

비중확대 (Maintain)

Industry Report
 2017.7.17

[조선/기계]

성기종
 02-3774-1733
 kijong.sung@miraesasset.com

조선

2Q Preview: 하반기를 대비하는 마음

2Q 영업실적 Preview: 큰 변수 없는 안정적 영업실적 예상

국내 조선사들의 2분기 영업실적은 전년동기비 하락하나, 전분기대비 큰 변화는 없을 것으로 보인다. 기존 수주잔고 및 후판 등 원재료 가격 변동도 크지 않아 안정적인 영업실적이 예상된다. 단 삼성중공업의 경우 크레인 붕괴 사고로 일시적인 생산 차질이 불가피했던 만큼 매출액은 예상보다 다소 하락할 전망이다.

하반기 영업실적은 가파른 하향세 전망

국내 조선사들의 하반기 영업실적은 상반기 대비 가파른 매출 감소가 예상된다. 이는 조선사들이 2016년 불황 영향으로 수주 부족에 따른 수주잔고가 급격히 감소하였기 때문이다. 이에 영업이익도 크게 감소할 전망이며, 일부 조선사의 경우 적자전환도 예상된다. 하반기 매출 감소에 대비하여 조선사들의 인원 감축 또는 인원 관리가 시급하며 이에 따른 일시적 비용발생 가능성도 배제할 수 없다.

2018년 하반기부터 영업실적 턴어라운드 전망

조선사들의 영업실적은 2018년 하반기부터 서서히 턴어라운드가 예상된다. 금년 상반기에 주요 조선사들의 경우 수주가 전년비 회복세를 보였다. 2018년 4분기나 2019년 인도분이 대부분이어서 2018년 하반기부터 매출 인식이 증가하게 된다.

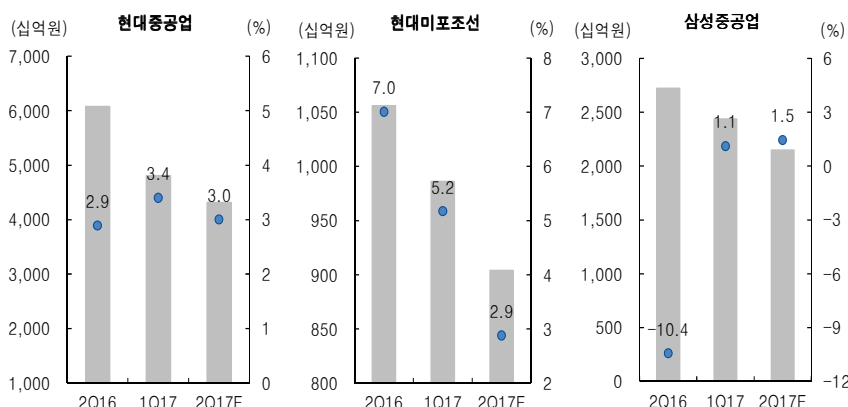
금년 하반기에도 국내 주요 조선사의 경우 차별화가 확대되며 수주 회복세가 지속될 전망이다. 수주는 비수기인 3분기보다 4분기에 집중될 가능성이 높다. 우량조선사로의 선택적 발주 물량이 증가하며 일부 선종에 치우칠 가능성이 높지만 선가 인상도 예상된다.

8월 비수기 조정구간이나 이후 반등 기획 전망

지난 상반기는 조선업 회복 기대감과 구조조정 승자에 대한 수주 쏠림 현상 등으로 국내 상장 조선사의 주가가 대부분 높은 상승률을 보였다. 하지만 7~8월 수주 비수기와 하반기 실적부진에 대한 우려로 차익실현이 진행되며 조정기가 예상된다. 이외에 철광석 가격 상승으로 후판가격 인상 우려도 주가에 반영된 것으로 판단된다.

비수기가 지나면 수주는 재개될 것으로 판단되며 조선사간 차별화 확대 및 수주가 풀리면서 선가 인상 가능성도 높아질 전망이다. 결국 이번 조정기는 저가 매수 기회로 판단된다.

국내 조선 3사 영업실적 추이



주: 막대그래프는 매출액, 파란색 점은 영업이익률을 나타냄
 자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

현대중공업 2Q Preview: 무난한 영업실적

현대중공업의 2Q 매출액은 YoY -29.0%, 4조 3,142억원, 영업이익은 YoY -26.3%, 1,294억원, 세전 이익은 YoY -70.1%, 524억원으로 예상된다. 기존 예상과 차이가 크지 않을 것으로 본다. 이는 과거 불확실했던 해양 프로젝트 등의 건조 공사가 크게 감소하여 생산 일정에 무리가 없어졌기 때문이다. 동사의 마지막 남은 NASR Package2 해양 프로젝트도 순조롭게 공사일정이 진행 중이다.

구조조정이 상당부분 진행되었기 때문에 일회성비용의 추가 부담은 적을 전망이다. 영업외부문은 환율 변동에 따른 환관련손실이 예상되나 분할에 따른 추가비용 부담은 크지 않을 전망이다.

하반기는 선박 건조 감소로 가파른 매출 감소 예상

동사는 하반기에 수주잔고 축소로 건조량이 가파르게 줄어들 전망이다. 이에 영업실적도 전년동기 및 전분기비 하락 폭이 클 것으로 전망된다. (아래 표 3. 참조) 단 수주잔고 감소에 따른 잉여인력 축소 관리 과정을 지난 2년간 준비해온 덕에 고정비 절감에 따른 수익성 하락은 제한적일 전망이다. 경쟁사대비 상대적으로 구조조정을 빠르게 진행해온 효과도 클 것으로 전망된다. 향후 1년간 잉여인력 관리와 수주가 턴어라운드 시기에 중요하며 위기관리 능력을 재차 확인하는 길이라 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 220,000원 유지

세계 최고의 조선소로 경쟁우위는 더욱 확고해질 전망이어서 기존 투자의견, 목표주가를 유지한다.

표 1. 2Q17 실적 비교

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	6,076	4,808	4,314	4,789	-29.0	-10.3
영업이익	176	163	129	164	-26.3	-20.6
영업이익률 (%)	2.9	3.4	3.0	3.4	0.1	-0.4
세전이익	175	182	52	242	-70.1	-71.2
순이익	138	376	34	135	-75.0	-90.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 현대중공업의 수익예상 변경표

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	35,688	33,904	16,985	15,202	-52.4	-55.2	- 사업부분할로 매출 감소 효과
영업이익	1,269	1,288	510	395	-59.8	-69.3	- 추가 구조조정 적어 고정비를 증가
세전이익	1,539	1,559	520	189	-66.2	-87.9	
순이익 (지배)	936	948	432	157	-53.8	-83.4	
영업이익률	3.6	3.8	3.0	2.6	-0.6	-1.2	
순이익률 (지배)	2.6	2.8	2.5	1.0	-0.1	-1.8	

주: 1) K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 2) 변경 전 숫자는 분할 전 기준

자료: 현대중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 현대중공업의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2016				2017F				2016	2017F	2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	6,782	6,076	5,235	5,620	4,808	4,314	3,890	3,973	23,713	16,985	15,202
영업이익	11	176	118	50	163	129	108	109	355	510	395
세전이익	28	175	269	-546	182	52	19	470	-74	520	189
순이익 (지배)	-2	138	193	-497	376	34	12	9	-168	432	157
영업이익률	0.2	2.9	2.3	0.9	3.4	3.0	2.8	2.7	1.5	3.0	2.6
순이익률 (지배)	0.4	2.9	5.1	-9.7	9.6	1.0	0.4	0.0	-0.3	2.5	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대중공업, 미래에셋대우 리서치센터

삼성중공업 2Q Preview: 사고 영향은 제한적

동사의 2Q 매출액은 YoY -21.0%, 2조 1,497억원, 영업이익은 314억원, 세전이익은 300억원으로 흑자전환이 예상된다. 기존 예상치를 하회하는 실적이다. 이는 크레인 붕괴 등 사고로 건조일정에 차질이 생겼기 때문이다. 하지만 change order 등 발생으로 수익성 훼손은 크지 않을 것으로 보인다. 세계 최대 Prelude FLNG 프로젝트는 무사히 마무리하여 호주 현지로 이동 중이다. 대형공사의 마무리로 향후 매출은 낮아질 것이지만, 동시에 대형 손실에 대한 불확실성도 낮아질 전망이다.

2017년 상반기 수주는 합격점

삼성중공업은 상반기에 탱크선 9척, LNG선 3척, FPU, FLNG 2척 등 총 \$51억 수주를 기록하였다. 세계 신조시장의 불황이 지속되는 상황에서 동사는 해양과 상선부문에서 안정적인 수주를 이끌어 합격점으로 볼 수 있다. 특히 해양부문에서는 3년만에 신조 대형 프로젝트를 싹쓸이 한 것으로 동사의 역량이 유효함을 알 수 있다. 단 상선부문은 주력선종인 컨테이너선 수주가 없고 약 8년만에 탱크선을 수주하여 시장의 공백함을 엿볼 수 있었다.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 13,400원

동사에 대한 투자의견은 Trading Buy를 유지한다. 목표주가는 PBR 0.7배를 적용하여 13,400원으로 6% 상향 조정한다. 최근 드릴쉽 인도가 당겨지며 현금흐름 개선과 인도 리스크가 줄어들 전망이다. 하지만 낮은 유가와 해양부문에서의 인도 리스크는 여전히 존재하여 Trading Buy를 유지한다.

표 4. 2Q17 실적 비교

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,721	2,437	2,150	2,006	-21.0	-11.8
영업이익	-284	27	31	48	흑전	14.3
영업이익률 (%)	-10.4	1.1	1.5	2.4	11.9	0.4
세전이익	-216	49	30	43	흑전	-39.1
순이익	-186	58	18	39	흑전	-69.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 삼성중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 삼성중공업의 수익예상 변경표

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	8,363	7,919	8,300	7,860	-0.7	-0.7	- 사고로 생산일정 지연
영업이익	117	158	91	141	-22.0	-10.7	- 일회성비용 발생
세전이익	135	178	109	161	-19.1	-9.7	- 인도지연 등으로 기타비용 증가
순이익 (지배)	108	135	87	122	-19.1	-9.7	
영업이익률	1.4	2.0	1.1	1.8	-0.3	-0.2	
순이익률 (지배)	1.3	1.7	1.1	1.6	-0.2	-0.2	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 삼성중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 삼성중공업의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2016				2017F				2016	2017F	2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	2,530	2,721	2,778	2,385	2,437	2,150	1,843	1,871	10,414	8,300	7,860
영업이익	6	-284	84	46	27	31	18	14	-147	91	141
세전이익	5	-216	111	30	49	30	18	12	-69	109	161
순이익 (지배)	17	-186	130	-82	58	18	9	2	-121	87	122
영업이익률	0.2	-10.4	3.0	1.9	1.1	1.5	1.0	0.8	-1.4	1.1	1.8
순이익률 (지배)	0.6	-7.8	4.6	-3.0	2.4	0.8	0.5	0.1	-1.2	1.1	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 삼성중공업, 미래에셋대우 리서치센터

현대미포조선 2Q Preview: 기대를 저버리지 않는

현대미포조선의 2Q 매출액은 YoY -14.4%, 9,044억원, 영업이익은 YoY -64.6%, 262억원, 세전이익은 YoY -72.5%, 338억원으로 예상된다. 기존 예상치와 차이가 크지 않을 것으로 본다. 수주잔고는 빠르게 줄어들지만 2분기까지의 건조일전 변화가 크지 않아 생산성 유지될 것이다. 인력 구조조정도 거의 일단락되었기 때문에 일회성비용 부담도 이번 분기에는 크지 않을 것이다. 자회사 현대비나신의 건조 일정도 거의 비슷한 수준으로 동사의 영업실적 변동에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 판단된다.

상반기 수주는 기대치 상회 → 향후 턴어라운드 상대적으로 빠를 전망

현대미포조선은 지난 6월에도 대규모 수주를 이끌며 상반기중 약 15억달러에 달하는 수주를 기록하였다. 과거 호황기의 평균 수준에 버금가는 수주를 달성한 것이다. 발주량이 과거 호황기의 약 30% 수준임을 감안하면 동사의 높은 경쟁력은 재확인한 것이다. 하반기에도 경쟁사대비 양호한 수주가 계속 이어질 전망이다. 동사의 경우 향후 1년간 영업실적은 타 조선사와 마찬가지로 큰 폭의 감소가 불가피 하나, 지난 상반기 대규모 수주 덕에 턴어라운드 시기와 속도가 상대적으로 빨라질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 133,000원 유지

향후 수년간 동사의 경쟁력이 더욱 확고해질 전망이어서 기존 투자의견, 목표주가를 유지한다.

표 7. 2Q17 실적 비교

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,056	986	904	870	-14.4	-8.2
영업이익	74	51	26	40	-64.6	-48.8
영업이익률 (%)	7.0	5.2	2.9	4.6	-4.1	-2.3
세전이익	123	46	34	30	-72.5	-27.1
순이익	97	32	23	23	-76.4	-28.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대미포조선, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 현대미포조선의 수익예상 변경표

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	3,481	3,126	3,439	3,116	-1.2	-0.3	- 추가 구조조정 적어 고정비를 증가
영업이익	110	78	99	69	-10.6	-12.3	
세전이익	129	73	118	64	-8.7	-12.1	
순이익 (지배)	93	53	80	43	-14.4	-17.5	
영업이익률	3.2	2.5	2.9	2.2	-0.3	-0.3	
순이익률 (지배)	2.7	1.7	2.3	1.4	-0.4	-0.3	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대미포조선, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 현대미포조선의 분기별 수익예상

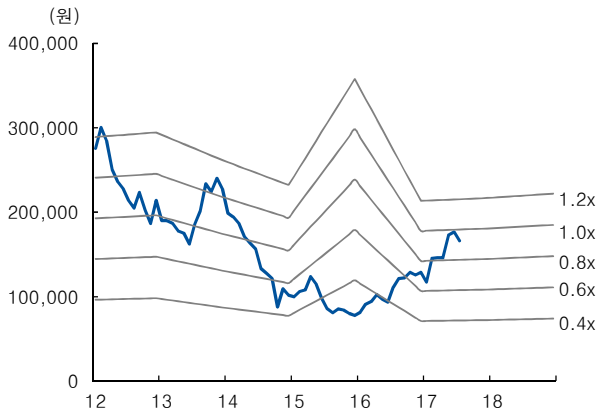
(십억원, %)

	2016				2017F				2016	2017F	2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,144	1,056	927	1,092	986	904	798	751	4,220	3,439	3,116
영업이익	58	74	38	37	51	26	13	8	208	99	69
세전이익	71	123	45	-144	46	34	19	19	95	118	64
순이익 (지배)	51	97	33	-147	32	23	11	14	35	80	43
영업이익률	5.0	7.0	4.1	3.4	5.2	2.9	1.6	1.1	4.9	2.9	2.2
순이익률 (지배)	4.4	9.4	3.8	-13.3	3.6	2.8	1.5	2.0	0.8	2.3	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

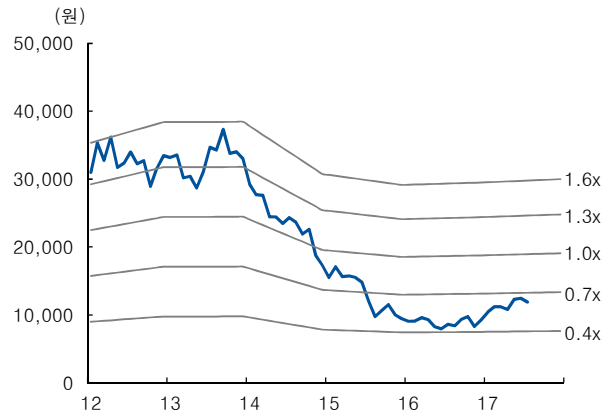
자료: 현대미포조선, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 현대중공업의 PBR 차트 (12 FWD)



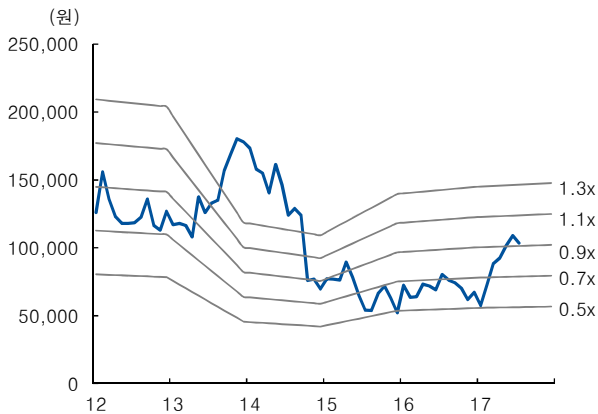
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 삼성중공업의 PBR 차트 (12 FWD)



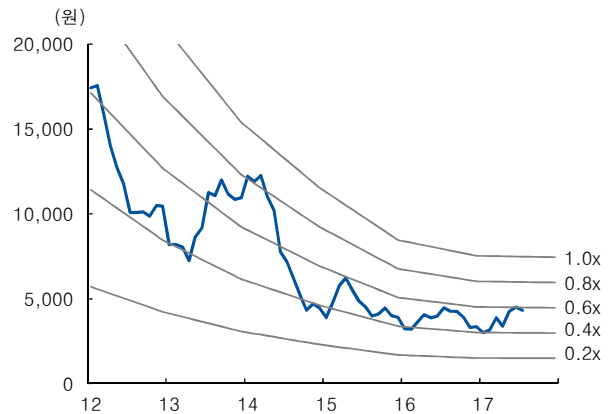
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 현대미포조선의 PBR 차트 (12 FWD)



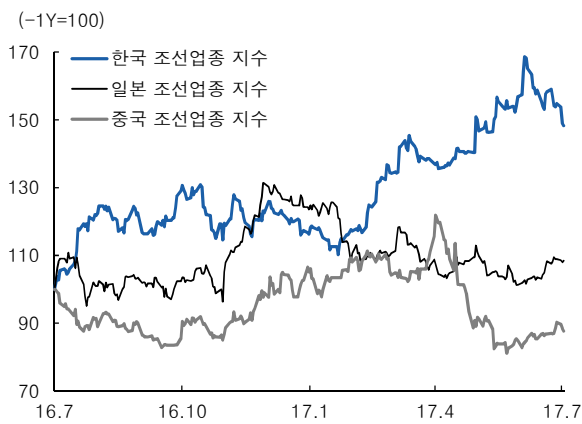
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 한진중공업의 PBR 차트 (12 FWD)



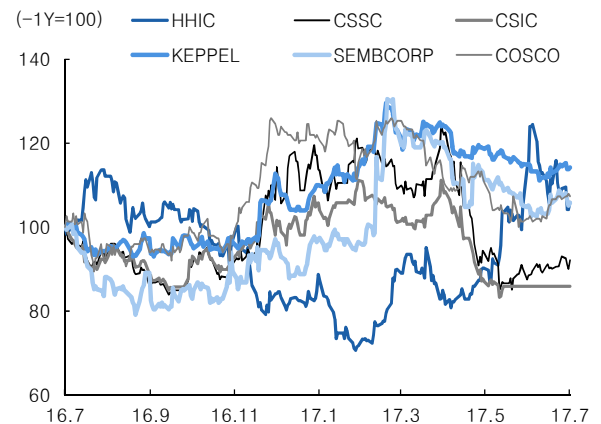
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 국가별 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

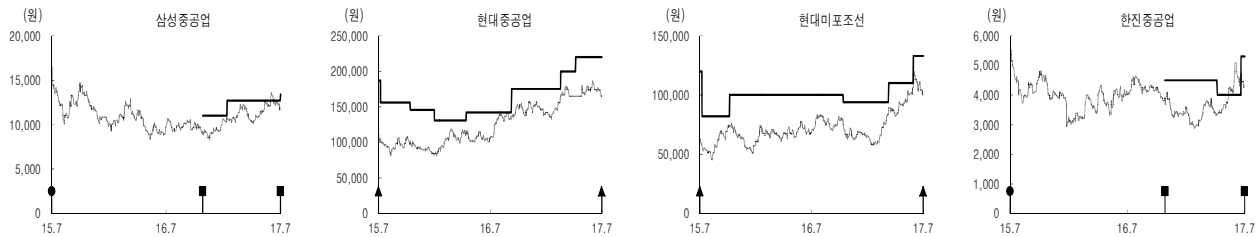
그림 6. 글로벌 주요 조선사 상대주가 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
삼성중공업(010140)	2017.07.14	Trading Buy	13,400원	현대미포조선(010620)	2015.06.29	매수	187,000원
	2017.01.25	Trading Buy	12,700원		2017.06.12	매수	133,000원
	2016.11.08	Trading Buy	11,000원		2017.03.23	매수	110,000원
	2015.06.29	중립	-		2016.10.26	매수	94,000원
현대중공업(009540)	2017.04.20	매수	220,000원	2015.10.20	매수	100,000원	
	2017.03.02	매수	200,000원	2015.07.22	매수	82,000원	
	2016.09.22	매수	175,000원	2015.06.29	매수	120,000원	
	2016.04.27	매수	142,000원	한진중공업(097230)	2017.07.03	Trading Buy	5,300원
	2016.01.14	매수	131,000원		2017.04.20	Trading Buy	4,000원
	2015.10.27	매수	146,000원		2016.11.08	Trading Buy	4,500원
	2015.07.22	매수	156,000원		2015.05.08	중립	-



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대미포조선(으)로부터 자사주 금전신탁 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 한진중공업의 자금조달 등에 관한 포괄금융자문계약 업무를 수행하고 있습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 한진중공업(과) 주식인수계약을 체결하여 업무를 수행하고 있습니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.