

2017/08/02

현대미포조선(010620)

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

매출 절벽 앞에 서서...2

■ 2Q17 Review: 금융이 부진해올 뿐, 조선은 양호

동사는 매출 8,612억원(YoY -18%, QoQ -13%), 영업이익 279억원으로 당사 기대보다는 좋았다<표1>.

영업외에서 현대로보틱스 지분 8%의 처분이익 +3,128억원을 인식했지만, 본 연구원이 속한 하이투자증권 매각을 앞두고 손상차손 -2,828억원을 반영해 세전이익은 444억원을 기록했다. 그러나 영업외에서 마이너스 기여한 하이투자증권 손상차손이 순이익단에서는 이연법인세자산을 법인세 수익으로 실현해 순이익은 1,353억원을 기록했다.

조선은 매출 7,870억원(YoY -11%, QoQ -7%)로 건조량이 감소했지만, 영업이익은 443억원, OPM 5.7%로 아직 견조했다. 그러나...

■ 2H17 Preview: 가파른 매출절벽에 따른 고정비 부담 큼

동사는 2017년 조선 매출 목표 2.3조원 제시했고, 상반기 1.6조원을 실현했다. 즉 하반기 매출액은 0.7조원에 불과하단 말이다. 가파른 매출 절벽이 기다리고 있다<표2>. 따라서 3분기부터 OPM이 하강해 2018년은 1.0% 안팎까지 하강할 것으로 예상치를 제시한다.

■ 주주와 잔고의 회복 vs. 실적 하강

동사는 6월까지 15억\$를 주주했고 7월에는 주주목표 16억\$를 넘겼을 것으로 추정된다. 주주는 양호하다. 그러나 앞서 하반기 프리뷰에서 밝혔듯 하반기 감익이 시작된다. 이러한 업황과 실적의 상충에 대해 당사는 앞서 6월20일에 발간한 산업자료 "뜨거운 여름 서늘한 가을..."에서 제시한 의견을 견지한다. 올해 다행히 신조선장은 회복 중이지만, 업황이 백로그가 크게 늘어나 신조선가 상승을 이끄는 호황은 아니기에 실적 감익에 더 민감할 것이라는 의견이다.

수주도 상반기까지는 좋았지만 Tier II의 \$32m MR탱커 슬롯을 완판한 것이다. 선가가 더 높은 Tier II 슬롯에 대한 가격저항을 이겨낼 것인지에 대한 확인이 필요하다.

목표주가 11만원(타겟 PBR 1.0배)와 투자의견 HOLD를 유지한다<표3>.

Hold(Maintain)

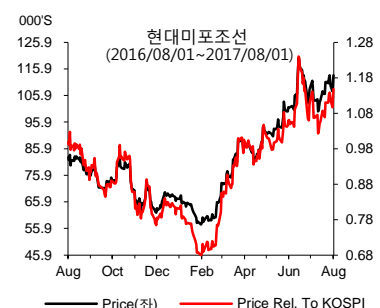
목표주가(12M) 110,000원

종가(2017/08/01) 113,500원

Stock Indicator

자본금	100십억원
발행주식수	2,000만주
시가총액	2,270십억원
외국인지분율	13.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	8,796원
BPS(2017E)	120,381원
ROE(2017E)	7.7%
52주 주가	57,400~120,000원
60일평균거래량	197,815주
60일평균거래대금	20.8십억원

Price Trend



2Q17: OPM 5%의 조선, 로봇틱스 처분이익으로 순이익 양호

<표 1> 현대미포조선의 2Q17 Review: 조선 OPM 5%로 견조

일회성(로보틱스 처분이익 - 하이투자증권 손상차손 + 이연법인세 수익)으로 순이익 서프라이즈

(십억원)										
계정	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17 ^a	y-y	q-q	컨센서스 07월27일	당사 ^b	차이 a/b
매출액	1,056.4	926.5	1,092.3	985.6	861.2	-18%	-13%	890.4	850.0	1%
영업이익	74.1	38.3	37.4	51.2	27.9	-62%	-45%	40.5	18.2	53%
영업외	48.7	6.7	-181.2	-4.9	16.5	-66%	흑전	82.0	1.6	
세전이익	122.8	45.1	-143.8	46.4	44.4	-64%	-4%	122.5	19.8	124%
순이익	99.2	35.1	-144.7	35.9	135.3	36%	276%	129.8	15.2	787%
지배주주 순이익	97.3	33.2	-147.4	32.3	135.5	39%	320%	69.4	15.9	752%
영업이익률	7.0%	4.1%	3.4%	5.2%	3.2%	-3.8%p	-2.0%p	4.6%	2.1%	1.1%p
지배주주순이익률	9.2%	3.6%	-13.5%	3.3%	15.7%	6.5%p	12.5%p	7.8%	1.9%	13.9%p
조선										
매출액	878.7	790.9	863.6	842.9	780.7	-11%	-7%		615	27%
영업이익	60.3	49.7	31.9	47.5	44.3	-27%	-7%		23	93%
영업이익률	6.9%	6.3%	3.7%	5.6%	5.7%	-1.2%p	0.0%p		3.7%	1.9%p
	2Q16	3Q16	4Q16							
일회성 제거 OP	73.7	63.1	45.3							
OPM	8.5%	7.5%	5.8%							
금융										
매출액	177.7	135.7	228.7	228.0	154.0	-13%	-32%		235	-34%
영업이익	11.9	-11.5	6.8	9.6	-18.4	적전	적전		-5	292%
	선박펀드 -21.0 ↑			DSME 채권 손실 등 ↑						
영업이익률	6.7%	-8.5%	3.0%	4.2%	-11.9%	-18.6%p	-16.2%p		-2.0%	-9.9%p

자료: 하이투자증권 리서치

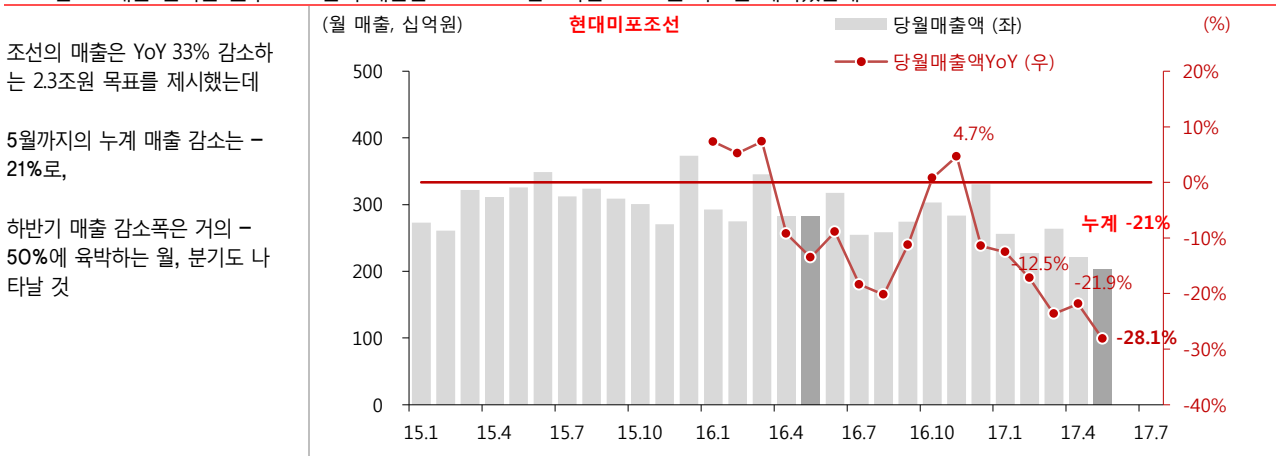
실적: 매출절벽을 앞두고...

<표 2> 현대미포조선 실적: 2Q17 까지 조선 영업이익률 5% 이상으로 견조했지만
하반기 매출 감소 및 고정비 부담으로 이익률 하강할 것으로 예상치 제시

(십억원)													
계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	1,144	1,056	927	1,092	986	861	677	578	3,967	4,652	4,220	3,101	3,438
영업이익	58	74	38	37	51	28	24	3	-868	67	208	106	75
금융/기타영업외	14	49	7	-181	-5	16	-9	-9	-29	-17	-112	-6	-14
세전사업이익	71	123	45	-144	46	44	15	-6	-896	50	95	100	61
지배주주지분 순이익	51	97	33	-147	32	136	11	-3	-633	38	35	176	43
영업이익률	5.0%	7.0%	4.1%	3.4%	5.2%	3.2%	3.6%	0.5%	-21.9%	1.4%	4.9%	3.4%	2.2%
지배주주순이익률	4.5%	9.2%	3.6%	-13.5%	3.3%	15.7%	1.6%	-0.5%	-16.0%	0.8%	0.8%	5.7%	1.2%
EPS(원)	2,574	4,867	1,658	-7,370	1,615	6,775	547	-140	-31,642	1,910	1,729	8,796	2,127
BPS(원)	90,592	103,489	112,626	107,123	113,205	119,981	120,527	120,381	89,863	83,749	107,123	120,381	122,509
ROE									-26%	2%	2%	8%	2%
조선													
매출액	913	879	791	864	843	781	518	414	3,317	3,702	3,446	2,556	2,768
영업이익	51	60	50	32	48	44	18	-4	-946	50	193	106	33
영업이익률	5.6%	6.9%	6.3%	3.7%	5.6%	5.7%	3.4%	-0.9%	-28.5%	1.3%	5.6%	4.1%	1.2%
	인건비효과 ↑ &희망퇴직 기저효과				↑MIX 개선		↑ 건조량 감소		↑ 건조량 감소 및 선가 하락 물량 ↑				
금융													
매출액	231	178	136	229	228	154	159	163	650	950	773	704	670
영업이익	17	12	-11	7	10	-18	6	7	37	60	24	4	41
영업이익률	7.4%	6.7%	-8.5%	3.0%	4.2%	-11.9%	4.0%	4.1%	5.6%	6.3%	3.1%	0.6%	6.2%

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 매출 절벽을 앞두고: 조선의 매출은 YoY 33% 감소하는 23 조원 목표를 제시했는데



자료: 하이투자증권 리서치

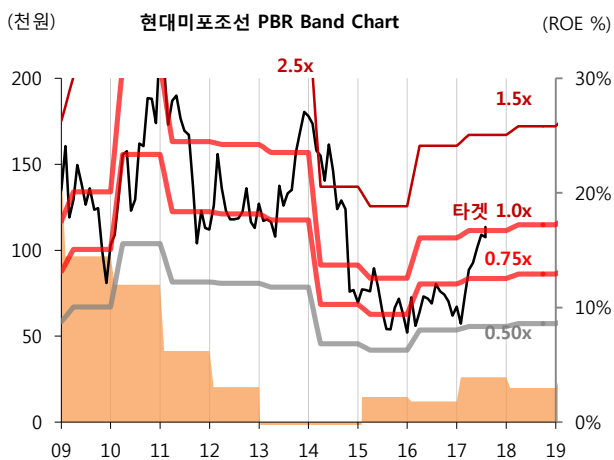
VALUATION: 목표주가 11만원과 투자의견 HOLD 유지

<표 3> 타겟 PBR 1 배와 목표주가 11만원 유지: 투자의견 HOLD

계정	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
EPS	18,933	22,284	9,992	4,876	-11,889	-31,642	1,910	1,729	8,796	2,127
BPS	130,804	210,474	160,863	159,158	154,631	89,863	83,749	107,123	120,381	122,509
PBR(고)	1.2	1.1	1.4	1.0	1.0	1.6	1.10	0.84	1.02	
PBR(저)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.52	0.55	0.50	
ROE	16%	13%	5%	3%	-8%	-26%	2%	2%	7.7%	2%
적용ROE: 매년 다름	16%	9%	5%	3%	3.0%	2.0%	2.0%	4.8%	4.7%	
└ FWD nY	+0Y	+0 ~ 1Y	+0Y	+0Y	-1Y	+1 ~ 2Y	+0 ~ 1Y	+0 ~ 1Y	+0 ~ 1Y	
COE(고)	13%	9%	3.8%	2.9%	2.9%	1.3%	1.8%	5.7%	4.6%	
COE(평균)	16%	12%	5.5%	3.9%	3.4%	1.4%	2.4%	7.3%	5.9%	
적용ROE = FWD +0~1Y						2.0%	2.0%	4.8%	4.7%	
적용COE = TRL 참조									5.0%	
Target PBR									0.9	
적용 BPS = 17년									120,381	
목표주가									110,000	
종가(08.01)									113,500	
상승여력									-3%	

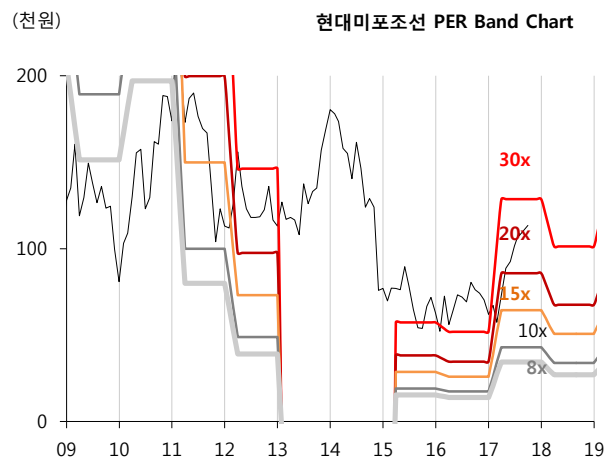
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 현대미포조선 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 3> 현대미포조선 PER 밴드: 2018 년의 감익



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,546	7,141	7,286	7,297
현금 및 현금성자산	804	1,240	1,204	1,112
단기금융자산	4,070	4,110	4,151	4,193
매출채권	1,356	1,471	1,584	1,631
재고자산	162	153	170	173
비유동자산	2,680	2,687	2,697	2,711
유형자산	1,126	1,107	1,088	1,069
무형자산	179	177	176	174
자산총계	9,226	9,827	9,983	10,007
유동부채	5,472	5,831	5,867	5,847
매입채무	181	526	580	576
단기차입금	2,502	2,422	2,342	2,262
유동성장기부채	368	406	403	399
비유동부채	1,496	1,471	1,543	1,519
사채	379	342	307	277
장기차입금	85	85	85	85
부채총계	6,968	7,302	7,411	7,366
지배주주지분	2,142	2,408	2,450	2,514
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83
이익잉여금	1,280	1,456	1,498	1,562
기타자본항목	680	770	770	770
비지배주주지분	116	118	122	127
자본총계	2,258	2,526	2,573	2,641

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,220	3,101	3,438	3,493
증가율(%)	-9.3	-26.5	10.9	1.6
매출원가	3,668	2,685	3,067	3,086
매출총이익	551	416	371	407
판매비와관리비	344	310	297	304
연구개발비	5	4	4	5
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	208	106	75	103
증가율(%)	211.7	-48.7	-29.8	37.3
영업이익률(%)	4.9	3.4	2.2	2.9
이자수익	8	5	6	5
이자비용	33	38	11	11
지분법이익(손실)	1	0	-	-
기타영업외손익	-130	-43	-40	-40
세전계속사업이익	95	100	61	88
법인세비용	56	-78	14	20
세전계속이익률(%)	2.3	3.2	1.8	2.5
당기순이익	40	178	47	68
순이익률(%)	0.9	5.7	1.4	2.0
지배주주귀속 순이익	35	176	43	63
기타포괄이익	433	201	201	201
총포괄이익	473	380	248	269
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	530	793	324	315
당기순이익	40	178	47	68
유형자산감가상각비	50	59	59	59
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	1	0	-	-
투자활동 현금흐름	108	-103	-106	-109
유형자산의 처분(취득)	-28	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	4	-	-	-
금융상품의 증감	-55	-28	-31	-34
재무활동 현금흐름	-490	-570	-608	-604
단기금융부채의증감	-	-42	-84	-83
장기금융부채의증감	-	-38	-34	-31
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-8	-8	-8
현금및현금성자산의증감	148	436	-36	-92
기초현금및현금성자산	657	804	1,240	1,204
기말현금및현금성자산	804	1,240	1,204	1,112

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,729	8,796	2,127	3,172
BPS	107,123	120,381	122,509	125,680
CFPS	4,348	11,845	5,157	6,183
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	38.9	12.9	53.3	35.8
PBR	0.6	0.9	0.9	0.9
PCR	15.5	9.6	22.0	18.4
EV/EBITDA	-	1.0	0.4	-
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.8	7.7	1.8	2.6
EBITDA 이익률	6.2	5.4	3.9	4.7
부채비율	308.5	289.1	288.1	279.0
순부채비율	-68.2	-83.0	-86.3	-86.4
매출채권회전율(x)	3.0	2.2	2.3	2.2
재고자산회전율(x)	20.2	19.7	21.3	20.4

자료 : 현대미포조선, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-08-02	Hold	110,000
2017-06-20	Hold	110,000
2017-03-22	Buy	110,000
2017-02-10	Buy	90,000
2015-10-26	Buy	120,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당사는 현대미포조선과 계열사 관계에 있습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-