

현대중공업(009540)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 220,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/31)	2,523
주가(10/31)	156,500
시가총액(십억원)	8,868
발행주식수(백만)	57
52주 최고/최저가(원)	186,500/117,242
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,043
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.8/21.0
주요주주(%)	현대로보틱스 외 14인 35.8
국민연금	8.3

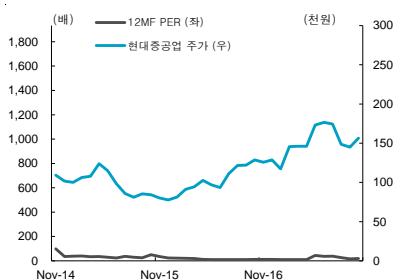
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	14.7	3.0	43.5
PBR(x)	0.6	0.7	0.7
ROE(%)	3.7	20.2	1.6
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	8.6	12.1	13.0
EPS(원)	8,768	51,807	3,600
BPS(원)	222,413	216,056	230,051

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.9	7.2	21.6
상대주가(%p)	2.5	(7.2)	(4.1)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

계속된 환입으로 매출 감소 상쇄

What's new : Changer order와 LD(지체보상금)환입으로 예상 상회

매출은 전년대비 27% 감소하며 예상을 하회했으나 영업이익은 예상을 크게 상회했다. 해양에서 총 9,600만달러의 change order로 256억원의 영업이익 상승효과가 있었고 준공된 해양 'Jangkrik'과 쿠웨이트 '알주르 IWPP'에서 각각 190억원, 379억원의 LD환입이 판관비 차감 형식으로 반영됐다. 그 외 현대미포조선의 건설기계 지분 매각차익 921억원, 현대일렉트릭 지분 매각차익 777억원 반영으로 영업외이익은 크게 개선됐다.

Positives : 4분기에도 해양 change order 기대 가능

Asta hansteen topside에서 4천만달러, Moho Nord FPU 2,700만달러, Odoptu stage에서 1,600만달러, Bergading에서 1,300만달러의 change order가 반영됐다. 당초 하반기 9천만달러의 change order를 예상했으나 3분기에 이미 초과했고, 4분기에도 change order가 예상된다. 기인도됐지만 워런티 보증기간 내에 있는 'Gorgon' 해양플랜트의 용접 불량으로 303억원, 'Barzan'의 파이프 사고로 162억원, 쿠웨이트 KOC 프로젝트에서 83억원의 추가비용이 반영돼, change order를 제외하면 해양 손익은 소폭 적자다. 그러나 해양에서 change order를 일회적 이슈로 간주하기는 무리가 있다. 2분기에도 7,800만달러의 change order가 반영된 바 있어, 원가관리 능력을 입증하는 사례다. 이제 해양공사는 'Nasr' 프로젝트뿐이라 change order의 추가 여력은 낮아졌지만 리스크 또한 감소한다.

Negatives : 2018년 상반기까지 매출 감소

매출기준 상선 수주잔고는 현대중공업 68억달러, 삼호중공업 25억달러, 현대미포조선 29억달러로 현대중공업 본사는 약 1.5년치의 일감을 보유하고 있다. 2018년 상반기까지 매출 감소가 이어질 것이다. 이에 따라 7월부터 군산조선소는 가동을 중단한 상태라 이번 분기 영업외비용에 유휴비용 106억원이 반영됐다. 향후 이보다는 적겠지만 매분기 유휴비용이 반영될 전망이다. 현재까지 별도기준 상선수주는 34억달러로 목표 36억달러를 거의 달성했지만 군산조선소의 재가동까지는 과거와 같은 2.5년치의 물량 확보가 필요하다.

결론: 실적시즌이 두렵지 않은 어닝파워

기업 분할 뒤, 그간 최대 수익원이자 cash cow던 현대오일뱅크의 이익 기여가 사라졌음에도 안정적 실적을 지속하고 있다. 최근 중대형(14,000TEU급) 컨테이너선의 inquiry가 늘고 있고 LNG선 외에도 올해 새로이 부상한 FSRU 발주 증가가 기대된다. 향후 최대 변수는 신조선가의 상승여부로, 2018년 하반기부터 도크를 채우기 시작한 상황이라 협상력 제고를 기대한다. 업황 전반적인 턴어라운드 상황에서 투자매력이 높다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,267	3,804	(10.8)	4,103	(17.8)	(27.3)	17,321	17,613
영업이익	71	94	31.7	88	(38.4)	(20.8)	462	480
영업이익률	1.7	2.5	0.8	2.1	-0.8	0.2	2.7	2.7
세전이익	101	277	174.2	111	1,892.1	2.9	503	382
순이익	46	89	93.7	68	NM	(48.5)	3,006	2,062

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

허나래

narae.heo@truefriend.com

<표 1> 현대중공업 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

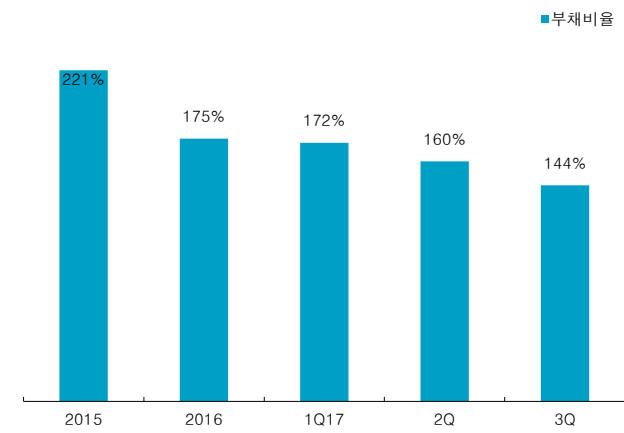
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	6,782	6,076	5,235	5,620	4,808	4,629	3,804	4,080	24,213	17,321	15,991	21,980
조선	4,131	3,902	3,257	3,389	2,903	2,702	2,241	1,941	14,679	9,786	9,008	13,613
(HHI)	2,128	1,950	1,618	1,672	1,421	1,279	1,001	894	7,369	4,595	4,614	7,557
(Samho)	1,090	1,069	852	858	734	733	725	594	3,869	2,786	1,865	2,697
(Mipo)	913	883	788	859	747	690	515	453	3,442	2,405	2,530	3,360
해양	1,315	932	721	867	618	820	529	769	3,834	2,735	2,283	3,667
플랜트	500	508	509	521	464	359	267	611	2,037	1,700	1,500	1,300
엔진	362	274	330	235	151	201	187	161	1,201	700	800	1,000
기타	975	461	417	609	673	548	581	598	2,461	2,400	2,400	2,400
원가율	94.4%	89.0%	89.5%	88.1%	89.8%	87.3%	90.0%	87.6%	88.6%	88.7%	88.3%	87.6%
판관비	372	493	432	619	326	434	287	453	1,916	1,500	1,505	1,595
영업이익	11	180	118	50	163	152	94	53	355	462	360	1,130
조선	201	180	147	36	127	146	86	58	564	416	300	1,006
(HHI)	129	89	31	(20)	46	56	9	7	229	117	100	508
(Samho)	24	38	79	31	43	52	37	27	303	159	62	177
(Mipo)	48	53	38	26	38	38	40	24	164	141	123	322
해양	0	125	23	74	14	25	35	17	222	91	26	47
플랜트	(130)	(155)	(13)	15	28	28	20	14	(283)	89	105	87
엔진	64	79	90	26	42	26	16	21	259	105	170	230
기타	(125)	(49)	(129)	(100)	(48)	(73)	(63)	(56)	(403)	(240)	(240)	(240)
영업이익률	0.2%	3.0%	2.3%	0.9%	3.4%	3.3%	2.5%	1.3%	1.5%	2.7%	2.3%	5.1%
조선	4.9%	4.6%	4.5%	1.1%	4.4%	5.4%	3.8%	3.0%	3.8%	4.3%	3.3%	7.4%
해양	0.0%	13.4%	3.2%	8.5%	2.3%	3.1%	6.5%	2.3%	5.8%	3.3%	1.1%	1.3%
플랜트	-26.0%	-30.5%	-2.5%	2.8%	6.0%	7.7%	7.4%	2.2%	-13.9%	5.2%	7.0%	6.7%
엔진	17.7%	28.8%	27.1%	11.1%	27.8%	13.1%	8.7%	12.8%	21.5%	15.0%	21.3%	23.0%
기타	-12.8%	-10.6%	-30.9%	-16.5%	-7.1%	-13.4%	-10.8%	-9.4%	-16.4%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
세전이익	28	179	269	(546)	182	14	277	30	(74)	503	406	1,181
중단사업손익	246	255	-	-	326	2,546	-	-	501	2,872	-	-
순이익	(2)	138	193	(497)	462	2,615	197	11	657	3,285	307	893
(지배주주)	(16)	74	173		376	2,532	89	8	657	3,006	230	670

자료: 한국투자증권

기타사업에 브라질법인 대손충당금 453억원이 반영됐다. 건설기계 생산법인으로, 해당 법인은 현지 유통채널의 매출채권을 보유하고 있었는데 관련 업체의 파산 가능성으로 관련 채권의 80%를 상각했다. 향후 추가 상각 가능성이 있다 할지라도 리스크는 매우 제한적이다.

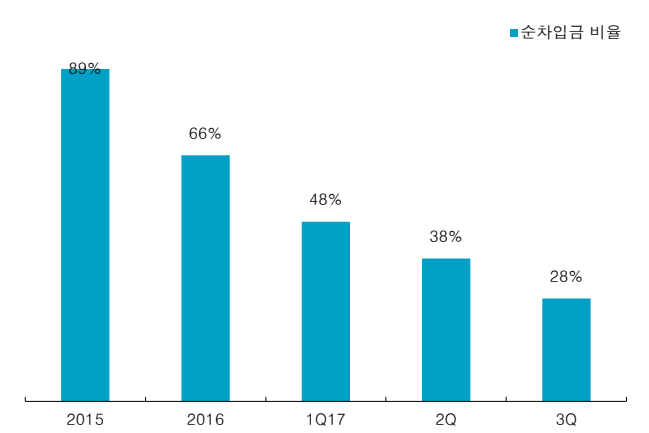
연결기준 부채비율은 144%로 업계에서 가장 낮고 현대중공업 별도 법인의 부채비율은 2분기 대비 8.2%p 추가 하락했다. 삼호중공업과 현대미포조선은 현재 실질적으로 순현금 상태다. 수주가 회복되며 선수금 유입효과로 현금흐름은 더욱 개선될 것이다. 글로벌 발주량은 2016년 2,200만GT에서 올해 3분기까지 3,180만GT로 이미 전년 총액대비 44% 증가했다. 2017년 총 발주량은 전년의 2배에 육박할 전망이다. 2020년 다양한 환경규제(SOx, CO2, BWTS) 발효로 2018~2019년 발주 시황의 빠른 회복이 예상된다. 올 들어 현대중공업 그룹이 수주한 120척의 선박 중 88%가 해당 환경규제를 충족하고 있다.

[그림 1] 연결기준 부채비율



자료: 현대중공업, 한국투자증권

[그림 2] 연결기준 순차입금 비율



자료: 현대중공업, 한국투자증권

<표 2> 3분기 말 회사별 별도기준 재무비율

	부채비율	순차입금 비율
현대중공업	86.2%	13.6%
현대삼호중공업	51.2%	-2.7%
현대미포조선	63.8%	-4.7%

자료: 현대중공업, 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	27,176	26,037	19,053	19,030	19,782
현금성자산	3,105	4,327	4,330	3,998	4,396
매출채권및기타채권	11,833	10,391	6,928	6,716	8,792
재고자산	4,492	3,907	1,212	1,119	1,539
비유동자산	22,557	23,213	17,785	15,829	19,009
투자자산	1,896	971	998	921	1,266
유형자산	16,320	19,011	15,661	13,868	16,314
무형자산	2,140	1,963	173	160	220
자산총계	49,733	49,249	36,838	34,859	38,791
유동부채	23,061	23,237	18,489	16,521	19,557
매입채무및기타채무	12,268	10,029	6,928	5,597	8,792
단기차입금및단기사채	6,531	6,998	6,968	6,968	6,918
유동성장기부채	2,268	3,547	2,347	2,147	2,257
비유동부채	11,173	8,122	2,356	1,371	1,675
사채	3,997	3,146	546	396	446
장기차입금및금융부채	5,521	3,389	739	306	309
부채총계	34,234	31,359	20,845	17,893	21,232
지배주주지분	13,736	15,936	13,754	14,650	15,020
자본금	380	380	283	283	283
자본잉여금	1,125	1,125	911	1,577	1,277
기타자본	(913)	(939)	(8,384)	(8,384)	(8,384)
이익잉여금	12,819	13,433	18,939	19,170	19,839
비지배주주지분	1,763	1,953	2,239	2,316	2,539
자본총계	15,499	17,890	15,993	16,966	17,559

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(574)	2,767	7,102	(1,127)	4,179
당기순이익	(1,363)	657	3,285	307	893
유형자산감가상각비	962	785	720	690	700
무형자산상각비	107	107	9	8	11
자산부채변동	(916)	(8)	3,190	(1,758)	2,237
기타	636	1,226	(102)	(374)	338
투자활동현금흐름	(147)	(678)	5,416	788	(3,120)
유형자산투자	(1,281)	(1,144)	2,630	1,103	(3,146)
유형자산매각	46	206	0	0	0
투자자산순증	1,009	169	105	142	(280)
무형자산순증	(28)	(41)	1,781	5	(71)
기타	107	132	900	(462)	377
재무활동현금흐름	594	(876)	(12,515)	6	(660)
자본의증가	498	54	(311)	666	(300)
차입금의순증	0	0	(6,980)	(583)	(137)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	96	(930)	(5,224)	(77)	(223)
기타현금흐름	4	9	0	0	0
현금의증가	(124)	1,222	3	(332)	398

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

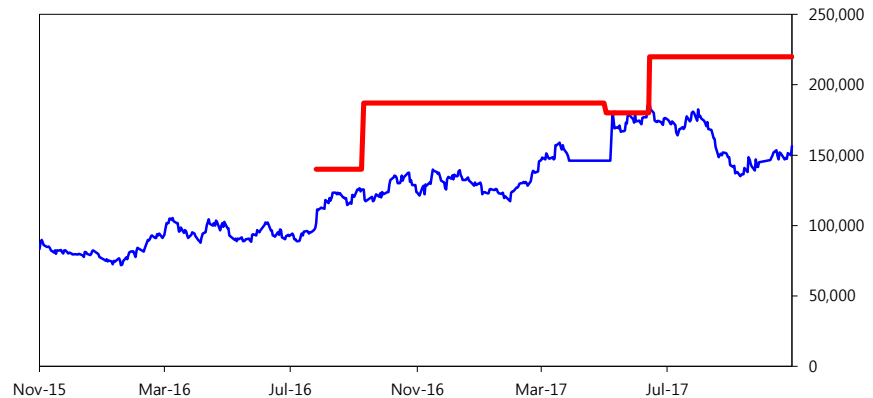
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	46,232	39,317	17,321	15,991	21,980
매출원가	44,682	34,753	15,359	14,126	19,255
매출총이익	1,550	4,565	1,962	1,865	2,725
판매관리비	3,090	2,923	1,500	1,505	1,595
영업이익	(1,540)	1,642	462	360	1,130
금융수익	1,902	1,617	1,471	1,371	1,371
이자수익	78	71	71	71	71
금융비용	2,933	2,033	1,575	1,390	1,385
이자비용	226	234	95	90	85
기타영업외손익	786	(209)	80	0	0
관계기업관련손익	(56)	69	65	65	65
세전계속사업이익	(1,841)	1,086	503	406	1,181
법인세비용	(478)	429	90	99	288
연결당기순이익	(1,363)	657	3,285	307	893
지배주주지분순이익	(1,350)	545	3,006	230	670
기타포괄이익	(537)	1,834	74	0	0
총포괄이익	(1,900)	2,491	3,359	307	893
지배주주지분포괄이익	(1,854)	2,248	3,073	230	670
EBITDA	(472)	2,534	1,191	1,059	1,841

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(24,349)	8,768	51,807	3,600	10,466
BPS	193,461	222,413	216,056	230,051	235,824
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(12.1)	(15.0)	(55.9)	(7.7)	37.4
영업이익증가율	NM	NM	(71.9)	(22.0)	213.7
순이익증가율	NM	NM	451.4	(92.3)	190.8
EPS증가율	NM	NM	490.9	(93.1)	190.8
EBITDA증가율	NM	NM	(53.0)	(11.2)	74.0
수익성(%)					
영업이익률	(3.3)	4.2	2.7	2.3	5.1
순이익률	(2.9)	1.4	17.4	1.4	3.0
EBITDA Margin	(1.0)	6.4	6.9	6.6	8.4
ROA	(2.6)	1.3	7.6	0.9	2.4
ROE	(9.3)	3.7	20.2	1.6	4.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	11,358	9,694	3,394	2,676	2,542
차입금/자본총계비율(%)	126.5	106.4	75.4	67.6	64.6
Valuation(X)					
PER	NM	14.7	3.0	43.5	15.0
PBR	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	NM	8.6	12.1	13.0	7.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대중공업(009540)	2015.10.26	중립	-	-	-
	2016.07.27	매수	140,000원	-14.9	-9.6
	2016.09.11	매수	187,000원	-28.1	-15.1
	2017.05.04	매수	180,000원	-3.6	3.6
	2017.06.15	매수	220,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 31일 현재 현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.