

# 현대중공업(009540)

## 강재가격 인상 리스크 모조리 반영

예상을 하회, 공사손실충당금 2,311억원 반영  
우호적 환율로 2,067억원의 충당금 환입  
증가 반전한 분기 매출에 의미

### Facts : 예상을 하회, 공사손실충당금 2,311억원 반영

2분기 실적은 공사손실충당금 2,311억원과 희망퇴직 비용 661억원(조선 261억원, 해양 201억원, 플랜트 69억원, 엔진 78억원, 기타 52억원)을 반영하며 우리의 예상을 하회했다. 충당금은 대부분 강재가격 리스크를 반영한 것으로 2018년 상반기 7%, 하반기 11%, 2019년 6% 등 2017년 말 예상대비 총 26% 인상을 가정한 것이다. 1분기 말 충당금 반영 당시 예상보다 추가로 12% 인상될 리스크를 반영했다. 회사별 충당금은 현대중공업 950억원, 삼호중공업 1,211억원, 현대미포 170억원으로 삼호중공업은 건조 원가에서 후판 비중이 큰 탱커를 주로 수주한 영향이 크다. 엔진사업부는 중대형 선박 엔진 매출이 증가하기 시작하며 희망퇴직 비용 반영에도 불구하고, 영업이익률 5.6%를 기록하며 회복세를 보였다.

### Pros & cons : 우호적 환율로 2,067억원의 충당금 환입

2017년 말 원화강세로 3,072억원의 충당금을 반영한 바 있다. 2분기말 환율이 전분기말 대비 55원 오르며 2,067억원의 충당금이 환입됐다. 현대중공업 996억원, 삼호중공업 616억원, 현대미포 455억원 등이다. 2분기 평균 원/달러 환율은 1,074원으로 건조 수익성에 큰 영향은 주지 못했지만 하반기 환율이 6월 평균인 1,120원을 유지할 경우 1,500억~2천억원의 영업이익 개선 효과가 예상된다.

### Action : 증가 반전한 분기 매출에 의미

강재가격과 구조조정 비용으로 얼룩진 2분기지만 2016년부터 매분기 감소세던 분기 매출이 증가 반전한 의미 있는 분기다. 2018년 1분기가 매출의 최저점임을 확인했다. 하반기에도 LNG선 위주로 빠르게 일감을 채울 전망이다. 이미 LNG선은 2020년 인도 슬롯이 모두 채워져 2021년 인도 물량을 수주하고 있다. 최근 용선도 활발해 선가 협상에서도 유리하다. 최근 모잠비크 LNG 프로젝트에서 16척의 LNG선을 확보할 계획이라는 뉴스가 보도되며 LNG선 시장은 상반기와 마찬가지로 강세가 예상된다. 상반기 발주된 글로벌 LNG선 중 현대중공업과 삼호중공업은 14척을 수주하며 44%의 점유율을 보였다. 환율 리스크도 완화되며 실적 관련 악재는 대부분 반영된 상태라, 매수의견을 유지한다.

하회      부합      상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 145,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(7/23)	2,269
주가(7/23)	99,500
시가총액(십억원)	6,882
발행주식수(백만)	69
52주 최고/최저가(원)	174,233/92,511
일평균거래대금(6개월, 백만원)	40,453
유동주식비율/외국인지분율(%)	61.4/15.6
주요주주(%)	현대중공업지주 외 15인 34.8
	국민연금 9.1

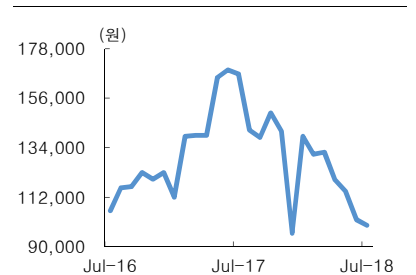
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	2.3	NM	69.6
PBR(x)	0.5	0.6	0.6
ROE(%)	18.2	(2.8)	0.8
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	14.2	21.4	8.9
EPS(원)	42,285	(4,833)	1,429
BPS(원)	186,103	177,138	174,228

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.0)	(25.8)	(41.3)
KOSPI 대비(%p)	(6.2)	(15.3)	(33.9)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 하회

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,246	3,804	3,489	3,043	3,124	2.7	(26.4)	3,126
영업이익	148	93	(342)	(124)	(176)	NM	NM	(110)
영업이익률(%)	3.5	2.5	(9.8)	(4.1)	(5.6)	(1.6)	(9.1)	(3.5)
세전이익	296	277	(735)	(199)	(301)	NM	NM	(148)
순이익	194	89	(540)	(137)	(249)	NM	NM	(97)

자료: 한국투자증권

현재까지 현대중공업 그룹 기준 수주 달성률은 42%에 달하며 상선 달성률은 48%다. 수주잔고가 고갈되는 해양 사업은 2019년 매출 급감이 우려된다. 그러나 sail-away된 구조물의 현지 설치 작업이 이어질 예정이라 추가 수주가 없더라도 2019년 분기당 최소 1천억원 이상의 매출은 지속 가능하다. 현대중공업은 연말 2개의 중소 해양 프로젝트를 수주해 부진을 만회할 계획이다.

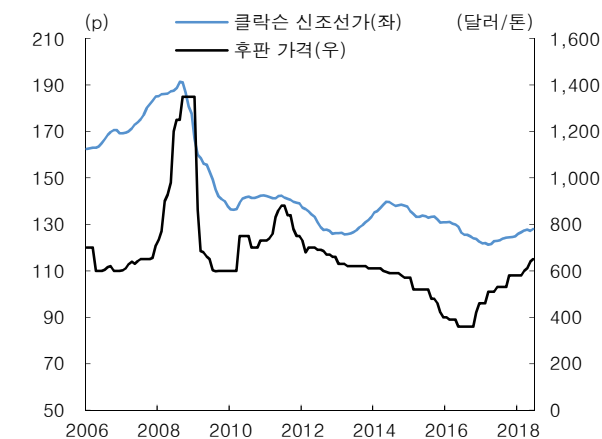
〈표 2〉 현대중공업그룹 조선사별 신규수주

(단위: 십억달러)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2Q YTD
현대중공업(별도)	13.0	8.2	16.0	12.2	7.6	4.3	5.0	8.4	2.1
상선	7.5	4.0	8.9	6.2	6.0	3.9	4.7	6.8	2.1
해양	5.6	4.2	7.1	6.0	1.6	0.4	0.3	1.6	-
현대삼호중공업	3.9	2.8	5.5	2.8	3.6	1.1	2.8	3.4	3.1
현대미포조선	2.0	3.0	5.9	1.8	2.8	0.9	2.3	3.0	1.0
현대중공업그룹	18.9	13.9	27.5	16.8	14.0	6.3	10.1	14.8	6.3
상선	13.3	9.7	20.3	10.8	12.5	5.9	9.9	13.2	6.3
해양	5.6	4.2	7.1	6.0	1.6	0.4	0.3	1.6	-

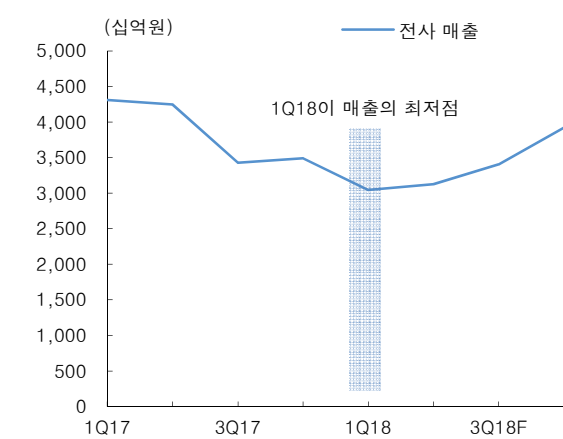
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 1] 후판가격 상승률이 신조선가 상승률보다 커



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 2] 현대중공업 분기 매출 추이



자료: 현대중공업, 한국투자증권

## 〈표 3〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출	4,309	4,246	3,425	3,489	3,043	3,124	3,404	3,920	15,469	13,491	15,455	21,215
조선	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	2,331	2,491	2,612	9,919	9,584	11,251	16,267
현대중공업	1,421	1,279	1,001	1,006	976	1,151	1,197	1,196	4,707	4,520	5,345	9,029
삼호중공업	734	733	725	579	637	624	513	580	2,771	2,354	2,933	3,278
현대미포	747	690	515	490	539	556	780	835	2,441	2,710	2,973	3,960
해양	618	820	529	621	359	273	193	181	2,588	1,006	904	1,648
플랜트	464	359	266	368	248	248	200	205	1,456	900	800	700
엔진	151	201	187	173	103	131	120	146	712	500	1,000	1,100
기타	175	164	203	253	182	142	400	777	794	1,500	1,500	1,500
원가율	90.8%	88.3%	91.9%	103.9%	99.2%	98.7%	93.0%	92.5%	93.3%	95.6%	91.8%	91.7%
판매비	255	346	212	207	148	217	270	250	1,019	885	1,150	1,145
영업이익	142	148	67	(342)	(124)	(176)	(32)	45	15	(286)	123	609
조선	127	146	86	(367)	(117)	(144)	(50)	(22)	(8)	(332)	(53)	410
현대중공업	46	56	9	(206)	(87)	(76)	(114)	(76)	(352)	(377)	(309)	(99)
삼호중공업	43	52	37	(126)	(48)	(82)	26	13	159	(91)	115	198
현대미포	38	38	40	(35)	18	14	39	41	82	112	172	311
해양	14	25	35	42	64	15	(14)	(34)	55	31	(64)	(34)
플랜트	24	22	23	9	(23)	(18)	(10)	(6)	43	(57)	42	26
엔진	42	26	16	36	(9)	7	4	48	72	50	175	185
기타	(66)	(71)	(93)	(62)	(39)	(35)	38	59	(44)	23	23	23
영업이익률	3.3%	3.5%	2.0%	(9.8%)	(4.1%)	(5.6%)	(0.9%)	1.2%	0.1%	(2.1%)	0.8%	2.9%
조선	4.4%	5.4%	3.8%	(17.7%)	(5.4%)	(6.2%)	(2.0%)	(0.8%)	(0.1%)	(3.5%)	(0.5%)	2.5%
해양	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	5.3%	(7.0%)	(18.9%)	2.1%	3.1%	(7.1%)	(2.1%)
플랜트	5.1%	6.1%	8.7%	2.4%	(9.2%)	(7.2%)	(5.0%)	(3.1%)	2.9%	(6.3%)	5.3%	3.7%
엔진	27.8%	13.1%	8.7%	20.6%	(8.6%)	5.4%	3.0%	22.9%	10.2%	10.0%	17.5%	16.8%
세전이익	158	296	254	(735)	(199)	(301)	(42)	(28)	(27)	(570)	174	665
지배주주순이익	93	194	80	(540)	(137)	(249)	(23)	86	2,458	(323)	99	377

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

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	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	26,037	17,664	12,609	14,445	19,828
현금성자산	4,327	3,240	2,698	3,091	4,243
매출채권및기타채권	10,391	5,294	4,722	5,409	7,425
재고자산	3,907	845	737	845	1,159
비유동자산	23,213	12,745	13,069	14,134	16,915
투자자산	971	342	799	915	1,256
유형자산	19,011	11,046	11,178	11,819	13,942
무형자산	1,963	105	350	550	550
자산총계	49,249	30,409	25,678	28,579	36,744
유동부채	23,237	15,615	10,994	13,989	21,711
매입채무및기타채무	10,029	6,178	4,722	6,182	8,486
단기차입금및단기사채	6,998	3,036	2,236	1,361	1,583
유동성장기부채	3,547	966	766	876	926
비유동부채	8,122	2,422	1,342	1,416	1,657
사채	3,146	65	35	85	130
장기차입금및금융부채	3,389	1,284	784	732	704
부채총계	31,359	18,037	12,337	15,406	23,368
지배주주지분	15,936	11,121	12,199	11,997	12,074
자본금	380	283	283	283	283
자본잉여금	1,125	1,050	1,577	1,277	977
기타자본	(939)	(7,927)	(7,053)	(7,053)	(7,053)
이익잉여금	13,433	16,237	15,914	16,013	16,390
비지배주주지분	1,953	1,251	1,143	1,176	1,302
자본총계	17,890	12,372	13,341	13,173	13,376

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,767	616	392	3,429	4,673
당기순이익	657	2,703	(431)	132	503
유형자산감가상각비	785	537	690	700	705
무형자산상각비	107	49	17	26	26
자산부채변동	(8)	(553)	866	2,545	3,206
기타	1,226	(2,120)	(750)	26	233
투자활동현금흐름	(678)	581	(1,112)	(1,687)	(3,332)
유형자산투자	(1,144)	(373)	(925)	(1,444)	(2,932)
유형자산매각	206	103	103	103	103
투자자산순증	169	448	(391)	(51)	(276)
무형자산순증	(41)	(17)	(261)	(226)	(26)
기타	132	420	362	(69)	(201)
재무활동현금흐름	(876)	(2,131)	178	(1,350)	(189)
자본의증가	54	255	527	(300)	(300)
차입금의순증	0	0	(1,330)	(1,017)	237
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(930)	(2,386)	981	(33)	(126)
기타현금흐름	9	(154)	0	0	0
현금의증가	1,222	(1,087)	(542)	393	1,152

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

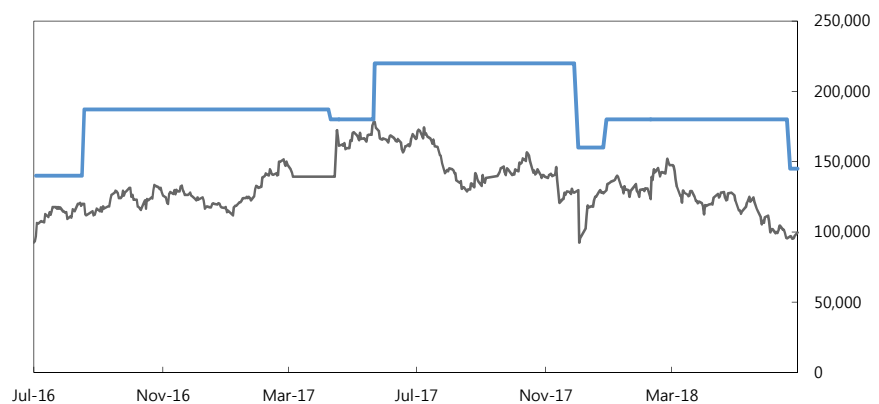
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	22,300	15,469	13,491	15,455	21,215
매출원가	20,329	14,435	12,892	14,182	19,461
매출총이익	1,971	1,034	599	1,273	1,754
판매관리비	1,579	1,019	885	1,150	1,145
영업이익	392	15	(286)	123	609
금융수익	1,195	1,925	1,371	1,371	1,371
이자수익	53	57	71	71	71
금융비용	1,412	968	1,570	1,385	1,380
이자비용	66	91	90	85	80
기타영업외손익	(100)	(1,021)	(150)	0	0
관계기업관련손익	21	22	65	65	65
세전계속사업이익	96	(27)	(570)	174	665
법인세비용	80	66	(139)	42	162
연결당기순이익	657	2,703	(431)	132	503
지배주주지분순이익	545	2,458	(323)	99	377
기타포괄이익	1,834	(86)	0	0	0
총포괄이익	2,491	2,617	(431)	132	503
지배주주지분포괄이익	2,248	2,377	(323)	99	377
EBITDA	1,283	601	421	849	1,340

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,274	42,285	(4,833)	1,429	5,458
BPS	211,077	186,103	177,138	174,228	175,344
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(51.8)	(30.6)	(12.8)	14.6	37.3
영업이익증가율	NM	(96.3)	NM	NM	394.8
순이익증가율	NM	351.0	NM	NM	282.1
EPS증가율	NM	411.0	NM	NM	282.1
EBITDA증가율	NM	(53.2)	(30.0)	101.8	57.8
수익성(%)					
영업이익률	1.8	0.1	(2.1)	0.8	2.9
순이익률	2.4	15.9	(2.4)	0.6	1.8
EBITDA Margin	5.8	3.9	3.1	5.5	6.3
ROA	1.3	6.8	(1.5)	0.5	1.5
ROE	3.7	18.2	(2.8)	0.8	3.1
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	9,694	1,660	1,020	(449)	(1,537)
차입금/자본총계비율(%)	106.4	44.1	30.9	23.6	25.0
Valuation(X)					
PER	14.9	2.3	NM	69.6	18.2
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	16.9	14.2	21.4	8.9	4.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대중공업(009540)	2016.07.10	중립	-	-	-
	2016.07.27	매수	140,000원	-18.8	-13.7
	2016.09.11	매수	187,000원	-31.4	-18.9
	2017.05.04	매수	180,000원	-8.0	-1.1
	2017.06.15	매수	220,000원	-32.7	-20.8
	2017.12.26	매수	160,000원	-26.2	-18.9
	2018.01.22	매수	180,000원	-30.7	-15.6
	2018.07.16	매수	145,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 23일 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.
- 당사는 현대중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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.