KDB대우증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

실적 하락은 후행지표
선가 상승은 선행지표

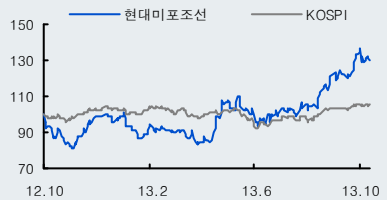
조선

Result Comments
2013. 11. 4

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	210,000
현재주가(13/11/01,원)	167,000
상승여력	26%

영업이익(13F,십억원)	-260
Consensus 영업이익(13F,십억원)	-151
EPS 성장률(13F,%)	적전
MKT EPS 성장률(13F,%)	16.4
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	11.0
KOSPI	2,039.42
시가총액(십억원)	3,340
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	52.3
외국인 보유비중(%)	22.9
베타(12M,일간수익률)	1.24
52주 최저가(원)	102,500
52주 최고가(원)	177,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.7	54.6	50.5
상대주가	4.7	50.8	43.0



조선/기계

성기종
02-768-3263
kijong.sung@dwsec.com

3Q13 실적 Review: 대규모 적자 실현

현대미포조선은 3분기에 매출액이 전년동기비 12.8% 감소한 9,529억원, 영업이익(-972억원)과 세전이익(-1,073억원) 순이익(-678억원, 지배주주 귀속순손실은 588억원)은 적자 전환하였다고 공시했다. 매출액은 KDB대우증권 예상치에 부합했으나, 영업손실은 KDB대우증권과 시장컨센서스의 예상치 보다 훨씬 낮은 숫자였다.

영업이익이 악화된 이유는 1) 과거에 수주한 저가성 선박 투입이 지속되는 가운데 PSV, RORO선 등 신선종의 생산차질과 자재비용 증가, 전년 말 Shell사에서 발주한 최저가의 발주 PC선의 생산이 시작되었기 때문이다. 2) 자회사 현대비나신도 생산량 감소로 실적이 전분기대비 악화되었다. 3) 국내 증권시장의 불황 여파로 자회사인 하이투자증권도 실적 부진이 불가피하다. 이외에 원/달러 환율 하락도 실적에 부정적으로 작용하였다. 영업외부문에서는 환율 하락 요인으로 외환 및 파생상품관련 손실이 발생하였다.

현대미포조선이 이 정도면 경쟁사는? → 동사만 수주 급증, 선가 인상 주도

동사의 실적부진은 과거에 수주 받은 저가 선박과 첫 건조 선박에 대한 수업료 지불로 보인다. **세계 최고의 중소형 조선사가 실적이 이정도 악화되면 경쟁사들 상황은 어떨까?** 지난 5년간의 글로벌 조선업계는 대규모 구조조정기를 거치며 경쟁사와의 차별화는 더욱 벌어진 것으로 판단된다. **결국 동사와 경쟁할 중소형 조선사가 거의 없다는 판단이다.(그림 5 참조)**

실적은 부진하나 동사의 경우 금년에 수주는 급증하고 선가는 큰 폭으로 인상 중이다. 현재 동사의 수주액은 약 41억 달러로 연간 목표액 32억 달러를 크게 넘어섰으며 **연내 약 50억 달러 수주 달성도 가능**해 보인다. 또한 **동사의 주력 선종인 50K급 PC선의 선가도 연초 대비 약 13% 인상하였으며, 연내 최대 29%까지 추가 인상도 가능할 전망**이다. 동사는 이미 2년치 이상의 수주잔고를 확보한 상태임에도 선주들의 발주는 끊이질 않고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

현재미포조선에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 210,000원을 유지한다. 이는 12FWD BPS에 PBR 1.6배를 적용한 것이다. 동사의 실적 부진으로 1~2년 내 수익예상 하향 조정은 불가피하다. 하지만 이후 실적은 최근 동사의 수주선가 인상을 고려하여 상향 조정했고 추가적으로 상향 조정도 가능하다고 본다. **최근 실적 악화는 향후 만회가 가능하며, 동사에 대해 실적 부진에 대한 우려보다는 선가 인상에 더 주목해야 된다**고 본다.

독보적인 경쟁력으로 중소형 상선 시장은 동사의 독무대가 되었고, 이미 대규모 수주와 선가 인상을 주도하고 있다. 결국 업계의 차별화로 향후 동사의 잠재 성장성에 투자를 권한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,138	4,624	4,415	3,802	4,086	4,495
영업이익(십억원)	683	384	93	-260	-37	220
영업이익률 (%)	16.5	8.3	2.1	-6.9	-0.9	4.9
순이익(십억원)	493	200	97	-214	55	282
EPS (원)	24,629	9,992	4,828	-10,709	2,745	14,111
BPS (원)	185,986	146,152	144,421	119,893	112,258	119,523
ROE (%)	14.7	5.5	3.0	-7.3	2.1	10.8
P/E (배)	9.1	11.2	26.3	-	60.8	11.8
P/B (배)	1.2	0.8	0.9	1.4	1.5	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

■ 수익예상 조정

현대미포조선의 3분기 실적 악화와 저가 수주분 투입이 지속될 가능성 때문에 **향후 약 1.5년까지의 수익예상을 하향 조정한다. 하지만 2015년 수익예상은 2분기부터 오히려 상향 조정**하였다. 1.5년 이후에는 저가 수주 선박이 상당부분 소진되고 최근 대규모 수주에 따른 생산성 개선과 선가가 인상된 신규 수주분의 투입이 증가하는 2015년 2분기부터는 기존 예상보다 실적 개선이 빨라질 전망이다.

특히 최근 동사의 선가 인상 폭이 커지면서 향후 실적 개선 속도가 빨라지고 높아질 것이란 점에 주목해야 될 것이다. 또한 대금결제조건이 과거 잔금비중이 높은 Heavy Tail 구조에서 선수금 비중이 높은 Standard와 Top Heavy 구조 비중이 증가하여 실적 개선은 물론 현금흐름도 개선될 전망이다.

PSV 등 신규선박의 생산차질 등 원가상승 요인은 향후 약 1년 이상 이어질 가능성이 높다. 또한 Shell사가 발주한 대규모 PC선은 최저가 선박으로 3분기부터 투입이 시작되었고 향후 2년간 반영이 될 것이다. 자회사인 하이투자증권 및 하이자산운용의 실적부진도 장기화될 것으로 보인다. 반면 현대비나신은 연내 적자를 벗어나기 힘들어 보이지만 2014년부터 생산량이 증가하여 하반기에는 흑자전환이 예상된다. 2014년에도 원/달러 환율이 하락할 것으로 예상되어 영업외수지도 하향 조정한다.

3분기 영업실적 악화
2014년 상반기까지 적자 지속 전망되나 하반기부터 턴어라운드 가능성 높아

동사의 2013년 연간 매출액은 전년대비 13.9% 감소한 3조 8,019억원, 영업이익과 순이익은 적자전환으로 예상된다. 동사의 연간 영업이익률은 -6.9%가 전망된다.

표 1. 2013년 3분기 Review (십억원, %, %p)

	3Q12	2Q13	3Q13P			증감률	
			잠정치	KDB Daewoo	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,105	950	953	972	990	-13.8	0.3
영업이익	30	-60	-97	-53	-49	적전	적지
영업이익률	2.7	-6.4	-10.2	-5.5	-5.0	-12.9	-3.8
세전이익	43	-136	-107	-41	-53	적전	적지
순이익	33	-122	-59	-32	-60	적전	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대미포조선, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원,%)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	3,873	4,250	3,802	4,086	-1.8	-3.9	- 예상 선가 수정
영업이익	-163	98	-260	-37	적지	적전	- 환율 하락, 예상 선가 변경
세전이익	-180	176	-321	39	적지	-77.6	- 환율 하락
당기순이익	-147	161	-214	55	적지	-65.9	
EPS (원)	-7,373	8,069	-10,709	2,745	적지	-66.0	
영업이익률	-4.2	2.3	-6.9	-0.9	적지	적전	
당기순이익률	-3.8	3.8	-5.6	1.3	적지	-2.5	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 분기별 수익예상 (십억원,%,%p)

	2012				2013F				3Q13P 증가율		2012	2013F	2014F	2015F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	QoQ	YoY				
매출액	1,087	1,090	1,105	1,132	908	950	953	991	0.3	-13.8	4,415	3,802	4,086	4,495
영업이익	39	28	30	-4	-10	-60	-97	-93	적지	적전	93	-260	-37	220
세전이익	51	33	43	-8	20	-136	-107	-98	적지	적전	119	-321	39	345
순이익	44	26	33	-6	20	-122	-59	-54	적지	적전	97	-214	55	282
영업이익률	3.6	2.5	2.7	-0.3	-1.1	-6.4	-10.2	-9.4	적지	적전	2.1	-6.8	-0.9	4.9
순이익률	4.0	2.3	3.0	-0.5	2.2	-12.8	-6.2	-5.4	적지	적전	2.2	-5.6	1.3	6.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

■ 2013년 수주는 50억 달러 달성도 가능, 선가는 연초대비 23% 인상도 가능

차별화로 대규모 수주와 선가 인상 빨라져

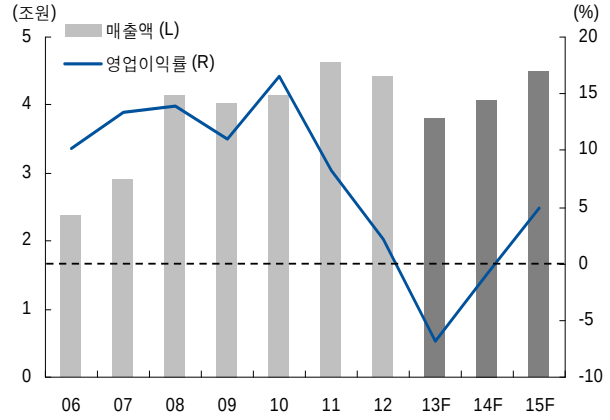
동사의 2013년 수주액은 약 50억 달러 초과 달성도 가능해 보인다. 선가도 추가로 인상되어 연초대비 약 23% 이상 상승도 가능해 보인다. **50K PC선 기준 선가가 연초에 3,090만 달러였으나, 향후 선가는 23% 인상된 3,800만 달러도 가능해 보이기 때문이다. 최근 동사가 인도한 50K PC선이 척당 3,800만 달러에 거래된 바 있다. 연내 4,000만 달러도 가능해 보인다.** 2008년 당시 50K PC선 최고 선가는 약 4,700만 달러였다. 자회사인 현대비나신의 수주잔고도 2015년까지 확보하였다.

표 4. 현대미포조선 신규수주 및 수주잔고 추이 및 전망 (척, US$ mn)

		2011		2012		3Q13		2013F	
	선종	척수	금액	척수	금액	척수	금액	사측 기존 전망	달성률
신규수주	P/C	16	589	43	1,510	63	2,016	1,500	134%
	컨테이너	9	294	1	18	7	243	100	243%
	PCTC	0	0	5	293	4	282	0	
	RORO	8	524	5	345			0	
	LPG	2	100	6	324	7	279	300	93%
	벌크	15	419	4	101	11	297	200	149%
	PSV/해양	0	0	4	198			400	
	기타	3	84	5	176			700	
	합계	53	2,011	73	2,964	92	3,117	3,200	97%
수주잔고	합계	185	7,668	169	7,325	188	7,231		

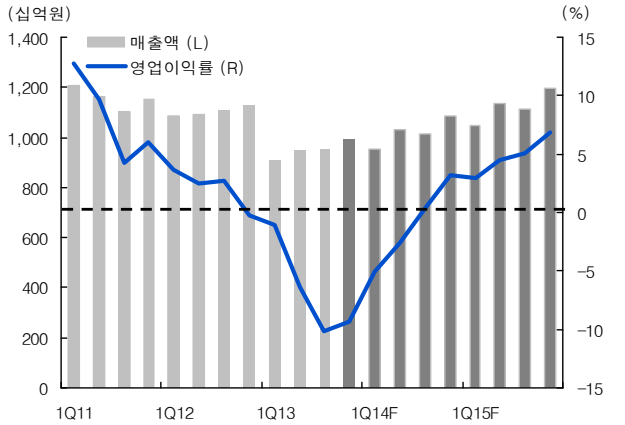
주: 2013년 신규수주 수치는 회사 목표치, 10월에도 PC선 추가 26척 수주 (약 8,776억원, 옵션분 포함). 자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 현대미포조선의 연간 매출액 추이 및 전망



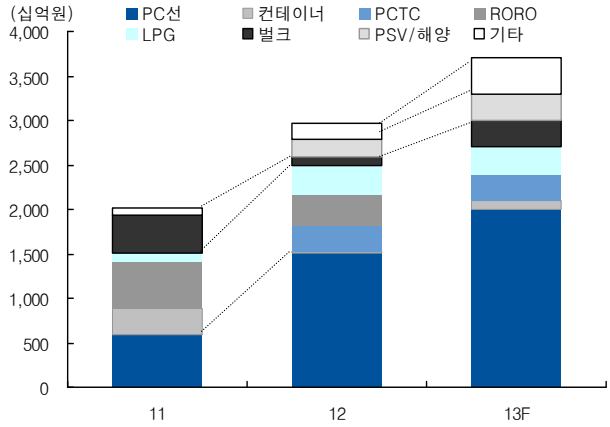
자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 현대미포조선의 분기별 매출액 추이 및 전망



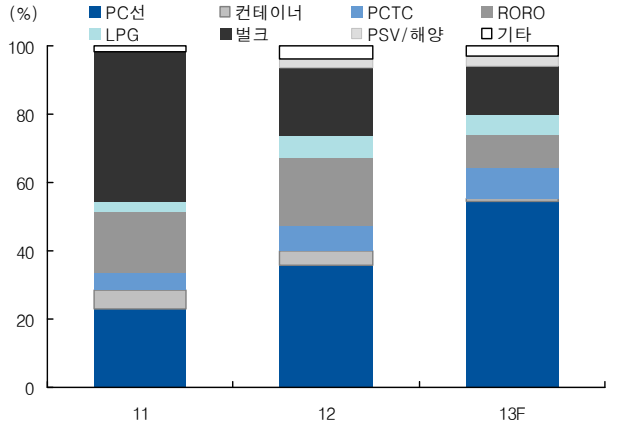
자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 선종별 신규수주 추이(PC선 수주 증가, 특수선 확대 전망)



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

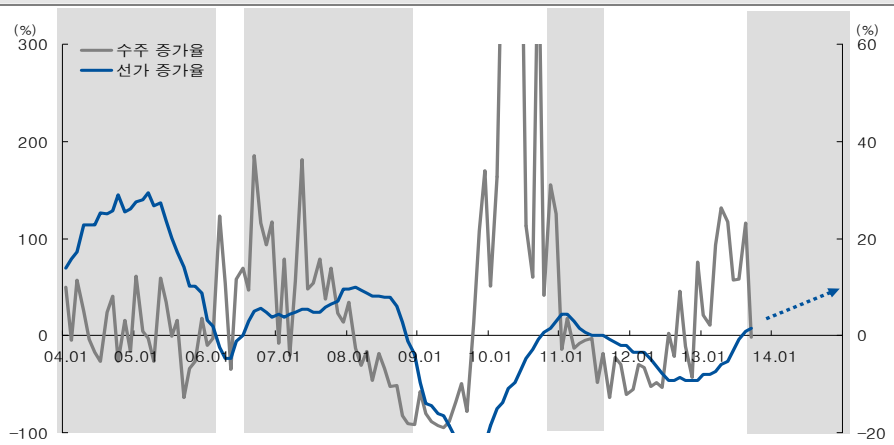
그림 4. 선종별 수주잔고 구성 변화



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

수주 증가
→ 주가 상승 초입기

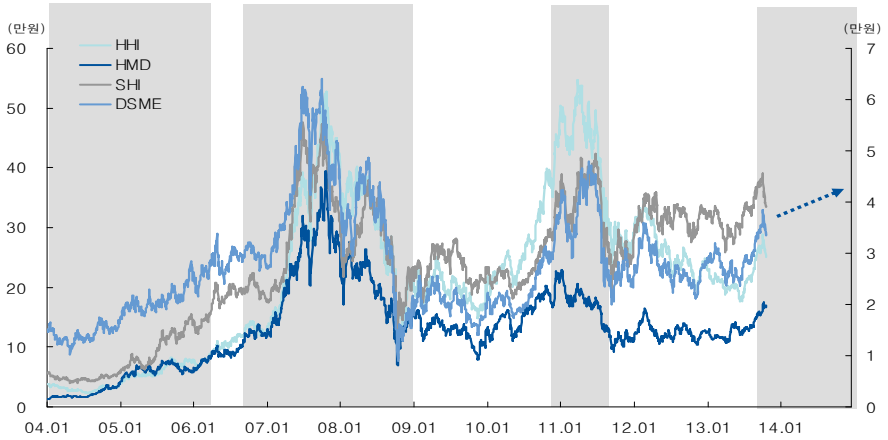
그림 5. 수주, 선가 증가율 추이 → 선가 상승기에 주가 상승 강도 가장 높음



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

선가 상승
→ 본격적인 주가 상승기

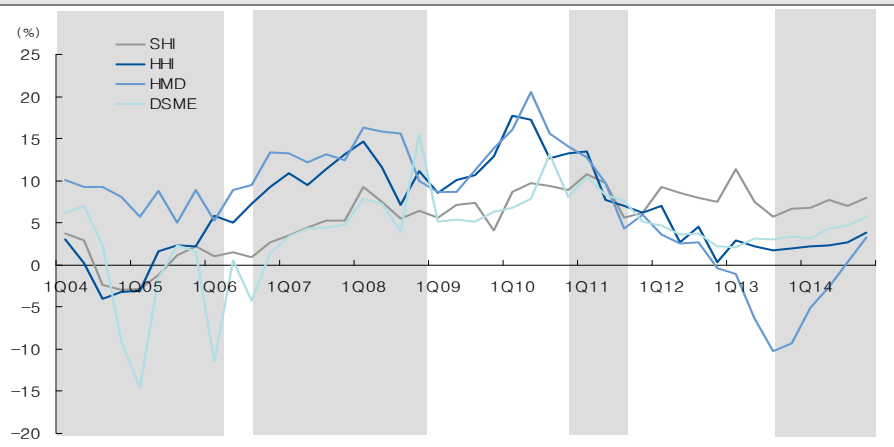
그림 6. 국내 주요 조선사들 상대 주가 → 수주, 선가 변화와 비교



자료: Thomson reuters, KDB대우증권 리서치센터

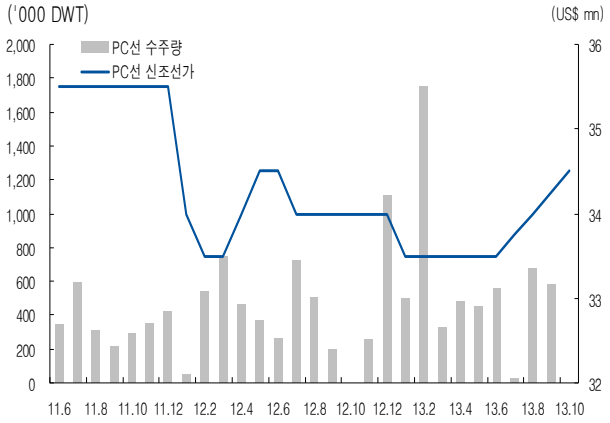
실적 개선
→ 주가 하락

그림 7. 영업 실적은 주가에 후행 (주요 조선 4사의 영업이익률)



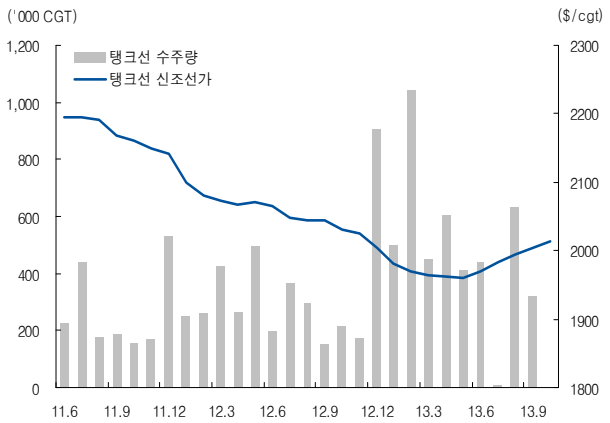
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. PC선 수주량 및 신조선가 추이



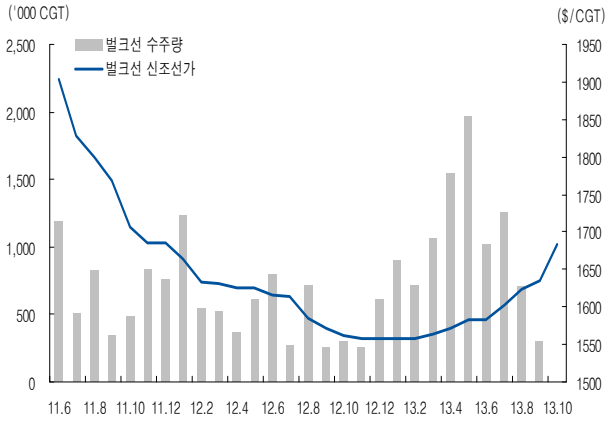
자료: Clarksons, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 탱크선 수주량 및 신조선가 추이



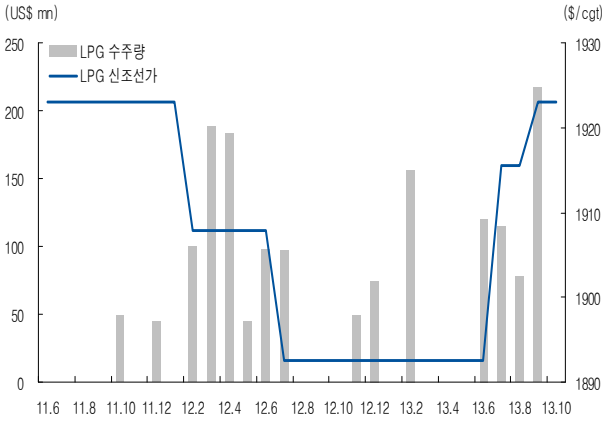
자료: Clarksons, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 벌크선 수주량 및 신조선가 추이



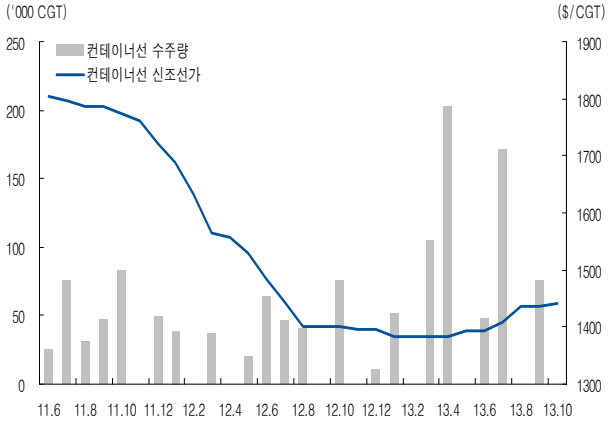
자료: Clarksons, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 60K Cu.M 이하급 LPG선 수주량 및 신조선가 추이



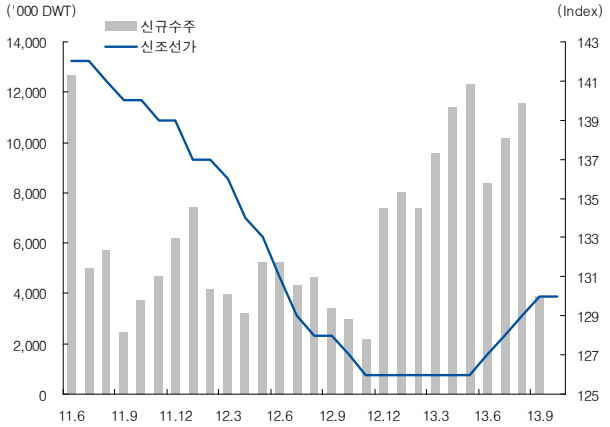
자료: Clarksons, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 3,000TEU이하급 컨테이너선 수주량 및 신조선가 추이



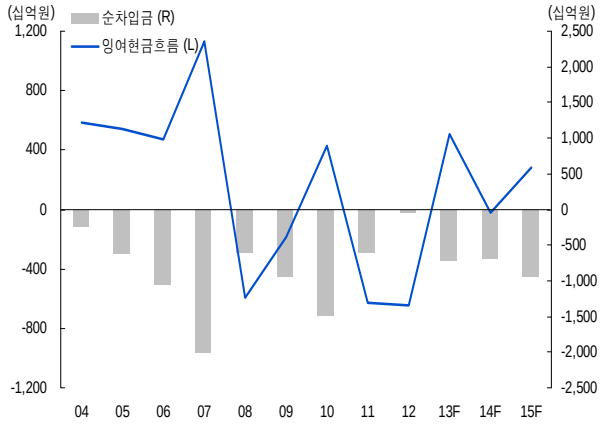
자료: Clarksons, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 글로벌 신규 수주량 및 신조선가 추이



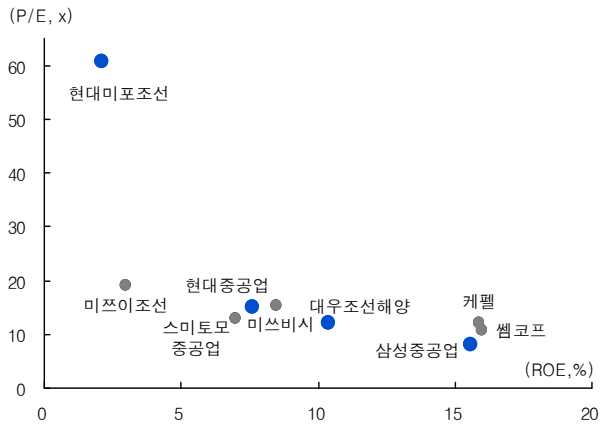
자료: Clarksons, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 현대미포조선의 순차입금과 잉여 현금흐름



자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 글로벌 경쟁업체 ROE-PER 비교 (2014F)

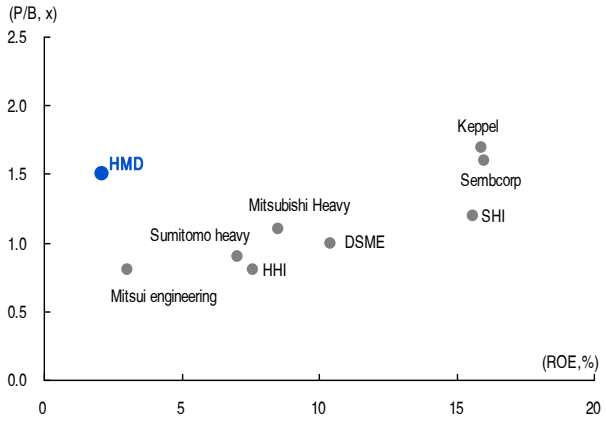


자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 현대미포조선의 PBR 밴드 추이

자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 글로벌 경쟁업체 ROE-PBR 비교 (2014F)



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 주요 조선 3사 상대주가 추이 비교

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 글로벌 경쟁업체 주가 비교

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	**4,415**	**3,802**	**4,086**	**4,495**
매출원가	**4,058**	**3,783**	**3,829**	**3,964**
매출총이익	**357**	**19**	**257**	**530**
판매비와관리비	**265**	**279**	**294**	**310**
조정영업이익	**93**	**-260**	**-37**	**220**
영업이익	**93**	**-260**	**-37**	**220**
비영업손익	**27**	**-61**	**76**	**125**
순금융비용	-8	-2	-7	-12
관계기업등 투자손익	1	-1	0	0
세전계속사업손익	119	-321	39	345
계속사업법인세비용	33	-77	9	83
계속사업이익	86	-244	30	262
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**86**	**-244**	**30**	**262**
지배주주	97	-214	55	282
비지배주주	-10	-30	-25	-20
총포괄이익	**-12**	**-484**	**-170**	**162**
지배주주	6	-460	-151	176
비지배주주	-18	-24	-19	-14
EBITDA	159	-198	28	284
FCF	-645	511	-24	280
EBITDA마진율 (%)	3.6	-5.2	0.7	6.3
영업이익률 (%)	2.1	-6.9	-0.9	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	-5.6	1.3	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	**4,169**	**5,149**	**5,080**	**5,269**
현금 및 현금성자산	155	681	567	619
매출채권 및 기타채권	1,287	1,141	1,185	1,259
재고자산	187	247	262	288
기타유동자산	447	380	368	405
비유동자산	**3,554**	**3,201**	**3,186**	**3,178**
관계기업투자등	31	25	25	25
유형자산	917	862	839	817
무형자산	340	341	343	345
자산총계	**7,723**	**8,350**	**8,266**	**8,447**
유동부채	**3,673**	**4,514**	**4,444**	**4,579**
매입채무 및 기타채무	1,383	1,445	1,532	1,686
단기금융부채	1,961	2,195	2,095	1,995
기타유동부채	330	874	817	899
비유동부채	**657**	**951**	**1,107**	**1,020**
장기금융부채	235	478	478	378
기타비유동부채	391	441	597	610
부채총계	**4,330**	**5,465**	**5,552**	**5,599**
지배주주지분	**3,183**	**2,694**	**2,543**	**2,690**
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	2,136	1,893	1,948	2,201
비지배주주지분	**210**	**191**	**172**	**158**
자본총계	**3,393**	**2,885**	**2,714**	**2,847**

예상 현금흐름표 (요약)

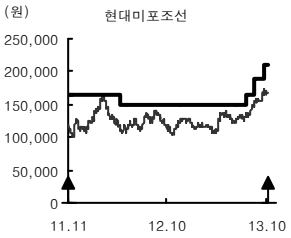
(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-801	606	2	294
당기순이익	86	-244	30	262
비현금수익비용가감	97	72	-2	22
유형자산감가상각비	65	60	63	62
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-40	-101	40	85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-917	641	-17	93
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-262	158	-44	-74
재고자산 감소(증가)	96	-61	-14	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-391	35	88	153
법인세납부	-67	137	-9	-83
투자활동으로 인한 현금흐름	157	77	-15	-11
유형자산처분(취득)	-114	-52	-40	-40
무형자산감소(증가)	-4	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	71	-19	0	0
기타투자활동	203	151	29	33
재무활동으로 인한 현금흐름	225	-164	-101	-231
장단기금융부채의 증가(감소)	331	-137	-100	-200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-40	5	0	-29
기타재무활동	-66	-32	-1	-1
현금의증가	-409	526	-115	52
기초현금	564	155	681	567
기말현금	155	681	567	619

자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	26.3	-	60.8	11.8
P/CF (x)	15.6	-22.0	27.8	9.7
P/B (x)	0.9	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	17.2	-	100.8	9.1
EPS (원)	4,828	-10,709	2,745	14,111
CFPS (원)	8,163	-7,590	6,000	17,288
BPS (원)	144,421	119,893	112,258	119,523
DPS (원)	1,500	0	1,500	1,500
배당성향 (%)	30.4	0.0	53.5	10.4
배당수익률 (%)	1.2	0.0	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	-4.5	-13.9	7.5	10.0
EBITDA증가율 (%)	-64.3	적전	흑전	901.9
영업이익증가율 (%)	-75.9	적전	적지	흑전
EPS증가율 (%)	-51.7	적전	흑전	414.1
매출채권 회전율 (회)	4.8	3.9	4.4	4.7
재고자산 회전율 (회)	18.8	17.5	16.1	16.4
매입채무 회전율 (회)	3.5	3.6	3.7	3.7
ROA (%)	1.1	-3.0	0.4	3.1
ROE (%)	3.0	-7.3	2.1	10.8
ROIC (%)	5.7	-23.2	-3.9	25.7
부채비율 (%)	127.6	189.5	204.5	196.7
유동비율 (%)	113.5	114.1	114.3	115.1
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-24.5	-25.5	-33.2
영업이익/금융비용 (x)	34.9	-118.6	-27.5	171.2

현대미포조선
실적 하락은 후행지표
선가 상승은 선행지표

Compliance Notice

- 현대미포조선: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.