

## 현대중공업(009540)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 187,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(2/10)	2,075
주가(2/10)	147,000
시가총액(십억원)	11,172
발행주식수(백만)	76
52주 최고/최저가(원)	158,000/92,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,306
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/15.1
주요주주(%)	정몽준 외 14인 21.3
국민연금	8.1

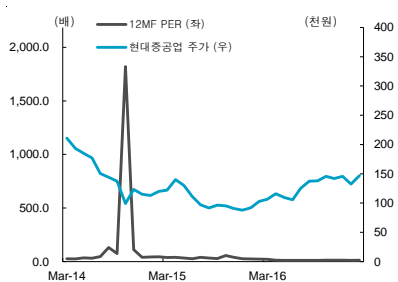
## Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	NM	16.8	12.3
PBR(x)	0.5	0.7	0.6
ROE(%)	(9.3)	3.9	4.9
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	8.7	9.0
EPS(원)	(24,349)	8,678	11,922
BPS(원)	193,461	216,769	227,098

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.8	10.5	54.4
상대주가(%p)	4.3	9.0	46.2

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 클린화에도 나쁘지 않은 실적, 이제 본업 회복이 필요

## What's new : 일회성 비용 반영으로 순손실 전환

연결기준 조선 사업부의 매출은 19% 감소했으나 비조선 사업부의 선전으로 연결매출은 7% 감소에 그쳤다. 영업이익은 조선과 해양에서 1,100억원(전년동기 -3,040억원), 비조선에서 3,280억원(전년동기 250억원)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 비조선의 대부분은 정유로, 여기서만 3,180억원의 영업이익을 창출했다. 영업외비용으로 환관련손실 3,600억원, 하이투자증권 영업권 손상차손 1,106억원 등을 반영했다. 결론적으로 영업단에 2천억원, 영업외비용에 4,706억원 등 총 6,700억원의 일회적 요인이 반영됐다[표1].

## Positives : 조선/해양/육상플랜트 안정화

1) 조선사업부의 일회성 비용은 한진해운 매출채권 추가 대손충당금 592억원, 보유한 세미리그 2척에 대한 자산재평가 397억원, 특수목적선 LD리스크 550억원 등이다. 이를 제외할 경우 조선사업부의 영업이익률은 5.6%에 육박했던 것으로 추정돼 공정 효율화와 원가 절감 효과를 누렸던 것으로 판단된다. 2) 해양은 2억달러의 change order/claim 타결로 620억원의 영업이익 상승효과가 있었고 이에 따라 740억원의 영업흑자를 기록했다. 3) 육상플랜트도 처음으로 흑자전환(영업이익 150억원)에 성공했다. 현안 프로젝트인 제다발전의 진행률은 95%, 슈케이크 발전은 85%로 2015~2016년 3분기, 충분한 공사손실충당금 반영으로 2017년 비용 차질의 가능성은 상당 부분 낮아졌다고 판단된다. 전반적으로 핵심사업부들의 이익 훼손요인들이 제거되며 손익 구조가 강화되었다.

## Negatives : 조선/해양 사업부의 남은 일감은 11개월 치

매출기준 수주잔고는 해양 31억달러, 현대삼호중공업 33억달러, 현대미포조선 30억달러 등으로 조선/해양의 모든 사업부는 대부분 10~11개월 일감에 불과하다. 선제적인 구조조정을 진행했지만 상반기 빠른 수주회복이 이뤄지지 않는다면 매출 감소가 예정된 2017년 하반기부터 고정비 부담에 대비해야 한다. 다행히 최근 현대중공업은 FSRU 수주에 이어, VLOC(대형광탄선) 10여척 수주 가능성이 높아져 작년과는 수주 상황이 달라지는 분위기다.

## 결론 : 이제 본업 회복이 필요

2월 27일 임시주주총회를 거쳐 현대중공업의 분사가 진행된다. 4월 1일 분사가 확정되면 5월 10일 재상장이 이뤄진다. 이를 앞두고 각 사업부별 충분한 클린화로 book의 신뢰도가 상승했다. 그간 정유부문 위주로 비조선 사업의 재평가가 밸류에이션 정상화의 핵심요건이었다면 이제는 본업인 조선사업부의 회복이 시급하다. 강재단가 상승 등 원가요인도 점차 비우호적으로 전환하고 있어, 무엇보다 어느 정도 수주잔고를 빠르게 채운 뒤 선가 정상화가 필요하다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	9,618	10,343	7.5	9,520	17.0	(7.1)	33,687	34,778
영업이익	442	438	(1.0)	440	36.0	NM	1,388	1,371
영업이익률	4.6	4.2	-0.4	4.6	0.6	6.7	4.1	3.9
세전이익	36	(250)	NM	379	NM	NM	1,338	1,294
순이익	184	(225)	NM	225	NM	NM	809	844

<표 1> 현대중공업 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016P	2017F	2018F
<b>매출</b>	<b>10,273</b>	<b>9,863</b>	<b>8,839</b>	<b>10,343</b>	<b>7,093</b>	<b>9,518</b>	<b>8,722</b>	<b>8,354</b>	<b>46,232</b>	<b>39,317</b>	<b>33,687</b>	<b>32,989</b>
조선	4,131	3,902	3,257	3,389	2,175	2,536	2,897	2,553	16,673	14,679	10,161	8,077
해양	929	932	721	867	734	706	594	571	4,466	3,449	2,605	3,492
플랜트	886	508	509	521	400	600	500	500	4,186	2,422	2,000	2,000
엔진	362	332	383	312	300	450	375	375	1,776	1,389	1,500	1,500
전기전자	501	530	475	638	420	630	525	525	2,507	2,144	2,100	2,100
건설기계	592	583	514	491	460	690	575	575	2,225	2,180	2,300	2,300
그린에너지	83	76	93	74	64	96	80	80	330	325	320	320
정유	2,496	2,766	2,680	3,731	2,300	3,450	2,875	2,875	12,832	11,673	11,500	12,000
금융	249	179	136	229	200	300	250	250	1,039	792	1,000	1,000
<b>영업이익</b>	<b>325</b>	<b>557</b>	<b>322</b>	<b>438</b>	<b>304</b>	<b>426</b>	<b>337</b>	<b>322</b>	<b>(1,540)</b>	<b>1,642</b>	<b>1,388</b>	<b>1,475</b>
조선	191	180	147	36	65	76	101	90	(429)	554	333	260
해양	(71)	125	23	74	0	14	18	48	(1,295)	150	80	70
플랜트	(59)	(155)	(13)	15	0	(10)	(25)	(65)	(76)	(212)	(100)	20
엔진	68	81	93	34	57	113	94	37	67	275	300	300
전기전자	51	30	37	47	38	44	37	61	144	164	180	180
건설기계	2	51	28	(2)	5	35	29	32	(116)	78	100	100
그린에너지	8	4	(12)	6	3	4	3	5	16	5	15	15
정유	202	323	123	318	230	242	173	156	629	967	800	800
금융	27	11	(10)	7	6	9	8	8	53	34	30	30
<b>영업이익률</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.5%</b>
조선	4.6%	4.6%	4.5%	1.1%	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%	-2.6%	3.8%	3.3%	3.2%
해양	-7.7%	13.4%	3.2%	8.5%	0.0%	2.0%	3.0%	8.4%	-29.0%	4.4%	3.1%	2.0%
플랜트	-6.6%	-30.5%	-2.5%	2.8%	0.0%	-1.7%	-5.0%	-13.0%	-1.8%	-8.7%	-5.0%	1.0%
엔진	18.7%	24.2%	24.3%	10.8%	19.0%	25.0%	25.0%	9.8%	3.8%	19.8%	20.0%	20.0%
전기전자	10.1%	5.7%	7.7%	7.3%	9.0%	7.0%	7.0%	11.7%	5.7%	7.6%	8.6%	8.6%
건설기계	0.3%	8.8%	5.4%	-0.5%	1.0%	5.0%	5.0%	5.6%	-5.2%	3.6%	4.3%	4.3%
그린에너지	10.0%	4.6%	-13.0%	7.4%	5.0%	4.0%	4.0%	6.0%	4.9%	1.6%	4.7%	4.7%
정유	8.1%	11.7%	4.6%	8.5%	10.0%	7.0%	6.0%	5.4%	4.9%	8.3%	7.0%	6.7%
금융	10.7%	6.2%	-7.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	5.1%	4.3%	3.0%	3.0%
<b>세전이익</b>	<b>361</b>	<b>541</b>	<b>466</b>	<b>(250)</b>	<b>329</b>	<b>446</b>	<b>357</b>	<b>175</b>	<b>(1,363)</b>	<b>1,118</b>	<b>1,306</b>	<b>1,621</b>
<b>순이익</b>	<b>245</b>	<b>392</b>	<b>334</b>	<b>(289)</b>	<b>249</b>	<b>337</b>	<b>270</b>	<b>132</b>	<b>(1,363)</b>	<b>682</b>	<b>987</b>	<b>245</b>
(지배주주)	209	292	296	(225)	206	280	224	75	(1,350)	571	785	209

자료: 한국투자증권

<표 2> 4분기 실적 일회성 요인 분류

(단위: 십억원)

구분	내용	금액
영업비용	특수목적선 LD(지체보상금) 총당금	55
	세미리그 자산재평가 2 척	40
	건설장비 해외대손총당금	19
	엔진기계 보증총당금	27
	한진해운 추가 대손총당금	59
	소계	200
영업외비용	외화관련손실/파생상품손실	360
	하이투자증권 영업권 손상차손	111
	소계	471
<b>총계</b>		<b>670</b>

자료: 현대중공업, 한국투자증권

## 기업개요

현대중공업그룹의 지배기업인 현대중공업은 56개사에 이르는 자회사들과 함께 조선, 해양, 플랜트, 엔진기계, 전기전자시스템, 건설장비, 그린에너지, 정유, 금융 부문 등에서 사업을 영위. 2015년 기준 매출액 비중은 조선부문이 35.20%, 정유부문이 28.35%를 차지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	29,872	27,176	22,878	21,381	20,938
현금성자산	3,229	3,105	2,641	2,358	2,309
매출채권및기타채권	12,673	11,833	9,829	10,106	9,897
재고자산	5,822	4,492	3,820	3,273	3,205
비유동자산	23,513	22,557	23,124	22,399	22,340
투자자산	3,432	1,896	1,613	1,382	1,353
유형자산	16,060	16,320	17,820	17,855	17,890
무형자산	2,212	2,140	1,820	1,559	1,527
자산총계	53,384	49,733	46,002	43,781	43,278
유동부채	27,703	23,061	18,228	15,354	13,684
매입채무및기타채무	14,503	12,268	7,863	6,400	5,278
단기차입금및단기사채	7,877	6,531	6,231	5,931	5,393
유동성장기부채	2,280	2,268	2,238	2,188	2,138
비유동부채	9,043	11,173	10,093	9,758	9,700
사채	2,453	3,997	3,497	3,497	3,497
장기차입금및금융부채	5,163	5,521	5,188	5,055	5,022
부채총계	36,746	34,234	28,320	25,112	23,384
지배주주지분	15,174	13,736	15,507	16,292	17,273
자본금	380	380	380	380	380
자본잉여금	1,109	1,125	1,125	1,125	1,125
기타자본	(1,334)	(913)	(913)	(913)	(913)
이익잉여금	14,272	12,819	13,390	14,175	15,156
비지배주주지분	1,465	1,763	2,174	2,376	2,621
자본총계	16,639	15,499	17,681	18,669	19,894

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	1,507	(574)	593	(1,022)	741
당기순이익	(2,206)	(1,363)	682	987	1,226
유형자산감가상각비	924	962	953	955	958
무형자산상각비	95	107	89	76	75
자산부채변동	3,139	(916)	(928)	(1,465)	(544)
기타	(445)	636	(203)	(1,575)	(974)
투자활동현금흐름	(591)	(147)	516	1,724	276
유형자산투자	(1,487)	(1,281)	(2,499)	(1,036)	(1,039)
유형자산매각	127	46	46	46	46
투자자산순증	784	1,038	1,909	1,855	1,229
무형자산순증	(59)	(28)	231	184	(43)
기타	44	78	829	675	83
재무활동현금흐름	986	594	(1,574)	(985)	(1,066)
자본의증가	535	498	0	0	0
차입금의순증	0	0	(1,463)	(783)	(821)
배당금지급	(117)	0	0	0	0
기타	568	96	(111)	(202)	(245)
기타현금흐름	(9)	4	0	0	0
현금의증가	1,893	(124)	(464)	(283)	(49)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

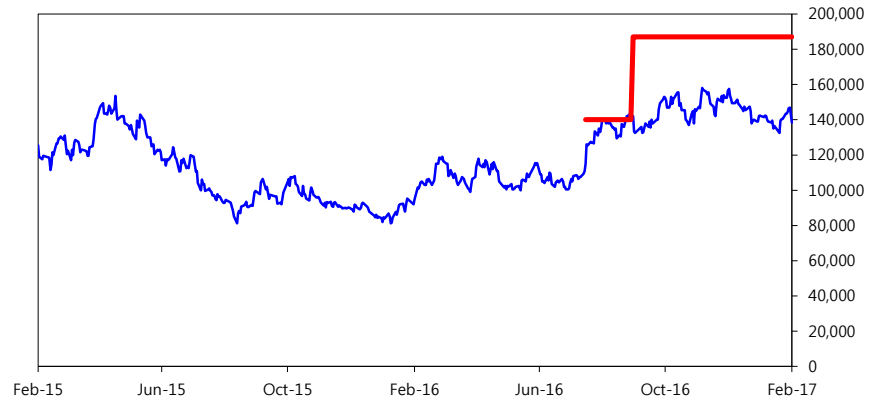
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	52,582	46,232	39,317	33,687	32,989
매출원가	53,299	44,682	34,753	29,799	28,914
매출총이익	(717)	1,550	4,565	3,888	4,075
판매관리비	2,532	3,090	2,923	2,500	2,600
영업이익	(3,249)	(1,540)	1,642	1,388	1,475
금융수익	1,611	1,902	26	488	716
이자수익	100	78	(524)	(82)	146
금융비용	1,938	2,933	2,490	1,400	1,400
이자비용	255	226	90	100	100
기타영업외손익	509	786	890	(338)	(366)
관계기업관련손익	(37)	(56)	426	1,624	1,200
세전계속사업이익	(3,105)	(1,841)	1,118	1,306	1,621
법인세비용	(899)	(478)	435	319	396
연결당기순이익	(2,206)	(1,363)	682	987	1,226
지배주주지분순이익	(1,769)	(1,350)	571	785	980
기타포괄이익	(643)	(537)	1,500	0	0
총포괄이익	(2,850)	(1,900)	2,182	987	1,226
지배주주지분포괄이익	(2,397)	(1,854)	1,746	785	980
EBITDA	(2,231)	(472)	2,684	2,419	2,508

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(32,049)	(24,349)	8,678	11,922	14,891
BPS	218,082	193,461	216,769	227,098	239,998
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(3.0)	(12.1)	(15.0)	(14.3)	(2.1)
영업이익증가율	NM	NM	NM	(15.5)	6.3
순이익증가율	NM	NM	NM	37.4	24.9
EPS증가율	NM	NM	NM	37.4	24.9
EBITDA증가율	NM	NM	NM	(9.9)	3.7
수익성(%)					
영업이익률	(6.2)	(3.3)	4.2	4.1	4.5
순이익률	(3.4)	(2.9)	1.5	2.3	3.0
EBITDA Margin	(4.2)	(1.0)	6.8	7.2	7.6
ROA	(4.1)	(2.6)	1.4	2.2	2.8
ROE	(10.9)	(9.3)	3.9	4.9	5.8
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	11,612	11,358	11,128	9,170	8,708
차입금/자본총계비율(%)	120.4	126.5	102.6	81.8	73.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	16.8	12.3	9.9
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	NM	NM	8.7	9.0	8.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대중공업(009540)	2015.02.12	중립	-
	2016.07.27	매수	140,000 원
	2016.09.11	매수	187,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 12일 현재 현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.