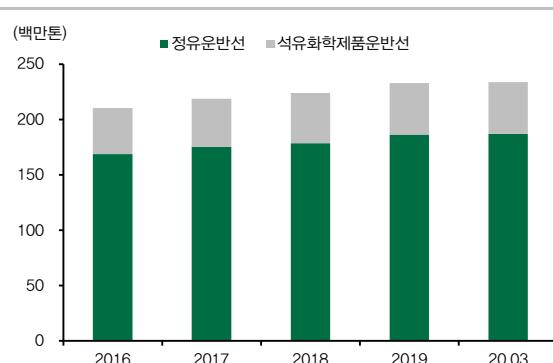


자료: Clarksons, DB금융투자

글로벌 PC선
인도 감소 전망

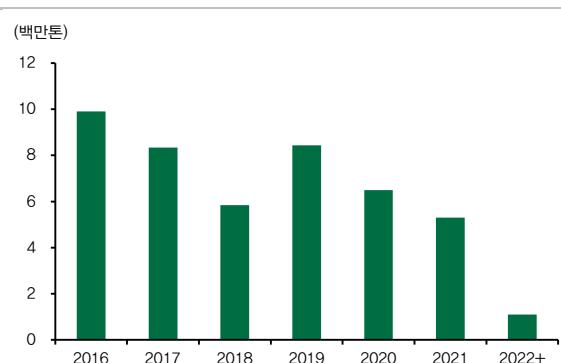
글로벌 정유운반선과 석유화학제품운반선의 선복량 증가 추이가 완만해진 상황이다. 글로벌 정유운반선의 연도별 인도 실적과 발주잔고 기준으로 남은 인도 스케줄을 보면 19년 이후 감소세가 뚜렷하다. 앞서 보여준 몇 가지 내용을 종합해보면, 공급 측면에서 정유운반선의 추가 발주 여력은 충분하다. 글로벌 1위 정유운반선 건조업체인 현대미포조선의 수주량 증대를 기대한다.

도표 3. 글로벌 정유 및 석유화학제품 운반선 선복량



자료: Clarksons, DB금융투자

도표 4. 글로벌 정유운반선 인도 실적 및 발주잔고 인도 전망



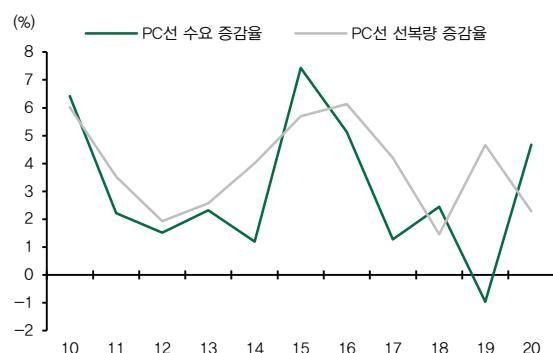
자료: Clarksons, DB금융투자

유가와 상관관계는 상대적으로 낮으며, 통상 상선발 업황 턴어라운드 시 선두 주자였음을 상기

정유운반선 수요
20년에 +4.7%

코로나19 영향으로 일부 수요에 대한 변수가 있기는 하겠지만, 선박은 신조선 발주 이후 인도까지 적어도 1년 이상이 소요된다. 정유운반선의 선복량 증감률은 YoY기준으로 19년에 4.7% 증가에서 20년에는 2.3%로 줄어들 전망이고, 코로나19 영향으로 일부 조선소의 조업 차질에 따른 공급 차질도 예상된다. 정유운반선 YoY기준 수요 증감률의 경우 20년에 4.7%로 19년에 -1.0%와 비교 시 증가 폭이 상당할 전망이다. 특히, 20년에는 SOx 규제 개시에 따른 석유제품의 해상 운송 증대 등 긍정적인 요인들이 존재한다. 현대미포조선이 가장 경쟁력 높고 정유운반선 시장의 주요 선형인 MR PC선의 일일 수입은 20년 3월 현재 2만불을 넘어서며 MR PC선 채산라인인 1.5만불 대를 넘어선 모습이다. 수요 증가와 함께 원유운반선의 운임 상승효과와 파나마 운하 추가요금 도입, 멕시코 악천후에 따른 체선 발생 등 가시적인 환경이 PC선 수입에 우호적일 전망이다.

도표 5. 글로벌 정유운반선 연도별 수요와 선복량 증감률 비교

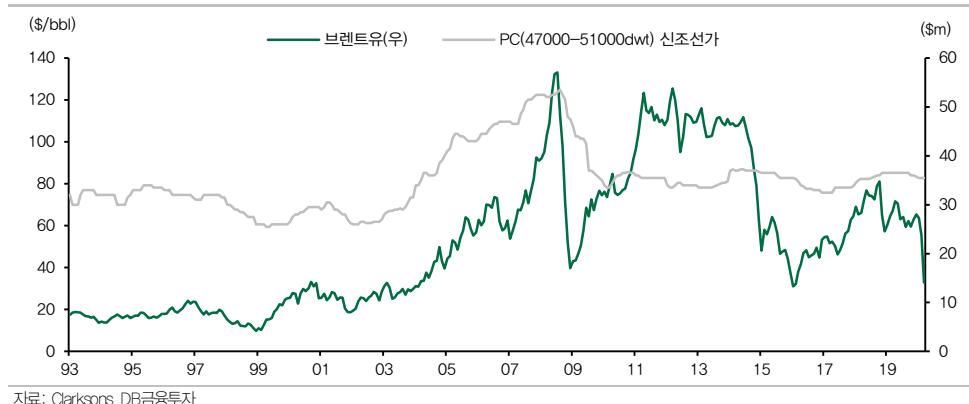


자료: Clarksons, DB금융투자

PC 선 신조선가
대비 브렌트유
가격 상관관계
53.5% 낮음

최근 유가 낙폭 과대가 조선업종 전반적으로 업황 개선에 대한 불확실성을 높이는 요인으로 주식시장은 반응하고 있다. 그러나 이는 선종별 그리고 회사별로 편차가 있는 것으로 판단한다. 현대미포조선의 주력인 정유운반선은 신조선가와 브렌트유 가격과의 상관관계가 53.5%로 높지 않다.

도표 7. 정유운반선 신조선가와 브렌트유 가격과의 상관관계는 53.5%로 높지 않음



자료: Clarksons, DB금융투자

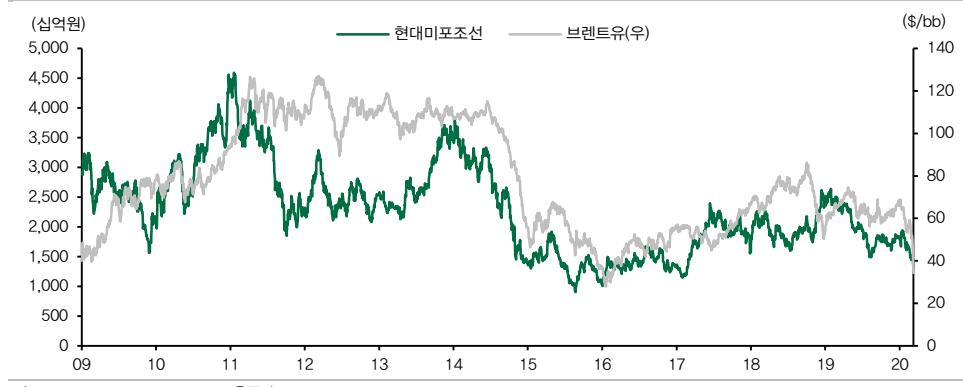
조선 업종의 재도약 초반에 현대미포조선의 주가 모멘텀 가장 강할 전망, BUY!

2003년, 2010년, 2013년, 2017년 시기에 동사의 주가가 먼저 상승을 보였던 흐름 재현 기대

업황 재도약 현대미포조선에서 매출비중이 가장 높은 정유운반선의 경우 밸주량과 브렌트유 가격과의 상관관계가 22% 수준으로 상당히 낮다. 현대미포조선의 시가총액과 브렌트유 가격과의 상관관계가 66.2%로 어느 정도 유사한 패턴을 보이지만 주요 동종사 대비로는 상관관계가 낮은 수준이다. 따라서 현대미포조선의 기업가치 향상에는 정유운반선 수주 증대와 신조선 선가 상승이 더욱 영향을 미치는 것으로 판단한다. 현 상황은 MR PC선의 운항 수입 증대와 함께 수급이 개선되는 구간으로 동사의 기업가치는 높아질 여력이 충분하다. 최근 코로나19 및 유가 급락 영향에 따른 주가 하락으로 목표주가와의 고리도가 높은 점을 반영하여, 새롭게 과거 5년간 평균 P/B 0.8배를 12개월 Forward BPS 58,142원에 적용하여 목표주가를 47,000원으로 하향한다. 그러나, 20년 1월에 PC선 7척을 수주한 것과 같이 유의미한 수주 소식이 들려올 경우 동사의 기업 가치는 제고될 전망이다. 큰 틀에서 안정성을 지속하며, 20년에도 흑자기조는 이어질 것으로 판단한다. 조선 업종의 업황 재도약 초반에 주가 모멘텀이 가장 강한 점을 고려하면서 비중확대전략을 권고한다.

초반 선두주자

도표 8. 현대미포조선 시가총액과 브렌트유 가격과의 상관관계는 66.2%로 주요 동종사 대비 낮은 수준



대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,776	1,801	1,793	1,724	1,764
현금및현금성자산	562	280	420	342	378
매출채권및기타채권	844	67	76	81	77
재고자산	96	160	120	129	126
비유동자산	1,543	1,662	1,654	1,649	1,645
유형자산	1,090	1,519	1,511	1,506	1,502
무형자산	3	3	3	2	2
투자자산	292	21	21	21	21
자산총계	8,319	3,464	3,447	3,373	3,408
유동부채	5,905	1,076	1,026	948	942
매입채무및기타채무	889	322	376	369	375
단기차입금및기사채	223	242	232	182	182
유동성장기부채	239	41	36	6	-14
비유동부채	76	70	70	70	70
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	5,980	1,147	1,096	1,018	1,012
자본금	100	200	200	200	200
자본잉여금	83	82	82	82	82
이익잉여금	1,719	1,817	1,842	1,843	1,878
비자본주자분	122	28	35	39	46
자본총계	2,339	2,317	2,350	2,355	2,396
현금흐름표					
12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-679	519	105	89	141
당기순이익	445	121	61	32	70
현금유동이없는비용및수익	-263	30	68	71	83
유형및무형자산상각비	51	47	66	62	62
영업관련자산부채변동	-855	378	0	-3	12
매출채권및기타채권의감소	-35	158	-9	-5	4
재고자산의감소	63	-62	40	-10	4
매입채무및기타채무의증가	106	-20	54	-7	7
투자활동현금흐름	741	-11	1,009	-48	-49
CAPEX	-65	-477	-57	-57	-57
투자자산의순증	1,005	271	0	0	0
재무활동현금흐름	-205	-798	-50	-118	-56
사채및차입금의증가	-4,951	-177	-10	-80	-20
자본금및자본잉여금의증가	0	100	0	0	0
배당금지급	0	0	-28	-28	-28
기타현금흐름	-99	8	-925	0	0
현금의증가	-242	-282	139	-77	36
기초현금	804	562	280	420	342
기말현금	562	280	420	342	378

자료: 현대미포조선 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453	2,403	2,994	2,877	2,923
매출원가	2,245	2,232	2,803	2,739	2,760
매출총이익	209	172	191	138	163
판관비	101	101	98	94	97
영업이익	108	71	93	44	66
EBITDA	159	118	158	105	128
영업외손익	625	47	-7	-1	29
금융순익	714	18	-49	-22	-13
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-89	29	42	21	42
세전이익	733	118	85	42	94
증단사업이익	-116	33	0	0	0
당기순이익	445	121	61	32	70
자비주주지분순이익	437	85	53	29	63
비자비주주지분순이익	8	36	8	3	7
총포괄이익	81	112	61	32	70
증감률(%YoY)					
매출액	-28.8	-2.1	24.6	-3.9	1.6
영업이익	-43.5	-34.3	30.7	-52.7	51.1
EPS	1,163.8	-805	-37.4	-458	118.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	10,939	2,128	1,333	722	1,575
BPS	55,500	57,322	57,956	57,980	58,855
DPS	0	700	700	700	700
Multiple(배)					
P/E	3.6	28.2	34.5	45.5	20.9
P/B	0.7	1.0	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.9	17.7	9.4	9.1	7.1
수익성(%)					
영업이익률	4.4	3.0	3.1	1.5	2.3
EBITDA마진	6.5	4.9	5.3	3.7	4.4
순이익률	18.1	5.0	2.0	1.1	2.4
ROE	20.0	3.8	2.3	1.2	2.7
ROA	5.1	2.0	1.8	0.9	2.1
ROIC	4.7	2.8	3.5	1.7	2.6
안정성및기타					
부채비율(%)	255.7	49.5	46.6	43.2	42.2
이자보상배율(배)	3.8	4.2	7.7	4.3	8.0
배당성향(배)	0.0	23.1	45.7	87.1	40.0

주: 현대미포조선 DB 금융투자

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

현대미포조선 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
18/01/15	Buy	125,000	-17.2	-8.8			
18/04/20	Buy	115,000	-208	-12.2			
18/08/29	Buy	120,000	-127	9.0			
19/01/07	Buy	76,000	-260	-13.0			
19/07/11	Buy	64,000	-328	-24.1			
20/03/12	Buy	47,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경