

조선 Overweight



Analyst 유재선

02-3771-8011 / jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699 / kyungjae.wee@hanafn.com

선가가 증명하는 긍정적인 업황

원가 부담 증가를 극복할 수준의 선가 상승 확인되는 중

건조 능력이 우수한 한국 조선소 도크 슬롯이 빠르게 줄어들고 있다. 노후선뿐만 아니라 환경규제 대응 목적 선대 교체 목적 발주 물량만 고려하더라도 향후 발주처가 고려할 수 있는 가장 좋은 옵션을 선택할 기회가 줄어들고 있는 것이다. 충분히 확보된 수주잔고를 기반으로 신규 수주 물량에 상승한 원가를 충분히 전가하는 모습이 최근 수주되는 선박들의 선가를 통해 직접 확인되고 있다. 높아진 선가야말로 가격협상력이 최대로 발휘된다는 증거다.

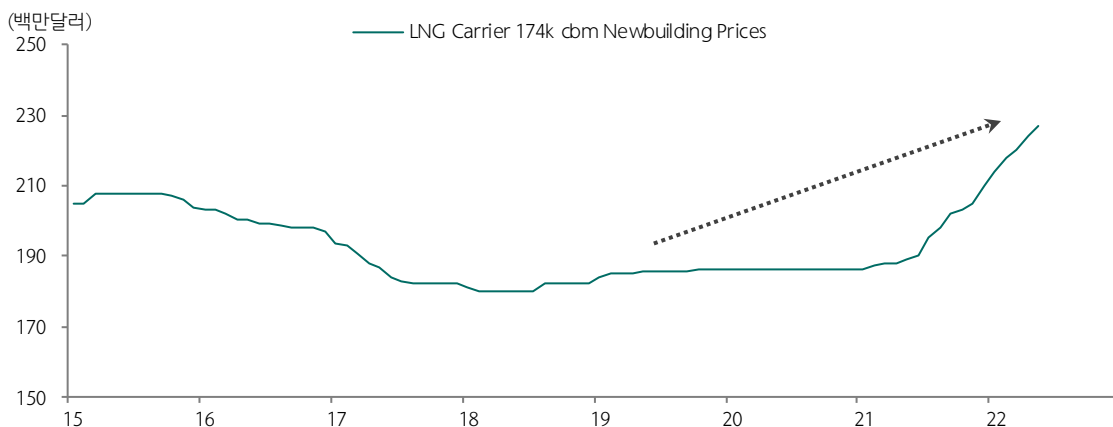
2022년 하반기 조선업체 합산 영업이익 -509억원(적자지속)

2022년 하반기 조선업체 합산 영업이익은 -509억원으로 전년대비 적자를 지속할 전망이다. 대형 조선소 실적의 턴어라운드 시점은 2022년 4분기 또는 2023년 상반기로 예상된다. 1분기 후판 및 기자재 비용 상승 등으로 인한 충당금 적립이 있었기 때문에 연간 흑자 달성은 쉽지 않다고 판단된다. 하반기에는 매크로 지표 추이에 달렸지만 철광석, 원료탄의 추가적인 가격 강세가 나타나지 않을 경우 원만한 실적 개선 흐름이 확인될 것으로 판단된다.

업종 투자이건 비중확대, Top Pick으로 현대미포조선 유지

Top Pick은 현대미포조선이다. 향후 부각될 것으로 예상되는 주요 리스크 포인트인 대형 컨테이너 시황 부진에 대한 우려, 카타르 LNG선 선가 협상, 러시아 익스포저 등의 이슈로부터 자유롭기 때문이다. 또한 가장 빠른 실적 턴어라운드를 시현할 것으로 기대된다. 전방 조선업체 수주잔고 증가에 따른 수혜가 예상되는 보냉재 및 엔진 제작업체에도 관심을 기울일 필요가 있다. 화물창 기술 및 설계 변화로 보냉재 업체 고객사 확대가 확인된다. 따라서 중장기적 관점에서 추가 증설과 그에 따른 추세적인 외형 증가가 예상된다.

대형 LNG선 선가 추이 (2020년 6월 대비 20% 이상 높은 수준)

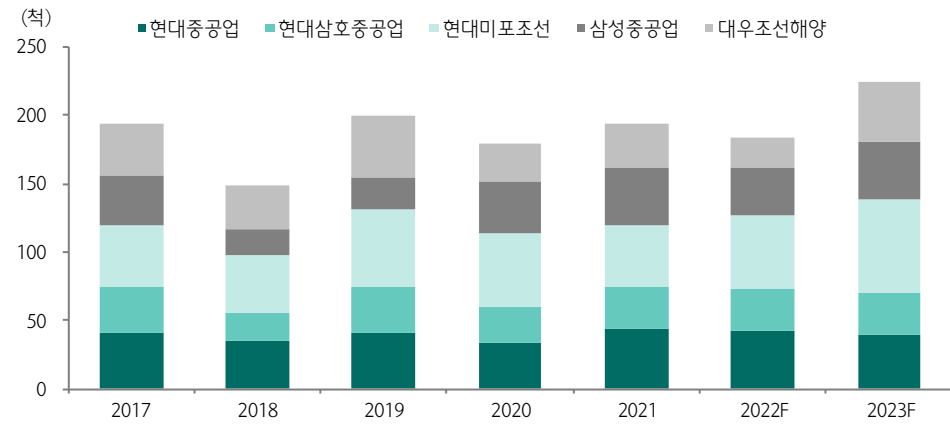


자료: Clarksons, 하나금융투자

Summary

2023년 인도물량 증가 전망

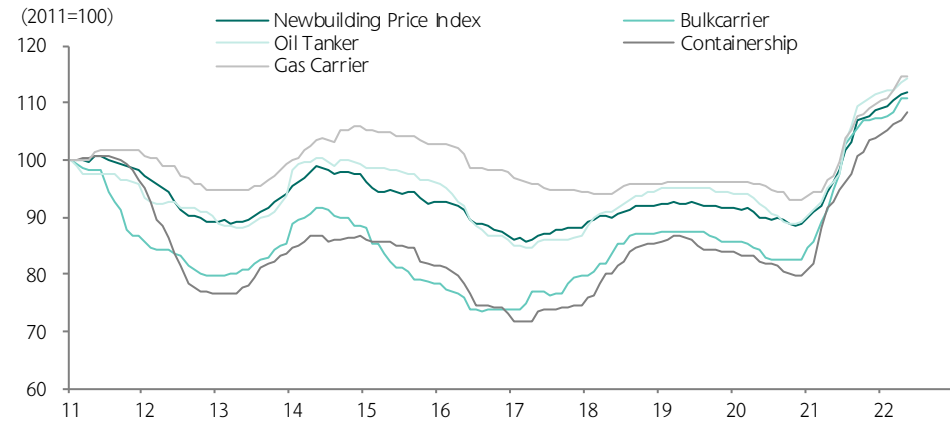
주요 조선소 연간 인도 실적 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

2021년 상반기를 기점으로 대규모 선가 상승 트렌드 확인되는 중

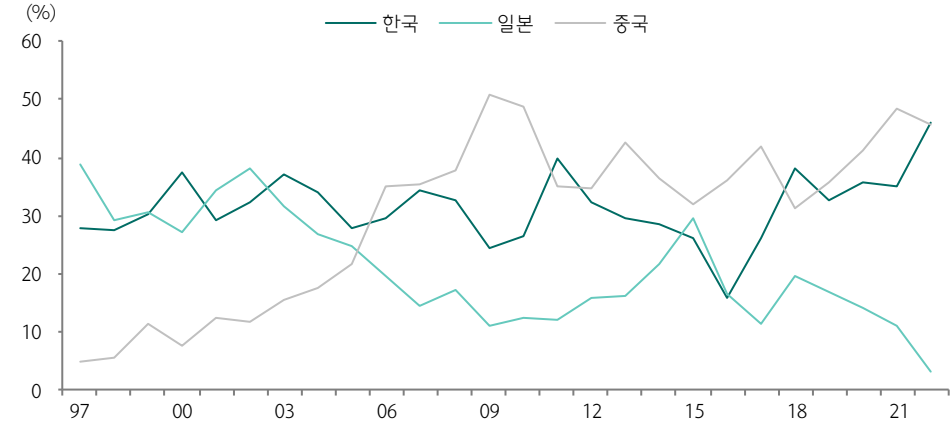
주요 선종 신조선가 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

2022년 4월 누적 기준
한국 조선업체 수주 점유율 1위

한국 조선소 점유율 추이 (CGT 기준)



자료: Clarksons, 하나금융투자

2022년 하반기 전망: 선가가 모든 것을 증명

1) 하반기 실적전망

2022년 하반기 커버리지 합산 실적

매출액 14.5조원(YoY +25.8%)

영업이익 -509억원(적자지속)

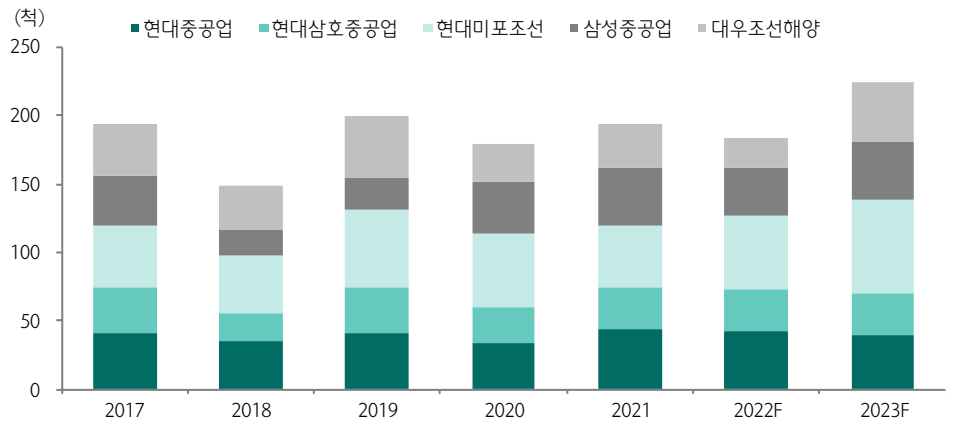
순이익 -1,665억원(적자지속)

조선 4사 합산 기준 2022년 하반기 매출액은 14.5조원으로 전년대비 25.8% 개선될 것으로 예상된다. 원/달러 환율 상승과 건조물량 증가에 따른 외형 성장이다. 영업실적은 -504억원으로 전년대비 적자를 지속할 전망이다. 대형 조선소의 영업흑자 턴어라운드 시점은 2022년 4분기 또는 2023년 상반기로 예상된다.

1분기 후판 및 기자재 비용 상승으로 인한 충당금 적립이 있었기 때문에 연간 흑자 달성은 쉽지 않다고 판단된다. 하반기는 매크로 지표 추이에 달렸지만 철광석과 원료탄의 추가적인 가격 강세가 나타나지 않으면 원만한 실적 개선 흐름이 확인될 것으로 판단된다.

2023년 인도물량 증가 전망

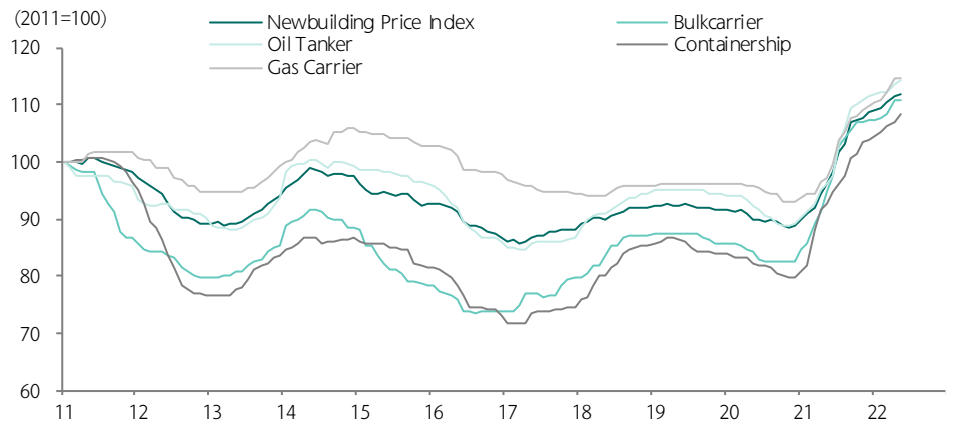
그림 1. 주요 조선소 연간 인도 실적 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

2021년 상반기를 기점으로 대규모 선가 상승 트렌드 확인되는 중

그림 2. 주요 선종 신조선가 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

2) 수주잔고와 선가가 증명하는 셀러스 마켓

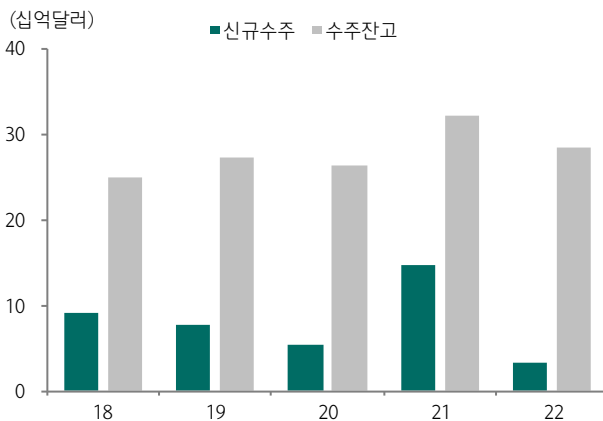
높은 신조선가 vs 따라오는 원가

건조 능력이 우수한 한국 조선소의 슬롯이 얼마 남지 않았다. 노후선뿐만 아니라 환경규제에 대응하기 위한 선대 교체 목적의 발주 물량만 고려하더라도 향후 발주처가 고려할 수 있는 최선의 옵션을 선택할 기회가 줄어들고 있는 것이다. 충분히 늘어난 수주잔고를 기반으로 신규 수주분에 대해 상승한 원가를 충분히 전가하는 모습이 최근 수주되는 선박들의 선가를 통해 직접 확인되고 있다. 높아진 선가야말로 협상력이 최대로 발휘된다는 증거다.

잔고가 줄어들지 않고 유지되는 한 셀러스 마켓은 유지될 것으로 보는 것이 타당하다. 다만 우려되는 지점도 분명 존재한다. 현재 수주한 선박의 선가는 미래 시점의 매출을 일정 부분 고정하는 반면 건조 시점까지 투입되는 원가는 지속적으로 변동하기 때문이다. 수주와 건조 사이의 시차가 길고 원가 변동을 헷지할 수단이 많지 않은 산업의 어쩔 수 없는 숙명이다.

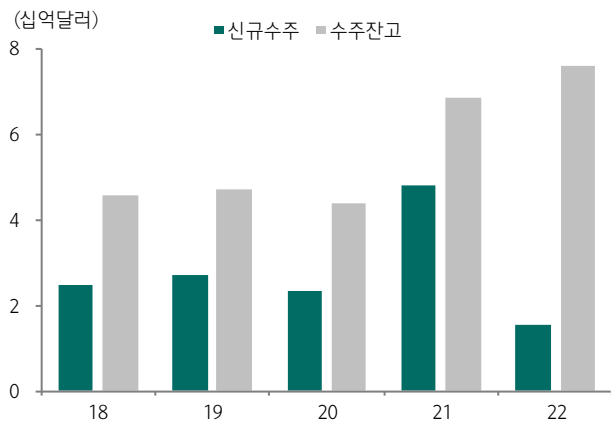
최근 진행 중인 인플레이션은 원자재 가격에서 출발하여 노동시장의 임금 상승까지 이어질 개연성이 높다. 지금은 원가 부담 가운데 변동비 부분만 유의미하게 작용하고 있지만 앞으로 고정비 성격의 인건비 증가를 경계해야 할 시기가 다가올 여지가 많다.

그림 3. 현대중공업 신규수주와 수주잔고 (3월 말)



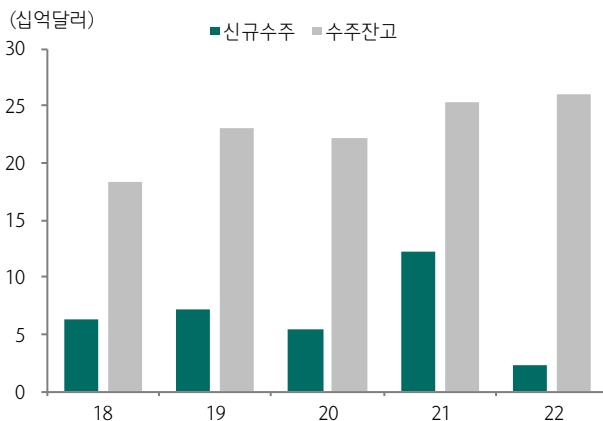
자료: 현대중공업, 하나금융투자

그림 4. 현대미포조선 신규수주와 수주잔고 (3월 말)



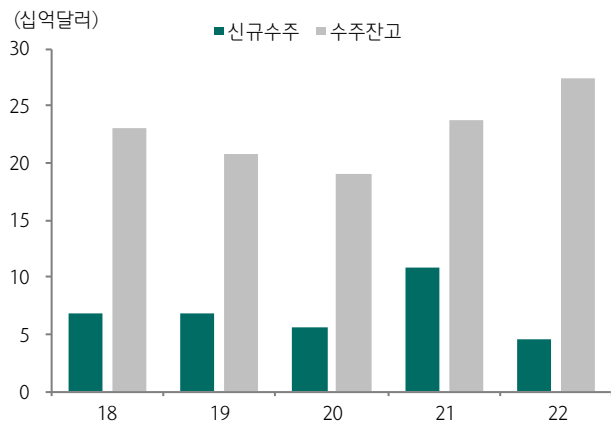
자료: 현대미포조선, 하나금융투자

그림 5. 삼성중공업 신규수주와 수주잔고 (4월 말)



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

그림 6. 대우조선해양 신규수주와 수주잔고 (4월 말)



자료: 대우조선해양, 하나금융투자

3) 하반기 Top Picks와 투자포인트

Top Pick 현대미포조선

조선사 대부분 2년 이상 수주잔고를 이미 확보한 상황인 가운데 남은 기간의 수주 실적에 따라 기말 수주잔고는 연간 매출 인식에도 추가 증가 가능성이 존재한다. 견고해진 잔고는 발주처와의 협상에서 유리한 위치를 점할 수 있게 하는 원동력이다. 대내외 불확실성이 확대되고 있지만 제한된 슬롯을 바탕으로 긍정적인 수주 결과가 지속 확인될 것으로 기대된다.

Top Pick은 현대미포조선이다. 향후 이슈로 부각될 것으로 예상되는 주요 리스크 포인트인 대형 컨테이너 시황 부진 우려, 카타르 LNG선 선가 협상, 러시아 익스포저 등의 이슈에서 자유롭기 때문이다. 전방 조선업체 수주잔고 증가에 따른 수혜가 예상되는 보냉재 및 엔진 업체에도 관심을 가질 필요가 있다. 특히 보냉재 업체는 화물창 기술 및 설계 변화로 고객사 확대가 나타나며 추가 증설에 따른 추세적인 외형 증가가 예상된다.

표 1. 주요 조선업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션	구분	20	21	22F	23F
현대중공업 329180	PBR(배)/ROE(%) 1.93 / (6.02)	매출액	8,312	8,311	9,830	11,307
		영업이익	33	(800)	(231)	361
		순이익	(431)	(814)	(327)	24
현대미포조선 010620	PBR(배)/ROE(%) 1.44 / 0.49	매출액	2,792	2,887	3,604	4,135
		영업이익	37	(217)	(2)	153
		순이익	(19)	(160)	11	116
삼성중공업 010140	PBR(배)/ROE(%) 1.02 / (9.55)	매출액	6,860	6,622	6,726	8,186
		영업이익	(1,054)	(1,312)	(273)	154
		순이익	(1,482)	(1,445)	(375)	29
대우조선해양 042660	PBR(배)/ROE(%) 1.31 / (27.49)	매출액	7,030	4,487	6,430	8,344
		영업이익	153	(1,755)	(547)	241
		순이익	87	(1,700)	(536)	191

자료: 하나금융투자

표 2. 주요 기자재업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션	구분	20	21	22F	23F
한국카본 017960	PBR(배)/ROE(%) 1.33 / 4.00	매출액	412	368	327	434
		영업이익	76	33	21	41
		순이익	57	14	16	31
동성화인텍 033500	PBR(배)/ROE(%) 2.02 / 9.53	매출액	388	365	411	437
		영업이익	32	30	18	35
		순이익	21	26	14	29
HSD엔진 082740	PBR(배)/ROE(%) 2.21 / (7.10)	매출액	830	599	849	961
		영업이익	20	(40)	(1)	35
		순이익	6	(40)	(14)	18

자료: 하나금융투자

현대미포조선(010620)

빠른 턴어라운드 기대

목표주가 100,000원, 투자의견 매수 유지

현대미포조선 목표주가 100,000원, 투자의견 매수 유지한다. 짧은 납기에 따른 빠른 턴어라운드가 기대되며 안정적인 재무 구조와 대형 조선사 대비 상대적으로 작은 대내외 리스크 등을 고려하면 투자 매력이 높다고 판단된다. 연초 제시된 2022년 연간 가이던스는 매출 3.6조원, 수주 36억달러다. 3월 말 기준 신규 수주는 15.2억달러로 목표치 대비 42.3%를 달성했다. 수주잔고는 75.8억달러로 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 2022년 기준 PBR 1.4배다.

2022년 하반기 영업이익 527억원(흑자전환) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 23.4% 증가한 1.8조원으로 예상된다. 원/달러 환율 상승 국면에서 지난해 수주한 선박이 본격적인 건조에 들어가며 빠른 외형 성장이 나타날 수 있다. 하반기 영업이익은 527억원으로 전년대비 흑자전환을 달성할 것으로 예상된다. 높은 선가로 수주한 선박의 건조물량 증가에 따른 고정비 부담 완화로 실적 턴어라운드가 기대된다. 언론 보도에 따르면 후판 가격 협상 결론이 추가 인상으로 마무리될 전망이다. 이미 1분기 강재가 관련 충당금을 인식한 상황이기 때문에 추가 비용 인식 우려는 제한적이다.

MR탱커 운임 회복 흐름 속 발주 재개 기대감 부각 가능

동유럽 분쟁 이후 탱커 시장 변화가 나타나고 전반적인 톤마일 증가로 운임이 상승하고 있다. 중국 봉쇄 조치 등의 영향으로 VLCC는 아직 약세지만 중소형 탱커 중심으로 운임이 빠르게 개선되는 모습이다. 글로벌 디젤 쇼티지 국면에서 MR탱커의 발주 재개가 기대되고 있다. 최근 PC탱커 2척을 수주하였고 LPG, 소형 컨테이너선 중심 수주잔고에 기존 주력 선종까지 추가될 수 있어 긍정적이다.

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(5월19일): 78,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,592.34
52주 최고/최저(원)	93,900/62,100
시가총액(십억원)	3,135.5
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	39,942.1
60일 평균 거래량(천주)	304.6
60일 평균 거래대금(십억원)	24.8
22년 배당금(예상, 원)	580
22년 배당수익률(예상, %)	0.69
외국인지분율(%)	11.63
주요주주 지분율(%)	
한국조선해양 외 5인	42.86
국민연금공단	10.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.3) 8.3 (16.4)
상대	(9.0) 24.1 2.3

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	3,609.6	4,075.8
영업이익(십억원)	27.1	195.2
순이익(십억원)	24.8	148.0
EPS(원)	552	3,554
BPS(원)	55,168	58,315

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	2,792.0	2,887.2	3,604.4	4,135.4	4,440.4
영업이익	십억원	36.7	(217.3)	(2.4)	153.0	232.1
세전이익	십억원	(20.1)	(209.8)	15.0	153.1	239.4
순이익	십억원	(19.5)	(159.7)	10.6	115.7	146.6
EPS	원	(488)	(3,998)	264	2,896	3,670
증감율	%	적전	적지	흑전	996.97	26.73
PER	배	(98.36)	(17.51)	295.08	26.90	21.23
PBR	배	0.82	1.29	1.43	1.37	1.30
EV/EBITDA	배	17.18	(15.70)	57.37	14.56	10.20
ROE	%	(0.84)	(7.11)	0.49	5.21	6.30
BPS	원	58,409	54,331	54,595	56,912	59,853
DPS	원	0	0	580	730	730

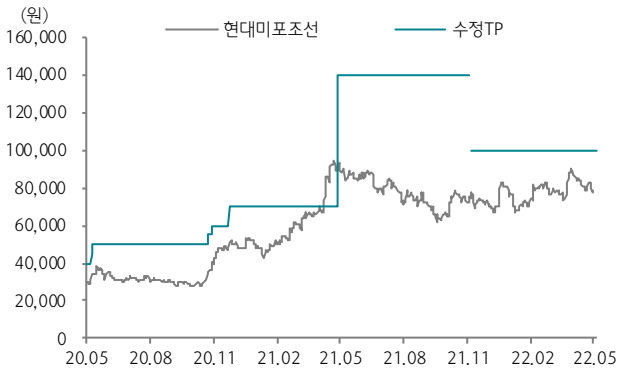


Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재
02-3771-7699
kyungjae.wee@hanafn.com

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대미포조선



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.26	BUY	100,000		
21.5.17	BUY	140,000	-44.21%	-32.93%
20.12.11	BUY	70,000	-15.23%	34.43%
20.11.17	BUY	60,000	-22.97%	-18.83%
20.11.11	BUY	55,000	-31.79%	-27.27%
20.5.28	BUY	50,000	-37.27%	-23.40%
20.5.27	BUY	45,000		
20.5.8	BUY	40,000	-25.94%	-22.88%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.14%	4.86%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 05월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 5월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2022년 5월 23일 현재 해당회사의 유가증권 보유하고 있지 않습니다
- 최초 상장 주관업무 법인 중 1년 미경과 법인(대표주관)

본 조사항목은 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.