

Morning Brief

2021. 11. 19

* 본 자료는 금일 공표된 리포트의 통합본입니다.

Today's Comment

[기업]

현대중공업 (329180KS / BUY 신규 / TP 132,000원 신규) : 어떻게 봐도 대장주-----김용민

한국조선해양 (009540KS / BUY 신규 / TP 128,000원 신규) : 아직은 지주사, 그러나 너무 싼 가격-----김용민

[전략]

국내외 경제이슈 : 미 증시, 경제지표 및 기업실적 호조에도 인플레이션 우려에 혼조세-----채현기

주요국 증시				환율 · 금리 · 상품			
	종가	전일비	%		종가	전일비	%
미국지수				환율			
DOW	35870.95	-60.10	-0.17	원/달러	1180.20	-2.60	-0.22
NASDAQ	15993.71	72.14	0.45	엔/달러	114.26	0.18	0.16
S&P 500	4704.54	15.87	0.34	원/엔	10.35	0.00	0.02
Phil 반도체	3899.96	68.51	1.79	원/유로	1334.68	-2.12	-0.16
유럽지수				금리			
영국 (FTSE)	7255.96	-35.24	-0.48	CD(91일)	1.15	0.00	0.00
프랑스 (CAC)	7141.98	-14.87	-0.21	국고채 3년	1.95	-0.02	-0.92
독일 (DAX)	16221.73	-29.40	-0.18	미국채 2년	0.50	0.00	0.84
아시아지수				미국채 10년	1.59	0.00	-0.21
한국 (KOSPI)	2947.38	-15.04	-0.51	상품			
한국 (KOSDAQ)	1032.77	1.51	0.15	금(NYMEX)	1861.00	-8.70	-0.47
일본 (NIKKEI)	29598.66	-89.67	-0.30	구리(LME)	9441.50	35.00	0.37
대만 (가권)	17841.37	77.33	0.44	철강(중국내수)	4718.00	-14.00	-0.30
홍콩 (항셍)	25319.72	-330.36	-1.29	BDI	2430.00	-161.00	-6.21
중국 (상해종합)	3520.71	-16.66	-0.47				
인도 (SENSEX)	59636.01	-372.32	-0.62				

※ 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

현대중공업 (329180KS)

투자의견: BUY (신규)

목표주가: 132,000 원 (신규)

Analyst 김용민

02-6923-7358

yongmin.kim@capefn.com

Stock Data

주가(11/18)	106,000원
액면가	5,000원
시가총액	9,410십억원
코스피 시총대비	0.43%
52주 최고/최저가	118,500원/97,000원
120일 평균거래대금	110십억원
외국인지분율	1.74%
주요주주	한국조선해양 79.72%

어떻게 봐도 대장주

투자이전 “매수”, 목표주가 “132,000 원” 으로 커버리지 개시

- 목표주가는 2022년 BPS 69,467원에 대형 조선 경쟁업체들(삼성중공업, 대우조선해양)의 2004년 3분기-2005년 4분기의 평균 PBR 1.6배를 20% 할증하여 제시 (Target PBR:1.9배)
- 수직적 통합 사업구조, 영업 규모, 친환경 선박 등 모든 측면에서 글로벌 조선 업체 중 1위
- 보호예수로 인한 오버행 리스크 존재하나 장기적 관점에서 업황 개선을 선도할 최선호 종목

왕관의 무게가 부담스럽지 않다

- 3분기말 기준 연간 수주목표 달성률 140.8% (90억불), 핵심은 고부가가치선 위주라는 점. 신조선가 급등한 올해 내에서도 2-3분기에 집중된 수주로 월등한 수익성 보여줄 예정
- 3분기말 부채비율 144%, 상반기말 순차입금 비율 34.9%로 경쟁사 대비 양호한 재무건전성 확보. 이를 기반으로 한 향후 사업 확장 자유도가 높으며 추가적인 자본확충 리스크 없음
- 그룹 차원의 기술력과 원재료 구매력을 누리며 대형 조선3사중 가장 앞선 모습을 보여줌. 엔진 사업 부문의 높은 수익성과 더불어 차세대 동력원의 우선적 탑재가 가능하다는 점에서 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄 적용

앞으로가 더 기대된다

- 계열사 현대미포조선의 메탄올 추진선에 이어 동사는 세계 최초 메탄올 추진 대형선 수주, 이외에 암모니아/수소 추진선 개발 등 다가오는 친환경 규제에 대한 준비가 가장 잘 되어 있는 조선사
- 현대중공업 그룹내 해상 그린 수소 인프라 시장의 Key player로서 중장기 미래 사업의 청사진은 이미 그려진 상태
- 차세대 친환경 연료가 자리잡기 전까지 사용될 LNG DF엔진 또한 동사의 엔진사업부문이 현존하는 모든 DF엔진 생산이 가능하며 높은 점유율을 유지할 전망

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.4	0.0	0.0
상대주가(%)	6.5	0.0	0.0

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	5,457	8,312	7,904	9,390	10,541
영업이익	(십억원)	129	33	-395	138	357
영업이익률	(%)	2.4	0.4	-5.0	1.5	3.4
지배주주순이익	(십억원)	-89	-431	-340	46	210
EPS	(원)	-2,164	-6,096	-8,312	515	2,361
증감률	(%)	적전	적지	적지	흑전	358.4
PER	(배)	0.0	0.0	-12.8	205.8	44.9
PBR	(배)	0.0	0.0	1.5	1.5	1.5
ROE	(%)	-1.6	-7.9	-5.9	0.7	3.3
EV/EBITDA	(배)	8.8	9.6	-64.2	26.5	17.2
순차입금	(십억원)	2,470	2,745	1,107	1,102	1,226
부채비율	(%)	146.7	157.4	138.0	129.1	124.3
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

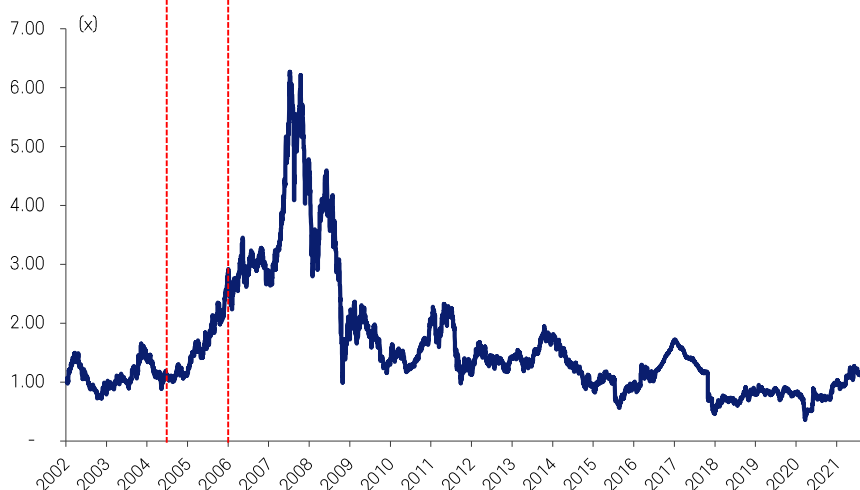
Valuation

3Q04-4Q05 경쟁사 두 곳의
평균 PBR 1.6배에 20%
할증을 적용한 타겟 PBR
1.9배

투자의견 “매수”, 목표주가 “132,000 원”으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 “매수” 및 목표주가 “132,000원” 으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 당사 추정 BPS 69,467원에 타겟PBR 1.9배를 적용한다. 이는 국내 조선업계의 호황 초기 대형 조선 경쟁사들인 삼성중공업과 대우조선해양의 2004년 3분기-2005년 4분기의 평균 PBR 1.6배에 할증을 적용한 값이다. 현재 동사는 안정적인 재무구조와 수직적으로 통합된 사업구조, 영업 규모, 차세대 친환경 선박 등 전체적인 면에서 경쟁사들의 우위에 있는 최선호 대형 조선업체라 판단하기에 20% 할증을 적용한다.

<그림1> 삼성중공업, 대우조선해양 평균 historical PBR



자료 : Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

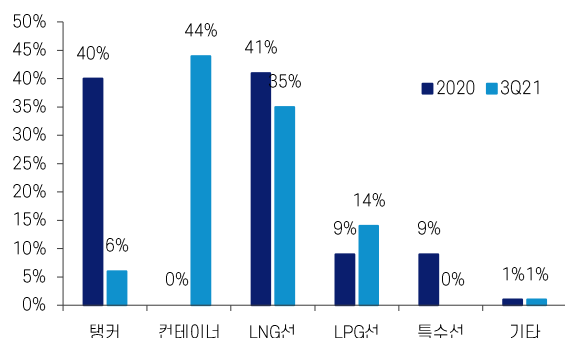
투자 포인트 1

수주 공간이 넓친다

비싼 것들로 채웠다는 점이
포인트

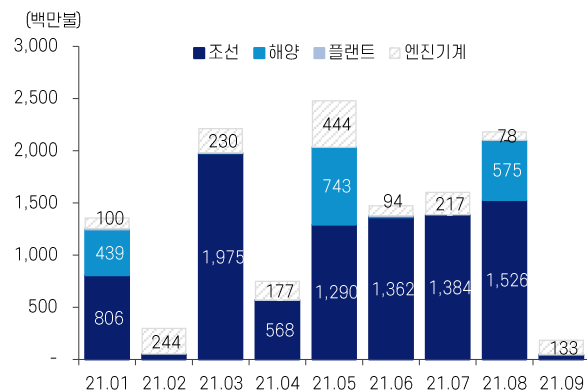
동사는 3분기말 기준 90억불의 신규 수주를 기록하며 연간 수주목표를 40.8% 초과 달성하였다. 하단의 그림과 같이 그 비중은 컨테이너선 44%, LNG선 35%, LPG선 14%의 순서인데, 작년 탱커에 집중되었던 수주 물량이 컨테이너선으로 몰렸다는 점이 가장 눈에 띈다. 작년 하반기 SCFI 운임지수가 급등하면서 올해 컨테이너선 수주가 쏟아졌고, 그 중에서 동사는 12,000TEU 이상의 초대형 컨테이너선을 27척 수주했다. 이중 12척은 LNG 추진선이며, 8척은 세계 최초의 대형 메탄올 추진선이다. 친환경 엔진을 탑재하면서 컨테이너선과 LNG선 위주의 수주 낭보를 올림과 동시에, 신조선가의 본격적인 상승을 겪은 2-3분기 안정적인 물량을 수주함으로써 향후 매출인식이 시작되는 2023년부터 월등한 수익성 개선세를 보일 것이다. 동사의 매출기준 수주잔량은 현재 184억불이다. 이는 동사의 건조 슬롯이 2024년 상반기까지 차있다는 것을 의미하고, 추후에도 수익성 위주의 선별적 수주를 받는 것이 가능하다.

<그림2> 현대중공업: 연간 신규수주 비중



자료 : 한국조선해양, 케이프투자증권 리서치본부, 주: 2020년 수주 41억불, 3Q21 YTD 수주 90억불

<그림3> 현대중공업: 월간 신규수주



자료 : 한국조선해양, 케이프투자증권 리서치본부

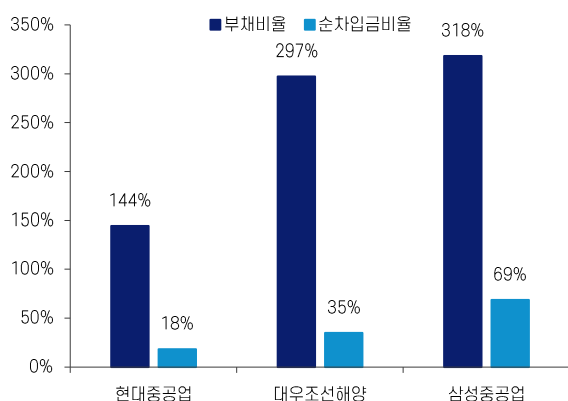
투자 포인트 2

건조한 재무건전성과 수익성

기초 체력도 특급

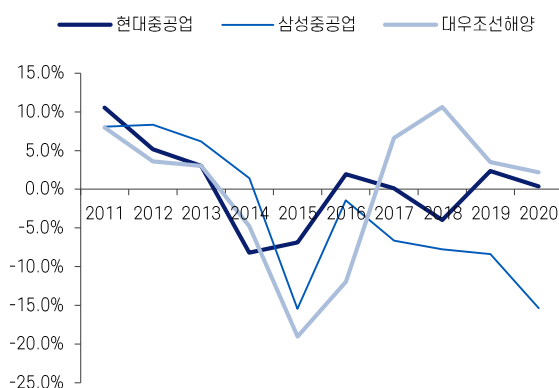
동사는 경쟁사들에 비해 양호한 재무구조를 기반으로 자본확충 리스크에서 자유롭고 향후 사업 확장의 자유도가 높다. 과거 수 년간의 수주 침체기에도 그룹 차원의 공통비 배분과 규모의 경제를 통해 영업손실을 최소화한 것이 차별점이다. 향후 스마트드, 친환경 선박, 선박 자율주행 시스템 등을 개발하기 위해 추가적인 자금이 필요할 경우에도 이와 같은 재무건전성은 동사의 경쟁력으로 부각될 것이다. 기업공개 당시 유상증자를 성공적으로 마무리했으며, 약 7,600억원의 재원이 친환경 및 자동화 연구개발을 위해 마련되었다.

<그림4> 3분기말 현대중공업 및 경쟁사 재무건전성 비교



자료 : 케이프투자증권 리서치본부

<그림5> 조선사별 연간 영업이익률 추이



자료 : 케이프투자증권 리서치본부

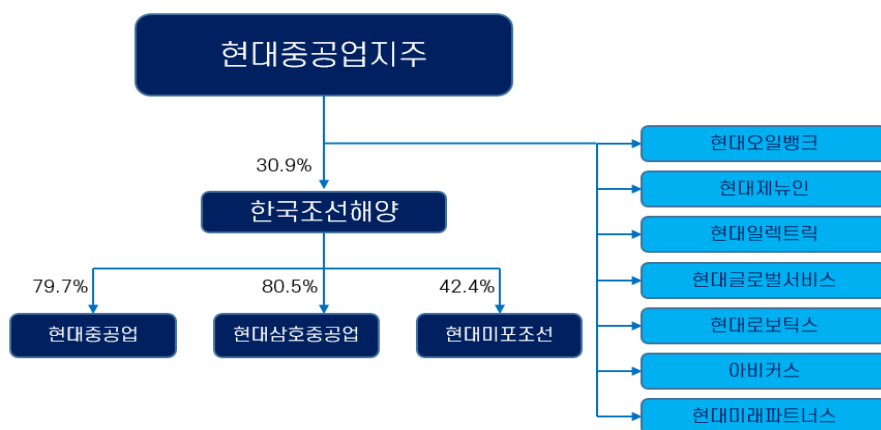
투자 포인트 3

통합된 사업구조, 기민한 변화의 전제 조건

서로 돕는 대가족의 힘

동사는 현대중공업지주의 조선 지주사 한국조선해양의 자회사이다. 한국조선해양은 이 외에도 삼호중공업과 미포조선을 보유하고 있으며, 한국조선해양은 세 조선사의 컨트론타워 역할을 하며 통합된 구매력을 행사하고 기술개발 또한 공유한다. 향후 더욱 직접적인 수혜를 입을 수 있는 부분은 탄소중립 시대에 각광 받을 수소경제의 밸류체인을 구성하는 데 있어서, 한국조선해양 외의 현대중공업지주의 그룹사들과 함께 실증사업부터 상용화까지 조선 해양 분야에서 선제적인 위치를 점할 수 있다는 점이다.

<그림6> 현대중공업지주 지배구조



자료 : 케이프투자증권 리서치본부

<그림7> 그룹내 수소 밸류체인에서 조선해양 부문을 맡을 현대중공업



자료 : 회사 자료, 케이프투자증권 리서치본부

투자 포인트 4

선박의 심장, 엔진 사업 부문이 가져올 시너지

전천후 플레이어

동사의 엔진기계 사업부는 글로벌 시장 점유율 1위를 차지하고 있으며, 그 중에서도 LNG DF엔진의 비중을 점차 확대해 나가고 있다. 대형 선박에 주로 쓰이는 2행정 엔진 시장에서 35%, 중소형 선박에 쓰이는 4행정 엔진은 현재 25%의 점유율을 확보했다. 여기서 주목해야 할 점은 동사의 그룹사 내에서 중소형 선박(미포조선), 엔진, 대형 선박 모두 제작 가능하다는 것이다.

일단 작게 만들어 보고,
괜찮으면 사이즈를 키우는
선주사들

8월, 글로벌 해운 리더 머스크는 동사에 세계 최초의 메탄올 추진 초대형 컨테이너선(16,000TEU) 8척을 발주하였다. 앞서 동사의 자매회사 현대미포조선이 세계 최초의 메탄올 추진 MR탱커를 2013년 최초 수주한 뒤 현재까지 도합 17척을 수주받은 전적이 있으나, 중형 선박이 아닌 대형 선박에 메탄올 추진 기술을 적용한 것은 동사가 세계 최초이다. 이처럼 친환경 선박과 같은 새로운 기술이 적용되는 선박의 발주가 나올 때, 일반적으로 중소형 선박에 먼저 적용되어 실증 기간을 거친 뒤 대형 선박에 탑재된다. 말하자면 중소형 선박이 파일럿 생산이 되고, 다년 간의 운영을 한 뒤 효율성 및 안전성이 검증된 뒤에 본격적인 대형화가 시작된다는 것이다. 이 부분에 있어 동사는 현대미포조선에 발주되는 차세대 선박들의 대형화를 담당함으로써 Re-rating이 가시화될 수 있다.

Appendix

현대중공업 기간별 보호예수 배정현황							(단위: 주)
	운용사(집합)	투자매매,중개업자	연기금, 운용사, 은행, 보험	기타	합계	비중	
2022-04-17	969,894	11,939	256,004	28,466	1,266,303	12.8%	
2022-01-17	1,783,305	44,274	2,092,421	110,707	4,030,707	40.7%	
2021-10-17	481,487	15,085	54,615	79,492	630,679	6.4%	
2021-10-02	24,895	618	3,693	12,625	41,831	0.4%	
미확약	225,620	32,031	72,817	3,600,012	3,930,480	39.7%	
계	3,485,201	103,947	2,479,550	3,831,302	9,900,000		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

조선사별 peer valuation																			
회사	티커	통화	주가	시가총액 (USDmn)	주가변동							지수대비 주가변동							PBR (배)
					YTD	1W	1M	3M	6M	12M		YTD	1W	1M	3M	6M	12M	21E	22E
한국																			
한국조선해양	009540 KS	KRW	96,600	5,801	-11.0	-2.4	0.8	-17.1	-17.1	-2.7	-13.5	-3.2	2.8	-10.4	-10.0	-18.5		0.6	0.6
현대중공업	329180 KS	KRW	106,000	7,984	NA	-5.4	4.4	NA	NA	NA	NA	-6.1	6.4	NA	NA	NA		1.6	1.5
삼성중공업	010140 KS	KRW	5,610	3,200	-14.9	-1.8	-7.7	-0.8	0.3	-0.7	-17.5	-2.5	-5.8	5.8	7.4	-16.5		1.3	1.4
대우조선해양	042660 KS	KRW	26,100	2,376	-4.7	8.7	8.3	-8.1	-28.7	0.6	-7.3	8.0	10.3	-1.4	-21.6	-15.2		1.0	1.0
현대미포조선	010620 KS	KRW	72,400	2,454	50.8	-0.4	9.0	-2.0	-22.9	76.4	48.3	-1.2	11.0	4.7	-15.8	60.6		1.3	1.2
일본																			
미쓰비시중공업	7011 JP	JPY	2,851.5	8,436	-9.6	1.2	-8.1	-1.7	-13.2	9.8	-22.4	0.2	-8.9	-7.5	-19.9	-8.5		0.8	0.7
가와사키중공업	7012 JP	JPY	2,085.0	3,070	-10.3	2.6	-24.5	-11.4	-17.1	30.7	-23.1	1.6	-25.3	-17.2	-23.8	12.4		0.8	0.7
미쓰이 E&S	7003 JP	JPY	410.0	299	17.1	-3.3	-27.2	-22.2	-19.3	7.6	4.4	-4.4	-28.0	-28.0	-26.0	-10.7		0.5	0.5
IHI	7013 JP	JPY	2,602.0	3,529	27.1	-1.6	-6.2	3.4	4.5	72.8	14.3	-2.7	-7.0	-2.4	-2.2	54.5		1.2	1.1
중국																			
중국선박공업	600150 CH	CHY	22.7	15,924	28.4	7.2	1.5	26.4	28.5	22.8	27.0	7.5	2.8	25.4	28.8	17.6		2.2	2.1
양쯔장	YZJSGD SP	SGD	1.3	3,683	33.0	0.8	-8.6	-12.4	-8.6	36.6	19.3	0.7	-10.5	-16.1	-13.6	20.2		0.1	0.1
기타																			
셈코프 마린	SMM SP	SGD	0.1	1,967	-31.7	3.7	6.3	-8.8	-47.2	-23.7	-45.5	3.6	4.4	-12.5	-52.3	-40.1		0.7	0.7
글로벌 평균				4,894	6.7	0.8	-4.3	-5.0	-12.8	20.9	-1.5	0.1	-4.0	-5.4	-13.5	5.1		1.0	1.0

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,999	7,597	7,251	7,543
현금및현금성자산	1,315	2,663	2,161	1,843
매출채권 및 기타채권	888	959	1,055	1,174
재고자산	779	1,013	1,124	1,251
비유동자산	6,800	6,971	6,877	6,760
투자자산	80	62	72	71
유형자산	6,020	6,138	6,095	6,055
무형자산	65	74	72	71
자산총계	13,800	14,568	14,128	14,304
유동부채	5,977	5,634	5,340	5,320
매입채무 및 기타채무	1,646	1,633	1,731	1,926
단기차입금	762	819	737	648
유동성장기부채	1,745	975	844	814
비유동부채	2,462	2,813	2,622	2,607
사채 및 장기차입금	2,039	2,441	2,188	2,130
부채총계	8,439	8,447	7,961	7,927
지배기업소유지분	5,361	6,121	6,167	6,376
자본금	354	444	444	444
자본잉여금	4,640	3,130	3,130	3,130
이익잉여금	-505	1,671	1,717	1,926
기타자본	872	876	876	876
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	5,361	6,121	6,167	6,376
총차입금	4,778	4,415	3,974	3,815
순차입금	2,745	1,107	1,102	1,226

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-200	915	280	130
영업에서 창출된 현금흐름	-72	1,011	391	297
이자외 수취	31	26	30	26
이자외 지급	-137	-123	-126	-114
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-22	1	-16	-79
투자활동 현금흐름	-201	-352	-340	-289
유동자산의 감소(증가)	-57	70	-65	-36
투자자산의 감소(증가)	26	18	-10	2
유형자산 감소(증가)	-219	-366	-200	-200
무형자산 감소(증가)	-9	-12	0	0
재무활동 현금흐름	730	785	-442	-159
사채및차입금증가(감소)	658	-362	-442	-159
자본금및자본잉여금 증감	0	-1,420	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	-8	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	321	1,348	-502	-318
기초현금	994	1,315	2,663	2,161
기말현금	1,315	2,663	2,161	1,843
FCF	-426	542	80	-70

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	8,312	7,904	9,390	10,541
증가율(%)	52.3	-4.9	18.8	12.3
매출원가	7,838	7,836	8,784	9,690
매출총이익	474	68	606	851
매출총이익률(%)	5.7	0.9	6.5	8.1
판매비와 관리비	442	463	468	494
영업이익	33	-395	138	357
영업이익률(%)	0.4	-5.0	1.5	3.4
EBITDA	285	-158	383	599
EBITDA M%	3.4	-2.0	4.1	5.7
영업외손익	-554	19	-51	-39
지분법관련손익	0	-0	0	0
금융손익	-18	-77	-26	-30
기타영업외손익	-554	19	-51	-39
세전이익	-540	-453	61	288
법인세비용	-109	-113	16	79
당기순이익	-431	-340	46	210
지배주주순이익	-431	-340	46	210
지배주주순이익률(%)	-5.2	-4.3	0.5	2.0
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	169	20	0	0
총포괄이익	-262	-320	46	210
EPS 증가율(%, 지배)	적지	적지	흑전	358.4
이자손익	-125	-103	-96	-88
총외화관련손익	-70	70	-70	-73

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	70,773	88,773	88,773	88,773
시가총액(십억원)	0	9,410	9,410	9,410
주가(원)	0	106,000	106,000	106,000
EPS(원)	-6,096	-8,312	515	2,361
BPS(원)	75,746	68,952	69,467	71,829
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	0.0	-12.8	205.8	44.9
PBR(X)	0.0	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(X)	9.6	-64.2	26.5	17.2
ROE(%)	-7.9	-5.9	0.7	3.3
ROA(%)	-3.1	-2.4	0.3	1.5
ROIC(%)	0.3	-3.9	1.4	3.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	157.4	138.0	129.1	124.3
순차입금/자기자본(%)	51.2	18.1	17.9	19.2
유동비율(%)	117.1	134.8	135.8	141.8
이자보상배율(X)	0.2	-3.0	1.1	3.1
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권 회전율	0.0	8.6	9.3	9.5
재고자산 회전율	10.4	8.8	8.8	8.9
매입채무 회전율	0.0	4.8	5.2	5.3

한국조선해양 (009540KS)

투자의견: BUY (신규)

목표주가: 128,000 원 (신규)

Analyst 김용민

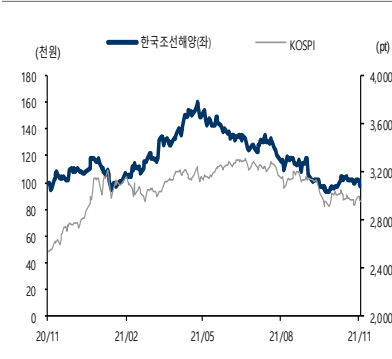
02-6923-7358

yongmin.kim@capefn.com

Stock Data

주가(11/18)	96,600원
액면가	5,000원
시가총액	6,837십억원
코스피 시총대비	0.31%
52주 최고/최저가	160,500원/93,600원
120일 평균거래대금	37십억원
외국인지분율	19.30%
주요주주	현대중공업지주 외 12인 33.96% 국민연금공단 6.76%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.8	-37.3	-2.7
상대주가(%)	2.9	-32.5	-16.0

아직은 지주사, 그러나 너무 싼 가격

투자의견 “매수”, 목표주가 “128,000 원”으로 커버리지 개시

- 목표주가는 투자자산 공정가치들의 합에 35% 할인을 적용한 뒤 순현금을 더하여 제시
- 글로벌 1위 대형 조선사와 중형 조선사를 모두 보유한 중간지주사
- 별도 사업부문의 부재로 인한 주가 동인의 제한은 아쉬운 점

그룹내 조선산업의 컨트롤타워

- 9월 상장한 현대중공업의 뒤를 이어 내년 현대삼호중공업 상장 예정, 완전한 중간지주사의 형태
- 3분기말 별도기준 순현금 1조5천억원, 연결기준 순현금으로 전환
- 현대중공업그룹의 수소 Value chain 전개 시 기술개발 및 M&A 전담 기대. 별도의 자본확충 없이 성공적인 신사업 확장시 re-rating 기회 존재
- 글로벌 수주 잔고의 16.4% 점유율 (대우조선해양 인수합병시 22.6%), LNG선의 경우 44% (인수합병시 56%) 점유율로 규모의 경제 실현, 업사이클 구간에서 가격 교섭력 확대 가능

다시 뛰기 위해서 필요한 것들

- 3분기 후판 관련 충당금 환입된 점과 별도의 공손충이 없다는 점, 최근의 선가 상승세를 감안할 경우, 향후 일회성 비용 적립으로 인한 적자 가능성은 낮다고 판단
- 핵심 자회사들의 연이은 상장으로 투자 매력도 감소, 대우조선해양 인수합병 무조건승인시 당사 재무구조 개선을 위한 자본확충으로 단기적인 투자심리 악화 가능성 존재. 오히려, 대우조선해양 인수합병이 무산될 경우 유상증자 리스크 해소로 인식될 수 있음
- 그럼에도 불구하고 현재 주가는 연결회사들의 가치를 제대로 반영하지 못한 상태, 다소 높은 할인율을 적용하더라도 동사의 공정가치에 미달

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	15,183	14,904	14,812	17,108	18,904
영업이익	(십억원)	290	74	-788	291	618
영업이익률	(%)	1.9	0.5	-5.3	1.7	3.3
지배주주순이익	(십억원)	164	-834	-561	59	301
EPS	(원)	2,318	-11,781	-7,933	835	4,250
증감률	(%)	흑전	적전	적지	흑전	409.0
PER	(배)	54.6	-9.2	-12.2	115.7	22.7
PBR	(배)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	1.6	-6.6	-4.9	0.5	2.6
EV/EBITDA	(배)	17.5	23.0	-26.4	15.7	10.3
순차입금	(십억원)	1,819	1,911	436	962	564
부채비율	(%)	93.8	103.2	101.3	97.7	97.2
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Valuation

투자 의견 “매수”, 목표주가 “128,000 원”으로 커버리지 개시

투자자산 공정가치들의 합에
30~40% 할인을 적용한 뒤
순현금을 더한 SOTP
Valuation으로 목표주가
128,000원 제시

동사에 대한 투자 의견 “매수” 및 목표주가 “128,000원”으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 투자자산
공정가치들의 합에 35% 할인을 적용한 뒤 순현금을 더한 값을 시가총액으로 적용한다. 연결 조선 자회사
들의 상장으로 투자 매력에 하락, 최근 상승세를 보인 섹터 내에서 상대적으로 둔한 주가 움직임을 보였으
나, 상장사 30%, 비상장사 및 기타 40%의 보수적인 할인율을 적용하여도 연결회사들의 가치에 기반하여
산정된 목표주가는 높은 상승여력을 가지고 있다.

한국조선해양 SOTP Valuation		(단위: 십억 원)
상장사		투자자산가치
현대중공업		7,501.6
현대미포조선		1,229.5
현대에너지솔루션		123.0
HMM		104.7
소계	A	8,958.8
할인율	B	30%
비상장사 및 기타		투자자산가치
현대삼호중공업*		1,557.6
기타**		627.1
소계	C	2,184.7
할인율		40%
총계	$E=A(1-B)+C(1-D)$	7,582.0
순차입금 (순현금)	F	(1,509.7)
기업가치	$G=E-F$	9,091.7
주식수 (천 주)	H	70,773
적정주가	$I=G/H*1mn$	128,462

자료: 케이프투자증권 리서치본부, 주: * 상반기말 기준 PBR 0.9 (현대중공업 기업공개 당시 공모가), **장부가액

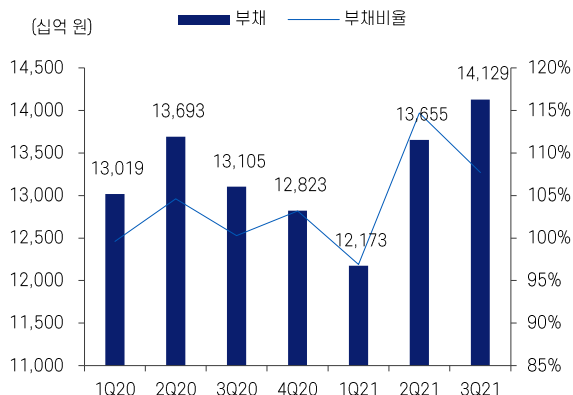
투자 포인트 1

돈 들어올 일만 남았다

추가적인 일회성 비용 적립
가능성은 낮다

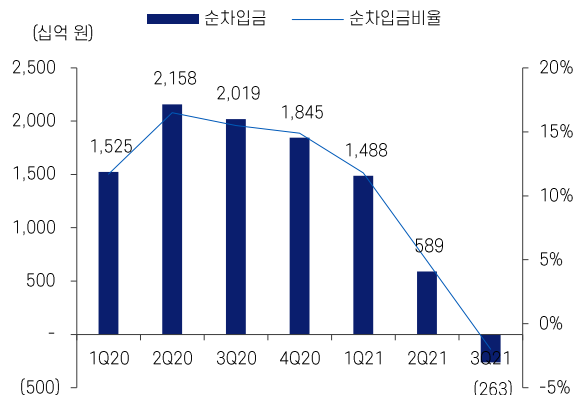
2분기 후판가 급등으로 인한 빅배스가 지난 뒤, 정상화되는 철광석 가격 추이에 따라 3분기 후판가 충당금
환입이 있었고 상승세를 지속하는 선가 덕분에 신규수주 관련 공손충 적립 또한 없었다. 2022년 흑자전환
을 기점으로 점진적인 수익성 확대가 되고, 이로 인해 누적되는 이익금은 동사의 신사업 발굴 및 그룹사 차
원의 수소 Value Chain 형성의 재원으로 활용될 것으로 예상된다. 동사는 3분기말 별도기준 순현금 1조 5
천억원을 보유하고 있으며, 연결기준으로도 순현금으로 전환하였다.

<그림1> 한국조선해양: 부채 및 부채비율



자료 : 한국조선해양, 케이프투자증권 리서치본부

<그림2> 한국조선해양: 순차입금 및 순차입금비율



자료 : 한국조선해양, 케이프투자증권 리서치본부

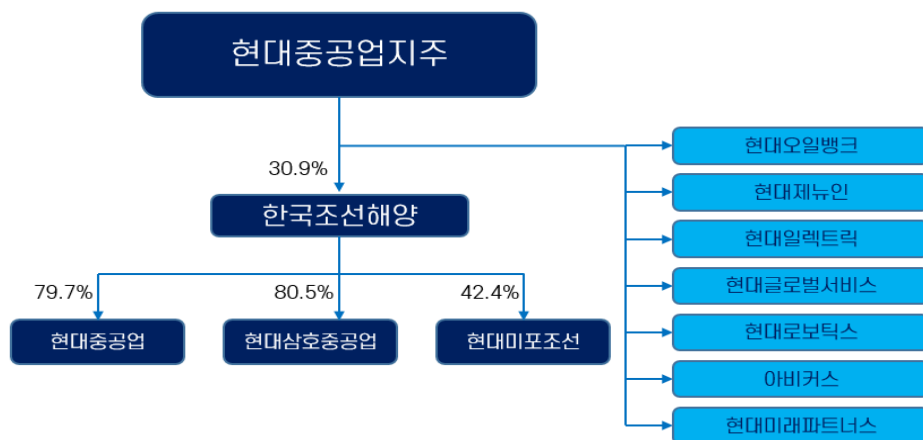
투자 포인트 2

가진 것보다 이를 것들을 바라본다면

그룹내 해상 수소 생산 및
운송 역할

동사는 현대중공업그룹의 수소 Value Chain 전개 시 기술개발 및 관련 M&A를 전담할 것으로 기대된다. 현대중공업지주의 조선해양 중간지주사로서, 그룹 차원의 수소 사업의 주요 축을 이루며 해상 수소 생산부터 운송 및 저장 역할을 맡는다. 전기에너지를 이용하여 순수한 물로부터 수소를 생산하는 수전해 기술의 효율성을 올리는 경우, 기존의 해상 풍력 발전 기술과 해양플랜트 기술을 융합하여 해상 수소생산 플랜트를 개발할 수 있으며, 이와 동시에 생산된 수소를 운송하고 저장하는 수소 선박의 개발 또한 진행중이다. 이 과정에서 동사는 R&D와 동시에 핵심기술 보유기업 M&A의 주체가 될 것으로 판단되는데, 현재 보유중인 연결회사들의 가치에 할인을 받는 방식이 아닌 별도사업부문의 리레이팅 기회가 될 것이라 예상된다.

<그림3> 현대중공업지주 지배구조



자료 : 케이프투자증권 리서치본부

<그림4> 현대중공업그룹: 해상 수소 생산 인프라 로드맵



자료 : 한국조선해양, 케이프투자증권 리서치본부

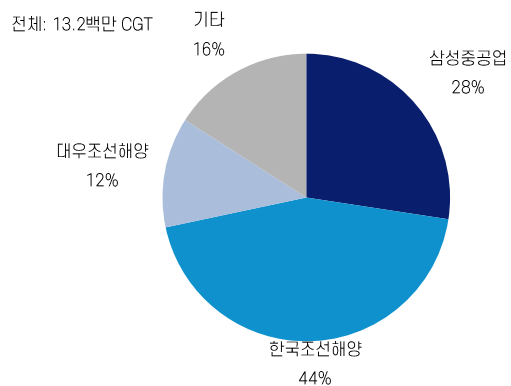
투자 포인트 3

규모의 경제를 넘어서

가격은 높게, 비용은 낮게

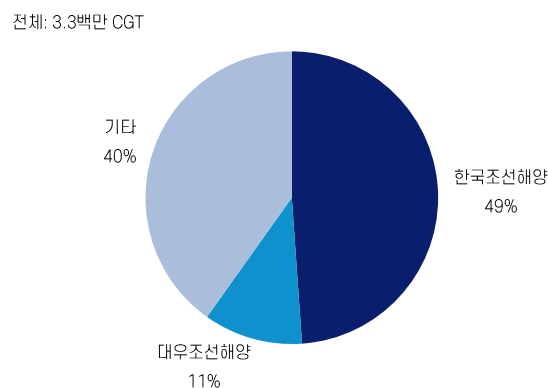
동사는 글로벌 수주 잔고 기준 16.4%의 시장 점유율을 가지고 있다. 이는 현재 진행중인 대우조선해양 인수합병이 성사될 시 22.6%로 증가한다. 시장 지배라 하기에는 낮은 점유율일 수 있으나, 주력선종의 경우 매우 높은 시장점유율을 갖고 있다. LNG선의 경우 44% (인수합병시 56%)를 갖고 있으며, LPG선은 49% (인수합병시 60%)를 보유하고이며, 이는 향후 우호적인 업황이 지속될 경우 높은 교섭력을 가지게 되는 요인이다. 추가적으로, 원재료 구입에 있어서도 규모의 경제가 실현된다. 그룹 단위의 통합 영업을 통해 수주를 확대할 뿐만 아니라, 원재료 구매시 통합 구매를 통해 가격 협상력의 우위를 차지할 수 있다.

<그림5> 글로벌 LNG선 수주잔고



자료 : Clarksons, 케이프투자증권 리서치본부

<그림6> 글로벌 LPG선 수주잔고



자료 : Clarksons, 케이프투자증권 리서치본부

<그림7> 한국조선해양: 조선 인프라 구축의 영업 단계별 장점

영업	연구	설계	구매	핵심기자재
그룹사 통합 영업 • 수주 확대 • 중형/대형선 Package Deal	그룹 R&D 역량 보유 • 미래기술연구원 • 선박해양연구소, 엔진연구소 - 기반 및 미래기술 개발 - 운항성능, 친환경기술 고도화	Total 엔지니어링 제공 • 기본/상세/생산 설계 → 최적화 • 중복 선형 경쟁력 향상 • 원가절감	통합 구매 • 규모의 경제 실현 • 가격 협상력 우위	수직계열화 및 인소싱 • 세계 일류상품 선정 - 대형/중형엔진 - 프로펠러, 샤프트 등 선미재

자료 : 한국조선해양, 케이프투자증권 리서치본부

투자 포인트 4

대우조선해양 인수합병, 밀지는 장사는 없다

승인시 규모의 경제 확대,
불발시 자본확충 리스크
해소

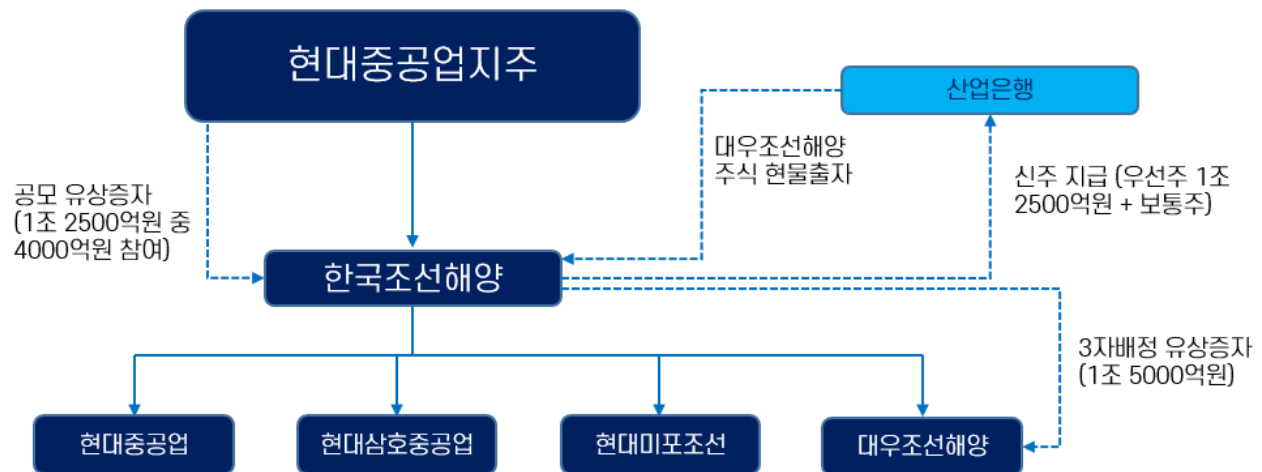
최근 EU 경쟁당국의 대우조선해양 인수합병 건에 대한 승인여부가 다시 한 번 연기되고, 공정위가 해당 기업결합을 조건부로 승인할 가능성이 높다는 추측이 나오고 있다. LNG선의 글로벌 시장 합산 점유율이 독과점을 형성할 우려가 있다고 보기 때문이다. 이는 EU에 경쟁 조선사들이 있는 것이 아니라, 유럽에 위치한 글로벌 선주사들이 선박 발주시 독과점으로 인해 단가가 높게 책정되는 것을 우려하기 때문이다.

이에 관해서는 작년 8월 싱가포르의 무조건 승인 판정을 들여다볼 필요가 있다. 싱가포르는 1년간 두 단계에 걸쳐 심사를 진행했는데, 2단계 심사에서 주로 다른 내용이 바로 시장지배력으로 인한 경쟁 둔화였다. 이에 대해 싱가포르 경쟁위원회 (CCCS)는 시장점유율은 다음 입찰에서 쉽게 변동될 수 있으며, 입찰 시장이라는 조선산업의 특성상 단 하나의 유효 경쟁 업체라도 존재한다면 시장지배력 남용에 대한 우려는 해소될 수 있다고 판단하였다. 현재 국내에는 삼성중공업, 중국에는 CSSC와 후동중화조선과 같은 경쟁업체가 존재한다.

해당 인수합병 건이 무산된다고 해도, 이는 자본확충 리스크 해소로 해석될 수 있다. 동사는 대우조선해양 인수시 산업은행에 1조 2500억원 규모의 상환전환우선주와 보통주(지분율 약 7%)를 출자하기로 되어 있으며, 인수 후에도 대우조선해양의 재무구조 개선을 위해 공모유상증자가 예정되어 있다. 인수합병 건이 무산되면 이로 인한 잠재적인 자본확충 리스크가 해소됨에 따라, 상대적으로 부진했던 밸류에이션에 대한 상승이 일어날 수 있다.

Appendix

<그림8> 한국조선해양의 대우조선해양 인수구조



자료: 케이프투자증권

조선사별 peer valuation

회사	티커	통화	주가	시가총액 (USDmn)	주가변동						지수대비 주가변동						PBR (배)	
					YTD	1W	1M	3M	6M	12M	YTD	1W	1M	3M	6M	12M	21E	22E
한국																		
한국조선해양	009540 KS	KRW	96,600	5,801	-11.0	-2.4	0.8	-17.1	-17.1	-2.7	-13.5	-3.2	2.8	-10.4	-10.0	-18.5	0.6	0.6
현대중공업	329180 KS	KRW	106,000	7,984	NA	-5.4	4.4	NA	NA	NA	NA	-6.1	6.4	NA	NA	NA	1.6	1.5
삼성중공업	010140 KS	KRW	5,610	3,200	-14.9	-1.8	-7.7	-0.8	0.3	-0.7	-17.5	-2.5	-5.8	5.8	7.4	-16.5	1.3	1.4
대우조선해양	042660 KS	KRW	26,100	2,376	-4.7	8.7	8.3	-8.1	-28.7	0.6	-7.3	8.0	10.3	-1.4	-21.6	-15.2	1.0	1.0
현대미포조선	010620 KS	KRW	72,400	2,454	50.8	-0.4	9.0	-2.0	-22.9	76.4	48.3	-1.2	11.0	4.7	-15.8	60.6	1.3	1.2
일본																		
미쓰비시중공업	7011 JP	JPY	2,851.5	8,436	-9.6	1.2	-8.1	-1.7	-13.2	9.8	-22.4	0.2	-8.9	-7.5	-19.9	-8.5	0.8	0.7
가와사키중공업	7012 JP	JPY	2,085.0	3,070	-10.3	2.6	-24.5	-11.4	-17.1	30.7	-23.1	1.6	-25.3	-17.2	-23.8	12.4	0.8	0.7
미쓰이 E&S	7003 JP	JPY	410.0	299	17.1	-3.3	-27.2	-22.2	-19.3	7.6	4.4	-4.4	-28.0	-28.0	-26.0	-10.7	0.5	0.5
IHI	7013 JP	JPY	2,602.0	3,529	27.1	-1.6	-6.2	3.4	4.5	72.8	14.3	-2.7	-7.0	-2.4	-2.2	54.5	1.2	1.1
중국																		
중국선박공업	600150 CH	CHY	22.7	15,924	28.4	7.2	1.5	26.4	28.5	22.8	27.0	7.5	2.8	25.4	28.8	17.6	2.2	2.1
양프장	YZJSGD SP	SGD	1.3	3,683	33.0	0.8	-8.6	-12.4	-8.6	36.6	19.3	0.7	-10.5	-16.1	-13.6	20.2	0.1	0.1
기타																		
샘코프 마린	SMM SP	SGD	0.1	1,967	-31.7	3.7	6.3	-8.8	-47.2	-23.7	-45.5	3.6	4.4	-12.5	-52.3	-40.1	0.7	0.7
글로벌 평균				4,894	6.7	0.8	-4.3	-5.0	-12.8	20.9	-1.5	0.1	-4.0	-5.4	-13.5	5.1	1.0	1.0

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	13,001	13,993	13,773	14,373
현금및현금성자산	3,703	5,500	4,543	4,765
매출채권 및 기타채권	1,030	1,088	1,164	1,223
재고자산	1,253	1,378	1,420	1,491
비유동자산	12,243	12,579	12,459	12,479
투자자산	704	895	928	969
유형자산	9,971	9,995	9,999	10,003
무형자산	117	126	123	119
자산총계	25,244	26,573	26,231	26,852
유동부채	9,512	9,460	9,322	9,616
매입채무 및 기타채무	2,683	2,835	2,749	2,777
단기차입금	1,635	1,416	1,466	1,466
유동성장기부채	2,111	1,621	1,571	1,528
비유동부채	3,311	3,910	3,639	3,620
사채 및 장기차입금	2,384	2,971	2,601	2,513
부채총계	12,823	13,370	12,961	13,236
지배기업소유지분	10,906	10,490	10,549	10,850
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,401	2,401	2,401
이익잉여금	15,419	14,873	14,932	15,233
기타자본	-7,267	-7,138	-7,138	-7,138
비지배지분	1,515	2,713	2,721	2,766
자본총계	12,421	13,203	13,271	13,616
총차입금	6,757	6,622	6,300	6,204
순차입금	1,911	436	962	564

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-90	482	-494	563
영업에서 창출된 현금흐름	43	589	-380	705
이자외 수취	64	64	73	73
이자외 지급	-189	-180	-182	-174
배당금 수입	13	6	0	0
법인세부담액	-21	3	-5	-41
투자활동 현금흐름	457	1,336	-162	-266
유동자산의 감소(증가)	507	455	-109	-80
투자자산의 감소(증가)	28	-191	-33	-42
유형자산 감소(증가)	-331	-441	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-7	-13	0	0
재무활동 현금흐름	1,227	-52	-323	-96
사채및차입금증가(감소)	1,069	-135	-323	-96
자본금및자본잉여금 증감	-83	0	0	0
배당금 지급	0	-1	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	-14	2	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	1,478	1,797	-958	223
기초현금	2,225	3,703	5,500	4,543
기말현금	3,703	5,500	4,543	4,765
FCF	-468	24	-894	163

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	14,904	14,812	17,108	18,904
증가율(%)	-1.8	-0.6	15.5	10.5
매출원가	14,159	14,956	16,152	17,601
매출총이익	745	-144	956	1,304
매출총이익률(%)	5.0	-1.0	5.6	6.9
판매비와 관리비	670	643	665	685
영업이익	74	-788	291	618
영업이익률(%)	0.5	-5.3	1.7	3.3
EBITDA	484	-392	690	1,018
EBITDA M%	3.2	-2.6	4.0	5.4
영업외손익	-619	59	-175	-196
지분법관련손익	0	-0	0	0
금융손익	-24	-119	-42	-36
기타영업외손익	-620	59	-175	-196
세전이익	-569	-848	73	386
법인세비용	266	-215	5	41
당기순이익	-835	-633	68	345
지배주주순이익	-834	-561	59	301
지배주주순이익률(%)	-5.6	-3.8	0.3	1.6
비지배주주순이익	-1	-71	9	45
기타포괄이익	282	151	0	0
총포괄이익	-553	-481	68	345
EPS 증가율(%, 지배)	적전	적지	흑전	409.0
이자손익	-146	-118	-109	-101
총외화관련손익	-152	293	66	64

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	70,773	70,773	70,773	70,773
시가총액(십억원)	7,679	6,837	6,837	6,837
주가(원)	108,500	96,600	96,600	96,600
EPS(원)	-11,781	-7,933	835	4,250
BPS(원)	154,102	148,220	149,055	153,304
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	-9.2	-12.2	115.7	22.7
PBR(X)	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(X)	23.0	-26.4	15.7	10.3
ROE(%)	-6.6	-4.9	0.5	2.6
ROA(%)	-3.3	-2.4	0.3	1.3
ROIC(%)	1.3	-4.5	2.2	4.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	103.2	101.3	97.7	97.2
순차입금/자기자본(%)	15.4	3.3	7.2	4.1
유동비율(%)	136.7	147.9	147.7	149.5
이자보상배율(X)	0.4	-4.3	1.6	3.5
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7
매출채권 회전율	0.0	14.0	15.2	15.8
재고자산 회전율	11.6	11.3	12.2	13.0
매입채무 회전율	0.0	5.4	5.8	6.4

국내외 경제이슈

Economist 채현기

02-6923-7348

hkchae@capefn.com

연구원 황준호

02-6923-7357

junhohwang94

@capefn.com

미 증시, 경제지표 및 기업실적 호조에도 인플레이션 우려에 혼조세

미국	월리엄스 뉴욕 연은 총재, 광범위한 인플레이션 상승세가 보이고 있다고 우려 - 장기 인플레이션 기대치가 이전의 하락세에서 역전된 상태이며, 아직까지는 연준의 프레임워크에 부합하지만 인플레이션이 높아지는 것은 부정적인 현상이 될 것이라고 언급 - 미국 경제에 대해서는 회복세를 보이고 있지만 팬데믹은 여전히 진행되고 있으며, 높은 인플레이션이 함께 작용하면서 많은 사람들에게 어려움을 줄 것이라고 전망 - 에반스 시카고 연은 총재, 공급망 문제가 개선될 경우 내년 미국의 경제 성장률은 호조를 보일 것이라고 예상. 또한 구인난에 대해서도 더 많은 사람들이 직장으로 복귀하면서 실업률은 4% 이하로 떨어지고 고용시장은 개선될 것으로 예상, 인플레이션은 2022년말 2%에 가깝게 완화될 것으로 전망 11월 필라델피아 연은 제조업지수, 예상치(24)를 상회하며 전월대비 상승(23.8→39) - 필라델피아 연은에 따르면, 11월 제조업 활동이 계속 성장했으며, 11월에는 42%에 가까운 기업들이 현재 활동이 증가했다고 보고. 또한 출하지수(30.0→31.2), 신규 수주지수(30.8→47.4), 가격지불지수(70.3→80.0) 등이 전월에 비해 고르게 증가했다고 설명 11월 캔자스시티 연은 제조업지수, 예상치(28)를 하회하며 전월대비 하락(31→24) - 향후 6개월간 전망을 보여주는 합성 기대지수는 전월대비 소폭 상승(34→35). 반면 11월 제조업 활동지수는 전월대비 하락(25→17) 주간 실업수당 청구건수, 예상치(26만명)를 소폭 상회하며 전주대비 감소(26.9만명→26.8만명) - 4주 이동평균 실업수당 청구건수는 전주대비 감소(27.85만명→27.275만명). 일주일 이상 연속 실업보험 청구건수 또한 전주대비 감소(220.9만명→208만명)
유럽	ECB, 안정성 보고서에서 부동산과 금융시장의 취약성 경고 - 17일(수) 발표한 보고서에서 자산시장 거품을 경고하면서, 주택담보대출을 상환해야 하는 가계가 금리 상승이라는 위험에 노출되어 있다고 강조 - CNBC에 따르면, 라가르드 총재가 인플레이션이 예상보다 오래 지속되고 있으며 현재 정책 대응이 경제에 타격을 줄 것이라고 언급한 것을 인용, ECB가 2023년 전에 금리 인상을 발표할 것이라고 전망
환율	달러 인덱스(DXY)는 전일대비 0.30pt(0.32%) 하락한 95.52pt 를 기록 - 달러화는 최근 미 경제지표 호조 및 유로화의 상대적인 약세에도 불구하고, 단기간 급등세 및 레벨 부담 등의 영향으로 전일대비 하락 원/달러 환율은 전일대비 2.1 원(0.18%) 하락한 1,180.4 원에 마감 - 그간 이어졌던 달러화 강세가 잠시 진정되고 전반적인 변동성이 제한된 가운데, 국내 증시에서의 외국인 순매수세에 힘입어 전일대비 하락
원자재	금 가격(12 월물)은 전일대비 0.47% 하락한 온스당 1,861.0 달러로 마감 - 미국 인플레이션이 장기간 지속될 것이라는 우려가 상존하는 가운데, 연준위원들의 때파적인 발언에도 불구하고, 차익 실현 목적의 매물 출회가 하락 요인으로 작용 WTI 유 가격(12 월물)은 전일대비 0.70% 상승한 배럴당 78.91 달러로 마감 - 미국이 중국을 포함한 다른 국가들과 함께 전략적 비축유를 방출하는 방안을 추진한다는 소식에도 불구하고, 이러한 조치의 영향력이 제한적일 것으로 인식되면서 유가는 전일대비 상승

Appendix

글로벌 증시와 원자재						
종목	현재	1D(%)	1W(%)	1M(%)	1Y(%)	5Y(%)
코스피	2,947.38 (pt)	-0.51	-0.72	-2.70	15.70	49.27
코스닥	1,032.77 (pt)	0.15	2.35	2.73	20.10	66.51
다우존스	35,870.95 (pt)	-0.17	-0.64	1.17	21.67	90.12
S&P500	4,704.54 (pt)	0.34	0.46	4.09	31.34	115.62
나스닥	15,993.71 (pt)	0.45	0.84	5.71	34.35	200.55
유로스톡스 50	4,383.70 (pt)	-0.39	0.31	5.20	26.99	45.12
상해종합	3,520.71 (pt)	-0.47	-0.52	-2.02	4.69	10.27
니케이 225	29,598.66 (pt)	-0.30	-0.04	1.31	15.46	64.74
MSCI AC World	756.35 (pt)	-0.33	-0.06	2.31	23.94	84.78
CRB 원자재	568.57 (pt)	0.01	-0.36	0.10	34.25	37.87

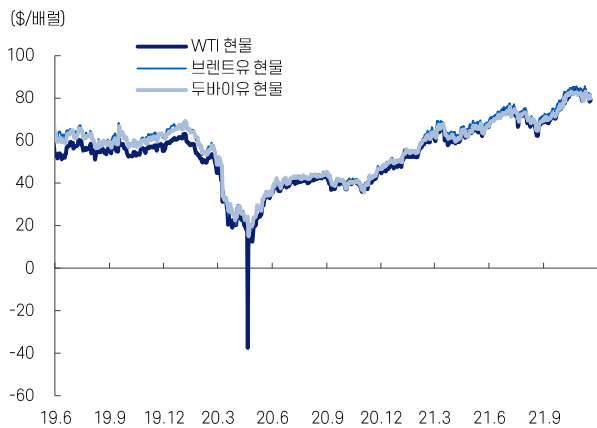
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

달러인덱스와 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

국제 원유 가격

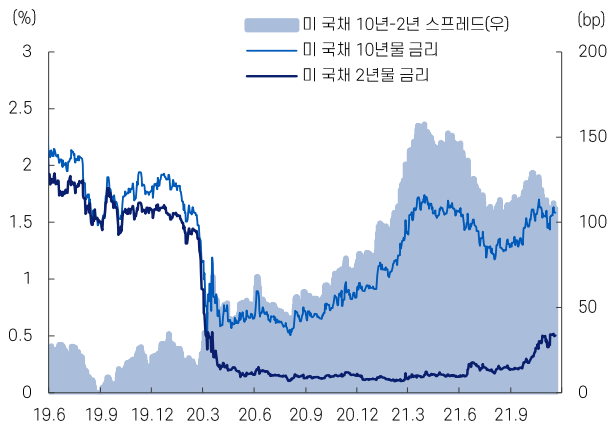


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

금리 및 환율						
종목	현재	1D(bp/%)	1W(bp/%)	1M(bp/%)	1Y(bp/%)	5Y(bp/%)
국고채 3년	1.95 (%)	-1.8	-1.3	9.3	99.0	20.5
국고채 10년	2.34 (%)	-1.7	-1.5	-3.5	71.8	19.9
미 국채 2년	0.50 (%)	0.4	-0.9	10.7	34.1	-56.6
미 국채 10년	1.59 (%)	-0.3	2.4	-5.2	75.6	-76.9
중국 시보(7월)	2.18 (%)	-1.0	4.0	-13.0	-7.0	-25.0
달러 인덱스	95.52 (pt)	-0.32	0.42	1.91	3.50	-5.62
원/달러	1,180.40 (원)	-0.18	0.07	0.14	5.81	-0.24
달러/유로	1.14 (달러)	0.49	-0.62	-2.23	-4.22	7.42
엔/달러	114.24 (엔)	0.14	0.31	-0.12	10.12	3.00
위안/달러	6.39 (위안)	0.13	0.10	0.05	-3.00	-7.27

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국채 2년물과 10년물 금리



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

금과 은 가격



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부