

2021년 조선업 산업전망

비중확대 (상향)

- ✓ Update Call
- ✓ Mid-term Issue



정상으로 돌아갈 시점

운송/조선/기계 담당 엄경아

T.02)2004-9585
um.kyung-a@shinyoung.com

산업분석팀 RA 권덕민

T.02)2004-9610
kwon,duk-min@shinyoung.com

조선업계 사정(?)은 2016년 보다 좋지 않음. 진행기준 수주잔고가 더 짧게 남아있다는 의미, 전세계 조선업계 일감이 1.5년을 하회하는 중. 팬데믹 기간 동안에만 보편적인 지표를 지속가능한 지표로 보지 말아야 함. 얼어붙어 있는 연료유 시장 영향으로 상선 화물도 줄고, 선박들도 움직임이 없음. 유가가 상승하기 시작하면 부정기 시장의 선박교체가 활발해질 것으로 예상. 대형 컨테이너나 LNG선 발주 프로젝트 재개 수요와 부정기선 교체수요가 더해지면 2021년 연간발주량 3천만 CGT 육박할 것. 일본 조선들의 생산능력 저하를 고려하면 이정도 수주에도 잔고는 반등할 수 있음. 이제는 바닥에서 눈을 돌려야 할 때, 조선업종 투자 의견 비중확대로 상향, 최선호주는 한국조선해양



[리포트의 주요 관점]

Value Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)과 주가의 괴리에 대한 분석
Growth Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)의 변화에 대한 분석
Update Call : 업황 및 기업 이슈 등에 대한 업데이트와 영향 등에 대한 분석

[리포트의 주요 초점]

Short-term Issue : 6개월 이내 이슈 등에 초점
Mid-term Issue : 1년 이내 이슈 등에 초점
Long-term Issue : 중장기 이슈 등에 초점



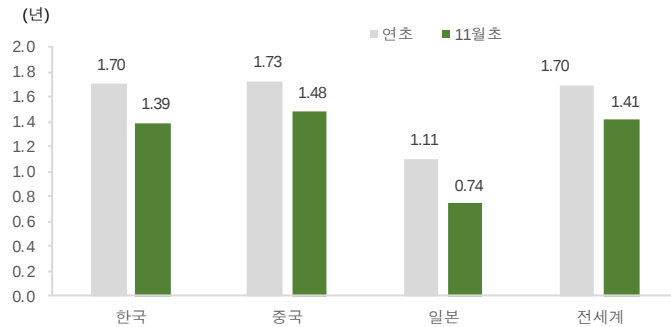
Content

I. 코로나와 석유경제와 조선업.....	4
1. 전세계 수주잔량 1.4년치 밖에 남지 않아.....	4
2. 석유경제를 역행한 적 없는 조선업, 비중확대 고려해볼까?.....	5
II. 부문별 수주시장 점검 및 전망	7
1. 대형컨테이너 시장에 봄날이?	7
2. LNG 시장, 과한 발주 휴식으로 기저효과.....	12
3. 부정기선은 교체수요 발생여부가 중요.....	15
4. 조선, 정상으로 돌아갈 시점.....	18
기업분석.....	19
1. 한국조선해양	
2. 현대미포조선	

Summary

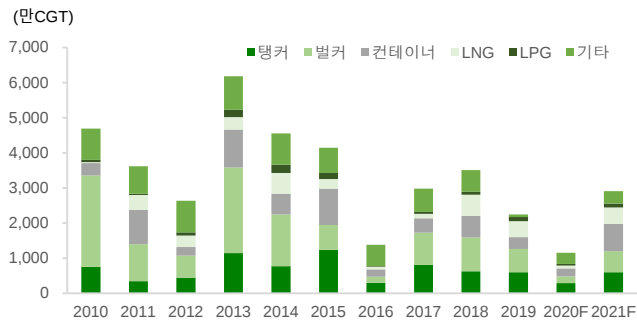
모두 다 터치한
1.5년의 지지선

국가별 진행기준 수주잔고 년 수



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

선종별 수주량 추이 및 전망



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

2021년 2,903CGT
수주전망
2019년 건조량 보다
적었지만,
일본 건조역량 줄어
한국업체 잔고감소에
도움될 것

조선업체 투자이견 및 목표주가

종목명	투자의견	이견변동	목표주가	목표주가 변동	비고
한국조선해양	매수	유지	135,000	유지	최선호주
현대미포조선	매수	유지	43,000	유지	
삼성중공업	중립	유지	6,000	유지	
대우조선해양	매수	상향	28,000	상향	

자료 : WIND, 신영증권 리서치센터

한국조선해양 최선호주

I. 코로나와 석유경제와 조선업

1. 전세계 수주잔량 1.4년치 밖에 남지 않아

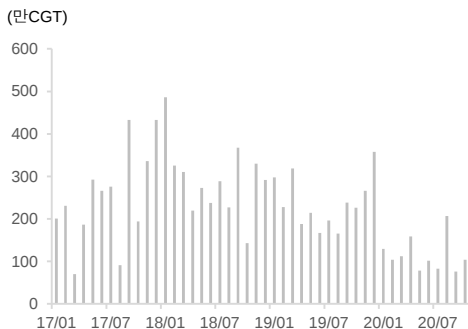
2020년 신규수주시장
전년대비 50% 수준

2020년 신규수주 시장은 반토막났다. 10개월 누적기준 수주로 비교하면 전세계 신규수주량이 48.4% 감소했다. 10개월 누적 수주량은 1,155만 CGT여서 전세계 연간기준 건조 가능량 대비 1/3 수준이다. 남은 2개월 동안 수주할 분량을 가정하여 생각해 보면 2020년 신규수주량은 1,336만 CGT가 될 것으로 보여 전년대비 수주량은 53% 감소할 것으로 보이고, 연간 생산 가능량의 40% 수준에 그칠 것으로 보인다.

아시아 3국
수주잔량 1.5년치 지지선
모두 무너져

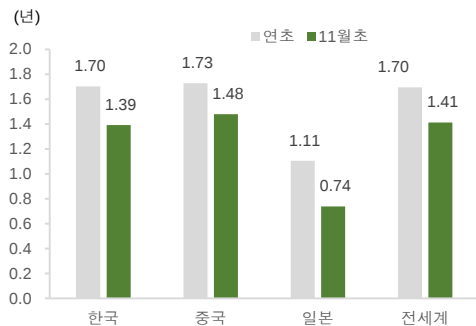
선박은 조선소에서 계속 만들어져 인도되는데, 새로 확보한 물량이 40% 정도 밖에 안 되는 상황이라 진행기준 수주잔고 줄어드는 속도에 걱정이 이만 저만이 아니다. 연초 1.70년에 달했던 전세계 조선소 진행기준 수주잔고는 10개월 사이 1.41년까지 줄어들었다. 한국은 연초에 1.70년으로 시작해서 1.39년까지 줄었고, 아시아 3국 중 2번째 빠른 감소를 보였다. 가장 많이 줄어든 나라는 일본으로 연초 1.11년으로 시작하여 0.74년이 되도록 줄었다. 가장 긴 잔고를 보유한 국가는 중국이지만, 중국도 1.73년에서 1.48년까지 줄어 매출이 줄기 시작하는 임계치를 건드린 것은 마찬가지이다.

도표 1. 월별 신규수주량 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국가별 수주잔고 연수 비교



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

아시아 3국
수주잔량 1.5년치 지지선
모두 무너져

전세계 곳곳의 제조현장의 지표나 소비지표 등은 4월을 저점으로 점진적으로 회복 중에 있다. 심지어 조선소에게 발주를 주는 해운사 수익의 선행지표인 운임 중 하나인 SCFI(상하이발 컨테이너 운임지수)는 지수 발표 이후 가장 높은 수치를 기록하고 있기도 하다. 그럼에도 불구하고 2020년 조선 신규수주량은 크게 반등하지 않고 있다. 2020년 들어 레벨 자체가 낮아진 수주에 머물러 있다.

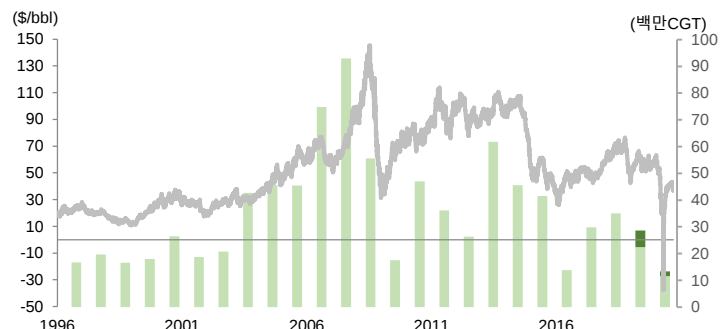
2. 석유경제를 역행한 적 없는 조선업, 비중확대 고려해볼까?

저유가에서도 친환경 설비투자가 늘었다는 반전포인트

서비스, 제조활동지표
반등 불구
기름값에 발목 잡힌 조선업

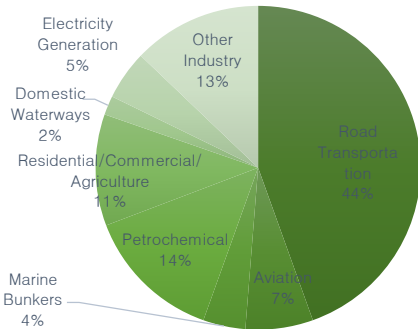
제조와 소비분야의 회복에도 불구하고, 선박시장의 발목을 잡고 있는 것은 무엇일까? 필자의 결론은 ‘석유경제의 축소’이다. 오일은 선박이 운항할 때 가격 변동성이 큰 비용요소이기도 하지만, 많은 부분을 차지하는 화물이기도 하다. 원유의 소비, 원유의 이동, 정유/화학제품의 소비, 제품의 이동이 활발하게 일어나야 선박이 많이 필요해진다. 과거의 기록을 곱씹어 보아도 선박발주 시장은 석유경제를 역행한 적이 없다. [도표 3]에서도 확인할 수 있듯이 저유가에 많은 발주가 이루어진 적은 없다.

도표 3. 국제유가와 연도별 수주량



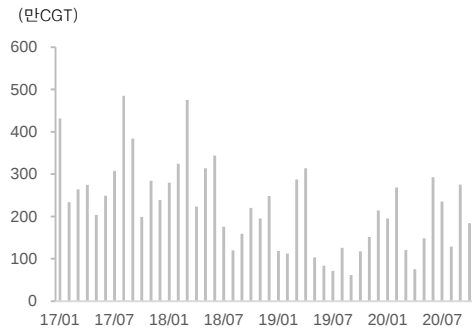
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 4. 소비분야별 유류 수요 비중 (2019년 기준)



자료 : OPEC, 신영증권 리서치센터

도표 5. 선박 해체량 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

저유가 불구하고
친환경 투자 활발한 것은
특이한 점

코로나 유행의 영향은 친환경에 대한 투자 속도가 빨라졌다는 점이다. 선박시장의 경우 2020년 들어서 수주잔고 중 친환경 연료 이용 추진엔진선의 비중이 급격하게 상승했다. 고유가 상황이어야 유류를 대체할 수 있는 연료를 적극적으로 찾을 것이라는 시장의 예상을 뒤집는 결과로 볼 수 있다. 친환경 선박으로의 전환은 신기술 선박에 대한 투자 증가로 조선업체들이 고부가가치 물량을 확보하는 기회가 될 수 있다.

오일 수요자의 복귀
유가의 반등
친환경 선박투자와
교체수요의 힘을 기대
조선업 '비중확대' 상향

2021년 조선업계의 수주전망에 있어서 가장 큰 전제는 오일 수요자의 시장 복귀다. 저유가에서 촉발되기 시작한 친환경 선박투자와 유가상승에 따른 비효율 선박의 교체가 동시에 이루어짐에 따른 회복을 기대한다. 인도점유율 기준으로 의미 있는 한 축(24.4%)을 기록하던 경쟁국인 일본의 시장 후퇴와 한국의 전진을 예상하며 조선업체 산업투자의견을 기존 중립에서 비중확대로 상향한다.

도표 6. 종목별 투자의견 및 목표주가

종목명	투자의견	의견변동	목표주가	목표주가 변동	비고
한국조선해양	매수	유지	135,000	유지	최선호주
현대미포조선	매수	유지	43,000	유지	
삼성중공업	중립	유지	6,000	유지	
대우조선해양	매수	상향	28,000	상향	

자료: 신영증권 리서치센터

II. 부문별 수주시장 점검 및 전망

한국 조선업체들은 심해용 해양플랜트, 초대형 컨테이너선, LNG 수송선, 서플탱커의 발주 점유율이 높다. 전체 수주시장의 활성화도 중요하지만, 점유율 상위선종의 업황을 점검해보고, 수주잔고의 흐름을 예측해보자.

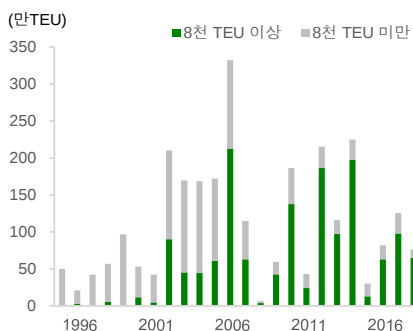
1. 대형컨테이너 시장에 봄날이?

2020년 최고의 반전운임 SCFI

한국 조선업체 수주 안방인
컨테이너 운송시장
역대급 운임 기록 중

2020년 코로나 유행 상황에서 가장 큰 변화를 보이는 운임시장은 컨테이너시장이다. 10년 내 기간 중 가장 스팟운임이 높았던 2010년, 2012년 수준까지 운임이 급격하게 상승했다. 2010년이나 2012년의 경우 유가가 높아서 연료비 부담이 높았던 것을 감안하면, 대형 컨테이너 운항선사들의 어닝 수준은 해당 시기보다 높을 것으로 예상된다. 해운시황 전망기간 드루리(Drewry)는 2010년 이후 가장 좋은 컨테이너 시장을 기록할 것이라고 분석한 바 있다.

도표 7. 선박량 기준 컨테이너선박 연간 발주량 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 8. 상하이발 컨테이너 운임지수(SCFI)



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

한국 조선업체 수주 안방인
컨테이너 운송시장
역대급 운임 기록 중

이처럼 사용자의 어닝 수준이 높아지다 보니 선박의 신규발주에 대한 기대감이 높아지고 있는 것도 사실이다. [도표 7]과 [도표 8]의 동일시기 운임과 발주량 사이의 관계를 보면, 운임 수준이 대체로 1천포인트를 상회하던 2014년 이전까지 시기의 발주량 대비 운임 하락 이후 발주량이 과도하게 감소한 것은 사실이기 때문이다.

공급조절이 올린 운임, 지속가능성은 반반?

컨테이너시장은
정기선 시장

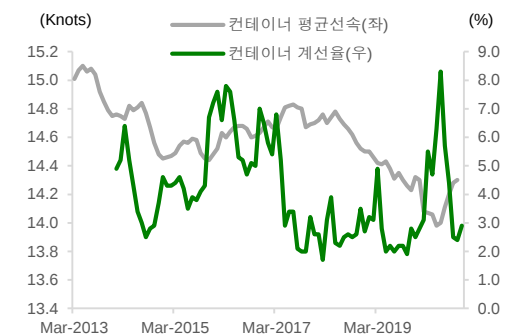
2020년 다른 선종의 해상운임 시장과 달리 컨테이너 운임은 왜 이렇게 많이 상승했을까? 수요보다는 공급에 큰 이유가 있다. 컨테이너 시장은 탱커나 드 라이벌크 같은 부정기선 시장과는 성격이 다르다. 다수의 선대를 지배하는 상위 플레이어가 노선의 다양성과 정시성을 경쟁력으로 내세우며 영업을 하는 시장이다. 화물의 탑재율이 낮더라도 화주와 약속한 시간에 선박이 출발해서 약속한 시간에 도착하는 것이 가장 중요한 시장이다.

2020년 운송 시장시점을
감속운행으로 시작
최고 성수기는
2차 유행으로 못 늘려

4월에 운임하락 멈추는데
성공
8월부터는 랠리

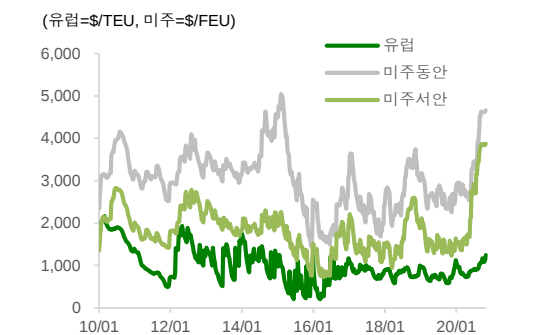
코로나 유행이 시작된 1분기는 컨테이너선사들에게도 비수기이다. 1차 유행의 정점을 기록한 3~4월은 컨테이너선사들에게 해당 연도의 첫 장사의 시작점이다. 아시아에서 2차 유행의 조짐이 나타나기 시작한 3분기 말은 연중 최고 성수기이며, 유럽과 북미지역의 2차 유행이 나타나는 현 시점은 3분기 다음으로 물량이 많은 2번째 성수기에 해당한다. 1차 유행기에 선사들은 성수기 진입기 스케줄을 포기했다. 항차를 늘리지 않고, 추가운임 하락방지에 초점을 모았다. 더 느리게 다니는 것이 가능할까 싶을 정도로 운항 속도도 늦췄다. 국제원유가가 100달러를 넘던 시기에 연료비 절감을 위해 등장했던 감속운항(Slow Steaming)을 역대급 저유가(원유선물 마이너스 37달러 기록)에서 활용하는 기이한 현상을 보게 된 것이다. 연초부터 4개월 가까이 하락하던 운임은 4월말을 저점으로 반등하기 시작했다.

도표 9. 컨테이너 선박 평균 속도와 개선



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 10. 상하이발 컨테이너 운임지수(SCFI, 지역별)



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

컨테이너시장은
정기선 시장

지난 11월 6일 기준 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index) 1664.56으로 상하이발 컨테이너 운임지수 발표 이후에 가장 높은 수치를 기록했다. 선속을 낮추고, 항차를 줄이는 과정에서 공급량은 줄고 수요는 그보다 줄지

계절적 성수기
마지막에 노선조정은 없다
높은 운임 12월까지
2021년에는 하락할 것

않아 생긴 운임 급등현상이지만, 연말까지 지속가능성은 매우 높을 것으로 예상된다. 왜냐하면 컨테이너는 정기선 형태로 운영되기 때문이다. 시황이 좋고 노선 스케줄을 단기간에 변경할 수 있는 성격의 선종이 아니다. 2021년 시즌 노선 스케줄 재편성시 수익성이 좋은 노선에 집중적으로 선사들이 공급을 투입할 가능성이 높다. 계절성을 반영하여 1분기에 운임이 하락하기 시작할 것이며, 2021년 평균 운임은 2020년보다 낮아질 가능성이 높다.

오랜만의 대형선 발주, 재개 신호로 보자, 머스크의 다음 계획은?

2020년 컨테이너 선사
수익성은
지속가능한 수준 그 이상
운임 하락해도 이제는
선박발주 경쟁을 논할 때

지난 주 한 주 만에 무려 12척의 컨테이너 선박 발주 소식이 전해졌다. 2만TEU 이상의 초대형선 7척과 3~3.5천TEU급 피더선 다수에 대한 발주였다. 중국 해운사가 대형선을 중국 조선소에게 발주, 일본 해운사가 피더선을 중국 조선소에 발주하여 한국 조선업체들의 수혜는 하나도 없었다. 하지만 발주 선박의 인도시기가 2023~2024년에 포진되어 있어 등으로 보아 동일 시기 인도물량에 대한 추가 발주를 기대해볼 수 있다. 2018년에는 HMM, 2019년에는 CMA-CGM과 중국계 위주의 발주가 있었다. 2M 중 MSC가 2만TEU 이상의 선박을 인도받을 예정이지만 1등 선사인 머스크사의 인도예정물량이 현저하게 줄어들어 있다는 사실을 주목하자.

도표 11. 최근 컨테이너선 발주 물량

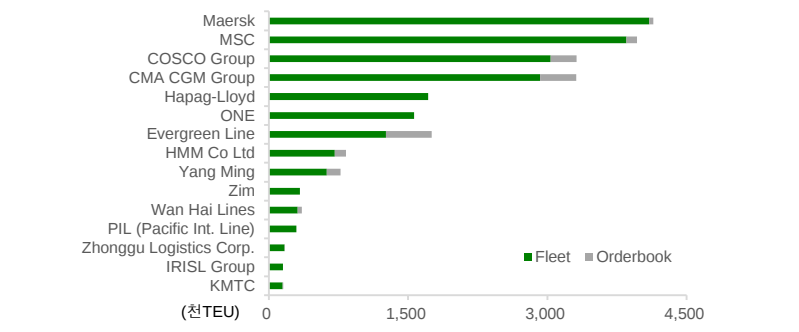
Type	Size	Unit	Built	Builder	Owner Group
Container	3,500	TEU	2023-01	Jiangsu New YZJ	Unknown Japanese
Container	3,500	TEU	2023-05	Jiangsu New YZJ	Unknown Japanese
Container	3,500	TEU	2022-11	Jiangsu New YZJ	Unknown Japanese
Container	3,500	TEU	2023-03	Jiangsu New YZJ	Unknown Japanese
Container	3,500	TEU	2023-07	Jiangsu New YZJ	Unknown Japanese
Container	23,000	TEU	2023-11	Dalian COSCO KHI	China COSCO Shipping
Container	23,000	TEU	2024-	Dalian COSCO KHI	China COSCO Shipping
Container	23,000	TEU	2023-08	Nantong COSCO KHI	China COSCO Shipping
Container	23,000	TEU	2024-	Nantong COSCO KHI	China COSCO Shipping
Container	23,000	TEU	2023-08	Dalian COSCO KHI	China COSCO Shipping
Container	23,000	TEU	2024-	Dalian COSCO KHI	China COSCO Shipping
Container	23,000	TEU	2023-11	Nantong COSCO KHI	China COSCO Shipping

자료: 클락슨

2011년 이후 발주한
신세대 선형
운영효율 모두 높은 머스크

머스크사는 규모의 경제(Economy of scale), 에너지 효율(Energy efficient), 친환경(Environmentally improved)의 맨 앞 글자를 모아 명칭한 Triple-E 클래스 컨테이너 선박을 2011년 2월에 발주한 바 있다. 한꺼번에 무려 20척 규모의 선박을 발주했고, 2년 뒤인 2013년부터 3년에 걸쳐 인도를 받은 뒤 운영효율을 높였다. 다음으로는 2만TEU급 선박을 10척 발주했으며, 2017년부터 3년에 걸쳐서 인도받은 뒤 운영효율을 높여 놓은 상태이다.

도표 12. 상위 15개 컨테이너 선사 현재 운영 선박량과 미인도 선박량



자료 : 알파라이너, 신영증권 리서치센터

도표 13. 컨테이너 시장 수급

노선별	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2020%	2021%
Transpacific	25.1	26.0	26.8	26.2	26.0	26.9	-0.8%	3.4%
Far East-Europe	22.7	23.8	23.8	24.8	23.5	24.7	-5.5%	5.3%
Other East-West	26.1	27.4	28.4	28.6	26.3	28.4	-8.2%	8.2%
North-South	28.9	30.7	32.3	32.2	31.3	32.9	-2.8%	5.1%
Other	72.9	77.9	81.9	84.7	83.5	88.2	-1.4%	5.6%
Total Trade, m.teu	176	186	193	197	191	201	-3.0%	5.5%
%growth	4.6%	5.8%	4.2%	1.8%	-3.0%	5.5%		
Total est.bn TEU-miles	886	935	968	984	950	1,002	-3.5%	5.4%
%growth	4.0%	5.6%	3.5%	1.7%	-3.5%	5.4%		
선박량(총합, 천TEU)	19,894	20,141	20,910	22,083	22,964	23,498	24,146	
%supply	1.2%	3.8%	5.6%	4.0%	2.3%	2.8%		
선박량(대형선, 천TEU)	8,449	9,255	10,273	11,365	12,243	12,823	13,626	
%supply(8천TEU 이상)	9.5%	11.0%	10.6%	7.7%	4.7%	6.3%		

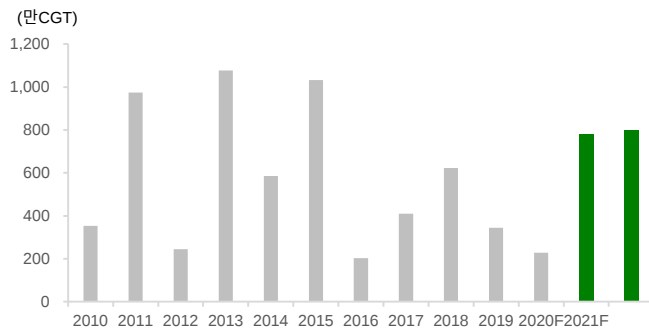
자료: 클락슨, 신영증권 리서치센터

연간 최소 20만TEU의 선박 해체를 가정할 경우 수요성장률 5%를 대응할 수 있는 발주 선박량은 약 150만TEU이다. 2022년 인도예정량은 40만TEU가 되지 않고 있으나 해당 연도의 공급량은 이전 연도까지 인도된 선박으로 충당된

향후 2년 발주량 20%
이상은 컨테이너선

다고 가정해도 무방하다. 다만 2021년에는 2023년부터의 인도예정량에 대한 계획을 세워야 하는 시기이다. 두 자릿수를 유지해오던 컨테이너 수주잔고는 선복량 대비 7.86%까지 하락한 상황이다. 연평균 150만TEU의 선박 발주를 예상하며, 이는 780만CGT로 조선소 건조능력의 23%를 차지할 것으로 보인다.

도표 14. 컨테이너 발주량 전망



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

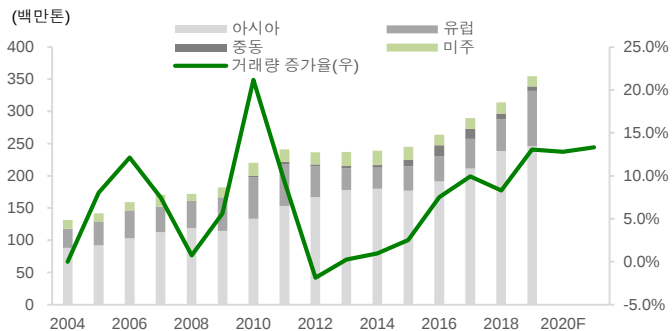
2. LNG 시장, 과한 발주 휴식으로 기저효과

수요 대비 신조수주 관망이 심했던 한 해

가장 많이 기대하고
가장 많이 실망한
2020년의 LNG 시장

LNG선 시장은 2020년 조선소들이 유일하게 기대한 시장이다. 러시아, 카타르, 모잠비크 프로젝트에서 필요로 하는 LNG 선박을 한국에 집중적으로 발주하려는 움직임이 많았기 때문이다. 개별 프로젝트들이 필요로 하는 선박의 양이 절대적으로 많고, 원하는 인도시기가 비슷하다는 점 때문에 1개 프로젝트의 발주가 다른 프로젝트의 선박발주를 연쇄적으로 이끌어낼 것으로 예상되었다. 2019년까지 이어진 수요증가율을 크게 벗어나진 않은 것으로 추정되지만, 신규 프로젝트에 대한 투자는 다수 지연되었다. 2024년부터 신규생산을 시작하고자 하는 프로젝트가 집중적으로 많다는 점도 발주는 늦추는 원인이 되었다.

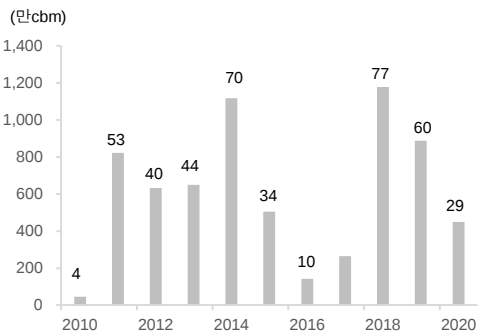
도표 15. 지역별 LNG 수요량과 전체 증감률



자료 : GIIGNL, 클락슨, 신영증권 리서치센터

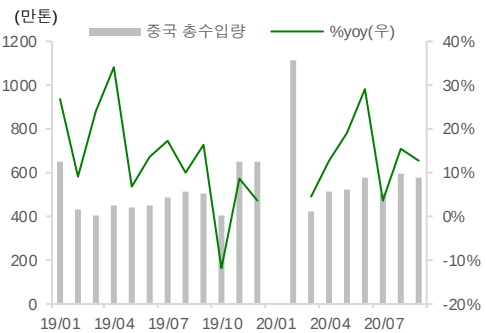
주) 2020년과 2021년의 수입량 전망치는 2020년 10월 전망기관 전망치에 해당

도표 16. 연도별 LNG 선박 신규 수주량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터, 주) 레이블은 발주 척수

도표 17. 중국의 LNG 월별 수입량과 증감률



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2018년, 2019년에 이어졌던 60척 이상의 LNG 수송선 발주 기세는 절반으로 꺾였다. 단일 프로젝트 기준으로 많은 양을 한꺼번에 발주한 케이스는 러시아 즈베다조선소에 자국 발주 물량이 발주된 것을 제외하고 없다.

2024년 인도슬롯 경쟁 높아질 2021년

2020년에서 2021년으로
FID가 밀린 프로젝트
다수

[도표 18]은 2020년 또는 2021년에 최종투자결정이 예정되어 있었던 프로젝트들이지만, 대부분 예정시간에 투자결정을 확정짓지 못하고 1년 정도 투자결정이 연기되었다. 어차피 첫 가스생산 시기가 2024년 이후에 분포되어 있어서 최종 투자결정이 앞당겨져야만 하는 필요성은 적었다.

도표 18. 단기간 내 투자결정 예정이었던 LNG 프로젝트

프로젝트명	연간생산량 (백만톤)	이전 FID 예정시기	재 확정 FID 예정시기	첫생산
Total E&P PNG	5.4	2021	2022	2027
ExxonMobil PNG	2.7	2021	2022	2030
Woodside Burrup	5	2021	2H21	2025
Novatek	4.8	2020	2H21	2024
Energia Costa Azul	2.4	2020	4Q20	2024
Mag LNG Holdings	8	2020	2021	2024
Pieridae Energy	5	2020	2021	2026
Freeport LNG Exp	5.1	2020	2021	2024
Cheniere Energy Inc	9.8	2020	2021	2024
Gazprom	13	2020	2021	2024
Rovuma	15.2	2021	4Q21	2026
Lake Charles LNG	16.4	2020	2021	2026
Woodfibre LNG	2.1	2020	2021	2025
Port Arthur LNG	13.5	2020	2021	2024
Rio Grande LNG	13.5	2020	2021	2024
Qatar Petroleum	31.2	2020	2021	2025
Driftwood	27.6	2020	2021	2024

자료: 클락슨, 신영증권 리서치센터

2024년부터 신규생산
프로젝트 집중 포진

[도표 19]는 현재 건설 중이거나, 기본설계 중이거나, 프로젝트 제안 중인 총 141개의 LNG 개발 프로젝트를 기반으로 연도별 필요 선박을 산정한 표이다. 2019년과 올해 발주된 선박이 집중적으로 인도되는 2022년과 2023년은 필요선박만큼 선박이 안도되게 될 예정이다. 하지만 2024년부터 새롭게 생산을 시작하는 프로젝트들이 많아서 신규 발주가 필요하다. 물론 현재 기본설계 중

인 프로젝트 중 생산 예정 시점을 추가 수정하는 사례는 발생하겠지만 2024년부터 3년간 집중적으로 LNG 시장에 대한 투자가 이루어질 예정이어서 발주량 개선에 많은 영향이 있을 것으로 보인다.

도표 19. LNG 개발 프로젝트 기반 필요 선회량과 현재기준 개발주 선회량

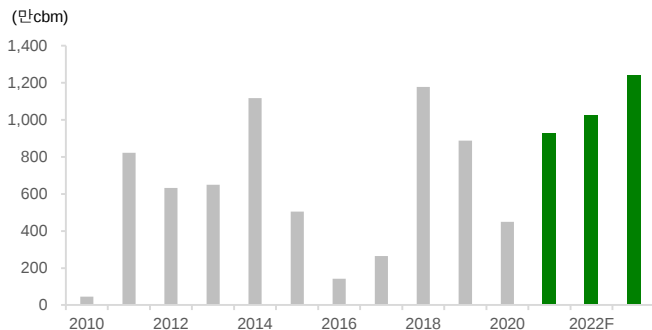
연도	필요 선회량		개발주 선회량	
	(척)	(cbm)	(척)	(cbm)
2022F	27	4,538,000	32	4,749,420
2023F	27	4,401,000	23	3,986,600
2024F	179	30,834,000	5	863,000
2025F	196	34,104,000	5	863,000
2026F	237	41,238,000		
2027F	89	15,486,000		
2028F	61	10,614,000		

자료: 클락슨, 신영증권 리서치센터

LNG 프로젝트 실행률
30%만 가정해도
발주량 이전대비 60%
이상 많을 예정

오일 뿐만 아니라 LNG 개발 프로젝트도 생산 개시 시점을 맞추는 경우는 거의 없다. 그럼에도 불구하고 2024년부터 2026년 생산 개시계획이 지나치게 많은 것은 사실이다. [도표 20]은 향후 생산 계획이 있는 프로젝트의 진행 가능성이 30% 밖에 되지 않는다고 했을 경우의 발주량 추정에 해당한다. 과거 10년 평균 연간 발주량의 60% 이상 더 발주되는 기간이 장기간 이어질 것으로 예상된다. 수주 점유율이 이전 대비 낮아진 초대형 컨테이너선보다 한국 조선소에게 수주물량 버팀목 역할을 해줄 것으로 보인다.

도표 20 LNG 선박 신규 발주량 추이 및 전망



자료: 클락슨, 신영증권 리서치센터

3. 부정기선은 교체수요 발생여부가 중요

고부가가치는 아니지만
선박시장의 60% 이상을
차지하는 부정기선
교체 많아 발주시장 활발

일반상선 중 대형 컨테이너선이나 가스선의 경우 고부가가치 선박으로의 의미가 있지만 전체 선박시장의 활동이 활발해지는 척도로 작용하기는 쉽지 않다. 절대적으로 차지하는 비중이 적기 때문이다. 상선 시장에서 화물선 중 가장 많은 비중을 차지하는 것은 드라이벌크선박이며, 다음으로 많이 차지하는 선박은 오일탱커이다. LNG선이나 컨테이너 선박 부문에서 이연수요의 확대를 기대해볼 수 있다면, 이외 선박시장에서 많은 비중을 차지하는 부정기선 시장은 교체수요가 발생해주는지 여부가 중요하다.

도표 21. 선박별 건조된 시기

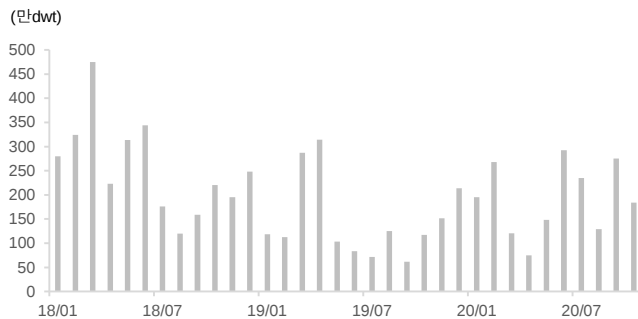
연도	탱커		벌커		컨테이너		기타 건화물		가스선		기타 특수선		비화물선		총합	
	척	천GT	척	천GT	척	천GT	척	천GT	척	천GT	척	천GT	척	천GT	척	천GT
<1991	2,612	4,028	189	3,984	125	1,512	7,973	13,445	206	2,771	1,502	2,656	15,134	27,160	27,741	55,554
1991	117	423	22	672	29	322	408	977	27	275	140	452	491	1,788	1,234	4,908
1992	150	374	22	747	12	201	365	705	28	469	156	639	541	1,883	1,274	5,019
1993	212	789	27	1,145	41	714	374	593	27	609	139	636	545	2,169	1,365	6,656
1994	173	776	73	2,511	51	559	426	840	22	859	107	744	537	890	1,389	7,178
1995	140	799	140	3,726	68	841	438	909	43	724	70	578	566	1,786	1,465	9,363
1996	139	2,795	141	3,557	110	1,833	407	1,049	55	1,027	114	689	576	1,855	1,542	12,805
1997	99	2,413	181	4,820	142	2,273	341	1,040	36	895	119	1,109	671	2,165	1,589	14,715
1998	126	3,268	144	3,798	156	2,818	293	1,473	41	556	142	1,838	644	2,367	1,546	16,119
1999	143	5,034	161	4,775	103	2,497	244	1,314	35	806	145	2,489	685	3,307	1,516	20,222
2000	163	8,303	142	4,663	120	3,927	297	1,660	47	1,788	138	2,406	570	2,809	1,477	25,555
2001	161	6,812	280	9,548	145	5,263	247	1,019	33	533	82	769	604	2,998	1,552	26,942
2002	223	11,568	205	7,048	174	5,981	261	997	31	1,111	111	1,121	731	3,525	1,736	31,350
2003	339	15,739	168	6,584	159	5,502	284	1,395	45	1,960	142	1,701	685	2,960	1,822	35,841
2004	358	14,824	263	10,544	168	6,471	432	1,523	41	2,212	150	2,288	754	2,680	2,166	40,541
2005	362	15,711	330	12,654	266	9,982	498	1,552	33	1,993	191	3,098	864	2,619	2,544	47,609
2006	426	13,365	345	13,859	372	14,444	523	2,054	70	3,463	239	3,565	1,023	2,358	2,998	53,108
2007	452	16,249	360	13,862	410	14,577	582	2,133	94	4,159	282	4,275	1,082	3,312	3,262	58,565
2008	481	18,398	454	14,766	434	16,134	699	2,498	137	7,829	402	6,374	1,341	4,107	3,948	70,107
2009	538	24,366	747	25,570	277	11,616	692	2,870	102	5,890	377	5,755	1,609	3,859	4,342	79,924
2010	471	21,926	1,089	45,199	263	14,786	635	3,573	89	3,781	304	5,087	1,538	4,725	4,389	99,077
2011	455	21,532	1,271	55,369	199	13,421	601	3,711	72	1,722	245	4,609	1,569	4,083	4,412	104,447
2012	483	17,503	1,257	55,503	217	13,744	488	3,222	48	539	165	2,803	1,707	4,077	4,365	97,392
2013	416	11,854	813	35,217	209	14,710	407	2,447	66	2,600	114	1,731	1,523	3,394	3,548	71,953
2014	306	9,039	615	26,760	208	16,405	283	1,670	86	4,330	124	1,962	1,527	4,594	3,149	64,759
2015	291	9,804	657	27,394	211	17,268	234	1,646	115	5,336	138	2,695	1,196	3,967	2,842	68,111
2016	334	17,039	565	25,783	134	9,504	204	1,275	126	6,457	168	2,862	894	3,899	2,425	66,818
2017	365	19,933	463	21,246	156	12,060	230	1,288	107	5,207	153	2,855	790	3,537	2,264	66,126
2018	324	14,613	299	15,514	179	13,563	192	954	96	7,302	178	2,514	780	3,757	2,048	58,217
2019	350	20,067	441	22,846	162	10,941	237	1,353	85	6,189	145	1,444	847	3,501	2,267	66,340
2020	177	9,685	381	20,890	93	6,316	90	489	67	3,823	80	1,100	318	1,210	1,206	43,511
총합	11,386	339,029	12,245	500,554	5,393	250,185	19,385	61,674	2,110	87,215	6,562	72,844	42,342	117,341	99,423	1,428,832
%화물선		25.9%		38.2%		19.1%		4.7%		6.7%		5.6%				

자료: 클락슨

벌크선은 팬데믹
국면에서도 하반기에
해체량이 늘어나기 시작

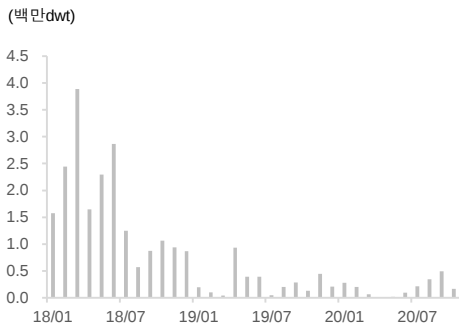
[도표 22]는 전체 선박의 월별 해체량 추이이고, [도표 23]과 [도표 24]는 각각 탱커와 벌크선 해체량 추이이다. 팬데믹 국면에서 가장 선박시장의 흐름을 틀어막은 것 중에 하나는 해체조선소의 활동이 중단됨에 따라 잉여공급량이 빠져나가는 속도가 느려졌다는 점이다. 해체조선소의 경우 대부분 인도, 방글라데시, 파키스탄과 같은 지역에서 이루어지는데, 2분기 강한 강도의 락다운 국면에 들어가자 해체시장이 멈추었다. 다행히 드라이벌크선의 해체량이 반등하면서 전체 선박시장의 부정기선 해체는 절반의 회복을 보이고 있다.

도표 22. 전체 선박의 해체량 추이



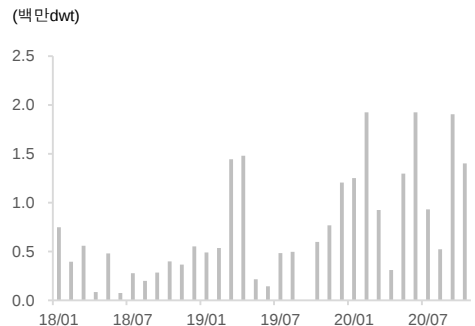
자료 : 클락슨, 영증권 리서치센터

도표 23. 탱커 해체량 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 24. 벌크선 해체량 추이



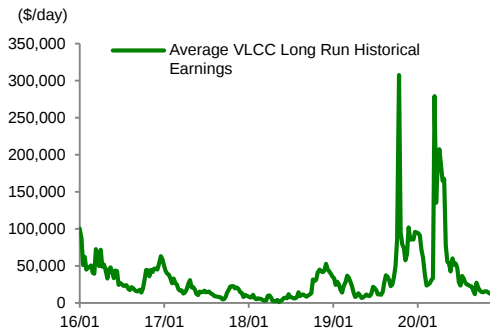
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

탱커 저장용 선박
동원되며 해체시장에서
빠져있는 상황

탱커 운임이 곤두박질 치고 있음에도 불구하고 해체가 이전보다 활발하지 않은 이유는 저장용 탱커의 증가 때문이다. 벌크선 시장이 손익분기점 이상의 운임을 유지할 때도 해체선박이 늘어나는 반면, 반대의 운임에서 탱커의 해체량이 늘어나지 않는 이유이다. 2019년 연말 사우디아라비아와 러시아와의 감산합의 실패 이후 역대급으로 저장용 선박이 늘어났다고 했던 시점보다 50%

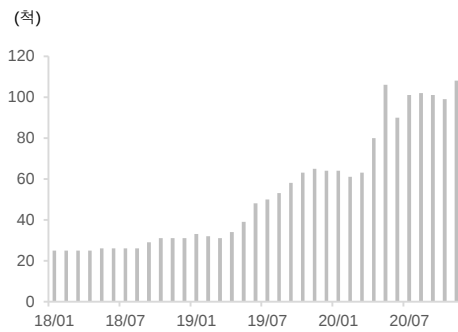
가까이 더 많은 선박이 저장에 투입되는 중이다. 2020년 11월 현재 그 어느 때보다 많은 108척의 VLCC가 원유를 저장하는데 동원되어 있다. COVID-19 백신의 개발은 국가간 이동을 자유롭게 하고, 여객항공산업을 재가동 시킬 것이며, 유가의 반등으로 이어질 것이다. 유가 반등으로 탱커 저장선박들이 다시 시장에 풀리고, 효율이 낮음에도 불구하고 해체되지 못한 잉여 선박의 해체가 빨라질 것으로 예상된다.

도표 25. VLCC 평균운임



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 26. VLCC 중 원유저장용으로 쓰이는 선박수



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

해체시장 정상가동하면
부정기선 기대발주량
1,200만 CGT 이상

탱커와 벌커의 해체가 정상화되는 것에서 기대할 수 있는 최소한의 해체 선복량은 각각 연간 1천만dwt에 약 600만CGT 수준이다. 교체수요와 순증수요를 포함시키면 부정기선에서 예상할 수 있는 발주량은 최소 1,200만CGT 이상이다.

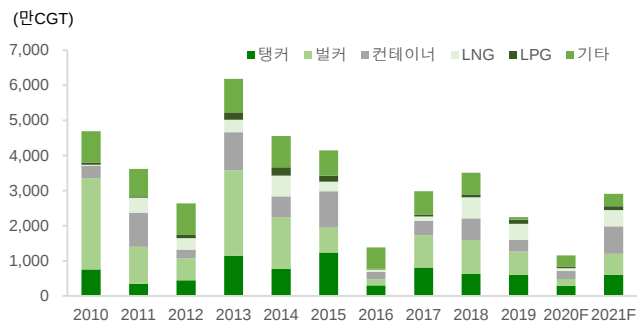
4. 조선, 정상으로 돌아갈 시점

2021년 3천만CGT가까이 발주된다

일본 조선생산성 축소
2021년 수주량
3천만CGT 하회해도
글로벌 수주잔고
바닥 잡을 것

앞서 예측한 선종별 신규수요 및 교체수요를 종합해 보았을 때 2021년 신조 수주량은 2,903만CGT로 예상되며, 이는 2020년 대비 151% 증가한 수치가 될 것으로 보인다. 2019년 연간 전세계 선박 건조량이 3,337만CGT인 것을 감안하면 건조능력의 이하의 수주량 전망은 실망스러울 수 있는 부분이다. 하지만 일본 선박건조능력 축소를 바탕으로 생각해 보면, 한국과 중국의 조선소들은 수주잔고가 반등할 수 있을 것으로 예상된다. 잔고의 바닥 확인과 함께 산업에 대한 투자의견도 변경해야 할 때이다.

도표 27. 선종별 발주량 추이 및 전망



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
한국조선해양(009540.KS)	매수(유지)	135,000원(유지)
현대미포조선(010620.KS)	매수(유지)	43,000원(유지)



한국조선해양(009540.KS)

한국 조선업 정상화 과정의 선발대

매수(유지)

현재주가(11/11) 93,000원

목표주가(12M) 135,000원

■ 석유경제의 회복과 함께 조선도 살아날 때

2021년 신조선 시장은 유가의 상승으로 인해 수송 화물 중 드라이벌크 다음으로 큰 시장이 살아나고, 비효율적인 선박의 시장 퇴출이 겹치며 회복속도를 빨리할 것으로 예상. 2021년 발주 시장은 2,903만 CGT 까지 회복될 것으로 예상되며, 일본 조선업체의 건조량 축소로 한국업체들은 수주잔고 바닥을 연중 확인하게 될 것

■ 2021년 실적성장세 기대는 미미, 수주 턴어라운드 주목

2021년에도 매출액과 영업이익 성장률이 한 자릿수에 불과할 것으로 판단. 4분기 환율이 많이 하락했지만, 1,150원 이상의 헷지환율 물량이 2022년 상반기까지 이어질 것으로 보여 상대적으로 영향은 약간 상쇄할 수 있음. 현재 중요한 것은 오직 수주. 이연수요 및 신규수요 수주를 확보하는 모습을 보여줘야할 때

■ 투자의견 매수, 목표주가 13만 5천원 유지, 조선주 최선호주 추천

2021년 추정 순자산가치에 목표배수 0.8배를 적용하여 주당 적정가치를 산정함. 수주잔고 바닥 확인 이후 주가 바닥에 접근하려고 하면 적당한 시점에 비중확대가 어려울 것으로 판단. 이제는 길목 지키기가 필요한 시점

결산기(12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	13,161	15,183	15,041	15,354	13,839
영업이익(십억원)	-481	290	358	387	349
세전손익(십억원)	-854	90	222	435	391
지배순이익(십억원)	-489	164	128	251	226
EPS(원)	-7,296	2,318	1,810	3,547	3,190
증감율(%)	적전	흑전	-21.9	96.0	-10.1
ROE(%)	-4.3	1.4	1.1	2.1	1.9
PER(배)	na	54.6	43.3	22.1	24.6
PBR(배)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	na	18.7	11.7	11.7	12.8

Key Data (기준일: 2020. 11. 11)

KOSPI(pt)	2452.83
KOSDAQ(pt)	840.79
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	65,819
발행주식수(천주)	70,773
평균거래량(3M, 주)	303,802
평균거래대금(3M, 백만원)	26,496
52주 최고/최저	131,500 / 66,300
52주 일간Beta	1.4
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인지분율(%)	15.9
주요주주 지분율(%)	
현대중공업지주 외 15인	34.0
국민연금공단	9.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.0	6.7	13.8	22.8
KOSPI대비상대수익률	9.3	3.8	-9.7	-32.8

Company vs KOSPI composite

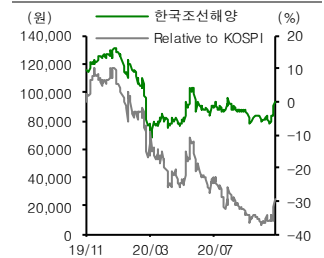


도표 1. 한국조선해양 분기실적 추정

(단위: 억원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	39,446	39,255	34,598	37,110	38,849	40,212	37,275	37,204	151,826	150,409	153,540
%yoy	20.7%	0.1%	-5.0%	-14.5%	-1.5%	2.4%	7.7%	0.3%	15.4%	-0.9%	2.1%
%qoq	-9.2%	-0.5%	-11.9%	7.3%	4.7%	3.5%	-7.3%	-0.2%	-	-	-
영업이익	1,217	930	407	1,028	914	1,115	805	1,031	2,902	3,582	3,865
%yoy	332.9%	67.4%	34.5%	-39.4%	-24.9%	20.1%	97.8%	0.3%	흑전	23.4%	7.9%
%qoq	-28.4%	-23.7%	-56.2%	152.7%	-11.2%	22.1%	-27.8%	28.1%	-	-	-
영업이익률	3.1%	2.4%	1.2%	2.8%	2.4%	2.8%	2.2%	2.8%	1.9%	2.4%	2.5%
지배순이익	1,356	-34	-855	814	754	659	445	652	1,641	1,281	2,510
%yoy	4721.0%	적전	적지	흑전	-44.4%	흑전	흑전	-19.9%	흑전	-21.9%	96.0%
%qoq	흑전	적전	적지	흑전	-7.4%	-12.7%	-32.5%	46.7%	-	-	-
순이익률	3.4%	-0.1%	-2.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.2%	1.8%	1.1%	0.9%	1.6%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 한국조선해양 신규수주와 수주잔고

(단위: 척, \$백만)

구분		2019				2020.09			
		신규수주		수주잔량		신규수주		수주잔량	
		수주량	금액	수주량	금액	수주량	금액	수주량	금액
조선	탱커	10		19		8		19	
	컨테이너선	11		27		0		22	
	LNG선	13		29		4		26	
	LPG선	8		16		5		14	
	벌크선	0		7		0		3	
	기타	1		13		1		12	
조선 합계		43	6,128	111	15,646	18	2,230	96	14,026
플랜트			167		6,579		37		6,650
엔진기계			1,419		2,070		757		1,896
해양	고정식	1		2		0		1	
	부유식	0		1		0		1	
	설치	0		0		0		0	
	기타	0		0		0		0	
해양 합계		1	58	3	2,907	0	26	2	2,928
총 계 (수주량 = 조선+해양)		44	7,772	114	27,202	18	3,050	98	25,500

자료: 한국조선해양

도표 3. 한국조선해양 적정주가 산정

구 분	가격/배수
2021년 추정 BPS(원)	168,054
목표배수(배)	0.8
주당 적정가치(원)	134,443
목표주가(원)	135,000

자료: 신영증권 리서치센터

한국조선해양(009540.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	131,610	151,826	150,409	153,540	138,389
증가율(%)	-14.9	15.4	-0.9	2.1	-9.9
매출원가	127,632	141,912	140,552	143,533	129,367
원가율(%)	97.0	93.5	93.4	93.5	93.5
매출총이익	3,979	9,914	9,857	10,007	9,022
매출총이익률(%)	3.0	6.5	6.6	6.5	6.5
판매비와 관리비 등	8,792	7,012	6,275	6,142	5,536
판매비율(%)	6.7	4.6	4.2	4.0	4.0
영업이익	-4,814	2,902	3,582	3,865	3,487
증가율(%)	적전	흑전	23.4	7.9	-9.8
영업이익률(%)	-3.7	1.9	2.4	2.5	2.5
EBITDA	-864	6,934	7,412	7,410	6,768
EBITDA마진(%)	-0.7	4.6	4.9	4.8	4.9
순금용손익	-2,767	-3,028	-4,149	5	25
이자손익	-583	-725	-428	-406	-387
외환관련손익	237	553	1,492	403	403
기타영업외손익	-960	1,025	2,785	476	397
종속및관계기업 관련손익	0	1	1	1	1
법인세차감전계속사업이익	-8,540	899	2,218	4,346	3,909
계속사업손익법인세비용	-2,090	-1,231	555	1,087	977
세후중단사업손익	1,914	0	0	0	0
당기순이익	-4,536	2,131	1,664	3,260	2,932
증가율(%)	적전	흑전	-21.9	95.9	-10.1
순이익률(%)	-3.4	1.4	1.1	2.1	2.1
지배주주지분 당기순이익	-4,891	1,641	1,281	2,510	2,257
증가율(%)	적전	흑전	-21.9	95.9	-10.1
기타포괄이익	-982	-334	-314	-314	-314
총포괄이익	-5,518	1,797	1,349	2,946	2,617

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	123,167	125,460	129,186	135,776	140,158
현금및현금성자산	30,418	22,251	26,540	29,131	30,847
매출채권 및 기타채권	14,707	14,242	13,269	13,044	11,540
재고자산	10,091	13,183	11,528	11,768	10,607
비유동자산	124,132	125,094	121,264	117,719	114,438
유형자산	102,690	99,467	95,765	92,333	89,150
무형자산	895	1,154	1,025	913	815
투자자산	6,188	7,318	7,319	7,320	7,320
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	247,299	250,554	250,449	253,495	254,596
유동부채	94,103	89,419	87,966	88,066	86,550
단기차입금	19,285	25,069	25,069	25,069	25,069
매입채무및기타채무	23,751	25,865	24,411	24,512	22,995
유동상장기부채	9,303	3,044	3,044	3,044	3,044
비유동부채	22,087	31,871	31,871	31,871	31,871
사채	0	5,963	5,963	5,963	5,963
장기차입금	7,814	16,537	16,537	16,537	16,537
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	116,189	121,291	119,837	119,937	118,421
지배주주지분	118,822	115,669	116,636	118,832	120,775
자본금	3,539	3,539	3,539	3,539	3,539
자본잉여금	24,834	24,834	24,834	24,834	24,834
기타포괄이익누계액	10,209	10,274	9,960	9,646	9,332
이익잉여금	160,437	161,806	163,087	165,597	167,854
비지배주주지분	12,287	13,594	13,977	14,726	15,401
자본총계	131,110	129,263	130,613	133,558	136,176
총차입금	40,705	56,881	56,881	56,881	56,881
순차입금	-3,384	26,795	17,223	16,519	15,877

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	1,265	-14,641	-145	678	617
당기순이익	-4,536	2,131	1,664	3,260	2,932
현금유출이없는비영외수익	2,098	4,395	3,321	4,635	4,241
유형자산감가상각비	3,754	3,903	3,702	3,433	3,183
무형자산상각비	195	129	129	112	98
영업활동관련자산부채변동	4,135	-20,632	-4,210	-5,787	-5,256
매출채권의감소(증가)	2,397	-382	973	225	1,504
재고자산의감소(증가)	-1,994	-3,053	1,655	-240	1,161
매입채무의증가(감소)	-1,264	2,291	-1,454	100	-1,517
투자활동으로인한현금흐름	-57	-3,296	-1,350	-2,781	-3,595
투자자산의 감소(증가)	-2,762	-1,130	0	0	0
유형자산의 감소	637	659	0	0	0
CAPEX	-2,258	-4,047	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-7,883	5,730	3,319	1,887	1,073
재무활동으로인한현금흐름	-3,294	9,732	9,732	9,732	9,732
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	12,278	0	0	0	0
기타현금흐름	106	38	-3,949	-5,038	-5,038
현금의 증가	-1,979	-8,166	4,289	2,591	1,716
기초현금	32,397	30,418	22,251	26,540	29,131
기말현금	30,418	22,251	26,540	29,131	30,847

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Per Share (원)					
EPS	-7,296	2,318	1,810	3,547	3,190
BPS	168,041	163,585	164,951	168,054	170,800
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	54.6	51.4	26.2	29.2
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	-115.6	18.7	13.1	13.1	14.3
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	흑전	-21.9%	96.0%	-10.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	-114.5%	-902.5%	6.9%	0.0%	-8.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-3.6%	1.6%	1.3%	2.5%	2.2%
ROE(지배순이익 기준)	-4.3%	1.4%	1.1%	2.1%	1.9%
ROIC	-5.1%	1.1%	2.1%	2.2%	2.0%
WACC	8.4%	9.5%	7.0%	7.0%	7.0%
안전성(%)					
부채비율	88.6%	93.8%	91.7%	89.8%	87.0%
순차입금비율	-2.6%	20.7%	13.2%	12.4%	11.7%
이자보상배율	-3.5	1.8	2.2	2.3	2.1

현대미포조선(010620.KS)

안정적인 수익성과 재무안정성도 하나의 투자포인트

매수(유지)

현재주가(11/11) 35,250원

목표주가(12M) 43,000원

■ 석유경제의 회복과 함께 조선도 살아날 때

2021년 신조선 시장은 유가의 상승으로 인해 수송 화물 중 드라이벌크 다음으로 큰 시장이 살아나고, 비효율적인 선박의 시장 퇴출이 겹치며 회복속도를 빨리할 것으로 예상. 2021년 발주 시장은 2,903만 CGT 까지 회복될 것으로 예상되며, 일본 조선업체의 건조량 축소로 한국업체들은 수주잔고 바닥을 연중 확인하게 될 것

■ 2020년 수주 전망치는 현실화, 2021년 목표달성 가능성은 높아져

동사는 지난 실적발표 때 2020년 신규수주 전망에 대한 변경공시를 한 바 있음. 연간 수주목표는 36억 달러에서 25억 달러로 하향 조정. 2021년 신규수주를 연간 건조량 이상으로 수주하여 수주잔고를 늘릴 수 있을 것이라 판단. 유가 상승에 따른 잉여공급의 해소가 발주로 이어지기까지는 시간이 걸리기 때문. 2020년 매출액이 전년대비 감소 우려 있으나, 2021년에는 연간 매출액 4.9% 성장 가능할 것

■ 투자의견 매수와 목표주가 43,000원 유지

동사의 투자의견 매수와 목표주가 43,000원을 유지함. 대형사대비 10% 가량 할인한 목표배수 0.7배를 적용함. 유가 상승에 따른 비효율 선박 구조조정이 대형선 분야에서 더 빠르게 진행될 것으로 예상되어 중소형선 시장의 회복속도는 동일할 수는 없을 것. 하지만, 여전히

Key Data (기준일: 2020. 11. 11)

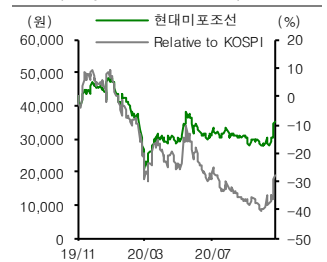
KOSPI(pt)	2452.83
KOSDAQ(pt)	840.79
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	14,080
발행주식수(천주)	39,942
평균거래량(3M, 주)	203,404
평균거래대금(3M, 백만원)	6,325
52주 최고/최저	48,600 / 20,500
52주 일간Beta	1.5
배당수익률(20F, %)	1.0
외국인지분율(%)	12.5

주요주주 지분율(%)	
한국조선해양 외 5인	42.9
국민연금공단	12.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.1	11.9	13.5	18.2
KOSPI대비상대수익률	16.1	8.9	-9.9	-28.7

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	2,403	2,994	2,793	2,930	2,921
영업이익(십억원)	71	93	101	128	82
세전손익(십억원)	118	86	103	101	51
지배순이익(십억원)	85	53	81	80	40
EPS(원)	2,128	1,333	2,037	1,993	1,005
증감율(%)	-80.5	-37.4	52.8	-2.1	-49.6
ROE(%)	3.8	2.3	3.5	3.3	1.6
PER(배)	28.2	34.5	17.3	17.7	35.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	17.6	12.6	6.1	5.0	6.9

도표 1. 현대미포조선 분기실적 추정

(단위: 억원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	7,773	7,242	6,318	6,597	6,416	7,493	7,710	7,680	29,941	27,930	29,298
%yoy	10.3%	-12.9%	-13.6%	-9.2%	-17.5%	3.5%	22.0%	16.4%	24.6%	-6.7%	4.9%
%qoq	7.0%	-6.8%	-12.8%	4.4%	-2.7%	16.8%	2.9%	-0.4%	-	-	-
영업이익	336	121	288	260	267	382	369	264	926	1,006	1,282
%yoy	28.6%	-62.0%	21.8%	140.0%	-20.5%	215.2%	28.0%	1.3%	30.6%	8.6%	27.4%
%qoq	210.2%	-64.0%	138.0%	-9.8%	2.8%	42.8%	-3.3%	-28.6%	-	-	-
영업이익률	4.3%	1.7%	4.6%	3.9%	4.2%	5.1%	4.8%	3.4%	3.1%	3.6%	4.4%
지배순이익	411	33	161	217	156	260	247	142	612	822	804
%yoy	71.8%	-82.6%	-34.2%	흑전	-62.2%	691.9%	53.3%	-34.6%	-30.4%	34.3%	-2.1%
%qoq	흑전	-92.0%	391.5%	34.4%	-28.2%	67.1%	-4.9%	-42.7%	-	-	-
순이익률	5.3%	0.5%	2.6%	3.3%	2.4%	3.5%	3.2%	1.8%	2.0%	2.9%	2.7%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 현대미포조선 신규수주와 수주잔고

(단위: 척, \$백만)

단위: 척/\$백만	2019				2020.09			
구분	신규수주		수주잔량		신규수주		수주잔량	
	척수	금액	척수	금액	척수	금액	척수	금액
P/C선	40		73		36		73	
컨테이너선	11		24		0		8	
LPG선	7		9		5		11	
LNG선	2		3		0		3	
PCTC선	0		2		0		2	
벌크선	2		6		0		3	
기타	4		5		2		6	
합계	66	2,706	122	4,696	43	1,759	106	4,348

자료: 현대미포조선

도표 3. 현대미포조선 목표주가 산정

구 분	가격/배수
2021년 추정 BPS(원)	61,607
목표배수(배)	0.7
주당 적정가치(원)	43,125
목표주가(원)	43,000

자료: 신영증권 리서치센터

현대미포조선(010620.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	24,030	29,941	27,930	29,298	29,206
증가율(%)	-2.1	24.6	-6.7	4.9	-0.3
매출원가	22,315	28,031	26,049	27,168	27,481
원가율(%)	92.9	93.6	93.3	92.7	94.1
매출총이익	1,715	1,910	1,881	2,130	1,725
매출총이익률(%)	7.1	6.4	6.7	7.3	5.9
판매비와 관리비 등	1,006	983	874	849	906
판매비율(%)	4.2	3.3	3.1	2.9	3.1
영업이익	709	926	1,006	1,282	819
증가율(%)	-34.3	30.6	8.6	27.4	-36.1
영업이익률(%)	3.0	3.1	3.6	4.4	2.8
EBITDA	1,176	1,457	1,547	1,808	1,339
EBITDA마진(%)	4.9	4.9	5.5	6.2	4.6
순금융손익	180	-430	-342	-305	-312
이자손익	-59	15	171	190	182
외화관련손익	46	105	105	-495	-495
기타영업외손익	286	359	363	28	0
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	1,175	856	1,027	1,005	507
계속사업손익법인세비용	296	244	205	201	101
세후중단사업손익	328	0	0	0	0
당기순이익	1,207	612	822	804	406
증가율(%)	-72.9	-49.3	34.3	-2.2	-49.5
순이익률(%)	5.0	2.0	2.9	2.7	1.4
지배주주지분 당기순이익	850	533	813	796	402
증가율(%)	-80.5	-37.3	52.5	-2.1	-49.5
기타포괄이익	-86	35	19	19	19
총포괄이익	1,121	647	841	823	424

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	18,014	17,448	19,648	19,921	20,283
현금및현금성자산	2,805	1,998	4,348	4,097	3,878
매출채권 및 기타채권	668	1,086	858	900	919
재고자산	1,601	1,663	1,523	1,465	1,460
비유동자산	16,624	16,358	16,193	16,121	16,166
유형자산	15,189	15,286	15,103	15,033	15,078
무형자산	29	27	23	20	18
투자자산	209	148	169	171	173
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	34,637	33,806	35,841	36,042	36,449
유동부채	10,764	10,016	11,349	10,767	10,889
단기차입금	2,416	2,298	1,298	498	498
매입채무및기타채무	3,224	3,688	3,431	3,524	3,517
유동성장기부채	414	0	0	0	0
비유동부채	702	251	251	351	351
사채	0	0	0	100	100
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,466	10,267	11,600	11,118	11,240
지배주주지분	22,896	23,175	23,868	24,543	24,824
자본금	1,997	1,997	1,997	1,997	1,997
자본잉여금	823	823	823	823	823
기타포괄이익누계액	2,318	2,327	2,346	2,365	2,384
이익잉여금	18,167	18,436	19,110	19,767	20,029
비지배주주지분	276	365	373	381	385
자본총계	23,172	23,540	24,241	24,924	25,209
총차입금	3,072	2,682	1,682	982	982
순차입금	-3,560	-436	-4,980	-5,439	-5,230

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	5,185	-724	3,628	1,528	971
당기순이익	1,207	612	822	804	406
현금유출이없는비용및수익	297	823	347	1,032	934
유형자산감가상각비	464	527	537	523	517
무형자산상각비	3	3	3	3	3
영업활동관련자산부채변동	3,785	-2,146	2,494	-297	-449
매출채권의감소(증가)	1,580	-348	228	-42	-19
재고자산의감소(증가)	-624	-45	140	58	5
매입채무의증가(감소)	-199	174	-257	92	-6
투자활동으로인한현금흐름	-107	767	237	37	-75
투자자산의 감소(증가)	2,706	62	-22	-2	-2
유형자산의 감소	12	91	0	0	0
CAPEX	-4,771	-825	-354	-452	-563
단기금융자산의증가(감소)	-2,660	2,714	113	-10	-10
재무활동으로인한현금흐름	-7,977	-852	-1,713	-1,413	-713
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	100	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	81	3	197	-403	-403
현금의 증가	-2,818	-806	2,350	-251	-219
기초현금	5,622	2,805	1,998	4,348	4,097
기말현금	2,805	1,998	4,348	4,097	3,878

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Per Share (원)					
EPS	2,128	1,333	2,037	1,993	1,005
BPS	57,483	58,182	59,916	61,607	62,310
DPS	700	350	350	350	350
Multiples (배)					
PER	28.2	34.5	17.3	17.7	35.1
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	17.6	12.6	6.1	5.0	6.9
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-80.5%	-37.4%	52.8%	-2.1%	-49.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	-26.1%	23.9%	6.2%	16.9%	-25.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	5.2%	2.6%	3.4%	3.3%	1.6%
ROE(지배순이익 기준)	3.8%	2.3%	3.5%	3.3%	1.6%
ROIC	3.8%	4.3%	4.0%	5.5%	3.4%
WACC	11.7%	11.4%	11.7%	12.1%	12.1%
안전성(%)					
부채비율	49.5%	43.6%	47.9%	44.6%	44.6%
순차입금비용	-15.4%	-1.9%	-20.5%	-21.8%	-20.7%
이자보상배율	4.2	9.6	15.0	32.6	20.9

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 매수 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감사 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율				
기준일 (20200930)		매수 : 86.9%	중립 : 13.1%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식선물	주식옵션					
한국조선해양	-	-	-	-	-	-	-	-
삼성중공업	-	O	-	-	-	-	-	-
현대미포조선	-	-	-	-	-	-	-	-
대우조선해양	-	-	-	-	-	-	-	-



삼성중공업 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				괴리율(%)	
추천일자	투자의견	목표주가(원)	평균주가	최고(저) 주가	
2020-11-11	중립	6000	-	-	
2020-08-03	중립	6000	-	-	
2020-04-28	매수	6000	-	-	
2020-02-04	매수	9000	-43.89	-23.89	
2019-11-11	매수	10500	-32.79	-28.67	
2019-07-29	매수	11500	-34.12	-26.70	
2019-01-30	매수	13500	-38.50	-30.00	
2019-01-28	매수	11500	-25.57	-25.57	

현대미포조선 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				괴리율(%)	
추천일자	투자의견	목표주가(원)	평균주가	최고(저) 주가	
2020-11-11	매수	43000	-	-	
2020-07-31	매수	43000	-	-	
2020-05-04	매수	50000	-35.40	-23.40	
2019-10-29	매수	60000	-35.49	-19.00	
2019-07-26	매수	70000	-38.83	-33.14	
2019-01-30	매수	90000	-39.59	-30.22	

대우조선해양 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				괴리율(%)	
추천일자	투자의견	목표주가(원)	평균주가	최고(저) 주가	
2020-11-11	매수	28000	-	-	
2020-05-18	중립	18000	-	-	
2019-11-28	중립	25000	-	-	
2018-11-28	중립	-	-	-	