

현대중공업(009540)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 220,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/1)	2,423
주가(8/1)	182,500
시가총액(십억원)	10,341
발행주식수(백만)	57
52주 최고/최저가(원)	186,500/111,933
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,855
유동주식비율(외국인지분율(%))	65.0/20.7
주요주주(%)	현대로보틱스 외 15 인
	국민연금
	9.3

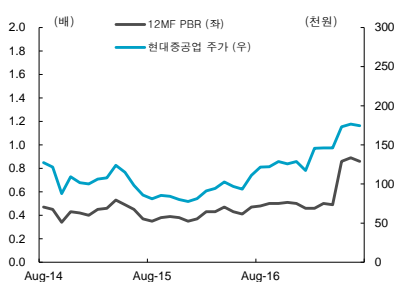
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	34.8	40.0
PBR(x)	NM	0.9	0.9
ROE(%)	3.7	1.5	1.8
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	NM	NM
EPS(원)	8,768	3,436	3,133
BPS(원)	222,413	185,422	195,608

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.4	47.8	61.8
상대주가(%)	2.1	31.4	42.4

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

우려를 불식시킨 실적

What's new : 총당금 환입과 change order로 1,360억원의 이익 상승분 발생

우려를 불식시킨 실적이었다. 매출은 24% 감소했지만 영업이익률은 3.3%로 0.3%p 개선됐다. 사업부별 영업이익률은 조선 5.4%, 해양 3.1%, 플랜트 7.7%, 엔진 13.1%이다. ▶ 해양에서 총 788억원의 영업이익 상승요인이 있었다. Change order 8,700만달러 유입으로 비용을 제하면 482억원의 이익 개선이, 나이지리아 DSO공사에서 306억원의 LD 총당금이 환입됐다. ▶ Jeddah South 발전플랜트가 PAC(예비준공확인서)를 수령하며 2016년 반영했던 LD총당금 240억원이 환입됐다. ▶ 삼호중공업이 보유하던 미인도 탱커 resale로 총당금 332억원이 환입됐다. 결론적으로 총 1,360억원의 이익 상승분이 발생했다.

Positives : 불리한 외부 변수를 상쇄시킨 체력

조선 영업이익률은 건조량 감소에도 0.8%p 개선됐다. 총당금 환입 외에도 아직 안정적인 후판가격과 우호적인 환율, 비용절감의 영향이다. 하반기에도 9,200만달러의 change order가 예상돼, 이익 upside로 작용할 것이다. 순차입금은 전년말 대비 1조원 이상 줄었다. 특히 삼호중공업은 Pre-IPO 성공으로 7월말 기준 순차입금은 7천억원에 불과하다.

Negatives : 매출 감소의 위협 있으나 2019년 슬롯 거의 채우기 시작

작년 하반기부터 매출 급감이 이어지고 있고, 하반기에는 감소폭이 확대될 것이다. 그러나 2019년 슬롯을 거의 채우기 시작했다. 삼호중공업은 이미 2년치 물량을 확보한 상태다. 2018년 상반기까지 보릿고개만 넘긴다면 하반기부터 반전의 폭은 커질 것이다. 2000~2016년 글로벌 시장에서 VLCC는 연평균 43척이 발주됐고 올 상반기 38척이 발주됐음을 감안하면 원자재 가격 상승을 우려한 선주들이 빠르게 움직인 것으로 보인다. 최근 현대중공업은 Vitol로부터 LPG선 2척(옵션 포함시 8척, 6억달러)을 수주했듯 하반기는 가스선과 VLCC, 컨테이너선 중심의 수주가 예상된다. 2년만의 발주로 관심을 모은 CMA CGM의 2만teu급 컨테이너선 6+3척은 현재 현대중공업과 중국 조선사가 shortlist에 올랐다.

결론 : 글로벌 조선사의 2/3가 사라져

2009년까지 일감이 있던 조선사는 934개사였으나 현재 358개사에 불과하다. 이 중 1/3도 진행공정이 끝나면 자연 퇴출될 것이다. 중국과 경쟁하는 영역은 탱커인데, 중국산 대비 한국은 5~10%의 가격 프리미엄을 받고 중고선가는 15~30%의 프리미엄을 받는다. 발주 당시의 capex도 중요하지만 선주들의 운영비용 부담이 오히려 더 큰 것으로 드러나고 있기 때문이다. 올 들어 신조발주의 30%는 LNG dual fuel, 혹은 LNG ready 선박으로 본격적인 환경규제 대응이 시작됐다. 이 같은 새로운 시도를 중국 조선사와 하기는 어려울 것이다. 상반기 탱커 시장에서 현대중공업의 점유율은 70%가 넘었으며 향후에도 이와 같은 점유율 상승으로 2019년 영업이익률은 3%대로 진입할 전망이다. (단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,298	4,629	7.7	4,427	(3.7)	(23.8)	17,411	17,507
영업이익	135	152	12.4	148	(7.2)	(13.7)	465	486
영업이익률	3.1	3.3	0.1	3.3	-0.1	0.4	2.7	2.8
세전이익	140	14	(90.1)	212	(92.4)	(92.1)	406	384
순이익	106	(14)	NM	101	NM	NM	200	376

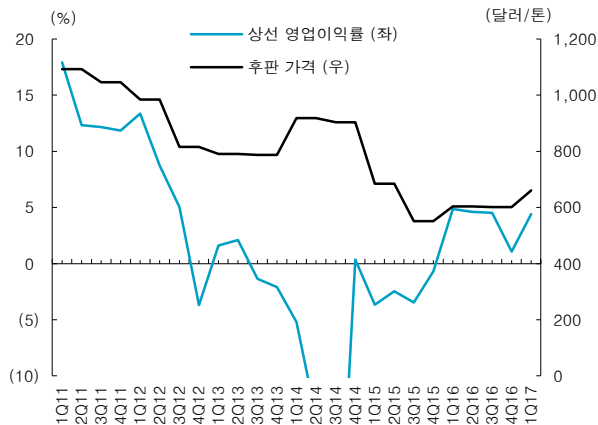
이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

선가와 원자재 가격

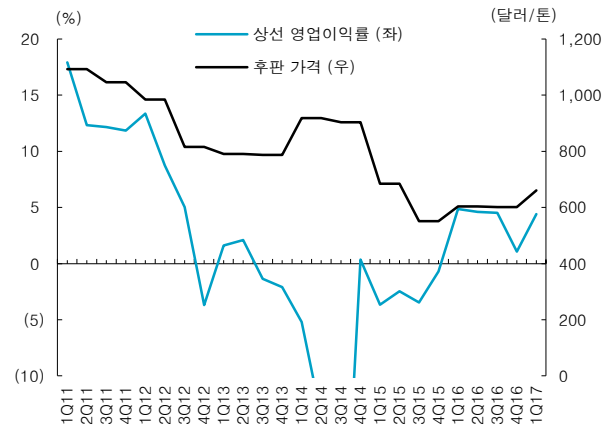
최근 8,000~8,100만달러 사이에 머무르고 있는 VLCC 선가에 이점이 많다. 과거 호황기 1.4억달러까지 갔던 선가를 기억해, 우려가 제기되는 것이다. 정확한 수익성을 산출하기 어렵지만 원재료비의 52%를 차지하는 후판가격은 고점대비 1/2인 톤당 700달러 이하다. 1척당 약 4만톤의 강재를 사용한다고 가정하면 원재료비에서만 약 5천만달러의 비용 절감 요인이 발생한다. 따라서 두자릿수의 영업이익이익률을 냈던 과거 대비 수익성이 하락해 low-single의 영업이익이익률을 내겠지만 이는 의미있는 신조선가 상승을 위한 단계로 판단한다.

[그림 1] 상선 영업이익률과 후판가격



자료: Datastream, 현대중공업, 한국투자증권

[그림 2] 상선 영업이익률과 원달러 환율



자료: Datastream, 현대중공업, 한국투자증권

<표 1> 현대중공업 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	6,782	6,076	5,235	5,620	4,808	4,629	4,267	3,707	24,213	17,411	16,243	20,039
조선	4,131	3,902	3,257	3,389	2,903	2,702	2,278	1,993	14,679	9,876	9,260	11,672
해양	1,315	932	721	867	618	820	797	500	3,834	2,735	2,283	3,667
플랜트	500	508	509	521	464	359	391	487	2,037	1,700	1,500	1,300
엔진	362	274	330	235	151	201	300	48	1,201	700	800	1,000
기타	975	461	417	609	673	548	500	679	2,461	2,400	2,400	2,400
원가율	94.4%	89.0%	89.5%	88.1%	89.8%	87.3%	88.0%	86.8%	88.6%	88.1%	88.1%	88.0%
판관비	372	493	432	619	326	434	420	430	1,916	1,610	1,620	1,745
영업이익	11	180	118	50	164	152	92	58	355	465	308	660
조선	201	180	147	36	127	146	34	25	564	332	247	536
해양	-	125	23	74	14	25	52	27	222	119	26	47
플랜트	(130)	(155)	(13)	15	28	28	28	31	(283)	115	105	87
엔진	64	79	90	26	42	26	60	12	259	140	170	230
기타	(125)	(49)	(129)	(100)	(48)	(73)	(82)	(37)	(403)	(240)	(240)	(240)
영업이익률	0.2%	3.0%	2.3%	0.9%	3.4%	3.3%	2.2%	1.6%	1.5%	2.7%	1.9%	3.3%
조선	4.9%	4.6%	4.5%	1.1%	4.4%	5.4%	1.5%	1.2%	3.8%	3.4%	2.7%	4.6%
해양	0.0%	13.4%	3.2%	8.5%	2.3%	3.1%	6.5%	5.5%	5.8%	4.3%	1.1%	1.3%
플랜트	-26.0%	-30.5%	-2.5%	2.8%	6.0%	7.7%	3.5%	6.4%	-13.9%	6.7%	7.0%	6.7%
엔진	17.7%	28.8%	27.1%	11.1%	27.8%	13.1%	20.0%	24.6%	21.5%	20.0%	21.3%	23.0%
세전이익	28	179	269	(546)	182	0	122	102	(74)	406	354	711
순이익	(2)	138	193	(497)	136	1	92	78	(168)	307	268	537
지배주주순이익	(16)	74	193	(497)	111	(14)	55	47	(168)	200	201	403

자료: 한국투자증권

기업개요

현대중공업은 1972년 설립되어 조선, 해양, 플랜트 사업 등을 영위하며 2017년 4월 1일 존속 현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계로 분할되었음. 분할 전 2016년 기준 매출액 비중은 조선부문이 33.1%, 해양플랜트부문이 12.8%, 정유부문이 34.6%를 차지.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
유동자산	19,789	19,077	19,530	20,456	21,613
현금성자산	3,224	5,149	6,535	4,425	4,274
매출채권및기타채권	7,369	6,964	6,497	8,016	8,670
재고자산	9,196	6,964	6,497	8,016	8,670
비유동자산	14,153	16,366	16,366	16,866	16,366
투자자산	360	360	360	360	360
유형자산	12,506	12,506	12,506	12,506	12,506
무형자산	1,287	3,500	3,500	4,000	3,500
자산총계	33,942	35,444	35,896	37,322	37,980
유동부채	17,792	19,061	19,545	20,734	21,000
매입채무및기타채무	5,566	5,223	4,873	6,012	6,502
단기차입금및단기사채	7,587	7,087	6,587	6,087	5,587
유동성장기부채	17,792	19,061	19,545	20,734	21,000
비유동부채	3,750	3,677	3,377	3,077	2,777
사채	1,874	1,800	1,800	1,800	1,800
장기차입금및금융부채	1,877	1,877	1,577	1,277	977
부채총계	21,542	22,737	22,922	23,811	23,776
지배주주지분	11,398	11,705	11,972	12,510	13,201
자본금	283	283	283	283	283
자본잉여금	843	843	843	843	843
기타자본	(3,162)	(3,162)	(3,162)	(3,162)	(3,162)
이익잉여금	13,433	13,740	14,008	14,545	15,237
비지배주주지분	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
자본총계	12,400	12,707	12,974	13,512	14,203

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익	NM	NM	NM	NM	NM
유형자산감가상각비	NM	NM	NM	NM	NM
무형자산상각비	NM	NM	NM	NM	NM
자산부채변동	NM	NM	NM	NM	NM
기타	NM	NM	NM	NM	NM
투자활동현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
유형자산투자	NM	NM	NM	NM	NM
유형자산매각	NM	NM	NM	NM	NM
투자자산순증	NM	NM	NM	NM	NM
무형자산순증	NM	NM	NM	NM	NM
기타	NM	NM	NM	NM	NM
재무활동현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
자본의증가	NM	NM	NM	NM	NM
차입금의순증	NM	NM	NM	NM	NM
배당금지급	NM	NM	NM	NM	NM
기타	NM	NM	NM	NM	NM
기타현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
현금의증가	NM	NM	NM	NM	NM

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

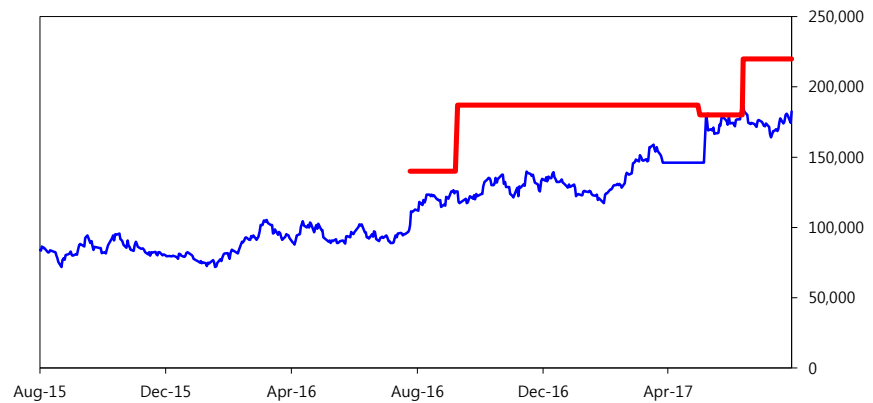
	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	24,213	17,411	16,243	20,039	21,675
매출원가	21,442	15,336	14,315	17,634	19,056
매출총이익	2,771	2,075	1,928	2,405	2,619
판매관리비	1,916	1,610	1,620	1,745	1,760
영업이익	355	465	308	660	859
금융수익	453	600	500	500	500
이자수익	71	71	71	71	71
금융비용	621	600	500	500	500
이자비용	106	95	90	85	80
기타영업외손익	(209)	0	0	0	0
관계기업관련손익	69	65	65	65	65
세전계속사업이익	(74)	406	354	711	915
법인세비용	94	99	86	173	223
연결당기순이익	(168)	307	268	537	692
지배주주지분순이익	(168)	200	201	403	519
기타포괄이익	1,834	-	-	-	-
총포괄이익	2,491	307	268	537	692
지배주주지분포괄이익	2,248	200	201	403	519
EBITDA	650	760	603	955	1,154

주요 투자지표

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(2,619)	4,793	4,178	9,007	11,524
BPS	177,979	182,771	186,949	195,956	207,480
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	NM	(28.1)	(6.7)	23.4	8.2
영업이익증가율	NM	31.1	(33.8)	131.2	29.3
순이익증가율	NM	NM	0.6	115.6	28.0
EPS증가율	NM	NM	(12.8)	115.6	28.0
EBITDA증가율	NM	17.0	(20.7)	67.0	20.7
수익성(%)					
영업이익률	1.5	2.7	1.9	3.6	4.2
순이익률	(0.7)	1.8	1.6	2.9	3.4
EBITDA Margin	2.7	4.9	4.1	5.8	6.4
ROA	(0.5)	0.9	0.7	1.5	1.9
ROE	(1.5)	1.7	1.7	3.4	4.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	6,240	3,815	1,628	2,900	2,205
차입금/자본총계비율(%)	50.3	30.0	12.6	21.4	15.4
Valuation(X)					
PER	NM	34.8	40.0	18.5	14.5
PBR	NM	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대중공업(009540)	2015.08.02	중립	-
	2016.07.27	매수	140,000 원
	2016.09.11	매수	187,000 원
	2017.05.04	매수	180,000 원
	2017.06.15	매수	220,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 1일 현재 현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.