

조선

2019년 상반기: 성장국면 초입
매크로는 잊어라!

2019년 상반기 수주/매출/선가 3요소의 동반 상승을 전망. 업종 턴어라운드 진행에 따라 지속적 본질가치 개선 기대. 미/중 무역분쟁에 따른 악영향도 제한적일 것으로 기대

조선산업 투자의견 Positive 유지 - 매출과 수주, 모두 증가

2019년 예상 수주물량은 총 331억 달러(y-y +26.3%). 약세를 보이고 있는 유가동향을 감안, 한국 조선 빅3 한 곳 당 해양플랜트 1기(평균 20억 달러)씩을 수주한 것으로 가정했음. 상선 부문만 보면 2018년 255억 달러에서 2019년 272억 달러로 전년 대비 6.7% 성장 기대

2019년 수주목표 달성 시, 수주/매출/수주잔고 모두 증가 추세를 형성하면서 한국 조선업종은 확실하게 성장국면으로 진입할 것. 자연스레 이익개선/흑자전환 종목도 증가할 것으로 전망. 장기적으로는 수주잔고 확대에 따른 도크 가동률 상승으로 선가 인상효과도 기대

매크로에 취약한 산업재 - 하지만 승리하는 기업은 늘 있다

LNG선 및 친환경선박에 대한 기술우위는 글로벌 Energy Mix 변화에서 핵심적인 수혜요인. 미-중 무역분쟁 및 중국 제조업 둔화에도 불구하고 2020년 IMO(국제해사기구) 환경규제 도입과 주요 국가들의 천연가스 도입 확대정책이 미치는 영향이 더욱 크기 때문. 한국 조선업체는 LNG선 수주 점유율 90% 이상을 기록하는 등 독보적 지위를 보유

또한 낮아진 해양플랜트 사업 비중과 보수적인 해양플랜트 수주 기대치는 유가동향과 주가동향간 상관성(Correlation) 축소에 기여. 따라서 보수적인 유가전망에도 불구하고 이것이 주가에 미치는 영향은 제한적

한편, 일본/중국의 내수 의존 및 자국 정책발주 효과는 한계에 직면한 것으로 판단. 일본에서는 다수의 조선업체들이 사업을 정리했고 중국은 '선택과 집중' 전략을 택하면서 빠르게 부실기업을 줄여나가는 추세. 이와 달리 한국 조선업체들은 2018년 하반기부터 정책발주 수혜를 입기 시작

Industry Report | 2019. 1. 11

Positive (유지)

Top Picks

삼성중공업	Buy (유지)	9,700원 (상향)
현대미포조선	Buy (유지)	74,000원 (유지)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	9.2	0.9
Sector	85.0	0.9

Sector Index



업종 시가총액 25,208십억원 (Market 비중 1.6%)
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 최진명

02)768-7599, jinmyung.choi@nhqv.com

조선업종 투자의견/투자지표

(단위 : 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2018E	2019F	2018E	2019F	2018E	2019F	2018E	2019F
삼성중공업	(010140.KS)	Buy(유지)	9,700(상향)	7,400	N/A	N/A	0.7	0.7	-5.4	-0.8	1,134	270
현대미포조선	(010620.KS)	Buy(유지)	74,000(유지)	61,600	19.4	33.2	1.0	1.0	5.4	3.1	-1,122	-1,237

주: 1월 9일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

CONTENTS

Summary	3
I. 조선업 Positive	6
1) 2018년 수주성과: 295억 달러(y-y 36.1%) 추정	
2) 인력조정 마무리 단계, 선가는 인상추세, 재료비는 하락압력 작용	
3) 조선업에서 희망을 찾는 이유: 세계 1위를 탈환	
4) 일본 조선업, 외교적 수단을 고민할 정도로 취약해진 경쟁력	
II. 조선업 결론.....	13
2019년 한국 조선업 전망: 수주의 개선, 수익성의 개선	
[기업분석]	
삼성중공업 (Buy, TP 9,700원).....	16
현대미포조선 (Buy, TP 74,000원).....	22

Summary

한국 조선업종

Positive

투자의견 유지

조선업종에 대한 투자의견으로 'Positive'를 유지하며, Top pick으로 삼성중공업과 현대미포조선을 제시한다. 긍정적 투자의견을 유지하는 것은 한국 조선업종이 2019년부터 성장국면에 진입하며, 높은 경쟁우위를 바탕으로 주변국들을 능가하는 모습을 이어갈 것으로 기대되기 때문이다. 또한 부진한 흐름이 지속되고 있는 유가와 상관성(Correlation)이 낮아진 점도 긍정적이다.

성장국면 시작

1) 수주 증가의 지속

2) 매출 성장의 시작

3) 흑자 전환의 임박

1) 성장국면의 시작 - 2019년부터 본격적인 매출의 성장, 흑자전환이 시작된다. 2018년 하반기부터 수주잔고 회복 움직임이 포착되었으며, 상선부문의 경우 이미 매출이 증가세로 전환된 것으로 판단한다. 결과적으로 2019년부터 해양부문 매출부진 영향을 충분히 상쇄하면서 총 매출이 성장할 것이다. 매출의 증가와 구조조정의 결과로 만들어낸 비용절감효과가 합쳐지면서 흑자전환에 성공하는 종목들이 늘어날 것이다.

한국 세계1위 유지

1) 압도적 LNG 경쟁력

2) IMO 환경규제 임박

3) 다가오는 교체주기

2) 경쟁우위의 지속 - 한국경제연구원에 따르면 2021년 한국에서 세계 1위 경쟁력을 유지하는 유일한 산업은 '조선업'이다. 단기적으로는 LNG선에서의 압도적 시장점유율(90% 이상)이 미/중 무역갈등 및 중국 제조업 침체의 영향으로부터 상대적으로 자유로운 모습을 이끌어내고 있다. 또한 장기적으로는 2020 IMO(국제해사기구) 환경규제의 발효와 2000년대 호황시기 선박들의 교체주기 임박(기대수명 약 25년)에 따른 교체수요 촉진이 기대된다.

부정적 요인과의 결별

- 낮아진 유가 상관성

3) 부정적 요인으로부터의 탈출 - 최근 유가전망이 긍정적이지 않은 가운데 국내 조선산업 주요 종목들의 주가동향과 유가동향간 연관성(Correlation)이 낮아지고 있다. 최근 4년 이상 수주가 상선에 쏠렸으며, 지난 해에도 해양플랜트 수주 실적이 부진해 해양플랜트 수주 기대감이 낮아졌기 때문이다.

Top-pick 1:

삼성중공업

삼성중공업: 투자의견 BUY 유지, 목표 주가 9,700원 상향('19F PBR 0.9배)

삼성중공업은 세계 최고수준의 LNG선 수주 경쟁력을 보유하고 있어 긍정적이며, 특히 해양플랜트 중심에서 상선 중심으로 포트폴리오를 변화시키면서 체질 개선이 일어나고 있다는 점에 주목할 만하다.

Top-pick 2:

현대미포조선

현대미포조선: 투자의견 BUY 유지, 목표 주가 74,000원 유지('19F PBR 1.2배)

현대미포조선은 국내에서 가장 대표적인 중형선(MR, Middle Range) 제조업체이며, 특히 글로벌 화학운반선(Product Carrier) 시장 점유율이 50%가 넘는 대표적인 '석유화학 설비증설 사이클 수혜종목'이다. 주요 조선업체 중 흑자를 유지하고 있는 기업으로 해양플랜트를 전혀 수주하지 않으므로 관련 리스크 노출이 없다.

표1. Global Peer Analysis I – Share Price performances

		현대중공업 (009540.KS)	현대미포조선 (010620.KS)	삼성중공업 (010140.KS)	대우조선해양 (042660.KS)	IHI (7031.JT)	Yangzijiang SB (YZJSGD.SP)	CSIC (601989.CH)
종가	(달러)	120.9	54.9	6.6	28.0	28.7	1.0	0.7
시가총액	(백만달러)	8,553.7	2,194.6	4,158.3	3,002.6	4,437.5	3,752.9	14,978.2
상대수익률(%)	1M	0.5	6.6	0.4	-5.9	-4.5	1.7	7.5
	3M	10.8	33.8	7.1	-0.8	-18.7	2.7	16.9
	6M	47.8	58.0	18.7	31.4	-8.1	49.9	23.0
	1Y	39.7	56.7	23.4	147.9	-2.4	-8.9	-2.6
절대수익률(%)	1M	0.0	6.0	-0.1	-6.4	-9.6	3.2	4.9
	3M	1.5	22.6	-1.9	-9.1	-29.1	2.4	9.3
	6M	33.5	42.8	7.2	18.7	-17.5	46.6	11.2
	1Y	14.9	28.9	1.5	103.9	-20.7	-18.4	-27.4

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표2. Global Peer Analysis II – Earnings

단위: 백만달러

		현대중공업 (009540.KS)	현대미포조선 (010620.KS)	삼성중공업 (010140.KS)	대우조선해양 (042660.KS)	IHI (7031.JT)	Yangzijiang SB (YZJSGD.SP)	CSIC (601989.CH)
매출	2017A	13,687.5	2,171	6,991	9,823	13,749	2,681	5,692
	2018E	11,462.9	2,131	4,798	7,968	14,354	3,202	6,456
	2019F	12,750.5	2,407	6,284	6,825	14,088	3,221	6,822
영업이익	2017A	13.0	96	-464	649	438	363	-157
	2018E	-286.3	82	-359	734	652	554	224
	2019F	96.0	109	-92	349	844	522	284
EBITDA	2017A	526.9	140.8	-185.6	783.5	973.8	434.4	155.7
	2018E	115.1	132.1	-70.3	842.6	1,162.4	605.2	477.3
	2019F	506.2	163.5	169.4	460.8	1,283.1	569.7	581.4
(지배)순이익	2017A	2,175.2	387	-300	550	49	434	124
	2018E	-281.9	112	-317	283	75	432	243
	2019F	41.3	92	-49	217	406	411	334
EPS(달러)	2017A	39.6	9.7	-0.8	6.3	0.3	0.1	0.0
	2018E	-4.5	2.6	-0.6	2.6	0.5	0.1	0.0
	2019F	0.3	2.2	0.0	2.0	2.6	0.1	0.0
BPS(달러)	2017A	184.1	52.1	14.9	29.8	18.6	1.0	0.4
	2018E	158.0	50.6	9.8	29.2	19.8	1.0	0.5
	2019F	155.0	53.0	9.5	30.5	21.3	1.1	0.5
순부채(순현금)	2017A	1,094.9	-383.4	2,845.4	3,128.8	2,273.2	-1,637.4	-3,408.1
	2018E	86.7	-290.4	1,284.2	2,900.8	2,007.6	-349.6	-5,009.5
	2019F	-122.8	-393.5	238.9	2,440.2	2,131.8	-682.7	-5,028.6

주: 현대미포조선, 삼성중공업, 대우조선해양은 NH투자증권 추정치, 나머지는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. Global Peer Analysis III – Valuations

		현대중공업 (009540.KS)	현대미포조선 (010620.KS)	삼성중공업 (010140.KS)	대우조선해양 (042660.KS)	IHI (7031.JT)	Yangzijiang SB (YZJSGD.SP)	CSIC (601989.CH)
PER (X)	2017A	2.6	2.8	NA	1.9	103.2	9.5	134.0
	2018E	NA	19.7	NA	10.7	61.5	8.6	67.7
	2019F	228.0	22.6	NA	14.0	11.1	9.1	49.7
PBR (X)	2017A	0.5	0.7	0.5	0.4	1.7	1.1	2.2
	2018E	0.8	1.0	0.7	1.0	1.6	0.9	1.3
	2019F	0.8	1.0	0.7	0.9	1.3	0.9	1.3
EV/EBITDA (X)	2017A	13.6	9.7	NA	4.9	7.7	6.3	128.9
	2018E	85.2	9.4	NA	6.6	5.8	5.8	27.2
	2019F	19.0	8.0	25.9	11.0	5.3	5.6	22.3
ROE(%)	2017A	18.0	20.0	-5.6	28.1	1.6	12.1	1.4
	2018E	-2.5	5.4	-5.4	6.0	2.6	10.8	2.4
	2019F	0.4	3.1	-0.8	8.2	13.3	9.7	3.1
ROA(%)	2017A	6.2	5.1	-2.2	4.9	0.3	6.9	0.4
	2018E	-0.9	2.2	-2.3	1.7	0.5	6.7	0.7
	2019F	0.2	2.1	-0.4	3.1	4.0	6.2	0.8
Div. Yield (%)	2017A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.2
	2018E	0.0	0.5	0.0	0.0	1.8	3.5	0.5
	2019F	0.4	0.7	0.0	0.0	2.2	3.5	0.7

주: 현대미포조선, 삼성중공업, 대우조선해양은 NH투자증권 추정치, 나머지는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

I. 2018년 조선산업 Review

1) 2018년 수주성과: 295억 달러(y-y 36.1%) 추정

2018년

총 수주실적은

약 295억 달러

당사는 지난 보고서에서 2018년 수주 전망으로 약 330억 달러를 제시했으며, 결과적으로 약 295억 달러(y-y + 36.1%), 주요 조선업체만 기준으로 할 경우 289억 달러(y-y + 37.6%)를 달성한 것으로 추정한다. 전체적 흐름에서 당사 예측에 부합하는 결과이며, 글로벌 수주환경 개선과 더불어 기술력 우위를 지켜온 결과이다.

확연히 드러나는

상선 수주개선 추세

2018년 주요상선

시장점유율 50% 돌파

또한 해양플랜트 및 특수선박을 제외한 상선만 바라보면, 한국 조선업체의 약진이 더욱 두드러진다. 한국 조선업체들의 주요상선 수주실적을 보면 2017년 173억 달러(y-y + 293.2%), 2018년 255억 달러(y-y + 47.4%)로 2년간 글로벌 평균 대비 약 1.9배 빠른 개선을 보였다. 이는 한국 조선업체들의 시장점유율이 2016년 31.2%에서 2018년 58.1%로 급성장했기 때문이다.

표4. 한국 조선업체 수주동향

(단위: billion USD)

	2015			2016			2017			2018E		
	목표	달성	달성률	목표	달성	달성률	목표	달성	달성률	목표	달성	달성률
현대(삼호 포함)	21.7	14.3	66.1	16.4	6.7	40.8	8.3	8.8	106.3	13.5	13.4	98.7
미포	3.0	2.8	93.0	0.9	0.9	101.1	1.8	2.3	129.1	3.0	2.5	81.7
삼성	15.0	10.0	66.7	5.3	0.5	9.4	6.9	6.9	100.0	8.2	6.3	76.8
대우	13.0	4.5	34.5	10.0	1.3	12.9	4.5	3.0	66.2	7.3	6.8	93.3
합계	52.7	31.6	60.0	32.6	9.4	28.8	21.5	21.0	97.8	32.0	28.9	90.3

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

표5. 글로벌 상선 발주/한국 수주동향

선종	2014(billion USD, %)			2015(billion USD, %)			2016(billion USD, %)			2017(billion USD, %)			2018(billion USD, %)		
	글로벌	한국	M/S	글로벌	한국	M/S	글로벌	한국	M/S	글로벌	한국	M/S	글로벌	한국	M/S
벌크선	24	4.5	18.8	10.8	1.1	10.2	2.5	0.2	2	10.8	2.3	21.4	9.1	0.2	2.6
탱커선	16.9	10.2	60.4	26.3	9.4	35.7	6.4	2.2	34.4	15.1	9.1	59.3	9.8	6.7	68.5
컨테이너선	10.2	4.2	41.2	19.4	5.2	26.8	2.8	0.4	0	6.3	2.8	39.4	10.6	5.5	51.3
가스선	22	14.5	65.9	11.7	5.7	48.7	2.4	1.6	52.1	4.4	3.1	51.1	14.3	13.1	91.3
합계	73.1	33.4	45.7	68.2	21.4	31.4	14.1	4.4	31.2	36.5	17.3	47.3	43.9	25.5	58.1

자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

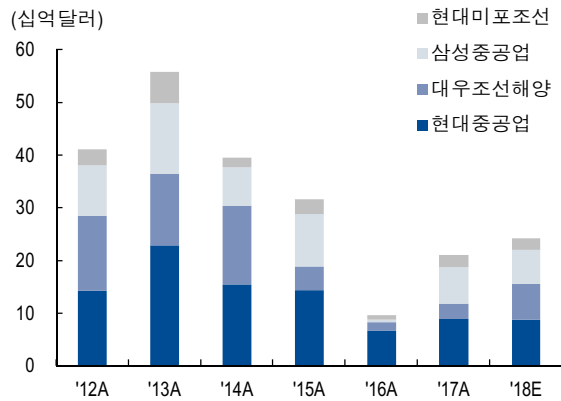
표6. 글로벌/한국 선박 수주/인도/수주잔고 추이(CGT 기준)

(단위: million CGT)

항목		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
글로벌	수주	55.2	17.3	46.8	36.1	26.3	61.6	45.4	42.4	13.4	28.1	28.6
	인도	44.3	46.4	53.2	52.1	47.9	37.4	35.3	37.1	35.1	33.7	30.2
	수주잔고(12월초)	212.8	174.2	155.9	134.0	99.4	112.0	118.6	119.2	92.8	80.6	78.9
한국	수주	18.2	4.4	12.5	14.6	8.6	18.4	13.1	11.0	2.2	7.5	12.6
	인도	15.7	15.3	15.8	16.3	13.6	12.5	12.2	12.7	12.4	10.6	7.7
	수주잔고((12월초)	68.7	53.5	44.9	39.6	30.3	33.6	33.3	32.3	20.9	16.7	20.7

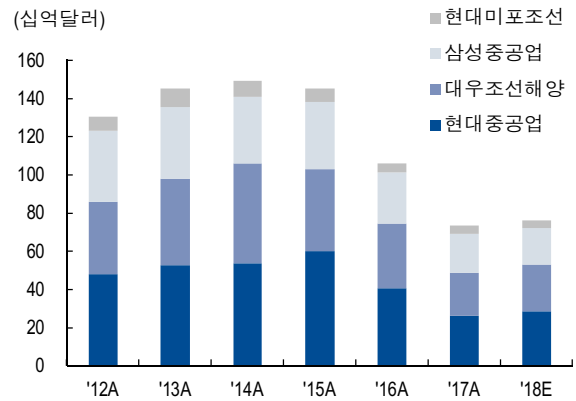
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림1. 조선 4개사 수주 합계



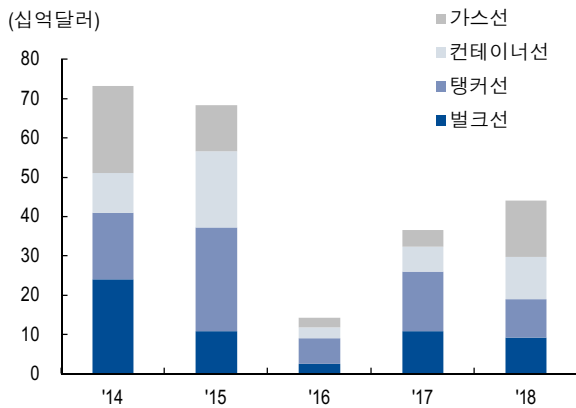
자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

그림2. 조선 4개사 수주잔고 합계



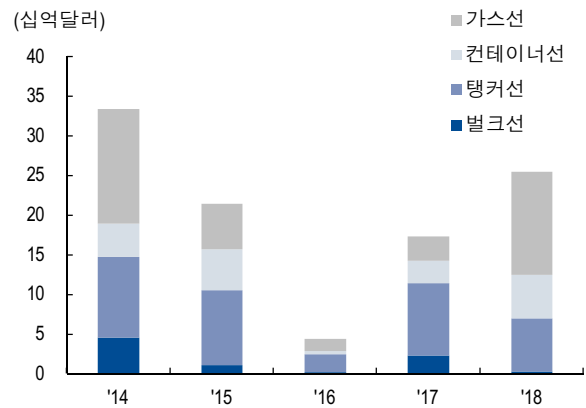
자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

그림3. 글로벌 상선 발주물량 추이



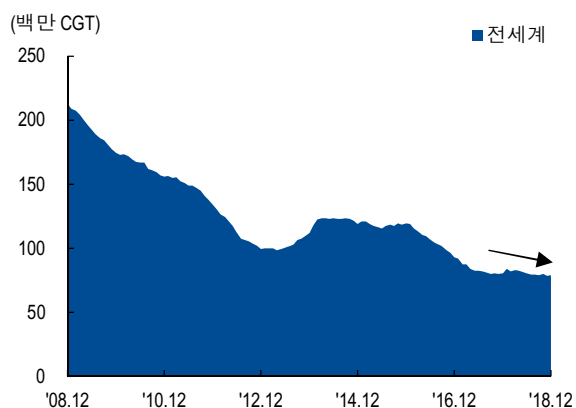
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림4. 한국 조선산업 상선 수주물량 추이



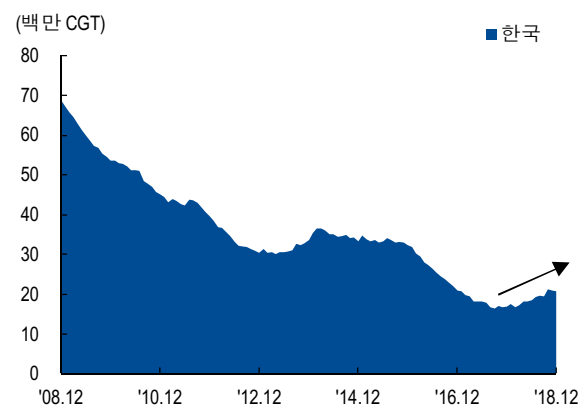
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림5. 글로벌 선박 수주잔고 추이(CGT 기준)



자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림6. 한국 선박 수주잔고 추이(CGT 기준)



자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

2) 인력조정 마무리단계, 선가는 인상추세, 재료비는 하락압력 작용

“수익성 개선 본격화”

낮아진 임금

높아진 선박시세

+재료비 하락압력

국내 조선업체가 비용구조를 개선하기 위해 인력감축과 급여삭감을 추진한 사실은 널리 알려져 있다. 또한 신조선 시세는 가스선을 제외하면 최근 2년간 평균 12.3% 증가했고, 가스선 신조선가 또한 최근 6개월 사이에 증가세로 전환된 것으로 확인된다. 주변국 후판 시세도 하락 전환이 유력한 상황이어서 자연스럽게 수익성도 개선되는 흐름을 기대한다.

표7. 상선 신조선/중고선 시세현황(2018.12.31 기준)

(단위: 백만달러)

선종	신조선						중고선(5Year Old 기준)					
	규격	선가	3M	6M	1Y	2Y	규격	선가	3M	6M	1Y	2Y
벌크 (DWT)	Handysize(25~30K)	21.55	0.0	2.1	9.1	16.5	Handysize(32K)	15.00	0.0	-6.3	7.1	25.0
	Handymax(61~63K)	26.00	0.0	2.0	8.3	16.9	Handymax(56K)	18.00	0.0	0.0	2.9	28.6
	Panamax(75~77K)	27.50	0.0	1.9	10.0	14.6	Panamax(76K)	19.00	0.0	0.0	2.7	35.7
	Capesize(176~180K)	50.00	1.5	4.2	13.6	19.0	Capesize(180K)	33.50	-7.6	-6.9	1.5	39.6
탱커 (DWT)	MR(37K)	34.00	1.5	3.8	7.1	13.3	MR(37K)	24.00	4.3	4.3	9.1	26.3
	MR(47~51K)	36.50	1.4	3.5	8.1	12.3	MR(47K)	27.50	1.9	2.8	10.0	25.0
	Panamax(73~75K)	44.00	0.0	1.7	6.0	7.3	Panamax(73K)	30.00	0.0	0.0	7.1	7.1
	Aframax(113~115K)	48.00	0.0	-2.0	9.1	7.9	Aframax(115K)	35.00	2.9	2.9	2.9	11.1
	Suezmax(156~158K)	60.50	0.8	2.5	10.0	11.0	Suezmax(160K)	46.00	3.4	2.3	7.0	15.0
	VLCC(315~320K)	92.50	1.6	5.1	13.5	9.5	VLCC(310K)	66.00	1.5	3.1	3.1	10.0
컨테이너 (TEU)	1,650~1,850	26.00	0.0	3.0	15.6	19.5	1,650~1,750	14.00	-3.4	16.7	16.7	16.7
	3,600~3,800	39.00	0.0	5.4	14.7	18.2	3,200~3,600	14.00	-3.4	-26.3	14.3	14.3
	6,600~6,800	69.00	2.6	8.7	14.0	15.0	6,600~6,800	30.00	0.0	25.0	25.0	25.0
	8,500~9,100	89.00	-1.1	2.9	7.2	7.2	8,500~9,100	42.00	-2.3	-8.7	-8.7	-8.7
	13,000~14,000	115.00	0.9	3.6	7.5	5.5	13,000	92.00	0.0	5.7	5.7	5.7
	18,500~19,000	149.00	2.1	4.2	6.4	2.4						
가스 (CBM)	LPG(35K)	47.00	0.0	0.0	1.1	-2.1						
	LPG(78~84K)	71.00	0.0	1.4	1.4	0.0	LPG(82K)	52.00	0.0	-3.7	-3.7	-3.7
	LNG(174K)	182.00	0.0	1.1	0.0	-7.6						

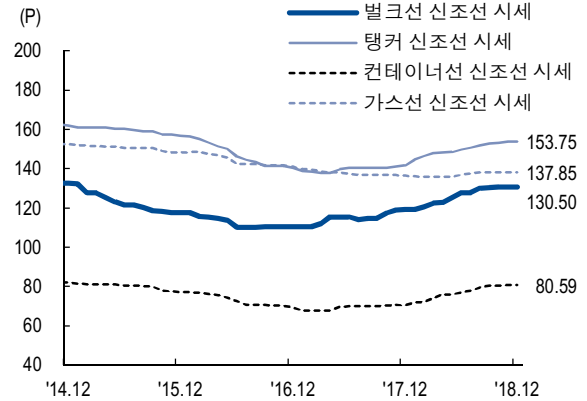
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림7. 신조선가치주 장기추이



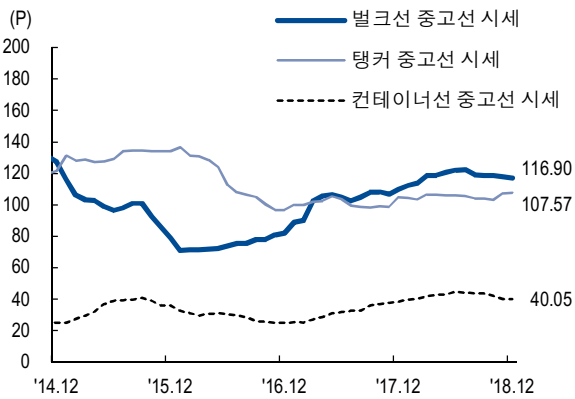
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림8. 선종 별 신조선가치주 추이



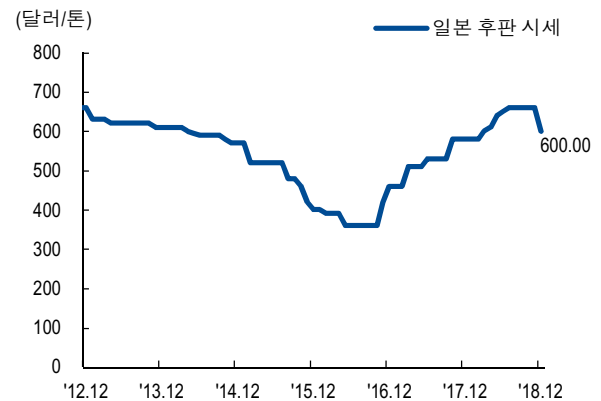
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림9. 선종 별 중고선가치주 추이



자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림10. 선박용 후판시세 추이



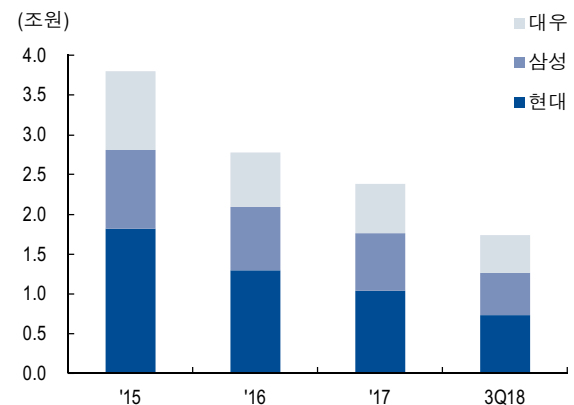
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림11. 철광석 시세



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림12. 조선 Big3 연평균 임금지급액 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

3) 조선업에서 희망을 찾는 이유: 세계 1위를 탈환

LNG선 중심 수주를 영위하는 한국만이 본격적인 회복세 진입

2018년 글로벌 선박 수주량 추이를 보면 2018년 하반기부터 미-중 무역갈등에 따른 수주 모멘텀 약세가 확인된다. 하지만 한국만 따로 보면 이러한 영향에서 상대적으로 자유로웠던 모습을 확인할 수 있는데, 경기둔화 및 무역분쟁 이슈에서 상대적으로 거리감이 있는 LNG선 중심 수주에 따른 결과로 풀이된다.

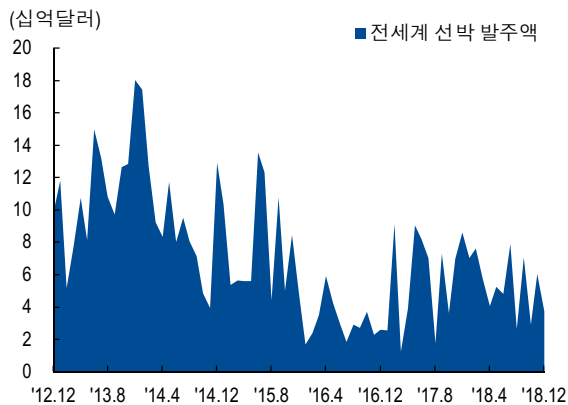
벌크선 중심 수주를 영위하는 중국/일본은 회복세 진입 실패

이와는 다르게 중국의 경우에는 12월 반짝 수주를 제외하고는 2018년 수주둔화가 본격화된 것이 확인된다. 일본은 지난 2016년 수주절벽 이후 다수의 조선업체들이 출구전략을 펼친 결과, 수주 규모가 영구적으로 회복되지 못함을 확인할 수 있다.

한국 조선업 2019년 시장점유율 확대추세 지속 전망

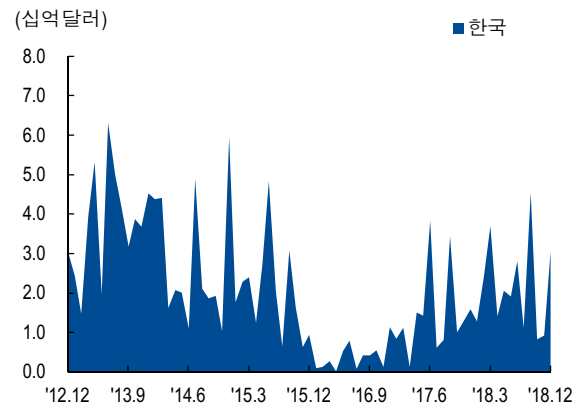
이러한 흐름은 자연스럽게 한국 조선산업의 시장점유율을 높이는 결과로 이어지고 있으며, 상대적 경쟁우위가 공고해지는 모습이다. 2019년 또한 LNG선과 화합운반선 수주전망이 긍정적이므로 한국 조선업체들이 앞서는 모습은 계속될 것이다.

그림13. 전세계 선박 발주량 추이



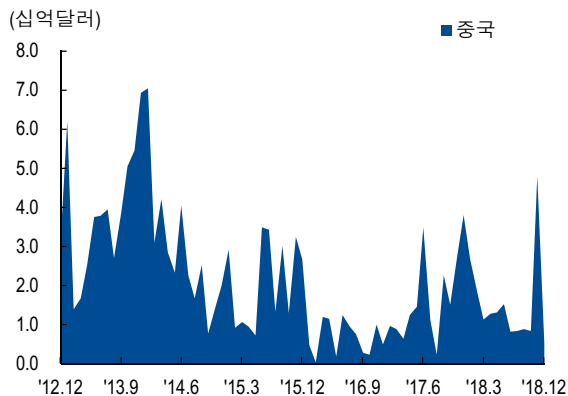
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림14. 한국 선박 수주량 추이



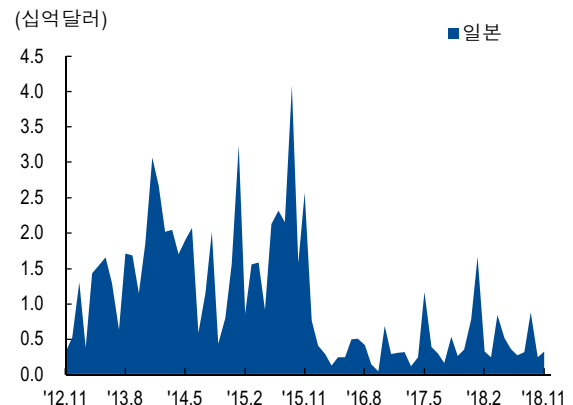
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림15. 중국 선박 수주량 추이



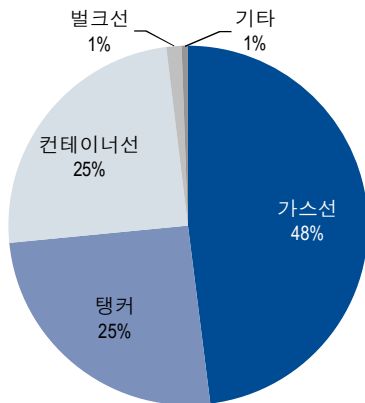
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림16. 일본 선박 수주량 추이



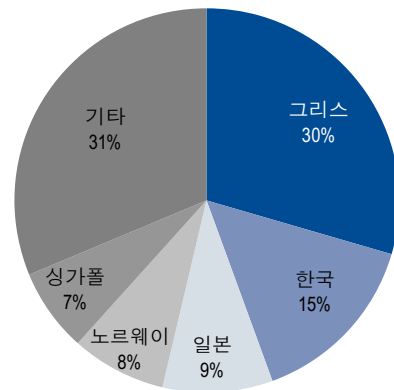
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림17. 2018년 한국 조선업체 수주 선종 비중(CGT 기준)



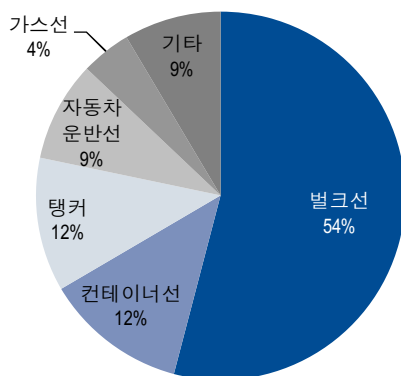
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림18. 2018년 한국에서 수주한 선박 선주국 비중(CGT 기준)



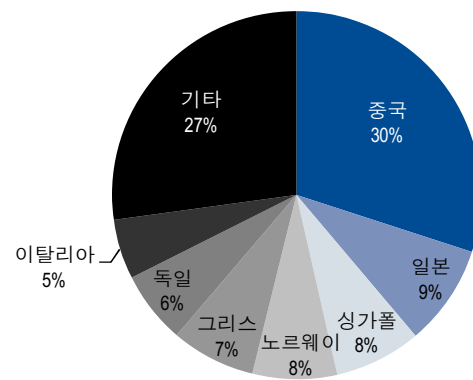
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림19. 2018년 중국 조선업체 수주 선종 비중(CGT 기준)



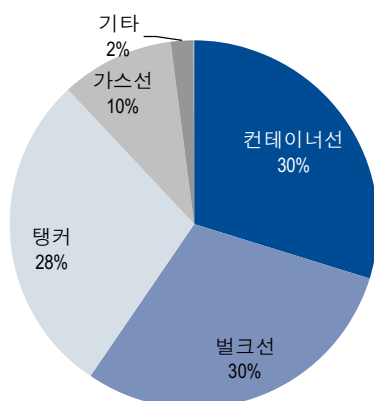
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림20. 2018년 중국에서 수주한 선박 선주국 비중(CGT 기준)



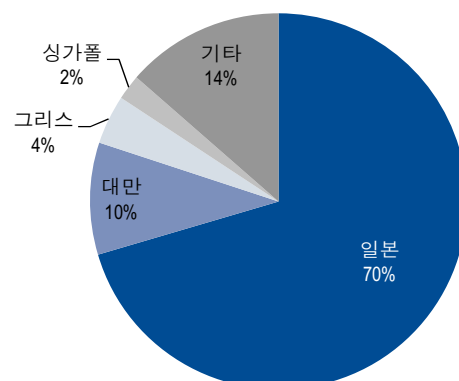
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림21. 2018년 일본 조선업체 수주 선종 비중(CGT 기준)



자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림22. 2018년 일본에서 수주한 선박 선주국 비중(CGT 기준)



자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

4) 일본 조선업, 외교적 수단을 고민할 정도로 취약해진 경쟁력

외교적 수단을 동원해야 할 정도로 취약해진 일본 조선업

한편, 주요 경쟁국 중 하나인 일본은 최근 대우조선해양 등을 겨냥하며 WTO(세계 무역기구) 제소를 추진하고 있다. 일본이 최근 WTO 제소 등의 행보를 보이는 것은 국제기구를 통해 외교 및 통상압력을 가하는 방법 말고는 독자적 노력으로 단기간에 위기를 극복하기 어렵다고 판단했기 때문일 것이다.

대형선박 건조에 불리하며 내수/벌크선 중심 포트폴리오가 한계를 드러냈기 때문

우선 일본의 조선업계는 한국과 달리 다수의 중소 조선사들이 시장을 움직여왔다. 이는 규모의 경제나 자본력 측면에서 불리함을 야기할 뿐만 아니라 대형선박이 선호되는 최근 시장 추세에 부합되지 않는다. 발주물량 대부분이 내수시장, 특히 조선업 지원을 위한 인위적 지원물량으로 버텼다는 점도 한계를 나타내는 원인이다.

반복적 체질개선 시도에도 불구하고 의미 있는 성과 부족

또한 일본은 체질개선을 위한 여러 시도에서 성공적인 모습을 보이지 못했다. 우선 한국과 유사하게 해양플랜트 중심으로 포트폴리오 변화를 시도했다가 우리나라와 마찬가지로 대규모 손실을 경험했다. 인건비를 낮춰보려고 브라질 진출을 시도했지만 현지에서 발생하는 여러 변수들을 통제하는데 실패하고 철수했다. 크루즈선에 대한 도전은 그야말로 재앙으로 끝났다.

그 결과 다수의 기업들이 조선사업 ‘포기’

흥미로운 점은 일본의 5대 조선소 중 Imabari Shipbuilding을 제외한 모든 기업들이 ‘조선업 정리’를 결정했다는 점이다. Mitsubishi 및 Kawasaki 등은 조선업 외에 다른 첨단기계산업(항공기계, 가스터빈 등)에 성공적으로 안착했기 때문에 조선업을 고수할 필요성을 느끼지 못한 것으로 풀이되며, Mitsui 또한 삼성중공업에 선박을 발주하는 등 사실상 한국과의 경쟁을 포기한 모습을 나타내고 있다.

표8. 일본 조선업 주요 부실사례 및 최근 동향

업체명	주요 부실사례	주요원인	추정 손실규모	최근 근황
Mitsubishi HI	크루즈선 2척 인도지연 (수주가 1조원)	설계경험 부족. 기체결함 발생 인도지연 배상금 발생	2.5조원	상선사업 철수 특수선/해양(non-EPC) 집중
Ishikawajima HI	FLNG 생산과정 차질	저가수주 설계경험 부족 생산경험 부족	5,300억원	해양플랜트사업 철수
Kawasaki HI	브라질 조선소건설 차질 브라질 드릴십제작 차질 신형 LNG선제작 차질	현재 생산성확보 실패 설계유연성 부족	500억원 200억원	자국 상선설비 정리 중국으로 사업장 이전
Mitsui E&S (Mitsui HI에서 분할)	해양작업선제작 차질	설계경험 부족	450억원	자국 상선설비 정리 중국으로 사업장 이전

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

II. 조선업 결론

2019년 한국 조선업 전망: 수주의 개선, 수익성의 개선

**2019년 총 수주물량
331억 달러 예상
(y-y +26.3%)**

결론적으로, 2019년 한국 조선업체들의 상선 수주물량은 총 272억 달러(y-y + 6.7%)로 예상되며, 이에 더해 해양플랜트 3개(약 59억 달러)를 수주한다면 총 수주물량은 331억 달러로 2018년 수주실적 대비 y-y + 26.3% 성장을 기대한다.

**글로벌 상선 발주
제로성장 예상
벌크/컨테이너선 시장
위축
마-중 이슈가 주된
원인**

분명한 점은 2019년 글로벌 상선 발주물량의 성장을 기대하기는 어렵다는 것이다. 당사는 2019년 글로벌 주요 상선 발주규모를 440억 달러(y-y + 0.4%)로 추정하고 있다. 벌크선과 컨테이너선이 가장 많이 이용되는 중국에서 제조업 경기 둔화 시그널이 포착되고 있기 때문이다. 다만, LNG선과 LPG선, 화학운반선 시장은 글로벌 에너지믹스 변화의 영향에 계속 노출되어 성장을 이어갈 것으로 보이나, 규모의 특성상 벌크선과 컨테이너선 경기 축소의 영향을 완전히 상쇄시키긴 어려워 보인다.

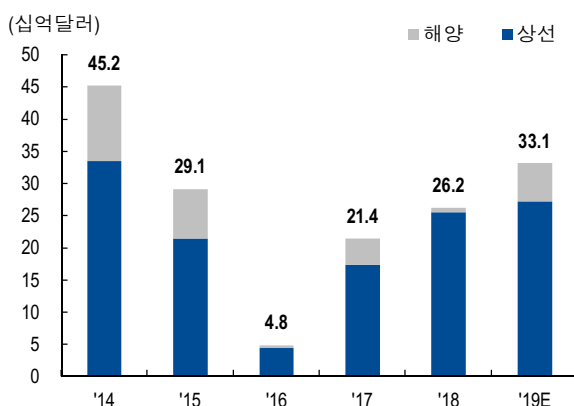
**그래도 한국은 성장
가스선/화학운반선
수주전망 긍정적이며
IMO 2020 환경규제
교체수요 촉진 기대**

이러한 여건에도 불구하고, 2019년에도 한국 조선산업 상선 부문의 수주 개선이 소폭 기대된다. 한국 조선산업의 LNG선 시장점유율이 90%가 넘고 선가 인상도 기대되고 있다. 또한 현대미포조선은 전세계 LPG선 및 화학운반선 시장에서 절대강자로 군림하고 있고, 가장 빠르게 선가 인상을 진행하고 있다. 또한 2020년 발효되는 IMO SOx(황산화물) 배출규제 영향에 따른 교체수요는 선박의 수요-공급과 무관하게 발주물량 창출에 기여할 것으로 기대된다.

**해양플랜트:
기대는 바닥이지만,
3개 프로젝트 정도는
수주할 수 있는 여건**

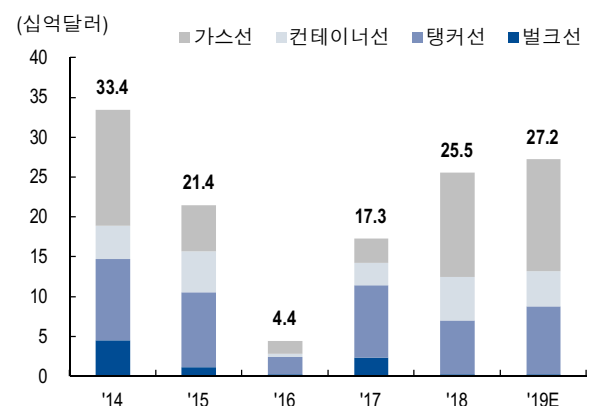
남은 변수는 해양플랜트다. 물론 국제유가가 급락하고 있고, 해양시추선 운영사들의 재무구조가 악화되고 있다는 점에서 유전탐사활동은 위축된 것이 분명하다. 하지만 이미 시추가 진행되고 있거나 시추계약이 체결된 광구 내 프로젝트 중에서는 일부 결실이 나올 수 있다. 언론에 따르면 한국 조선 빅3사는 9개 이상의 해양프로젝트 입찰에 참여 중이며, 전체 사업규모는 184억 달러로 프로젝트 당 평균 20억 달러의 수주가 기대된다.

그림 23. 한국 조선산업 총 수주전망(특수선/엔진 제외)



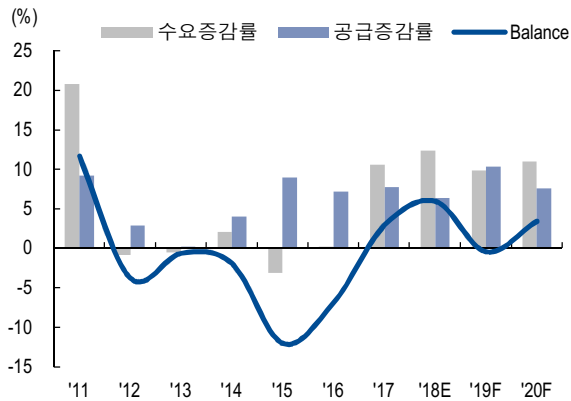
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림 24. 한국 조선산업 상선 수주전망



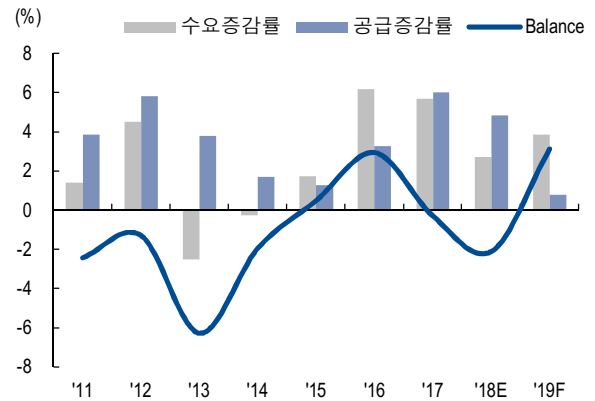
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림 25. LNG선 수요/공급 밸런스전망



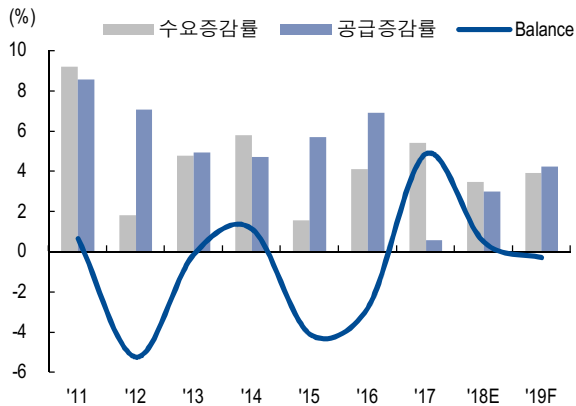
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 26. 탱커선 수요/공급 밸런스전망



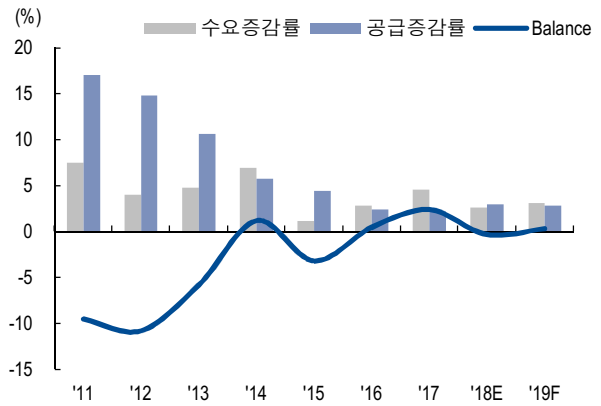
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 27. 컨테이너선 수요/공급 밸런스전망



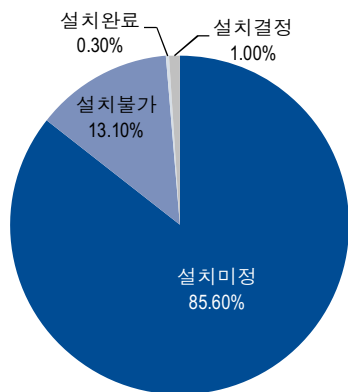
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 28. 벌크선 수요/공급 밸런스전망



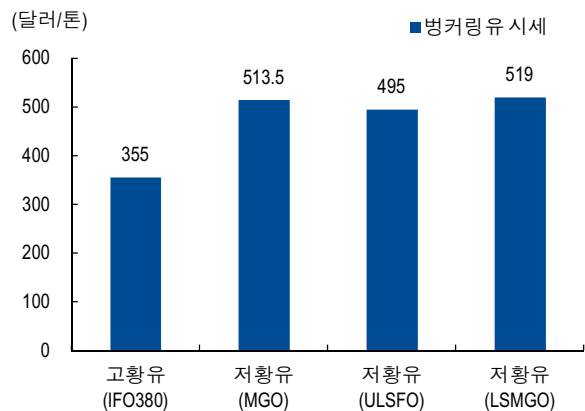
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부 전망

그림29. 글로벌 스크러버 설치 현황(2018년 6월말 기준)



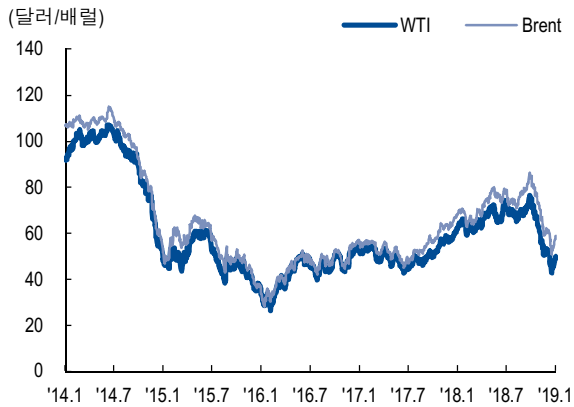
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림30. 저황유-고황유 가격비교(2018년말 기준)



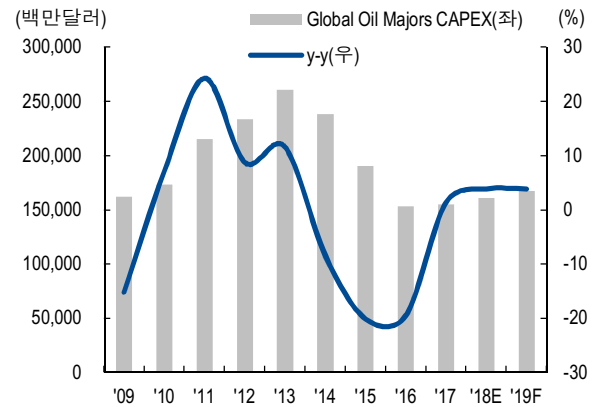
자료: Clarkson Research, NH투자증권 리서치본부

그림 31. 국제유가 추이



자료: Quantiwise, NH투자증권 리서치본부

그림 32. 글로벌 석유업계 E&P(유전탐사) 투자비용 추이



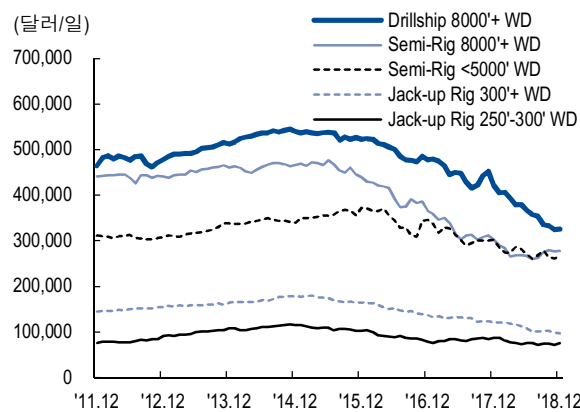
자료: Bloomberg Consensus, NH투자증권 리서치본부

표9. 최근 한국 조선업체 해양플랜트 영업현황(추정)

예상 발표시점	사업명	종류	발주처	설치지역	규모(십억달러)	수주
1H19	Rosebank	FPSO	Equinor	영국	2.0	대우조선해양 영업중(Top2 경합)
1H19	Kwispaa-Topside	ASLNG Topside	Steelhead	캐나다	1.4	현대중공업 영업중(유력후보)
1H19	MJ	FPSO	Reliance	인도	2.0	삼성중공업 영업중
1H19	Block B	Fixed Platform Topside	Phu Quoc	베트남	1.0	현대/삼성 영업중(top3 경합)
1H19	Barossa	Fixed Platform Topside	ConocoPhillips	호주	1.5	삼성 영업중(top2 경합)
2H19	Marjan-1	Offshore+Onshore Complex	Aramco	사우디	3.0	현대/삼성/대우 포함 8개사 영업
2H19	Marjan-2	Offshore+Onshore Complex	Aramco	사우디	3.0	현대/삼성/대우 포함 8개사 영업
2H19	Marjan-3	Offshore+Onshore Complex	Aramco	사우디	3.0	현대중공업 영업중(Top3 경합)
2H19	Umm-Shaif	Fixed Platform Topside	Adnoc	UAE	1.5	현대중공업 영업중

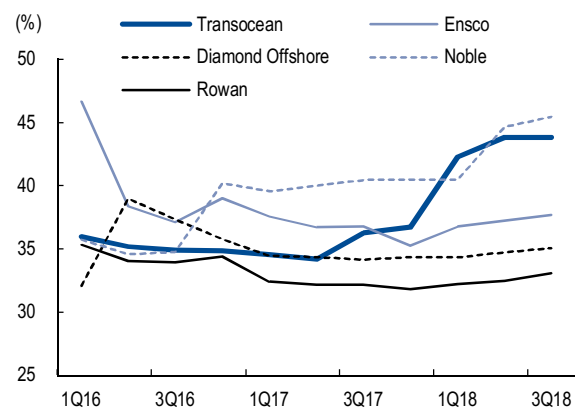
자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 33. 해양시추선(Drillship) Dayrate 추이



자료: Riglogix, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림 34. Global 해양시추업체 부채비율 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

삼성중공업 (010140.KS)

1년 사이 상선 수주 2배 성장,
체질개선은 계속된다

Company Comment | 2019. 1. 11

2018년 4분기, 매출 턴어라운드의 시작을 기대. 2018년 수주목표 달성을
은 76.8%에 그쳤으나, 상선 수주만 보면 전년 대비 2배 성장. 해양플랜
트에서 상선으로의 사업중심 변화는 밸류에이션 측면에서도 긍정적

4분기 실적 전망: 매출 턴어라운드 개시, 수주는 76.8% 달성

삼성중공업의 2018년 4분기 실적은 매출 1.6조원(q-q + 22.7%), 영업이익
-1,440억원(이익률 -8.9%, 적자지속), 지배주주 순이익 -525억원 예상

2018년 총 수주실적은 63억 달러(y-y -8.7%, 달성률은 약 76.8%). 하지
만 상선 수주만 놓고 보면 y-y + 103.2% 성장, 해양플랜트의 부재에도 불
구하고 양호한 성과를 냈다고 판단하며, 단 1기의 해양플랜트만 추가로 수
주했다더라도 목표 초과달성도 가능했을 것으로 풀이

낮아진 해양플랜트 기대감, 하지만 상선 중심으로 체질개선 진행 중

2018년 4분기말 수주잔고는 192억 달러(q-q + 4.1%, 인도 기준)를 기록.
해양플랜트 수주 없이 수주잔고를 증가시킨 점도 긍정적. 낮아진 해양플랜
트 수주 기대감에도 불구하고 지속적으로 사업이 개선되는 모습

해양플랜트 수주잔고 비중은 크게 낮아짐(2016년초 70%→ 2018년말
46%). 해양플랜트 사업비중 완화는 사업 리스크 측면에서 긍정적. 올해도
가스선 중심의 수주성장 및 포트폴리오 개선은 지속될 것으로 기대

투자 의견 BUY 유지, 목표 주가 9,700원 상향

회사는 2019년 목표로 매출 7.1조원, 수주 78억 달러를 제시. 매출 증가는
주로 해양플랜트에서 발생할 예정이며 원가절감 노력을 통해 흑자 전환에
도전할 예정. 컨센서스를 상회하는 매출 가이드를 감안하여 실적 추정을
조정하고, 목표 주가는 이전과 동일하게 PBR 0.9 기준 9,700원을 제시

Buy (유지)

목표주가	9,700원 (상향)
현재가 (19/01/09)	7,400원
업종	운수장비
KOSPI / KOSDAQ	2,064.71 / 679.74
시가총액(보통주)	4,662.0십억원
발행주식수(보통주)	630.0백만주
52주 최고가('18/03/13)	8,850원
최저가('18/07/19)	6,090원
평균거래대금(60일)	24.3십억원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	17.4%

주요주주	
삼성전자 외 9 인	21.9%
국민연금	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-1.9	7.2	1.5
상대수익률 (%)	7.1	18.7	23.4

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	7,901	5,513	7,101	8,180
증감률	-24.1	-30.2	28.8	15.2
영업이익	-524.2	-419.5	-105	154
영업이익률	-6.6	-7.6	-1.5	1.9
(지배지분)순이익	-338.8	-342.3	-55	138
EPS	-766	-612	-88	219
증감률	적지	적지	적지	흑전
PER	N/A	N/A	N/A	33.7
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	N/A	N/A	25.9	11.0
ROE	-5.6	-5.4	-0.8	2.0
부채비율	138.3	102.9	124.8	135.9
순차입금	2,631	1,134	270	107

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

삼성중공업 4분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E				1Q19F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스
매출액	1,413	1,241	1,347	1,314	1,612	14.1	22.7	1,612	1,543
영업이익	-595.9	-47.8	-100.6	-127.2	-143.9	적지	적지	-143.9	-136.2
영업이익률	-42.2	-3.8	-7.5	-9.7	-8.9			-8.9	-8.8
세전이익	-564.5	-90.7	-173.3	-116.1	-63.2	적지	적지	-63.2	-126.5
(지배)순이익	-453.3	-58.8	-146.7	-84.4	-52.5	적지	적지	-52.5	-111.5

주: IFRS 연결기준. 자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 최진명

02)768-7599, jinmyung.choi@nhqv.com

표 1. 삼성중공업 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018E	2019F	2020F
매출액	- 수정 후	7,901	5,513	7,100	8,180
	- 수정 전		-5,513	6,450	7,431
	- 변동률(%)		0.0	10.1	10.1
영업이익	- 수정 후	-524.2	-419.5	-104.6	153.9
	- 수정 전		-419.5	-150.1	79.1
	- 변동률(%)		0.0	30.3	94.4
영업이익률(수정 후)		-6.6	-7.6	-2.3	1.1
EBITDA		-209.8	-106.5	191.5	436.2
(지배지분)순이익		-338.8	-342.3	-55.4	138.2
EPS	- 수정 후	-766	-612	-88	219
	- 수정 전		-612	-147	120
	- 변동률(%)		0.0	40.3	83.2
PER		N/A	N/A	N/A	61.8
PBR		0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA		N/A	N/A	25.9	11.0
ROE		-5.6	-5.4	-0.8	2.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 삼성중공업 수주실적 상세 추정

(단위: 백만달러)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019G
수주	조선	200	1,100	1,200	600	1,300	2,000	1,400	1,600	500	3,100	6,300	
	해양	1,300	2,500	0	0	0	0	0	0	0	3,800	0	
	Total	1,500	3,600	1,200	600	1,300	2,000	1,400	1,600	500	6,900	6,300	7,800
수주잔고	조선	6,700	6,700	6,500	6,800	6,900	7,562	9,000	10,400	8,100	6,800	10,400	
	해양	19,800	15,500	13,500	14,000	12,400	12,400	9,400	8,800	18,600	14,000	8,800	
	Total	26,500	22,200	20,000	20,800	19,300	19,962	18,400	19,200	26,700	20,800	19,200	
	해양 비중	74.7	69.8	67.5	67.3	64.2	62.1	51.1	45.8	69.7	67.3	45.8	

자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

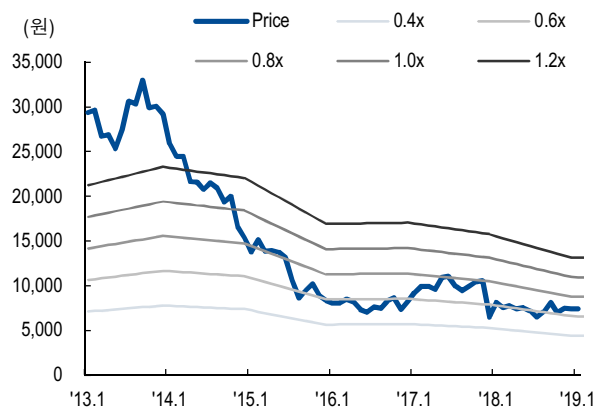
표3. 삼성중공업 실적 상세 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019F
매출	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	1,314	1,612	7,901	5,513	7,101
매출이익	110	113	141	-514	44	38	-64	-37	-150	-18	341
매출이익률	4.5	4.9	8.0	-36.4	3.6	2.8	-4.9	-2.3	-1.9	-0.3	4.8
영업이익	27	21	24	-596	-48	-101	-127	-144	-524	-419	-105
영업이익률	1.1	0.9	1.3	-42.2	-3.8	-7.5	-9.7	-8.9	-6.6	-7.6	-1.5
영업외손익	22	9	-2	31	-43	-73	11	81	60	-24	33
금융손익	5	1	-9	47	8	-64	-21	-31	43	-109	-49
기타	17	8	8	-15	-51	-9	33	112	17	85	82
세전이익	49	29	22	-565	-91	-173	-116	-63	-464	-443	-72
세전이익률	2.0	1.3	1.3	-40.0	-7.3	-12.9	-8.8	-3.9	-5.9	-8.0	-1.0
(지배) 순이익	58	29	28	-453	-59	-147	-84	-53	-339	-342	-55
순이익률	2.4	1.2	1.6	-32.1	-4.7	-10.9	-6.4	-3.3	-4.3	-6.2	-0.8

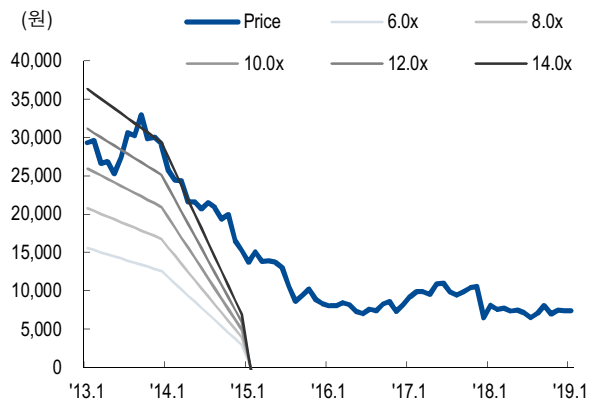
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. Trailing PBR Band



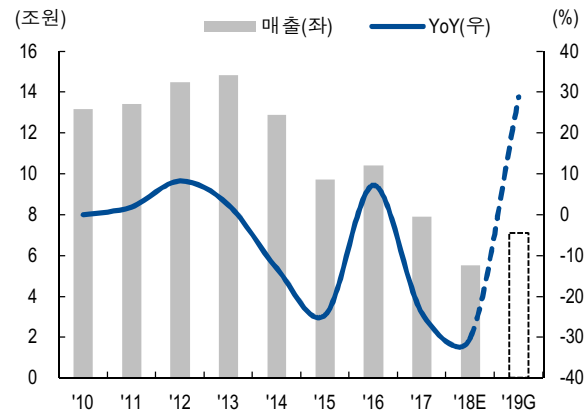
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. Trailing PER Band



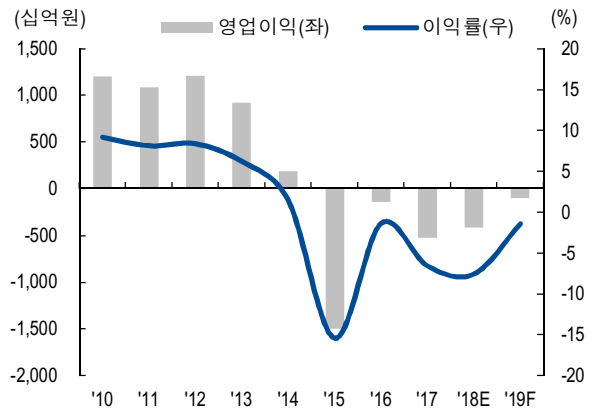
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 연간 매출 추이



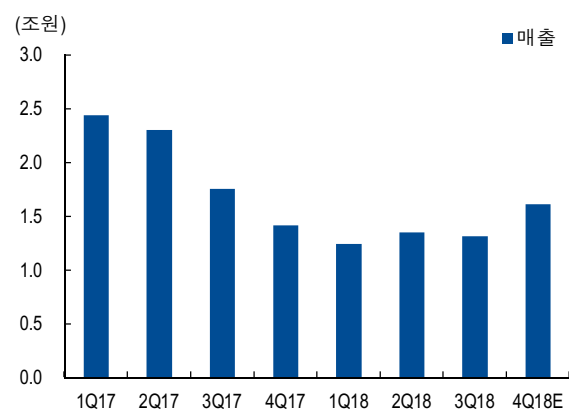
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 연간 영업이익 추이



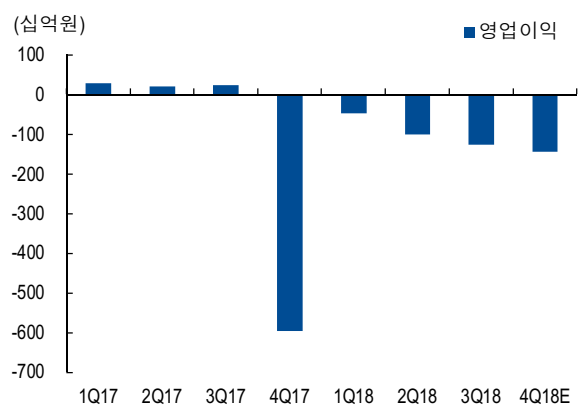
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 분기별 매출 추이



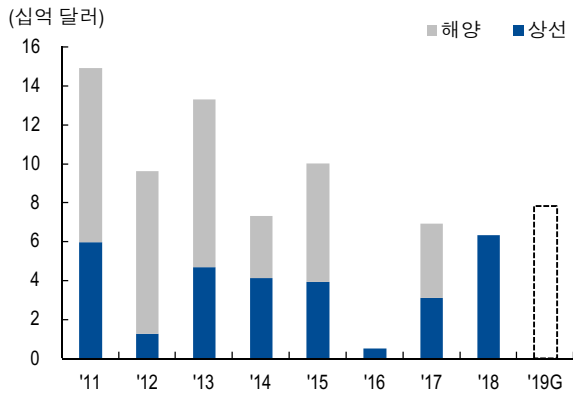
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 분기별 영업이익 추이



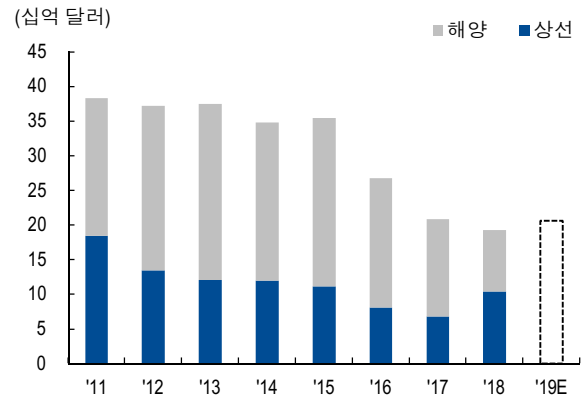
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 연간 수주실적 추이



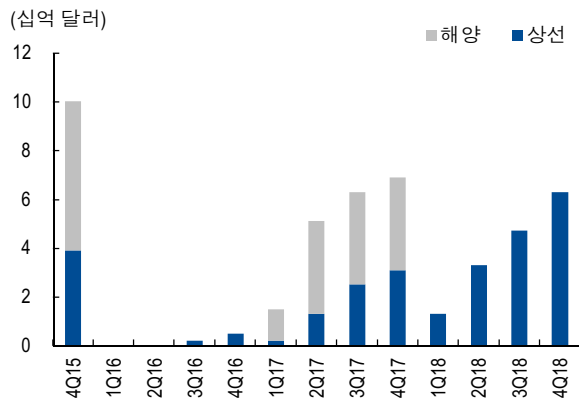
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 연간 수주잔고 추이



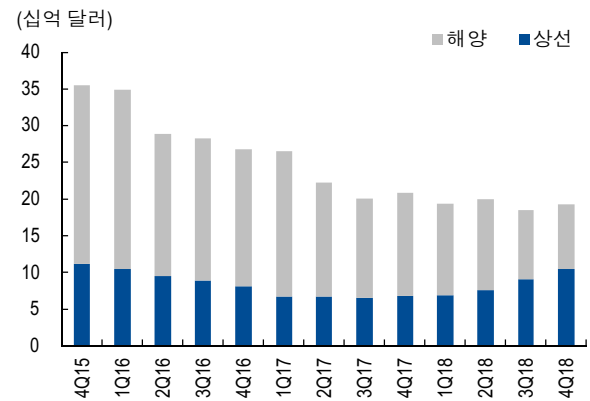
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 분기별 수주누계 추이



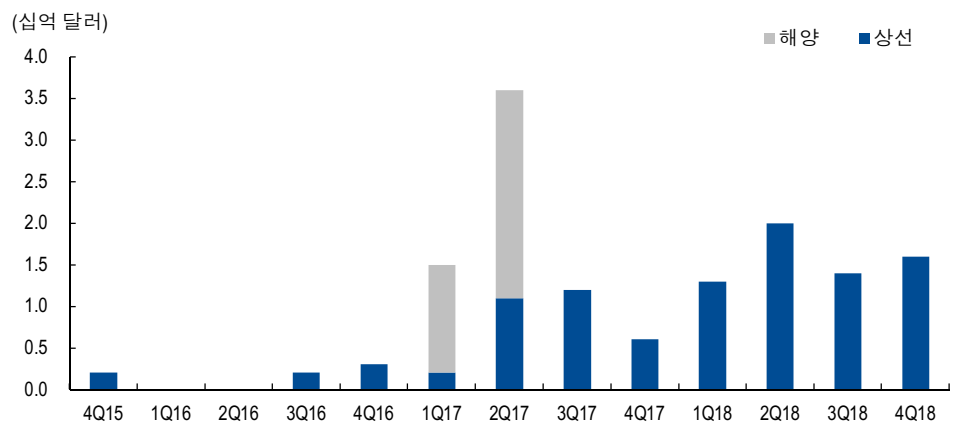
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림10. 분기별 수주잔고 추이



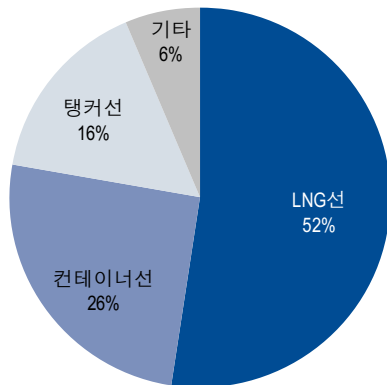
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 11. 분기별 수주 추이



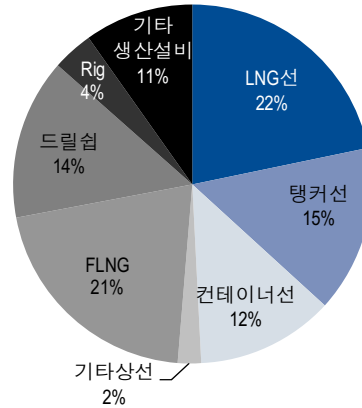
자료: 삼성중공업, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림12. 2018 선종별 수주비중 추이(금액 기준)



자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림13. 2018 선종별 수주잔고 비중 추정



자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 주요 해양플랜트 사업현황(시추선+생산설비) 상세추정

(단위: billion USD, %)

Award	Type	Project Name	Project Owner	Installation	Value	Progress	Payment	Etc
2013.01	Drillship	N/A	PDC	N/A	0.5	100	30	재매각 추진 중(Target: 60%)*
2013.06	Semi-Rig	N/A	Stena	N/A	0.7	100	30	계약취소, 선수금 협의 중*
2013.06	FPSO	Egina	Total	나이지리아	3.0	100	100	설치지역 출항 완료
2013.07	Drillship	N/A	Seadrill	N/A	0.5	100	30	재매각 추진 중(Target:60%)*
2013.07	Drillship	N/A	Seadrill	N/A	0.5	100	30	재매각 추진 중(Target:60%)*
2013.08	Drillship	N/A	Transocean*	N/A	0.7	98	48	인도시점 연기(3Q19)
2014.02	FLNG	Rotan	Petronas	말레이시아	1.6	80	80	
2014.04	Drillship	N/A	Transocean*	N/A	0.7	94	22	인도시점 연기(3Q20)
2015.07	Platform	John Severdrup	Equinor	노르웨이	0.6	100	100	설치지역 출항 완료
2017.01	FPU	Mad Dog2	BP	미국	1.3	28	28	
2017.05	FLNG	Coral	ENI	모잠비크	2.5	9	9	
2018.04	Semi-Rig	N/A	Odfjell Drilling	N/A	0.5	100	100	인도 완료

주1: 현재 재매각을 추진 중인 시추선 3기에 대해서는 지난 해 수주가의 40%를 손상차손 인식이 반영된 상태.

주2: Transocean은 최근 Ocean Rig를 흡수 합병함. 이에 삼성중공업이 Ocean Rig로부터 수주 받아 건조중인 시추선 2기에 대해서도 Transocean에 납품될 예정.

자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	7,901	5,513	7,101	8,180
증감률 (%)	-24.1	-30.2	28.8	15.2
매출원가	8,052	5,531	6,759	7,537
매출총이익	-150	-18	341	643
Gross 마진 (%)	-1.9	-0.3	4.8	7.9
판매비와 일반관리비	374	401	446	489
영업이익	-524	-419	-105	154
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전
OP 마진 (%)	-6.6	-7.6	-1.5	1.9
EBITDA	-210	-107	191	436
영업외손익	60	-24	33	25
금융수익(비용)	43	-109	-49	-65
기타영업외손익	18	85	82	90
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	-464	-443	-72	179
법인세비용	-123	-118	-19	48
계속사업이익	-341	-326	-53	131
당기순이익	-341	-326	-53	131
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전
Net 마진 (%)	-4.3	-5.9	-0.7	1.6
지배주주지분 순이익	-339	-342	-55	138
비지배주주지분 순이익	-2	17	3	-7
기타포괄이익	-137	50	1	5
총포괄이익	-478	-276	-52	136

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	N/A	N/A	N/A	33.7
PBR(X)	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR(X)	-26.1	-36.9	20.3	10.1
PSR(X)	0.4	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(X)	N/A	N/A	25.9	11.0
EV/EBIT(X)	N/A	N/A	N/A	31.2
EPS(W)	-766	-612	-88	219
BPS(W)	13,087	10,923	10,837	11,064
SPS(W)	17,865	9,857	11,271	12,984
자기자본이익률(ROE, %)	-5.6	-5.4	-0.8	2.0
총자산이익률(ROA, %)	-2.2	-2.3	-0.4	0.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	-5.8	-5.0	-0.8	1.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	45.4	16.4	3.9	1.5
총부채/ 자기자본(%)	138.3	102.9	124.8	135.9
이자발생부채	4,666	3,154	3,462	3,633
유동비율(%)	94.9	115.1	113.6	115.2
총발행주식수(mn)	442	630	630	630
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	6,469	7,410	7,400	7,400
시가총액(십억원)	2,863	4,673	4,667	4,667

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	354	726	1,565	1,672
매출채권	344	362	466	537
유동자산	6,780	7,032	8,483	9,641
유형자산	6,163	6,085	6,013	5,924
투자자산	192	134	173	199
비유동자산	7,038	6,986	6,931	6,855
자산총계	13,818	14,018	15,414	16,496
단기성부채	3,921	2,600	2,950	3,159
매입채무	643	611	786	906
유동부채	7,145	6,109	7,471	8,367
장기성부채	745	554	512	474
장기충당부채	65	408	525	605
비유동부채	875	1,001	1,088	1,138
부채총계	8,021	7,110	8,559	9,504
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	944	944	944
이익잉여금	3,198	2,856	2,801	2,939
비지배주주지분	8	24	27	20
자본총계	5,797	6,907	6,856	6,992

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	540	331	1,026	310
당기순이익	-341	-326	-53	131
+ 유/무형자산상각비	314	313	296	282
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	119	0	0	0
Gross Cash Flow	-110	-112	229	460
- 운전자본의증가(감소)	929	344	782	-104
투자활동 현금흐름	-74	168	-495	-374
+ 유형자산 감소	16	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-108	-202	-203	-180
+ 투자자산의매각(취득)	48	58	-39	-26
Free Cash Flow	432	129	823	130
Net Cash Flow	466	499	531	-64
재무활동현금흐름	-957	-127	309	171
자기자본 증가	0	1,386	0	0
부채증감	-957	-1,512	309	171
현금의증가	-631	373	839	107
기말현금 및 현금성자산	354	726	1,565	1,672
기말 순부채(순현금)	2,631	1,134	270	107

현대미포조선 (010620.KS)

돌아온 MR탱커의 절대강자

Company Comment | 2019. 1. 11

2018년 4분기 매출/영업이익 3분기 대비 개선되었을 것으로 기대. 2018년 수주목표 달성률은 약 82%로 전년 대비 크지 않은 차이. 2019년MR 탱커 발주 강세 전망되는데, 그 대표 수혜주라는 점에서 긍정적

4분기 실적 전망: 매출/영업이익 턴어라운드 진행, 수주는 82% 달성

현대미포조선의 2018년 4분기 실적은 매출 6,116억원(q-q +5.0%), 영업이익 240억원(q-q +11.5%, 이익률 3.9%), 순이익 260억원을 예상

2018년 총 수주물량은 24.5억 달러(y-y +5.5%, 달성률 약 82% 수준)로 추정되는데 이는 전년 대비 유사한 수준

MR 시장의 절대 강자, 화학운반선 강세 대표 수혜주로 기대

2018년 4분기말 수주잔고는 약 40억 달러(y-y -5.1%)로 추정되는데 이는 지난 해 글로벌 탱커 시황이 약세를 보이면서 수주물량의 성장이 제한된 결과로 풀이

하지만 2019년에는 폭발적 수주를 기대. 현대미포조선의 주력상품은 MR 탱커(Middle Range Tanker, 주로 석유화학운반선)이며, 글로벌 시장점유율은 50% 이상. 최근 조선업 턴어라운드, 탱커운임 급등, 글로벌 화학설비 투자사이클에 대한 기대감 등이 겹쳐지고 있어 강도 높은 수혜를 기대

회사는 2019년 수주 목표를 전년 목표 대비 17.8% 상향한 35억 달러로 설정했으며, 이를 달성하는 경우 총 수주실적은 2018년 대비 약 45% 성장

투자의견 BUY 유지, 목표 주가 74,000원 유지

조선업의 전반적 턴어라운드, 순현금 상태인 탄탄한 재무구조, 흑자 실적, 2019년 화학운반선 강세 전망 등 긍정적 요소들을 감안하여 목표 주가를 PBR 1.2배 수준인 7,4000원으로 제시

Buy (유지)

목표주가 74,000원 (유지)

현재가 (19/01/09) 61,600원

업종	운수장비
KOSPI / KOSDAQ	2,064.71 / 679.74
시가총액(보통주)	2,460.4십억원
발행주식수(보통주)	39.9백만주
52주 최고가('18/12/14)	65,600원
최저가('17/12/27)	40,057원
평균거래대금(60일)	17.7십억원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	11.4%

주요주주	
현대중공업 외 3인	42.9%
국민연금	13.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	22.3	42.4	28.5
상대수익률 (%)	33.5	57.6	56.3

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	2,453	2,287	2,447	2,631
증감률	-28.8	-6.8	7.0	7.5
영업이익	107.9	87.1	110.8	126.2
영업이익률	4.4	3.8	4.5	4.8
(지배)순이익	436.9	123.4	74.0	81.7
EPS	10,939	3,089	1,853	2,044
증감률	1,163.2	-71.8	-40.0	10.3
PER	3.6	19.4	33.2	30.1
PBR	0.7	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.7	9.4	8.0	6.7
ROE	20.0	5.4	3.1	3.3
부채비율	255.7	55.9	56.5	58.8
순차입금	-146.2	-1,122	-1,237	-1,364

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현대미포조선 4분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E					1Q19F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센 서스	
매출액	492.4	545.4	547.7	582.2	611.6	24.2	5.0	611.6	690.1	583.6
영업이익	-36.8	23.0	18.7	21.5	24.0	흑전	11.5	24.0	31.3	28.8
영업이익률	-7.5	4.2	3.4	3.7	3.9			3.9	4.5	4.9
세전이익	130.3	126.8	-27.8	63.7	9.6	-92.6	-84.9	9.6	38.0	19.5
(지배)순이익	103.4	85.9	-30.5	42.0	26.0	-74.9	-38.2	26.0	23.8	-1.6

주1: 2017년 4분기 매출/영업이익은 중단사업 제외

주2: IFRS 연결기준. 자료: WISEfn, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 최진명

02)768-7599, jinmyung.choi@nhqv.com

표1. 현대미포조선 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	2,453	2,287	2,447	2,631
영업이익	107.9	87.1	110.8	126.2
영업이익률	4.4	3.8	4.5	4.8
EBITDA	159.2	150.0	170.2	186.0
(지배지분)순이익	436.9	123.4	74.0	81.7
EPS	10,939	3,089	1,853	2,044
PER	3.6	19.4	33.2	30.1
PBR	0.7	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.7	9.4	8.0	6.7
ROE	20.0	5.4	3.1	3.3

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: EPS가 대폭 조정되는 원인은 2018년 12월 5일 결의된 무상증자의 결과임

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 현대미포조선 수주/수주잔고 상세 추정

(단위: 백만 달러, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2018G
수주	480	1029	414	401	379	641	806	454	913	2,324	2,450	3,000
수주잔고	4,349	4,631	4,241	4,260	3,836	4,133	4,338	4,044	4,558	4,260	4,044	

자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 현대미포조선 연결실적 상세 추정

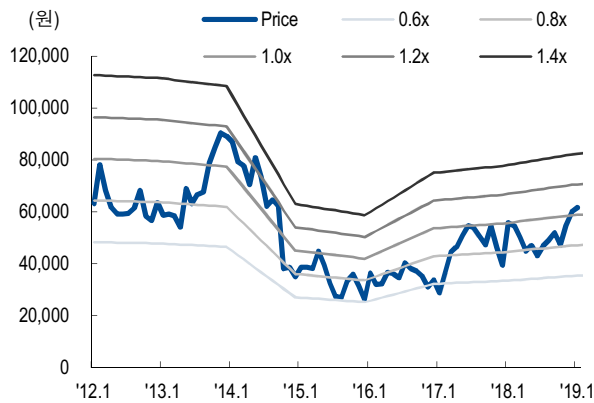
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019F
매출	751	692	518	492	545	548	582	612	2,453	2,287	2,447
매출이익	72	70	80		48	41	48	51		188	218
매출이익률	9.5	10.1	15.4		8.7	7.4	8.3	8.4		8.2	8.9
영업이익	47	44	54	-37	23	19	21	24	108	87	111
영업이익률	6.2	6.4	10.4	-7.5	4.2	3.4	3.7	3.9	4.4	3.8	4.5

주: 2017년 실적은 중단사업(금융부문)을 제외한 추정임

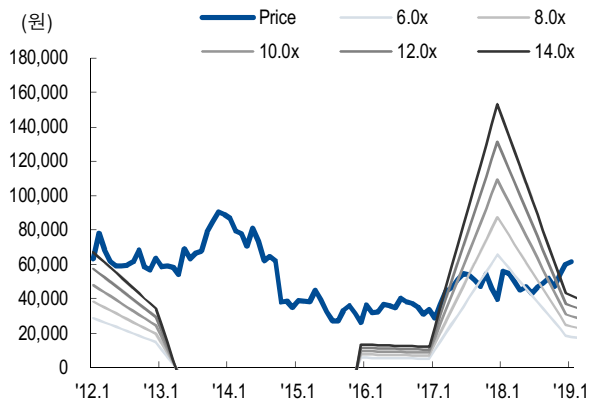
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. Trailing PBR Band



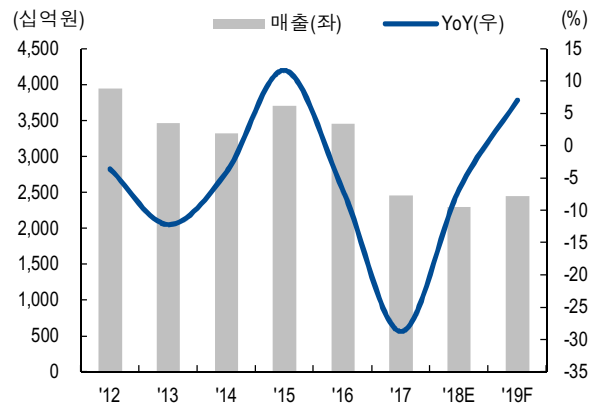
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. Trailing PER Band



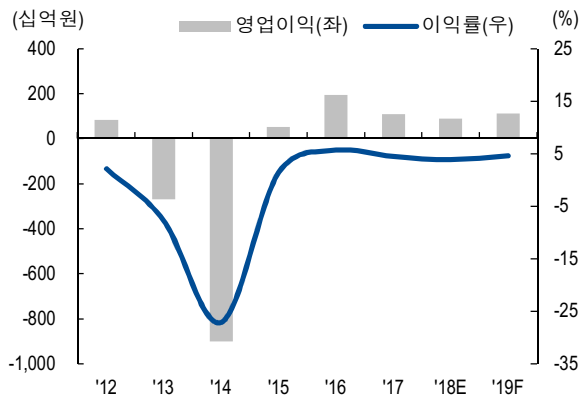
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 연간 매출 추이(중단사업 제외)



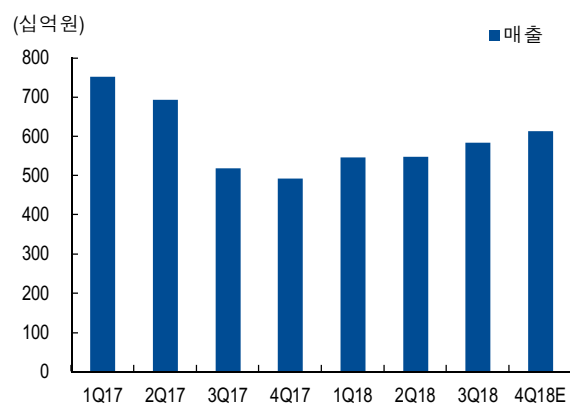
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 연간 영업이익 추이(중단사업 제외)



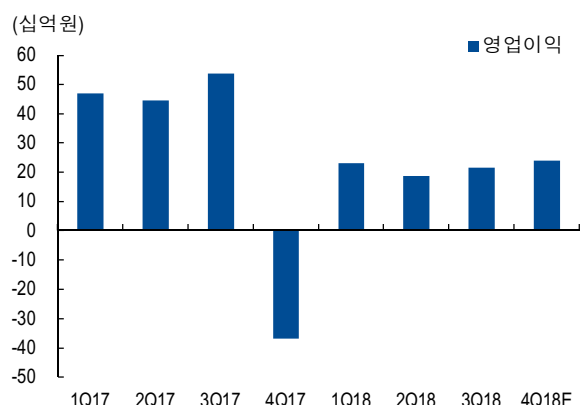
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 분기별 매출 추이(중단사업 제외)



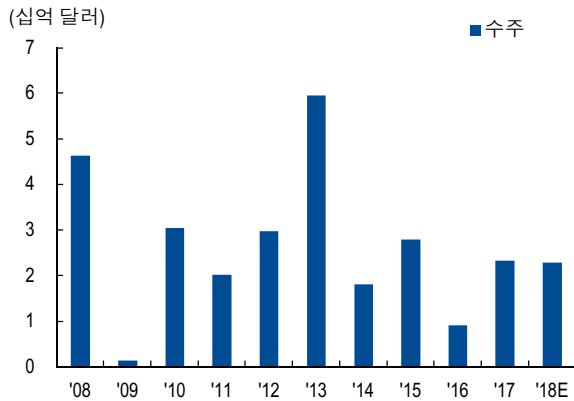
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 분기별 영업이익 추이(중단사업 제외)



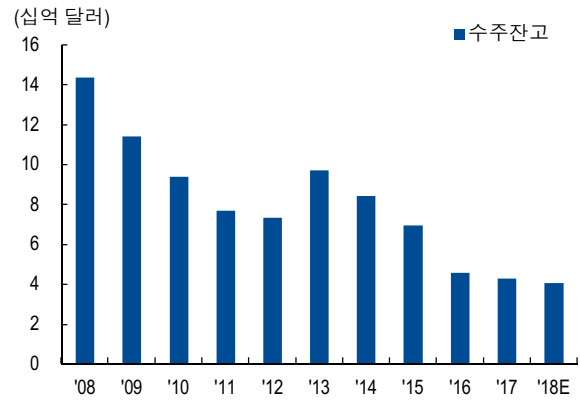
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 연간 수주실적 추이



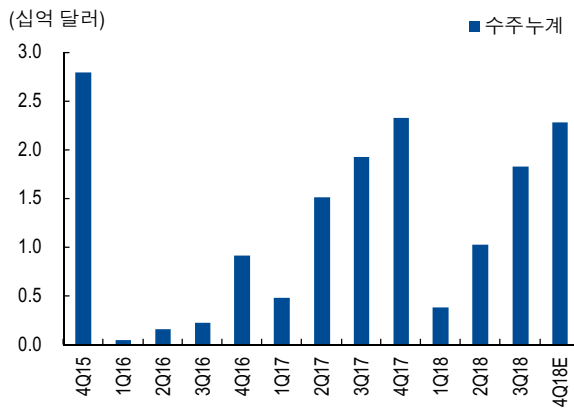
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 연간 수주잔고 추이



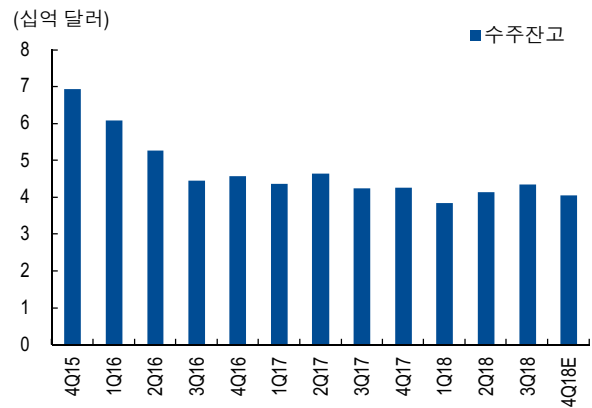
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 분기별 수주누계 추이



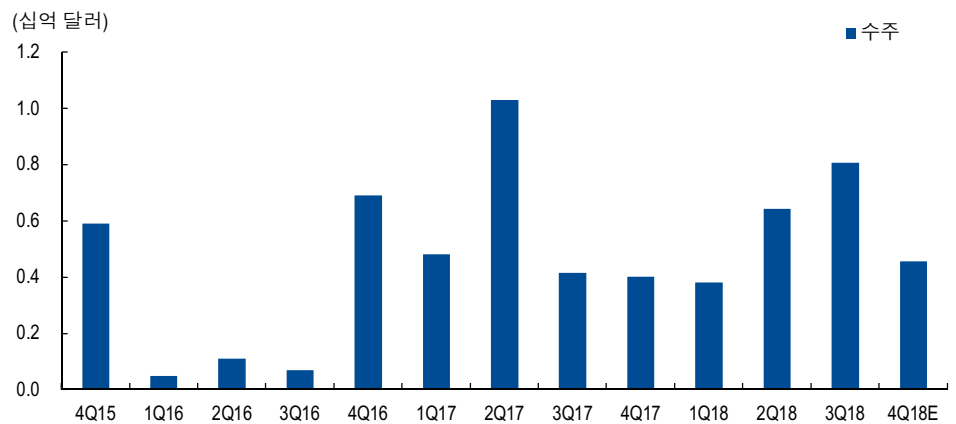
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림10. 분기별 수주잔고 추이



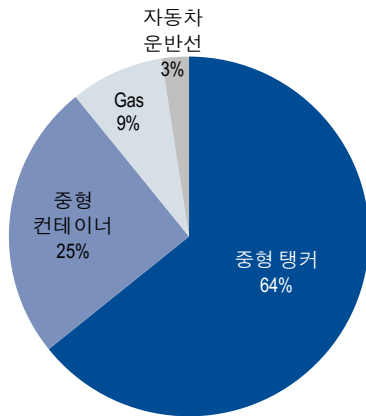
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 11. 분기별 수주 추이



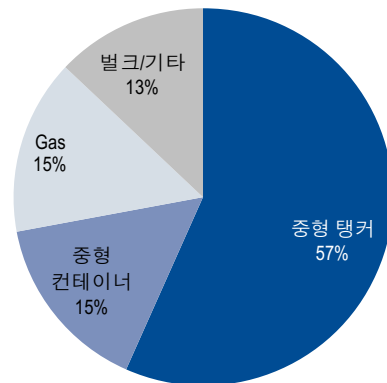
자료: 현대미포조선, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림12. 2018YTD 선종별 수주 비중 추이(금액 기준)



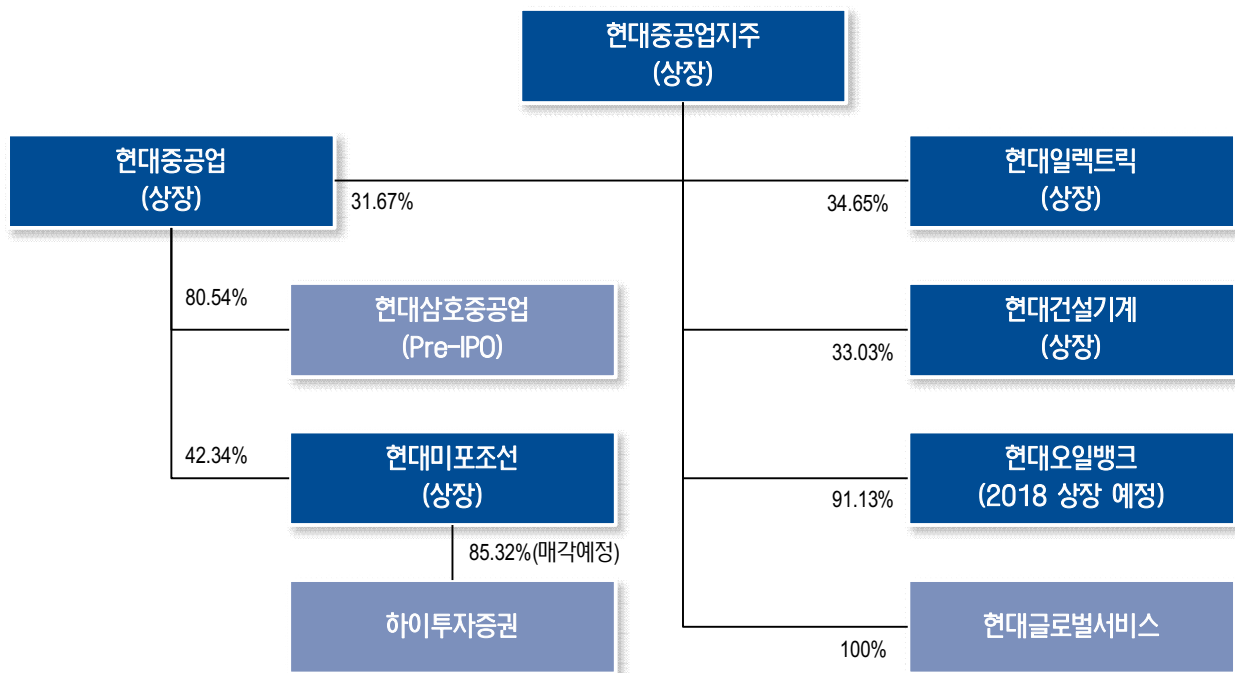
주: 현대비나신조선 포함
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림13. 2018YTD 선종별 수주잔고 비중 추정(금액 기준)



주: 현대비나신조선 포함
자료: 현대미포조선, NH투자증권 리서치본부 전망

그림14. 현대삼호중공업 분할상장 및 순환출자 해소에 따른 현대중공업그룹 지배구조



자료: 현대중공업지주, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	2,453	2,287	2,447	2,631
증감률 (%)	-28.8	-6.8	7.0	7.5
매출원가	2,245	2,099	2,229	2,390
매출총이익	208.5	188.0	218.0	241.0
Gross 마진 (%)	8.5	8.2	8.9	9.2
판매비와 일반관리비	100.6	100.9	107.2	114.9
영업이익	107.9	87.1	110.8	126.2
증감률 (%)	-43.5	-19.3	27.2	13.9
OP 마진 (%)	4.4	3.8	4.5	4.8
EBITDA	159.2	150.0	170.2	186.0
영업외손익	625.3	55.2	-1.4	-5.5
금융수익(비용)	713.9	35.2	-16.4	-13.5
기타영업외손익	-88.6	20.0	15.0	8.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	733.3	142.3	109.4	120.7
법인세비용	171.8	35.6	27.4	30.2
계속사업이익	561.5	106.7	82.1	90.5
당기순이익	445.2	136.7	82.1	90.5
증감률 (%)	1,024.2	-69.3	-39.9	10.2
Net 마진 (%)	18.1	6.0	3.4	3.4
지배주주지분 순이익	436.9	123.4	74.0	81.7
비지배주주지분 순이익	8.2	13.4	8.0	8.9
기타포괄이익	-364.1	4.0	-2.5	-2.0
총포괄이익	81.1	140.7	79.6	88.5

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	3.6	19.4	33.2	30.1
PBR(X)	0.7	1.0	1.0	1.0
PCR(X)	8.7	11.9	14.6	13.6
PSR(X)	0.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	9.7	9.4	8.0	6.7
EV/EBIT(X)	14.4	16.2	12.3	9.9
EPS(W)	10,939	3,089	1,853	2,044
BPS(W)	55,500	58,688	60,479	62,473
SPS(W)	61,425	57,258	61,266	65,861
자기자본이익률(ROE, %)	20.0	5.4	3.1	3.3
총자산이익률(ROA, %)	5.1	2.2	2.1	2.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	-2.9	3.3	6.7	7.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-6.3	-45.3	-48.3	-51.5
총부채/ 자기자본(%)	255.7	55.9	56.5	58.8
이자발생부채	462.4	486.6	480.0	516.0
유동비율(%)	114.8	162.2	166.2	168.1
총발행주식수(mn)	40	40	40	40
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	39,455	60,000	61,600	61,600
시가총액(십억원)	1,574	2,397	2,460	2,460

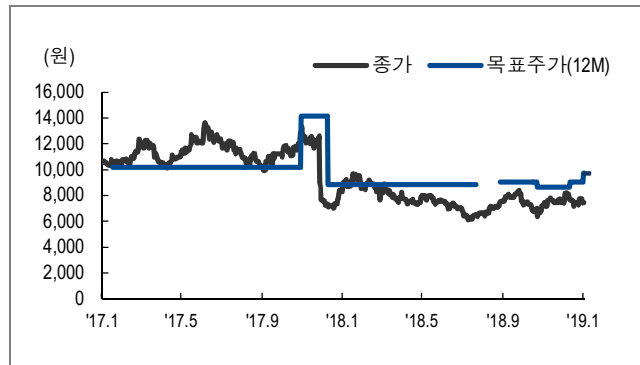
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	562.2	1,566	1,671	1,830
매출채권	194.6	116.8	125.0	134.3
유동자산	6,776	2,149	2,295	2,501
유형자산	1,090	1,532	1,524	1,516
투자자산	291.5	18.3	19.6	21.1
비유동자산	1,543	1,717	1,710	1,704
자산총계	8,319	3,866	4,005	4,205
단기성부채	479.3	510.2	505.3	543.2
매입채무	202.1	188.4	205.3	223.8
유동부채	5,905	1,325	1,381	1,488
장기성부채	5.1	4.6	4.6	4.6
장기충당부채	10.6	9.8	10.5	11.3
비유동부채	75.7	60.5	64.4	68.9
부채총계	5,980	1,386	1,446	1,557
자본금	100.0	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.5	-17.2	-17.2	-17.2
이익잉여금	1,719	1,842	1,916	1,998
비지배주주지분	122.4	135.7	143.8	152.6
자본총계	2,339	2,480	2,559	2,648

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	-679.3	1,158	168.4	180.2
당기순이익	445.2	136.7	82.1	90.5
+ 유/무형자산상각비	51.2	62.9	59.4	59.8
+ 종속, 관계기업관련손익	0.2	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	182.1	202.1	168.8	180.5
- 운전자본의증가(감소)	-854.9	1,003	26.9	29.9
투자활동 현금흐름	741.4	-185.3	-58.2	-59.0
+ 유형자산 감소	2.5	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-65.4	-505.3	-51.4	-52.0
+ 투자자산의매각(취득)	644.3	273.2	-1.3	-1.5
Free Cash Flow	-744.8	653.1	116.9	128.2
Net Cash Flow	62.0	973.1	110.2	121.3
재무활동현금흐름	-205.0	30.5	-4.9	37.9
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-205.0	30.5	-4.9	37.9
현금의증가	-242.1	1,004	105.2	159.2
기말현금 및 현금성자산	562.2	1,566	1,671	1,830
기말 순부채(순현금)	-146.2	-1,122	-1,237	-1,364

투자 의견 및 목표주가 변경내역

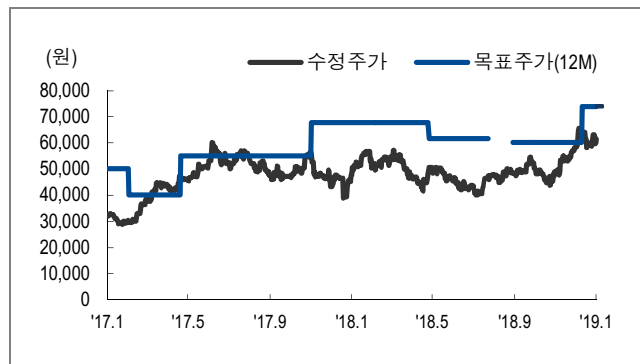
제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2019.01.11	Buy	9,700원(12개월)	-	-
2018.12.20	Buy	9,000원(12개월)	-17.0%	-13.9%
2018.11.01	Buy	8,600원(12개월)	-13.1%	-5.2%
2018.09.06	Buy	9,000원(12개월)	-16.3%	-7.0%
2018.08.01	담당 Analyst 변경		-	-
2017.12.19	Buy	10,000원(12개월)	-15.1%	0.3%
2017.11.08	Buy	16,000원(12개월)	-32.3%	-17.2%
2017.01.26	Hold	11,500원(12개월)	-1.1%	-

삼성중공업 (010140.KS)



제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2018.12.19	Buy	74,000원(12개월) 무상증자 반영	-	-
2018.09.06	Buy	120,000원(12개월)	-14.3%	9.0%
2018.08.01	담당 Analyst 변경		-	-
2018.05.04	Buy	123,000원(12개월)	-26.7%	-17.9%
2017.11.09	Buy	135,000원(12개월)	-26.9%	-15.6%
2017.04.28	Hold	110,000원(12개월)	-6.8%	-
2017.02.10	Buy	80,000원(12개월)	-1.2%	18.0%

현대미포조선 (010620.KS)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2019년 1월 4일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.