

## 현대중공업(009540)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 187,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(4/27)	2,209
주가(4/27)	165,000
시가총액(십억원)	12,540
발행주식수(백만)	76
52주 최고/최저가(원)	179,500/100,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,755
유동주식비율(외국인지분율(%))	64.8/14.9
주요주주(%)	정몽준 외 18인 21.3
국민연금	9.3

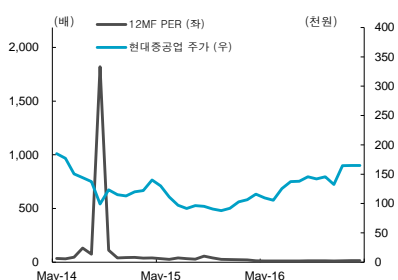
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	16.6	9.6	8.1
PBR(x)	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	3.7	6.8	7.5
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	8.6	7.1	7.3
EPS(원)	8,768	17,104	20,249
BPS(원)	222,413	237,343	253,643

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.5)	10.4	43.5
상대주가(%p)	(6.0)	1.2	33.8

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 성공적인 지주사 체제 전환

## What's new : 예상을 상회, 해양사업 흑자

연결매출(분할 전 기준)은 2% 감소했으나 영업이익은 6,190억원으로 90% 증가했다. 존속법인 현대중공업의 영업이익은 2,210억원으로 전년동기 대비 860억원, 정유는 600억원 증가한 영향이다. 특히 해양/플랜트는 전년동기 1,300억원 적자에서 420억원으로 흑자전환했는데 'Moho Nord FPU'에서 7천만달러의 claim이 반영된 것이 컸다. 건설기계 영업이익도 전년동기 330억원에서 580억원으로 증가하는 등 계열사의 이익 개선이 뚜렷했다.

## Positives : 되살아나는 수주, 현재까지 조선3사 총 23억달러 계약

조선/해양/엔진 모두 30% 이상 매출이 감소함에도 불구하고, 흑자를 기록했다. 원가절감과 엔진기술의 내재화 역할이 크다[4p]. 현대중공업은 글로벌 대형엔진 시장에서 점유율 38%로 1위고, 역사적으로 단 한번도 적자가 없었다. 2020년 1월부터 시행될 Sox 규제를 앞두고 상선 교체발주가 예상되는데 필요 건조기간은 최소 2년이다. VLCC 기준 도크와 안벽 건조기간이 일본은 평균 1.4년인 반면, 현대중공업은 0.6년으로 현저히 짧아, 환경규제가 야기할 발주 증가의 최대 수혜를 누릴 것이다. 친환경 기술 요구가 강해지고 있지만 최신 기술을 처음으로 적용하는 만큼 선주들은 신조 발주에 신중하며, 재무구조가 좋은 top player 위주로 발주가 쏠리고 있다. 분할 후 현대중공업의 순차입금은 11.7조원에서 5.9조원으로 감소하며 업계 최상위 재무구조가 부각될 것이다.

## Negatives : 매출 감소 빠르지만 2분기부터 수주 활발해져

매출 감소가 본격화되고 있어 하반기 고정비 부담이 확대될 수 있다. 다행히 4월까지 현대중공업/삼호중공업은 14억달러, 현대미포는 9억달러의 수주를 계약했으며 작년 총 수주의 39%에 해당된다. 4월에만 각각 4억달러씩 계약했고 옵션 포함 시 15억달러에 달한다. 이 페이스를 감안하면 내년 하반기부터 매출은 회복될 것이다. 해양도 2015~2016년 단 1건의 입찰 상담에서 2017~2018년 19건으로 늘어나는 등, 시황 반등이 가시화되고 있다.

## 결론: 성공적인 회사 분할, 시황 반등의 수혜를 누리자

빠른 구조조정과 회사 분할로 도약의 기반을 마련했고 존속회사와 분할회사의 차입금 의존도가 크게 하락했다. 로보틱스의 부채비율은 타 지주사 대비 높지만 cash cow인 오일뱅크와 자회사 배당으로 차입금 감축 여력이 충분하다. 분할을 감안한 4개 회사의 합산 시가총액 밴드는 18~21조원으로 추정한다[2p]. 현대중공업 존속법인은 11.6조원(주당 20만원), 전기전자 0.8~1.1조원(21~31만원), 건설기계 0.7~1조원(18~28만원), 로보틱스 4.5~6.8조원(38~57만원)등이다. 5월 10일 거래재개일에 투자우선순위는 현대로보틱스와 현대중공업 존속법인이다. 분할회사별 적정가치는 추후 자세히 분석할 예정이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	7,093	10,076	42.0	9,071	(2.6)	(1.9)	33,062	35,409
영업이익	304	619	103.6	356	41.4	90.3	1,958	1,423
영업이익률	4.3	6.1	1.9	3.9	1.9	3.0	5.9	4.0
세전이익	329	644	95.8	348	NM	78.3	1,876	1,314
순이익	206	376	82.2	210	NM	80.2	1,216	810

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126  
narae.heo@truefriend.com

### 분할회사별 적정가치 밴드 추정

현대중공업의 분할회사별 적정가치 밴드 추정은 다음과 같다. 현대중공업 존속회사의 적정가치는 11.6조원으로 implied PBR은 0.9배다. 현대중공업 본사와 현대삼호중공업 83.7%(최근 IMM-PE에 전환우선주 536만주 발행 감안)의 가치를 합산해 산출했다. 삼호중공업의 Pre-IPO 당시 적용된 PBR은 0.85배로 환산되며 이를 현대중공업 본사가치에도 적용했다. 이는 역사적 mid-cycle 당시 PBR 수준이기도 하다.

전기전자과 건설기계는 PBR 1.0~1.5배를 적용할 경우, 적정 시가총액은 각각 7,790억원~1.2조원, 6,580~9,870억원이다. 현대로보틱스의 적정 시가총액은 2.0~3.0배(지주사 peer들이 PER 6~10배에서 거래됨을 감안)를 적용할 경우 4.5~6.8조원으로 추정된다. 즉, 4사의 합산 적정 시가총액은 17.8~20.6조원으로 추정한다. 5월 10일 거래 개시일에 우선적 투자 대상은 현대로보틱스와 현대중공업 존속법인으로 판단한다. 안정적 영업가치가 최우선으로 고려되었다.

<표 1> 현대중공업 분할회사별 적정가치 추정

(단위: 십억원)

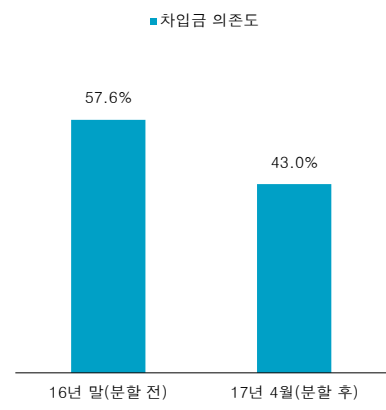
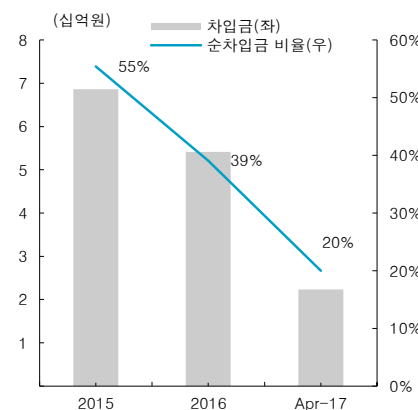
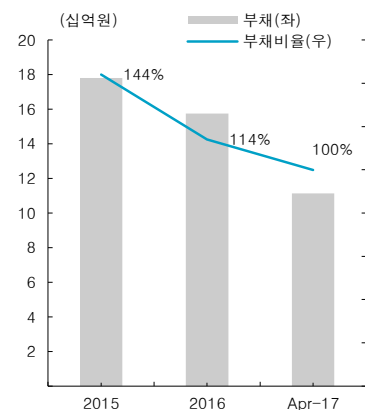
	분할후 존속회사			분할설립회사		
	현대중공업 (별도)	자회사-삼호중공업 (83.7%)	현대중공업 (연결)	1)현대일렉트릭앤 에너지시스템	2) 현대건설기계	3) 현대로보틱스
1. 유동자산	9,459	2,542	19,651	1,320	965	461
1) 현금/현금성자산	2,561	490	3,978	209	252	302
2) 매출채권 등 기타	6,898	2,052	15,673	1,111	713	159
2. 비유동자산	12,823	3,260	14,063	603	589	3,932
2. 부채	11,138	2,862	21,335	1,144	896	2,116
1) 유동부채	9,021	2,297	17,517	630	440	1,467
2) 비유동부채	2,117	565	3,818	514	456	649
3. 자본	11,144	2,940	12,379	779	658	2,277
1) 자본금	283	200	283	19	18	60
자산총계	22,282	14,528	33,714	1,922	1,554	4,393
목표 PBR(x)	0.85	0.85	0.93	1.0~1.5	1.0~1.5	1.5~2.0
목표 시가총액	9,472	2,093	11,565	779~1,168	658~987	4,554~6,831
거래정지 전 시총			9,405	612	591	1,987
Upside			23.0%	27.2%~90.8%	11.3%~66.9%	129.2%~243.8%

주: 공식 목표주가가 아님  
자료: 한국투자증권

[그림 1] 현대중공업 존속법인 부채비율

[그림 2] 현대중공업 존속법인 순차입금 비율

[그림 3] 현대중공업 존속법인 차입금 의존도



자료: 현대중공업

자료: 현대중공업

자료: 현대중공업

### 현대삼호중공업 시나리오

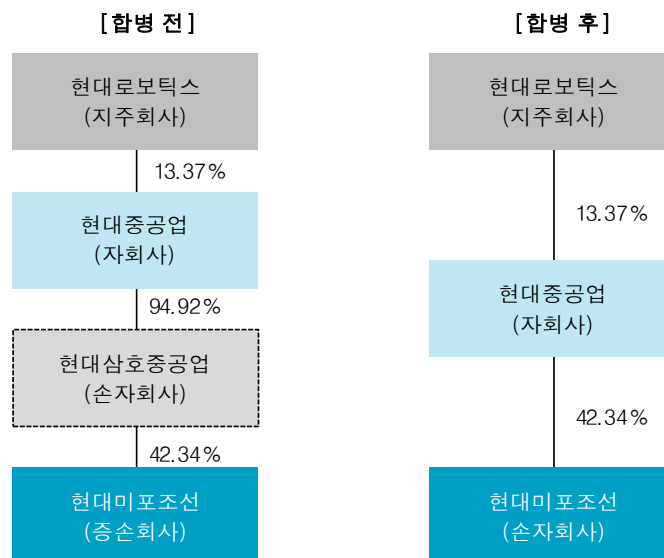
지주사 전환 이후, 현대중공업은 손자/증손회사의 국내 계열사 주식 소유 제한 요건을 해소해야 한다. 손자회사인 삼호중공업이 현대미포조선 주식을 보유하고 있는 것이 문제가 되고 있다. 이를 위해 아래 예시처럼 다양한 방안이 고려될 수 있다.

1) 현대중공업이 현대삼호중공업을 흡수합병: 삼호중공업이 보유한 현대미포 지분은 현대중공업으로 이전된다. 현대미포는 '증손'회사에서 '손자'회사로 상승한다. 가장 간단한 방식일 수 있다. 최근 현대삼호중공업은 Pre-IPO를 위해 IMM-PE와 MOU를 체결하고 전환 우선주를 발행함에 따라 3천억원의 자금조달에 성공했다. Pre-IPO시, 일정 기간 내 상장 조건이 있는데 만약 삼호중공업이 현대중공업과 합병한다면 우회상장에 따라 이 조건을 충족하게 된다.

2) 현대삼호중공업이 보유한 현대미포 지분을 현대중공업이 매입: 현대중공업의 자금 부담이 커지며 기존 주주의 반발이 있을 수 있다.

3) 현대삼호중공업을 투자와 사업회사로 분리해 투자회사만 현대중공업과 합병: 분리와 재합병 과정이 번거롭다.

[그림 4] 현대중공업과 현대삼호중공업의 합병 가정 시



자료: 한국투자증권

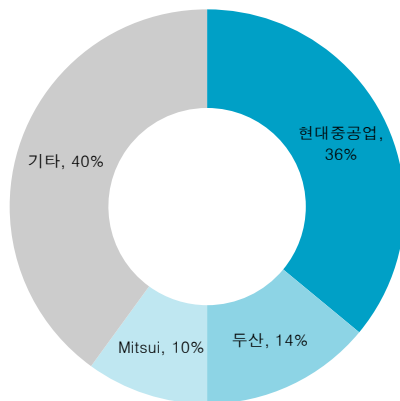
<표 2> 현대중공업 실적추정 요약(분할 전 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출	10,273	9,863	8,839	10,343	10,076	9,112	8,041	6,462	46,232	39,317	33,062	32,689
조선	4,131	3,902	3,257	3,389	2,903	2,536	2,386	2,336	16,673	14,679	10,161	8,077
육해양플랜트	1,815	1,439	1,230	1,387	1,081	1,050	900	1,149	8,652	5,871	4,180	5,192
엔진기계	362	332	383	312	192	300	400	408	1,776	1,389	1,300	1,500
전기전자	501	530	475	638	455	630	525	490	2,507	2,144	2,100	2,100
건설장비	592	583	514	491	753	690	575	282	2,225	2,180	2,300	2,300
정유	2,496	2,766	2,680	3,731	3,678	3,450	2,875	1,497	12,832	11,673	11,500	12,000
영업이익	325	557	322	438	619	526	418	395	(1,540)	1,642	1,958	1,902
조선	201	180	147	36	127	76	84	46	(429)	564	333	260
육해양플랜트	(130)	(30)	10	88	42	50	50	58	(1,371)	(62)	200	167
엔진기계	64	81	93	26	52	75	100	73	67	264	300	300
전기전자	51	30	37	47	40	44	37	59	144	164	180	180
건설장비	33	51	28	(2)	58	60	30	52	(116)	109	200	250
정유	177	323	123	244	230	242	140	189	629	867	800	800
영업이익률	3.2%	5.6%	3.6%	4.2%	6.1%	5.8%	5.2%	6.1%	-3.3%	4.2%	5.9%	5.8%
조선	4.9%	4.6%	4.5%	1.1%	3.0%	3.0%	3.5%	2.0%	-2.6%	3.8%	3.3%	3.2%
해양	-7.7%	13.4%	3.2%	8.5%	0.0%	2.0%	3.0%	8.5%	-29.0%	4.4%	7.5%	4.3%
플랜트	-6.6%	-30.5%	-2.5%	2.8%	0.0%	0.0%	-5.0%	0.0%	-1.8%	-8.7%	0.0%	1.0%
엔진기계	17.7%	24.2%	24.3%	8.4%	27.1%	25.0%	25.0%	17.9%	3.8%	19.0%	23.1%	20.0%
전기전자	10.1%	5.7%	7.7%	7.3%	9.0%	7.0%	7.0%	12.1%	5.7%	7.6%	8.6%	8.6%
건설장비	5.5%	8.8%	5.4%	-0.5%	1.0%	5.0%	5.0%	18.3%	-5.2%	5.0%	8.7%	10.9%
정유	7.1%	11.7%	4.6%	6.5%	10.0%	7.0%	6.0%	12.6%	4.9%	7.4%	7.0%	6.7%
세전이익	361	541	466	(250)	644	546	438	248	(1,363)	1,118	1,876	2,048
지배주주순이익	209	292	296	(225)	376	342	275	223	(1,350)	571	1,216	1,333

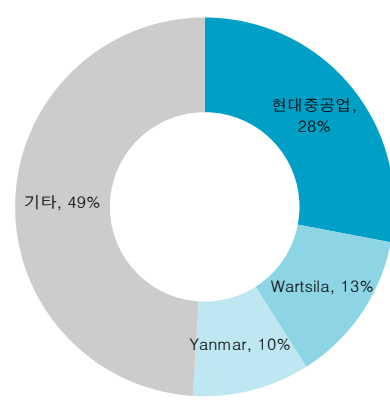
자료: 한국투자증권

[그림 5] 글로벌 선박용 대형엔진 시장 점유율



주: 2015년 생산 능력 기준  
자료: 현대중공업, 한국투자증권

[그림 6] 글로벌 선박용 중형엔진 시장 점유율



주: 2016년 기준  
자료: 현대중공업, 한국투자증권

## 기업개요

현대중공업그룹의 지배기업인 현대중공업은 56개사에 이르는 자회사들과 함께 조선, 해양, 플랜트, 엔진기계, 전기전자시스템, 건설장비, 그린에너지, 정유, 금융 부문 등에서 사업을 영위. 2016년 기준 매출액 비중은 조선부문이 33.1%, 해양 플랜트부문이 12.8%, 정유부문이 34.6%를 차지.



재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	27,176	26,037	24,396	24,121	28,361
현금성자산	3,105	4,327	4,959	4,903	5,765
매출채권및기타채권	11,833	10,391	9,918	9,807	11,531
재고자산	4,492	3,907	3,286	3,249	3,820
비유동자산	22,557	23,213	22,032	21,481	21,583
투자자산	1,896	971	816	807	949
유형자산	16,320	19,011	18,500	17,988	17,476
무형자산	2,140	1,963	1,651	1,632	1,919
자산총계	49,733	49,249	46,428	45,601	49,945
유동부채	23,061	23,237	19,383	17,056	19,808
매입채무및기타채무	12,268	10,029	6,282	5,230	7,687
단기차입금및단기사채	6,531	6,998	6,868	6,500	6,132
유동성장기부채	2,268	3,547	3,497	3,447	3,397
비유동부채	11,173	8,122	7,737	7,689	7,588
사채	3,997	3,146	3,146	3,146	2,846
장기차입금및금융부채	5,521	3,389	3,256	3,223	3,190
부채총계	34,234	31,359	27,120	24,745	27,396
지배주주지분	13,736	15,936	17,071	18,310	19,664
자본금	380	380	380	380	380
자본잉여금	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
기타자본	(913)	(939)	(939)	(939)	(939)
이익잉여금	12,819	13,433	14,568	15,807	17,161
비지배주주지분	1,763	1,953	2,237	2,547	2,885
자본총계	15,499	17,890	19,308	20,857	22,549

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(574)	2,767	660	1,269	3,816
당기순이익	(1,363)	657	1,418	1,548	1,692
유형자산감가상각비	962	785	817	820	822
무형자산상각비	107	107	86	85	100
자산부채변동	(916)	(8)	(1,806)	(1,532)	639
기타	636	1,226	145	348	563
투자활동현금흐름	(147)	(678)	870	(365)	(1,664)
유형자산투자	(1,281)	(1,144)	(511)	(514)	(517)
유형자산매각	46	206	206	206	206
투자자산순증	1,009	169	104	(41)	(192)
무형자산순증	(28)	(41)	227	(66)	(387)
기타	107	132	844	50	(774)
재무활동현금흐름	594	(876)	(897)	(961)	(1,289)
자본의증가	498	54	0	0	0
차입금의순증	0	0	(613)	(651)	(951)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	96	(930)	(284)	(310)	(338)
기타현금흐름	4	9	0	0	0
현금의증가	(124)	1,222	632	(56)	862

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

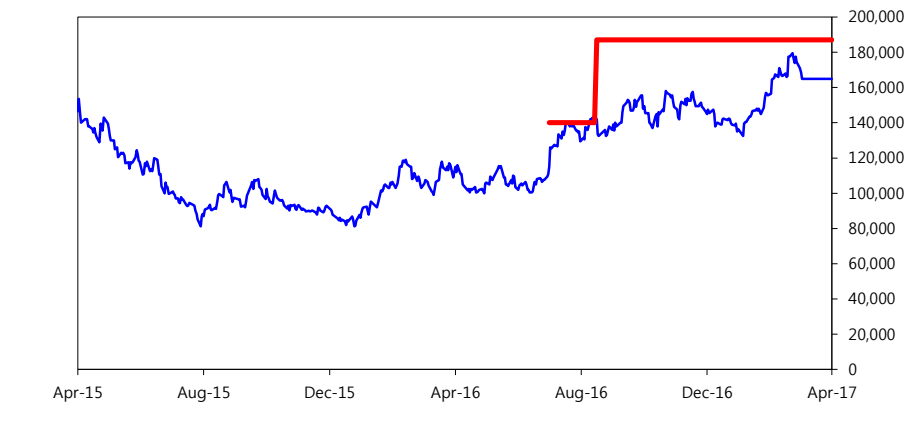
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	46,232	39,317	33,062	32,689	38,436
매출원가	44,682	34,753	28,604	28,187	33,694
매출총이익	1,550	4,565	4,458	4,502	4,742
판매관리비	3,090	2,923	2,500	2,600	2,650
영업이익	(1,540)	1,642	1,958	1,902	2,092
금융수익	1,902	1,617	1,400	1,400	1,400
이자수익	78	71	100	100	100
금융비용	2,933	2,033	1,370	1,370	1,370
이자비용	226	234	270	270	270
기타영업외손익	786	(209)	(62)	166	166
관계기업관련손익	(56)	69	(50)	(50)	(50)
세전계속사업이익	(1,841)	1,086	1,876	2,048	2,238
법인세비용	(478)	429	458	500	546
연결당기순이익	(1,363)	657	1,418	1,548	1,692
지배주주지분순이익	(1,350)	545	1,126	1,333	1,354
기타포괄이익	(537)	1,834	0	0	0
총포괄이익	(1,900)	2,491	1,418	1,548	1,692
지배주주지분포괄이익	(1,854)	2,248	1,126	1,333	1,354
EBITDA	(472)	2,534	2,861	2,807	3,014

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(24,349)	8,768	17,104	20,249	20,560
BPS	193,461	222,413	237,343	253,643	271,455
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(12.1)	(15.0)	(15.9)	(1.1)	17.6
영업이익증가율	NM	NM	19.3	(2.9)	10.0
순이익증가율	NM	NM	106.6	18.4	1.5
EPS증가율	NM	NM	95.1	18.4	1.5
EBITDA증가율	NM	NM	12.9	(1.9)	7.4
수익성(%)					
영업이익률	(3.3)	4.2	5.9	5.8	5.4
순이익률	(2.9)	1.4	3.4	4.1	3.5
EBITDA Margin	(1.0)	6.4	8.7	8.6	7.8
ROA	(2.6)	1.3	3.0	3.4	3.5
ROE	(9.3)	3.7	6.8	7.5	7.1
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	11,358	9,694	6,618	6,304	3,991
차입금/자본총계비율(%)	126.5	106.4	81.8	73.7	65.0
Valuation(X)					
PER	NM	16.6	9.6	8.1	8.0
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	NM	8.6	7.1	7.3	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대중공업(009540)	2015.04.28	중립	-
	2016.07.27	매수	140,000 원
	2016.09.11	매수	187,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 27일 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	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.