

2017/02/10

# 현대미포조선(010620)

조선/기계 최광식

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

## 조선 실적 다소 실망 & 향후 영업외 손실도 예고

Buy (Maintain)

### ■ 4Q리뷰) 조선 OPM 2개 분기 연속 하강

동사는 4Q16 영업이익 374억원으로 시장기대치(650억원)를 하회했고, 영업외에서도 하이투자증권 영업권 손상차손 1,100억원을 반영해 순이익은 -1,474억원으로 적자를 시현했다<표1>.

조선의 OPM이 두 개 분기 연속 하강했다. 조선은 4Q에 조업일수 증가로 매출액 9,737억원(+6% YoY, +23% QoQ)의 충분한 건조량을 소화했지만, 영업이익은 334억원(OPM 3.4%)으로 2Q와 3Q의 OPM 6%대에 비해 크게 떨어졌다. 이란 IRISL 계약변경에 따른 130억원 일회성이 없었더라면 OPM은 4.8%이지만, 2Q와 3Q에도 위로금 등의 일회성 비용이 있어서 사실상의 OPM은 각각 9.1%와 6.8%였다. 강재가격 인상이 반영된 것으로 추정된다.

### ■ 2017년 프리뷰: 매출 30% 줄어드는 구간에서 수익성?

동사의 2017년~2018년 실적 예상을 크게 낮춘다<표4>. 이는 ① 최근의 신조선가 하락과 ② 4Q16에 보여준 낮아진 이익률 레벨 때문이다.

① 2016년말 신조선가가 계단식으로 하락 반영되었다. 이 물량들이 건조되는 2018년까지 수익성 하강은 불가피하다. 또한 전년대비 30% 이상의 매출 감소는 하반기에 더 커져서 고정비 부담도 나타날 터다. ② 2H15에 수주한 양호한 타겟 마진 선박을 건조하면서 각종 경비 절감 효과가 발휘되고 있는 4Q16에 보여준 수익성 레벨은 후판 가격 인상을 감안해도 다소 실망스럽다. 수주잔고 선박들의 타겟 마진 레벨을 하향조정하게 되었다.

### ■ 하이투자증권 영업권 손상차손, 향후 또 반영될 수 있다는 부담

3Q16 하이투자증권 관련 영업권은 2,500억원이다. 따라서 이번 영업권 손상차손 1,100억원 반영은 향후 추가적인 일회성 손실이 또 발생할 수 있다는 부담으로 작용할 수 있다.

### ■ 목표주가 9만원으로 하향: 감익을 이겨낼 기대 이상 업황 필요

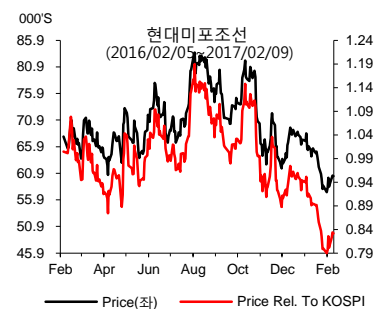
동사 목표주가를 기존 12만원에서 9만원으로 하향 조정한다<표3>. 이는 앞단락에서 밝힌 이유로 2017년, 특히 2018년의 실적 예상치 하향 조정 때문이다. 기대 이상의 업황과 이에 따른 수주 및 잔고 회복이 필요하다.

목표주가(6M)	90,000원
종가(2017/02/09)	60,400원

#### Stock Indicator

자본금	100십억원
발행주식수	2,000만주
시가총액	1,208십억원
외국인지분율	10.5%
배당금(2015)	-
EPS(2016E)	1,728원
BPS(2016E)	105,171원
ROE(2016E)	1.8%
52주 주가	57,400~83,600원
60일평균거래량	120,616주
60일평균거래대금	7.9십억원

#### Price Trend



## 4Q16 Review: MIX 개선 &amp; 비용절감 효과

<표 1> 현대미포조선의 4Q16 Review: 이란 IRISL 계약 변경 관련 일회성 반영, 그러나 일회성을 제거한 사실상 OPM 은 2Q16 을 피크로 2 개 분기 연속 하락

(십억원)										
계정	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16①	y-y	q-q	컨센서스 02월09일	당사②	차이 ①/②
매출액	1,001.2	1,144.4	1,056.4	926.5	1,092.3	9%	18%	1,023.9	1,120.5	-3%
영업이익	8.1	57.6	74.1	38.3	37.4	363%	-2%	65.0	86.4	-57%
영업외	-10.4	13.7	48.7	6.7	-181.1	적지	적전	-22.4	-93.4	
세전이익	-2.3	71.3	122.8	45.1	-143.7	적지	적전	42.6	-6.9	1976%
순이익	-9.8	50.0	99.2	35.1	-144.7	적지	적전	35.6	-5.3	2615%
지배주주 순이익	-5.5	51.5	97.3	33.2	-147.4	적지	적전	39.1	-5.3	2688%
영업이익률	0.8%	5.0%	7.0%	4.1%	3.4%	2.6%p	-0.7%p	6.3%	7.7%	-4.3%p
지배주주순이익률	-0.5%	4.5%	9.2%	3.6%	-13.5%	-13.0%p	-17.1%p	3.8%	-0.5%	-13.0%p
조선										
매출액	917.3	913.3	878.7	790.9	973.7	6%	23%		917	6%
영업이익	10.8	51.2	60.3	49.7	33.4	211%	-33%		82	-59%
영업이익률	1.2%	5.6%	6.9%	6.3%	3.4%	2.3%p	-2.9%p		9.0%	-5.6%p
일회성 제거 OP										
OPM										
금용										
매출액	83.9	231.1	177.7	135.7	215.2	156%	59%		204	6%
영업이익	6.1	17.1	11.9	-11.5	4.0	-34%	흑전		4	-2%
선박펀드 -21.0 ↑										
영업이익률	7.3%	7.4%	6.7%	-8.5%	1.9%	-5.4%p	10.3%p		2.0%	-0.1%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 현대미포조선 실적 예상치: 1Q17~2Q17 MIX 효과 있을 것으로 그대로 예상치 두지만 레벨은 하향 조정  
& 2018 년 조선 OPM 2% 안팎으로 크게 하향 조정

(십억원)														
계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018	
매출액	1,144	1,056	927	1,092	851	924	860	841	3,967	4,652	4,220	3,476	3,762	
영업이익	58	74	38	37	51	49	42	28	-868	67	207	171	109	
금융/기타영업외	14	49	7	-181	9	1	2	2	-29	-17	-112	13	0	
세전사업이익	71	123	45	-144	59	51	44	30	-896	50	95	184	110	
지배주주지분 순이익	51	97	33	-147	44	38	32	22	-633	38	35	136	77	
영업이익률	5.0%	7.0%	4.1%	3.4%	5.9%	5.4%	4.9%	3.4%	-21.9%	1.4%	4.9%	4.9%	2.9%	
지배주주순이익률	4.5%	9.2%	3.6%	-13.5%	5.2%	4.1%	3.8%	2.6%	-16.0%	0.8%	0.8%	3.9%	2.0%	
EPS(원)	2,574	4,867	1,658	-7,371	2,220	1,894	1,622	1,086	-31,642	1,910	1,728	6,822	3,826	
BPS(원)	90,592	103,489	112,626	105,171	107,391	109,285	110,906	111,993	89,863	83,749	105,171	111,993	115,819	
ROE									-26%	2%	2%	6%	3%	
조선														
매출액	913	879	791	974	630	696	625	599	3,317	3,702	3,557	2,549	2,768	
영업이익	51	60	50	33	42	40	33	19	-946	50	195	133	48	
영업이익률	5.6%	6.9%	6.3%	3.4%	6.6%	5.7%	5.2%	3.1%	-28.5%	1.3%	5.5%	5.2%	1.7%	
인건비효과 ↑ ↑ MIX 개선 ↑ ↑ 건조량 감소 및 선가 하락 물량 ↑														
&희망퇴직 기저효과 ↑ 환율 ↑														
선가 하락 물량 ↑														
금용														
매출액	231	178	136	215	222	228	235	242	650	950	760	927	993	
영업이익	17	12	-11	4	9	10	9	10	37	60	22	38	61	
영업이익률	7.4%	6.7%	-8.5%	1.9%	4.1%	4.2%	4.0%	4.1%	5.6%	6.3%	2.8%	4.1%	6.2%	

자료: 하이투자증권 리서치

## VALUATION: 목표주가 90,000원으로 하향 조정

&lt;표 3&gt; 현대미포조선 목표주가 9 만원으로 하향 조정(기준 PBR 1 배에서 12 만원 제시)

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	1,728	6,822	3,826
BPS	130,804	210,474	160,863	159,158	154,631	89,863	83,749	105,171	111,993	115,819
PBR(고)	1.2	1.1	1.4	1.0	1.0	1.6	1.10	0.84	0.64	
PBR(저)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.52	0.55	0.53	
ROE	16%	13%	5%	3%	-8%	-26%	2%	2%	6%	3%
적용ROE: 매년 다름	16%	9%	5%	3%	3.0%	2.0%	2.0%	4.1%	4.8%	
↳ FWD nY	+0Y	+0 ~ 1Y	+0Y	+0Y	-1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	
COE(평)	16%	12%	5.5%	3.9%	3.4%	1.4%	2.4%	6.1%	8.9%	
적용COE = TRL 참조								5.0%	6.0%	
Target PBR								0.8	0.8	
적용 BPS = 17년								105,171	111,993	
목표주가								90,000	90,000	
증가(02.09)									60,400	
상승여력									49%	

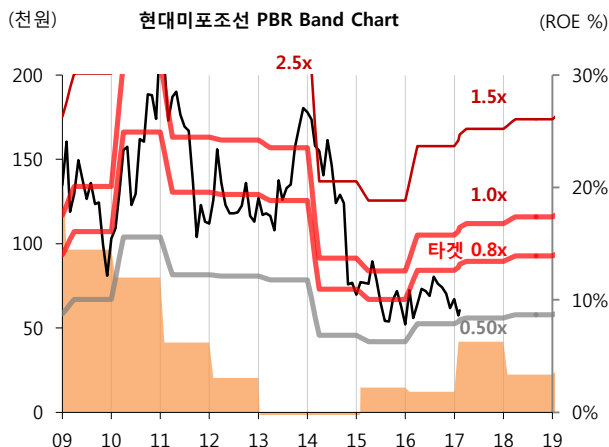
자료: 하이투자증권 리서치

&lt;표 4&gt; ① 최근의 신조선가 하락과 2017년에 예고된 건조량 30% 이상 감소, ② 4Q에 확인된 수주잔고의 타겟 마진 오차를 반영해, 2017년과 2018년 조선 이익 예상치를 큰 폭 하향 조정

	신규추정			기준추정			Gap		
	2016	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
매출액	4,220	3,476	3,762	4,248	3,426	3,708	-1%	1%	1%
영업이익	207	171	109	257	216	178	-19%	-21%	-39%
세전이익	95	184	110	232	230	179	-59%	-20%	-39%
지배주주 순이익	35	136	77	177	172	130	-80%	-21%	-41%
영업이익률	4.9%	4.9%	2.9%	6.0%	6.3%	4.8%	-1.1%p	-1.4%p	-1.9%p
순이익률	0.8%	3.9%	2.0%	4.2%	5.0%	3.5%	-3.3%p	-1.1%p	-1.5%p
조선									
매출액	3,557	2,549	2,768	3,500	2,549	2,768	2%	0%	0%
영업이익	195	133	48	244	180	120	-20%	-26%	-60%
영업이익률	5.5%	5.2%	1.7%	7.0%	7.1%	4.3%	-1.5%p	-1.9%p	-2.6%p

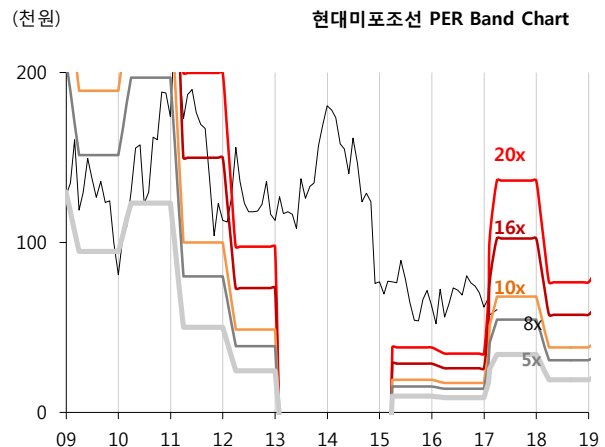
자료: 하이투자증권 리서치

&lt;그림 1&gt; 현대미포조선 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 현대미포조선 PER 밴드



자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,854	8,107	7,410	7,673
현금 및 현금성자산	657	1,100	921	925
단기금융자산	4,251	4,293	4,336	4,380
매출채권	1,468	2,229	1,698	1,882
재고자산	255	247	204	220
비유동자산	2,584	2,609	2,638	2,672
유형자산	836	815	794	775
무형자산	289	287	285	283
자산총계	9,438	10,716	10,049	10,346
유동부채	5,618	6,426	5,657	5,805
매입채무	287	959	266	403
단기차입금	3,013	2,933	2,853	2,773
유동성장기부채	80	210	124	120
비유동부채	2,023	2,060	2,020	2,085
사채	479	449	404	364
장기차입금	319	369	369	369
부채총계	7,641	8,486	7,677	7,889
지배주주지분	1,675	2,103	2,240	2,316
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83
이익잉여금	1,243	1,277	1,414	1,490
기타자본항목	250	643	643	643
비지배주주지분	122	127	132	140
자본총계	1,797	2,230	2,372	2,456

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,652	4,220	3,476	3,762
증가율(%)	17.3	-9.3	-17.6	8.2
매출원가	4,246	3,668	2,921	3,240
매출총이익	406	551	556	521
판매비와관리비	340	344	385	412
연구개발비	5	5	4	4
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	67	207	171	109
증가율(%)	-107.7	211.6	-17.7	-36.0
영업이익률(%)	1.4	4.9	4.9	2.9
이자수익	14	8	8	8
이자비용	26	31	11	11
지분법이익(손실)	1	-1	-	-
기타영업외손익	119	-226	-24	-40
세전계속사업이익	50	95	184	110
법인세비용	24	56	42	25
세전계속이익률(%)	1.1	2.3	5.3	2.9
당기순이익	26	40	142	84
순이익률(%)	0.6	0.9	4.1	2.2
지배주주귀속 순이익	38	35	136	77
기타포괄이익	-170	-170	-170	-170
총포괄이익	-145	-131	-29	-86
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-1,213	856	-347	310
당기순이익	26	40	142	84
유형자산감가상각비	66	61	60	60
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	1	-1	-	-
투자활동 현금흐름	-66	-319	-323	-327
유형자산의 처분(취득)	-34	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	30	-48	-52	-56
재무활동 현금흐름	1,218	1,288	1,008	1,093
단기금융부채의 증감	-	50	-165	-84
장기금융부채의 증감	-	20	-45	-40
자본의 증감	-	0	-	-
배당금지급	-11	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-59	444	-179	4
기초현금및현금성자산	716	657	1,100	921
기말현금및현금성자산	657	1,100	921	925

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	1,910	1,728	6,822	3,826
BPS	83,749	105,171	111,993	115,819
CFPS	5,282	4,870	9,929	6,902
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	27.3	35.0	8.9	15.8
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	9.9	12.4	6.1	8.8
EV/EBITDA	0.2	-	-	-
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.2	1.8	6.3	3.4
EBITDA 이익률	2.9	6.4	6.7	4.5
부채비율	425.3	380.5	323.6	321.2
순부채비율	-56.6	-64.3	-63.6	-68.4
매출채권회전율(x)	2.9	2.3	1.8	2.1
재고자산회전율(x)	17.1	16.8	15.4	17.8

자료 : 현대미포조선, 하이투자증권 리서치센터

## 주가와 목표주가와와의 추이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-10	Buy	90,000
2015-10-26	Buy	120,000
2015-07-06	Buy	90,000
2015-04-28	Hold	90,000

## 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.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당사는 현대미포조선과 계열사 관계에 있습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 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 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

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