

2021. 7. 19



▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6454-4861

hyun.kim@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

현대중공업지주(267250)	Buy	90,000원
-----------------	-----	---------

관심종목

대우조선해양(042660)	Buy	40,000원
한국조선해양(009540)	Hold	152,000원
현대미포조선(010620)	Hold	89,000원
삼성중공업(010140)	Hold	5,000원

조선

원자재 쇼크 털어내고, 남은 건 선가 전가

- ✓ 하반기 후판 구매가격은 평균 톤당 100만원으로 상반기 대비 40% 인상 추정
- ✓ 2Q21 조선업계 대부분 총당금설정을 통해 비용 반영, 적자 폭 확대는 불가피 전망
- ✓ 중요한 것은 선가 상승 자체가 아닌 속도, 10~15% 수준의 선가인상이 핵심 과제
- ✓ 1) Qatar LNG 발주분의 선가, 2) 탱커 시황 회복, 3) 벌크선가(중국) 전가여부에 주목
- ✓ Super-Cycle에 대한 과도한 기대보다는 조선업계의 선가전가 속도에 주목할 시기

2Q21 Preview – 후판가격 인상에 대한 보수적 총당금 설정으로 적자 전망

상반기 국내 조선업계의 후판 구입가격은 전년대비 약 10만원 인상된 72만원 전후로 추정된다. 지난 1Q21 경영실적에서 국내 조선 5사(현대중공업그룹 3사, 삼성중공업, 대우조선해양)는 상반기 후판가격 인상에 따른 총당금을 약 4,100억원 설정했다고 판단한다. 하반기부터 후판 구매가격은 상반기 대비 40% 가까이 급등한 톤당 100만원 전후로 예상된다. 이를 2Q21 경영실적에 선제적으로 반영한다고 전망하며, 이로 인해 국내 조선업계는 일시적인 대규모 영업적자의 개연성이 높다.

10% 이상의 선가 인상을 위한 줄다리기 과정이 예상되는 하반기

6월말 기준 국내 조선 5사의 연초 수주목표 대비 달성률은 단순평균으로 약 82%로 추산한다. 7월 신규 수주분과 Qatar LNG선 발주의 1차 Package만 포함해도 이미 수주목표는 초과 달성한 셈이다. 향후 선가가 지속적으로 상승함이 자명하다면, 선가가 본격적으로 오르기 전에 연간 수주목표를 달성했다는 점은 의아할 수 있다. 하반기 조선업계 전략은 2년치 이상의 충분한 일감을 확보한 후, 급격한 원가 상승을 선가에 충분히 전가하려는 Price와 Margin 중심의 수주라고 예상된다.

2Q21에 원가 인상을 선제적으로 반영한 후, 이를 신규 발주자와의 가격 협상에 활용하는 것이 현실적인 영업전략이라고 본다. 선박 제조원가에서 후판 비중을 20%로 가정하면 후판가격 40% 인상으로 8%의 원가 상승이 발생, Pipe와 엔진 등 부대 자재의 동반 인상을 고려하면 10% 이상의 선가 전가가 필요하다고 본다.

'Next Super-Cycle 트리거=연료 변화' 시각 유지, 선가인상 속도에 주목

5월 31일 보고서(개와 늑대의 시간)에서 조선업의 Next Super-Cycle의 트리거는 연료 변화로 전망한 바 있다. 6월에 열린 국제해사기구의 MEPC 76차 회의에서 EEXI, E라는 신규 환경규제를 정식 채택한 바 있지만, 기준을 충족치 못한 선박에 대한 강제퇴출 명문화 및 퇴출시한은 합의문에 채택하지 못했다고 본다. 조선업계와 발주자의 선가에 대한 줄다리기 싸움에서 수익확보가 가능한 수준의 선가 전가에 성공하길 기대한다. 그 변곡점은 9~10월로 예상되는 Qatar LNG선 발주이다.

1) 4대 선종의 운임 차별화는 여전한 상황, 탱커 부진 장기화

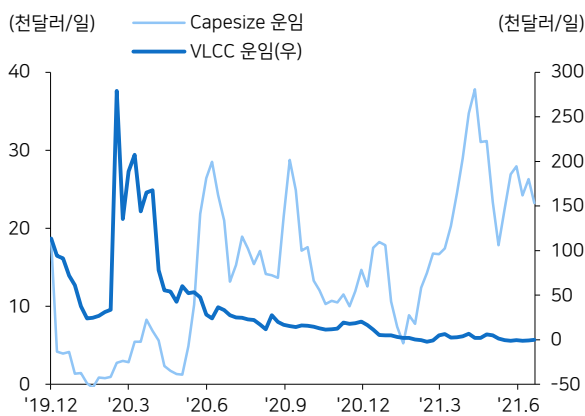
6월말 기준 전세계 신규 발주규모는 6,454만DWT, 556.1억달러로 이미 2020년 연간 발주규모인 6,404만DWT, 491.4억달러를 넘어섰다. 지난 16년간의 평균 발주 규모인 연평균 1억 1,640만DWT, 1,067.8억달러 대비로는 여전히 낮은 수준이지만, 2020년 COVID-19 충격에서는 완전히 벗어나는 모습이다.

전세계 4대 선종(벌크선, 탱커, 컨테이너선, 가스선)의 운임지수는 2020년 초부터 2021년 7월 16일까지 차별성이 더욱 확대되고 있다. 탱커(원유운반선)의 Spot 운임은 사실상 0 수준의 극심한 부진이 장기화되고 있다. 벌크선 운임은 2021년 1분기 급반등 이후 정체국면이나, 원자재 관련국의 CAPEX(Capital Expenditure, 자본적투자)가 급격히 증가함에 따라 완만한 반등세가 예상된다. 2020년 4분기 이상 한파에 따른 수요급증과 중국의 수입재개로 급등했던 LNG선 운임은 정체국면이다. 반면, 7월 16일 컨테이너선 해상 운임은 평균 \$51,709/일로 2019년 말 \$15,140/일 대비 +240.9% 폭등했고, 전년 동기 대비로는 +372.3% 폭등했다.

이로 인해, 상반기 컨테이너선 신규 발주규모는 317척 3,068.3만DWT(294.3만 TEU). 258.9억달러를 기록하며 발주 회복을 주도했다. 과거 Super-Cycle의 정점이던 2007년 연간 컨테이너선 발주규모가 562척, 3,935.1만DWT(332.6만 TEU), 478.3억달러를 기록한 이후 사상 최대치다. 2020년 6월부터 13개월 연속 급등세를 기록중인 컨테이너선 운임의 강세국면은 크리스마스 시즌이나 2022년 중국 춘절까지 유지될 가능성도 높다.

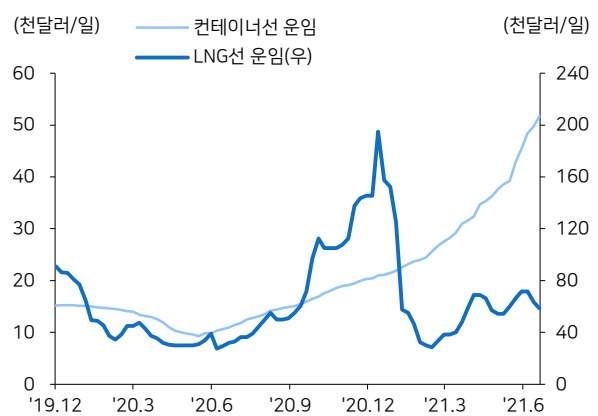
6월말 운항중인 컨테이너선 선복량이 5,507척, 2,416.8만TEU인 반면, 이미 발주된 인도 예정 컨테이너선이 492.4만TEU로 전체 선복량의 20.4%까지 급증했다. 이에 컨테이너선 운임의 초호황국면이 당분간 지속된다고 해도, 교체발주 수요가 존재하는 2,000~3,500TEU급 소형 Feeder선을 제외하면 컨테이너선 발주 모델은 상고하저(上高下低)일 수 밖에 없다.

그림1 2020년 이후 Capesize +27.1%, VLCC -100.2%



주: 2021년 7월 16일 기준, 벌크선은 Capesize, 탱커는 VLCC 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2020년 이후 LNG-35.7%, 컨테이너 운임+240.9%



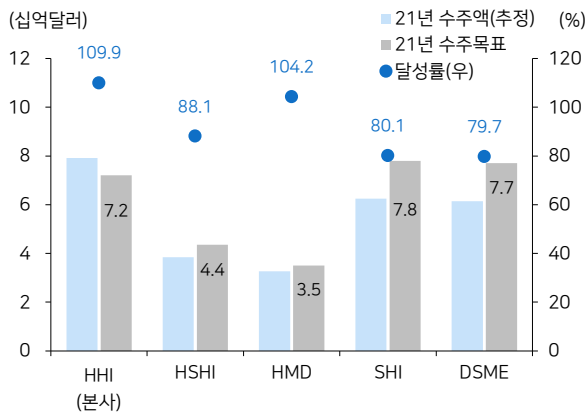
주: 2021년 7월 16일 기준, LNG선은 16만CBM 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

2) 상반기는 컨테이너선이 주도, 하반기는 LNG와 탱커 회복이 변수

2021년 6월말 기준 국내 조선 5사(현대중공업그룹 3사, 삼성중공업, 대우조선해양)의 연초 수주목표 대비 달성률은 단순평균으로 약 82%로 추산한다. HMM의 13,200TEU급 컨테이너선 12척과 해양생산설비 수주로 7월 16일 기준으로는 92.4%로 추정한다. 2021년부터 2~3년에 걸쳐 발주가 예정되어 있는 Qatar LNG선 발주의 1차 Package만 포함해도 이미 수주목표는 초과 달성한 셈이다.

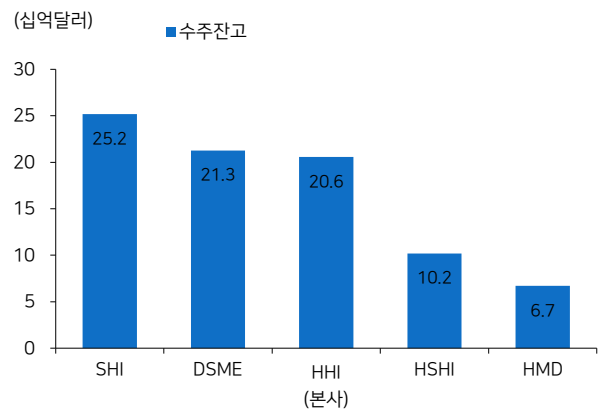
향후 신조선가가 지속적으로 상승함이 자명하다면, 선가가 본격적으로 오르기도 전에 연간 수주목표를 달성했다는 점에서 의문을 가질 수 있다. 하반기 국내 조선 업계의 전략은 2년치 이상의 충분한 일감을 확보한 후, 급격한 원가 상승을 선가에 충분히 전가하려는 Price와 Margin 중심의 수주라고 예상된다. 국내 조선업계의 상반기 합산 수주가 260척, 2,913.7만DWT(점유율 45.1%), 267.1억달러(점유율 48.0%)로 급증했던 가장 큰 동력은 컨테이너선이다. 수주물량(Quantity) 측면에서는 이를 대체할 선종들의 하반기 회복 여부가 중요한 변수가 된다.

그림3 2021년 조선업체별 수주목표 및 달성률 현황



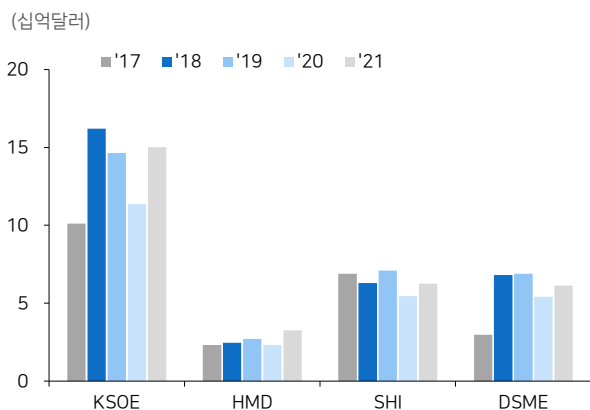
주: 2021년 7월 16일 기준 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 조선업체별 수주잔고 현황(인도기준)



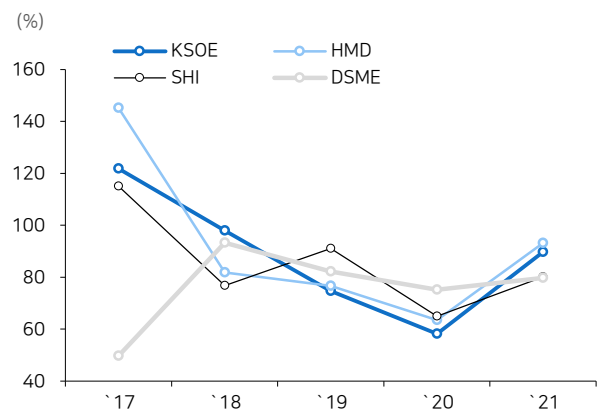
주: 2021년 6월말 기준 / 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 조선 4사 연간 수주액 추이



주: 2021년은 6월말 기준, KSOE(한국조선해양), HMD(현대미포조선)
자료: Clarksons, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 조선 4사 2017~21년 수주목표 달성률 추이



주: 연초 목표액 기준, 2017년 KSOE는 메리츠증권 추정, 2021년 6월말 기준
자료: Clarksons, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

문제는 국내 대형 조선업체들의 주력선종인 LNG선의 운임은 계절적 비수기이며, 한국·중국·일본 조선업계 모두에게 두 번째 건조비중을 차지하던 탱커의 시황은 침체국면이 장기화되고 있다는 점이다. 국내 조선업계의 주력 선종 중 후판의 원가 비중이 가장 큰 선박이 탱커다. 30만톤급 VLCC의 Spot 운임 수준이 사실상 0인 점에서, 아직까지는 전세계 원유 수요가 빠르게 개선되고 있지는 않다고 판단한다.

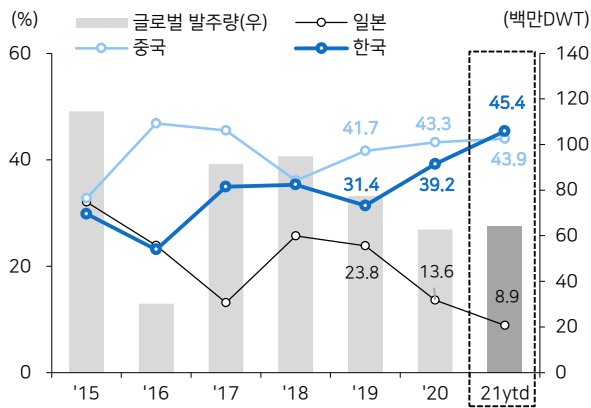
향후 중동 산유국을 중심으로 감산축소(증산) 기조가 확대되고 국제유가가 안정적 추세를 유지한다면, 원유 수요가 개선된다는 컨센서스가 형성되기에 충분하다. 이런 컨센서스가 실제 수요 회복으로 이어진다면 가장 먼저 확인될 지표는 탱커, 특히 원유운반선 운임의 반등이어야 한다.

결국, 하반기 탱커시황은 발주 회복을 기대하기 전에 제로수준까지 급락한 운임의 반등을 우선 기대하는 것이 합리적이라고 본다. 4대 선종 신조선가의 단순 가중 평균으로 산출되는 클락슨신조선가지수(Clarksons Newbuilding Price Index)는 2019년 말 130pt에서 2020년 11월 125pt까지 하락한 이후 반등세를 지속, 2021년 7월 16일 기준 141pt로 상승했다.

선가지수는 전년 동기 대비 +11.1% 상승한 반면, 원/달러와 위안/달러는 평균 +8.4% 절상되었다. 한국과 중국 조선업계의 자국통화 기준 실질 신조선가 상승은 +3~4% 수준인 셈이다. 과거와 달리 일본 조선업계의 시장 점유율이 10% 미만으로 낮아진 상황은 당분간 지속될 전망이다. 일본 해운업계의 자국 발주 회복이 더딘 상황에서, 낮은 선가를 향유하여 고효율 연비·친환경 선박을 발주하려는 발주자에게는 일본은 더 이상 매력적이지 않기 때문이다.

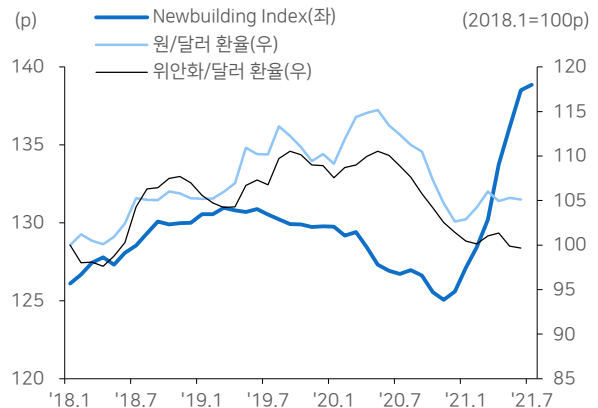
이에 하반기 시황 회복에 따른 벌크선 발주가 재개될 경우 중국 업체가 수주하는 벌크선 선가의 반등 폭에 주목해야 한다. 국내 업체가 높은 경쟁력을 보유한 LNG 선과 LPG선은 국내 조선업계의 수주선가의 상승 폭을 확인해야 함은 자명하다.

그림7 선박 발주량과 한·중·일 M/S 추이 - 한국 수주 우위



주: 2021년 6월말 재화중량톤수(DWT) 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림8 원/달러, 위안/달러, 클락슨신조선가지수 추이



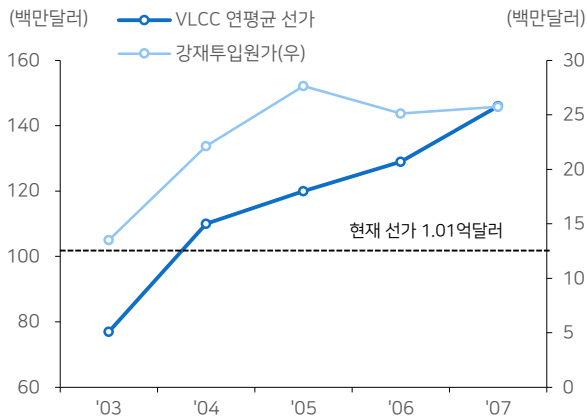
주: 2021년 7월 기준
 자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

3) 10% 이상 선가 인상을 위한 줄다리기 과정이 예상되는 하반기

선가가 가장 낮아 제조원가에서 후판 비중이 25%를 상회하는 벌크선을 제외하면, 단일 선박에 투입되는 후판 총량이 가장 큰 선박은 VLCC(Very Large Crude oil Carrier, 초대형원유운반선)이다. 30만톤급(210만배럴) VLCC 1척 건조에 소요되는 후판을 4만톤으로 가정하고 VLCC 신조선가를 1억달러로 적용하면, 후판가가 톤당 640달러에서 900달러로 40% 인상 시 강재 투입원가는 1척 당 2,560만달러에서 3,600만달러로 급증한다. 후판가 인상만 선가에 반영해도 신조선가는 최소 1천만달러, 즉 10% 이상을 인상해야 기존과 예상 수익이 동일하다는 의미다.

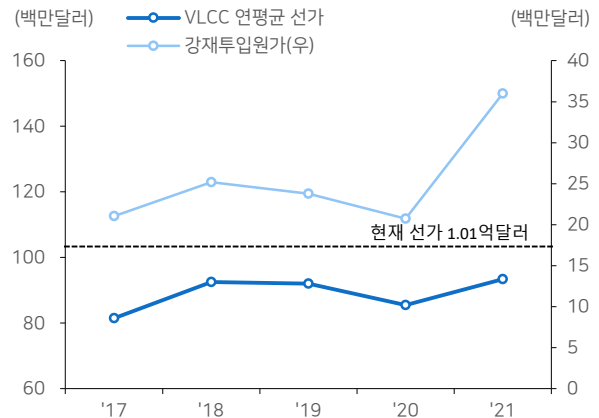
조선업계로서는 2Q21에 원가 인상을 선제적으로 반영한 후, 이를 발주자와의 가격 협상에 활용하는 것이 현실적인 영업 전략이라고 본다. 제조원가에서 후판 비중을 20%로 가정하면 후판가 40% 인상으로 8% 원가 상승이 발생, Pipe와 엔진 등 부대 자재의 동반 인상을 고려하면 10% 이상의 선가 전가가 필요하다고 본다.

그림9 Super-Cycle 당시 VLCC 선가와 강재원가 추이



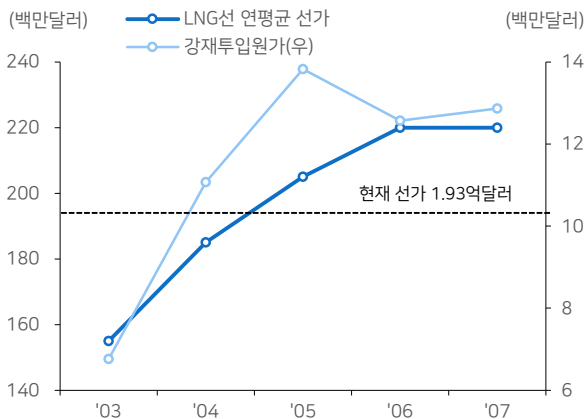
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림10 높아진 원가부담에도 선가는 -19 ~ -36% discount



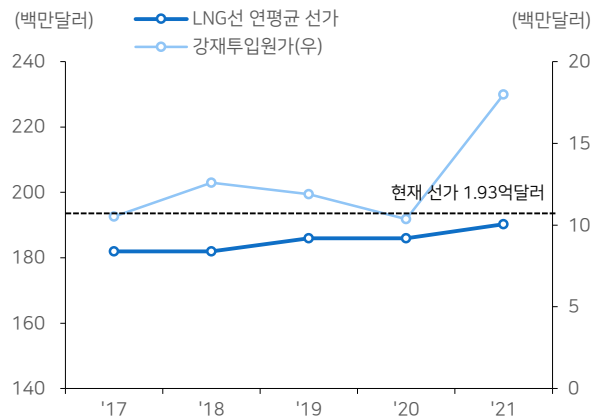
주: 2021년 후판 900달러/톤 기준 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Super-Cycle 당시 LNG선 선가와 강재원가 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림12 높아진 원가부담에도 선가는 -3 ~ -14% discount



주: 2021년 후판가격 톤당 900달러 기준 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

4) 2Q21 Preview – 후판가격 인상에 대한 총당금 설정으로 적자 전망

2021년 상반기 국내 조선업계의 후판 구입가격은 전년 대비 약 10만원 인상된 72만원 전후로 추정된다. 지난 1Q21 경영실적에서 국내 조선 5사는 상반기 후판 가격 인상에 따른 총당금을 약 4,100억원 설정했다고 추산한다. 보수적인 가정으로, 하반기부터 후판 구매가격은 상반기 대비 40% 급등한 톤당 100만원 전후로 예상된다. 국내 조선업계는 이를 2Q21 경영실적에 선제적으로 반영한다고 전망하며, 이로 인해 일시적인 대규모 영업적자의 개연성이 높다.

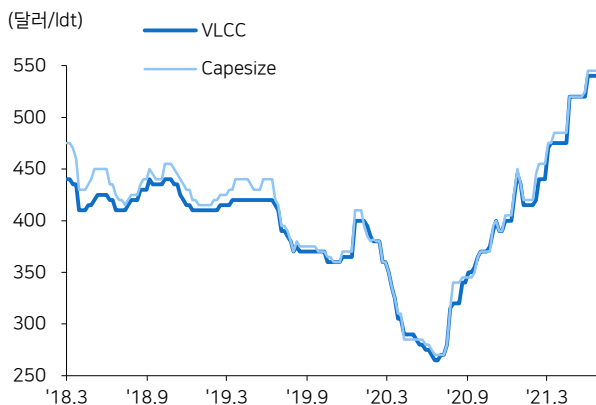
향후 상승할 원가 부담을 선제적으로 실적에 반영하는 'Big Bath'가 진행된다면, 실적은 2분기가 저점이다. 원가 급등에 따른 영업적자는 신규 견적 문의(Inquiry)에 대한 가격 전가(Cost-Push)의 명분이 되기에 충분하다. 조선업계와 발주자의 선가에 대한 줄다리기 싸움에서 수익확보가 가능한 수준의 선가 전가에 성공하길 기대한다. 그 변곡점은 9~10월로 예상되는 Qatar發 LNG선 발주이다. Qatar發 LNG선의 신조선가가 현재 선가 대비 +10% 상승한 척당 2.1억달러 전후로 확인된다면, 2분기 실적 악화에 대한 불안감보다는 선가 전가에 따른 2023년 실적 개선의 기대가 주가에 반영될 개연성이 높다. 모든 과정의 결과물은 결국 선가다.

표1 국내 조선 5사별 1Q21 후판가격 인상 총당금 추정액, 수주잔고, 잔여 후판 추정량

	1Q21 총당금 추정액 (십억원)	1Q21 수주잔고 (척수)	2Q21 수주잔고 (척수)	투입 예정 잔여 후판 추정량(톤)
한국조선해양	186.1	303	324	5,048,409
현대중공업(조선)	76.8	105	110	2,432,932
현대삼호중공업	76.4	74	79	1,878,043
현대미포조선	32.9	124	135	737,434
삼성중공업	119.0	133	132	2,578,005
대우조선해양	110.0	98	111	2,383,037

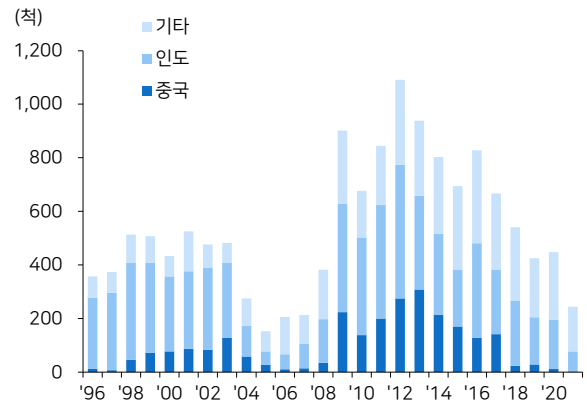
주: 후판 소요량 추정은 잔여 수주잔고 전체에 대해 1DWT당 평균 0.2133톤 후판 투입 가정 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 인도 선종별 스크랩 가격-폐선 공급 부족으로 급등



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림14 전세계 폐선량 추이 - 2012년 Peak 이후 최저 수준



주: 2021년은 7월 16일 누계 기준 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Industry Indepth
2021. 7. 19

현대중공업지주 267250

확실히 입증될 체력

▲ 조선/기계

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

- ✓ 2Q21 정유·석유화학과 비조선부문의 호조가 조선부문(한국조선해양) 부진 상쇄
- ✓ 2Q21 매출액 6.59조원(+64.7% YoY), 영업이익 3,930억원(+276.7% YoY) 전망
- ✓ 중간배당 실시로 2018~20년 3년 연속 DPS 3,700원의 배당 매력도 부각 기대
- ✓ 12개월 선행 자본기준 PBR 0.4배, 지배지분기준 PBR 0.7배의 저평가 구간
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 9만원 유지 - Cyclical 산업 변동성의 합리적 대안주

Buy

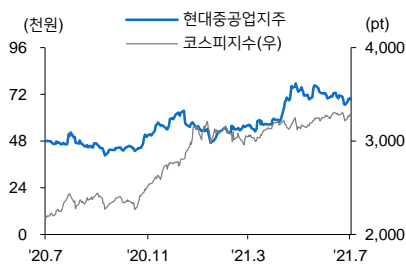
적정주가 (12개월) **90,000 원**
현재주가 (7.16) **69,200 원**
상승여력 **30.1%**

KOSPI	3,276.91pt
시가총액	54,663억원
발행주식수	7,899만주
유동주식비율	55.10%
외국인비중	17.24%
52주 최고/최저가	77,600원/40,600원
평균거래대금	257.4억원

주요주주(%)	
정몽준 외 12 인	34.36
국민연금공단	10.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	26.5	44.2
상대주가	-4.4	19.1	-3.9

주가그래프



2Q21 정유부문과 비조선부문 호조, 조선부문의 일시적 부진 상쇄 전망

2Q21 연결 매출액 6.59조원(+64.7% YoY), 영업이익 3,930억원(+276.7% YoY), 당기순이익 2,118억원(흑자전환)으로 시장 예상치를 상회할 전망이다. 연결 자회사 현대오일뱅크(정유·석유화학)는 유행기유 호조와 유가상승으로 1Q에 이은 호실적이 기대된다. 지분법대상인 한국조선해양(지분율 30.95%)이 후판가격 인상을 반영한 총당금 설정으로 적자전환될 개연성이 크나, 현대일렉트릭과 현대건설기계 및 현대글로벌서비스 등 비조선부문의 호조로 상쇄될 전망이다.

주주 친화적인 정책 유지, 현재 주가 기준 최소 5.3%의 배당수익률

주요 자회사인 현대오일뱅크는 7월 16일에 자회사 현대오일터미널 지분 90%를 PE에 1,800억원에 매각했음을 공시했다. 그룹의 '수소 대전환' 전략에 맞춰 비핵심자산을 매각했다고 판단하며, 지분 100%의 장부가치가 750억원으로 매각이익이 반영될 수 있다. 2022년 자회사 현대오일뱅크가 상장(IPO)한다면, 보유 지분 가치(74.13%, 장부가치 2.4조원)에 대한 재평가는 반드시 진행된다. 2021년 창사 이래 최초의 중간배당을 실시, 실적 변동기였던 2018~20년에도 3년 연속 주당 3,700원의 배당을 실시했다는 점이 재무각 가능하다. 현재 주가 수준으로도 최소 5.3%의 배당수익률이 확실하다.

Cyclical 산업의 이익 변동성에 대한 합리적 대안주 - 투자의견 Buy

투자의견 Buy, 적정주가 9만원을 유지한다. 현 주가는 12개월 선행 자본총계 기준 PBR 0.4배, 지배지분 PBR 0.7배에 불과하다. 현대오일뱅크 IPO 시 Aramco에 매각했던 가치로만 평가되더라도, 지배지분기준 PBR은 0.5배를 하회한다. 산업재 기업들의 실적 변동기에 가장 합리적인 대안주임이 분명하다.

(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	1,541.1	485.8	6,150	-207.2	91,518	11.3	0.8	8.3	6.8	143.1
2022E	30,222.4	1,647.3	541.4	6,854	11.4	94,915	10.1	0.7	8.1	7.4	141.9
2023E	31,050.9	1,734.0	590.9	7,480	9.1	98,919	9.3	0.7	7.9	7.7	135.4

표2 현대중공업지주 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	1Q21	(% QoQ)	2Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,596.0	6,075.5	8.6	4,005.8	64.7	6,513.7	1.3
영업이익	393.0	534.3	-26.4	104.3	276.7	319.8	22.9
세전이익	282.4	387.6	-27.2	-18.2	흑전	210.6	34.1
순이익	211.8	294.4	-28.1	-13.0	흑전	123.5	71.5
지배주주순이익	122.8	151.5	-18.9	-11.3	흑전	78.3	56.9
영업이익률	6.0	8.8		2.6		4.9	
순이익률	3.2	4.8		-0.3		1.9	

주: 컨센서스는 2021년 7월 16일 기준임

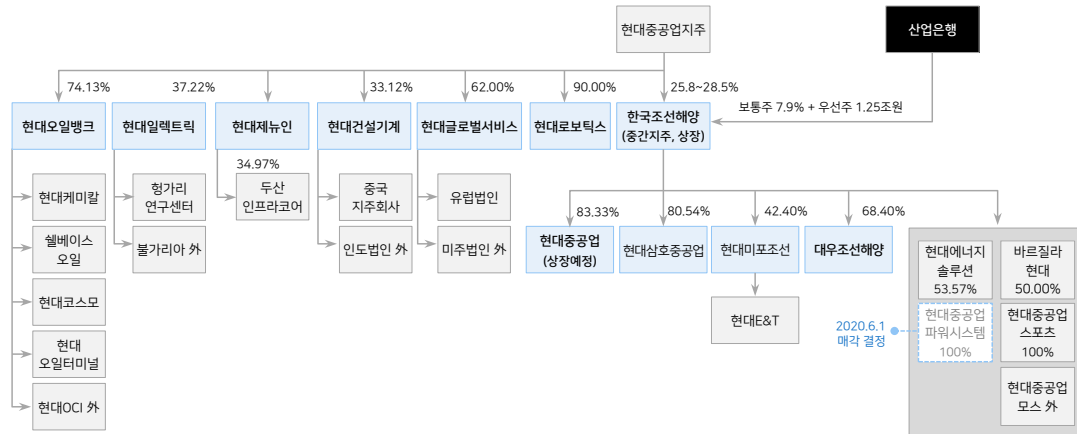
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표3 현대중공업지주의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	'20	'21E	'22E	
매출액	5,716.3	4,005.8	4,577.9	4,611.0	6,075.5	6,596.0	6,456.0	7,379.0	7,442.5	7,818.2	7,409.4	7,552.1	18,911	26,507	30,222	
영업이익	-487.2	104.3	101.1	-315.3	534.3	393.0	240.9	372.8	404.6	476.9	347.4	418.4	-597	1,541	1,647	
세전계속사업이익	-603.7	-18.2	69.0	-500.3	387.6	282.4	166.1	280.6	260.3	371.9	276.7	335.6	-1,053	1,117	1,245	
당기순이익	-360.4	-13.0	34.7	-451.1	294.4	211.8	124.5	206.8	195.2	278.9	207.5	251.7	-790	838	933	
매출액 증가율	YoY	-11.9	-41.3	-29.9	-32.0	6.3	64.7	41.0	60.0	22.5	18.5	14.8	2.3	-29.0	40.2	14.0
	QoQ	-15.8	-29.9	14.3	0.7	31.8	8.6	-2.1	14.3	0.9	5.0	-5.2	1.9			
영업이익 증가율	YoY	적전	-48.4	-54.0	적전	흑전	276.7	138.4	흑전	-24.3	21.3	44.2	12.2	적전	흑전	6.9
	QoQ	적전	흑전	-3.1	적전	흑전	-26.4	-38.7	54.7	8.5	17.9	-27.2	20.5			
영업이익률		-8.5	2.6	2.2	-6.8	8.8	6.0	3.7	5.1	5.4	6.1	4.7	5.5	-3.2	5.8	5.5
순이익률		-6.3	-0.3	0.8	-9.8	4.8	3.2	1.9	2.8	2.6	3.6	2.8	3.3	-4.2	3.2	3.1

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림15 현대중공업그룹 지배구조도 변화



주: 한국조선해양의 대우조선해양 인수과정, 두산인프라코어 사업회사 인수과정이 마무리됨을 가정한 기준
 자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

현대중공업지주 (267250)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	26,630.3	18,911.0	26,506.5	30,222.4	31,050.9
매출액증가율 (%)	-2.3	-29.0	40.2	14.0	2.7
매출원가	24,800.6	18,341.3	23,401.6	26,761.7	27,453.9
매출총이익	1,829.7	569.7	3,104.9	3,460.6	3,597.0
판매비와관리비	1,163.1	1,166.8	1,563.9	1,813.3	1,863.1
영업이익	666.6	-597.1	1,541.1	1,647.3	1,734.0
영업이익률 (%)	2.5	-3.2	5.8	5.5	5.6
금융수익	-271.3	-217.7	-280.4	-272.6	-257.2
중속/관계기업관련손익	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	1,116.7	1,244.6	1,358.3
법인세비용	87.5	-263.4	279.2	311.1	339.6
당기순이익	115.4	-789.7	837.5	933.4	1,018.7
지배주주지분 순이익	173.2	-609.2	485.8	541.4	590.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,935.2	8,049.1	9,338.1	10,174.4	10,704.2
현금및현금성자산	2,028.5	2,038.5	2,131.1	2,466.0	2,890.9
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
비유동자산	15,780.3	18,509.8	19,022.8	19,640.7	20,058.5
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
자산총계	25,715.5	26,559.0	28,360.9	29,815.1	30,762.7
유동부채	8,022.3	6,336.4	7,059.3	7,569.8	7,781.8
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
비유동부채	5,808.6	9,124.7	9,637.6	9,920.9	9,912.4
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
부채총계	13,830.8	15,461.1	16,696.9	17,490.7	17,694.2
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	2,437.3	2,717.2	3,046.5
비지배주주지분	3,892.7	4,082.9	4,434.7	4,826.7	5,254.6
자본총계	11,884.7	11,097.9	11,664.0	12,324.4	13,068.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,205.6	887.1	1,107.5	1,692.3	1,752.6
당기순이익(손실)	115.4	-789.7	837.5	933.4	1,018.7
유형자산감가상각비	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
투자활동 현금흐름	-1,639.8	-1,818.4	-1,391.6	-1,404.6	-1,143.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,245.5	-2,210.8	-1,100.0	-942.5	-969.4
투자자산의 감소(증가)	16.0	369.6	-159.0	-392.1	-128.6
재무활동 현금흐름	1,363.9	950.2	387.5	57.4	-174.3
차입금증감	785.9	2,282.6	649.0	318.8	87.2
자본의증가	388.8	20.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가	928.7	10.0	92.6	334.9	424.9
기초현금	1,099.8	2,028.5	2,038.5	2,131.1	2,466.0
기말현금	2,028.5	2,038.5	2,131.1	2,466.0	2,890.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	327,021	236,882	335,555	382,595	393,084
EPS(지배주주)	2,127	-7,631	6,150	6,854	7,480
CFPS	15,458	4,448	26,980	28,250	29,311
EBITDAPS	16,535	2,271	28,669	29,770	30,679
BPS	98,142	88,804	91,518	94,915	98,919
DPS	3,700	3,700	3,700	3,700	3,700
배당수익률(%)	5.5	6.5	5.3	5.3	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	-7.4	11.3	10.1	9.3
PCR	4.4	12.7	2.6	2.4	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	2,264.7	2,351.6	2,423.4
EV/EBITDA	11.2	93.3	8.3	8.1	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	-8.1	6.8	7.4	7.7
EBITDA 이익률	5.1	1.0	8.5	7.8	7.8
부채비율	116.4	139.3	143.1	141.9	135.4
금융비용부담률	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	2.3	-2.5	5.7	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. 7. 19

한국조선해양 009540

확실한 Big-Bath 가 훨씬 낮다

▲ 조선/기계

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

- ✓ 6월 누계 수주액 153.0억달러로 연간 수주목표의 91.4%, 조선목표 86.0% 달성
- ✓ 현대중공업 달성률 96.2%, 현대삼호중공업 71.2%, 현대미포조선 104.2% 호조
- ✓ 2Q21 후판 인상에 대한 총당금 4,800억원의 보수적 반영 가정, 적자전환 전망
- ✓ 2Q21 Big-Bath로 현대중공업 IPO가 다소 지연되더라도, PBR 0.8배 지지할 것
- ✓ 중간지주회사의 할인요인을 감안해도 PBR 1.0배가 합리적 - 적정주가 15.2만원

Hold

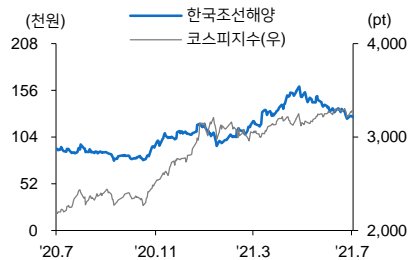
적정주가 (12개월) **152,000 원**
현재주가 (7.16) **126,000 원**
상승여력 **24.6%**

KOSPI	3,276.91pt
시가총액	89,174억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	63.74%
외국인비중	17.62%
52주 최고/최저가	160,500원/77,700원
평균거래대금	638.3억원

주요주주(%)	
현대중공업지주 외 13 인	33.96
국민연금공단	8.78
케이씨씨 외 1 인	6.61

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	10.5	38.5
상대주가	-8.3	4.1	-7.7

주가그래프



2Q21 확실한 Big-Bath가 오히려 더 낮다

하반기 후판가격 추가인상을 선제적으로 2Q21 실적에 반영한다고 예상한다. 조선 자회사 3사(현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선) 합산 기준 후판가격 인상에 대한 총당금을 4,800억원 반영한다고 가정, 2Q21 연결 매출액 3.61조원(-8.1% YoY), 영업적자 3,897억원(적자전환 YoY)을 예상한다. 2분기에 보수적인 회계처리로 손실을 선반영한다면, 2022년 하반기 이후 실적개선에 대한 기대감을 갖기에 충분하다고 판단한다.

충분히 채운 공간, 발주자와의 선가 줄다리기를 주도할 것

2021년 6월 누계 수주는 선박 160척과 해양플랜트 2기를 포함하여 3사 합산 153.0억달러(+467.4% YoY)로 연간 합산 수주목표 167.5억달러의 91.4%를 달성했다. 9~10월 1차 Package 발주를 예상하는 Qatar LNG선 물량만 추가해도 이미 연간 목표는 초과 달성한 셈이다. 3사 합산 인도기준 수주잔고는 464.9억달러, 매출기준 잔고는 292.3억달러로 2021년 매출액 기준으로 2.3년치를 상회한다. 2021년 말 연결 부채비율은 101.5%, 순차입금비율은 16.5%로 양호하다. 공간을 충분히 채운 상황에서 급격한 원가 상승분을 선가에 전가하려는 영업 전략을 주도할 것으로 예상된다. 줄다리기에 버틸 수 있는 체력은 튼튼하다.

중간지주회사라는 할인요인을 감안해도 PBR 1.0배가 합리적

2분기 보수적 회계반영이 적용된다면, 8월 예정이던 현대중공업의 IPO 일정이 다소 지연될 가능성도 있다. 그룹 내 조선부문 중간지주회사임을 감안해도 장부가치(PBR 1.0배) 이하로 할인될 이유는 없다. 연료 변화의 큰 흐름을 주도할 그룹의 경쟁력이 부각될 하반기를 기대하며 적정주가는 15.2만원을 제시한다.

(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	14,399.1	-212.2	-187.8	-2,653	-65.4	151,632	-47.5	0.8	71.4	-1.7	101.5
2022E	16,356.1	363.1	66.0	933	-130.5	152,777	135.0	0.8	16.7	0.6	103.9
2023E	18,139.0	586.7	252.0	3,560	257.7	155,576	35.4	0.8	13.1	2.3	103.3

표4 한국조선해양 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	1Q21	(% QoQ)	2Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,609.4	3,681.5	-2.0	3,925.5	-8.1	3,791.3	-4.8
영업이익	-389.7	67.5	적전	93.0	적전	-96.8	302.6
세전이익	-456.5	83.1	적전	11.5	적전	-146.4	211.8
순이익	-351.5	63.6	적전	0.4	적전	-64.6	444.3
지배주주순이익	-228.5	44.7	적전	-3.4	적지	-74.0	208.6
영업이익률	-10.8	1.8		2.4		-2.6	
순이익률	-9.7	1.7		0.0		-1.7	

주: 컨센서스는 2021년 7월 16일 기준임

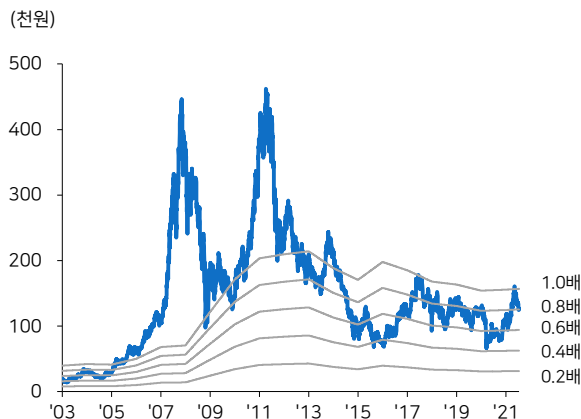
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표5 한국조선해양의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	'20	'21E	'22E
매출액		3,944.6	3,925.5	3,459.8	3,573.8	3,681.5	3,609.4	3,344.6	3,763.6	3,818.9	4,094.6	3,943.4	4,499.1	14,904	14,399	16,356
영업이익		121.7	93.0	40.7	-180.9	67.5	-389.7	50.9	59.1	73.3	76.5	109.3	104.0	74	-212	363
세전계속사업이익		219.2	11.5	-69.5	-730.2	83.1	-456.5	6.6	-8.3	15.7	23.9	56.8	18.0	-569	-375	114
당기순이익		164.9	0.4	-77.1	-923.5	63.6	-351.5	5.1	-6.1	12.1	18.4	43.7	13.8	-835	-289	88
매출액 증가율	YoY	20.7	-0.1	-5.0	-17.7	-6.7	-8.1	-3.3	5.3	3.7	13.4	17.9	19.5	-1.8	-3.4	13.6
	QoQ	-9.2	-0.5	-11.9	3.3	3.0	-2.0	-7.3	12.5	1.5	7.2	-3.7	14.1			
영업이익 증가율	YoY	332.7	50.2	34.4	적전	-44.5	적전	25.2	흑전	8.6	흑전	114.8	75.9	-74.4	적전	흑전
	QoQ	-28.4	-23.6	-56.3	적전	흑전	적전	흑전	16.1	23.9	4.4	42.9	-4.9			
영업이익률		3.1	2.4	1.2	-5.1	1.8	-10.8	1.5	1.6	1.9	1.9	2.8	2.3	0.5	-1.5	2.2
순이익률		4.2	0.0	-2.2	-25.8	1.7	-9.7	0.2	-0.2	0.3	0.4	1.1	0.3	-5.6	-2.0	0.5

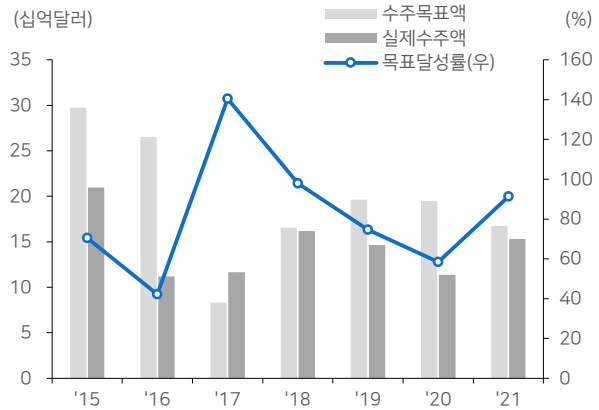
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림16 한국조선해양 12개월 선행 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국조선해양 수주목표, 달성률 추이



주: 2021년은 6월말 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국조선해양 (009540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,182.6	14,903.7	14,399.1	16,356.1	18,139.0
매출액증가율 (%)	15.4	-1.8	-3.4	13.6	10.9
매출원가	14,191.2	14,159.0	14,035.4	15,322.4	16,790.5
매출총이익	991.4	744.7	363.8	1,033.7	1,348.5
판매비와관리비	701.2	670.3	576.0	670.6	761.8
영업이익	290.2	74.4	-212.2	363.1	586.7
영업이익률 (%)	1.9	0.5	-1.5	2.2	3.2
금융수익	-302.8	-24.0	-102.3	-182.0	-140.8
중속/관계기업관련손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	102.5	-619.5	-60.7	-66.9	-37.0
세전계속사업이익	89.9	-569.0	-375.1	114.3	409.0
법인세비용	-123.1	266.2	-86.3	26.3	94.1
당기순이익	213.1	-835.2	-288.9	88.0	315.0
지배주주지분 손이익	164.1	-833.8	-187.8	66.0	252.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,546.0	13,001.4	12,339.3	12,848.1	13,298.3
현금및현금성자산	2,225.1	3,703.4	3,506.1	3,414.8	2,874.6
매출채권	1,192.7	838.8	796.8	851.0	943.7
재고자산	1,318.3	1,253.0	1,190.4	1,271.2	1,409.8
비유동자산	12,509.4	12,242.8	12,138.5	12,126.3	12,136.2
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	722.8	803.6	877.2
자산총계	25,055.4	25,244.2	24,477.8	24,974.5	25,434.5
유동부채	8,941.9	9,511.5	8,252.7	8,647.5	8,982.4
매입채무	1,460.0	1,461.3	1,411.9	1,603.8	1,778.6
단기차입금	2,506.9	1,635.1	1,135.1	1,035.1	935.1
유동성장기부채	304.4	2,111.1	1,746.1	1,726.1	1,706.1
비유동부채	3,187.1	3,311.4	4,079.7	4,078.6	3,942.7
사채	596.4	521.8	958.8	858.8	758.8
장기차입금	1,653.7	1,862.3	2,162.3	2,262.3	2,162.3
부채총계	12,129.1	12,823.0	12,332.5	12,726.1	12,925.1
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
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	15,231.3	15,297.4	15,478.6
비지배주주지분	1,359.4	1,514.9	1,413.8	1,435.8	1,498.8
자본총계	12,926.3	12,421.2	12,145.3	12,248.4	12,509.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-1,464.1	-90.0	387.4	647.4	396.9
당기순이익(손실)	213.1	-835.2	-288.9	88.0	315.0
유형자산감가상각비	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	83.1	-9.6	-467.8
투자활동 현금흐름	-329.6	457.1	-431.6	-628.3	-643.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-404.7	-378.4	-310.0	-325.5	-341.8
투자자산의 감소(증가)	-113.0	28.3	-23.2	-84.7	-77.3
재무활동 현금흐름	973.3	1,226.8	-165.9	-123.2	-305.9
차입금증감	1,617.6	1,068.8	-165.9	-123.2	-305.9
자본의증가	0.0	-82.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-816.6	1,478.3	-197.3	-91.4	-540.2
기초현금	3,041.8	2,225.1	3,703.4	3,506.1	3,414.8
기말현금	2,225.1	3,703.4	3,506.1	3,414.8	2,874.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	214,524	210,584	203,455	231,106	256,297
EPS(지배주주)	2,318	-11,781	-2,653	933	3,560
CFPS	9,221	5,368	4,474	11,025	14,888
EBITDAPS	9,797	6,832	2,440	10,393	13,402
BPS	163,436	154,102	151,632	152,777	155,576
DPS	0	0	0	0	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	54.6	-9.2	-47.5	135.0	35.4
PCR	13.7	20.2	28.2	11.4	8.5
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
EBITDA	693.4	483.5	172.7	735.5	948.5
EV/EBITDA	17.5	23.0	71.4	16.7	13.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-7.4	-1.7	0.6	2.3
EBITDA 이익률	4.6	3.2	1.2	4.5	5.2
부채비율	93.8	103.2	101.5	103.9	103.3
금융비용부담률	1.1	1.4	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	1.8	0.4	-1.3	2.2	3.7
매출채권회전율(x)	13.0	14.7	17.6	19.9	20.2
재고자산회전율(x)	13.0	11.6	11.8	13.3	13.5

Industry Indepth
2021. 7. 19

현대미포조선 010620

이미 달성한 수주목표, 주도할 만 했다

▲ 조선/기계

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

- ✓ 6월 누계 신규 수주 36.5억달러로 연간 수주목표의 104.2% 달성
- ✓ 주력 PC(30척)과 LPG선(16척) 외에도 컨테이너선(20척) 시리즈 수주 긍정적
- ✓ 2Q21 후반기 인상분의 보수적 반영을 가정, 일시적인 영업적자 전망
- ✓ No.1 조선업체이자 엔진생산업체인 현대중공업 IPO 전까지는 주도주 역할할 것
- ✓ 현 상황에서 PBR 1.5배 이상의 밸류에이션은 아직 무리 - 투자 의견 Hold 유지

Hold

적정주가 (12개월) **89,000 원**
현재주가 (7.16) **79,800 원**
상승여력 **12.8%**

KOSPI	3,276.91pt
시가총액	31,874억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.89%
외국인비중	9.85%
52주 최고/최저가	94,100원/27,700원
평균거래대금	436.1억원

주요주주(%)	
한국조선해양 외 4인	42.86
국민연금공단	11.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	59.3	151.3
상대주가	-6.3	50.0	67.5

주가그래프



이미 초과 달성한 신규 수주, 양(Quantity)과 질(Quality) 모두 성공적

2021년 6월 누계 신규 수주는 77척 36.5억달러(+290.2% YoY)로 연간 수주목표 35억달러 대비 104.2%를 이미 달성했다. 수주 호조로 매출기준 수주잔량은 53.4억달러, 인도기준 잔량은 67.2억달러로 확연히 증가했다(2019년말 47.0억달러, 2020년말 43.8억달러). 신규 수주는 양적인 측면은 물론 질적으로도 양호했다. 주력 선종인 PC(Product Carrier) 30척, LPG선 16척과 함께 Feeder급 컨테이너선 20척을 시리즈 수주했고, Con-Ro선(자동차운반선) 6척을 수주하여 Product-Mix도 개선이 유력하다.

조선업 밸류에이션을 결정할 주도주임은 자명, 현대중공업 IPO가 변수

2020년부터 조선업 밸류에이션 레벨을 결정하는 주도주 역할을 해왔다. 2021년 말 기준 부채비율은 49.3%, 순차입금은 -3,548억원으로 추정, 5년 연속 순 현금상태의 재무구조를 유지 중이다. 지난 1.5년간 조선업에 대한 회복 기대는 교역 재개에 따른 발주 회복과 선가 상승에 대한 기대감이 핵심이다. 2021~22년 업계 전반의 실적 부진기에 돋보이는 재무 건전성을 보유하고, 선박만 건조하는 현대미포조선이 부각됨은 자명했다. 다만, Next Super-Cycle 트리거를 연료 변화로 예상하기에, 세계 1위 조선·해양기업이자 1위 선박엔진 생산기업인 현대중공업이 상장한다면 주도주가 변경될 개연성이 높다고 예상한다.

PBR 1.5배 이상의 밸류에이션 적용은 아직 무리

하반기 후반기가 추가 인상과 관련, 2Q21에 총당금 800억원을 설정한다고 가정했다. 일시적인 영업적자 이후 동종업계에서 가장 빠른 실적 개선은 확실하나, 이를 감안해도 PBR 1.5배 이상의 밸류에이션 적용은 아직 무리라고 본다.

(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	5.6	20.3	509	-284.1	58,415	156.8	1.4	45.1	0.9	49.3
2022E	2,959.4	115.5	85.0	2,127	318.0	59,633	37.5	1.3	16.4	3.6	48.7
2023E	3,165.2	166.3	110.2	2,760	29.8	61,464	28.9	1.3	12.5	4.6	47.7

표6 현대미포조선 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	1Q21	(% QoQ)	2Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	682.0	684.7	-0.4	724.2	-5.8	739.0	-7.7
영업이익	-51.1	17.6	적전	12.1	적전	1.8	-3019.9
세전이익	-42.1	38.8	적전	3.3	적전	2.0	-2226.9
순이익	-32.2	29.9	적전	3.3	적전	-10.4	211.3
지배주주순이익	-29.0	27.7	적전	2.6	적전	18.5	-256.6
영업이익률	-7.5	2.6		1.7		0.2	
순이익률	-4.7	4.4		0.5		-1.4	

주: 컨센서스는 2021년 7월 16일 기준임

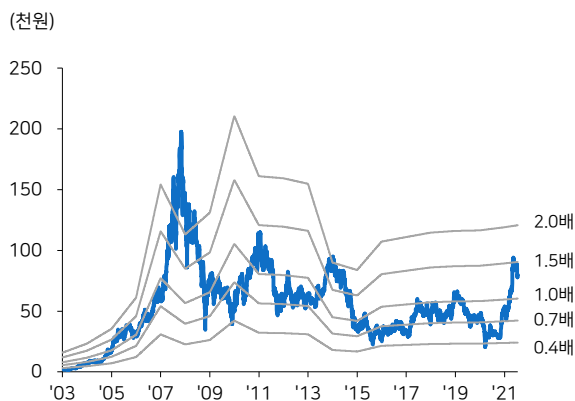
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표7 현대미포조선의 영업실적 추이 및 전망

(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	2,762	2,959	
영업이익	33.6	12.1	28.8	-37.9	17.6	-51.1	19.7	19.5	24.3	30.3	33.0	28.0	37	6	116	
세전계속사업이익	53.5	3.3	18.5	-95.4	38.8	-42.1	19.2	13.7	33.6	37.6	32.4	19.8	-20	30	123	
당기순이익	41.1	3.3	16.0	-72.6	29.9	-32.2	14.7	10.2	25.7	28.8	24.8	15.1	-12	23	94	
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	적전	-31.8	흑전	38.2	흑전	67.6	44.0	-60.4	-84.8	1,968.7
	QoQ	210.2	-64.0	138.0	적전	흑전	적전	흑전	-1.2	24.7	24.7	9.0	-15.1			
영업이익률		4.3	1.7	4.6	-5.8	2.6	-7.5	2.9	2.7	3.3	4.1	4.6	3.7	1.3	0.2	3.9
순이익률		5.3	0.5	2.5	-11.0	4.4	-4.7	2.1	1.4	3.5	3.9	3.4	2.0	-0.4	0.8	3.2

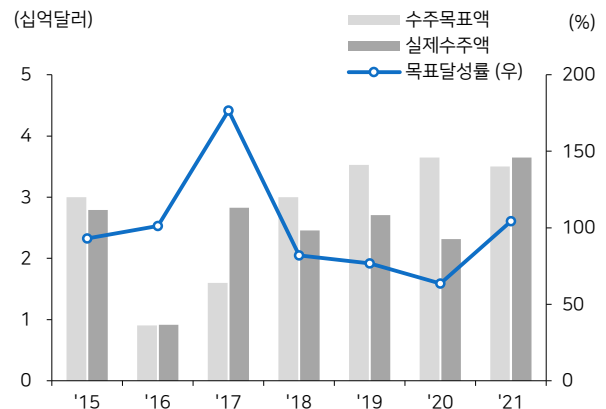
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림18 현대미포조선 12개월 선행 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림19 현대미포조선 수주목표, 달성률 추이



주: 2021년은 6월말 기준

자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,994.1	2,792.0	2,761.9	2,959.4	3,165.2
매출액증가율 (%)	24.6	-6.7	-1.1	7.2	7.0
매출원가	2,803.1	2,660.6	2,666.2	2,742.9	2,890.9
매출총이익	191.0	131.4	95.6	216.5	274.3
판매비와관리비	98.3	94.7	90.0	101.0	108.0
영업이익	92.6	36.7	5.6	115.5	166.3
영업이익률 (%)	3.1	1.3	0.2	3.9	5.3
금융수익	-43.0	2.7	12.1	17.2	17.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	35.9	-59.5	11.8	-9.3	-12.3
세전계속사업이익	85.6	-20.1	29.5	123.4	171.8
법인세비용	24.4	-7.9	6.9	29.0	49.3
당기순이익	61.2	-12.3	22.6	94.4	122.5
지배주주지분 손이익	53.3	-19.5	20.3	85.0	110.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-72.4	256.0	76.8	146.2	181.8
당기순이익(손실)	61.2	-12.3	22.6	94.4	122.5
유형자산감가상각비	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	-25.6	-26.4	-18.2
투자활동 현금흐름	76.7	82.6	-106.2	-100.7	-100.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-82.5	-82.2	-65.0	-69.5	-73.0
투자자산의 감소(증가)	6.2	-5.3	0.1	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	-85.2	-3.2	-60.2	-18.9	-42.8
차입금증감	-39.0	6.2	-60.2	-18.9	-18.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-80.6	332.9	-89.8	26.4	38.7
기초현금	280.5	199.8	532.7	442.9	469.3
기말현금	199.8	532.7	442.9	469.3	508.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,744.8	1,879.2	1,835.3	1,906.9	2,000.3
현금및현금성자산	199.8	532.7	442.9	469.3	508.0
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
자산총계	3,380.6	3,599.0	3,547.0	3,620.1	3,721.6
유동부채	1,001.6	1,191.0	1,125.8	1,140.1	1,154.8
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
부채총계	1,026.7	1,231.6	1,170.7	1,185.6	1,201.8
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	1,822.9	1,883.9	1,962.2
비지배주주지분	36.5	40.9	43.2	52.6	64.9
자본총계	2,354.0	2,367.5	2,376.4	2,434.5	2,519.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	74,961	69,901	69,146	74,091	79,245
EPS(지배주주)	1,333	-488	509	2,127	2,760
CFPS	3,592	2,182	2,735	4,923	6,086
EBITDAPS	3,648	2,324	1,597	4,316	5,561
BPS	58,022	58,248	58,415	59,633	61,464
DPS	350	0	0	600	800
배당수익률(%)	0.8	0.0	0.0	0.8	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.5	-98.4	156.8	37.5	28.9
PCR	12.8	22.0	29.2	16.2	13.1
PSR	0.6	0.7	1.2	1.1	1.0
PBR	0.8	0.8	1.4	1.3	1.3
EBITDA	145.7	92.8	63.8	172.4	222.1
EV/EBITDA	11.8	17.2	45.1	16.4	12.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-0.8	0.9	3.6	4.6
EBITDA 이익률	4.9	3.3	2.3	5.8	7.0
부채비율	43.6	52.0	49.3	48.7	47.7
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	9.6	5.2	0.9	21.6	34.3
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. 7. 19

대우조선해양 042660

인수합병 불확실성 Vs. 높은 수주 여력

▲ 조선/기계

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

- ✓ 후판가격 추가 인상분을 2,400억원 반영 가정, 연간 영업적자 5,162억원 추정
- ✓ 2Q21 매출액 1,26조원(-35.9% YoY), 영업적자 2,813억원(적자지속) 전망
- ✓ 7월 16일 기준 61.3억달러 신규 수주, 연간 수주목표 대비 79.6% 달성
- ✓ 2021년말 유동비율 102.8%, 부채비율 190.4% 예상, 재무 리스크 부각은 제한적
- ✓ 투자 의견 Buy 유지 - M&A 불확실성 상존하나 상대적인 수주모멘텀 부각 가능

Buy

적정주가 (12개월) **40,000 원**
현재주가 (7.16) **33,300 원**
상승여력 **20.1%**

KOSPI	3,276.91pt
시가총액	35,728억원
발행주식수	10,729만주
유동주식비율	31.87%
외국인비중	7.22%
52주 최고/최저가	40,300원/21,350원
평균거래대금	267.3억원

주요주주(%)	
한국산업은행 외 3인	56.10
하나은행	8.40
국민연금공단	6.06

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.7	20.0	39.3
상대주가	-11.6	13.0	-7.1

주가그래프



2Q21 매출 1,26조원(-35.9% YoY), 영업적자 2,813억원 전망

2Q21 연결 매출액 1조 2,604억원(+14.4% QoQ), 영업적자 2,813억원(적자전환 YoY), 당기순손실 2,845억원을 전망한다. 하반기 후판가격 추가 인상과 관련, 총당금 2,400억원을 설정한다고 가정했다. 2019년과 2020년 신규 수주액이 각각 68.8억달러, 56.4억달러였지만 납기가 긴 특수선과 해양플랜트를 제외한 상선 수주액은 2019년 44.6억달러, 2020년 54.1억달러에 불과했다. 이로 인해 2021년 연간 매출액은 전년 대비 30.2% 감소한 4조 9,061억원으로 전망하며, 매출 감소에 따른 고정비 부담으로 연간 영업적자 5,162억원을 예상한다.

현대중공업그룹과의 기업결합 심사 지연, 불확실성은 상존

지난 1월 26일 영업실적전망 공시를 통해 2021년 연간 매출액 가이드를 4.8조원으로 제시한 바 있다. 매출감소에 따른 실적악화는 이미 예견된 Old News이며, 후판가격 인상분을 보수적으로 선반영한 적자라면 동종업계의 상황과 동일하다. 다른 점은 현대중공업그룹과의 기업결합과 관련한 EU의 승인 심사 지연뿐이다. M&A에 대한 잡음은 피인수 가능성이 있는 기업에게는 피할 수 없는 불확실성이다. 2019년 1월 현대중공업그룹과 KDB산업은행과 체결했던 합의서 기준 대우조선해양의 매각가격이 주당 34,922원이고, 총당금을 반영한 2021년 예상 BPS가 30,991원이기에 주가의 하방 경직성은 확보했다고 본다.

투자 의견 Buy, 적정주가 4만원 유지 - 상대적으로 높은 수주 여력

투자 의견 Buy와 적정주가 4만원을 유지한다. 적정주가는 12개월 선행 기준 PBR 1.3배 수준으로 현대미포조선 대비 15% 할인된 수준이다. 경쟁사 대비 상대적으로 높은 수주 여력이 선가 상승과 동반하는 수주로 확인되길 기대한다.

(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	-516.2	-544.0	-5,070	-727.9	30,991	-6.6	1.1	-14.5	-15.1	190.4
2022E	5,309.8	-69.8	-105.1	-980	-80.7	30,011	-34.0	1.1	99.5	-3.2	207.2
2023E	5,985.0	161.6	69.2	645	-165.8	30,656	51.7	1.1	20.0	2.1	219.4

표8 대우조선해양 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	1Q21	(% QoQ)	2Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,260.4	1,101.8	14.4	1,965.8	-35.9	1,406.9	-10.4
영업이익	-281.3	-212.9	적지	73.4	적전	-11.6	2329.5
세전이익	-291.6	-237.9	적지	53.6	적전	-41.1	609.9
순이익	-284.5	-234.7	적지	51.5	적전	-18.4	1443.5
지배주주순이익	-284.5	-234.7	적지	51.5	적전	-49.8	470.9
영업이익률	-22.3	-19.3		3.7		-0.8	
순이익률	-22.6	-21.3		2.6		-1.3	

주: 컨센서스는 2021년 7월 16일 기준임

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표9 대우조선해양의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021 E	2022 E
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	4,906	5,310
영업이익	279.0	73.4	33.6	-232.5	-212.9	-281.3	-11.4	-10.5	-44.6	-33.0	-5.0	12.7	153	-516	-70
세전계속사업이익	241.4	53.6	-29.0	-187.7	-237.9	-291.6	-18.0	-10.1	-51.2	-46.5	-18.4	-0.7	78	-558	-117
당기순이익	242.5	51.5	-29.2	-178.2	-234.7	-284.5	-17.5	-7.3	-46.1	-41.8	-16.6	-0.6	87	-544	-105
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	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-47.6	적전	적지
QoQ	80.5	-73.7	-54.3	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
영업이익률	14.2	3.7	2.3	-14.0	-19.3	-22.3	-1.0	-0.8	-3.9	-2.4	-0.4	0.8	2.2	-10.5	-1.3
순이익률	12.4	2.6	-2.0	-10.7	-21.3	-22.6	-1.5	-0.5	-4.0	-3.1	-1.3	0.0	1.2	-11.1	-2.0

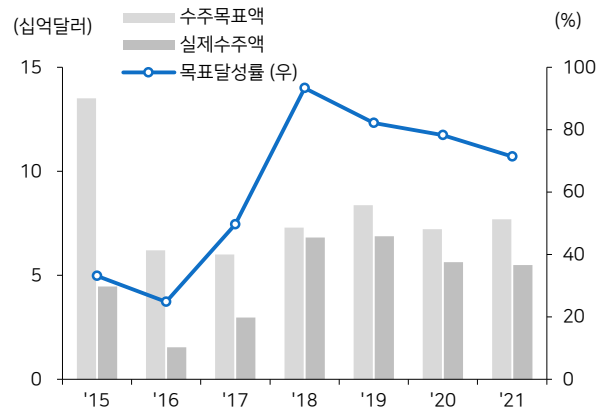
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림20 대우조선해양 12개월 선행 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림21 대우조선해양 수주목표, 달성률 추이



주: 2021년은 6월말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양 (042660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	8,358.7	7,030.2	4,906.2	5,309.8	5,985.0
매출액증가율 (%)	-13.3	-15.9	-30.2	8.2	12.7
매출원가	7,889.8	6,634.3	5,270.0	5,209.8	5,632.0
매출총이익	469.0	395.9	-363.9	100.0	353.0
판매비와관리비	176.2	242.5	152.3	169.8	191.4
영업이익	292.8	153.4	-516.2	-69.8	161.6
영업이익률 (%)	3.5	2.2	-10.5	-1.3	2.7
금융수익	-291.4	102.8	-20.6	-16.6	-41.8
중속/관계기업관련손익	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	-557.6	-116.8	81.4
법인세비용	-2.4	-8.3	-13.7	-11.7	12.2
당기순이익	-46.5	86.6	-544.0	-105.1	69.2
지배주주지분 손이익	-46.5	86.6	-544.0	-105.1	69.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,871.1	5,953.2	5,240.0	5,443.5	6,013.8
현금및현금성자산	2,012.2	1,343.6	773.6	609.6	749.7
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
비유동자산	4,405.0	4,367.5	4,415.1	4,446.7	4,492.3
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
자산총계	11,276.1	10,320.8	9,655.2	9,890.1	10,506.1
유동부채	4,807.5	5,162.7	5,097.5	5,374.7	5,834.8
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	1,474.0	1,574.0
비유동부채	2,713.6	1,289.1	1,232.6	1,295.5	1,382.3
사채	511.8	320.7	260.7	240.7	180.7
장기차입금	973.5	135.6	150.6	175.6	225.6
부채총계	7,521.2	6,451.8	6,330.2	6,670.2	7,217.0
자본금	541.0	541.5	541.5	541.5	541.5
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	131.3	26.2	95.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,754.9	3,869.0	3,325.0	3,219.9	3,289.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,542.1	-458.5	-556.7	-78.8	248.9
당기순이익(손실)	-46.5	86.6	-544.0	-105.1	69.2
유형자산감가상각비	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
투자활동 현금흐름	-484.6	137.8	-69.1	-147.5	-189.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-157.0	-189.9	-125.0	-112.5	-114.1
투자자산의 감소(증가)	-75.4	24.5	-0.2	-41.4	-68.2
재무활동 현금흐름	-395.1	-308.1	54.3	60.6	79.4
차입금증감	-171.2	-213.3	54.3	60.6	79.4
자본의증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	1,661.1	-668.7	-570.0	-164.0	140.1
기초현금	351.2	2,012.2	1,343.6	773.6	609.6
기말현금	2,012.2	1,343.6	773.6	609.6	749.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	77,969	65,566	45,728	49,490	55,783
EPS(지배주주)	-434	807	-5,070	-980	645
CFPS	5,393	6,580	-3,510	969	3,092
EBITDAPS	4,262	2,641	-3,595	545	2,684
BPS	35,025	36,061	30,991	30,011	30,656
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-64.2	33.9	-6.6	-34.0	51.7
PCR	5.2	4.2	-9.5	34.4	10.8
PSR	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.8	1.1	1.1	1.1
EBITDA	457.0	283.2	-385.7	58.5	288.0
EV/EBITDA	7.9	15.2	-14.5	99.5	20.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.2	2.3	-15.1	-3.2	2.1
EBITDA 이익률	5.5	4.0	-7.9	1.1	4.8
부채비율	200.3	166.8	190.4	207.2	219.4
금융비용부담률	2.0	2.0	2.7	2.5	2.3
이자보상배율(x)	1.7	1.1	-3.9	-0.5	1.2
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	6.7	6.6	5.1	5.4	5.6

Industry Indepth
2021. 7. 19

삼성중공업 010140

유상증자 과정의 변동성 확대 불가피

▲ 조선/기계

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

- ✓ 후판가격 추가 인상분을 2,520억원 반영 가정, 연간 가이던스 하향 조정 예상
- ✓ 2Q21 매출액 1.74조원(+2.6% YoY), 영업적자 3,303억원(적자지속) 전망
- ✓ 유가 안정화로 Drillship 재고자산 5기에 대한 추가 손실 개연성은 낮다고 판단
- ✓ 6월 22일 주주총회로 무상감자 마무리, 남은 1조원 유상증자의 성공은 필수적
- ✓ 투자 의견 Hold 유지 - 증자 과정에서의 주가 변동성 확대는 불가피

Hold

적정주가 (12개월) **5,000 원**
현재주가 (7.16) **6,580 원**
상승여력 **-24.0%**

KOSPI	3,276.91pt
시가총액	41,454억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	70.55%
외국인비중	13.91%
52주 최고/최저가	7,770원/5,050원
평균거래대금	779.2억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 9 인	21.87
국민연금공단	7.07

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.7	-5.2	14.2
상대주가	-5.7	-10.7	-23.9

주가그래프



2Q21 매출 1.74조원(+2.6% YoY), 영업적자 3,303억원(적자지속) 전망

2Q21 연결 매출액 1조 7,356억원(+10.2% QoQ), 영업적자 3,303억원(적자축소 YoY), 당기순손실 2,955억원을 전망한다. 하반기 후판가격 추가 인상과 관련, 총당금 2,520억원을 설정한다고 가정했다. 1분기 영업적자 5,068억원의 어닝 쇼크, 액면가 감액(5천원→1천원) 무상감자, 1조원 유상증자를 동시 발표하면서 연간 영업적자 가이던스 7,600억원을 공시했다. 급격한 원가 인상으로 가이던스 하향이 불가피하며 매출액 6조 8,517억원, 영업적자 9,685억원을 전망한다.

재고자산 Drillship 5기에 대한 추가 손실 개연성은 낮음, 수주만 판단

2020년 2분기부터 진행했던 Drillship 재고자산의 매각협상이 종료되면서 1Q21 공정가치 평가손실 2,140억원을 반영한 바 있다. 이 중에서 Ocean Rig가 발주했지만 계약이 취소된 Drillship 1기(Samsung Santorini)를 Saipem이 11월부터 2년간 용선하기로 확정되었고, 안정적인 유가 흐름으로 재고자산에 대한 불확실성은 점차 완화될 전망이다. 기존 연간 수주목표 78억달러를 91억달러로 상향했고 현재 수주액은 62.5억달러로 추정되어 초기 목표의 80.1%, 수정 목표의 68.7%를 달성했다고 판단한다. 수주는 완전한 회복 국면임이 분명하다.

투자 의견 Hold 유지 - 1조원의 유상증자를 마쳐야 정상화 단계에 진입

1Q21 기준 재고자산은 1조 6,651억원으로 연결 총자산의 13.8%를 차지하며, 자본총계 대비 49.9%에 이른다. Drillship 공정가치 추가하락의 개연성은 낮지만, 재무 건전성 확보를 위한 1조원 규모의 유상증자는 반드시 성공해야 한다. 증자효과를 반영하지 않은 현재의 주가 수준은 12개월 선행 기준 PBR 1.5배로 밸류에이션 매력은 없다. 투자 의견 Hold, 적정주가 5천원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	7,349.7	-616.6	-1,310.8	-2,081	200.8	8,324	-3.5	0.9	-27.2	-21.9	159.1
2020	6,860.3	-1,054.1	-1,482.5	-2,353	13.5	5,910	-3.0	1.2	-10.5	-33.1	247.5
2021E	6,851.7	-968.5	-946.8	-1,503	-36.1	4,358	-4.4	1.5	-11.4	-29.3	324.2
2022E	6,578.7	-151.3	-194.2	-308	-79.5	4,010	-21.3	1.6	80.3	-7.4	338.5
2023E	7,827.5	91.2	3.4	6	-101.8	3,984	1,196.4	1.7	23.1	0.1	352.3

표10 삼성중공업 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	1Q21	(% QoQ)	2Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,735.6	1,574.6	10.2	1,691.5	2.6	1,704.1	1.8
영업이익	-330.3	-506.8	적지	-707.7	적지	-113.7	190.6
세전이익	-311.1	-531.2	적지	-699.7	적지	-159.2	95.4
순이익	-295.5	-535.9	적지	-704.2	적지	-146.0	102.5
지배주주순이익	-293.5	-534.2	적지	-701.0	적지	-132.1	122.2
영업이익률	-19.0	-32.2		-41.8		-6.7	
순이익률	-17.0	-34.0		-41.6		-8.6	

주: 컨센서스는 2021년 7월 16일 기준임

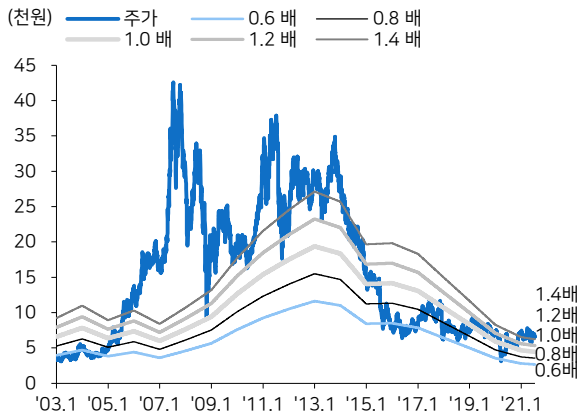
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표11 삼성중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액		1,827	1,692	1,677	1,665	1,575	1,736	1,730	1,811	1,519	1,646	1,594	1,820	6,860	6,852	6,579
영업이익		-48	-708	-13	-285	-507	-330	-81	-51	-65	-62	-16	-9	-1,054	-969	-151
세전이익		-220	-700	-11	-544	-531	-311	-85	-76	-82	-67	-43	-53	-1,475	-1,004	-244
당기순이익		-227	-704	-7	-554	-536	-296	-81	-41	-66	-53	-34	-43	-1,493	-953	-196
매출액 증가율	YoY	25.3	-4.5	-14.7	-22.8	-13.8	2.6	3.2	8.7	-3.5	-5.2	-7.9	0.5	-6.7	-0.1	-4.0
	QoQ	-15.3	-7.4	-0.9	-0.7	-5.4	10.2	-0.3	4.7	-16.1	8.4	-3.2	14.2			
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
영업이익률		-2.6	-41.8	-0.8	-17.1	-32.2	-19.0	-4.7	-2.8	-4.3	-3.7	-1.0	-0.5	-15.4	-14.1	-2.3
순이익률		-12.4	-41.6	-0.4	-33.3	-34.0	-17.0	-4.7	-2.3	-4.3	-3.2	-2.1	-2.3	-21.8	-13.9	-3.0

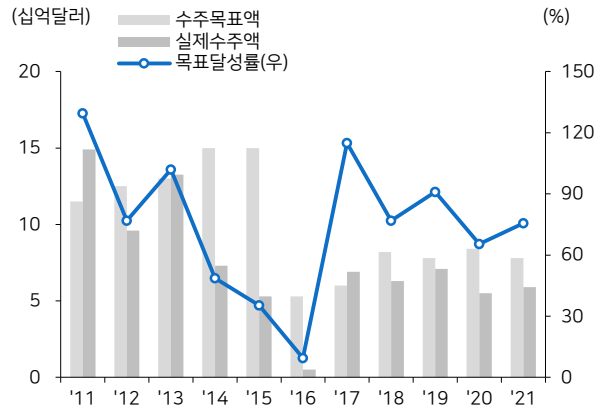
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림22 삼성중공업 12개월 선행 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림23 삼성중공업 수주목표, 달성률 추이



주: 2021년은 6월말 기준

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,349.7	6,860.3	6,851.7	6,578.7	7,827.5
매출액증가율 (%)	39.6	-6.7	-0.1	-4.0	19.0
매출원가	7,288.4	7,325.9	7,354.3	6,269.5	7,188.3
매출총이익	61.3	-465.5	-502.6	309.2	639.2
판매비와관리비	677.9	588.6	465.9	460.5	547.9
영업이익	-616.6	-1,054.1	-968.5	-151.3	91.2
영업이익률 (%)	-8.4	-15.4	-14.1	-2.3	1.2
금융수익	-137.1	-233.1	-229.1	-230.5	-229.4
중속/관계기업관련손익	0.0	-2.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-385.6	-185.3	194.1	137.4	142.6
세전계속사업이익	-1,139.3	-1,475.0	-1,003.5	-244.4	4.4
법인세비용	176.1	17.7	-50.2	-48.9	1.0
당기순이익	-1,315.4	-1,492.7	-953.3	-195.5	3.5
지배주주지분 순이익	-1,310.8	-1,482.5	-946.8	-194.2	3.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,929.5	6,698.0	5,590.9	5,239.1	5,664.3
현금및현금성자산	384.3	987.2	391.2	299.1	616.4
매출채권	201.0	259.3	246.4	245.4	250.0
재고자산	2,339.6	1,820.6	1,638.6	1,392.8	1,434.6
비유동자산	6,670.6	6,224.2	6,005.4	5,779.6	5,626.5
유형자산	5,727.3	5,505.4	5,323.0	5,129.5	4,960.7
무형자산	46.2	27.8	13.9	6.9	3.5
투자자산	285.6	142.6	142.5	138.4	157.3
자산총계	13,600.1	12,922.2	11,596.3	11,018.7	11,290.8
유동부채	7,089.1	7,533.9	7,330.1	7,111.8	7,522.4
매입채무	651.2	417.6	417.1	400.4	476.5
단기차입금	1,592.3	1,814.8	1,714.8	1,614.8	1,514.8
유동성장기부채	1,413.6	1,574.3	1,474.3	1,424.3	1,374.3
비유동부채	1,262.1	1,670.1	1,532.6	1,393.9	1,271.9
사채	269.7	208.7	178.7	148.7	118.7
장기차입금	431.8	1,098.8	998.8	898.8	798.8
부채총계	8,351.2	9,203.9	8,862.7	8,505.6	8,794.3
자본금	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,796.8	1,788.6	1,788.6	1,788.6	1,788.6
기타포괄이익누계액	-234.1	-274.7	-306.0	-331.0	-351.1
이익잉여금	1,502.2	30.1	-916.7	-1,110.9	-1,107.5
비지배주주지분	3.7	-6.0	-12.5	-13.9	-13.9
자본총계	5,248.9	3,718.2	2,733.6	2,513.0	2,496.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-681.2	-243.9	-374.5	111.3	475.8
당기순이익(손실)	-1,315.4	-1,492.7	-953.3	-195.5	3.5
유형자산감가상각비	297.5	259.3	247.4	242.5	223.6
무형자산상각비	19.4	23.2	13.9	7.0	3.5
운전자본의 증감	-462.0	-62.0	466.8	197.0	378.6
투자활동 현금흐름	-117.7	-166.8	116.6	94.0	24.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-77.2	-97.9	-65.0	-49.0	-54.8
투자자산의 감소(증가)	-95.8	140.4	0.1	4.1	-18.9
재무활동 현금흐름	365.7	1,011.4	-338.1	-297.4	-183.2
차입금증감	1,614.2	660.5	-338.1	-297.4	-183.2
자본의증가	-0.2	-8.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-561.7	602.9	-595.9	-92.1	317.2
기초현금	946.0	384.3	987.2	391.2	299.1
기말현금	384.3	987.2	391.2	299.1	616.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	11,666	10,889	10,876	10,442	12,425
EPS(지배주주)	-2,081	-2,353	-1,503	-308	6
CFPS	-445	-95	-1,161	28	384
EBITDAPS	-476	-1,225	-1,123	156	505
BPS	8,324	5,910	4,358	4,010	3,984
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.5	-3.0	-4.4	-21.3	1,196.4
PCR	-16.3	-73.9	-5.7	236.7	17.1
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	0.9	1.2	1.5	1.6	1.7
EBITDA	-299.6	-771.7	-707.2	98.1	318.3
EV/EBITDA	-27.2	-10.5	-11.4	80.3	23.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-21.9	-33.1	-29.3	-7.4	0.1
EBITDA 이익률	-4.1	-11.2	-10.3	1.5	4.1
부채비율	159.1	247.5	324.2	338.5	352.3
금융비용부담률	1.7	2.4	2.5	2.4	1.9
이자보상배율(x)	-5.0	-6.4	-5.7	-0.9	0.6
매출채권회전율(x)	20.7	29.8	27.1	26.8	31.6
재고자산회전율(x)	3.8	3.3	4.0	4.3	5.5

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

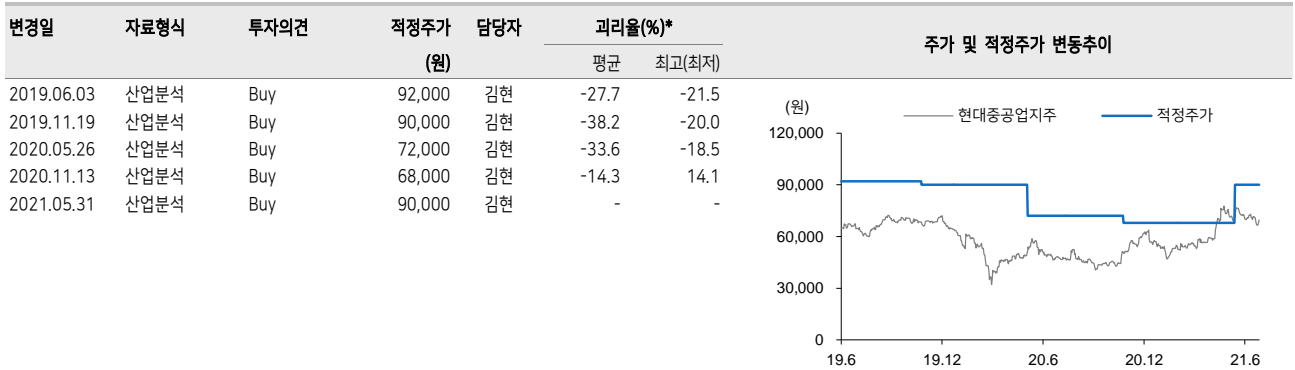
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

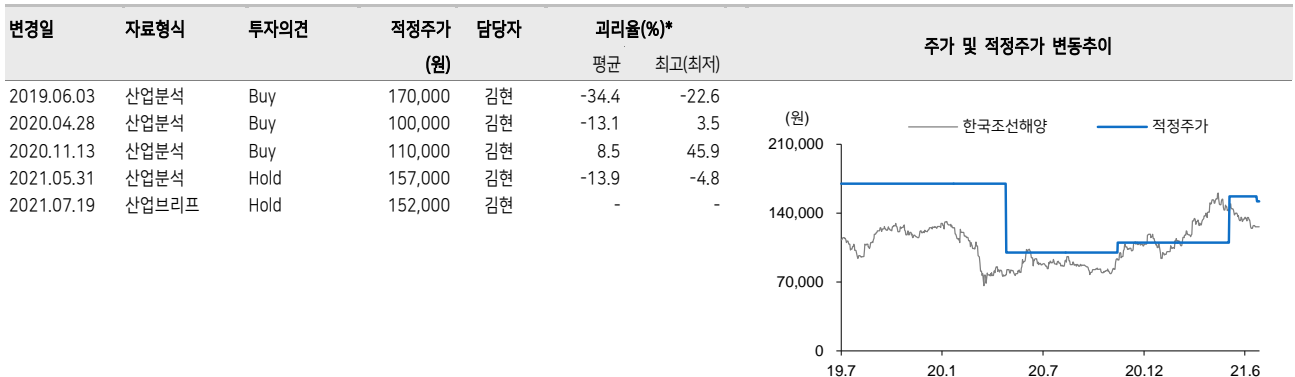
현대중공업지주 (267250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



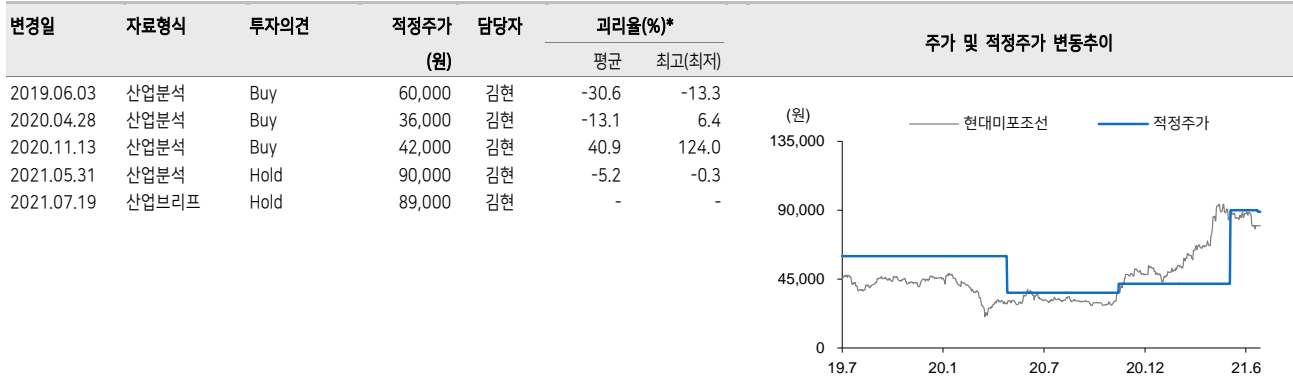
한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



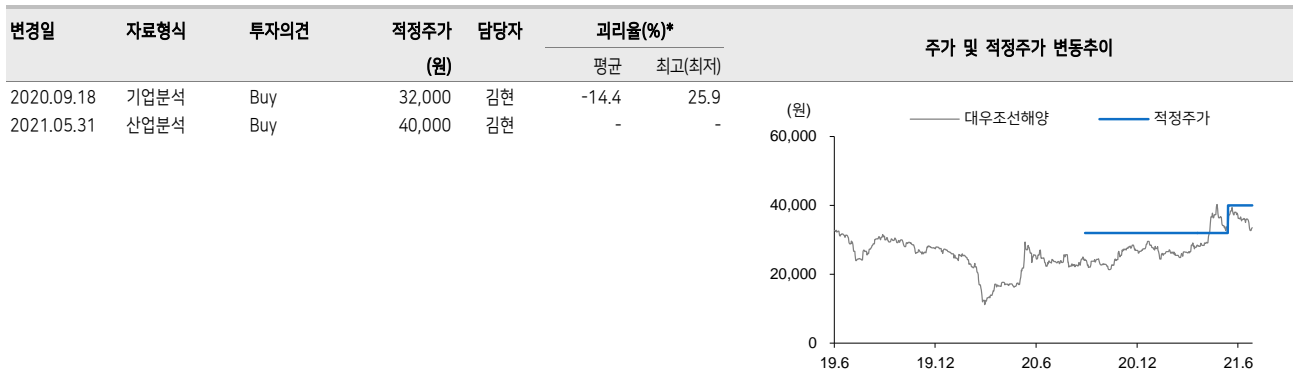
현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



대우조선해양 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

