

# 현대미포조선

BUY(유지)

010620 기업분석 | 조선

목표주가(상향)	60,000원	현재주가(11/30)	47,500원	Up/Downside	+26.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 12. 01

## 야드에서 선봉장의 경쟁력을 재확인!

### Investment Points

**울산 현대미포조선 탐방을 통해 주력 선종 및 고부가가치선 위주 수주로 차별화 효과 확대를 기대:** 최근 현대미포조선 울산 야드를 탐방하였다. 올해 현재까지 확인되는 신규수주는 총 49척이며, 주력인 PC선이 38척으로 가장 많다. 다음으로 LPG선 8척, LNG병커링선 1척, Ro-Pax 1척, 기타 선박 1척이다. 글로벌 조선 업황이 바닥을 다지는 시기 아래 동사는 주력 선종인 PC선 수주를 기반으로 적당 선가가 더 높은 고부가가치선을 연이어 수주하고 있다. 특히, 선박 건조 관점에서는 동일한 선종의 연속 건조가 시리즈 효과를 가져와, 원가경쟁력을 높이며 수익성 차별화를 가져갈 수 있다.

**상선발 업황 턴어라운드 시 선두 주자였음을 상기하고, 최근 우호적인 환경 조성 또한 참고:** 동사는 2000년 이후 상선 주도로 조선 업황이 바닥을 다지고 돌아섰던 4차례 시기에 수주 차별화와 함께 기업가치 개선이 먼저 나타났었다. 2020년에도 동종사 대비 차별화된 수주 활동이 펼쳐지고 있다. 최근 LPG선 및 LNG선 해운 운임 회복과 소형 컨테이너선 중고선가의 급등 움직임도 동시에 긍정적인 효과를 제공할 전망이다. 선종별 주요 경쟁사들은 도태되거나 경쟁력을 잃어가고 있다.

### Action

**수주실적 글로벌 No.2에 고부가가치선 수주 확대 등 추가 상승 여력 충분, BUY!** 울산 야드 방문에서 동사가 창사 이래 선박 수주를 전세계적으로 현대중공업 다음으로 많이 한 경험의 중요도를 확인하였다. 안정화 기조가 나타나고 있다는 판단으로, 새롭게 P/B 1.0배를 12개월 Forward BPS 60,021원에 적용하여 목표주가를 60,000원으로 상향한다. MR PC선과 LPG선의 연속 건조와 함께 LNG병커링선, 소형 LNG선, Ro-Pax 등 고부가가치선과 LNG-DF 적용 선박 확대를 주목하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data			
	(단위: 십억원, 원 배 %)								
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	20,500/48,600원		
매출액	2,403	2,994	2,875	2,818	2,874	KOSDAQ /KOSPI	886/2,591pt		
(증가율)	-2.1	24.6	-4.0	-2.0	2.0	시가총액	18,973억원		
영업이익	71	93	91	69	97	60일-평균거래량	372,335		
(증가율)	-34.3	30.6	-1.9	-24.0	40.1	외국인지분율	12.5%		
지배주주순이익	85	53	60	45	94	60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p		
EPS	2,128	1,333	1,504	1,118	2,353	주요주주	한국조선해양 외 5인 42.9%		
PER (H/L)	31.7/18.5	50.3/27.2	32.0	43.0	20.4	(천원)	100		
PBR (H/L)	1.2/0.7	1.2/0.6	0.8	0.8	0.8	현대미포조선(좌)	(pt)		
EV/EBITDA (H/L)	17.7/7.0	17.3/9.4	12.3	14.5	11.3	KOSPI지수대배(우)	0		
영업이익률	3.0	3.1	3.2	2.5	3.4	19/11	20/03		
ROE	3.8	2.3	2.6	1.9	3.8	20/06	20/10		
						주가상승률	1M	3M	12M
						절대기준	69.6	54.0	5.6
						상대기준	48.4	39.9	-14.9

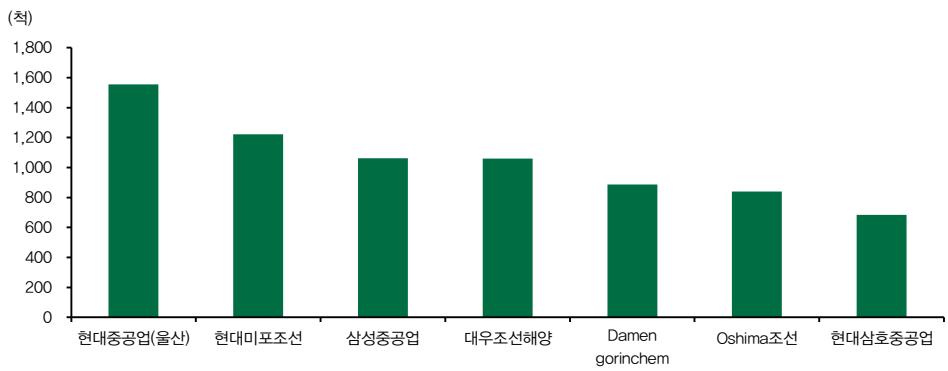
## 글로벌 No.2 조선소인 현대미포조선 울산 야드 탐방

조선소의 경쟁력은 선박을 얼마나 많이 건조해본 경험이 있는지로 구분 가능

수주척수 기준  
글로벌 2위  
조선소 탐방

세계 중형선박 시장의 절대 강자인 현대미포조선 울산 야드를 최근 탐방하였다. 동사는 창사 이래 총 1,222척을 수주한 것으로 파악된다. 전세계 조선소 수주 척수 기준으로 현대중공업 울산 야드의 1,555척 다음으로 동사가 많은 수주 척수를 기록하고 있다. 제조업 관점에서는 유사한 제품을 얼마나 많이 만들어 보았는지는 중요한 척도이다. 이러한 경험이 바탕이 되어 원가경쟁력을 높이게 된다.

도표 1. 척수 기준 글로벌 Top 7 조선소 수주실적



자료: Clarksons, DB금융투자

본사 인근에  
부지 확대로  
경쟁력 배가

동사는 총 71만여㎡의 부지에 40만톤급 도크 3기와 35만톤급 도크 1기를 비롯해 2.3km의 암벽과 각종 첨단 자동화 설비를 갖춘 공장을 보유하고 있다. 사외공장 중 거리가 상당히었던 목포공장은 문을 닫았고, 울산 온산공장 등 인근 지역에 4곳의 사외공장을 운영하고 있다.

도표 2. 현대미포조선 울산 야드 전경



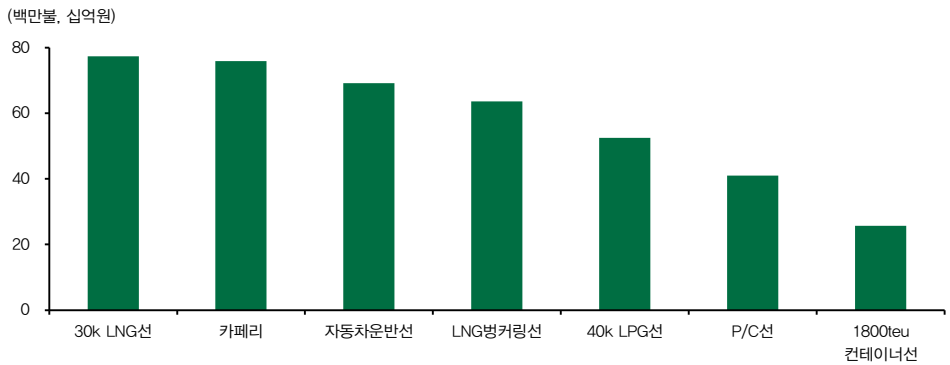
자료: 현대미포조선, DB금융투자

PC선을 중심으로 적당 수수금액이 높은 고부가가치선 연속 수주로 P-Mix 개선

적당 수수  
단가가 높은  
선종들 수주

연간 동일한 척수의 선박을 건조할 시 적당 금액이 높은 선종들로 제품 믹스를 가져가게 되면 매출이 증가하게 된다. 연간 건조 척수가 다소 줄더라도 고부가가치 선박의 비중이 늘어나게 되면 매출 측면에서는 긍정적인 효과가 발생한다. 선박 크기 대비 신조선가가 높다는 것은 상대적으로 만들기 어렵다고 볼 수 있고, 이는 진입장벽이 될 수 있다. 현대미포조선이 최근 수주 공시한 내용을 토대로 주요 선종별 적당 금액을 살펴보면 아래 도표와 같다. 적당 선가 기준으로 소형 LNG선이 가장 높고 다음으로 Ro-Pax(카페리), 자동차운반선, LNG병커링선, LPG선, PC선 순으로 파악된다.

도표 3. 현대미포조선 주요 선종별 적당 최근 수주 금액

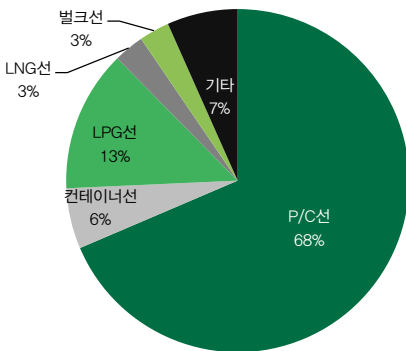


자료: Clarksons, Dart, DB 금융투자

주력 선종  
위주로 선별  
수주 돌보임

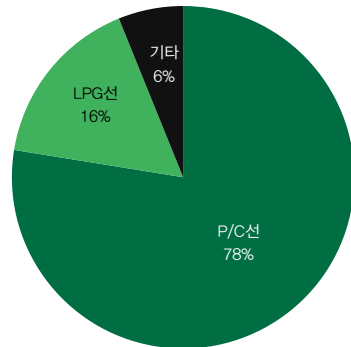
올해 최근까지 현대미포조선은 총 49척의 신규수주를 체결하였다. 주력인 PC선이 38척으로 가장 많다. 다음으로 LPG선 8척, LNG병커링선 1척, Ro-Pax 1척, 기타 선박 1척이다. 글로벌 조선 업황이 바닥을 다지는 시기 아래 동사는 주력 선종인 PC선 수주를 기반으로 적당 선가가 더 높은 고부가가치선을 연이어 수주하고 있다. 특히, 선박 건조 관점에서는 동일한 선종의 연속 건조가 시리즈 효과를 가져와, 원가경쟁력을 높이며 수익성 차별화를 가져갈 수 있다.

도표 4. 현대미포조선 척수 기준 선종별 수주진량 비중



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

도표 5. 현대미포조선 척수 기준 선종별 신규수주 비중



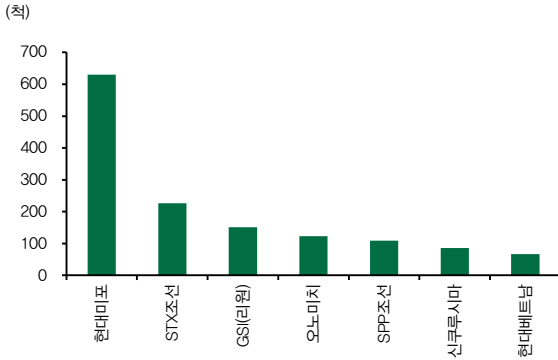
자료: 현대미포조선 DB 금융투자

### 현대미포조선의 주요 수주 선종별 글로벌 경쟁력은 최상위

주력인 PC선에  
주요 경쟁자를  
찾기 힘들다!

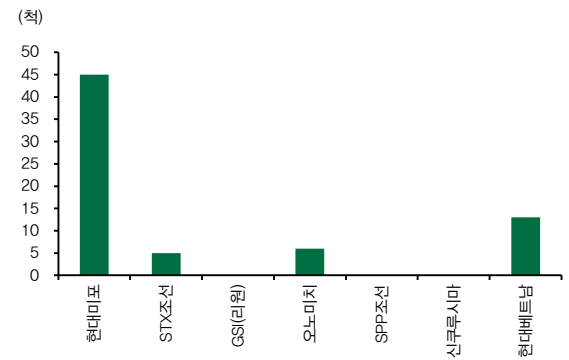
현대미포조선의 주요 선종별 경쟁력을 확인하기 위해 클락슨 데이터를 기준으로 창사 이래 지금까지의 수주 실적을 파악하였다. 25,000~55,000톤급 MR탱커의 경우, 현대미포조선은 총 630척을 수주하였고 현재 수주잔고로 45척을 확보하고 있다. 2위인 진해소재 STX조선의 경우 총 226척을 수주하였고 현재 5척이 수주잔고에 있다. 수주 실적 기준 각각 3위와 5위인 중국 리원소재 GSI조선과 SPP조선은 사업을 접은 것으로 나타났다. 6위인 일본 신쿠루시마조선은 25,000~55,000톤급 MR탱커가 수주잔고에 없는 상황이다. 현대미포조선의 베트남 합작법인인 현대베트남조선은 수주실적 면에서는 67척으로 7위에 머무르나 수주잔고는 13척으로 2위 수준이다. 현대미포조선이 입증한 디자인에 지금까지 다양한 학습비용을 지불한 내용을 바탕으로 최적의 설계 및 생산 공법들을 적용하여 단기간 내에 경쟁력을 크게 끌어올렸기 때문이다.

도표 6. 25,000~55,000톤급 PC선 Top 7 조선소



자료: Clarksons, DB 금융투자

도표 7. 25,000~55,000톤급 PC선

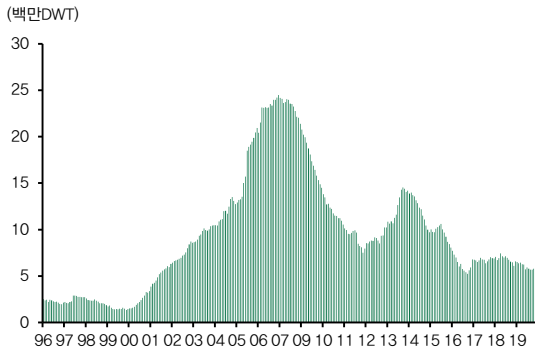


자료: Clarksons, DB 금융투자

LNG-DF 사양  
MR탱커 발주자  
시작되는 상황

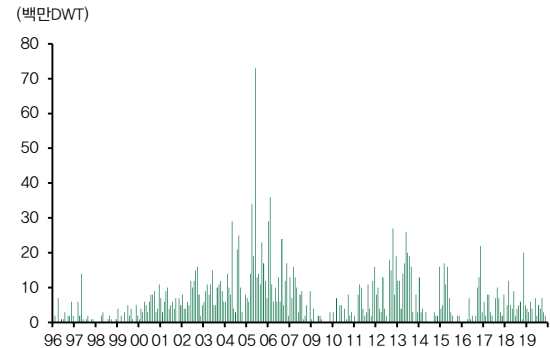
현대미포조선이 주력인 40,000~54,999톤급 MR탱커의 글로벌 발주 움직임은 제한적인 상황이다. 그러나 MR탱커가 2016년 연간으로 17척이 발주된 것에 비해 2020년 10월까지 누계 만으로도 40척이 발주되었다. 특히, LNG-DF 사양의 MR탱커 발주 움직임이 나타나고 있는 점도 참고하자.

도표 8. 글로벌 MR탱커(40,000~54,999톤급) 월별 발주잔량



자료: Clarksons, DB 금융투자

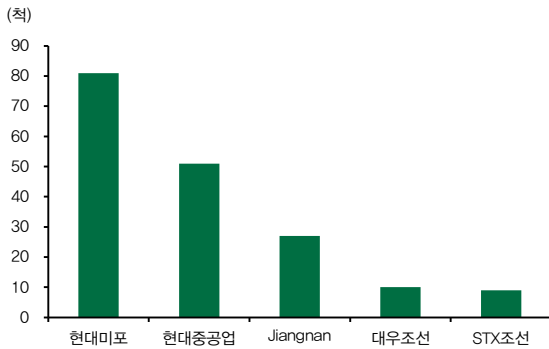
도표 9. 글로벌 MR탱커(40,000~54,999톤급) 월별 신규수주



자료: Clarksons, DB 금융투자

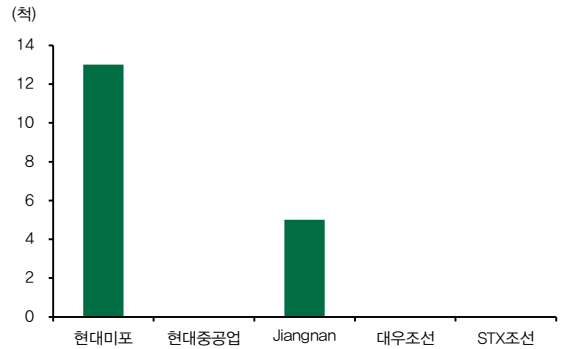
**중소형 LPG선도** MR탱커 대비 적당 신조선가가 높은 LPG선과 관련한 현대미포조선의 실적을 살펴보았다. **독보적인 입지** 20,000~45,000 m<sup>3</sup> LPG선을, 현대미포조선은 총 81척을 수주하였고 현재 수주잔고로 13척을 확보하고 있다. 2위는 현대중공업으로 총 51척을 수주한 실적이 있다. 다만, 현대중공업은 최근 대형 LPG 선을 수주함에 따라 **중소형 LPG선**은 현재 수주잔고에 없다. 전세계 적으로 20,000~45,000 m<sup>3</sup> LPG 선 수주실적 상위 5개사 중 3위인 중국 Jiangnan조선 5척을 수주잔고로 확보하고 있다. 각각 4위와 5위에 위치한 대우조선해양과 STX조선해양은 해당 크기의 LPG선과 관련한 수주잔고가 없다. 조선소 입장에서는 건조 경험을 확보한 선종을 연속적으로 건조하면서, 생산공법 개선 등을 통해 원가경쟁력을 높이고자 한다. 같은 선종을 연속적으로 건조하고 있는 현대미포조선의 차별화가 LPG선 분야에서 기대되는 상황이다.

도표 10. 20,000~45,000m<sup>3</sup> LPG선 Top 5 조선소



자료: Clarksons, DB 금융투자

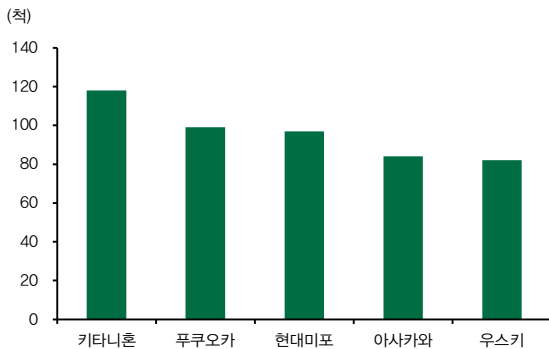
도표 11. 20,000~45,000m<sup>3</sup> LPG선 수주잔고



자료: Clarksons, DB 금융투자

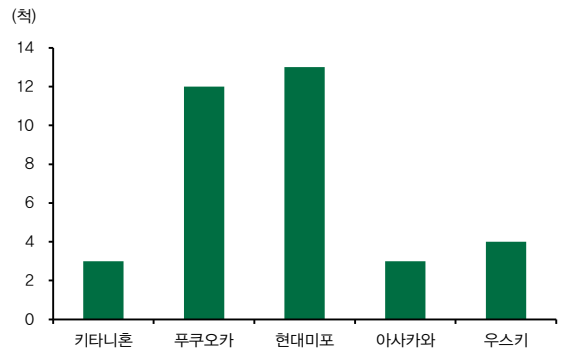
**케미컬 탱커** 10,000톤급 이상의 석유화학제품운반선 시장에서 현대미포조선은 창사 이래 지금까지 97척을 수주하면서 3위에 있다. 그러나, 동일 선종의 현재 글로벌 수주잔고 기준으로는 13척을 확보하여 1위이다. **수주잔고 세계 1위** 특히, 석유화학제품운반선은 PC선과 건조과정이 유사하기 때문에 현대미포조선은 원가 경쟁력 측면에서 강점을 확보한 것으로 추정한다.

도표 12. 10,000톤 이상 케미컬 탱커 Top 5 조선소



자료: Clarksons, DB 금융투자

도표 13. 10,000톤 이상 케미컬 탱커 수주잔고



자료: Clarksons, DB 금융투자

### 코로나 사태에서도 주요 선종들의 해상운임과 소형 컨테이너선의 중고선가는 견조한 모습

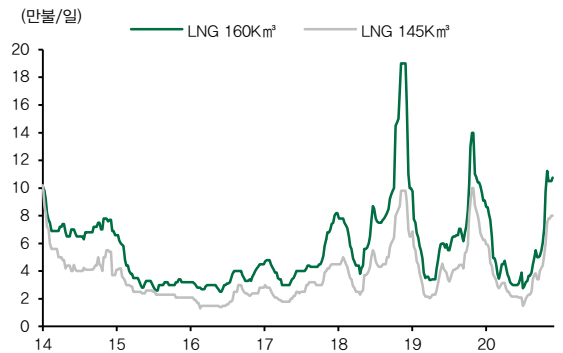
LPG선과 LNG선 주간 단위로 확인하는 46,200톤급 LPG선 해상운임이 지난 6월 백만톤당 25불로 바닥을 기록한 이후 운임 YoY기준 지난 주말에는 87.5불로 급등세를 연출하였다. 46,200톤급 LPG선 해상운임 YoY기준으로 전년동기 대비 19.9% 증가한 점은 고무적이다. 해당 LPG선의 제한적인 공급 여력이 운임 급등의 주된 요인으로 파악된다. LNG선 일일 스팟 운임의 경우도 주간 단위로 견조한 흐름을 이어가, 지난 주말에는 YoY기준으로도 개선세를 나타냈다. 이러한 LPG선과 LNG선의 해상운임 개선 흐름은 신조선 발주 움직임에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

도표 14. LPG선 해상운임(46,200 mt 중동/일본) 주간 동향



자료: Clarksons, DB금융투자

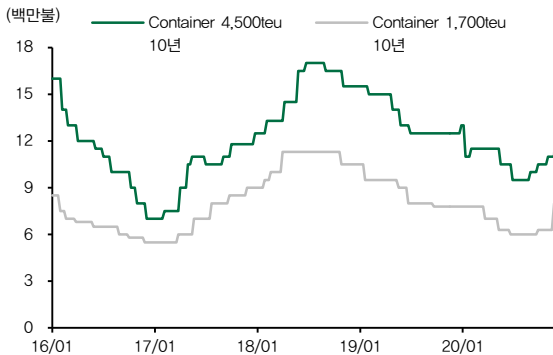
도표 15. LNG선 스팟 운임



자료: Clarksons, DB금융투자

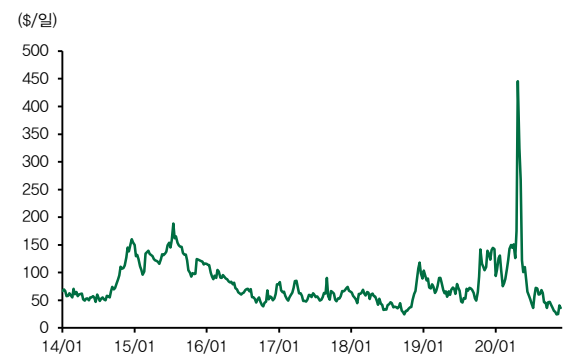
중소형 컨테이너선 중고선가 급등 지난 주말 발간된 클락슨 주간 자료를 보면, 중고 중소형 컨테이너선 선가가 급등한 것으로 파악된다. 선령 10년된 4,500teu급과 1,700teu급 컨테이너선의 중고선가가 WoW로 각각 36.4%와 27.0% 상승하였다. 컨테이너선이 높은 해운 운임과 함께 역사적으로 낮은 수주잔고 영향이 중고선가를 끌어 올린 것으로 추측한다. 중소형 컨테이너선 발주에 있어서 긍정적인 상황이 나타나고 있다.

도표 16. 10년된 컨테이너선 주간 중고선가



자료: Clarksons, DB금융투자

도표 17. MR탱커 일일 운임을 주간 단위로 표기



자료: Clarksons, DB금융투자

현대미포조선이 건조한 주요 선종별 사진

도표 18. 50,000DWT P/C선



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

도표 19. 35,000CBM LPG선



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

도표 20. 로팍스



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

도표 21. LNG 병커링선



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

도표 22. 1,800TEU 컨테이너선



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

도표 23. LNG DF 벌크선



자료: 현대미포조선 DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,801	1,745	962	937	1,051
현금및현금성자산	280	200	155	143	235
매출채권및기타채권	67	109	80	86	92
재고자산	160	166	144	121	129
비유동자산	1,662	1,636	1,637	1,622	1,606
유형자산	1,519	1,529	1,530	1,516	1,499
무형자산	3	3	2	2	2
투자자산	21	15	15	15	15
자산총계	3,464	3,381	3,413	3,455	3,552
유동부채	1,076	1,002	977	979	982
매입채무및기타채무	322	369	364	389	406
단기차입금및단기차채	242	230	210	180	160
유동성장기부채	41	0	0	0	0
비유동부채	70	25	25	25	25
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,147	1,027	1,002	1,004	1,007
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,817	1,844	1,894	1,928	2,012
비지배주주지분	28	36	43	48	59
자본총계	2,317	2,354	2,411	2,450	2,545

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,403	2,994	2,875	2,818	2,874
매출원가	2,232	2,803	2,692	2,658	2,684
매출총이익	172	191	183	160	190
판관비	101	98	92	91	93
영업이익	71	93	91	69	97
EBITDA	118	146	149	125	151
영업외손익	47	-7	-4	-4	43
금융손익	18	-43	-21	-19	28
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	29	36	17	15	15
세전이익	118	86	87	65	140
중단사업이익	33	0	0	0	0
당기순이익	121	61	67	50	104
지배주주지분순이익	85	53	60	45	94
비지배주주지분순이익	36	8	7	5	10
총포괄이익	112	65	67	50	104
증감률(%YoY)					
매출액	-2.1	24.6	-4.0	-2.0	2.0
영업이익	-34.3	30.6	-1.9	-24.0	40.1
EPS	-80.5	-37.4	12.8	-25.7	110.4

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

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	519	-72	972	125	133
당기순이익	121	61	67	50	104
현금유출이없는비용및수익	30	82	54	46	62
유형및무형자산상각비	47	53	58	56	55
영업관련자산부채변동	378	-215	871	45	2
매출채권및기타채권의감소	158	-35	28	-5	-6
재고자산의감소	-62	-4	23	23	-8
매입채무및기타채무의증가	-20	17	-4	25	17
투자활동현금흐름	-11	77	198	-89	-5
CAPEX	-477	-83	-59	-41	-38
투자자산의순증	271	6	0	0	0
재무활동현금흐름	-798	-85	-43	-48	-37
사채및차입금의 증가	-177	-39	-20	-30	-20
자본금및자본잉여금의증가	100	0	0	0	0
배당금지급	0	-28	-14	-10	-10
기타현금흐름	8	0	-1,172	0	0
현금의증가	-282	-81	-45	-12	92
기초현금	562	280	200	155	143
기말현금	280	200	155	143	235

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	2,128	1,333	1,504	1,118	2,353
BPS	57,322	58,022	59,276	60,145	62,249
DPS	700	350	250	250	250
Multiple(배)					
P/E	28.2	34.5	32.0	43.0	20.4
P/B	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	17.7	11.8	12.3	14.5	11.3
수익성(%)					
영업이익률	3.0	3.1	3.2	2.5	3.4
EBITDA마진	4.9	4.9	5.2	4.4	5.3
순이익률	5.0	2.0	2.3	1.8	3.6
ROE	3.8	2.3	2.6	1.9	3.8
ROA	2.0	1.8	2.0	1.4	3.0
ROIC	2.8	3.2	3.8	3.9	5.5
안정성및기타					
부채비율(%)	49.5	43.6	41.6	41.0	39.6
이자보상배율(배)	4.2	9.6	10.5	8.9	13.9
배당성향(배)	23.1	22.8	14.9	20.1	9.5

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 언급된 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 것이나 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 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이견은 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 투자이견은 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 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/08/29	Buy	120,000	-12.7	9.0					
19/01/07	Buy	76,000	-26.0	-13.0					
19/07/11	Buy	64,000	-32.8	-24.1					
20/03/12	Buy	47,000	-33.0	2.7					
20/12/01	Buy	60,000	-	-					