



2017/02/28

현대미포조선(010620)

본업 턴어라운드에 1조원 순현금까지: 강력 매수

■ ① 6개월 안에 매각해야 하는 현대중공업 지분가치 0.9조원

27일(월) 현대중공업은 주주총회에서 회사 분할을 결정했다. 현대중공업의 인적 분할에 따른 VALUATION 업사이드는 일찍이 얘기해온 바이고, 현대미포조선도 무수익자산으로 보유해온 현대중공업 지분 7.98%의 매력이 보인다.

공정거래법상 지주사 전환 후 순환출자를 6개월 내에 해소해야 하므로, 지분 매각은 연내에 이루어진다. 동사가 보유한 지분 가치는 0.95조원(전일 현대중공업 시총 11.9조원)이다. 매입주체는 미정이지만, 현금 유입은 확실하다. 또한 자구안에 따라 본 연구원이 속한 하이투자증권 매각도 진행 형이다. 지금도 순차입금이 0.3조원(별도 3Q16)에 불과하지만 곧 순현금 1조원 이상이 된다.

■ ② 수주 턴업: 현재 알려진 건들만 20여척 확보

보유 현금/지분 가치를 VALUATION에 인정 받기 위해서는 본업의 영업가치도 중요하다. 동사의 수주는 2016년 9억\$(25척)의 그쳤지만 6억\$를 12월에 몰아서 마무리 지었다는 점이 눈에 띈다. 동사의 마케팅이던 곧 다가올 2018년의 공급 완화이던, 선주들은 움직이기 시작했고, 2017년의 2개월도 계속 좋다. 2017년 공식 수주는 현재까지 4척에 그쳤지만, 아래 <표1>과 같이 외신 소식과 옵션들을 모두 포함할 경우 20여척에 10억\$로 수주잔고 유지를 위한 20억\$(CAPA)의 50%가 손에 잡힌다. 수주가 기대 이상이다.

■ ③ 중소형 조선업 구조조정의 최대 수혜

SPP조선이 지난주 마지막 호선을 인도했고, STX조선해양은 법정관리 중이다. 성동조선해양도 남은 24척이 올해내로 건조되면 일감이 바닥난다.<표2>. 동사의 주력 MR탱커에서 2003년~2016년 동사 M/S는 15% 안팎이었는데 한국의 경쟁3사 M/S는 무려 22%에 달했다(클락슨에서 당시 내부 집계). 중국의 파산 뿐만이 아니라, 한국 내부의 라이벌들이 사라진 효과도 상당할 전망이다.

■ 목표주가 9만원: SOTP VALUATION 크로스체크

현재 동사에 대한 당사의 목표주가는 타겟 PBR 0.8배에서 9만원이다. 위의 투자포인트①처럼 현대중공업 보유지분 가치의 현금화를 반영해 STOP VALUATION으로 점검해보면 <표4>와 같이 10만원 이상의 적정가치가 도출된다. 비단 인적분할 뿐이 아니라 업황 회복도 밝혀주어 투자 유망하다.

조선/기계 최광식

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

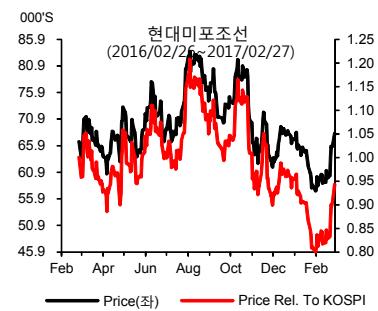
Buy(Maintain)

목표주가(6M)	90,000원
종가(2017/02/27)	68,200원

Stock Indicator

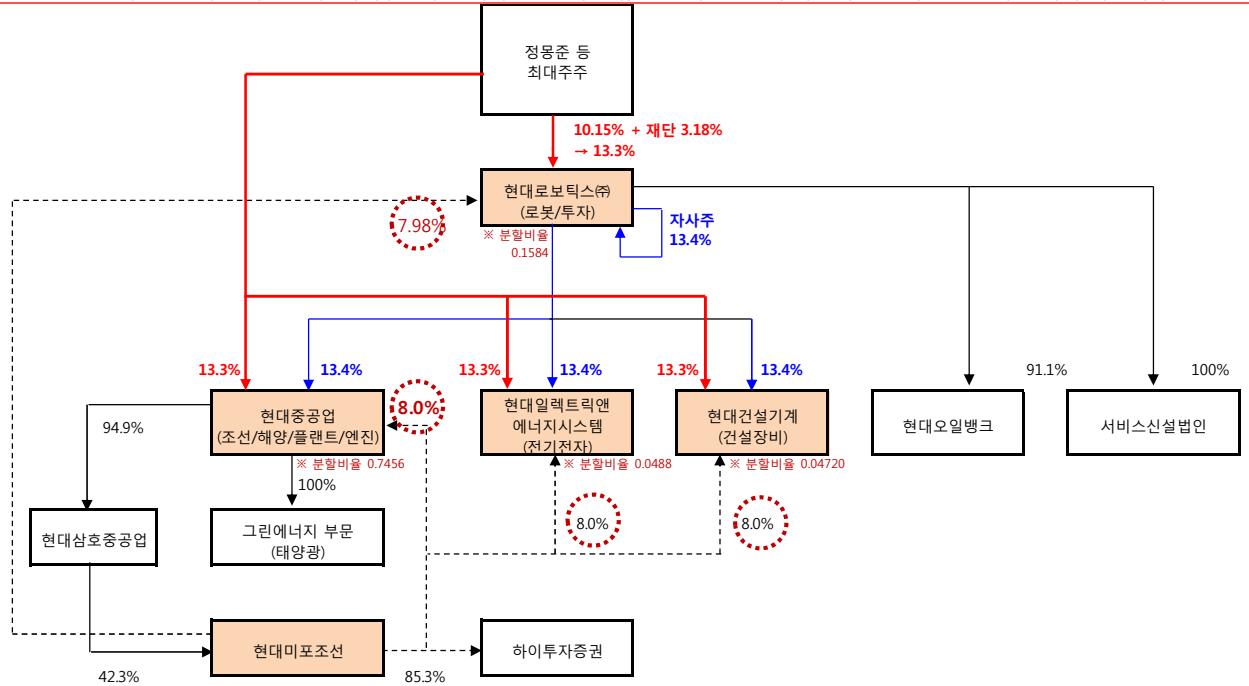
자본금	100십억원
발행주식수	2,000만주
시가총액	1,364십억원
외국인지분율	9.6%
배당금(2015)	-
EPS(2016E)	1,728원
BPS(2016E)	105,171원
ROE(2016E)	1.8%
52주 주가	57,400~83,600원
60일평균거래량	116,919주
60일평균거래대금	7.4십억원

Price Trend



① 현대중공업 인적분할로 순환출자 해소: 0.9조원 현금 유입

<그림 1> 현대중공업의 인적분할 후 지배구조와 현대미포조선이 보유한 현대중공업 주식(4개로 쪼개짐)을 6개월 내에 처분해야 함



자료: 하이투자증권 리서치

② 수주 텐업: 2월까지 20척/캐파 65척

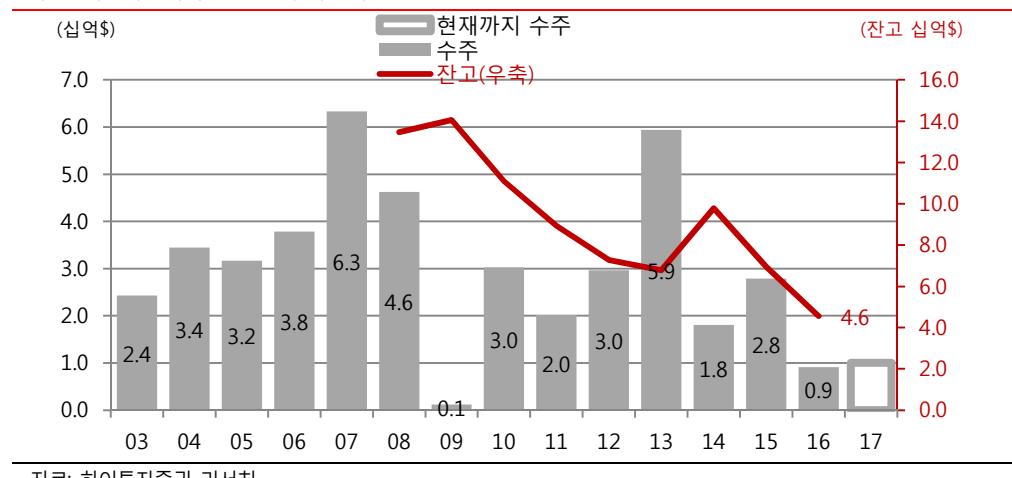
<표 1> 현대미포조선의 2017년 수주: 캐파 65척 수준에서 벌써 수주 확정 7척 + 수주기대 5척 + 보유 옵션 7척 + 미래 옵션 2척으로 총 21척에 최대 10.2억\$에 달함

① 클락슨 공식 수주				확정 계약		딸린 옵션	
Contract	Owner/Manager	Type	Size	척수	백만\$	척수	백만\$
17.01.06	Sangji Shipping	PC선	50k DWT	1	49	1	49
16.12.19	Pleiades Shpg	PC선	50k DWT	2	98	1	49
17.02.03	Fukujin Shipping	PC선	50k DWT	1	49	1	49
17.02.06	CLdN Cobelfret	RORO	5k Lane	2	119	4	238
17.02.21	Central Shp.	PC선	50k DWT	1	32		
				7	347	7	385

② 수주 썰				확정 계약		딸린 옵션	
VS 경쟁	발주처	Type	Type	척수	백만\$	척수	백만\$
vs 한중일	Fomosa	PC선	MR	3	98	-	-
LOI	Solvang	에틸렌운반선	21k CBM	2	94	2	94
				5	191.5	2	94

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 현대미포조선의 과거 수주와 2017년 현재까지의 수주: 2월까지 10억\$ 사실상 수주라면 연내 65척 20억\$ 이상 수주는 충분히 가능해 보임



자료: 하이투자증권 리서치

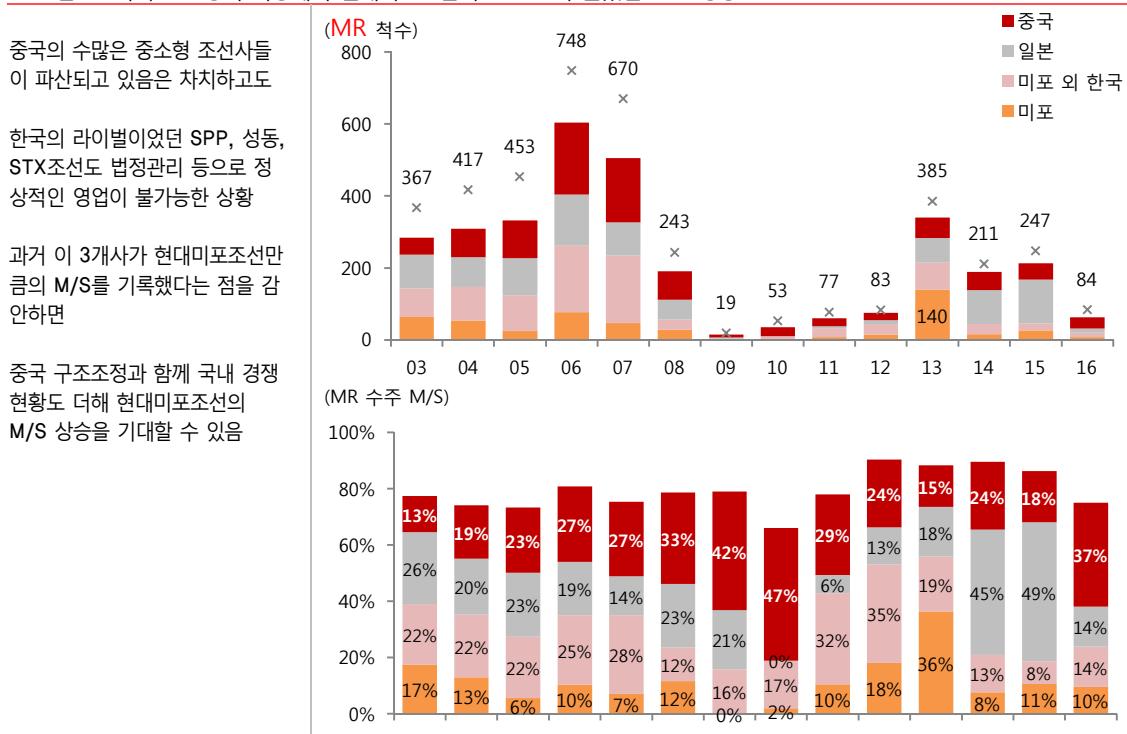
③ 중소형 조선사들 구조조정: 나홀로 누리는 회복

<표 2> 현대미포조선의 한국 라이벌이었던 SPP 조선, 성동조선해양, STX 조선 사실상 영업 불가능 및 파산 직면

구분	주요 연혁	현재 상황	비고
SPP조선	<ul style="list-style-type: none"> - 02.09 동양조선 설립 - 06.01 골드만 사克斯 투자 유치 및 SPP조선으로 사명 변경 - 07.05 벌크선 20척 수주 - 08.10 조선사업부문 수주 200척, 수주고 90억달러 달성 - 10.05 채권단 공동관리 (자율협약) 개시 - 11.01 SPP해양조선 및 SPP정공 흡수 합병 - 13.09 탱커선 150척 수주 - 16.05 채권단-SM그룹 매각 협상 결렬 - 17.01 채권단, SPP조선 고성 조선소 250억원에 매각 	<ul style="list-style-type: none"> - 2월24일 터키 선주사 야사에 석유화학 제품선 1척 인도 후, 수주잔고 바닥으로 인해 무기한 가동중단 - 주채권은행인 우리은행은 지난해 연말 SPP조선의 잔여 인력 240여명을 해고 후, 자산관리 인력 20명만 남겨둔 상태 - 우리은행 관계자에 따르면 SPP조선은 당분간 도크를 가동하지 않는 동면상태를 유지, 조선업황에 따라 수주재개나 인수합병에 대한 의사결정을 내릴 것 	
성동조선	<ul style="list-style-type: none"> - 01.08 성동조선해양 설립 - 10.03 채권단 공동관리 (자율협약) 개시 - 11.05 육상건조 선박 100척 인도 - 11.12 채권단 현금 7,300억 지원 결정 - 11.07 방위산업체 지정 - 13.12 채권단 출자전환 1조 6,288억 지원 결정 - 13.12 무역보험공사 반대매수청구권 행사 통지 - 14.03 무역보험공사 반대매수청구권 행사 철회 - 15.05 수출입은행 현금 3,000억 지원 결정 - 15.05 무역보험공사 채권단 이탈 결정 - 15.09 선박 인도 200척 달성 - 15.09 삼성중공업의 성동조선해양 위탁경영 개시 (기본4년+연장3년, 수출입은행 4,200억 지원 조건) - 67.04 동양조선공업 설립 - 73.01 대동조선으로 사명변경 - 01.10 STX 경영권 인수 - 03.10 증권거래소 상장 - 13.04 채권단 공동관리 (자율협약) 개시 - 13.04 채권단 현금 6,000억 지원 결정 - 13.06 채권단 현금 2,500억 / RG 1,500억 지원 결정 - 13.07 채권단 현금 1조 8,500억 / LC 3,000억 지원 MOU 체결 - 14.02 채권단 현금 1조 8,000억 / 출자전환 1조 3,000억 지원 결정 - 14.04 증권거래소 상장 폐지 	<ul style="list-style-type: none"> - 13년 3,400명 구조조정 - 17.03 전체 노동자 대상 무급휴직 실시 - 16.12월말 기준 수주잔량은 28척으로, 추가 수주가 없을 시 올 하반기 잔여 물량 소화 이후 수주잔고 바닥 	<ul style="list-style-type: none"> - 기업 재무구조 악화로 인한 금융기관들의 RG발급 거부로 연속된 수주 실패
STX조선	<ul style="list-style-type: none"> - 67.04 동양조선공업 설립 - 73.01 대동조선으로 사명변경 - 01.10 STX 경영권 인수 - 03.10 증권거래소 상장 - 13.04 채권단 공동관리 (자율협약) 개시 - 13.04 채권단 현금 6,000억 지원 결정 - 13.06 채권단 현금 2,500억 / RG 1,500억 지원 결정 - 13.07 채권단 현금 1조 8,500억 / LC 3,000억 지원 MOU 체결 - 14.02 채권단 현금 1조 8,000억 / 출자전환 1조 3,000억 지원 결정 - 14.04 증권거래소 상장 폐지 	<ul style="list-style-type: none"> - 16.05 자율협약 종료 선언 후 법정관리 신청 - 16.11 회생계획 인가 결정 - 17.02 고성조선해양 매각 추진 	

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 과거 MR 탱커 시장에서 현대미포조선의 M/S 보다 높았던 SPP+성동+STX



자료: 하이투자증권 리서치

SOTP VALUATION 크로스체크: 10만원 이상도 가능

<표 3> 현대미포조선 목표주가 9 만원 유지: 타겟 PB 0.8 배

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%	8.1%	
적용COE = TRL 참조							5.0%	6.0%		
Target PBR							0.8	0.8		
적용 BPS = 17년							105,171	111,993		
목표주가								90,000		
종가(02.27)								68,300		
상승여력								32%		

자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 현대미포조선 SOTP VALUATION 에서 영업가치 1.0 조원 - 순차입금 0.4 조원 + (현대중공업 + 하이투자증권 자산가치) x 80%의 1.5 조원 = 2 조원 이상 = 10 만원~11 만원 적정 가치

계정	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	(십 억원) 2018년
(별도)EBITDA(십 억원)	429	595	418	131	-239	-834	100	241	204	143
영업이익	387	559	378	93	-275	-868	67	207	171	109
감가상각비	42	36	40	38	36	34	34	34	34	33
EBITDAps(원)	21,468	29,758	20,890	6,529	-11,966	-41,685	5,022	12,059	10,212	7,131
EV/EBITDA Multiple (가)	1	2	3	11	0	0	10	4	5	5
주정 영업가치(십 억원)	407	1,178	1,451	1,460	0	0	980	934	1,021	713
①주당 영업가치(원)	20,352	58,898	72,549	73,021	0	0	48,981	46,695	51,059	35,654
④순차입금(십 억원)	-1,115	-1,356	-478	-83	-63	172	436	377	302	196
총차입금	207	31	21	73	176	440	1,080	1,046	836	812
이자발생자산	1,322	1,387	499	157	239	269	644	670	534	615
⑥보유자산 할인 = 가) x 나)	1,128	1,986	1,486	1,396	1,486	924	968	970	1,551	1,551
가) 적용 할인율	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	80%	80%
나) 보유자산(십 억원)	2,257	3,973	2,972	2,793	2,972	1,848	1,935	1,939	1,939	1,939
하이투자증권	256	567	563	557	554	580	695	687	687	687
장기_투자자산	2,001	3,406	2,409	2,236	2,418	1,269	1,240	1,252	1,252	1,252
└ 현대중공업	1,187	1,677	2,411	1,611	1,367	1,032	671	730	958	958
추정 자산가치(십 억원)④+⑥	2,243	3,342	1,964	1,480	1,549	753	531	593	1,249	1,355
② 주당 자산가치	112,148	167,102	98,201	73,979	77,462	37,626	26,569	29,655	62,454	67,756
주당 적정가치 ①+②	132,500	226,000	170,750	147,000			75,550	76,350	113,514	103,410
적정 주가									108,000	
과거 주가 avg(MAX, MID)	132,500	226,000	170,750	147,000	159,500	130,850	75,550	76,350	68,550	
종가(02.27)									68,300	68,300
상승여력									58%	

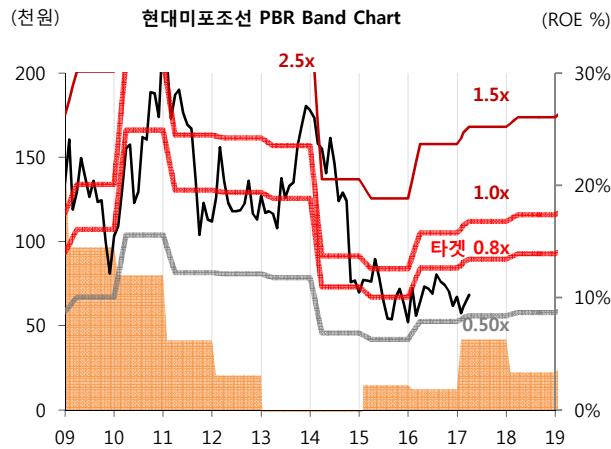
자료: 하이투자증권 리서치

<표 5> 현대미포조선 실적 예상: 2017년은 매출 감소로 인한 감익, 2018년은 MIX 훼손으로 인한 감익, 그러나 수주 및 업황 회복과 수주잔고 반등이 더 중요한 투자포인트가 될 것

계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018
	(십억원)												
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↑ & 히망퇴직 기저효과↑ ↑ MIX 개선↑				↑ 건조량 감소 및 선기 하락 물량↑				↑ 건조량 감소 및 선기 하락 물량↑				
금융													
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%

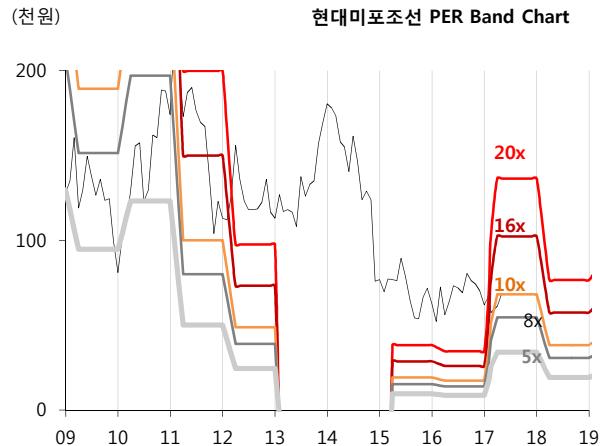
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 현대미포조선 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 5> 현대미포조선 PER 밴드



자료: 하이투자증권

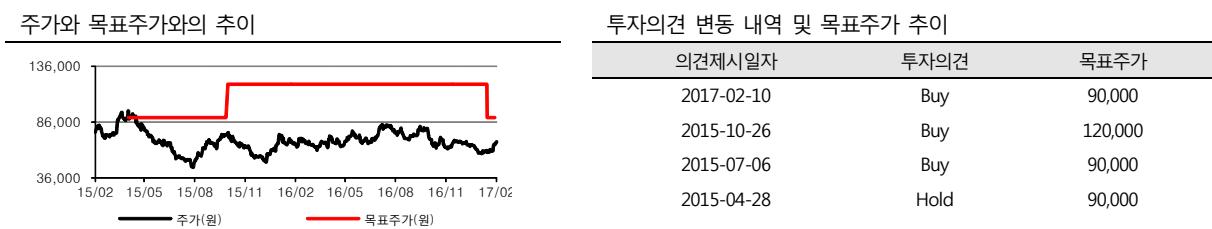
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2015	2016E	2017E	2018E			2015	2016E	2017E	2018E
유동자산		6,854	8,107	7,410	7,673	매출액		4,652	4,220	3,476	3,762
현금 및 현금성자산		657	1,100	921	925	증가율(%)		17.3	-9.3	-17.6	8.2
단기금융자산		4,251	4,293	4,336	4,380	매출원가		4,246	3,668	2,921	3,240
매출채권		1,468	2,229	1,698	1,882	매출총이익		406	551	556	521
재고자산		255	247	204	220	판매비와관리비		340	344	385	412
비유동자산		2,584	2,609	2,638	2,672	연구개발비		5	5	4	4
유형자산		836	815	794	775	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		289	287	285	283	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		9,438	10,716	10,049	10,346	영업이익		67	207	171	109
유동부채		5,618	6,426	5,657	5,805	증가율(%)		-107.7	211.6	-17.7	-36.0
매입채무		287	959	266	403	영업이익률(%)		1.4	4.9	4.9	2.9
단기차입금		3,013	2,933	2,853	2,773	이자수익		14	8	8	8
유동성장기부채		80	210	124	120	이자비용		26	31	11	11
비유동부채		2,023	2,060	2,020	2,085	지분법이익(손실)		1	-1	-	-
사채		479	449	404	364	기타영업외손익		119	-226	-24	-40
장기차입금		319	369	369	369	세전계속사업이익		50	95	184	110
부채총계		7,641	8,486	7,677	7,889	법인세비용		24	56	42	25
지배주주지분		1,675	2,103	2,240	2,316	세전계속이익률(%)		1.1	2.3	5.3	2.9
자본금		100	100	100	100	당기순이익		26	40	142	84
자본잉여금		83	83	83	83	순이익률(%)		0.6	0.9	4.1	2.2
이익잉여금		1,243	1,277	1,414	1,490	지배주주귀속 순이익		38	35	136	77
기타자본항목		250	643	643	643	기타포괄이익		-170	-170	-170	-170
비지배주주지분		122	127	132	140	총포괄이익		-145	-131	-29	-86
자본총계		1,797	2,230	2,372	2,456	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
지분법관련순실(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
단기금융부채의증감		-	50	-165	-84
장기금융부채의증감		-	20	-45	-40
자본의증감		-	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	39.5	10.0	17.8
PBR		0.6	0.6	0.6	0.6
PCR		9.9	14.0	6.9	9.9
EV/EBITDA		0.2	-	-	-
Key Financial Ratio(%)					
ROE		2.2	1.8	6.3	3.4
EBITDA 이익률		2.9	64	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



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. [\(작성자최광식\)](#)
- 본 분석자료는 투자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자의 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
 2. 산업추천 투자등급 (시기종액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2016-12-31 기준

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