2016년 10월 25일 Equity Research

현대미포조선(010620)

MR탱커가 다시 돌아오고 있다

MR탱커의 선박량 대비 잔고비율은 역대 최저

현대미포조선의 주력 선박인 MR탱커가 다시 돌아올 것으로 보인다. 현재 MR탱커의 선박량 대비 수주잔고 비율은 10.8%로 지난 2012년 하반기 이후 가장 낮은 수준을 보이고 있다. 잔고 비율이 가장 낮았던 2012년 하반기 이후 MR탱커 발주량은 다음해 급격한 발주량 증가를 보였으며 현대미포조선이 발주량의 절반 이상을 가져갔었다.

MR탱커 분야는 선박 부족현상이 점점 심해지고 있다. MR탱커의 노후선박 비중은 늘어나고 있는데 2018년부터 인도되는 MR탱커의 수는 급격히 줄어들게 된다. MR탱커 분야에서 선령 15년을 상회하는 중고선의 수는 매년 100척씩 늘어나고 있다. 2018년 인도 슬롯을 염두에 두고 MR탱커는 2017년에 다시 발주량이 늘어날 것으로 예상된다.

MR탱커 최적의 발주 타이밍 도래

MR탱커 최적의 발주 타이밍이 도래하고 있다. 선박 발주의 최적 타이밍은 1)낮은 수주잔고, 2)낮은 운임, 3)늘어나고 있는 수송수요 일 때 이다. Top tier 선사들은 통상 운임이 낮을 때 발주를 늘려 운임 상승기에 발주했던 선박을 인도 받아간다. 하지만 Eco-ship이 등장한 2012년 이후 운임과 발주량과의 관계는 낮아졌다. 즉, 운임 수준은 중요치 않아졌지만 과거 사례를 보았을 때 지금처럼 운임이 낮을 때 발주량은 증가됐다.

지금의 석유시장 움직임은 해상 물동량을 늘려주고 있다는 점에서 모든 탱커분야 선박 수요는 증가되고 있다. 특히 MR탱커의 잔고는 가장 크게 하락해 MR탱커 부족현상은 점점 심각해져 가고 있다. MR탱커가 다시 돌아오고 있는 것이다.

목표주가 135,000원(유지), 투자의견 BUY(유지)

현대미포조선 목표주가 135,000과 투자의견 BUY를 유지한다. 조선업 주가는 수주실적보다는 수주전망에 따라 움직이는 경향을 보인다. 수주계약 소식은 이미 주가에 반영된 후행지표이다. MR탱커 수주전망은 개선되고 있어 현대미포조선 주가 오름세는 PBR 1배까지 지속될 것이다. MR탱커 분야는 현대미포조선을 제외하면 사실상 경쟁자가 없다. 경쟁관계를 보였던 STX조선과 성동조선은 LR 탱커분야로 이동한 상황이다.

Update

BUY

| TP(12M): 135,000원 | CP(10월 24일): 80,200원

Key Data

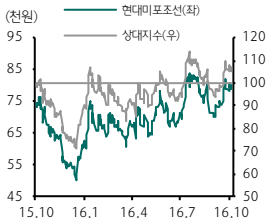
KOSPI 지수 (pt)	2,047.74
52주 최고/최저(원)	83,600/50,200
시가총액(십억원)	1,604.0
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	20,000.0
60일 평균 거래량(천주)	126.6
60일 평균 거래대금(십억원)	9.9
16년 배당금(예상,원)	0
16년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	13.71
주요주주 지분율(%)	
현대삼호중공업 외 5 인	42.79
국민연금	12.01

주가상승률	1M	6M	12M
절대	8.8	20.1	8.2
상대	9.2	18.2	7.8

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	4,310.3	4,054.4
영업이익(십억원)	240.5	227.2
순이익(십억원)	210.9	171.4
EPS(원)	10,416	8,409
BPS(원)	105,592	113,951

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	3,967.5	4,652.4	4,776.8	5,287.0	5,545.0
영업이익	십억원	(867.7)	66.6	264.4	350.6	438.9
세전이익	십억원	(896.4)	49.8	330.1	362.3	448.9
순이익	십억원	(632.8)	38.2	257.7	290.2	359.3
EPS	원	(31,642)	1,910	12,887	14,512	17,964
증감률	%	적지	흑전	574.7	12.6	23.8
PER	배	N/A	27.28	6.22	5.53	4.46
PBR	배	0.76	0.62	0.73	0.65	0.57
EV/EBITDA	배	N/A	13.47	7.75	5.84	4.16
ROE	%	(25.88)	2.20	13.38	12.49	13.57
BPS	원	91,343	84,070	109,255	123,766	141,731
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 전우제
02-3771-7617
wchun0222@hanafn.com

하나금융투자

MR탱커 시황 개선은 현대미포조선의 수혜

MR탱커 발주 최적의 타이밍 도래

현대미포조선 주력선박인
MR탱커 발주량 증가 예상

현대미포조선은 해외 선주사들 사이에서 미포 탱커라는 별칭을 갖고 있다. MR탱커와 케미컬 탱커 분야에서 현대미포조선의 경쟁상대가 없기 때문이다. 현대미포조선의 주력선박인 MR탱커의 발주량이 다시 늘어날 조짐을 보이고 있다. 통상 선박 발주가 늘어날 최적의 타이밍은 1)낮은 수주잔고, 2)낮은 운임 수준, 3)늘어나고 있는 수송 수요 일 때 이다.

선박 발주량 증가의 최적 시기
1)낮은 수주잔고
2)낮은 운임
3)늘어나는 수송수요

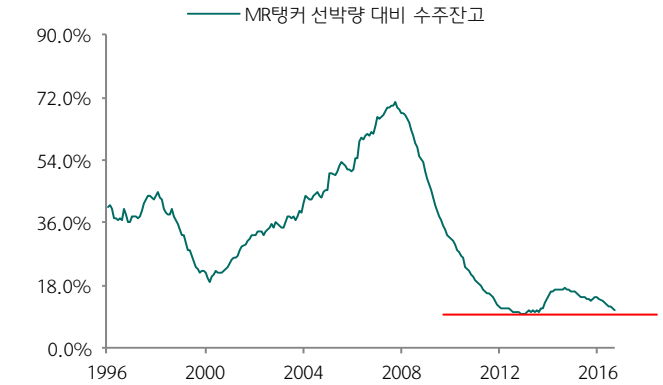
MR탱커의 선박량 대비 수주잔고는 10.8%로 지난 2012년 12월 9.0% 이후 가장 낮은 모습을 보이고 있다. 올해 말이면 MR탱커의 잔고비율은 지금보다 더 낮아져 있을 것이다. 석유시장의 움직임은 공급과잉이 지속되고 있으며 석유 수요 또한 견조한 증가세를 보이고 있어 모든 탱커분야의 선박 수요는 늘어나고 있다. 이러한 가운데 MR탱커의 수주잔고 비율은 역사적 최저 수준이므로 선주들의 선박 발주 움직임은 곧 재개될 것으로 보인다.

Eco-ship 등장 이후
운임과 발주량 관계는 낮아짐

MR탱커 분야에서 선령 15년을 상회하는 중고선의 수가 올해 말이면 345척이며 매년 100척씩 늘어나게 된다. 반면 2018년부터 MR탱커 인도 척수는 급격히 줄어든다. MR탱커 부족현상이 점점 심해지고 있는 것이다.

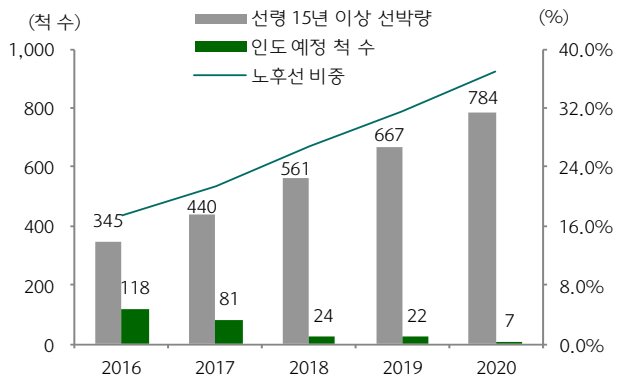
Top tier 선주사들은 통상적으로 운임이 낮을 때 발주를 늘리고 운임이 오르는 시기에 발주한 선박을 인도 받아간다. 지난 2013년도 MR탱커가 급격히 발주되던 시기에도 운임이 낮을 때 발주량 증가가 시작됐었다. Eco-ship이 검증된 이후 운임과 발주량과의 관계는 낮아졌지만 과거 사례를 보았을 때 지금의 운임수준에서 발주량이 증가되었다는 점을 주목할 필요가 있다.

그림 1. MR탱커의 선박량 대비 수주잔고는 역사적 최저치



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. MR탱커는 부족해지고 있다

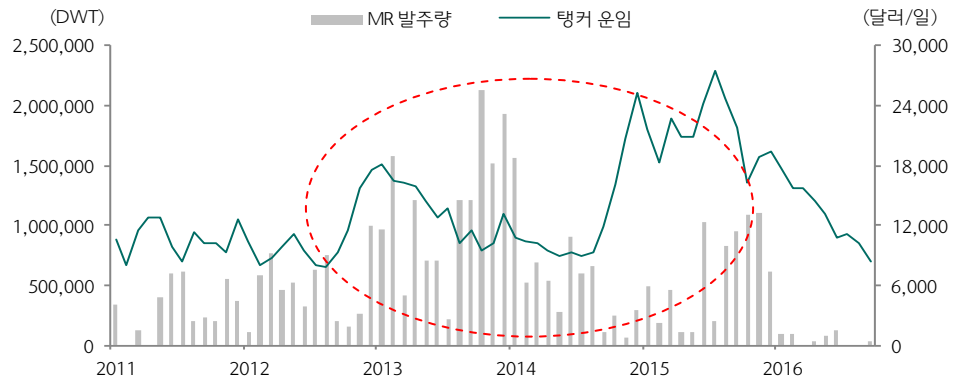


자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. Eco-ship 등장이후 운임과 탱커 발주량 상관관계는 낮아졌다

Top tier 선사들은
운임이 낮을 때 발주를 늘려
운임이 오를 때 인도 받는다

Eco-ship이 등장한
2012년 이후 운임과 무관한
선박 발주량 증가



자료: Clarksons, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	**3,967.5**	**4,652.4**	**4,776.8**	**5,287.0**	**5,545.0**
매출원가	4,499.9	4,246.1	4,247.6	4,808.0	5,043.0
매출총이익	(532.4)	406.3	529.2	479.0	502.0
판관비	335.3	339.7	264.8	128.4	63.1
영업이익	**(867.7)**	**66.6**	**264.4**	**350.6**	**438.9**
금융손익	(59.8)	(137.5)	65.4	(26.2)	(26.2)
종속/관계기업손익	(0.0)	1.3	15.0	37.9	36.2
기타영업외손익	31.2	119.5	(14.6)	0.0	0.0
세전이익	**(896.4)**	**49.8**	**330.1**	**362.3**	**448.9**
법인세	(217.1)	24.1	70.9	70.3	86.0
계속사업이익	(679.3)	25.7	259.2	292.0	362.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(679.3)**	**25.7**	**259.2**	**292.0**	**362.9**
비지배주주지분 순이익	(46.4)	(12.5)	1.5	1.8	3.6
지배주주순이익	**(632.8)**	**38.2**	**257.7**	**290.2**	**359.3**
지배주주지분포괄이익	(1,291.3)	(131.7)	504.2	282.3	330.3
NOPAT	(657.5)	34.3	207.6	282.6	354.8
EBITDA	(801.1)	134.0	316.5	402.5	488.2
성장성(%)					
매출액증가율	(0.5)	17.3	2.7	10.7	4.9
NOPAT증가율	적지	흑전	505.2	36.1	25.5
EBITDA증가율	적지	흑전	136.2	27.2	21.3
영업이익증가율	적지	흑전	297.0	32.6	25.2
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	574.6	12.6	23.8
EPS증가율	적지	흑전	574.7	12.6	23.8
수익성(%)					
매출총이익률	(13.4)	8.7	11.1	9.1	9.1
EBITDA이익률	(20.2)	2.9	6.6	7.6	8.8
영업이익률	(21.9)	1.4	5.5	6.6	7.9
계속사업이익률	(17.1)	0.6	5.4	5.5	6.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	**7,450.3**	**6,854.0**	**9,197.1**	**10,108.4**	**10,623.0**
금융자산	5,093.6	4,907.5	6,583.2	7,234.7	7,594.2
현금성자산	715.8	656.7	877.1	959.7	979.5
매출채권 등	1,703.6	1,415.2	1,899.7	2,089.2	2,202.2
재고자산	289.3	255.5	342.9	377.1	397.5
기타유동자산	363.8	275.8	371.3	407.4	429.1
비유동자산	**2,613.4**	**2,584.0**	**3,225.8**	**3,433.5**	**3,483.4**
투자자산	1,268.6	1,240.2	1,664.8	1,830.7	1,929.8
금융자산	1,242.9	1,227.7	1,648.0	1,812.3	1,910.4
유형자산	851.3	835.8	1,154.9	1,198.3	1,150.5
무형자산	293.9	288.8	283.3	281.8	280.3
기타비유동자산	199.6	219.2	122.8	122.7	122.8
자산총계	**10,063.7**	**9,438.0**	**12,422.9**	**13,541.9**	**14,106.3**
유동부채	**6,718.7**	**5,618.3**	**8,404.4**	**9,225.2**	**9,424.0**
금융부채	4,140.1	3,589.8	5,678.0	6,227.8	6,264.7
매입채무 등	2,571.6	2,015.0	2,704.8	2,974.5	3,135.5
기타유동부채	7.0	13.5	21.6	22.9	23.8
비유동부채	**1,418.4**	**2,022.9**	**1,734.0**	**1,742.6**	**1,747.7**
금융부채	1,345.2	1,959.2	1,648.5	1,648.5	1,648.5
기타비유동부채	73.2	63.7	85.5	94.1	99.2
부채총계	**8,137.1**	**7,641.2**	**10,138.4**	**10,967.8**	**11,171.6**
지배주주지분	**1,797.3**	**1,675.0**	**2,178.7**	**2,468.9**	**2,828.2**
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	85.9	82.5	82.5	82.5	82.5
자본조정	(53.9)	(41.0)	(41.2)	(41.2)	(41.2)
기타포괄이익누계액	448.9	290.6	536.6	536.6	536.6
이익잉여금	1,216.3	1,242.9	1,500.8	1,791.0	2,150.3
비지배주주지분	**129.3**	**121.8**	**105.8**	**105.2**	**106.5**
자본총계	**1,926.6**	**1,796.8**	**2,284.5**	**2,574.1**	**2,934.7**
순금융부채	391.7	641.5	743.2	641.6	319.0

투자지표

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(31,642)	1,910	12,887	14,512	17,964
BPS	91,343	84,070	109,255	123,766	141,731
CFPS	(30,619)	4,002	16,082	22,667	26,220
EBITDAPS	(40,054)	6,701	15,824	20,127	24,410
SPS	198,374	232,622	238,838	264,350	277,250
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	27.3	6.2	5.5	4.5
PBR	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
PCFR	N/A	13.0	5.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	N/A	13.5	7.8	5.8	4.2
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(25.9)	2.2	13.4	12.5	13.6
ROA	(6.2)	0.4	2.4	2.2	2.6
ROIC	(57.7)	3.3	16.8	20.3	25.8
부채비율	422.4	425.3	443.8	426.1	380.7
순부채비율	20.3	35.7	32.5	24.9	10.9
이자보상배율(배)	(71.7)	2.5	8.3	9.7	11.9

현금흐름표

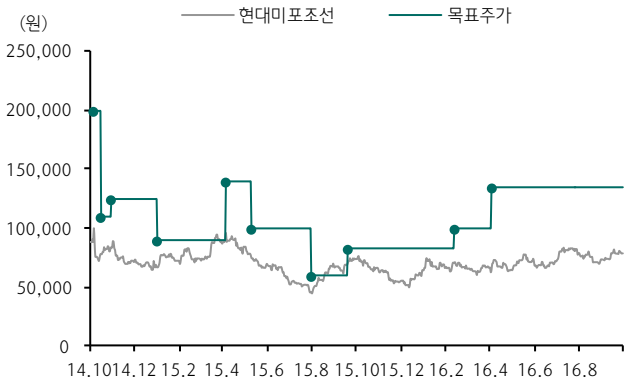
(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	**405.8**	**(1,212.6)**	**605.8**	**376.6**	**424.0**
당기순이익	(679.3)	25.7	259.2	292.0	362.9
조정	187.8	140.0	54.3	64.8	49.3
감가상각비	66.6	67.4	52.1	51.9	49.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(1.3)	6.5	12.9	0.0
기타	121.2	73.9	(4.3)	(0.0)	0.0
영업활동 자산부채 변동	897.3	(1,378.3)	292.3	19.8	11.8
투자활동 현금흐름	**181.1**	**(65.7)**	**(2,011.2)**	**(843.8)**	**(441.1)**
투자자산감소(증가)	1,149.5	29.7	(430.3)	(178.9)	(99.1)
유형자산감소(증가)	(61.5)	(34.4)	(64.6)	(93.7)	0.0
기타	(906.9)	(61.0)	(1,516.3)	(571.2)	(342.0)
재무활동 현금흐름	**(113.9)**	**1,218.4**	**1,625.9**	**549.8**	**36.9**
금융부채증가(감소)	1,006.0	63.7	1,777.5	549.8	36.9
자본증가(감소)	(4.2)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,100.0)	1,158.1	(151.6)	0.0	0.0
배당지급	(15.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**473.0**	**(59.1)**	**220.4**	**82.5**	**19.8**
Unlevered CFO	(612.4)	80.0	321.6	453.3	524.4
Free Cash Flow	343.0	(1,249.3)	540.6	282.9	424.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

현대미포조선



날짜	투자의견	목표주가
16.4.27	BUY	135,000
16.3.7	BUY	100,000
15.10.13	BUY	83,000
15.8.24	BUY	60,000
15.6.3	BUY	100,000
15.4.29	BUY	140,000
15.1.25	BUY	90,000
14.11.23	BUY	125,000
14.11.9	BUY	110,000
14.10.30	BUY	200,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.1%	10.6%	1.3%	100.0%

* 기준일: 2016년 10월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 10월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2016년 10월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.