

조선

Neutral

*L'heure entre chien et loup*

# 개와 늑대의 시간



“ 개와 늑대의 시간'은 프랑스어 'L'heure entre chien et loup'를 직역한 것으로, 황혼(여명)을 의미합니다. 밤과 낮의 색들이 서로 만나 멀리서 다가오는 실루엣이 개인지 늑대인지 분간하기 어려운 시간을 말합니다. 하루에 두 번, 빛과 어둠이 서로 바뀌는 이른 새벽과 늦은 오후로 현재 업황이 Super Cycle이라는 기대감만을 갖기에 불확실하다는 의미로 차용하고자 합니다. ”



조선/기계 Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

**Top Pick**

종목	투자판단	적정주가
현대중공업지주 (267250)	Buy	90,000원

**관심종목**

종목	투자판단	적정주가
대우조선해양 (042660)	Buy	40,000원
현대미포조선 (010620)	Hold	90,000원
한국조선해양 (009540)	Hold	157,000원

# Contents

---

Summary	3
Key Chart	5
1. COVID-19 이후의 조선업황	11
2. 과거 Super-Cycle 에 대한 회고	25
3. 2003~08 년 Super-Cycle Vs. 2021~22 년	34
4. Again Super-Cycle? Not Yet	46
5. 전제 조건 3 가지 - 폐선, 환경규제 효과, 선가 상승 속도	60
<b>기업분석</b>	
현대중공업지주 (267250) 중공업·에너지 변화의 정점	72
대우조선해양 (042660) 늦게 시동을 거는 것이 오히려 낫다	76
현대미포조선 (010620) 앞서 달려온 1.5 년, 조금은 쉬어야 할 때	80
한국조선해양 (009540) 중간지주사의 숙명	83

## Summary

자본시장에서 기업이나 재화의 본질가치(Value)와 시장가격(Price)은 항상 일치할 수는 없다. 기업의 시장가격이 본질가치를 상회하는(PBR 1.0배 상회) 경우는 결국 미래의 실적이 현재의 Value를 상회시킬 것이라는 시장의 동의가 반영되는 것이다. 산업 전반의 가격이 본질가치를 상회한다면 산업 전반의 Up-cycle 혹은 구조적 변화가 투영되고 있음은 자명하다. 그렇다면, 전통적 경기순환 산업인 조선업이 확연한 Up-cycle로의 전환기에 있는지, 구조적 변화에 따른 미래가치 상승이 가능한지 고민해야 한다.

COVID-19 이후 유동성 팽창이 원유, 구리, 철광석 등 상품(Commodity)가격의 급반등을 견인하면서 원자재 Super-Cycle 도래를 이야기하기도 한다. COVID-19가 선진국을 중심으로 완화되면서, 억눌렸던 소비가 되살아나고 공급 축소에 따른 수급 불균형으로 소재·산업재·물류 시장 변동성이 확대되고 있다.

2021년 전망에서 조선업 시장 개선의 근본적 시그널을 크게 3가지로 제시한 바 있다. 1) 국제해사기구(IMO) 환경규제 강화와 유가 상승에 따른 저연비 노후선박 퇴출 가속화(폐선량 급증), 2) IMO2020 규제 효과가 본격화되면서 저유황유-고유황유 가격 스프레드 확대(노후선의 버티기 한계, 친환경선 발주 유발), 3) 달러 약세(원·위안화 강세)와 철강가격 인상을 상쇄할 수준의 선가 상승이다.

유가가 배럴당 60달러를 상회하는 수준까지 반등했음에도 전세계 자원개발(E&P) 분야 기업들 주가는 위기 이전으로 회복하지 못하고 있다. 전세계적 유동성 팽창에도 시추기업들의 기업가치는 Default Risk가 반영 중이다. 2021년 해양플랜트 시장은 지연되었던 생산설비의 입찰 재개에 따른 일부 발주와 가동 중단된 해양 시추설비의 재가동을 기대해야 한다.

2020년 국내 조선업계 수주의 75.2%가 4분기 집중되었고 연초 가이드스 대비 평균 달성률이 67.3%에 불과, 2021년 매출 부진에 따른 수익성 저하는 예견된 상황이다. 상반기에 이어 하반기에도 후반기가격의 추가 인상 가능성이 존재, 원가 부담은 증가할 수 있다. 이에 2021년 조선업 Valuation의 적정 레벨을 반영할 기업은 재무건전성이 뛰어나고 E&P 관련사업을 영위하지 않으며, 선박 시장 개선의 수혜를 먼저 받을 현대미포조선이다.

현재 현대미포조선의 주가는 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.5배에서 등락을 거듭하고 있다. 시장 개선의 의미 있는 시그널이 본격적으로 나타나기도 전에 2013년 이후 추세적으로 뚫지 못했던 PBR 1.0배, 본질가치=시장가격의 벽을 넘어섰다. 중고선가의 반등세 지속과 완만하게 우상향하는 신조선가 흐름이 기대감을 선반영하고 있다. 경기침체를 극복하기 위해 주요 국가들이 유동성을 대폭 공급해왔고 이는 이동제한 상황에서 상품소비의 증가를 유발, 컨테이너선 운임은 2020년 하반기부터 1년간 쉽 없이 급등세를 유지 중이다.

철광석과 철스크랩 가격이 과거 호황수준까지 급등, 후관을 포함한 철강재 전반의 가격 급상승을 초래하고 있다. 이는 벌크화물운임지수(BDI) 상승을 견인, 해운시황의 호황기 돌입의 기대감을 증폭시키고 있다. 해상운임이 상승하고 원재료 가격 급등에 따른 선가인상이 점진적으로 확인됨에 따라, 조선산업에도 2003~08년 상반기까지의 Super-Cycle이 다시 도래할 수도 있다는 의견이 나오기 시작했다.

주요 산유국들의 증산에도 유가가 강세기조를 유지한다면, 하반기부터 원유 수요 개선을 기대할 수도 있다. 이는 탱커 운임의 상승 여부로 판단 가능하다. COVID-19 확산이 여전한 인도 등 신흥국 경기부진은 우려되나, 미국 인프라 투자가 진행되고 백신보급 확대를 통해 전력계통 같은 필수 투자의 재개도 예상 가능하다. 이런 기대가 2022년 시황 회복으로 이어지는 가정을 해도, 2010~13년의 평균치인 연간 1,000~1,100억달러의 신규 발주를 기대함이 합리적이라고 판단한다.

시장에서 바라보는 시황 회복 기대가 1,000~1,100억달러의 발주로 이어진다면, 현재 국내 업계 생산능력의 1.5배 규모의 수주가 가능하다고 예상한다. 시장이 평가하는 가격(주가)이 미래에 추가될 본질가치를 선반영한다고 해도 PBR 1.5배를 넘어설 Super-Cycle은 아니다. Super-Cycle은 시장이 예상하지 못하는 호황국면을 의미한다. 원가는 Super-Cycle 수준에 육박했지만, 선박가격은 60~86% 수준에 불과하다. 레버리지가 동반된 투기적 발주를 예상하기에는 금리수준과 금융기관들의 위험가중자산 축소, 전방산업의 투자 방향이 명확하지 않다.

향후 강화될 선박의 환경규제나 脫탄소로의 움직임은 연료와 엔진계통의 변화를 초래함을 의미한다. 이는 전세계 1위 조선업체이자 엔진 제조기업인 현대중공업이 주도할 개연성이 높다고 예상한다. 3분기 중 상장되면, 주도주이자 조선업종 적정 Valuation Level을 결정할 기업은 현대중공업이라 전망한다. 이는 타 조선업체에 대한 투자 매력을 약화시킬 수 있다.

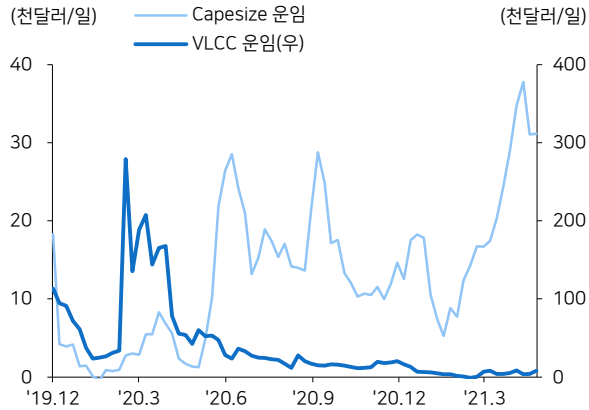
표1 전세계 선박+해양플랜트 발주량 추이 - 2022년의 회복을 가정 시 2010~13년 연평균 발주액 1,100억달러로 보는 것이 합리적

(십억달러)	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21YTD	'21E
신규 발주금액	51	36	34	72	94	114	189	264	182	42	111	105	91	137	114	89	37	70	78	79	46	34	69
컨테이너선	11	7	4	22	21	28	26	48	18	1	7	20	4	19	10	18	3	6	11	7	8	18	21
벌크선	5	3	7	12	13	14	40	96	67	16	46	17	9	37	24	10	3	12	14	11	6	2	7
탱커	13	11	9	20	21	22	59	34	33	7	16	7	8	19	16	25	5	15	12	12	11	4	11
Gas선(LNGC/LPGC)	4	5	3	3	15	13	14	8	4	1	2	11	10	13	22	11	2	5	15	14	14	5	17
기타	11	4	6	11	17	22	20	25	17	5	10	3	6	4	14	14	19	24	20	28	4	1	6
Offshores	5	6	5	4	6	13	23	37	36	10	24	40	46	34	21	6	2	6	5	6	3	3	6
상선 발주금액	45	29	28	67	87	98	158	211	138	31	82	59	37	92	86	79	32	62	72	72	42	30	62
해양 발주금액	6	7	6	5	7	16	31	52	44	11	30	47	54	44	28	10	4	8	6	8	4	4	7
신규발주액 증감률(%)	-30	-5	111	31	22	65	40	-31	-77	165	-5	-13	49	-16	-22	-59	89	12	2	-42	157	50	
상선(YoY, %)	-36	-3	140	29	13	61	33	-35	-78	167	-28	-36	146	-7	-8	-59	90	16	0	-42	223	48	
해양플랜트(YoY, %)		12	-14	-23	48	129	89	71	-16	-74	159	58	16	-18	-37	-65	-55	80	-20	20	-45	142	63
Clarkson 신조선가치수	115	109	106	119	150	162	169	185	178	138	142	139	126	133	138	131	123	125	130	130	126	134	136

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

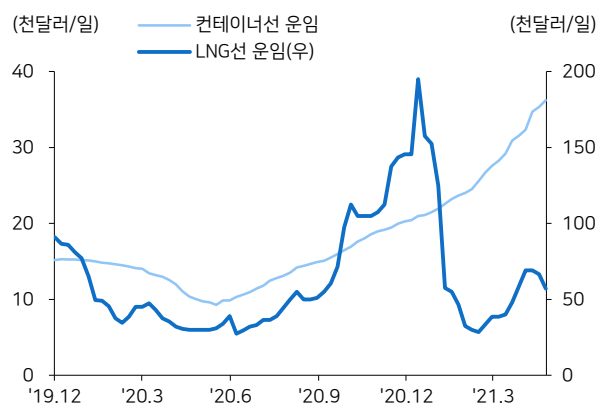
# Key Chart

**그림1 2020년 이후 Capesize +70.4%, VLCC운임은 -92.9%**



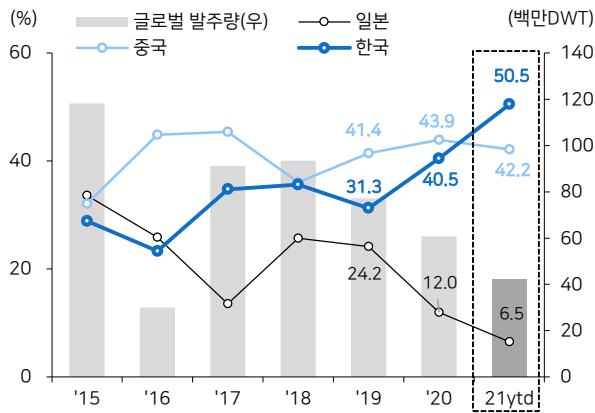
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 2020년 이후 LNG운임 -37.4%, 컨테이너선 +138.7%**



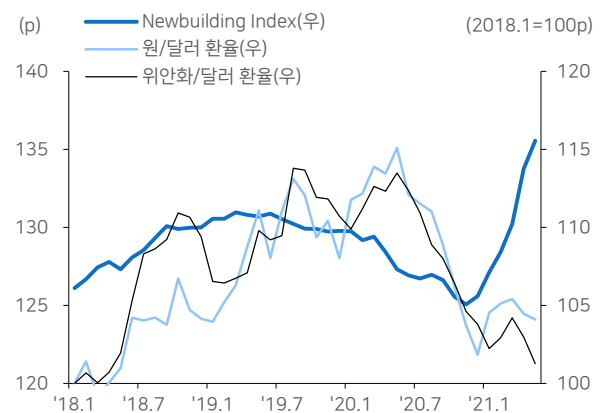
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 선박 발주량과 한·중·일 M/S 추이 - 한국 수주 우위**



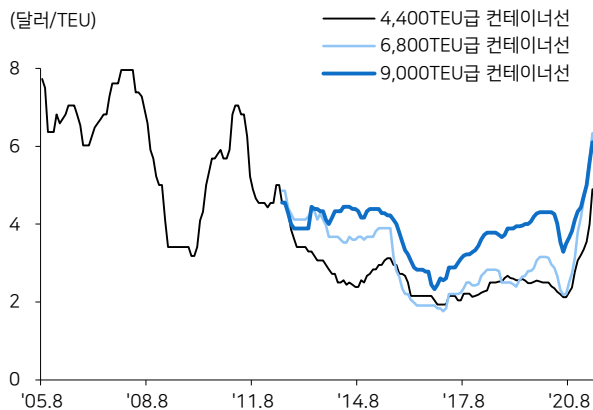
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림4 원/달러, 위안/달러, 신조선가 추이**



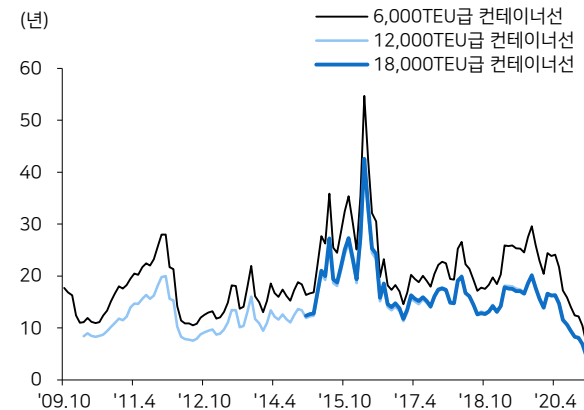
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림5 컨테이너선 선형(Size)별 일일 용선료 추이**



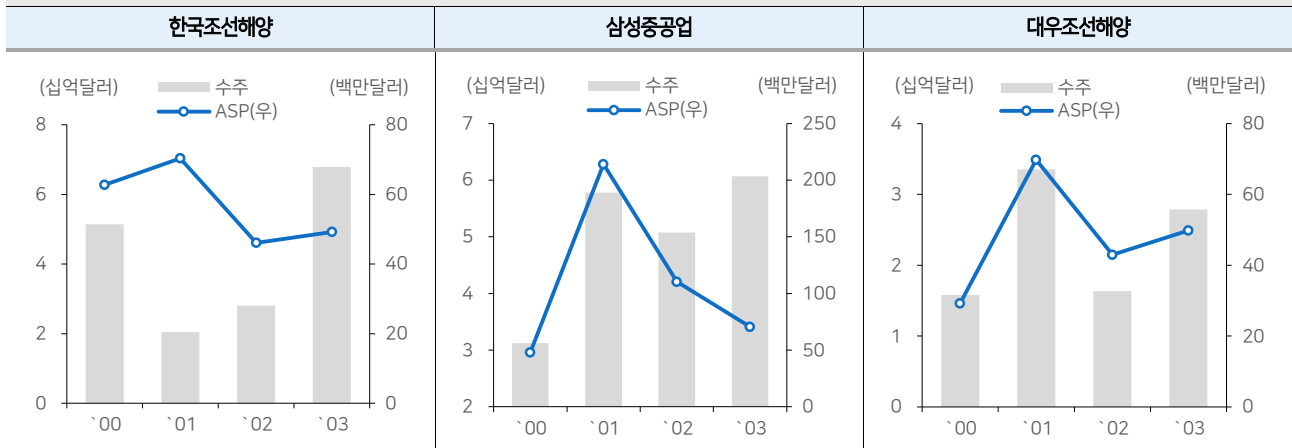
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 컨테이너선 선형(Size)별 투자자금 회수 기간 추이**



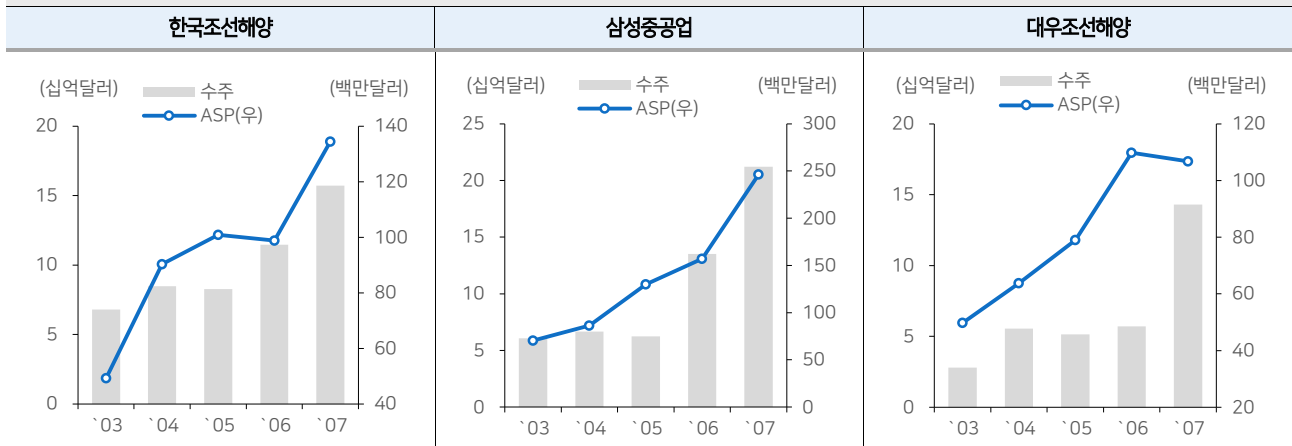
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 2000~03년 국내 조선 3사 신규 수주가격(ASP) 추이 - 2001~03년 적당 수주가격 하락



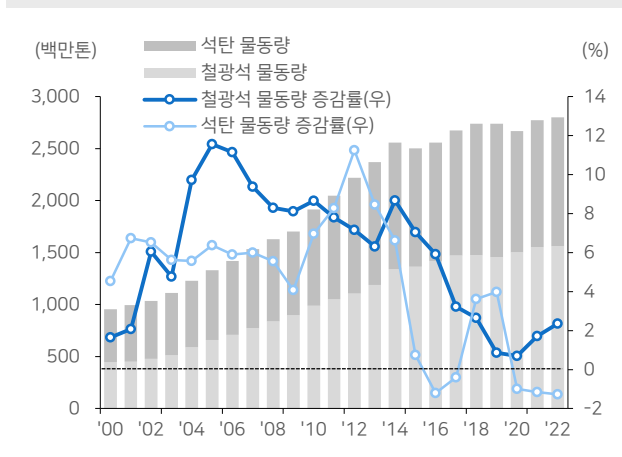
주: 한국조선해양은 현대중공업(본사) 기준, 삼성중공업은 시계열 통일을 위해 조선+해양 합산 수주액으로 ASP 산출  
 주: 적당 신규 수주가격(ASP, Average Sales Price)은 연간 조선 수주액을 수주척수로 나누어 산출 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림8 2003~07년 국내 조선 3사 신규 수주가격(ASP) 추이 - 2003~07년 적당 수주가격 상승



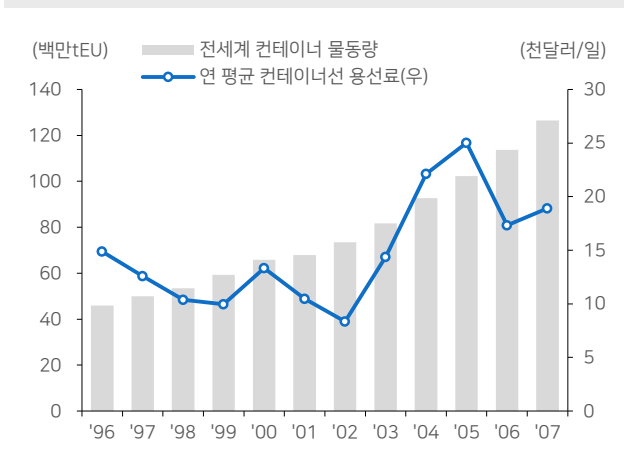
주: 한국조선해양은 현대중공업(본사) 기준, 삼성중공업은 시계열 통일을 위해 조선+해양 합산 수주액으로 ASP 산출  
 주: 적당 신규 수주가격(ASP, Average Sales Price)은 연간 조선 수주액을 수주척수로 나누어 산출 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 2001년 중국 WTO 가입 - 석탄, 철광석 물동량 추이



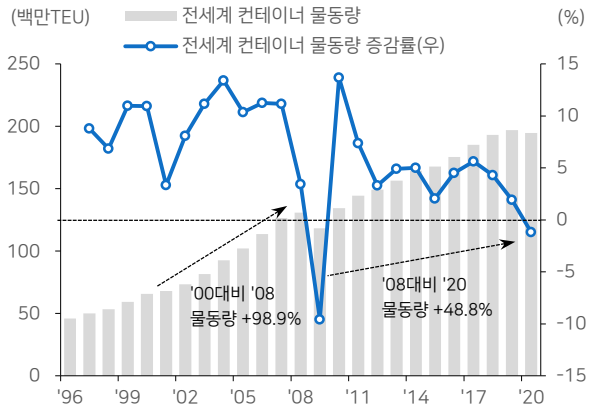
주: 3개년 평균 물동량의 전년대비 증감률  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림10 1996~2007년 컨테이너 물동량, 운임 추이



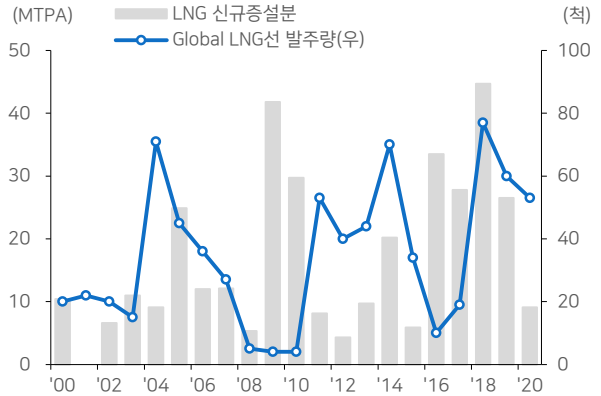
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국의 2001년 WTO가입 후 물동량 급증



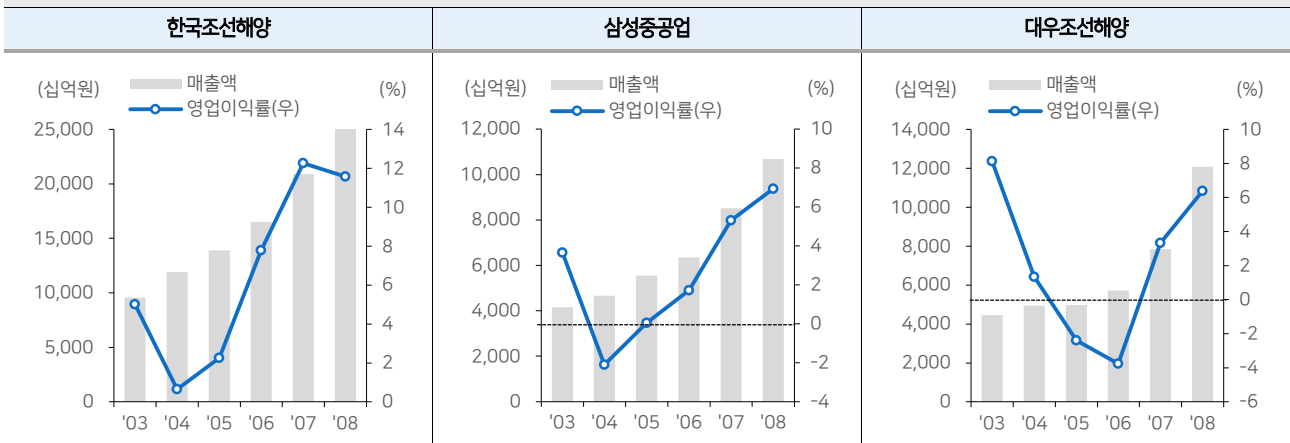
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2004~06년 프로젝트용 LNG선 대량 발주



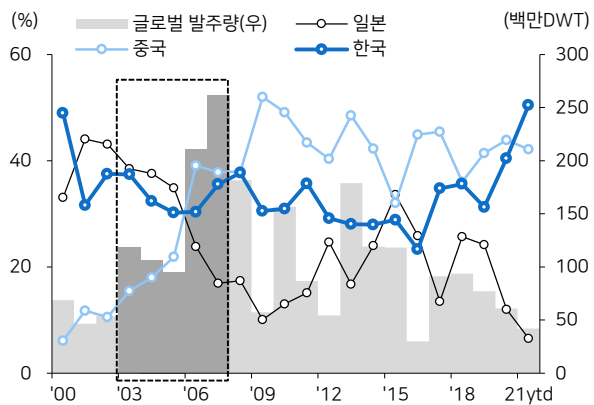
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2003~08년 국내 조선사 매출액, 영업이익률 추이 - 수주 ASP 상승에 따른 수익성 빠른 회복



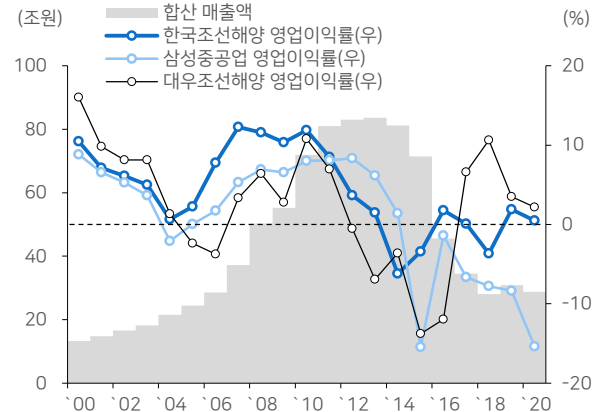
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림14 전세계 발주량과 한·중·일 수주 점유율



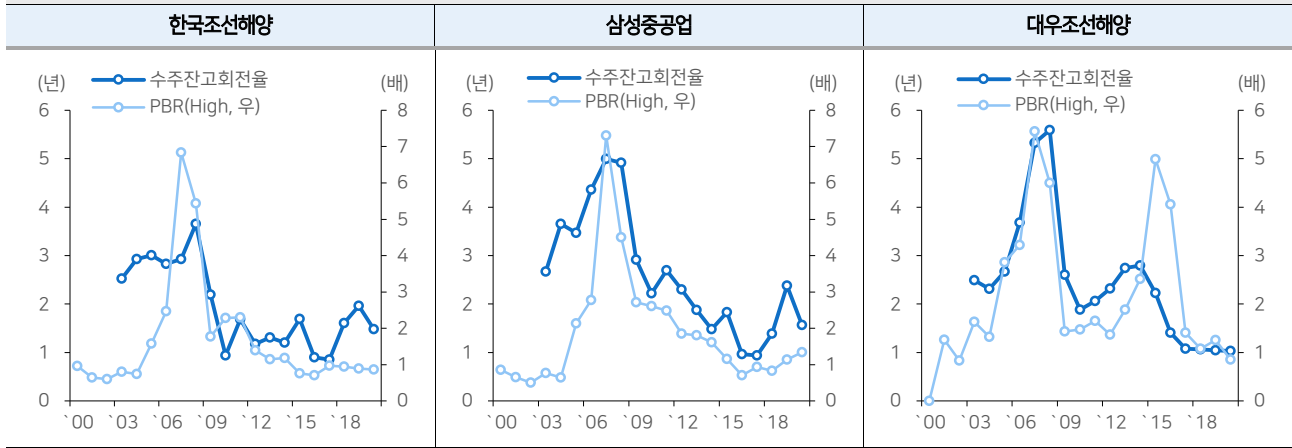
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 조선 3사 영업이익률 추이



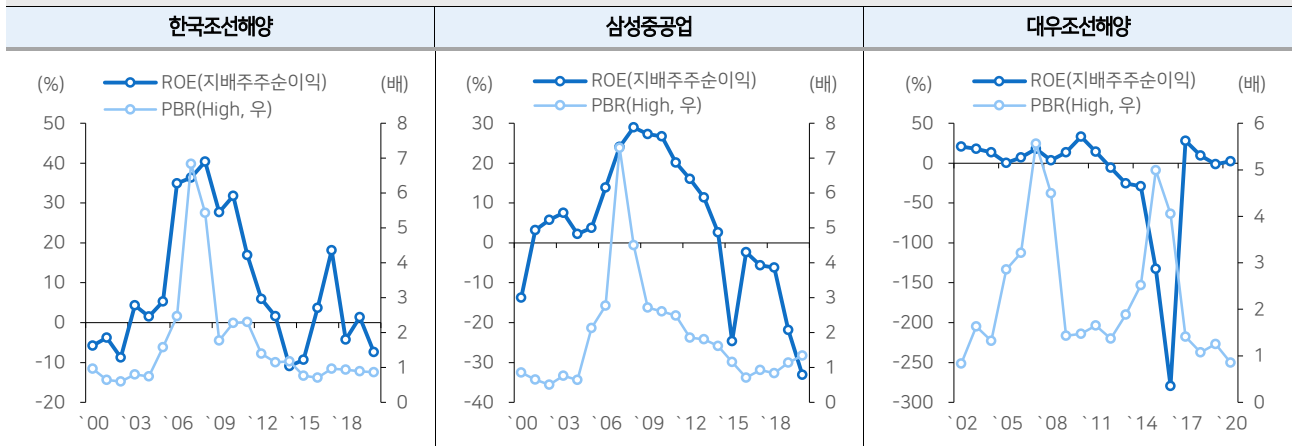
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림16 국내 조선사 매출기준 수주잔고 회전율 및 PBR(High) 추이



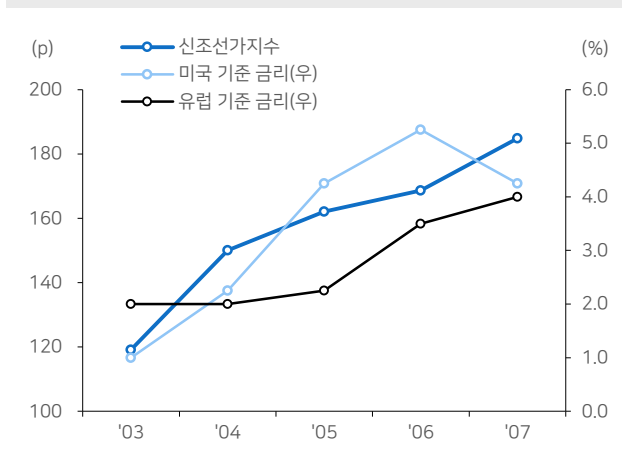
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림17 국내 조선사 ROE 및 PBR(High) 추이



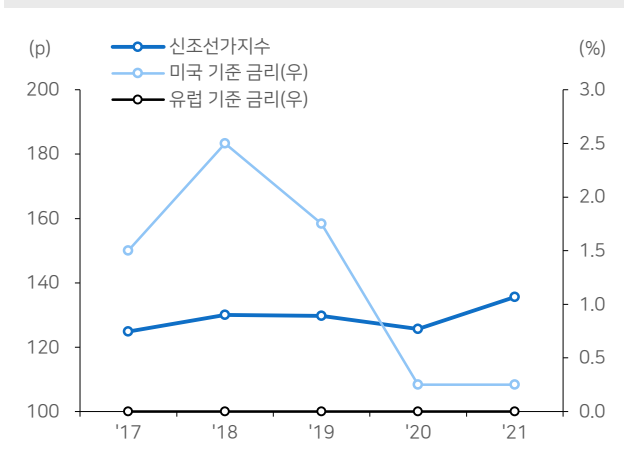
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림18 Super-Cycle 당시 신조선가와 금리 간 상관관계



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

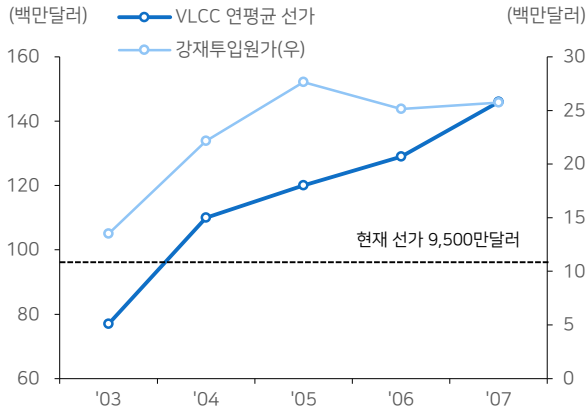
그림19 제로 금리 수준에서 금리가 선가에 미치는 영향 미미



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

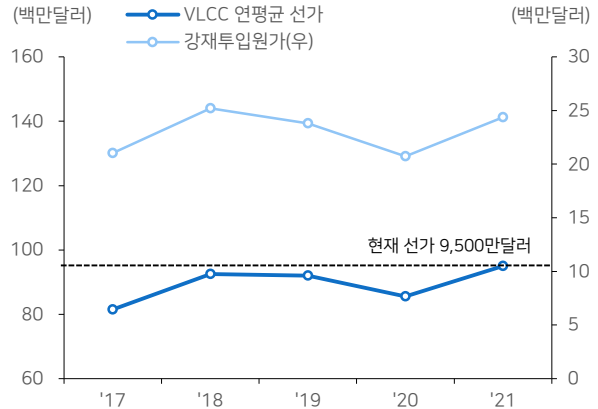


그림20 Super-Cycle 당시 VLCC 선가와 강재투입원가 추이



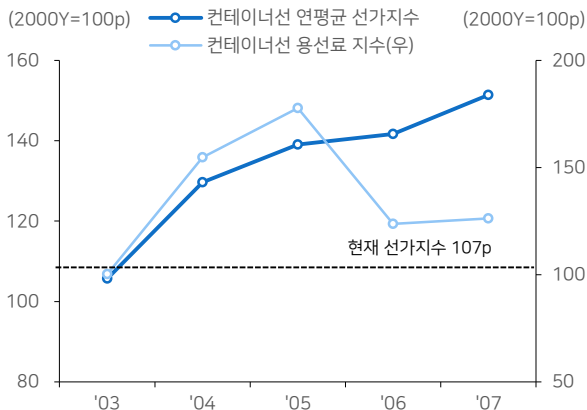
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림21 동일한 원가부담에도 선가는 -19 ~ -35% discount



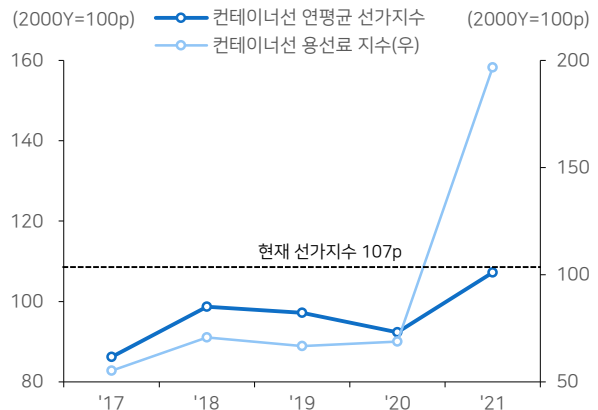
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림22 2003~07년 컨테이너선 운임과 신조선가 추이



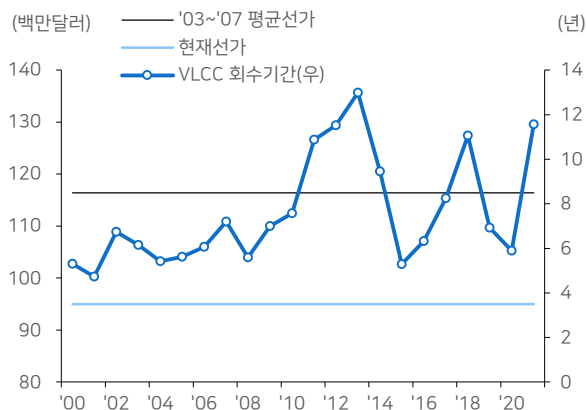
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Super-Cycle 수준의 운임 도달 → 지속성이 필요



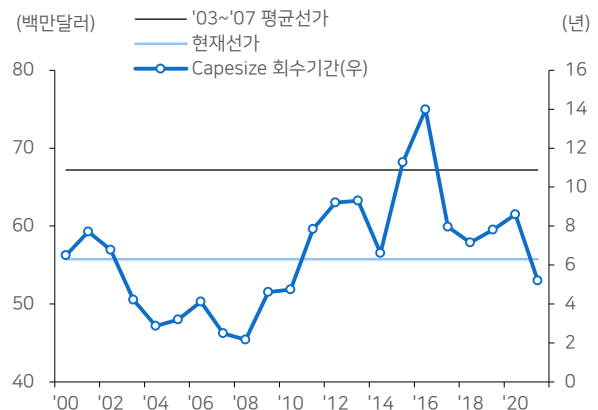
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림24 2003~07년 Vs. 현재 탱커 선가/회수기간 추이



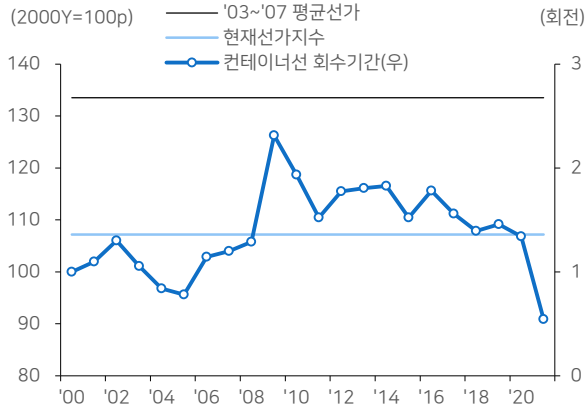
주: 회수기간은 선가 / 1년용선료 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림25 2003~07년 Vs. 현재 벌크선 선가/회수기간 추이



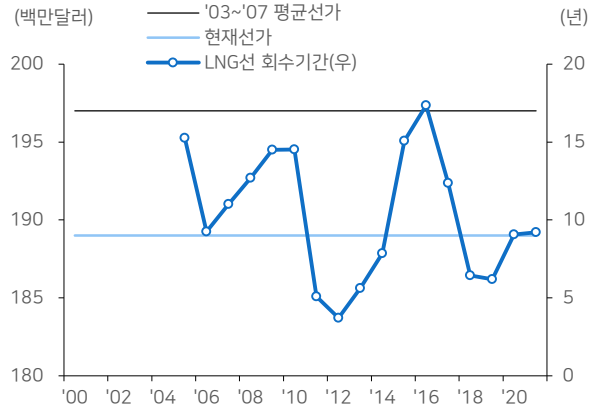
주: 회수기간은 선가 / 1년용선료 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림26 2003~07년 Vs. 현재 컨테이너선 선가/회수기간 추이



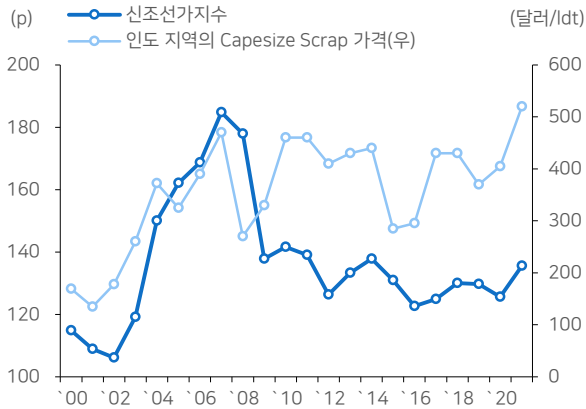
주: 회수기간은 선가지수/용선료지수 단순 산출 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림27 2003~07년 Vs. 현재 LNG선 선가/회수기간 추이



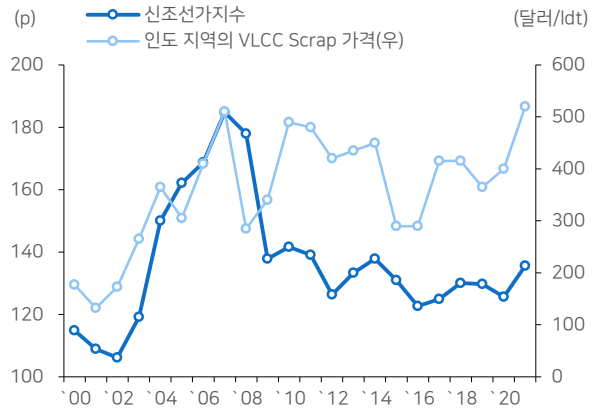
주: 회수기간은 선가 / 1년용선료 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림28 신조선가지수와 벌크선 Scrap가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림29 신조선가지수와 탱커 Scrap가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림30 저-고유황유 스프레드, Scrubber 투자 회수기간 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림31 저-고유황유 스프레드, Scrubber장착 프리미엄 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대중공업주 (267250)	Buy	90,000원
대우조선해양 (042660)	Buy	40,000원
현대미포조선 (010620)	Hold	90,000원
한국조선해양 (009540)	Hold	157,000원

Industry Indepth  
2021. 5. 31

# 현대중공업지주 267250

## 중공업·에너지 변화의 정점

▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

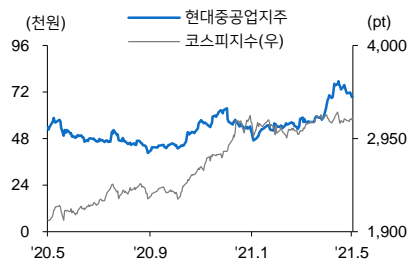
### Buy

적정주가 (12개월) **90,000 원**  
현재주가 (5.31) **70,500 원**  
상승여력 **27.7%**

KOSPI	3,203.92pt
시가총액	55,690억원
발행주식수	7,899만주
유통주식비율	55.10%
외국인비중	17.58%
52주 최고/최저가	77,600원/40,600원
평균거래대금	239.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
정몽준 외 12 인	34.36
국민연금공단	10.90

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.1	26.1	30.3
상대주가	-1.6	2.0	-17.4

주가그래프



- ✓ 산업재 종합 그룹으로서의 위상이 확고해지는 변화의 최정점에 위치, No Risk
- ✓ 정유·석화부문은 HPC 가동으로 4Q 레벨업, 중전기기·건설기계부문 호조 지속, 친환경 엔지니어링과 조선부문의 시너지 → 20년 ROE -8.1%에서 +7.4% 전환
- ✓ 오일뱅크와 글로벌서비스 Pre-IPO 밸류를 적용 시 현재 PBR 0.4배에 불과
- ✓ 이익개선 + 배당매력 증가 + 인수합병 마무리 + 본업 개선 = 산업재의 결정체

### 산업재 종합그룹의 최정점 - 포트폴리오 전반의 승수효과로 이익 개선

현대중공업그룹은 정유·석유화학, 중전기기, 건설기계, 조선·해운 엔지니어링, 로봇·4 차산업, 조선·해양생산 등 산업재 전반에서 Top Class 역량을 유지하고 있다. 산업재 시황 개선과 에너지 패러다임 변화에 투자한다면 정점에 위치한 현대중공업지주가 합리적 대안이다. 1Q21 영업이익 중 오일뱅크의 영업이익이 77.3%를 차지한다. HPC 프로젝트(중질유 석화분해시설)는 NCC 대비 우수한 원가 경쟁력을 확보, 4Q 가동 후 연간 5 천억원 이익 기여가 가능할 전망이다. 두산인프라코어와 대우조선해양 인수가 확정되면 포트폴리오 구축은 완료된다. 新성장 사업의 축은 글로벌서비스와 로보틱스가 담당하게 된다.

### 2021~22E ROE 6.2~7.4%, 실질 PBR은 0.3~0.45배

동사는 오일뱅크 지분 74.1% 가치를 2.4 조원, 글로벌서비스 지분 100% 가치를 1,253 억원만 장부 가치에 반영 중이다. 오일뱅크(Aramco 에 17% 매각)와 글로벌서비스(KKR 에 38% 매각)의 Pre-IPO 에서 평가받은 가치는 오일뱅크 8 조원, 글로벌서비스 2 조원이었다. 이를 장부가치에 반영하면 현재 주가는 연결기준 PBR 0.4 배, 지배주주기준 0.55 배 수준이다. 자회사들의 주가는 PBR 1.0~1.5 배 수준이다. 2021~22년 ROE 는 6.2~7.4%로 턴어라운드한다.

### 하반기 Top-Pick - 손자회사 현대중공업 상장은 주가에 긍정적일 것

손자회사 현대중공업이 상장하면 조선중간지주인 한국조선해양이 조선사업을 총괄하고, 지주는 비조선과 성장에 역량을 집중한다고 본다. 조선·중공업에서 가장 안정적이고 저평가된 현대중공업지주를 하반기 Top-Pick 으로 제시하며, 적정주가는 9 만원으로 32.4% 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	26,630.3	666.6	173.2	2,127	-59.4	98,142	31.8	0.7	11.2	2.2	116.4
2020	18,911.0	-597.1	-609.2	-7,631	-798.4	88,804	-7.4	0.6	93.3	-8.1	139.3
2021E	26,506.5	1,441.1	442.1	5,596	-197.5	90,965	12.6	0.8	8.7	6.2	144.1
2022E	30,222.4	1,647.3	541.0	6,848	22.4	94,357	10.3	0.7	8.2	7.4	142.8
2023E	31,050.9	1,734.0	590.4	7,474	9.1	98,354	9.4	0.7	8.0	7.8	136.2

현대중공업지주에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 68,000원에서 9만원으로 32.4% 상향한다. 적정주가는 12개월 선행 자본총계 기준 PBR 0.6배 수준이며, 지배주주지분 기준 PBR 0.9배에 해당한다. 2021년말 지배주주지분 자본총계는 7.19조원, 자본총계는 11.59조원을 예상한다.

현대중공업지주가 보유한 현대오일뱅크 지분 74.1%와 현대글로벌서비스 지분 100%의 장부가치는 2.51조원만 반영되어 있다. Aramco와 KKR에 Pre-IPO한 밸류를 적용하면 해당 지분가치는 7.2조원이다. 비상장자회사에 대한 NAV 할인율 30%를 적용해도 지배주주지분 자본총계는 35%, 연결 자본총계는 22% 증가한다. 3분기 손자회사 현대중공업의 IPO 과정에서, 현대중공업지주가 보유중인 자회사들의 가치 재평가는 확실해 보인다. 3년 연속으로 DPS 3,700원을 유지했고, 현대오일뱅크의 수익 개선을 감안하면, 주가의 하방 리스크는 없다.

표16 현대중공업지주 Valuation Table

(십억원, 원, %)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>Total Assets</b>	23,347.8	25,715.5	26,559.0	28,285.5	28,285.5
Net Assets	10,554.2	11,884.7	11,097.9	11,588.6	11,588.6
<b>Total Sales</b>	27,256.6	26,630.3	18,911.0	26,506.5	30,222.4
매출원가율(%)	93.0	93.1	97.0	88.7	88.5
COGS	25,360.4	24,800.6	18,341.3	23,501.6	26,761.7
<b>Operating Profit</b>	861.4	666.6	-597.1	1,441.1	1,647.3
Non-operating Profit	-523.3	-503.4	-456.3	-425.1	-404.0
<b>Net Profit</b>	284.0	115.3	-789.7	762.2	932.7
OPM(%)	3.2	2.5	-3.2	5.4	5.5
Net Margin(%)	1.0	0.4	-4.2	2.9	3.1
(십억원, %)	2018	2019	2020	2021E	2021E
<b>COE(%)</b>	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
Rf(%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Risk Premium(%)	6	6	6	6	6
Beta(52weeks)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>ROE(%)</b>	3.5	2.2	-8.1	6.2	7.4
Net Margin(%)	1.0	0.4	-4.2	2.9	3.1
Asset Turnover	1.2	1.0	0.7	0.9	1.1
Leverage	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
<b>BPS(원) - 자본총계 기준 (A)</b>	129,605	145,944	140,491	146,704	155,055
<b>BPS(원) - 지배주주지분 기준 (B)</b>	94,894	98,141	88,804	90,965	94,357
(ROE-g)/(COE-g) (C)	0.4	0.2	-1.5	0.9	1.1
Fair Value(원) - (A) x (C) x 50%				64,972	<b>83,975</b>
<b>Target Price(원) - 지배주주 기준</b>					<b>90,000</b>
<b>(B) x (C) X 70% - Fair Value 대비 20% 할인적용</b>				77,350	<b>98,115</b>

주1: ROE는 Dupont Analysis 적용, Beta는 52주 기준 0.89 적용, 영구성장률 1.0% 적용 기준

주2: Net Assets = Paid-in Capital + Capital Surplus + Capital Adjustment + Retained Earnings

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정



## 현대중공업지주 (267250)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>26,630.3</b>	<b>18,911.0</b>	<b>26,506.5</b>	<b>30,222.4</b>	<b>31,050.9</b>
매출액증가율 (%)	-2.3	-29.0	40.2	14.0	2.7
매출원가	24,800.6	18,341.3	23,501.6	26,761.7	27,453.9
매출총이익	1,829.7	569.7	3,004.9	3,460.6	3,597.0
판매관리비	1,163.1	1,166.8	1,563.9	1,813.3	1,863.1
<b>영업이익</b>	<b>666.6</b>	<b>-597.1</b>	<b>1,441.1</b>	<b>1,647.3</b>	<b>1,734.0</b>
영업이익률	2.5	-3.2	5.4	5.5	5.6
금융손익	-271.3	-217.7	-280.8	-273.6	-258.2
중속/관계기업손익	39.6	0.2	0.3	0.3	0.3
기타영업외손익	-232.1	-238.6	-144.2	-130.4	-118.8
세전계속사업이익	202.8	-1,053.2	1,016.2	1,243.6	1,357.3
법인세비용	87.5	-263.4	254.1	310.9	339.3
<b>당기순이익</b>	<b>115.4</b>	<b>-789.7</b>	<b>762.2</b>	<b>932.7</b>	<b>1,018.0</b>
지배주주지분 순이익	173.2	-609.2	442.1	541.0	590.4

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>9,935.2</b>	<b>8,049.1</b>	<b>9,262.7</b>	<b>10,098.3</b>	<b>10,627.4</b>
현금및현금성자산	2,028.5	2,038.5	2,055.8	2,389.9	2,814.1
매출채권	2,139.7	1,693.6	2,033.7	2,176.3	2,206.1
재고자산	3,876.8	3,021.9	3,628.8	3,883.1	3,936.4
<b>비유동자산</b>	<b>15,780.3</b>	<b>18,509.8</b>	<b>19,022.8</b>	<b>19,640.7</b>	<b>20,058.5</b>
유형자산	8,408.9	10,679.6	11,083.0	11,347.5	11,653.2
무형자산	2,151.9	2,008.7	1,990.4	1,972.9	1,956.2
투자자산	4,171.5	3,802.1	3,952.7	4,335.6	4,453.1
<b>자산총계</b>	<b>25,715.5</b>	<b>26,559.0</b>	<b>28,285.5</b>	<b>29,739.0</b>	<b>30,685.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,022.3</b>	<b>6,336.4</b>	<b>7,059.3</b>	<b>7,569.8</b>	<b>7,781.8</b>
매입채무	2,069.8	1,614.5	1,938.7	2,074.6	2,103.0
단기차입금	2,302.0	1,051.8	951.8	851.8	801.8
유동성장기부채	1,113.4	1,196.4	1,496.4	1,596.4	1,746.4
<b>비유동부채</b>	<b>5,808.6</b>	<b>9,124.7</b>	<b>9,637.6</b>	<b>9,920.9</b>	<b>9,912.4</b>
사채	2,928.3	3,809.1	4,009.1	4,209.1	4,059.1
장기차입금	1,724.6	3,474.6	3,724.6	3,824.6	3,974.6
<b>부채총계</b>	<b>13,830.8</b>	<b>15,461.1</b>	<b>16,696.9</b>	<b>17,490.7</b>	<b>17,694.2</b>
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	5,172.0	5,192.7	5,192.7	5,192.7	5,192.7
기타포괄이익누계액	102.2	250.2	240.3	228.7	215.6
이익잉여금	3,183.3	2,213.0	2,393.5	2,673.0	3,002.0
비지배주주지분	3,892.7	4,082.9	4,403.0	4,794.8	5,222.3
<b>자본총계</b>	<b>11,884.7</b>	<b>11,097.9</b>	<b>11,588.6</b>	<b>12,248.3</b>	<b>12,991.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,205.6</b>	<b>887.1</b>	<b>1,032.2</b>	<b>1,691.6</b>	<b>1,751.8</b>
당기순이익(손실)	115.4	-789.7	762.2	932.7	1,018.0
유형자산상각비	606.8	696.7	696.6	678.0	663.7
무형자산상각비	73.1	81.7	27.0	26.4	25.8
운전자본의 증감	229.9	1,059.7	-508.7	15.8	20.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,639.8</b>	<b>-1,818.4</b>	<b>-1,391.6</b>	<b>-1,404.6</b>	<b>-1,143.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,245.5	-2,210.8	-1,100.0	-942.5	-969.4
투자자산의감소(증가)	16.0	369.6	-159.0	-392.1	-128.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,363.9</b>	<b>950.2</b>	<b>387.5</b>	<b>57.4</b>	<b>-174.3</b>
차입금의 증감	785.9	2,282.6	649.0	318.8	87.2
자본의 증가	388.8	20.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	928.7	10.0	17.3	334.1	424.2
기초현금	1,099.8	2,028.5	2,038.5	2,055.8	2,389.9
기말현금	2,028.5	2,038.5	2,055.8	2,389.9	2,814.1

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	327,021	236,882	335,555	382,595	393,084
EPS(지배주주)	2,127	-7,631	5,596	6,848	7,474
CFPS	15,458	4,448	25,714	28,250	29,311
EBITDAPS	16,535	2,271	27,403	29,770	30,679
BPS	98,142	88,804	90,965	94,357	98,354
DPS	3,700	3,700	3,700	3,700	3,700
배당수익률(%)	5.5	6.5	5.2	5.2	5.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	31.8	-7.4	12.6	10.3	9.4
PCR	4.4	12.7	2.7	2.5	2.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
EBITDA	1,346.5	181.3	2,164.7	2,351.6	2,423.4
EV/EBITDA	11.2	93.3	8.7	8.2	8.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.2	-8.1	6.2	7.4	7.8
EBITDA 이익률	5.1	1.0	8.2	7.8	7.8
부채비율	116.4	139.3	144.1	142.8	136.2
금융비용부담률	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	2.3	-2.5	5.3	5.8	6.0
매출채권회전율(x)	12.1	9.9	14.2	14.4	14.2
재고자산회전율(x)	6.5	5.5	8.0	8.0	7.9

Industry Indepth  
2021. 5. 31

# 대우조선해양 042660

## 늦게 시동을 거는 것이 오히려 낫다

### ▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

- ✓ 5월 기준 수주목표 달성률 33.1%로 추정, 업계 평균 달성률의 절반수준에 불과
- ✓ 21년 매출 급감(-30.2% YoY)에도 순차입금 비율 50% 전망. 보유현금 1.4조원
- ✓ 주력인 LNG선의 발주는 하반기 본격화, 하반기로 갈수록 수주선가는 상승
- ✓ 건조경험 있는 해양생산설비 수주 재개 기대, 해양부문 고정비 부담 해소 예상
- ✓ EU가 기업결합심사를 승인한다면, 주가는 4만원 수준까지 상승할 전망

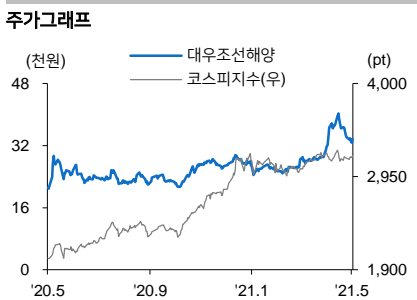
## Buy

적정주가 (12개월) **40,000 원**  
현재주가 (5.31) **33,700 원**  
상승여력 **18.7%**

KOSPI	3,203.92pt
시가총액	36,157억원
발행주식수	10,729만주
유통주식비율	31.87%
외국인비중	8.03%
52주 최고/최저가	40,300원/21,350원
평균거래대금	217.4억원

주요주주(%)	
한국산업은행 외 3 인	56.10
하나은행	8.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	24.6	54.6
상대주가	-9.8	0.8	-2.1



부진한 실적과 수주, 선가 Up-Cycle 시기엔 늦게 시동을 걸어야 유리  
1Q21 매출액 1.1 조원(-43.7% YoY), 영업적자 -2,129 억원(적자전환)의 부진한 실적을 기록했다. 강제가격 급등에 따른 총당금 설정과 매출액 급감에 따른 고정비 부담은 예견된 상황이었다. 5 월까지의 수주는 경쟁사 대비 부진하다. 21 일까지 경쟁사 대비 절반 수준인 33.1%의 수주 달성률로 추정한다. 2022 년 상반기까지는 의미 있는 실적 개선은 어렵다. 그러나 주력인 LNG 선 발주는 하반기에 집중되며, 하반기로 갈수록 선가는 더 높다. Petrobras FPSO 나 Qatar Galla Platform 등 경험이 있는 생산 설비의 수주 가능성도 높아진다.

### 2021년 매출 급감(-30.2% YoY)에도 재무 리스크 부각 가능성은 없음

2019 년 이후의 시황 악화와 현대중공업그룹과의 인수합병 달이 맞물리면서 적극적인 수주에 나서긴 어려웠다고 본다. 2020 년까지의 수주부진으로 매출은 2021 년 4.9 조원, 2022 년 5.3 조원, 2023 년 6.0 조원으로 완만한 개선을 예상 한다. 과거 카타르 LNG 선 발주의 50%를 독식한 건조 경쟁력은 여전히 건재하다. 매출이 급감하는 상황에도 부채비율은 177%, 순차입금비율은 50%로 전망한다. 1Q21 현재 보유중인 현금성자산은 1.4 조원이다. 재무 리스크는 없다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 4만원으로 25% 상향

적정주가를 4 만원으로 25% 상향하며, 상승여력이 존재하여 투자의견 Buy 를 유지한다. 12 개월 선행 PBR 1.2 배 수준으로 EU 기업결합심사 승인을 가정했다. 피인수과정이 진행되면 1.5 조원 자금을 받아 차입금을 상환한다. 대주주(KDB)와 인수기업(한국조선해양)간의 주식 교환가격도 정해진 상태다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	8,358.7	292.8	-46.5	-434	-114.5	35,025	-64.2	0.8	7.9	-1.2	200.3
2020	7,030.2	153.4	86.6	807	-286.2	36,061	33.9	0.8	15.2	2.3	166.8
2021E	4,906.2	-264.0	-295.5	-2,755	-441.2	33,306	-12.2	1.0	-40.5	-7.9	177.1
2022E	5,309.8	36.4	-16.5	-154	-94.4	33,152	-219.0	1.0	33.6	-0.5	186.1
2023E	5,985.0	149.6	63.7	594	-485.9	33,746	56.7	1.0	19.8	1.8	197.9

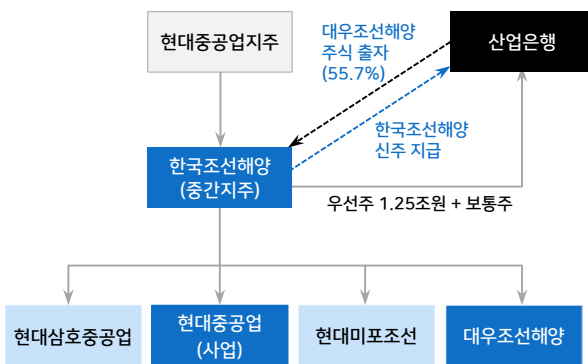


2019년 1월 31일 한국조선해양과 KDB산업은행 간 기본합의서 체결 이후 28개월이 소요되었고 기업결합심사는 카자흐스탄(19.10.29), 싱가포르(20.8.25), 중국(20.12.28)의 승인을 얻은 상황이다. 연내에 EU의 기업결합승인을 예상된다.

승인 획득 시 기본합의서 기준으로 산업은행은 대우조선해양 지분(55.7%) 전량을 한국조선해양에 현물출자하고, 한국조선해양은 상환전환우선주(RCPS) 1.25조원과 현물출자 가액 중 차액 8,362억원의 보통주를 발행하여 교환하는 Swap이 진행된다. 기본합의서 기준 교환가액은 대우조선해양 주당 34,922원, 한국조선해양은 137,088원이다. 두 주식간의 Arbitrage 거래가 발생할 개연성도 있다.

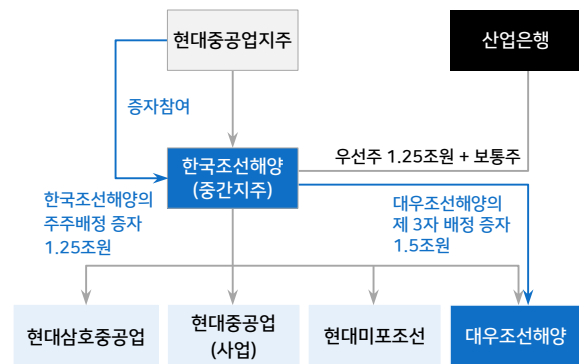
지분교환이 마무리되면 한국조선해양은 대우조선해양의 1.5조원 3자배정 유상증자에 참여하여 자금을 투입하고, 차입금 상환에 활용한다. 신주가액 35,087원을 기준 42,750,877주를 발행한다. 증자를 가정한 연결기준 BPS는 34,231원이다. 희석에 대한 우려보다는 신규 대주주의 지분을 상승과 차입금 상환을 통한 순현금 구조로의 전환에 주목해야 한다. 물론 승인 획득이 전제되어야 한다.

그림145 결합 승인 시 산업은행-한국조선해양 간 지분 Swap



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림146 결합 승인 시 3자배정(한국조선해양) 유상증자



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

표18 대우조선해양 3자배정 유상증자(출자전환) 전후의 Book Value 시나리오

대우조선해양의 한국조선해양에 대한 3자배정 유상증자 시 주식 수 변화			
기존주식수(주)			107,274,462
신주가액(원)			35,087
3자배정 유상증자 주식수(주)			42,750,877
총 발행주식수			150,025,339
Bull(이연법인세자산 가산) / Base / Bear(미청구공사 손상 가능성) 시나리오별 대우조선해양 BPS			
1) 연결기준	(십억원)	2) 별도기준	(십억원)
연결 자본총계	3,636	별도 자본총계	3,539
증자후 자본총계	5,136	증자후 자본총계	5,039
<b>연결기준 수정 BPS(원)</b>	<b>34,231</b>	<b>별도기준 수정 BPS(원)</b>	<b>33,586</b>

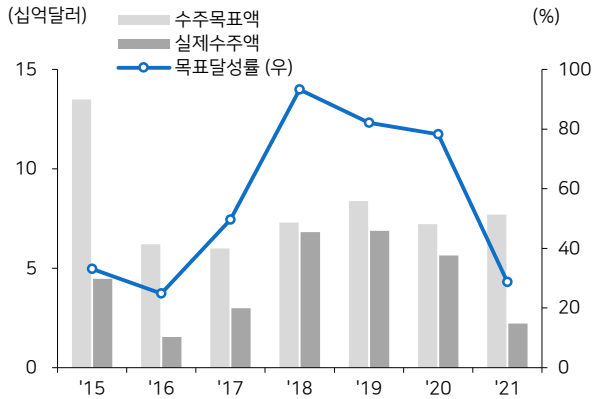
주: 2021년 내 기업결합 승인 후 납입절차가 진행된다고 가정  
 자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터 추정

표19 대우조선해양의 분기 실적 및 추정 Table

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	1,958.1	1,965.8	1,441.4	1,664.8	1,101.8	1,260.4	1,168.7	1,375.2	1,144.7	1,369.9	1,263.0	1,532.1	7,030.2	4,906.1	5,309.8	
영업이익	279.0	73.4	33.6	-232.5	-212.9	-36.9	-7.9	-6.3	-21.1	-5.3	20.1	42.7	153.4	-264.0	36.4	
세전계속사업이익	241.4	53.6	-29.0	-187.7	-237.9	-40.3	-7.5	-17.2	-29.7	-20.7	4.7	27.3	78.3	-303.0	-18.3	
당기순이익	242.5	51.5	-29.2	-178.2	-234.7	-39.3	-7.3	-14.2	-26.7	-18.6	4.2	24.6	86.6	-295.5	-16.5	
당기순이익(지배)	242.5	51.5	-29.2	-178.2	-234.7	-39.3	-7.3	-14.2	-26.7	-18.6	4.2	24.6	86.6	-295.5	-16.5	
매출액 증가율	YoY	-5.5	-8.6	-26.0	-23.9	-43.7	-35.9	-18.9	-17.4	3.9	8.7	8.1	11.4	-15.9	-30.2	8.2
QoQ	-10.5	0.4	-26.7	15.5	-33.8	14.4	-7.3	17.7	-16.8	19.7	-7.8	21.3				
영업이익 증가율	YoY	39.8	-62.3	흑전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-47.6	적전	흑전	
QoQ	80.5	-73.7	-54.3	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	113.0				
영업이익률	14.2	3.7	2.3	-14.0	-19.3	-2.9	-0.7	-0.5	-1.8	-0.4	1.6	2.8	2.2	-5.4	0.7	
순이익률	12.4	2.6	-2.0	-10.7	-21.3	-3.1	-0.6	-1.0	-2.3	-1.4	0.3	1.6	1.2	-6.0	-0.3	

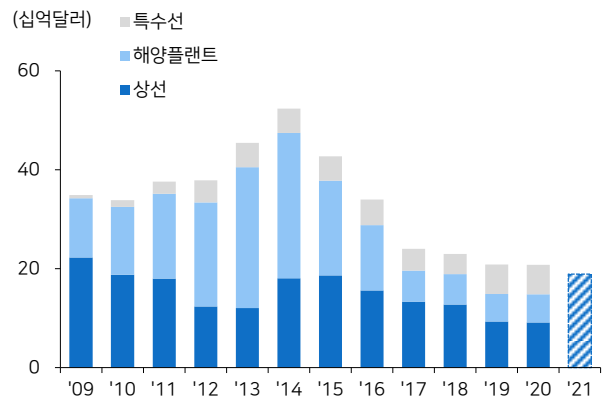
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림147 대우조선해양 수주목표액 대비 수주목표 달성률 추이



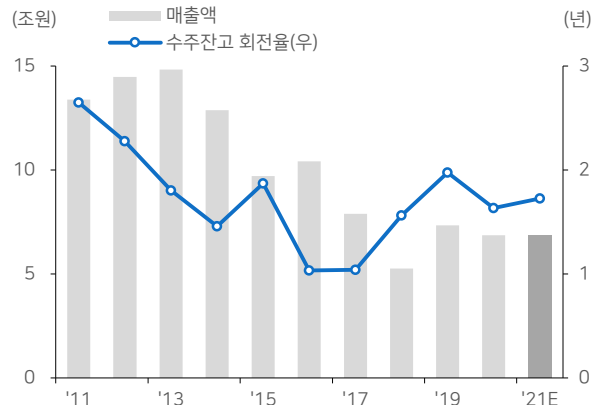
주: 2021년 4월 말 IR 자료 기준  
자료: 대우조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림148 대우조선해양 인도기준 수주잔고



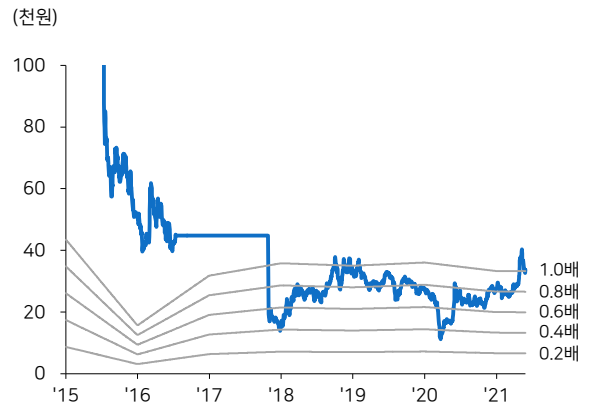
주: 2021년 4월 말 IR 자료 기준, 2021년부터 사업부별 수주잔고 비공개  
자료: 대우조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림149 대우조선해양의 매출 기준수주잔고 회전율



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림150 대우조선해양 12개월 PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

## 대우조선해양 (042660)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>8,358.7</b>	<b>7,030.2</b>	<b>4,906.2</b>	<b>5,309.8</b>	<b>5,985.0</b>
매출액증가율 (%)	-13.3	-15.9	-30.2	8.2	12.7
매출원가	7,889.8	6,634.3	5,017.8	5,103.6	5,644.0
매출총이익	469.0	395.9	-111.7	206.2	341.0
판매관리비	176.2	242.5	152.3	169.8	191.4
<b>영업이익</b>	<b>292.8</b>	<b>153.4</b>	<b>-264.0</b>	<b>36.4</b>	<b>149.6</b>
영업이익률	3.5	2.2	-5.4	0.7	2.5
금융손익	-291.4	102.8	-18.1	-24.3	-36.3
중속/관계기업손익	0.5	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타영업외손익	-50.8	-176.4	-19.3	-28.9	-36.8
세전계속사업이익	-48.9	78.3	-303.0	-18.4	75.0
법인세비용	-2.4	-8.3	-7.4	-1.8	11.3
<b>당기순이익</b>	<b>-46.5</b>	<b>86.6</b>	<b>-295.5</b>	<b>-16.5</b>	<b>63.7</b>
지배주주지분 손이익	-46.5	86.6	-295.5	-16.5	63.7

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>6,871.1</b>	<b>5,953.2</b>	<b>5,488.4</b>	<b>5,730.5</b>	<b>6,295.4</b>
현금및현금성자산	2,012.2	1,343.6	1,022.0	896.6	1,031.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,159.0	963.3	944.0	1,021.7	1,112.7
<b>비유동자산</b>	<b>4,405.0</b>	<b>4,367.5</b>	<b>4,415.1</b>	<b>4,446.7</b>	<b>4,492.3</b>
유형자산	3,694.5	3,667.9	3,662.4	3,646.7	3,634.5
무형자산	24.7	0.9	1.3	1.8	2.2
투자자산	570.5	544.4	543.0	582.9	649.5
<b>자산총계</b>	<b>11,276.1</b>	<b>10,320.8</b>	<b>9,903.6</b>	<b>10,177.2</b>	<b>10,787.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,807.5</b>	<b>5,162.7</b>	<b>5,097.5</b>	<b>5,324.7</b>	<b>5,784.8</b>
매입채무	567.3	465.3	324.7	351.5	396.2
단기차입금	1,124.4	1,011.9	961.9	911.9	891.9
유동성장기부채	320.3	1,224.0	1,374.0	1,424.0	1,524.0
<b>비유동부채</b>	<b>2,713.6</b>	<b>1,289.1</b>	<b>1,232.6</b>	<b>1,295.5</b>	<b>1,382.3</b>
사채	511.8	320.7	260.7	240.7	180.7
장기차입금	973.5	135.6	150.6	175.6	225.6
<b>부채총계</b>	<b>7,521.2</b>	<b>6,451.8</b>	<b>6,330.2</b>	<b>6,620.2</b>	<b>7,167.0</b>
<b>자본금</b>	<b>541.0</b>	<b>541.5</b>	<b>541.5</b>	<b>541.5</b>	<b>541.5</b>
자본잉여금	18.1	17.7	17.7	17.7	17.7
기타포괄이익누계액	305.2	302.5	302.5	302.5	302.5
이익잉여금	558.4	675.3	379.7	363.2	426.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>3,754.9</b>	<b>3,869.0</b>	<b>3,573.4</b>	<b>3,556.9</b>	<b>3,620.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,542.1</b>	<b>-458.5</b>	<b>-308.3</b>	<b>9.8</b>	<b>243.5</b>
당기순이익(손실)	-46.5	86.6	-295.5	-16.5	63.7
유형자산상각비	162.9	128.8	130.5	128.2	126.3
무형자산상각비	1.3	0.9	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	2,036.5	-1,108.2	-87.4	-77.6	49.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-484.6</b>	<b>137.8</b>	<b>-69.1</b>	<b>-147.5</b>	<b>-189.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-157.0	-189.9	-125.0	-112.5	-114.1
투자자산의감소(증가)	-75.4	24.5	-0.2	-41.4	-68.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-395.1</b>	<b>-308.1</b>	<b>54.3</b>	<b>10.6</b>	<b>79.4</b>
차입금의 증감	-171.2	-213.3	54.3	10.6	79.4
자본의 증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,661.1	-668.7	-321.5	-125.5	134.7
기초현금	351.2	2,012.2	1,343.6	1,022.0	896.6
기말현금	2,012.2	1,343.6	1,022.0	896.6	1,031.2

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	77,969	65,566	45,728	49,490	55,783
EPS(지배주주)	-434	807	-2,755	-154	594
CFPS	5,393	6,580	-1,159	1,826	2,959
EBITDAPS	4,262	2,641	-1,244	1,535	2,573
BPS	35,025	36,061	33,306	33,152	33,746
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-64.2	33.9	-12.2	-219.0	56.7
PCR	5.2	4.2	-29.1	18.5	11.4
PSR	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
EBITDA	457.0	283.2	-133.5	164.7	276.0
EV/EBITDA	7.9	15.2	-40.5	33.6	19.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-1.2	2.3	-7.9	-0.5	1.8
EBITDA 이익률	5.5	4.0	-2.7	3.1	4.6
부채비율	200.3	166.8	177.1	186.1	197.9
금융비용부담률	2.0	2.0	2.7	2.5	2.2
이자보상배율(x)	1.7	1.1	-2.0	0.3	1.1
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	6.7	6.6	5.1	5.4	5.6

Industry Indepth  
2021. 5. 31

# 현대미포조선 010620

## 앞서 달려온 1.5년, 조금은 쉬어야 할 때

### ▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

- ✓ 5월까지 수주목표 달성률 60.7% 추정, 적당 수주선가는 2004~05년 수준 회복
- ✓ 선박전문 건조업체로 선가 상승기 실적 회복 속도는 가장 빠르며, 안정적
- ✓ 중소형 컨테이너선 교체발주와 LPG선 발주 재개, 경쟁자 소멸로 수혜
- ✓ 2022년의 시황 개선을 반영한 적정주가 수준 PBR 1.5배, 상승여력 제한
- ✓ 현대중공업 IPO 이후 주도주 변경 가능성 존재, 투자의견 Hold로 하향

## Hold

적정주가 (12개월) **90,000 원**  
현재주가 (5.31) **84,600 원**  
상승여력 **6.4%**

KOSPI	3,203.92pt
시가총액	33,791억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.89%
외국인비중	10.58%
52주 최고/최저가	94,100원/27,700원
평균거래대금	421.6억원

<b>주요주주(%)</b>	
한국조선해양 외 4인	42.86
국민연금공단	10.79

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-1.4	78.1	148.8
상대주가	-3.1	44.1	57.6

### 주가그래프



### 5월까지 수주 달성률 60.7% 추정, 수주 단가는 2004년 수준을 상회

5월 현재까지 현대미포조선의 신규 수주액은 21.3 억달러로 수주 달성률은 60.7%로 추정한다. 2020년 1.1년까지 급감했던 수주잔고 회전율(매출기준)은 최근 빠르게 회복하고 있다. 연간 수주액을 척수로 나눈 수주단가는 적당 4,530 만달러로 2004~05년 수준까지 회복했다. 건조일정이 짧은 단납기 물량에 강점이 있고, 경쟁사가 소멸된 상황을 감안하면 조선업계에서 가장 빠른 실적 회복세를 보일 것으로 예상된다.

### Pure 선박 건조 + 짧은 건조기간 = 리스크 축소 + 빠른 모멘텀

중형 선박만 건조하는 업체이기에 유가 급변기에도 해양발 불확실성 우려에서 자유롭고, 실적 부진을 버틸 수 있는 안정적인 재무구조를 확보하여 원가상승의 가격 전가가 가장 용이하다. 2021년말 부채비율은 48.2%, 순차입금비율은 -16.7%에 예상된다. 주력 선종인 LPG선의 발주회복과 함께 중소형 컨테이너선 발주가 재개되면 연간 수주목표의 초과달성은 확실하다.

### PBR 1.5배의 주가는 시황 회복을 선반영, 주도주 변경 가능성 존재

2022년까지의 시황 개선을 낙관적으로 반영한 조선업종 적정 밸류에이션은 PBR 1.5배라고 판단한다. 조선업체 중 가장 먼저 적정 밸류에이션 수준까지 도달할 기업은 당연히 현대미포조선이다. 그러나, 현재 주가는 이미 PBR 1.4~1.5배 수준에 근접, 상승여력은 제한적이라고 본다. 하반기 상장 예정인 현대중공업은 세계 1위 조선업체이자 엔진 제조업체이다. 선박에 대한 환경규제 강화와 에너지원 변화의 중심은 현대중공업이 자리매김할 가능성이 크다. PBR 1.5배를 적용하여 적정주가는 9만원을 제시하나, 상승여력이 제한적이고 주도주의 변경 가능성을 감안하여 투자의견은 Hold를 제시한다.

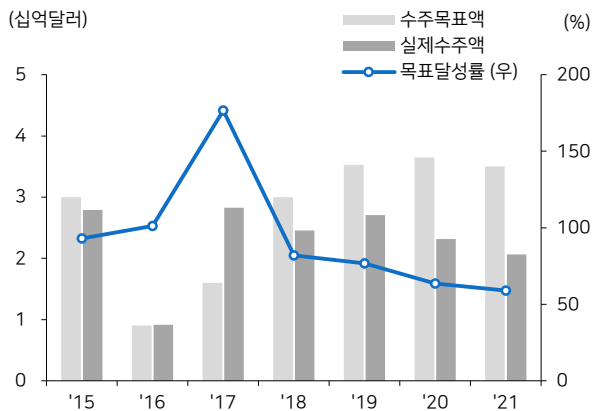
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,994.1	92.6	53.3	1,333	-49.3	58,022	34.5	0.8	11.8	2.3	43.6
2020	2,792.0	36.7	-19.5	-488	-120.0	58,248	-98.4	0.8	17.2	-0.8	52.0
2021E	2,761.9	85.6	81.1	2,029	-834.4	59,535	41.7	1.4	21.0	3.4	48.2
2022E	2,959.4	125.5	97.5	2,440	20.2	61,067	34.7	1.4	16.3	4.0	47.4
2023E	3,165.2	156.3	108.7	2,720	11.5	62,858	31.1	1.3	13.7	4.4	46.5

표20 현대미포조선의 분기 실적 및 추정 Table

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	777.3	724.2	631.8	658.7	684.7	682.0	682.6	712.6	726.9	746.1	723.2	763.1	2,792.0	2,761.8	2,959.4	
영업이익	33.6	12.1	28.8	-37.9	17.6	27.0	26.6	14.4	28.2	33.7	41.8	21.8	36.7	85.6	125.5	
세전계속사업이익	53.5	3.3	18.5	-95.4	38.8	41.5	33.7	3.7	39.6	44.7	44.7	12.5	-20.1	117.7	141.5	
당기순이익	41.1	3.3	16.0	-72.6	29.9	31.8	25.8	2.5	30.3	34.2	34.2	9.6	-12.3	90.1	108.3	
당기순이익(지배)	41.0	2.6	10.2	-73.3	27.7	28.6	23.2	1.5	27.3	30.8	30.8	8.6	-19.5	81.0	97.5	
매출액 증가율	YoY	10.3	-12.9	-13.6	-9.3	-11.9	-5.8	8.1	8.2	6.2	9.4	5.9	7.1	-6.7	-1.1	7.2
	QoQ	7.0	-6.8	-12.8	4.3	3.9	-0.4	0.1	4.4	2.0	2.6	-3.1	5.5			
영업이익 증가율	YoY	28.6	-62.0	21.7	적전	-47.8	123.0	-7.8	흑전	60.6	24.8	57.1	51.3	-60.4	133.3	46.7
	QoQ	210.2	-64.0	138.0	적전	흑전	53.9	-1.6	-45.7	95.4	19.6	23.9	-47.7			
영업이익률		4.3	1.7	4.6	-5.8	2.6	4.0	3.9	2.0	3.9	4.5	5.8	2.9	1.3	3.1	4.2
순이익률		5.3	0.5	2.5	-11.0	4.4	4.7	3.8	0.4	4.2	4.6	4.7	1.3	-0.4	3.3	3.7

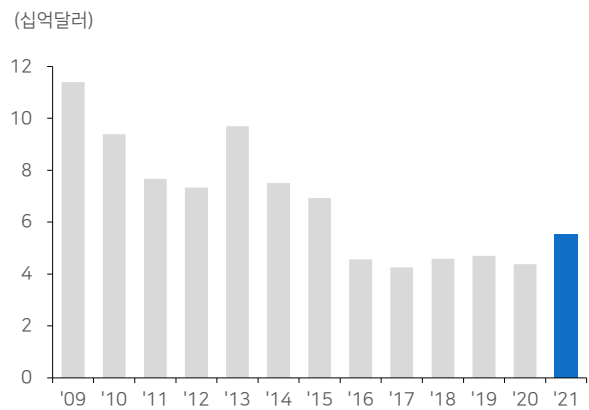
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림151 현대미포조선 수주목표액 대비 수주목표 달성률 추이



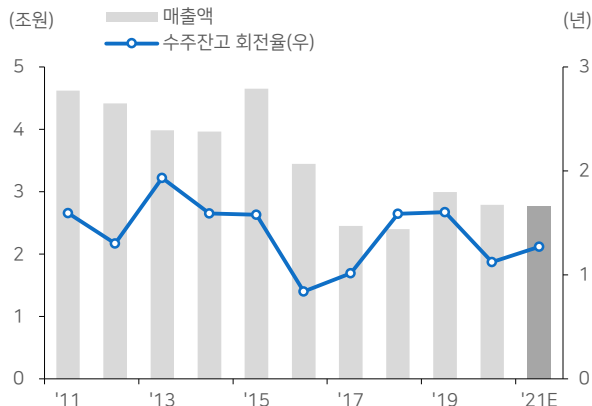
주: 2021년 4월 말 IR 자료 기준  
자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

그림152 현대미포조선 인도기준 수주잔고



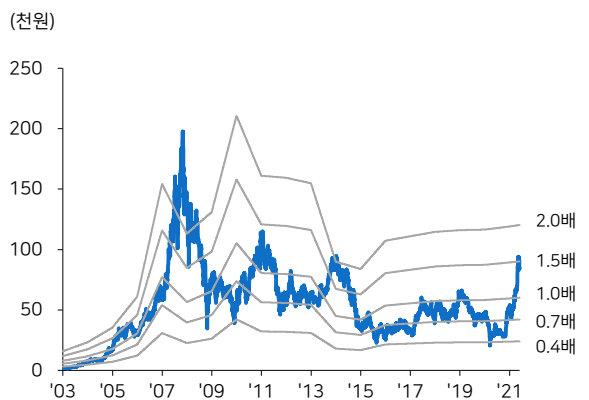
주: 2021년 4월 말 IR 자료 기준  
자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

그림153 현대미포조선의 매출 기준수주잔고 회전율



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림154 현대미포조선 12개월 PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

## 현대미포조선 (010620)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,994.1</b>	<b>2,792.0</b>	<b>2,761.9</b>	<b>2,959.4</b>	<b>3,165.2</b>
매출액증가율 (%)	24.6	-6.7	-1.1	7.2	7.0
매출원가	2,803.1	2,660.6	2,586.2	2,732.9	2,900.9
매출총이익	191.0	131.4	175.6	226.5	264.3
판매관리비	98.3	94.7	90.0	101.0	108.0
<b>영업이익</b>	<b>92.6</b>	<b>36.7</b>	<b>85.6</b>	<b>125.5</b>	<b>156.3</b>
영업이익률	3.1	1.3	3.1	4.2	4.9
금융손익	-43.0	2.7	12.4	18.2	19.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	35.9	-59.5	19.8	-2.2	-5.9
세전계속사업이익	85.6	-20.1	117.7	141.5	169.3
법인세비용	24.4	-7.9	27.7	33.3	48.6
<b>당기순이익</b>	<b>61.2</b>	<b>-12.3</b>	<b>90.1</b>	<b>108.3</b>	<b>120.7</b>
지배주주지분 손이익	53.3	-19.5	81.1	97.5	108.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-72.4</b>	<b>256.0</b>	<b>128.3</b>	<b>176.1</b>	<b>180.0</b>
당기순이익(손실)	61.2	-12.3	90.1	108.3	120.7
유형자산상각비	52.7	55.9	58.0	56.7	55.7
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-214.6	168.8	-41.5	-10.4	-18.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>76.7</b>	<b>82.6</b>	<b>-106.2</b>	<b>-100.7</b>	<b>-100.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-82.5	-82.2	-65.0	-69.5	-73.0
투자자산의감소(증가)	6.2	-5.3	0.1	-0.7	-0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-85.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-60.2</b>	<b>-34.8</b>	<b>-42.8</b>
차입금의 증감	-39.0	6.2	-60.2	-18.9	-18.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-80.6	332.9	-38.3	40.3	37.0
기초현금	280.5	199.8	532.7	494.4	534.7
기말현금	199.8	532.7	494.4	534.7	571.7

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,744.8</b>	<b>1,879.2</b>	<b>1,886.8</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,064.0</b>
현금및현금성자산	199.8	532.7	494.4	534.7	571.7
매출채권	71.8	120.7	123.1	126.7	131.1
재고자산	166.3	148.6	151.5	155.9	161.3
비유동자산	1,635.8	1,719.8	1,711.8	1,713.2	1,721.3
유형자산	1,528.6	1,613.7	1,620.7	1,633.5	1,650.8
무형자산	2.7	1.9	1.7	1.6	1.4
투자자산	14.8	20.0	19.9	20.6	21.3
<b>자산총계</b>	<b>3,380.6</b>	<b>3,599.0</b>	<b>3,598.6</b>	<b>3,685.5</b>	<b>3,785.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,001.6</b>	<b>1,191.0</b>	<b>1,125.8</b>	<b>1,140.1</b>	<b>1,154.8</b>
매입채무	214.5	188.4	187.4	194.1	200.8
단기차입금	229.8	224.9	164.9	144.9	124.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	25.1	40.5	44.9	45.4	47.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,026.7</b>	<b>1,231.6</b>	<b>1,170.7</b>	<b>1,185.6</b>	<b>1,201.8</b>
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	232.7	282.8	269.2	256.8	251.6
이익잉여금	1,843.6	1,802.6	1,867.7	1,941.2	2,017.9
비지배주주지분	36.5	40.9	49.9	60.8	72.8
<b>자본총계</b>	<b>2,354.0</b>	<b>2,367.5</b>	<b>2,427.9</b>	<b>2,499.9</b>	<b>2,583.5</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	74,961	69,901	69,146	74,091	79,245
EPS(지배주주)	1,333	-488	2,029	2,440	2,720
CFPS	3,592	2,182	4,937	5,352	5,996
EBITDAPS	3,648	2,324	3,600	4,566	5,311
BPS	58,022	58,248	59,535	61,067	62,858
DPS	350	0	400	600	800
배당수익률(%)	0.8	0.0	0.5	0.7	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	34.5	-98.4	41.7	34.7	31.1
PCR	12.8	22.0	17.1	15.8	14.1
PSR	0.6	0.7	1.2	1.1	1.1
PBR	0.8	0.8	1.4	1.4	1.3
EBITDA	145.7	92.8	143.8	182.4	212.1
EV/EBITDA	11.8	17.2	21.0	16.3	13.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-0.8	3.4	4.0	4.4
EBITDA 이익률	4.9	3.3	5.2	6.2	6.7
부채비율	43.6	52.0	48.2	47.4	46.5
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	9.6	5.2	13.4	23.5	32.2
매출채권회전율(x)	59.2	29.0	22.7	23.7	24.6
재고자산회전율(x)	18.3	17.7	18.4	19.3	20.0

Industry Indepth  
2021. 5. 31

# 한국조선해양 009540

## 중간지주사의 속명

▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

- ✓ 그룹 조선부문 중간지주사, 하반기 사업자회사 현대중공업 상장 시 할인 불가피
- ✓ EU의 기업결합 승인이 나면, 사실상 2차례의 유상증자를 진행하여 대우를 인수
- ✓ 대우조선해양 인수 시 동일업종 3개의 상장 사업자회사 보유, 시너지 확보 필요
- ✓ 이름에 걸맞은 조선업계의 우산 역할을 기대, 단기 실적보다는 기술개발 주도에 주력하는 모습을 기대 - 현대중공업 IPO 이후 점진적인 저평가 해소를 예상

### Hold

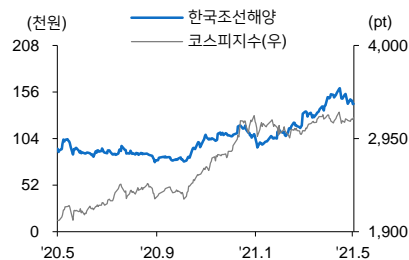
적정주가 (12개월) **157,000 원**  
현재주가 (5.31) **142,500 원**  
상승여력 **10.2%**

KOSPI	3,203.92pt
시가총액	100,852억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	63.74%
외국인비중	18.14%
52주 최고/최저가	160,500원/77,700원
평균거래대금	706.6억원

주요주주(%)	
현대중공업지주 외 14 인	33.96
국민연금공단	9.95
케이씨씨 외 1 인	6.61

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.2	38.3	56.9
상대주가	-8.8	11.9	-0.6

주가그래프



### 튼튼한 체력, 안정적인 흑자기조 유지

1Q21 매출액 3.68 조원(-6.7% YoY), 영업이익 675 억원(-44.5% YoY)의 경영실적을 기록했다. 강제가 인상에 따른 총당금 1,861 억원과 신규 수주분 공사손실 총당금 999 억원을 설정하고도 영업흑자를 달성했다는 점에서 양호한 실적이다. 2 분기 매출 정체에도 총당금 설정 감소로 흑자 기조는 유지된다. 2021 년 말 부채비율 96.7%, 순차입금비율 12.2%의 우량한 재무구조에, 자회사 현대중공업 상장(구주매출)을 통한 신규 현금 유입도 예상된다.

### 조선해양부문의 중간지주회사, 사업자회사 대비 주가 할인은 지속 중

그룹의 조선해양 중간지주사로서 대우조선해양 인수 관련 승인을 받게 되면, 신주발행을 통해 산업은행과 지분을 교환하게 된다. 이후 3 자배정 유상증자를 통해 대우조선해양에 1.5 조원을 출자한다. 사실상 2 차례 유상증자를 진행하는 셈이다. 현대중공업 상장 시 조선업을 영위하는 상장 자회사 3 개를 보유하게 된다. 배당성향이 높고 사업다각화로 성장과 수익을 동시에 추구하는 지주와 1 위 조선업체인 현대중공업 사이에 위치한다. 현재 현대미포조선 주가는 PBR 1.5 배 수준이나, 모회사인 한국조선해양은 0.9~1.0 배 수준에 머무르고 있다.

### Target PBR 1.0배 적용한 적정주가 15.6만원 제시, 상승여력 제한적

12 개월 선행 Target PBR 1.0 배를 적용, 적정주가는 156,000 원을 제시한다. 2021 년 지배주주자본은 11.1 조원을 예상하고 대우조선해양의 인수를 가정하면 산업은행과의 지분교환에 약 2.1 조원의 신주(RCPS 포함) 발행이 필요하다. 대우조선해양의 Target PBR 1.2 배 대비 15% 할인은 불가피하다고 본다. 주가 상승여력이 제한적으로 판단하여 투자 의견은 Hold 로 하향한다.

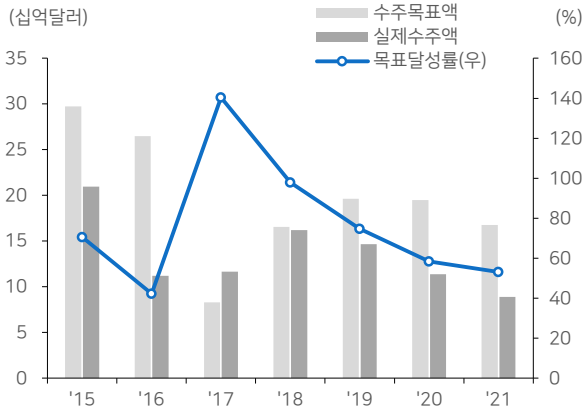
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	15,182.6	290.2	164.1	2,318	-144.5	163,436	54.6	0.8	17.5	1.4	93.8
2020	14,903.7	74.4	-833.8	-11,781	-492.0	154,102	-9.2	0.7	23.0	-7.4	103.2
2021E	14,693.0	269.9	96.2	1,359	-117.7	155,644	104.9	0.9	20.1	0.9	96.7
2022E	16,194.1	457.8	182.8	2,583	64.7	157,939	55.2	0.9	15.8	1.6	96.7
2023E	18,139.0	686.7	347.2	4,906	78.1	162,084	29.0	0.9	12.7	3.1	95.0

표21 한국조선해양의 분기 실적 및 추정 Table

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	3,944.6	3,925.5	3,459.8	3,573.8	<b>3,681.5</b>	3,683.1	3,448.1	3,880.3	3,781.1	4,054.1	3,904.4	4,454.6	14,903.7	<b>14,693.0</b>	<b>16,194.1</b>	
영업이익	121.7	93.0	40.7	-180.9	<b>67.5</b>	94.9	49.7	57.8	83.7	138.9	90.6	144.6	74.4	<b>269.9</b>	<b>457.8</b>	
세전계속사업이익	219.2	11.5	-69.5	-730.2	<b>83.1</b>	76.7	29.8	2.6	53.2	104.5	76.6	82.2	-569.0	<b>192.1</b>	<b>316.5</b>	
당기순이익	164.9	0.4	-77.1	-923.5	<b>63.6</b>	59.1	23.0	2.3	40.9	80.5	59.0	63.3	-835.2	<b>147.9</b>	<b>243.7</b>	
당기순이익(지배)	135.6	-3.4	-85.5	-880.5	<b>44.7</b>	38.4	14.9	-1.9	30.7	60.4	44.2	47.5	-833.8	<b>96.2</b>	<b>182.8</b>	
매출액 증가율	YoY	20.7	-0.1	-5.0	-17.7	<b>-6.7</b>	-6.2	-0.3	8.6	2.7	10.1	13.2	14.8	-1.8	<b>-1.4</b>	<b>10.2</b>
	QoQ	-9.2	-0.5	-11.9	3.3	<b>3.0</b>	0.0	-6.4	12.5	-2.6	7.2	-3.7	14.1			
영업이익 증가율	YoY	332.7	50.2	34.4	적전	<b>-44.5</b>	2.1	22.3	흑전	24.0	46.3	82.2	150.3	-74.4	<b>262.9</b>	<b>69.6</b>
	QoQ	-28.4	-23.6	-56.3	적전	<b>흑전</b>	40.7	-47.6	16.2	44.8	66.0	-34.8	59.7			
영업이익률		3.1	2.4	1.2	-5.1	<b>1.8</b>	2.6	1.4	1.5	2.2	3.4	2.3	3.2	0.5	<b>1.8</b>	<b>2.8</b>
순이익률		4.2	0.0	-2.2	-25.8	<b>1.7</b>	1.6	0.7	0.1	1.1	2.0	1.5	1.4	-5.6	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>

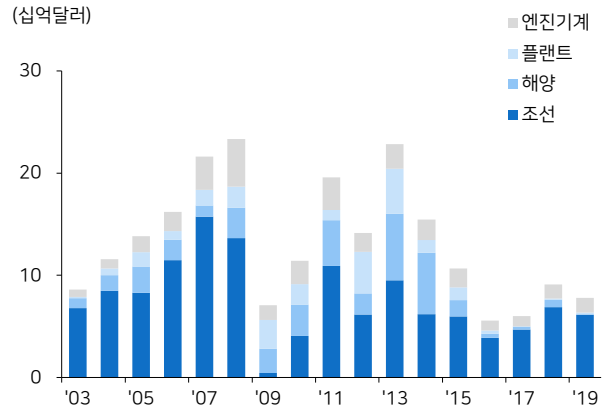
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림155 한국조선해양 수주목표액 대비 수주목표 달성률 추이



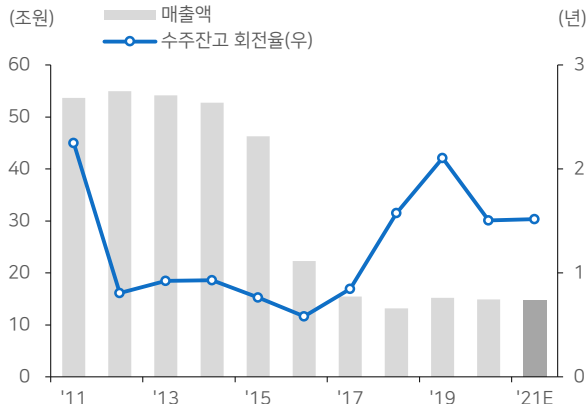
주: 2021년 4월 말 IR 자료 기준, 현대중공업(본사) 기준  
 자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림156 현대중공업 인도기준 수주잔고



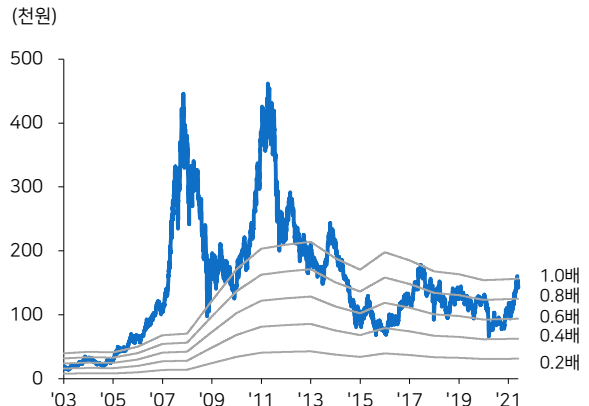
주: 2021년 4월 말 IR 자료 기준, 현대중공업(본사) 기준  
 자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림157 한국조선해양의 매출 기준수주잔고 회전율



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림158 한국조선해양 12개월 PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정



한국조선해양 (009540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>15,182.6</b>	<b>14,903.7</b>	<b>14,693.0</b>	<b>16,194.1</b>	<b>18,139.0</b>
매출액증가율 (%)	15.4	-1.8	-1.4	10.2	12.0
매출원가	14,191.2	14,159.0	13,835.4	15,072.4	16,690.5
매출총이익	991.4	744.7	857.6	1,121.7	1,448.5
판매관리비	701.2	670.3	587.7	664.0	761.8
<b>영업이익</b>	<b>290.2</b>	<b>74.4</b>	<b>269.9</b>	<b>457.8</b>	<b>686.7</b>
영업이익률	1.9	0.5	1.8	2.8	3.8
금융손익	-302.8	-24.0	-17.2	-86.7	-73.9
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	102.5	-619.5	-60.7	-54.7	-49.2
세전계속사업이익	89.9	-569.0	192.1	316.5	563.7
법인세비용	-123.1	266.2	44.2	72.8	129.7
<b>당기순이익</b>	<b>213.1</b>	<b>-835.2</b>	<b>148.0</b>	<b>243.7</b>	<b>434.1</b>
지배주주지분 순이익	164.1	-833.8	96.2	182.8	347.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>12,546.0</b>	<b>13,001.4</b>	<b>12,602.6</b>	<b>13,076.8</b>	<b>13,585.8</b>
현금및현금성자산	2,225.1	3,703.4	3,769.5	3,611.9	3,026.2
매출채권	1,192.7	838.8	796.8	853.8	956.4
재고자산	1,318.3	1,253.0	1,190.4	1,275.5	1,428.7
<b>비유동자산</b>	<b>12,509.4</b>	<b>12,242.8</b>	<b>12,140.8</b>	<b>12,108.8</b>	<b>12,124.0</b>
유형자산	9,946.7	9,970.5	9,899.9	9,857.1	9,841.1
무형자산	115.4	117.3	115.0	112.7	110.3
투자자산	731.8	703.7	725.0	786.0	865.0
<b>자산총계</b>	<b>25,055.4</b>	<b>25,244.2</b>	<b>24,743.4</b>	<b>25,185.6</b>	<b>25,709.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,941.9</b>	<b>9,511.5</b>	<b>8,081.6</b>	<b>8,301.5</b>	<b>8,625.0</b>
매입채무	1,460.0	1,461.3	1,440.7	1,587.9	1,778.6
단기차입금	2,506.9	1,635.1	1,135.1	985.1	835.1
유동성장기부채	304.4	2,111.1	1,546.1	1,526.1	1,506.1
<b>비유동부채</b>	<b>3,187.1</b>	<b>3,311.4</b>	<b>4,079.7</b>	<b>4,078.6</b>	<b>3,899.2</b>
사채	596.4	521.8	958.8	858.8	758.8
장기차입금	1,653.7	1,862.3	2,162.3	2,262.3	2,112.3
<b>부채총계</b>	<b>12,129.1</b>	<b>12,823.0</b>	<b>12,161.3</b>	<b>12,380.1</b>	<b>12,524.2</b>
<b>자본금</b>	<b>353.9</b>	<b>353.9</b>	<b>353.9</b>	<b>353.9</b>	<b>353.9</b>
자본잉여금	2,483.4	2,400.5	2,400.5	2,400.5	2,400.5
기타포괄이익누계액	1,027.4	1,211.2	1,224.1	1,239.1	1,255.9
이익잉여금	16,180.6	15,419.1	15,515.3	15,662.7	15,939.2
비지배주주지분	1,359.4	1,514.9	1,566.7	1,627.6	1,714.5
<b>자본총계</b>	<b>12,926.3</b>	<b>12,421.2</b>	<b>12,582.1</b>	<b>12,805.5</b>	<b>13,185.6</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-1,464.1</b>	<b>-90.0</b>	<b>853.0</b>	<b>619.3</b>	<b>500.2</b>
당기순이익(손실)	213.1	-835.2	148.0	243.7	434.1
유형자산상각비	390.3	404.0	380.6	368.3	357.8
무형자산상각비	12.9	5.2	4.3	4.2	4.1
운전자본의 증감	-2,063.2	-337.2	111.9	-193.4	-483.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-329.6</b>	<b>457.1</b>	<b>-433.9</b>	<b>-612.4</b>	<b>-658.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-404.7	-378.4	-310.0	-325.5	-341.8
투자자산의감소(증가)	-113.0	28.3	-25.5	-64.8	-82.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>973.3</b>	<b>1,226.8</b>	<b>-365.9</b>	<b>-177.2</b>	<b>-440.1</b>
차입금의 증감	1,617.6	1,068.8	-365.9	-177.2	-404.7
자본의 증가	0.0	-82.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-816.6	1,478.3	66.1	-157.6	-585.7
기초현금	3,041.8	2,225.1	3,703.4	3,769.5	3,611.9
기말현금	2,225.1	3,703.4	3,769.5	3,611.9	3,026.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	214,524	210,584	207,607	228,818	256,297
EPS(지배주주)	2,318	-11,781	1,359	2,583	4,906
CFPS	9,221	5,368	12,428	13,754	16,929
EBITDAPS	9,797	6,832	9,252	11,731	14,815
BPS	163,436	154,102	155,644	157,939	162,084
DPS	0	0	0	500	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	54.6	-9.2	104.9	55.2	29.0
PCR	13.7	20.2	11.5	10.4	8.4
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
EBITDA	693.4	483.5	654.8	830.2	1,048.5
EV/EBITDA	17.5	23.0	20.1	15.8	12.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-7.4	0.9	1.6	3.1
EBITDA 이익률	4.6	3.2	4.5	5.1	5.8
부채비율	93.8	103.2	96.7	96.7	95.0
금융비용부담률	1.1	1.4	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	1.8	0.4	1.6	2.9	4.6
매출채권회전율(x)	13.0	14.7	18.0	19.6	20.0
재고자산회전율(x)	13.0	11.6	12.0	13.1	13.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

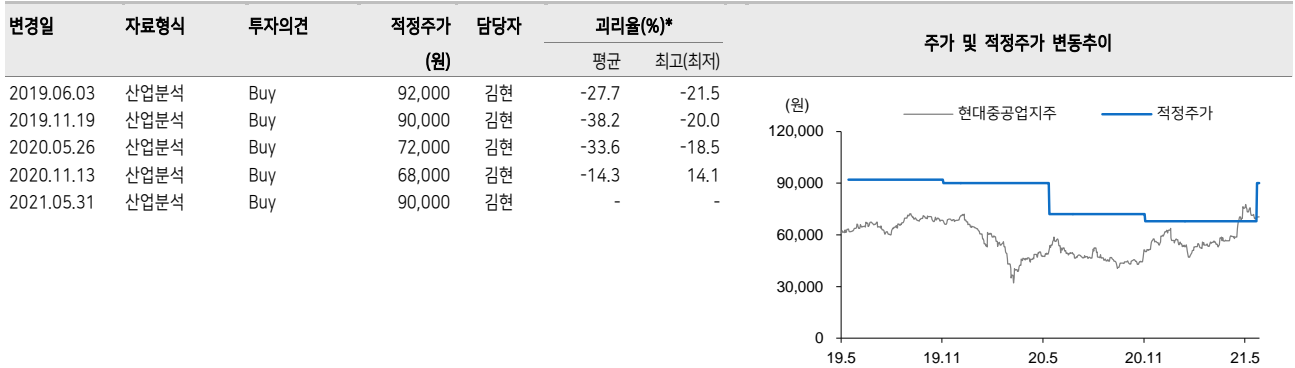
**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

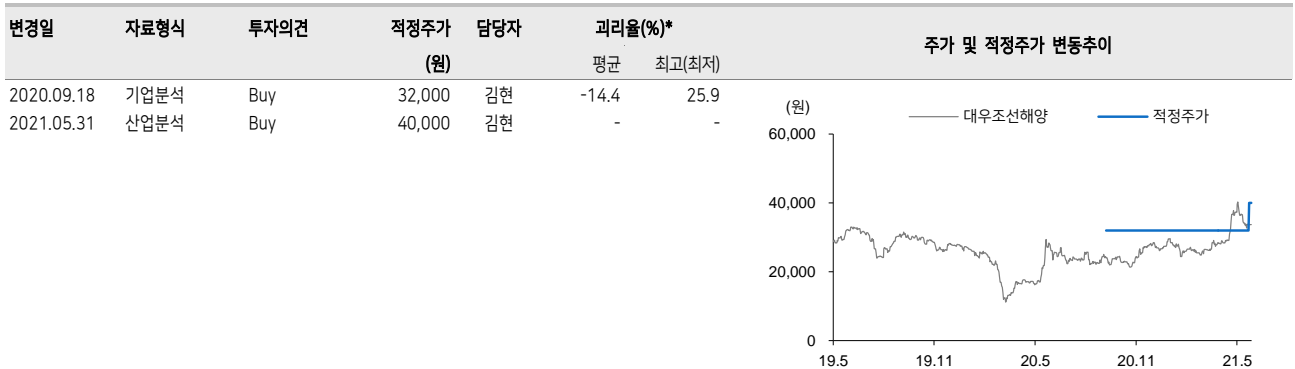
**현대중공업주 (267250) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



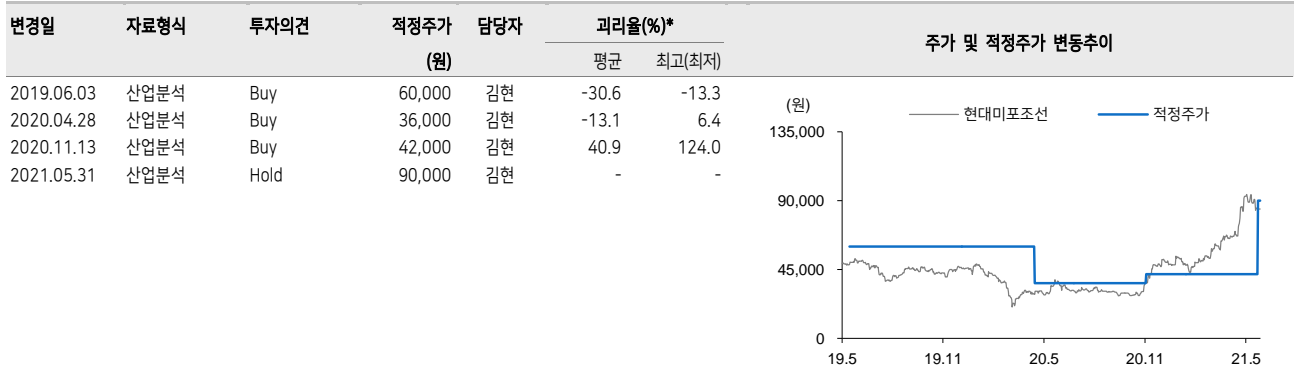
**대우조선해양 (042660) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

