



△ 조선/기계  
Analyst 김현  
02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Overweight

### Top Picks

현대로보티кс(267250)	Buy	620,000원
삼성중공업(010140)	Buy	11,000원
현대중공업(009540)	Buy	175,000원

### 관심종목

현대미포조선(010620)	Buy	125,000원
현대건설기계(267270)	Buy	250,000원
현대일렉트릭(267260)	Buy	160,000원

# 조선

## 트라우마 극복하기 I – 유상증자

- ✓ 삼성·현대중공업의 연이은 대규모 유상증자 발표 – 증자 목적과 당위성에 대한 의문
- ✓ 금융기관의 조선 4 사에 대한 Exposure는 최근 2년간 41% 감소, R/G 발급 위축
- ✓ 매출감소로 실적악화는 불가피, 재무구조 개선에도 여신축소는 기업에게 트라우마
- ✓ 증자는 Default Risk 해소를 통한 Bottom 확인이나, 단기적 주주가치 훼손은 분명함
- ✓ 제도·정책 변화의 큰 틀에서 진행된 증자가 아니면, 수주경쟁력으로 입증해야 할 것

### 갑작스런 Big Bath 와 증자 발표, 투자자에게 재연된 조선업 트라우마

2017년 12월 Global Big 2 조선업체인 삼성중공업과 현대중공업이 연이은 적자 전망 공시와 함께 대규모 유상증자 계획을 공시했다. 시황이 본격적으로 개선되기 직전에 예정원가를 재산정하여 손익계산서 상의 불확실성을 선반영하고, 선제적인 재무건전성 확보로 수주 회복에 대비한다는 목적은 부정할 수 없다. 반면, 2013년 이후 업계 전반에 걸쳐 반복된 어닝쇼크와 자금조달 과정에서의 잡음을 경험한 투자자에게는 조선업에 대한 투자 리스크를 떠올리게 하는 트라우마일 수 있다.

### 유상증자, 수주·매출 증가로 당위성 입증하면 현시점에선 이유있는 선택

국내 상장 조선 4 사에 대한 금융기관의 Exposure는 최근 2년간 41% 급감했다. 2015년 이후 조선업체는 미청구공사 축소와 구조조정, 자산매각을 통해 재무구조 개선에 주력한 반면, 기업의 타인자본조달 원천인 금융기관은 지속적인 Exposure 축소를 통한 여신건전성 확보에 주력한 셈이다. 수주에 필수적인 R/G 발급을 위한 재무구조개선이 유상증자의 주요 목적이라면, 현 시점에서는 합리적인 의사결정일 수 있다. 기업들은 주주들이 합리적인 의사결정을 행할 수 있도록 수주물량의 공정 진행에 대해 투명하게 정보를 제공할 의무가 있다. 자본조달 방법의 투자 효율성에 대한 교과서적인 판단이 아니라 조선업계가 직면한 현실을 직시한다면, 수주 회복만이 트라우마를 극복할 수 있는 약이다.

### 시황은 완만한 회복 국면에 진입하는 상황, 희망을 찾아가는 과정

정부의 조선업 경쟁력 제고방안과 구조조정 정책은 1분기 중에 발표될 예정이다. 현재의 발주 시황과 외부 환경은 분명, 회복 국면에 진입하는 모습이다. 남아있는 변수는 Q(발주)의 회복이 조선업계의 수주 증가로 이어진다는 M/S(점유율) 경쟁력 입증 여부다. 이번 유상증자가 기업의 자생력 강화를 통해 게임이론 상의 '협조적 양의 합 게임'을 위한 '先자구 後지원' 과정의 단면일 수 있다. 트라우마 극복을 위한 희망은 멀리 있지는 않다. 향후 '트라우마 극복하기 I-구조조정'과 '트라우마 극복하기 II-수주 경쟁력' 자료를 통해 희망을 보고자 한다.

## I. 삼성중공업, 현대중공업의 연이은 유상증자 발표

### 12월 6일 삼성중공업 1.5조원, 12월 26일 현대중공업 1.3조원 유상증자 발표

#### 유상증자의 당위성의 조건

- 1) 향후 영업활동이익 개선 제시
- 2) 자기자본조달의 효율성, ROE
- 3) 타인자본조달 난항, 여신 축소

경영·재무와 관련한 ‘재무제표분석과 기업가치 평가’ 서적의 제 1절에는 ‘자본시장은 경영활동에 필요한 자본을 조달하는 기업과 그러한 자본을 공급하는 투자자로 구성되어 있다’는 문구로 시작을 한다. 기업의 재무제표는 자본시장이 원활히 기능할 수 있는 역할을 하며, 자본의 수요와 공급을 연결시켜 준다.

주식회사가 자금을 조달하기 위해 사용할 수 있는 방법은 신주 발행을 통한 ‘자기자본의 조달’과 타인으로부터의 차입을 통한 ‘타인자본의 조달’이다. 기업은 영업활동에 투입된 자본으로 최대한의 이익(ROIC, Return on Invested Capital)을 창출해야 하며, 이는 평균자본비용(WACC, Weighted Average Cost of Capital)과의 비교를 통해 기업의 수익성 평가가 가능하다. 원론에서 접하는  $WACC = (Cost of Debt \times \text{타인자본비율}) + (Cost of Equity \times \text{자기자본비율})$ 의 산식에서 Cost of Debt은 기업의 시장이자율과  $(1 - \text{법인세율})$ 의 곱이고, ‘ $COE = \text{무위험이자율} + \beta \times (\text{시장수익률} - \text{무위험이자율})$ ’이므로 동일 업종 내 유사 신용도를 보유한 기업들의 자본조달 방법 선택의 변수는 유사한 셈이다.

결국 기업이 유상증자를 통해 자본을 조달하기로 결정했다는 것은 1) 향후 영업활동 이익(ROIC)이 자본조달비용(WACC)을 상회함을 투자자에게 설득해야 하며, 2) 타인자본의 조달, 즉 자금 차입보다 자기자본조달이 비용의 효율성 측면에서 유리하거나(WACC 하락), 3) 타인자본의 조달이 불가능한 상황임을 주주들이 동의할 수 있는 합리성이 있어야 함을 의미한다. 그렇다면 12월 연이어 발표된 Big 2, 삼성중공업과 현대중공업의 유상증자의 합의는 무엇인지 짚어볼 필요가 있다.

표1 현대중공업 유상증자 일정 – 12월 26일 공시

일시	내용
2018년 2월 1일	신주배정기준일
2018년 3월 5일	예정발행가 확정일
2018년 3월 8일	우리사주조합 청약예정일
2018년 3월 8~9일	구주주 청약예정일
2018년 3월 13~14일	일반공모 청약예정일
2018년 3월 27일	신주의 상장예정일

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 삼성중공업 유상증자 예상 일정 – 12월 6일 공시

일시	내용
2018년 1월 26일	임시 주주총회 · 수권주식수 변경 등 정관 일부 변경
2018년 4월	구주주 및 우리사주조합 청약 → 실권주 발생시 일반공모
2018년 5월 초	증자 완료 추진

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

조선업계의 현금흐름 악화는  
불가피, 금융기관의 조선 4사  
Exposure는 2년간 41% 감소

### 유상증자라는 선택은 필연적일 수는 있지만, 기업에 대한 신뢰 하락을 초래

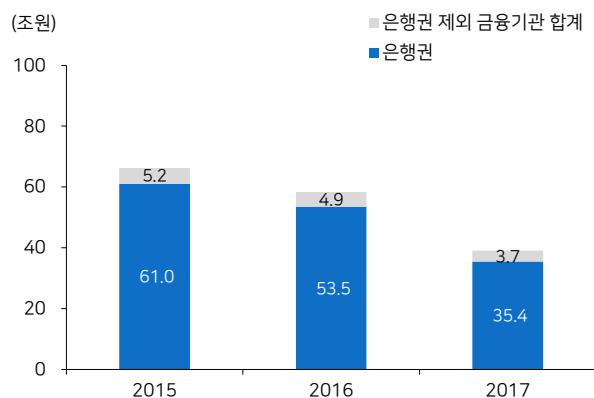
기업이 현금흐름을 창출하는 원천은 영업활동이다. 기업이 창출한 잉여현금흐름(FCF, Free Cash Flow)은 영업활동 현금흐름에서 영업에 대한 투자를 차감한 최종적 현금흐름이며, 이는 자본을 공급한 투자자에게 이자·배당·차입금을 상환하거나 잔여현금을 재무자산으로 예치한 합과 같다. 평가된 기업의 자산 가치는 그로 인해 기대되는 미래의 현금흐름을 Risk를 반영하여 할인한 현재가치의 합이다.

조선업종은 전통적 관점에서 선박의 발주·해체주기인 한계수명을 장기 사이클로, 환경 규제나 효율성 측면에서의 적정 교체수명을 중기 사이클로 갖는 전통적 경기 순환형 산업(Cyclical Industry)이다. 시황과 기업들의 영업활동 현금흐름간의 시차가 발생하는 업종의 특성상, 기업의 현재이익(Earning)보다는 경기순환 사이클상의 해당 기업의 내재가치가 가치평가에 중요한 척도로 작용한다.

2014년부터 국제유가 급락과 해운시황 침체로 발주시장의 급격한 위축이 장기화됨에 따라, 조선업체들은 신규 선수금 유입이 급감했다. Drillship과 Semi-Rig 등 해양시추설비는 인도지연과 계약취소가 발생하면서 인도잔금(계약가 70% 내외) 유입이 지연, 현금흐름이 급격히 악화되었다. 시황 악화에 따른 Downsizing 과정이 지속되는 조선업계의 현실에서, 투자활동을 통한 현금 유출의 가능성은 낮다.

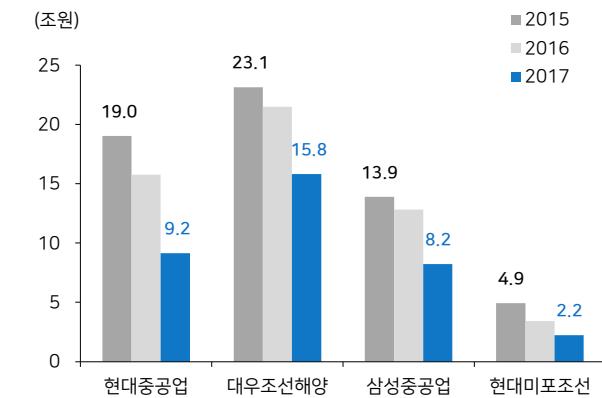
3년여간 지속되어온 실적악화와 Big Bath 발생은 금융기관의 조선업종 Exposure 축소로 이어졌다. 현대중공업·삼성중공업·대우조선해양·현대미포조선 Big4 조선업체에 대한 은행권의 총 Exposure는 2015년말 60.99조원에서 2016년말 53.48조원, 2017년말에는 35.43조원으로 급감했다. 금융기관 총 합계기준 Exposure는 2015년 66.2조원, 2016년 58.4조원, 2017년말에는 39.1조원으로 2년여간 40.9% 감소했다.

그림1 국내 은행권, 금융기관의 조선 4사 Exposure 합계 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선의 연도말 합산 기준  
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 국내 은행권의 조선 4사별 Exposure 합계 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 각 연도말 기준  
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

2016년 이후, 자본수급 합리성의 근간인 재무제표와 기업들의 실적 발표 스탠스를 감안하면 유상증자 결정은 예상수준을 넘어섬

### 증자의 이유: 1) 실적악화 선제적 반영, 2) 여신축소에 대응, 3) 시황회복을 준비

'타인자본조달'이 어려워지고 현금흐름이 악화된 상황에서, 유상증자는 '자기자본조달'은 필연적 선택일 수도 있다. 2017년 들어서 자본 수급을 연결해주는 근간인 '재무제표' 상에서 리스크 요인이 완화되어 왔고, 업체들은 실적발표를 통해 추가 유동성 악화의 가능성에 희박하다고 천명해왔다. 이에, 연이은 유상증자 발표는 투자자들로 하여금 기업가치 평가에 대한 신뢰를 낮추는 악재로 작용했다. 유상증자의 목적과 명분에 대한 곡해(曲解)가 나오기 충분한 상황이다. 특히, 2017년 4분기에 대규모 적자 전환한다는 전망 공시는 신규 수주분에 대한 수익성 우려로 이어졌고, Cyclical Industry에 속한 기업들의 기업가치 평가의 근간을 흔들었다. 업종을 분석해온 애널리스트로서 투자자의 합리적인 기업가치 판단에 도움을 주지 못했다는 점에서 유구무언(有口無言)임은 분명하다.

삼성중공업은 유상증자의 요인 중 하나인 실적전망 악화를 공시, 2017년 4분기 영업적자 5,600억원, 2018년 매출액 5.1조원(-35.4% YoY), 영업적자 2,400억 원이 예상됨을 밝혔다. 이는 2016년 수주부진(5억달러)에 따른 2018년 매출액 감소로 고정비 부담이 발생한 반면, 고용유지라는 사회적 요구와 노사합의 지연으로 구조조정이 지연되었기 때문이다. 또한 원화강세와 강재가격 인상으로 신규 수주분 실행원가 증가에 따른 공사손실충당금 설정 등 향후 예상 가능한 손실을 일괄반영했기 때문으로 판단된다. 이는 현대중공업 적자 전망 공시와 같은 맥락이다.

유상증자의 목적을 선제적인  
유동성 확보, 원활한 R/G 발급을  
통한 시황 개선에 대비로 밝힘

삼성중공업과 현대중공업이 유상증자를 결정한 배경이라고 발표한 내용은 대부분 동일하다. 1) 원화 강세와 강재가격 인상, 매출 감소에 따른 고정비 부담으로 실적 악화의 선제적 반영과 해결책 모색, 2) 구조조정 과정에서 신용등급 하향 가능성과 이로 인한 금융권의 조선업종에 대한 여신한도 축소에 대응, 3) 선제적인 자금 조달로 수주에 필수적인 R/G 발급을 원활히 하며, 이를 통해 시황회복에 준비, 4) 경영개선과 재무건전성 확보 과정의 마무리 단계, 5) 자금유입을 차입금 상환에 활용, 사실상 무차입 경영까지 추진한다는 점이 배경이다.

그림3 현대중공업 및 현대미포조선 2017년 영업이익 전망

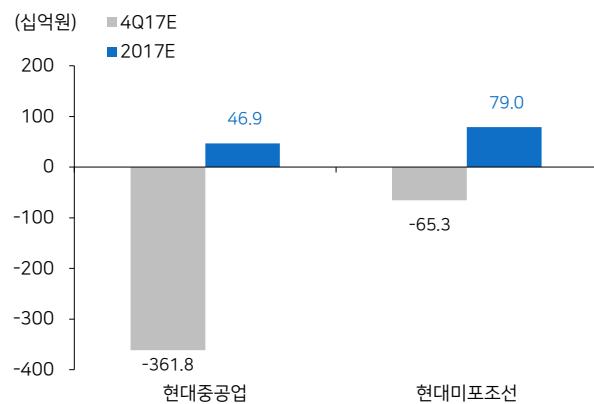
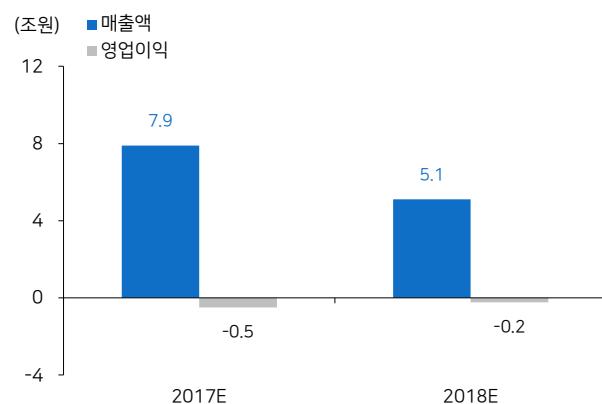


그림4 삼성중공업 2017~18년 매출액 및 영업이익 전망



주: 연결기준 / 자료: 메리츠증권리서치센터

주: 연결기준 / 자료: 메리츠증권리서치센터

### 유상증자 후 De-rating 해소의 선결과제는 ROE 개선, 결국 수주·매출액 증가

ROI와 WACC 비교를 통한  
자본조달의 적정성 평가는 무의미,  
수익성 개선 기대보다는 '수주액  
>매출액'에 따른 잔고증가와  
선기반등이 선결 과제

이제는 삼성중공업과 현대중공업의 유상증자를 투자자 관점에서 어떻게 평가하는  
것이 합리적인지 냉정히 판단해야 할 시기다. 유상증자 목적이 합리적이고 기업이  
취할 수 있는 최선의 의사결정이라면, 조선업황이 회복국면에 진입 중인 현재의  
상황은 투자의 적기다. 실행예정원가를 보수적으로 재산정하여 잔여 수주잔고에  
대한 예상손실을 일시에 모두 반영했다면, Valuation의 저점을 확인한 시점이다.

1) 향후 영업활동이익(ROIC)이 자본조달비용(WACC)을 상회할 수 있고 이를 위한  
선제적인 자금조달이 증자의 목적이라면, PBR 0.6~0.7배에서 거래 중인 조선  
업종은 매력적인 투자 구간으로 평가할 수 있다. 자기자본이익률(ROE)이 영업활  
동이익(ROIC)과 재무레버리지효과의 합이므로 레버리지효과를 0으로 가정하면  
향후 ROE가 WACC을 상회하는 영업활동 환경 개선이 가능해야 한다. 유상증자  
를 반영한 현대중공업의 부채비율은 78%, 삼성중공업은 96%로 예상된다. 시장이  
자율 3%, 시장수익률 9%, 무위험자율 2.2%(국고채 3년),  $\beta=1.6$  적용시 현대  
중공업과 삼성중공업의 평균 WACC은 8.1%으로 추정된다( $WACC=[3\% \times (1-22\%)] \times 46\% + [2.2\% + 1.6 \times (9\% - 2.2\%)] \times 54\%$ ).

따라서, 향후 ROE가 8% 이상이 시현 가능해야만 타인자본비용보다 비싼 자기자  
본조달을 선택한 결정이 합리적이다. 2017년 3분기말 기준 현대중공업의 지배주  
주지분 자본총계는 11.58조원이며, 삼성중공업은 6.28조원이다. 2017년 4분기와  
2018년의 예상손실을 최대 7천억원을 반영하고, 유상증자 유입액을 각각 1.3조원  
과 1.5조원 반영시 2018년 예상자본총계는 현대중공업 12.2조원, 삼성중공업 7.1  
조원 수준이다. 양사가 8% 이상의 이익률 달성이 가능해야 합리적인 의사결정으  
로 평가될 수 있다면, 이번 유상증자는 기업가치의 제고보다는 유동성 축소에 대  
응하는 생존의 선택으로 평가됨이 타당하다. 따라서, 재무구조 개선 이후 연간 매  
출액을 초과하는 수주 달성이 성공, 선가 상승과 잔고 증가가 동시에 나타나기 전  
까지는 PBR 1.0배를 초과하는 벨류에이션 부여는 어렵다.

그림5 현대중공업의 현금성자산, 부채비율 추이



주: 1Q17 분할관련 일회성 반영 연결기준  
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 삼성중공업의 현금성자산, 부채비율 추이



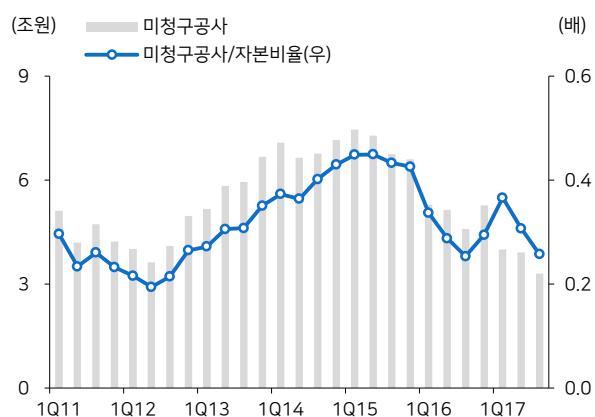
주: 연결기준  
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

유상증자는 결국 생존의 문제,  
타인자본조달이 어려워진 상황의  
유일한 타결책. Default Risk  
해소를 통한 Bottom Value 의미

2) 현재 국고채 3년물의 이자율은 2.2%, 2017년말 기준 KOSPI 평균 PER은 11배 수준이다. 시장기대수익률이 1/PER임을 감안하면, 조선업체들의 시장이자율을 3%로 가정해도 타인자본비용은 2.3% 수준에 불과하다(법인세 22% 기준). 기업의 영업투하자본이익률(ROIC)이 타인자본비용을 상회한다면 부채를 활용할수록 ROE가 개선된다. 자기자본이익률(ROE)은 기업의 소유관점에서 자기자본의 수익성을 나타내므로, 영업활동과 재무활동 관련 손익이 포함된 척도이다.

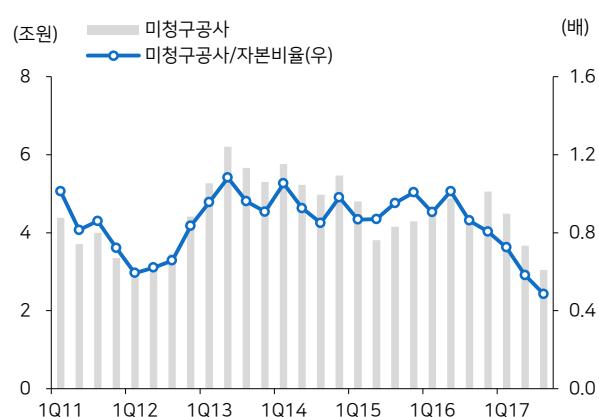
$ROE = (\text{순이익}/\text{매출액}) \times (\text{매출액}/\text{총자산}) \times (\text{총자산}/\text{자기자본})$ 에서 '매출액순이익률'x'총자산회전율x재무레버리지' 개념으로 본다면, 매출증가를 통한 수익성 개선과 레버리지를 활용한 ROE 개선이 기업가치의 De-rating 해소에 필수적임은 자명하다. 조선업체의 현실은 수주감소와 인도지연에 따른 매출 감소와 수익성 저하가 재무리스크로 확대, 미청구공사를 빠르게 축소하고 자본확충을 통해 Default Risk 해소에 주력할 수 밖에 없는 상황이다. 의사결정에 대한 교과서적인 판단이 아니라 현실을 직시한다면, 수주 회복만이 얹힌 회복의 실타래를 풀 방안이다.

그림7 현대중공업의 미청구공사액, 미청구공사/자본총계 추이



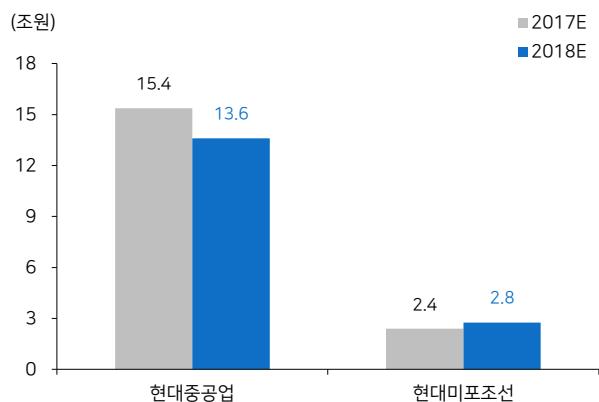
주: 연결기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 삼성중공업의 미청구공사액, 미청구공사/자본총계 추이



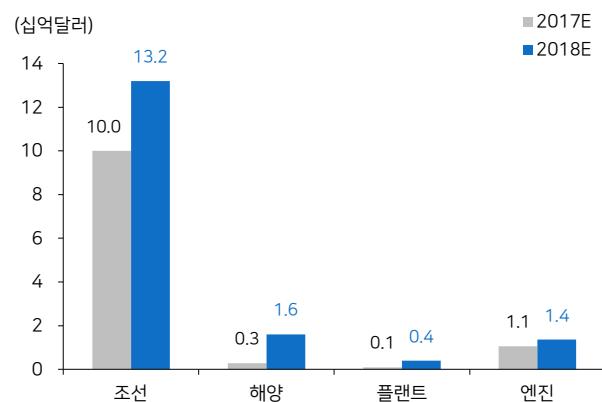
주: 연결기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 현대중공업 및 현대미포조선 2017~18년 매출액 전망



주: 연결기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 현대중공업의 2017~18년 수주전망



주: 연결기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## II. 금융권의 조선업종 Exposure 축소 지속, 구조적 전환점 모색이 필요한 시기

2015~17년 국내 금융기관의 조선 4사 Exposure는 40.9% 감소, 은행권 중심의 축소 지속

2015~17년 현대중공업 부채비율 -89.9%p, 미청구공사액/자본비율 0.26배로 감소. 삼성중공업 부채 비율 -201.7%p, 미청구공사/자본 0.48배로 감소

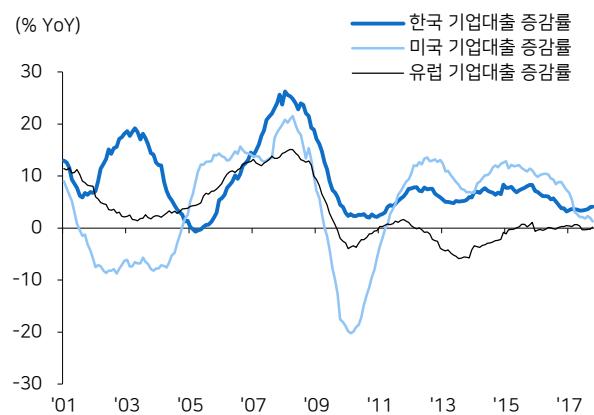
### 금융권의 기업대출 스탠스는 확장 국면, 조선업종에 대해서는 보수적인 스탠스

한국은행과 FED, ECB에 따르면 2017년 10월 누계기준 기업대출은 한국은 전년 동기 대비 3.6%, 미국은 2.9%, 유로존은 0.2% 증가세를 기록했다. 국내 금융권의 기업대출은 성장세가 둔화되고는 있지만 여전히 확장 국면에 있는 셈이다. 반면, 국내 조선업계에 대한 선수금환급보증(R/G, Refund Guarantee)이나 대출은 빠르게 감소하고 있다. 은행권과 여전사, 증권사 및 특수금융기관을 포함한 전체 금융기관의 조선 4사(현대, 삼성, 대우, 미포)에 대한 Exposure는 2015년말 66.2조원에서 2016년말 58.4조원, 2017년말에는 39.1조원으로 2년간 연평균(CAGR) 23.2%씩 급감했다.

금융기관의 전체 Exposure 중 은행권의 비중은 2015년 92.1%에서 2016년 91.6%, 2017년 90.6%로 지속적으로 감소했다. 2년간 은행권의 조선 4사에 대한 Exposure는 41.9% 감소한 반면, 타금융기관은 29.6% 감소하여 은행권 중심의 여신 및 R/G 발급 축소가 진행되었다고 판단된다. 동기간 현대중공업은 미청구공사액/자기자본비율이 0.45배에서 3분기말 기준 0.26배로 감소했고, 연결기준 부채비율은 최고 234.1%(3Q15)에서 2017년 3분기말 기준 144.2%로 감소했다. 삼성중공업도 2년간 미청구공사액/자기자본비율이 1.01배에서 0.48배로 감소했고, 부채비율은 최고 318.0%(3Q15)에서 3분기말 116.3%로 낮아졌다.

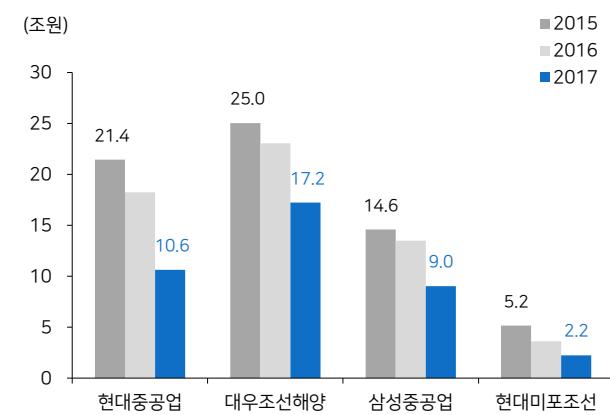
결국, 2015년부터 2017년까지 조선업체는 미청구공사액 축소와 구조조정, 자산매각을 통한 재무구조 개선에 주력했고, 금융기관은 지속적인 Exposure 축소를 통한 여신건전성 확보에 주력한 셈이다. 기업들의 타인자본조달의 주공급원인 금융기관의 여신축소는 업황부진에 따른 조선업계의 실적 악화와 맞물려 신규 자금조달을 어렵게 했고, 다시 재무건전성 악화라는 부메랑으로 돌아왔음을 의미한다.

그림11 한국, 미국, 유럽 기업대출 증감률 추이



자료: 한국은행, FED, ECB, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 국내 금융기관의 조선 4사별 총 Exposure 합계 추이



주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 각 연도말 기준  
자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

은행권의 2년간 Exposure 감소  
현대: 19.02조원 → 9.15조원  
삼성: 13.90조원 → 8.22조원

2018년 1월 5일 기준으로 현대중공업에 대한 은행권 Exposure는 대출채권 3.32조원, 유가증권 및 기타(R/G 포함) 6.04조원으로 총 9.36조원이다. 전체 Exposure에서 국유은행(산업은행, 수협, 농협, 기업은행, 수출입은행 합산) 비중은 57.7%로 R/G를 포함한 유가증권 및 기타의 국유은행 비중은 49.7% 수준이다. 2015년말 기준 은행권의 총 Exposure가 19.02조원, 2016년말 15.75조원으로 2년간 10조원 수준의 Exposure가 축소된 셈이다.

삼성중공업에 대한 은행권 Exposure는 대출채권 2.63조원, 유가증권 및 기타(R/G 포함) 5.49조원으로 총 8.12조원이다. 전체 Exposure에서 국유은행 합산 비중은 61.4%이며, R/G를 포함한 유가증권 및 기타의 국유은행 비중은 58.6% 수준이다. 2015년말 은행권의 총 Exposure는 13.90조원, 2016년말 12.83조원, 2017년말은 8.22조원으로 2년간 5.7조원 수준의 Exposure가 축소되었다.

여신축소에 따른 타인자본조달의  
한계, 유동성 확보와 R/G 발급을  
위한 재무구조개선의 명분은 동의

조선업체는 업황 회복으로 수주가 증가하면 선수금환급보증(R/G) 수요가 증가, 부채비율이 증가할 수 밖에 없다. 급작스러운 Big Bath와 대규모 유상증자 발표로 기업에 대한 신뢰가 흔들린 점은 부인할 수 없다. 다만, 증자의 주요인으로 언급했던 여신축소에 대비한 선제적인 유동성 확보, 재무구조 개선으로 원활한 R/G 발급을 통한 수주 회복이라는 목적은 의심할 필요는 없다고 본다.

표3 현대중공업, 삼성중공업 은행권 대출 Exposure 현황

(식억원, %)	현대중공업			삼성중공업		
	대출채권	유가증권 및 기타	합계	대출채권	유가증권 및 기타	합계
국민은행	36.8	215.3	252.0	-	252.3	252.3
신한은행	65.3	523.1	588.4	100.3	176.5	276.8
우리은행	-	379.4	379.4	146.1	788.1	934.3
K E B하나은행	127.2	544.4	671.6	404.3	539.7	943.9
기타시중은행	190.6	275.4	466.0	27.2	53.3	80.5
대구은행	0.4	-	0.4	-	13.0	13.0
부산은행	-	3.5	3.5	-	-	-
경남은행	-	-	-	0.2	18.0	18.2
전북은행	-	-	-	-	-	-
광주은행	-	-	-	-	-	-
외국은행계	500.7	1,101.1	1,601.8	184.2	435.5	619.8
산업은행	763.9	243.6	1,007.5	651.7	4.8	656.5
수협은행	-	-	-	-	-	-
농협은행	3.4	250.2	253.6	-	588.3	588.3
기업은행	45.8	397.4	443.1	175.7	228.4	404.2
수출입은행	1,582.9	2,109.5	3,692.4	939.4	2,394.8	3,334.2
<b>합계</b>	<b>3,316.9</b>	<b>6,042.8</b>	<b>9,359.7</b>	<b>2,629.2</b>	<b>5,492.9</b>	<b>8,122.1</b>
국유은행 비중	72.2%	49.7%	57.7%	67.2%	58.6%	61.4%
국유은행 합계	2,396.0	3,000.7	5,396.6	1,766.8	3,216.4	4,983.2

주: 2018년 1월 5일 기준, 유가증권 및 기타에는 선수금환급보증(R/G)이 포함

자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

은행권의 2년간 Exposure 감소  
대우: 23.14조원 → 15.81조원  
미포: 4.93조원 → 2.24조원

2018년 1월 5일 기준으로 대우조선해양에 대한 은행권 Exposure는 대출채권 5.48조원, 유가증권 및 기타(R/G 포함) 9.86조원으로 총 15.34조원이다. 전체 Exposure에서 국유은행(산업은행, 수협, 농협, 기업은행, 수출입은행 합산) 비중은 93.0%이며, R/G를 포함한 유가증권 및 기타의 국유은행 비중은 93.4% 수준으로 조선업체 중 가장 높다. 2015년말 기준 은행권 총 Exposure가 23.14조원, 2016년말 21.48조원, 2017년말 15.81조원으로 2년간 7.3조원 수준의 Exposure가 축소되었다.

KDB산업은행이 대주주(지분율 57%)인 지배구조 상 국유은행 Exposure 비중은 높을 수밖에 없지만, 경쟁사 평균 58.2%와 비교하면 다소 편중되어 있는 양상이다. 가장 많은 수주잔고를 보유하여 유가증권 및 기타의 비중이 전체 Exposure의 64.3%를 차지, 잔고분의 성공적인 인도가 최우선의 경영 목표가 될 전망이다.

현대미포조선에 대한 은행권 Exposure는 대출채권 0.34조원, 유가증권 및 기타(R/G 포함) 1.82조원으로 총 2.16조원으로 가장 적다. 전체 Exposure에서 국유은행 합산 비중은 55.6%이며, R/G를 포함한 유가증권 및 기타의 국유은행 비중은 52.2% 수준이다. 2015년말 은행권의 총 Exposure는 4.93조원, 2016년말 3.43조원, 2017년말은 2.24조원으로 2년간 2.7조원 수준의 Exposure가 축소되었다.

표4 대우조선해양, 현대미포조선 은행권 대출 Exposure 현황

(식억원, %)	대우조선해양			현대미포조선		
	대출채권	유가증권 및 기타	합계	대출채권	유가증권 및 기타	합계
국민은행	101.9	76.8	178.7	9.2	102.8	111.9
신한은행	22.2	292.1	314.2	3.1	168.9	171.9
우리은행	95.4	91.1	186.5	1.2	390.4	391.5
K E B하나은행	201.2	179.1	380.3	46.8	198.6	245.4
기타시중은행	-	-	-	-	-	-
대구은행	-	-	-	-	-	-
부산은행	-	5.0	5.0	-	-	-
경남은행	-	0.7	0.7	-	-	-
전북은행	-	3.3	3.3	-	9.9	9.9
광주은행	-	-	-	-	-	-
외국은행계	-	-	-	27.4	-	27.4
산업은행	1,698.3	2,943.9	4,642.2	100.8	16.7	117.5
수협은행	-	-	-	-	13.1	13.1
농협은행	139.5	862.2	1,001.7	126.4	137.0	263.4
기업은행	34.1	10.8	45.0	24.3	266.5	290.8
수출입은행	3,187.4	5,392.2	8,579.6	-	516.1	516.1
<b>합계</b>	<b>5,480.1</b>	<b>9,857.1</b>	<b>15,337.2</b>	<b>338.9</b>	<b>1,819.8</b>	<b>2,158.8</b>
국유은행 비중	92.3%	93.4%	93.0%	74.2%	52.2%	55.6%
국유은행 합계	5,059.4	9,209.0	14,268.4	251.4	949.3	1,200.8

주: 2018년 1월 5일 기준, 유가증권 및 기타에는 선수금환급보증(R/G)이 포함

자료: Kisline, 메리츠종금증권 리서치센터

## 대규모 유상증자, 과거의 기억 – 제도적·정책적 변화에 수반되었던 사례

‘이례적’인 대규모 유상증자  
케이스는 1989년, 1999년

당사 전략팀은 2018년 1월 3일 “트라우마 극복하기”라는 자료를 통해 과거 국내주식시장이 대규모 유상증자로 오버행 이슈를 겪었던 사례를 분석한 바가 있다. 이는 1989년, 1999년으로 유상증자에 따른 주가 하락세가 가팔라졌던 대표적 케이스다. 1989년의 배경은 3저 호황을 기반으로 과열양상을 보였던 주식시장이 글로벌 경기 위축과 시가총액의 1/5에 해당하는 유상증자의 물량 부담으로 주가 급락을 보였던 사례였다.

1989년: 시가발행제도 정착  
1999년: 기업 재무구조 정상화를  
위한 부채비율 하락 유도 정책

당사 전략팀은 1989년과 1999년의 ‘이례적인’ 대규모 유상증자 사례는 정책적인 변화에 따른 기업들의 자금조달이 수반되었던 상황으로 판단하고 있다. 1980년대 후반부터는 유상증자 시 ‘시가발행제도’가 정착, 액면가 대비 할증률이 급증했다. 10년여 뒤인 1997년 외환위기 이후 정부는 ‘기업의 재무구조 정상화를 위해 부채비율을 200% 이하로 낮추도록 유도’ 하였고, 이러한 정책적 변화가 상장기업들의 대규모 유상증자로 이어졌다고 본다.

1999년 한해만 유상증자는 37.2조원이었고 시가총액 대비 비중은 12.6%를 차지했다. 2007년 시가총액(KOSPI+KOSDAQ) 대비 유상증자 비중은 2.1%이며, 2017년은 1.2%로 추정된다. 조선업계의 2017년 대규모 유상증자를 같은 맥락에서 판단하기는 어렵지만, 조선산업 경쟁력 강화 방안에 대한 모색과 산업적 측면에서 합리적인 구조조정을 추진하고 있는 정부의 입장을 지켜볼 필요가 있는 이유다. 게임이론은 한 사람의 행위가 다른 사람의 행위에 미치는 상호의존적, 전략적 상황에서 의사결정이 어떻게 이루어지는지를 연구하는 이론이다. 경기자(Player), 전략(Strategy), 보수(Payoff)라는 요소를 기반으로 한 ‘협조적인 양의 합 게임’이 경쟁력 강화 방안을 기반으로 조선업계에 전개되어야 함은 분명하다.

그림13 1989년, 1999년 유상증자 급증, 2007년 이후 2017년 증가(총 20.2조원 추정) – 제도적, 정책적 변화에 따른 자본조달 유인



주: 2005년 이전 유상증자액은 공모발행 유상증자만을 의미

자료: 금융감독원, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터(2018.01.03 전략공감 “트라우마 극복하기”)

### III. 삼성중공업 유상증자

#### 12월 6일, 4Q17~2018년 영업적자 전망과 1.5조원 규모의 유상증자 계획 공시

1월 26일 임시주주총회를 통해 유상증자의 구체적 일정 가시화될 전망, 이론상 현재 주가에서 매수 후 신주발행이 6,680원 이상일 경우 기대수익률은 (+) 전망

삼성중공업은 12월 6일 공시를 통해 2017년 매출액 7.9조원, 영업적자 4,900억 원과 2018년 매출액 5.1조원, 영업적자 2,400억원이라는 어닝쇼크 수준의 실적 전망을 밝혔다. 동시에 2018년 5월까지 1.5조원 규모의 주주배정 후 실권주 일반 공모 방식의 유상증자 계획을 발표했다. 1월 26일 임시주주총회를 소집하여 수권 주식수를 변경하고, 3명의 신규 사내이사 선임 의안을 상정할 예정이다.

2016년 3분기부터 5분기 연속 영업흑자로 실적이 안정화되었고, 미청구공사와 차입금 감소로 재무구조가 개선되는 상황에서 Big Bath와 대규모 증자는 쇼크로 작용했다. 유상증자의 구체적인 일정이 확정되지 않은 상황에서 주가회석(Dilution)을 논하기에는 이르다. 다만, 액면가(5,000원) 이하의 할인 발행이 불가하다는 가정하에 신주 발행가를 주당 5,000~8,000원으로 하기와 같이 가정하면, 1월 15일 종가기준 9,190원에서 매수하여 주당 6,680원(20% 할인전 주가 8,350원) 이상에서 발행가액이 확정된다면 증자에 참여시 이론상으로 기대수익률은 (+)이다.

표5 삼성중공업 유상증자 신주발행가에 따른 기대수익률 추정

(십억원, 백만주, %)	신주발행가 5,000원	신주발행가 6,000원	신주발행가 7,000원	신주발행가 8,000원
증자전 자본금	1,951	1,951	1,951	1,951
<b>증자후 자본금</b>	<b>3,451</b>	<b>3,201</b>	<b>3,022</b>	<b>2,888</b>
기타자본(주식발행초과금)	0	250	429	563
증자전 자본총계	6,090	6,090	6,090	6,090
<b>증자후 자본총계</b>	<b>7,590</b>	<b>7,590</b>	<b>7,590</b>	<b>7,590</b>
부채총계	6,837	6,837	6,837	6,837
증자전 부채비율	112.3%	112.3%	112.3%	112.3%
<b>증자후 부채비율</b>	<b>90.1%</b>	<b>90.1%</b>	<b>90.1%</b>	<b>90.1%</b>
증자전 발행주식수	390	390	390	390
<b>증자후 발행주식수</b>	<b>690</b>	<b>640</b>	<b>604</b>	<b>578</b>
증자전 BPS	15,610	15,610	15,610	15,610
<b>증자후 BPS</b>	<b>10,997</b>	<b>11,857</b>	<b>12,557</b>	<b>13,139</b>
<b>BPS Dilution</b>	<b>-29.5%</b>	<b>-24.0%</b>	<b>-19.6%</b>	<b>-15.8%</b>
<b>PBR(1/15 종가 9,190원 기준)</b>	<b>0.84</b>	<b>0.78</b>	<b>0.73</b>	<b>0.70</b>
자기주식을 제외한 발행주식수	364.15	364.15	364.15	364.15
유상증자 주식수	300	250	214	188
우리사주조합 배정주식수(20% 가정)	60	50	43	38
구주주 배정주식수	240	200	171	150
구주주 1주당 배정주식수	0.66	0.55	0.47	0.41
<b>2018년 상반기 유상증자 시점 기준 주가*</b>	<b>6,250</b>	<b>7,500</b>	<b>8,750</b>	<b>10,000</b>
<b>현재 매입 후 유상증자 미참여시 기대수익률</b>	<b>-32%</b>	<b>-18%</b>	<b>-5%</b>	<b>9%</b>
<b>현재 매입 후 유상증자 참여시 구주주 기대수익률**</b>	<b>-16%</b>	<b>-5%</b>	<b>7%</b>	<b>19%</b>

주1: 삼성중공업 2017년 3분기 별도 분기보고서 기준

주2: 신주발행가는 유상증자 시점 주가의 20% 할인된 금액으로 가정 후 유상증자 시점 주가를 산정

주3: 구주주 기대수익률에서 실권주와 단주는 산정하지 않음

자료: 메리츠증권 리서치센터

차입금과 미청구공사 감소, 5개 분기 흑자기조 유지를 감안하면 4Q17과 2018년 적자 전망은 예상을 크게 벗어난 쇼크 수준

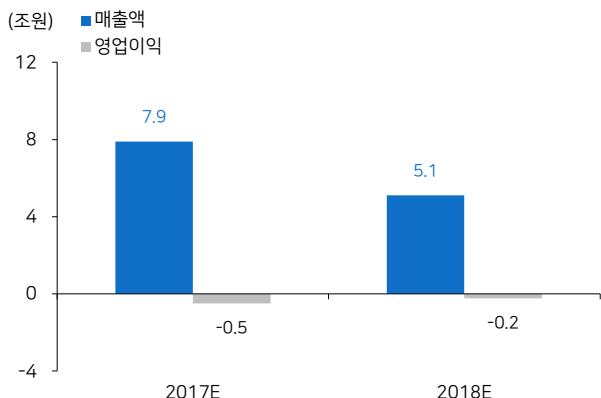
### 오비이락(烏飛梨落)? 유상증자를 둘러싼 다양한 해석과 의구심 발생

수주산업의 특성상 진행률(=실제투입원가/총예정원가)에 따라 매출을 인식하는 회계 기준 하에서는 원가변동에 따른 매출액 변동과 영업이익 변화는 빈번히 발생하게 된다. 다만 흑자로 전환한 2016년 3분기 이후에 흑자기조를 유지했고, 2017년 3분기 실적 컨퍼런스 콜을 시행한 11월 7일의 시황과 유상증자를 발표했던 12월 6일의 1개월이란 시차에 급격한 경영환경의 변화가 나타났는지는 여전히 의문이다. 2017년 3분기 별도기준 총차입금은 3.7조원으로 전년대비 2.3조원이 감소한 상황이었으며, 현금성자산은 6,892억원에서 3,950억원으로 감소했다. 미청구공사는 2016년 3분기 4.4조원에서 2017년 3분기에는 3.0조원으로 감소했다. 차입금과 미청구공사의 축소 폭 대비 현금 및 단기금융자산의 감소 폭은 작았다.

삼성중공업이 2017년 4분기와 2018년의 부진한 경영실적에 대해 조기 공시를 실시한 사유는 크게 4가지다. 1) 2016년 수주 부진에 따른 물량 급감을 극복하기 위해 노력을 해왔으나 2018년 조업물량 추가 확보에 실패했고, 고용유지와 구조조정이라는 이해상충 목표에서 고정비 절감이 한계에 다다랐으며(4분기 -2,800억원), 2) 2017년 수주분에 대해 실행원가 재점검을 통한 공사손실충당금을 설정했고(-1,100억원), 3) 발주처의 계약취소로 매각을 추진 중인 Stena Semi-Rig 1기와 PDC Drillship 1기에 대한 공정가치평가 하락을 반영(-900억원), 4) 인력 구조조정과 강재단가 인상의 일회성 비용(-1,000억원)을 반영했기 때문이다.

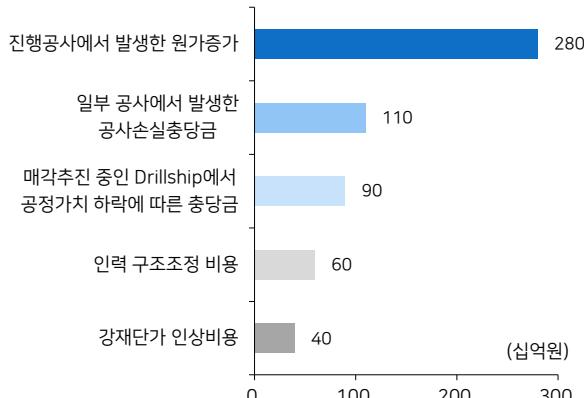
물론 3분기대비 5,800억원의 손실 발생의 원인은 진행공사의 전전성 혼손이 아닌 시황 악화의 일시적 반영이라고 볼 수 있지만, 3분기 누계 717억원의 영업흑자를 달성한 상황과는 괴리가 큰 것이 사실이다. 2018년 예상 매출액이 시장 예상치인 6~6.5조원 대비 1조원을 하회하는 5.1조원으로 전망, 고정비 부담에 따른 연간 영업적자 2,400억원이 발생함을 밝혔다. 2017~18년 연평균 수주액이 70억달러를 상회함을 감안하면 매출감소의 폭이 예상보다 크며, 이는 2019년 매출액의 빠른 증가로 귀결되어야 한다.

그림14 삼성중공업 2017~18년 매출액 및 영업이익 실적전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 삼성중공업의 2017년 4분기 영업적자 실적전망 원인



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

보수적인 원가율, 공정률 산정이 어닝쇼크의 원인이라면 하반기 이후 빠른 실적회복도 가능. 이는 잔여공사 추가손실의 우려로 확대 해석될 반작용도 있음

### 급격히 악화된 전망, 보수적으로 봐도 18~19년의 매출액 변동 폭 확대는 불가피

예를 들어, 2017년 11월 매출기준 잔고가 12조원 수준이고 잔여 물량 중 50%가 2018년, 나머지 50%가 이후에 인식되는 일정이었다면 2018년 예상 매출액은 6조원이 된다. 그러나, 진행과정에서 실행예정원가를 재산정하여 전체 원가가 100에서 120으로 증가할 경우 2018년에 진행되는 공정률은  $50/120=41.6\%$ 가 되며 이는 매출액 기준 5.0조원 수준으로 감소한다. 또한, 2018년에 유입을 예상하여 진행 중이던 해양생산설비의 추가공사분에 대해 발주처와의 Change Order 확보에 실패함을 가정한다면, 예상 매출액은 감소하고 손실이 발생함은 타당하다.

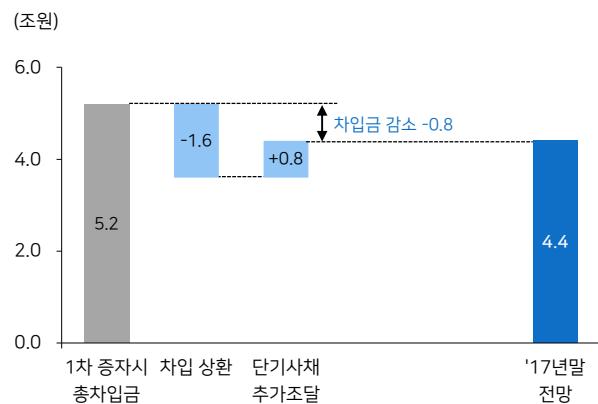
경영전망 공시가 해양설비의 Change Order 부분과 진행공사의 보수적인 원가 재산정을 토대로 진행되었다고 보면, 2018년 하반기 이후 빠른 실적 개선의 가능성도 열려 있다. 해양부문에서 지나치게 보수적인 사업계획을 설정했다면, 진행 중인 해양공사에 대한 추가 손실 우려를 발생시키는 부메랑으로 작용할 수도 있기에 향후 공사별 공정진행 사항에 대해 투명한 정보제공이 요구될 수도 있다.

금융기관의 차입금 상환 지속, 1Q 일시적인 유동성 압박을 대비한 운영자금 확보가 증자의 목적

경영실적 악화 발표와 함께 2018년 5월까지 1.5조원 규모의 유상증자 계획도 발표했다. 2016년 1차 유상증자 시 전망했던 자금흐름 대비, 금융기관의 리스크 관리에 따른 차입금 상환이 1.6조원 발생했고 수주차질에 따른 선수금 입금 지연을 포함하여 1.2조원의 가용자금이 감소했음을 밝혔다. 이로 인해 2016년 1차 증자 시 기말시재 2.5조원에서 2017년말 1.3조원으로 예상했다. 2018년 자금수지가 0.9조원 흑자기조(현금유입)로 전망되는 상황에서, 2018년 만기도래 차입금 상환액 1.6조원을 고려하면 2018년말 보유시재는 0.6조원으로 전망된다.

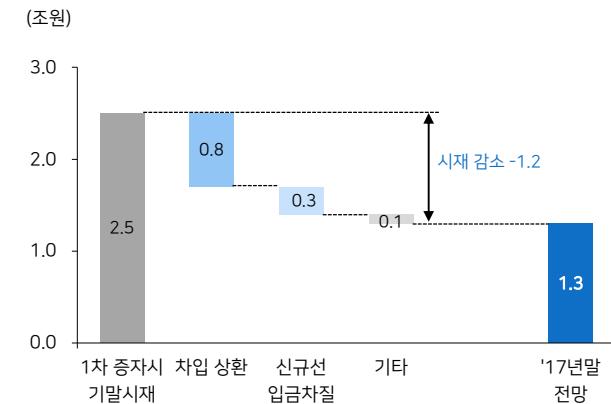
연간 자금흐름 측면에서는 운용상에 무리는 없어 보이나, 지속적으로 차입금을 회수해 온 금융기관의 여신 스텐스를 고려하면 추가적인 유동성 압박의 리스크를 우려했다고 판단된다. 특히 2018년 1분기에 회사채 5천억원을 포함한 차입금 상환 규모가 1.3조원이 집중된 상황에서, 유상증자를 통해 안정적 운영자금을 확보하겠다는 것이 삼성중공업이 밝힌 자기자본조달의 배경이다.

그림16 삼성중공업 총차입금 전망비 차이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 삼성중공업 기말시재 전망비 차이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

유상증자 이후 2018년 부채비율 96%(-48%p YoY), 순차입금은 0.7조원으로 급감

## 2Q 유상증자가 마무리되면 연말 보유현금 2.1조원, 순차입금 0.7조원으로 개선

유상증자를 배제한 순차입금은 2017년말 3.1조원에서 2018년말에는 2.2조원으로 예상된다. 2015년 306%였던 부채비율은 2017년 144%로 감소했고 증자 이후 2018년에는 96% 수준이 예상되며, 순차입금은 0.7조원으로 급감한다. 호실적을 유지했던 2011년 분기말 평균 순차입금이 1.2조원 수준이었고 현재 매출액이 2011년의 60% 수준이기에 증자 규모가 다소 과하다는 의구심도 발생할 수 있다.

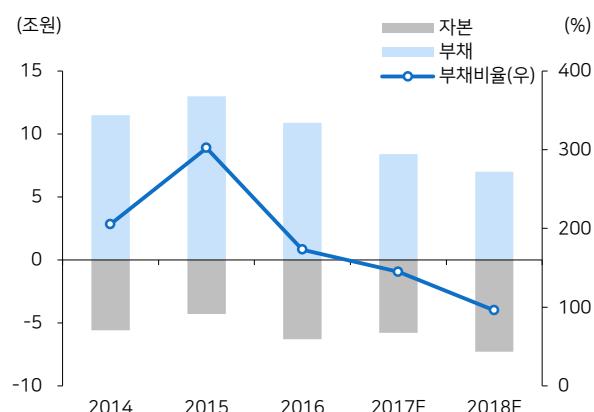
금융기관 전반의 조선업종에 대한 Exposure 축소가 지속됨에 따라, 개별기업들이 유동성 확보를 위해 다양한 노력을 경주해 온 점은 인정받아야 한다. 다만, 2018년에 만기 도래가 예정되어 있는 1.6조원의 차입금은 이미 1차 증자를 결정했던 2016년에도 예상되었던 '상수'다. 시추설비의 추가 지원과 발주취소로 현금흐름이 악화된 '변수', 기업들이 조절할 수 없는 금융기관의 Exposure 축소라는 '변수'가 시황과 Downsizing에 대한 불확실성을 가린 것은 아닌지 되돌아보게 된다. 정부의 조선업 경쟁력 제고방안과 산업 구조조정 정책, 정책의 시행과정에서 국책은행들의 기여 여부는 예측하기 어렵다. 삼성중공업의 주채권은행이 KDB산업은행이라는 점에서, 유상증자를 통한 기업의 자생력 강화가 '협조적 양의 합 계임'을 위한 '先자구 後지원'의 큰 과정일 수도 있다. 중요한 점은, 증자 결정이 Global Top 2라는 삼성중공업의 저력을 확고히 하는 합리적인 경영판단이어야 한다는 점이다.

표6 삼성중공업 2017~18년 자금흐름 전망

(조원)	'17년 말	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	'18년 말
자금수지	0.7	0.3	1.9	-	0.2	2.4
회사채	-	-0.5	-	-	-	-0.5
전단채/사모사채/외평기금	-	-0.8	-0.1	-0.1	-0.1	-1.1
차입금 상환	-	-1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-1.6
기말시재	1.3	0.3	2.1	2.0	2.1	2.1
<b>총차입금</b>	<b>4.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
<b>순차입금</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>

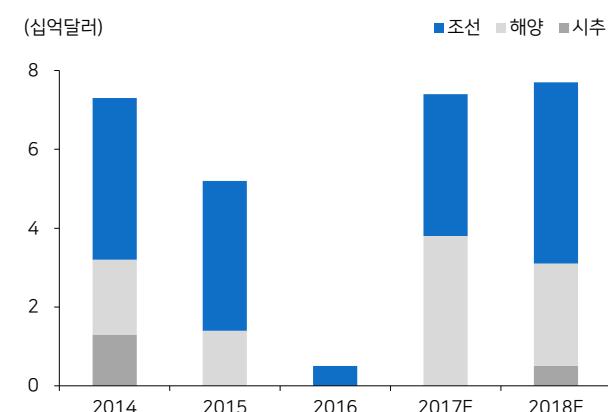
주: 2018년 2분기 자금수지는 유상증자 1.5조원 반영 기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 삼성중공업 부채비율 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 삼성중공업 수주실적 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표7 삼성중공업의 연도별 경영실적 추이 및 전망 (유상증자 반영 전 기준)

(십억원, 억달러)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018F	2019F
자산총계	26,597	20,616	18,366	16,414	16,635	17,427	17,122	17,302	17,217	14,804	13,719	14,560
자본총계	2,305	2,841	3,816	4,644	5,283	5,846	5,573	4,266	6,275	5,788	5,604	5,754
<b>총매출액</b>	<b>10,690</b>	<b>13,152</b>	<b>13,090</b>	<b>13,392</b>	<b>14,489</b>	<b>14,835</b>	<b>12,879</b>	<b>9,714</b>	<b>10,414</b>	<b>7,921</b>	<b>5,134</b>	<b>7,247</b>
매출원가율	89.8%	90.5%	88.8%	86.8%	86.6%	87.9%	94.1%	109.9%	95.4%	100.2%	96.3%	91.5%
<b>영업이익</b>	<b>742.0</b>	<b>863</b>	<b>1,049</b>	<b>1,083</b>	<b>1,206</b>	<b>914</b>	<b>183</b>	<b>(1,502)</b>	<b>(147)</b>	<b>(489)</b>	<b>(270)</b>	<b>183</b>
영업외손익	60.7	36.3	104.8	67.7	(160.6)	(94.9)	6.7	40.1	78.3	26.9	32.1	31.3
<b>당기순이익</b>	<b>596.9</b>	<b>701.7</b>	<b>888.4</b>	<b>851.1</b>	<b>796.4</b>	<b>632.2</b>	<b>147.3</b>	<b>(1212.1)</b>	<b>(138.9)</b>	<b>(475.8)</b>	<b>(173.1)</b>	<b>158.8</b>
영업이익률(%)	6.9	6.6	8.0	8.1	8.3	6.2	1.4	(15.5)	(1.4)	(6.2)	(5.3)	2.5
<b>신규 수주액(억달러)</b>	<b>175</b>	<b>45</b>	<b>96</b>	<b>153</b>	<b>96</b>	<b>133</b>	<b>73</b>	<b>100</b>	<b>7</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>85</b>
<b>수주잔고(억달러, 인도기준)</b>	<b>471</b>	<b>421</b>	<b>351</b>	<b>373</b>	<b>363</b>	<b>375</b>	<b>348</b>	<b>354</b>	<b>225</b>	<b>224</b>	<b>257</b>	<b>275</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표8 삼성중공업의 연도별 수주량, 인도량, 수주잔량 추이 및 전망

(단위:척수)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018F	2019F	2020F
<b>연간 수주량</b>													
LNG	4	2	4	17	10	14	5	3	1	8	8	10	10
CONT.	9	0	22	13	14	14	11	10	0	8	6	10	10
Tanker	30	5	56	8	0	8	6	30	6	16	15	15	15
<b>선박총계</b>	<b>43</b>	<b>7</b>	<b>82</b>	<b>38</b>	<b>24</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>43</b>	<b>7</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
Drillship(Semi)	11	4	3	11	10	9	2	0	0	0	0	0	0
FPSO	4	1	1	2	1	1	1	0	0	1	1	1	1
Fixed Platform	0	0	1	0	2	2	2	3	0	1	1	1	1
<b>해양총계</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>총 수주량</b>	<b>58</b>	<b>12</b>	<b>87</b>	<b>51</b>	<b>37</b>	<b>48</b>	<b>33</b>	<b>46</b>	<b>7</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>47</b>
<b>연간 인도량</b>													
LNG	14	13	9	12	1	10	11	10	6	9	4	8	8
CONT.	20	29	26	26	20	21	14	16	12	6	3	6	6
Tanker	13	15	28	34	38	21	2	5	7	20	10	18	20
<b>선박총계</b>	<b>47</b>	<b>57</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>59</b>	<b>52</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>19</b>	<b>38</b>	<b>40</b>
Drillship(Semi)	4	6	9	6	7	8	9	7	0	4	1	1	1
FPSO	0	1	1	1	1	1	2	1	0	1	1	1	1
Fixed Platform	2	1	0	0	0	2	1	3	2	1	2	1	1
<b>해양총계</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>총 인도량</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>29</b>	<b>43</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>43</b>
<b>수주잔량</b>													
LNG	32	21	16	21	30	34	28	21	16	15	19	21	23
CONT.	92	63	59	46	40	33	30	24	12	14	17	21	25
Tanker	71	61	89	63	25	12	16	41	40	36	41	38	33
<b>선박총계</b>	<b>197</b>	<b>147</b>	<b>166</b>	<b>130</b>	<b>95</b>	<b>79</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>72</b>	<b>69</b>	<b>89</b>	<b>96</b>	<b>101</b>
Drillship(Semi)	23	21	15	20	23	24	17	10	10	6	5	4	3
FPSO	8	8	8	9	9	9	4	3	3	3	3	3	3
Fixed Platform	1	0	1	1	3	3	7	7	5	5	4	4	4
<b>해양총계</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>10</b>
<b>총 수주잔량</b>	<b>229</b>	<b>176</b>	<b>190</b>	<b>160</b>	<b>130</b>	<b>115</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>90</b>	<b>83</b>	<b>101</b>	<b>107</b>	<b>111</b>

주: 수주잔량은 연말 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

## IV. 현대중공업 유상증자

### 12월 26일, 4Q17 영업적자 전망과 1.29 조원 규모의 유상증자 계획 공시

4Q 별도기준 1,541 억원 영업적자 전망. 차입금 상환과 R&D 투자를 위해 1.29 조원의 유상증자 발표

현대중공업은 12월 26일 공시를 통해 1조 2,875억원 규모의 주주배정 유상증자를 결정했고, 2017년 4분기 별도기준 영업적자 1,541억원이 예상됨을 밝혔다. 영업적자는 4분기에 19억달러 수준의 수주가 집중되었지만 원/달러 환율이 1,140원 대에서 1,070원대로 6% 하락, 수주공사의 원화환산 선가가 하락하였기 때문이다. 동기간 강재가격 인상에 따른 원가상승으로 1,025억원의 공사손실충당금이 추가 설정되었고, 진행공사와 관련한 4분기 매출액이 2.31조원으로 1~3분기 평균 대비 10.4% 감소하면서 고정비 부담에 대한 손실 516억원을 반영한 결과다.

환율과 강재가격 상승이라는 제어 불가능한 요인에 따른 손실은 피할 수 없지만, 7개 분기 연속 영업흑자를 기록한 이후 발표된 적자 전망은 수익성에 대한 신뢰에 흠풍을 냈음은 분명하다. 증권신고서에서 언급한 대로 자체적인 경상이익률과 견조 경쟁력에는 변함이 없다고 밝힌 점을 실적 안정화로 확인해줄 과제만 남았다. 유상증자는 보통주 1,250만주(액면가액 5,000원)를 주주배정 후 실권주 일반공모 방식으로 신주를 발행, 8,690억원은 차입금 상환 등 재무구조 개선을 위해 사용하며 4,185억원은 R&D 투자에 사용할 예정이다. 유상증자가 완료되면 총 발행 주식수는 56,665,426주에서 69,165,426주로 22.06% 증가한다.

표9 현대중공업 유상증자 신주발행가에 따른 기대수익률 추정

(별도, 3Q17 분기보고서 기준)	신주발행가 93,000원	신주발행가 103,000원	신주발행가 113,000원
<b>증자후 자본금</b>	<b>345.8</b>	<b>345.8</b>	<b>345.8</b>
기타자본(주식발행초과금)	1,100.0	1,225.0	1,350.0
증자전 자본총계	11,030.9	11,030.9	11,030.9
<b>증자후 자본총계</b>	<b>12,193.4</b>	<b>12,318.4</b>	<b>12,443.4</b>
부채총계	9,510.5	9,510.5	9,510.5
증자전 부채비율	86.2%	86.2%	86.2%
<b>증자후 부채비율</b>	<b>78.0%</b>	<b>77.2%</b>	<b>76.4%</b>
<b>증자후 발행주식수</b>	<b>69.2</b>	<b>69.2</b>	<b>69.2</b>
증자전 BPS	194,667	194,667	194,667
<b>증자후 BPS</b>	<b>176,293</b>	<b>178,101</b>	<b>179,908</b>
<b>BPS Dilution</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-8.5%</b>	<b>-7.6%</b>
<b>PBR(1/15 종가 135,000원 기준)</b>	<b>0.77</b>	<b>0.76</b>	<b>0.75</b>
자기주식을 제외한 발행주식수	56.6	56.6	56.6
유상증자 주식수	12.5	12.5	12.5
구주주 배정주식수	10.0	10.0	10.0
구주주 1주당 배정주식수	0.18	0.18	0.18
<b>2018년 3월 유상증자 시점 기준 주가*</b>	<b>116,250</b>	<b>128,750</b>	<b>141,250</b>
<b>현재 매입 후 유상증자 미참여시 기대수익률</b>	<b>-14%</b>	<b>-5%</b>	<b>5%</b>
<b>현재 매입 후 유상증자 참여시 구주주 기대수익률**</b>	<b>-9%</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>

주1: 현대중공업 2017년 3분기 별도 분기보고서 기준

주2: 신주발행가는 유상증자 시점 주가의 20% 할인된 금액으로 가정 후 유상증자 시점 주가를 산정

주3: 구주주 기대수익률에서 실권주와 단주는 산정하지 않음

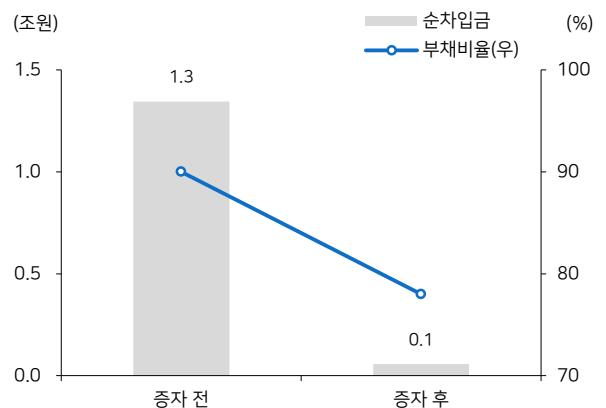
자료: 메리츠증권 리서치센터

4분기 조선계열사 공사손실총당금 제외시 연결기준 영업흑자 추정, 증자대금 중 30% 이상을 R&D 투자 계획이며 조선계열사 합산 순현금상태로 개선

4분기 연결 매출액은 3조 3,616억원, 영업적자 3,099억원을 전망했으며 현대미포조선은 372억원, 삼호중공업은 1,255억원의 적자를 전망했다. 특히 4분기 신규 수주분에 대한 공사손실총당금을 삼호중공업이 1,867억원, 현대미포조선이 293억 원을 설정, 총당금 제외시 3사 연결 영업실적은 86억원 흑자로 추정된다. 매출액 감소에 따른 고정비 부담은 조선업계의 공통된 숙제로, 결국 원화강세와 강재가격 인상을 일시에 반영한 일회성 손실의 가능성성이 높다. 4분기 전망에는 현대건설기계와 현대일렉트릭에 매각한 해외법인, 하이투자증권의 중단영업은 제외된 기준이다. 2017년 연간 기준으로 현대중공업 조선 3사 모두 흑자를 달성할 전망이다.

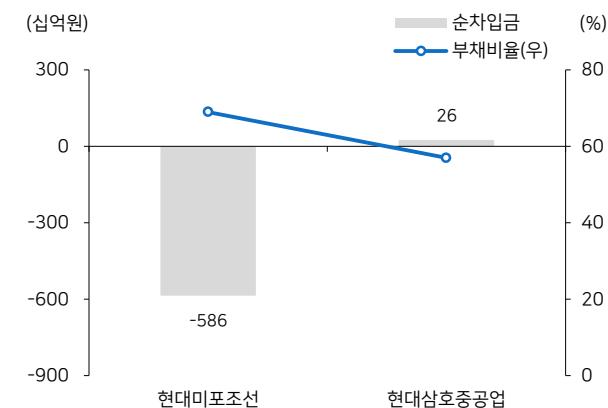
삼성중공업이 2016년의 수주부진과 2017~18년 대규모 적자전환에 따른 유상증자를 발표한 이후, 현대중공업도 원가상승에 따른 실적악화와 고정비 부담 등을 이유로 대규모의 증자를 발표했다. 차이점은 유입되는 자금의 30% 이상을 사업경쟁력 제고를 위한 R&D 투자에 사용한다는 점이다. 차입금 상환을 통한 사실상의 무차입 경영과 신기술 개발을 통해 경쟁사를 압도할 수 있는 확실한 우위를 확보할 계획임을 밝혔다. 2017년말 기준 유상증자를 단순 반영한 계열사별 순차입금은 현대미포조선 -5,859억원, 현대삼호중공업 255억원, 현대중공업 572억원으로 추정된다. 조선 3사 합산 기준으로 5,032억원의 순현금상태인 셈이다.

그림20 현대중공업 증자 전후 순차입금 및 부채비율 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 현대미포조선, 현대삼호중공업 순차입금 및 부채비율



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표10 현대중공업 유상증자 후 R&D 투자계획

(십억원)	주요내용	2018년	2019년	2020년 이후	합계
ICT/스마트기술	2세대 스마트쉽 개발 지능형 생산 로봇 시스템 도입 빅데이터, IoT 등 디지털트랜스 포메이션 시스템 개발 등	102.8	125.0	121.8	349.6
친환경기술	LPG 엔진 개발 하이브리드 전기 추진 시스템 유해환경 Zero 공장 건립 등	72.9	117.8	215.9	406.6
<b>합계</b>		<b>175.7</b>	<b>242.8</b>	<b>337.7</b>	<b>756.2</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대중공업, 4개사로 인적분할한 이후 유상증자 단행, 단순 합산 기준 총 3.66조원 규모의 증자

### 2017년 4월 인적분할된 4개 사로 출범한 이후, 4개사 모두 유상증자 과정 진행

2016년 11월 15일 경영효율화 및 사업경쟁력 강화라는 목적으로 현대중공업을 인적분할 하기로 결정한 이후, 2017년 4월 1일을 분할기일로 5월 10일 변경·재상장한 4개사는 모두 유상증자를 단행했다. 지주회사격인 현대로보티스는 현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 주주들의 보유지분에 대해 1조 7,264억원의 현물 출자 유상증자(지분스왑)를 7월 마무리했다.

이를 통해 대주주는 현대로보티스 지분율을 25.80% 확보했다. 현대일렉트릭은 지난 9월 유·무상증자를 결정한 뒤 2,641억원 증자를 마무리했고, 현대건설기계도 동시에 같은 방식으로 3,788억원의 증자를 마무리했다. 12월 26일 현대중공업 유상증자 발표를 기준으로 하면 1조 2,875억원의 자금조달이 예상된다. 계열사간 참여여부를 배제하고 증자규모를 단순 합산하면, 4개사로 분할된 후 3조 6,568억원의 유상증자를 단행한 셈이다.

### 2017년 4월부터 9개월간 그룹 지배구조 개편과정은 진행

현대중공업그룹의 지배구조 개편의 과정은 ‘인적분할 발표(16년 11월)→분할기일(17년 4월)→현대로보티스가 지주회사 역할(자사주 13.37% 확보), 변경·재상장(5월)→현대미포조선의 현대로보티스 지분매각(6월)→현대로보티스의 현물출자 유상증자(지분스왑, 7월)→현대오일뱅크 중간배당 결정, 2,680억원 현대로보티스 유입(8월)→현대미포조선이 보유한 현대건설기계와 현대일렉트릭 지분을 현대로보티스에 매각(8월)→현대건설기계와 현대일렉트릭 유·무상증자(9월)→현대미포조선이 보유한 현대중공업 지분 3.18% 매각(10월)→현대일렉트릭, 존속 현대중공업에 남아있던 해외법인 일부 인수 결정(10월)→현대미포조선, 하이투자증권 및 금융계열사 매각(11월)→현대건설기계, 존속 현대중공업에 남아있던 해외법인 일부 인수 결정(12월)→현대중공업 유상증자(12월)→현대오일뱅크 상장추진 결정(12월)’의 복잡하고 기나긴 여정이었다.

표11 현대일렉트릭, 현대건설기계 유상·무상증자 후 현대로보티스 지분율 변화 추이

(십억원, 주, %)	현대일렉트릭	현대건설기계
별도 2분기 순이익	22	42
2017E 순이익	76	115
2017E ROE	9.7%	16.8%
<b>현대로보티스 유상증자 참여액</b>	<b>83</b>	<b>124</b>
우리사주 참여주식수	267,580	245,169
유상증자 전 현대로보티스 지분율	35.62%	32.11%
<b>유상증자 후 현대로보티스 지분율</b>	<b>34.46%</b>	<b>32.26%</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표12 현대일렉트릭, 현대건설기계 유상증자 조달 자금 사용 계획

현대일렉트릭	투자금(십억원)	현대건설기계	투자금(십억원)
불가리아법인 인수	34	중국지주회사 인수(지분 60%)	222
변압기 스마트팩토리 구축	110	인도법인 인수	67
중저압차단기 공장신설	70	R&D 투자	90
운영SYSTEM 개선, 정보인프라 고도화	20	시설투자	9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표13 현대일렉트릭, 현대건설기계의 유·무상증자 후 단순 BPS 변화 추이

(주, 십억원)	현대일렉트릭	현대건설기계
발행주식수	3,710,107	3,584,046
자기주식수	54,431	51,797
유상증자 신주발행주식수	1,420,000	1,380,000
액면가(원)	5,000	5,000
신주발행가(원)	186,000	274,500
유상증자액	264	379
(별도)	현대일렉트릭	현대건설기계
증자전 자본총계	781	686
증자후 자본총계	1,045	1,065
증자전 자본금	19	18
증자후 자본금	26	25
부채총계	1,144	913
증자전 부채비율(%)	146.5%	133.1%
증자후 부채비율(%)	109.5%	85.8%
무상증자 후 자본금	51	49
무상증자 후 자본총계	1,045	1,065
(무상증자)	현대일렉트릭	현대건설기계
발행주식수	5,075,676	4,912,249
증자후 주식수	10,205,783	9,876,295
증자전 BPS	210,459	191,356
<b>유상증자 후 BPS</b>	<b>203,689</b>	<b>214,470</b>
무상증자 후 BPS	102,387	107,797
Dilution(%)	-51.4%	-43.7%

주1: 현대건설기계 무상증자 발행주식수 배정기준은 11월 15일, 상장은 12월 6일 기준

주2: 현대일렉트릭 무상증자 발행주식수 배정기준은 11월 20일, 상장은 12월 11일 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 4월 이후 매 달마다 지배구조 개편의 수순들이 빠르게 전개되어 왔다. 개편 과정이 지난 1월 15일 기준 현대중공업그룹의 지배구조는 (Step 3)와 같다.

그림22 현대로보티스의 유상증자(지분수up) 이전 현대중공업 그룹 지배구조 (Step 1)

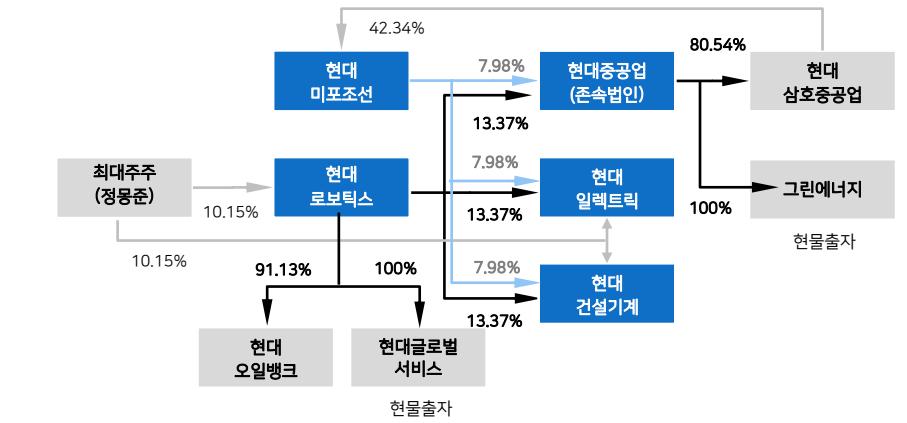


그림23 현대로보티스 유상증자 및 현대미포조선 지분 인수 후 현대중공업 그룹 지배구조 (Step 2)

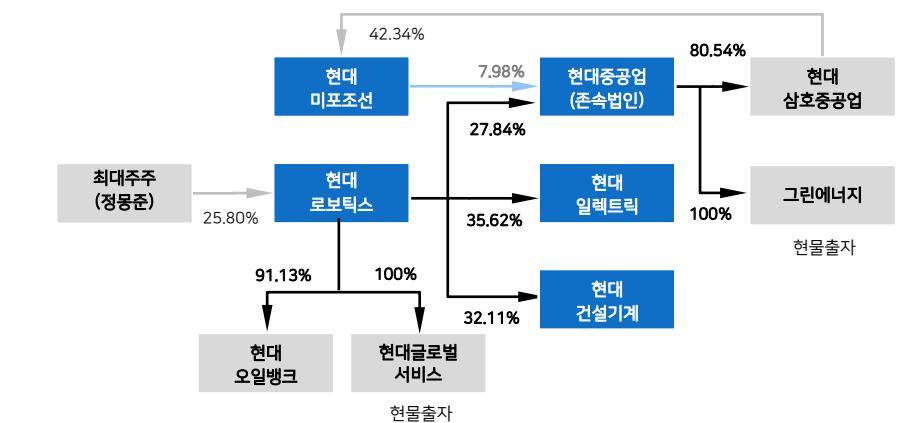
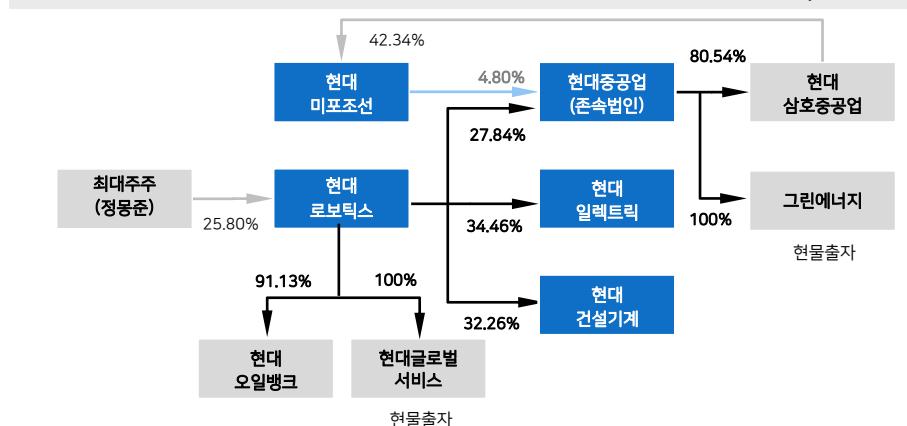


그림24 현대일렉트릭·현대건설기계 유통상증자 후 현대중공업 그룹 지배구조 (Step 3)



2018년 1월 15일 기준

---

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### 남아있는 과제: 1) 현대미포조선의 현대중공업 지분 매각, 2) 증손자 이슈 해소

현대로보티스의 연결대상으로

현대중공업이 편입될 개연성 높음,

현대로보티스와 현대중공업은

충분한 유동성 확보

지주회사인 현대로보티스는 주주총회를 통해 사명을 ‘현대중공업지주’로 공식 변경한다고 알려져 있다. 이는 현재 지분법대상인 현대중공업(지분율 27.84%)을 연결대상으로 편입할 가능성이 높음을 의미한다고 본다. 현대중공업 유상증자에 현대로보티스가 구주주배정주식수인 2,786,446주를 모두 청약하고, 초과청약 한도주식수(+20%)인 557,289주를 추가 청약한다는 점은 유상증자 후 지분율이 현재 수준을 유지함을 의미한다(27.64%).

연결 편입을 위해서 그룹 지배구조 개편의 잔여과제 중 하나인 현대미포조선이 보유한 현대중공업 지분 4.8%에 대한 일부 혹은 전량 매입의 가능성도 높다고 판단한다. 현대중공업 지분 4.8%를 전량 매입할 경우, 1월 15일 종가기준 3,672억원의 자금이 소요된다. 또한, 현대중공업 유상증자에 청약 주식수 전량 참여할 경우 3,444억원(신주발행가액 103,000원 기준)의 자금이 필요하다. 3분기말 기준 현대로보티스 별도기준 현금 및 현금성자산과 단기금융자산은 4,627억원, 연결기준으로는 1조 2,808억원이다. 현대로보티스가 2018년 자회사 현대오일뱅크(지분율 91.13%)를 상장키로 한 점은 지주회사 구축을 마무리하겠다는 의지로 판단된다.

잔여 핵심과제는 증손자 고리의

단절, 그룹의 新비전을 제시할

의사결정이 가시화된다면 단기적인

불확실성은 충분히 해소 가능

현대중공업이 현대로보티스의 연결대상으로 편입된다면, 남아있는 과제는 ‘현대로보티스→현대중공업→현대삼호중공업→현대미포조선’으로 이어지는 증손자 고리의 단절이다. 계열사간 합병이나 분할 등 다양한 시나리오가 존재할 수 있지만, 지난 9개월간 현대중공업 그룹이 진행해온 발빠른 지배구조 개편의 족적을 되짚어보면 의외로 빠르게 정리될 개연성도 있다고 본다. 합병이나 분할 등 주주 권리보호와 긴 소요기간을 필요로 하는 과정보다는, 현대삼호중공업이 보유한 현대미포조선 지분 42.34%의 정리를 통해 증손자 고리를 해소할 수도 있다고 추정한다.

현대일렉트릭과 현대건설기계는 유상증자를 통해 조달한 자금 중 약 3,220억원을 존속 현대중공업에 남겨둔 해외법인(건설기계-중국, 인도법인, 일렉트릭-불가리아 법인) 인수에 사용한다. 현대미포조선은 울산시에 반납예정인 생산부지의 대체 설비 확보와 합리화를 위해 4,430억원의 설비를 매입키로 했다. 현대중공업은 유상증자를 통해 1.3조원 전후의 유동성이 확보된다. 현대로보티스는 현대오일뱅크 IPO를 통해 1.5~2.0조원 전후의 현금 유입도 기대된다. 주력 계열사 중 한 곳이 삼호중공업이 보유한 미포조선의 지분을 인수할 가능성도 염두해 둘 필요는 있다.

조선·중공업부문을 현대중공업이 총괄하여 Global No.1의 지위를 확고히 하고, 현대일렉트릭과 현대건설기계는 해외법인 인수를 통한 완전체로서의 경쟁력 제고를 기대할 수 있다. 현대로보티스는 현대오일뱅크 IPO를 통한 유동성을 확보하여 미래 그룹의 新성장동력에 대한 투자를 준비할 여력이 생길 수도 있다. 이번 유상증자 결정이 단기적인 ROE 개선 여부와 자본효율성 측면에서 보면 의아한 결정으로도 보인다. 주주들에게 그룹의 새로운 비전을 명확히 제시해 준다면, 우려가 기대감으로 바뀔 가능성은 충분하다.

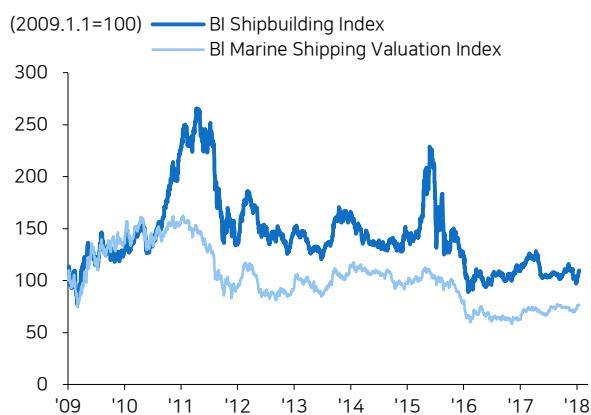
## V. 시황 회복은 가시화 중, 수주 경쟁력 확인 만 남았다

LNG와 탱커, 해양發 시황 개선  
기대감은 유효, 매크로 개선에  
힘입어 전세계 관련기업들의  
주가 반등세 지속

유가 반등 + 운임지수 반등 + LNG Spot 가격 상승 → Top-down 개선 기대감

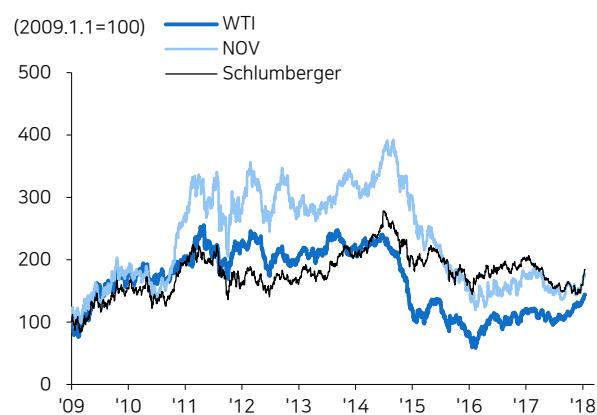
1월 15일 기준 WTI는 한 달간 12.4% 상승했고 해운업체 주가지수는 9.2% 반등했다. 시추장비 제조업체인 NOV 주가는 18.3%, 시추전문기업 TransOcean은 29.1%, Schlumberger는 25.6% 급등했다. 미국 Henry Hub Price는 31.4% 상승했고 16만CBM급 LNG선 용선료는 저점 대비 162% 급등했다. 연초 현대중공업과 삼성중공업의 LNG선 수주 소식이 외신에서 확인되고 있고, 조선업계의 추가 수주도 유력해 보인다. 현재 시황은 분명 회복 국면에 진입하는 모습이다. 확인해야 할 변수는 Q(발주)의 회복이 국내 업계의 수주 증가로 이어진다는 M/S(점유율) 경쟁력 입증 여부다. 트라우마를 극복하기 위한 희망은 멀리 있지는 않다.

그림25 Bloomberg 조선업종, 해운업종 지수 추이



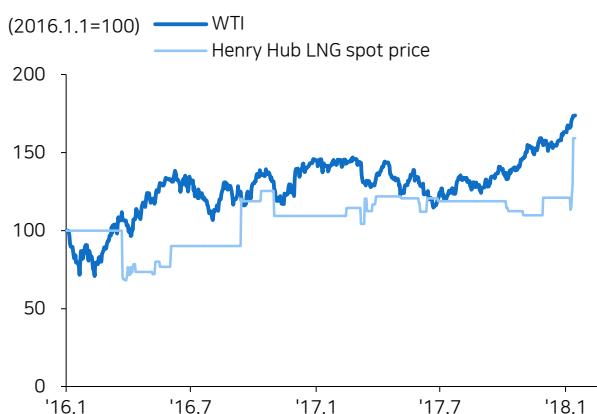
주1: BI Shipbuilding Index는 현대중공업, 삼성중공업, CSSC 등 7개 조선사  
주2: BI Marine Shipping Valuation Index는 AP Moller-Maersk, Euronav, Teekay 등 39개 선사 포함 / 자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 WTI 및 NOV, Schlumberger 주가 추이



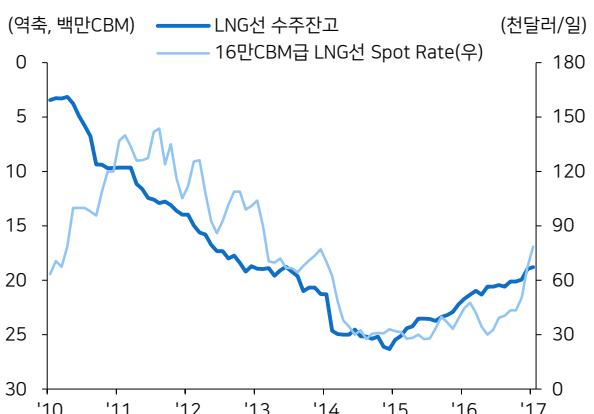
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 WTI 및 Henry Hub LNG spot 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 LNG선 수주잔고 및 16만CBM LNG선 Spot Rate 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대로보티스(267250)

Buy, 적정주가 620,000 원

현대오일뱅크 IPO 시 기업가치는 7~8 조원 전망, 지분가치는 현재 장부가의 2 배 수준 상승 전망

## 정유부문의 호조 재확인, 2018년은 현대중공업지주로 탈바꿈

현대로보티스는 4분기 매출액 5조 4,672억원(+42.4% YoY), 영업이익 4,345억 원(+33.1% YoY), 영업이익률 7.9%로 시장 예상에 부합할 전망이다. 정유부문 실적 호조(OPM 10.1%), 일렉트릭과 건설기계가 온기로 연결대상에 편입, 지분법 대상인 현대중공업의 실적부진을 상쇄할 전망이다. 현대오일뱅크 IPO의 일정이 구체화된다면 지분가치의 재평가(3Q 장부가치 2.95조원, 지분율 91.13%)가 주가에 반영됨은 자명하다. 오일뱅크 가치 재평가를 배제해도 상승여력은 충분하다.

표14 현대로보티스 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,467	3,838	42.4	4,416	23.8	5,255	4.0
영업이익	435	326	33.1	552	-21.3	418	4.0
세전이익	347	163	112.4	944	-63.3	345	0.6
지배순이익	196	105	87.7	799	-75.5	274	-28.4

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표15 현대로보티스의 SOTP Valuation

(십억원, 천주, 원)	구분	금액	비고
1. 본사 영업가치(A)	Total	11,153.9	EBITDA 5배수 적용
	EBITDA	2,230.8	2018년 예상 기준
2. 자회사 가치(B)	현대중공업	2,129.4	1월 15일 종가 135,000원 기준
3. 순차입금(C)	Total	3,500.3	2017년 3분기 로보티스와 오일뱅크 합산 기준
4-1. Fair Value(D)	(D=A+B-C)	9,783.0	자회사가치 할인 미적용 기준
	주식수(천주)	14,622	(자기주식 166.5만주 제외)
	적정주가	669,077	
4-2. Fair Value(D)	(D=A+B*0.7-C)	9,144.2	자회사가치 30% 할인 적용 기준
	적정주가	620,000	

주: 현대건설기계와 현대일렉트릭은 2017년 3분기부터 연결대상 편입, 따라서 자회사가치가 아닌 영업가치(EBITDA)에 반영

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표16 현대로보티스의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	
매출액	4,411	4,197	4,416	5,467	5,897	5,981	4,969	6,077	6,277	6,447	5,273	6,408	18,491	22,925	24,405	
영업이익	369	251	552	435	446	566	386	577	511	796	437	615	1,607	1,976	2,358	
세전이익	407	206	944	347	379	513	328	513	447	749	384	554	1,904	1,733	2,134	
순이익	314	395	863	237	290	392	251	393	342	573	294	424	1,809	1,326	1,633	
매출액증가율	YoY	67.9	46.4	58.9	42.4	33.7	42.5	12.5	11.2	6.4	7.8	6.1	5.4	52.7	24.0	6.5
	QoQ	14.9	-4.8	5.2	23.8	7.9	1.4	-16.9	22.3	3.3	2.7	-18.2	21.5			
영업이익증가율	YoY	61.3	-21.4	354.1	33.1	20.8	125.5	-30.0	32.9	14.6	40.6	13.0	6.5	61.3	23.0	19.4
	QoQ	13.0	-31.9	119.9	-21.3	2.6	27.0	-31.8	49.4	-11.5	55.8	-45.2	40.8			
영업이익률		8.4	6.0	12.5	7.9	7.6	9.5	7.8	9.5	8.1	12.3	8.3	9.6	8.7	8.6	9.7
순이익률		7.1	9.4	19.6	4.3	4.9	6.6	5.1	6.5	5.4	8.9	5.6	6.6	9.8	5.8	6.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성중공업(010140)

Buy, 적정주가 11,000 원

주력인 LNGC와 셔틀탱커 수주,

해양생산설비 수주 시 PBR

0.9 배로의 회복 기대

## 트라우마에서 벗어나는 동력은 수주

4분기 영업실적은 매출액 1조 4,320억원(-40.0% YoY), 영업적자 5,605억원(적자전환 YoY)으로 전망한다. 이는 12월 6일 전망공시를 토대로 삼성중공업이 보유한 수주잔고에서 상선부문 영업적자 2,415억원, 해양부문 영업적자 3,190억원을 가정한 수준이다. 1월 26일 임시주주총회를 통해 수권주식수 확대가 결정되면 유상증자의 일정이 빠르게 진행된다.

1.5조원 규모의 증자가 마무리되면 2017~18년 연평균 75억달러 수주를 토대로 2019년에는 매출액 7.2조원, 영업이익 1,830억원의 텐어라운드를 기대할 수 있다. 진행 중인 생산설비 프로젝트의 수주 여부와 함께 주력 제품인 LNGC와 셔틀탱커의 수주가 1분기 중 기대된다. 업황의 최저점에서 재무건전성 개선의 과정은 감내해야만 한다. 시황 회복의 열쇠가 해양과 LNG로 대표되는 High-end 선종의 발주에 달려있으며, 이는 삼성중공업의 주력 시장이라는 사실은 변함이 없다. 주주들이 유상증자와 어닝쇼크라는 트라우마에서 벗어날 수 있는 동력은 결국 수주다.

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 유상증자에 따른 희석률 22.4%(증자가액 6,680원 기준)과 2017~18년 영업전망 공시를 반영하여 11,000원으로 31.2% 하향 조정한다. 적정주가는 증자를 반영한 2018년 기준 PBR 0.9배(10% 하향) 수준이다. 2017~18년 평균 수주는 현재 생산능력의 90% 수준으로 추정한다.

표17 삼성중공업 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,432	2,385	-40.0	1,752	-18.3	1,507	-5.0
영업이익	-561	46	적전	24	적전	-347	적지
세전이익	-563	30	적전	22	적전	-345	적지
지배순이익	-638	-82	적지	28	적전	-234	적지

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표18 삼성중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	
매출액	2,437	2,300	1,752	1,432	1,128	1,275	1,294	1,436	1,799	1,808	1,816	1,824	7,921	5,134	7,247	
영업이익	27	21	24	-561	-106	-91	-54	-20	34	49	48	53	-489	-270	183	
세전이익	49	29	22	-563	-102	-81	-53	-2	38	63	53	61	-462	-238	215	
순이익	59	23	23	-581	-74	-59	-38	-1	28	47	39	45	-476	-173	159	
지배주주순이익	58	29	28	-638	-75	-60	-39	-1	28	47	40	45	-523	-175	160	
매출액증가율	YoY	-3.7	-15.5	-36.9	-40.0	-53.7	-44.5	-26.1	0.3	59.5	41.7	40.3	27.0	-23.9	-35.2	41.2
	QoQ	2.2	-5.6	-23.8	-18.3	-21.2	13.1	1.5	11.0	25.3	0.5	0.5	0.5			
영업이익증가율	YoY	347.5	흑전	-71.9	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	
	QoQ	-40.8	-24.9	14.6	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	43.6	-1.8	9.9			
영업이익률		1.1	0.9	1.3	-39.1	-9.4	-7.1	-4.1	-1.4	1.9	2.7	2.6	2.9	-6.2	-5.3	2.5
순이익률		2.4	1.0	1.3	-40.5	-6.6	-4.6	-3.0	-0.1	1.5	2.6	2.2	2.5	-6.0	-3.4	2.2

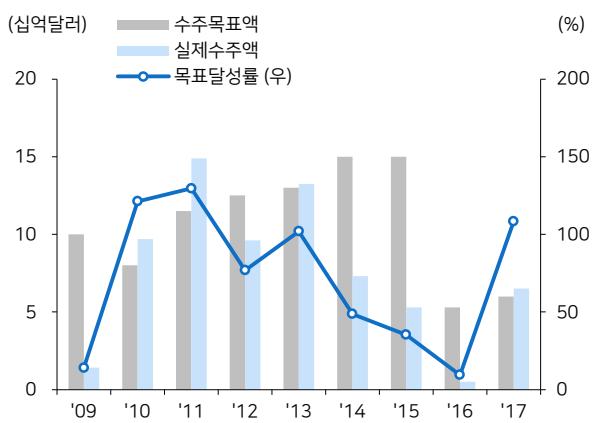
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표19 삼성중공업의 미청구공사 내역 추이

(십억원)	품목	발주처	계약일	공사기한	진행률		미청구공사 총액		매출채권 총액	
					2Q17	3Q17	2Q17	3Q17	2Q17	3Q17
조선 및 플랜트공사	Drillship(SN2096)	유럽지역 선주	2013-06-07	2017-09-25	98%	100%	67	-	-	-
	Semi-Rig(SN2097)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Drillship(SN2100)	미주지역 선주	2013-07-12	2017-03-31	99%	99%	407	415	-	-
	Drillship(SN2101)	미주지역 선주	2013-07-12	2017-03-31	98%	99%	405	411	-	-
	Drillship(SN2109)	오세아니아지역 선주	2013-08-30	2018-06-30	95%	96%	393	409	-	-
	Drillship(SN2119)	오세아니아지역 선주	2014-04-08	2019-01-31	59%	71%	298	392	-	-
	Drillship(SN2120)	오세아니아지역 선주	2014-04-08	2019-01-31	8%	8%	-	-	-	-
	CPF(SN7108)	호주지역 선주	2012-02-10	2018-08-26	96%	97%	142	165	7	7
	FPU(SN2217)	미주지역 선주	2017-01-04	2020-08-17	4%	6%	-	-	91	6
	Jackup Rig(SN7117)	유럽지역 선주	2013-06-11	2016-12-31	99%	99%	-	-	-	-
	Jackup Rig(SN7118)	유럽지역 선주	2013-06-11	2017-04-30	95%	99%	534	-	-	-
	FLNG(SN2030)	오세아니아지역 선주	2011-05-30	2017-06-30	100%	99%	291	23	0	-
	FPSO(SN2089)	아프리카지역 선주	2013-06-12	2018-07-26	85%	89%	17	155	135	43
	FLNG(SN2126)	아시아지역 선주	2014-02-14	2020-07-15	48%	55%	-	-	-	-
	FLNG(SN2235)	아프리카지역 선주	2017-06-01	2022-06-01	-	1%	-	-	1	1
	Platform(SN2190)	유럽지역 선주	2015-06-29	2018-02-13	55%	73%	-	6	-	-
	Platform(SN2191)	유럽지역 선주	2015-06-29	2018-12-12	38%	49%	-	-	-	-
	Platform(SN7115)	유럽지역 선주	2012-12-20	2017-07-15	91%	91%	-	52	32	14
합계					-	-	2,553	2,028	266	71

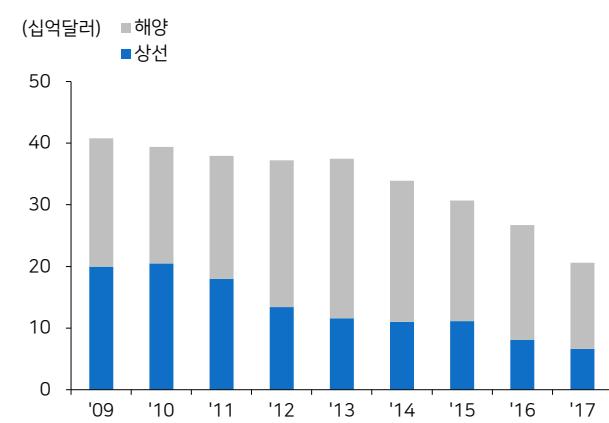
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림29 삼성중공업의 수주목표 달성을 추이



자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 삼성중공업의 부문별 수주잔액 추이



자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대중공업(009540)

Buy, 적정주가 175,000 원

2018년 수주목표 165억달러,  
시황 회복기에 수주 점유율을  
극대화하려는 전략

## 더 이상 체력 비축의 필요는 없다

12월 26일 공시를 통해 1조 2,875억원 규모의 주주배정 유상증자를 결정했고, 2017년 4분기 별도기준 영업적자 1,541억원이 예상됨을 밝혔다. 강재가격 인상에 따른 원가상승으로 1,025억원의 공사손실충당금이 추가 설정되었고, 진행공사와 관련한 4분기 매출액이 2.31조원으로 1~3분기 평균 대비 10.4% 감소하면서 고정비 부담에 대한 손실 516억원을 반영한 결과다.

보통주 1,250만주의 유상증자가 1분기 마무리되면 별도기준 부채비율은 77.2%로 감소하며, 사실상 무차입상태로 재무구조가 개선된다. 4분기 연결 매출액은 3조 3,616억원, 영업적자 3,099억원을 전망했으며 현대미포조선은 372억원, 삼호중공업은 1,255억원의 적자를 전망했다. 특히 4분기 신규 수주분에 대한 공사손실충당금을 삼호중공업 1,867억원, 현대미포조선 293억원을 설정, 충당금 제외시 3사 연결 영업실적은 86억원 흑자로 추정된다.

조선 3사의 2018년 수주목표는 165억달러로 61% 상향 조정했다. 유상증자로 유입되는 자금의 30% 이상을 경쟁력 제고를 위한 R&D 투자에 사용한다는 전략은 시황 회복기에 No.1의 위상을 확고히 하겠다는 의지로 보인다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 Target PBR 0.9배를 적용한 175,000원을 제시한다.

표20 현대중공업 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,362	10,343	-67.5	3,804	-11.6	3,417	-1.6
영업이익	-311	438	적전	93	적전	-112	적지
세전이익	-263	-282	적지	277	적전	-172	적지
지배순이익	-231	-251	적지	89	적전	-92	적지

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표21 현대중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	
매출액	4,808	4,629	3,804	3,362	3,137	3,245	3,219	3,781	3,574	3,905	3,617	4,074	16,603	13,382	15,170	
영업이익	163	152	93	-311	-44	-25	21	60	62	81	92	93	98	12	329	
세전이익	508	2,560	277	-263	-32	-10	26	56	60	65	103	127	3,082	41	355	
순이익	136	69	197	-235	-25	-7	20	43	46	50	79	97	167	31	271	
지배주주순이익	376	2,532	89	-231	-23	-7	18	40	42	46	73	89	2,766	29	249	
매출액증가율	YoY	-53.2	-53.1	-57.0	-67.5	-34.7	-29.9	-15.4	12.5	13.9	20.3	12.4	7.8	-57.8	-19.4	13.4
	QoQ	-53.5	-3.7	-17.8	-11.6	-6.7	3.4	-0.8	17.5	-5.5	9.3	-7.4	12.6			
영업이익증가율	YoY	-49.7	-72.8	-70.9	적전	적전	적전	-77.6	흑전	흑전	흑전	341.6	55.6	-94.1	-87.7	2,651.7
	QoQ	-62.7	-7.2	-38.4	적전	적지	적지	흑전	186.2	4.4	29.4	14.1	0.9			
영업이익률		3.4	3.3	2.5	-9.3	-1.4	-0.8	0.6	1.6	1.7	2.1	2.6	2.3	0.6	0.1	2.2
순이익률		2.8	1.5	5.2	-7.0	-0.8	-0.2	0.6	1.1	1.3	1.3	2.2	2.4	1.0	0.2	1.8

주: 현대중공업의 2016년 영업실적은 분할 전 기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대미포조선(010620)

Buy, 적정주가 125,000 원

순현금 재무상태 + 매출 성장 +  
수주목표 상향 = PBR 1.0 배

## 높아진 수주 목표, 가벼워진 발걸음

현대미포조선은 10월 11일 보유중인 현대중공업 지분 7.98% 중 3.18%(180만주)를 2,544억원에 매각했다. 해당지분의 최초취득가액은 703억원으로 추정되어 4분기 매각차익 1,841억원이 영업외수지로 반영될 전망이다. 11월 9일 하이투자증권을 4,500억원에 매각했고, 잔여 현대중공업 지분 4.8%도 상반기 중에 매각하면서 그룹 지배구조 상의 순환출자를 해소시킬 전망이다.

4분기 신규 수주분에 대한 공사손실충당금을 293억원 설정하여 일시적인 영업적자는 불가피하나, 금융계열사를 제외한 조선부문의 2018년 매출액은 전년대비 14.2% 증가할 전망이다. 2017년말 연결기준 3,684억원의 순현금상태로 추정, 동종업계에서 가장 안정적인 재무구조가 돋보인다. 2018년 매출이 증가하는 유일한 조선업체로서 수주목표도 전년대비 29.8% 상향한 30억달러로 제시했다.

현대미포조선의 주가 상승을 제한해온 주요인은 그룹 지배구조 개편의 과정에서 보유자산의 할인 매각이나 현금유출의 우려였다고 판단한다. 현대중공업의 유상증자와 현대오일뱅크의 IPO 추진은 이러한 우려가 해소되는 시발점으로 본다.

표22 현대미포조선 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	582	927	-37.1	861	-32.4	667	-12.7
영업이익	-24	38	적전	28	적전	11	적전
세전이익	130	45	188.3	44	192.5	69	89.3
지배순이익	90	35	155.9	135	-33.6	88	1.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 현대미포조선의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	
매출액	986	861	699	582	626	710	701	712	760	707	734	835	3,128	2,749	3,036	
영업이익	51	28	65	-24	4	13	20	27	31	32	37	42	121	64	143	
세전이익	46	44	229	130	13	13	16	27	35	29	32	39	450	69	134	
순이익	36	135	171	85	10	10	12	21	27	22	24	29	428	53	103	
지배주주순이익	32	136	166	90	10	9	12	21	27	22	24	29	423	52	102	
매출액증가율	YoY	-13.9	-18.5	-24.6	-46.7	-36.5	-17.6	0.3	22.3	21.4	-0.3	4.7	17.2	-25.9	-12.1	10.4
	QoQ	-9.8	-12.6	-18.9	-16.6	7.5	13.3	-1.2	1.7	6.7	-6.9	3.7	13.8			
영업이익증가율	YoY	-11.1	-62.3	69.9	적전	-92.0	-55.2	-69.1	흑전	668.5	156.9	83.7	54.1	-41.8	-46.8	122.5
	QoQ	36.8	-45.4	133.0	적전	흑전	206.9	60.5	36.8	14.0	2.6	14.8	14.8			
영업이익률		5.2	3.2	9.3	-4.1	0.7	1.8	2.9	3.9	4.1	4.5	5.0	5.1	3.9	2.3	4.7
순이익률		3.6	15.7	24.5	14.7	1.6	1.4	1.7	2.9	3.5	3.1	3.3	3.5	13.7	1.9	3.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 현대건설기계(267270)

Buy, 적정주가 250,000 원

신흥시장의 호조세 확대의 최대 수혜주, 경쟁사대비 안정적인 재무구조와 고른 M/S 확보

## 이익 성장의 출발 시점

4분기 매출액 5,924억원, 영업이익 395억원, 영업이익률 6.7%로 컨센서스에 부합하는 실적을 예상한다. 12월 15일 현대중공업으로부터 인도법인 지분 100%를 668억원에 취득한 이후, 1월 15일 중국법인(현대중공투자유한공사) 지분 60%도 2,216억원에 취득했다. 유상증자를 통해 조달한 3,788억원을 분할 시 미인수했던 해외법인의 지분매입에 대부분 재투자, 신흥 시장 핵심인 중국·인도시장의 시장점유율 확대가 기대되는 시점이다.

시장점유율 2위의 위치를 확고히 하고 있는 인도시장은 2018년에도 20%이상의 고속성장이 예상되며, 2017년 굴삭기 판매가 2011년 이후 6년만에 13만대를 넘어선 중국시장도 15% 이상의 성장 가능성이 열려있다. 2년간 침체가 지속되던 중동시장도 2017년 하반기부터 성장세로 전환했다. 2017년 3분기에는 내수시장에서도 2위의 자리를 확고히 했다.

2018년은 매출액 3조 2,006억원(+26.3% YoY), 영업이익 2,208억원(+36.2% YoY)의 본격적인 성장세가 기대된다. 해외법인의 인수를 통한 시너지 효과가 실적에 반영될 시기다. 투자의견 Buy를 유지하고, 유·무상증자의 희석효과(43.7%, 충발행주식수 987.6만주)를 반영하여 적정주가는 25만원을 제시한다.

표24 현대건설기계 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	592	365	62.2	613	-3.4	586	1.0
영업이익	39	15	156.3	44	-10.8	40	-1.9
세전이익	39	24	61.9	43	-8.7	33	16.7
지배순이익	30	18	62.7	33	-8.2	24	23.8

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표25 현대건설기계의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	
매출액	644	683	613	592	815	849	781	755	883	928	844	815	2,533	3,200	3,470	
영업이익	43	36	44	39	54	60	53	54	67	66	67	64	162	221	265	
세전이익	32	34	43	39	51	58	51	54	64	64	65	64	148	213	258	
순이익	25	27	33	30	39	44	39	41	49	49	50	49	115	163	197	
매출액증가율	YoY	46.4	45.5	46.9	62.2	26.5	24.3	27.4	27.4	8.3	9.3	8.0	8.0	49.7	26.3	8.4
	QoQ	76.4	6.0	-10.2	-3.4	37.7	4.1	-8.0	-3.4	17.1	5.1	-9.1	-3.4			
영업이익증가율	YoY	46.9	13.6	24.6	156.3	27.1	67.5	18.8	37.2	24.0	10.4	27.5	18.8	45.5	36.2	19.9
	QoQ	176.6	-16.0	23.6	-10.8	37.2	10.7	-12.4	3.1	24.0	-1.5	1.3	-4.0			
영업이익률		6.6	5.2	7.2	6.7	6.6	7.1	6.7	7.2	7.6	7.1	7.9	7.9	6.4	6.9	7.6
순이익률		3.9	3.9	5.3	5.1	4.8	5.2	5.0	5.4	5.5	5.3	5.9	6.0	4.5	5.1	5.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대일렉트릭(267260)

Buy, 적정주가 160,000 원

미국 변압기 반덤핑관세 이슈가  
유일한 불확실성 리스크, 20%  
이상의 본격적인 성장기 전망

## 변화의 모습을 보여줄 2018년

4분기 매출액 4,997억원(+6.5% QoQ), 영업이익 319억원(+5.1% QoQ), 영업이익률 6.4%로 컨센서스를 다소 하회하는 실적을 예상한다. 12월 15일 현대중공업으로부터 불가리아법인 지분을 336억원에 취득했다. 이를 통해 99.09% 지분을 확보, 중동과 CIS 시장의 전진기지로 활용할 전망이다. 유상증자를 통해 조달한 2,641억원은 변압기 스마트공장 구축에 1,100억원, 중저압차단기 공장 신설에 700억원, 운영 System 개선과 정보인프라 고도화에 200억원을 투자할 계획이다.

언론에 따르면 최근 미 상무부는 현대일렉트릭이 지난 2013년 8월부터 1년간 미국에 수출했던 대형변압기에 대해 최대 25%의 반덤핑관세를 부과하기 위해, 현대일렉트릭에 관련 의견서를 1월까지 제출하라고 요구했다. 2016년의 결정 관세율인 4% 대비 21%p 상향된 수준으로 현대일렉트릭은 반덤핑관세와 관련한 의견서를 미국 국제무역법원(CIT)에 제출할 예정이다. 관세부과가 최종 확정되지 않은 상황에서 충당금 규모를 예측하기는 어렵지만, 불확실성은 남아 있다.

반덤핑관세 이슈를 배제하면, 2018년에는 매출액 2조 3,518억원(+22.6% YoY), 영업이익 1,627억원(+19.4% YoY)의 본격적인 성장세가 기대된다. 투자의견 Buy를 유지하고, 유·무상증자의 희석효과(51.4%, 충발행주식수 1,020.6만주)를 반영하여 적정주가는 16만원을 제시한다.

표26 현대일렉트릭 4Q17 Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	500	519	-3.8	469	6.5	539	-7.3
영업이익	32	46	-30.2	30	5.1	43	-25.4
세전이익	29	76	-62.3	29	-2.6	42	-31.4
지배순이익	22	59	-62.7	23	-2.7	31	-28.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표27 현대일렉트릭의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	
매출액	459	491	469	500	533	616	559	644	576	641	596	661	1,919	2,352	2,473	
영업이익	43	31	30	32	42	42	34	45	51	43	39	46	136	163	179	
세전이익	15	29	29	29	39	30	23	51	49	32	28	53	102	144	163	
순이익	12	22	23	22	30	23	17	39	38	25	22	40	78	110	124	
매출액증가율	YoY	8.4	9.3	16.2	-3.8	16.2	25.5	19.1	28.8	8.0	4.0	6.7	2.6	6.9	22.6	5.2
	QoQ	-11.7	7.1	-4.5	6.5	6.7	15.6	-9.4	15.3	-10.5	11.2	-7.0	10.8			
영업이익증가율	YoY	-23.9	1.0	-13.8	-30.2	-4.1	36.1	12.8	41.7	22.9	3.1	13.7	1.5	-19.0	19.4	9.9
	QoQ	-5.0	-29.5	-0.9	5.1	30.5	0.1	-17.8	32.0	13.2	-16.0	-9.4	17.8			
영업이익률		9.5	6.2	6.5	6.4	7.8	6.8	6.1	7.0	8.9	6.7	6.5	6.9	7.1	6.9	7.2
순이익률		2.6	4.4	4.8	4.4	5.6	3.7	3.1	6.1	6.6	3.8	3.6	6.1	4.1	4.7	5.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대로보텍스 (267250)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>18,491.3</b>	<b>22,924.7</b>	<b>24,405.0</b>	<b>25,137.2</b>	
매출액증가율 (%)		24.0	6.5	3.0	
매출원가	16,145.0	20,031.9	21,070.4	21,702.5	
매출총이익	2,346.4	2,892.8	3,334.7	3,434.7	
판매관리비	739.7	917.0	976.2	1,005.5	
<b>영업이익</b>	<b>1,606.7</b>	<b>1,975.8</b>	<b>2,358.5</b>	<b>2,429.2</b>	
영업이익률	8.7	8.6	9.7	9.7	
금융손익	379.8	-249.2	-237.3	-213.6	
종속/관계기업손익	20.0	25.0	31.3	39.1	
기타영업외손익	-102.4	-19.0	-18.1	-17.2	
세전계속사업이익	1,904.1	1,732.7	2,134.4	2,237.5	
법인세비용	95.2	407.2	501.6	525.8	
<b>당기순이익</b>	<b>1,808.9</b>	<b>1,325.5</b>	<b>1,632.8</b>	<b>1,711.7</b>	
지배주주지분 순이익	1,664.2	1,219.5	1,502.2	1,574.8	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-1,023.7</b>	<b>1,676.1</b>	<b>1,549.8</b>	<b>1,851.9</b>	
당기순이익(순실)	1,808.9	1,325.5	1,632.8	1,711.7	
유형자산상각비	242.3	243.1	244.2	245.7	
무형자산상각비	12.3	11.9	11.5	11.1	
운전자본의 증감	-2,769.7	-128.5	-544.7	-291.1	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6,348.8</b>	<b>-935.1</b>	<b>-621.1</b>	<b>-532.8</b>	
유형자산의증가(CAPEX)	-600.0	-515.0	-530.5	-546.4	
투자자산의감소(증가)	-4,446.9	-480.3	-129.3	-37.9	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>13,557.2</b>	<b>-371.5</b>	<b>-734.4</b>	<b>-1,012.6</b>	
차입금의 증감	6,837.3	-100.0	-399.8	-700.0	
자본의 증가	6,856.7	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	1,101.0	369.6	194.3	306.5	
기초현금	0.0	1,101.0	1,470.5	1,664.9	
기말현금	1,101.0	1,470.5	1,664.9	1,971.4	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>6,799.6</b>	<b>7,283.1</b>	<b>8,228.1</b>	<b>8,928.4</b>	
현금및현금성자산	1,101.0	1,470.5	1,664.9	1,971.4	
매출채권	1,277.4	1,303.0	1,471.2	1,559.5	
재고자산	2,091.2	2,133.0	2,408.5	2,553.0	
<b>비유동자산</b>	<b>12,847.9</b>	<b>13,571.4</b>	<b>13,966.1</b>	<b>14,293.3</b>	
유형자산	6,575.7	6,847.6	7,133.9	7,434.6	
무형자산	1,660.4	1,609.4	1,560.0	1,512.1	
투자자산	4,466.9	4,972.1	5,132.7	5,209.7	
<b>자산총계</b>	<b>19,647.5</b>	<b>20,854.5</b>	<b>22,194.2</b>	<b>23,221.7</b>	
<b>유동부채</b>	<b>5,750.5</b>	<b>5,794.1</b>	<b>5,637.7</b>	<b>5,208.8</b>	
매입채무	1,970.5	2,009.9	2,139.7	2,203.9	
단기차입금	1,989.8	1,889.8	1,789.8	1,589.8	
유동성장기부채	800.0	1,000.0	900.0	700.0	
<b>비유동부채</b>	<b>3,817.0</b>	<b>3,728.0</b>	<b>3,664.4</b>	<b>3,482.3</b>	
사채	1,339.4	1,109.4	674.6	674.6	
장기차입금	1,928.1	2,058.1	2,393.1	2,193.1	
<b>부채총계</b>	<b>9,567.5</b>	<b>9,522.1</b>	<b>9,302.1</b>	<b>8,691.0</b>	
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	
자본잉여금	6,775.3	6,775.3	6,775.3	6,775.3	
기타포괄이익누계액	197.8	197.8	197.8	197.8	
이익잉여금	1,342.7	2,489.0	3,918.1	5,419.8	
비지배주주지분	2,172.4	2,278.4	2,409.0	2,546.0	
<b>자본총계</b>	<b>10,080.0</b>	<b>11,332.4</b>	<b>12,892.1</b>	<b>14,530.7</b>	

## Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,135,369	1,407,581	1,498,472	1,543,426	
EPS(지배주주)	102,179	74,875	92,234	96,690	
CFPS	113,056	135,804	159,400	163,866	
EBITDAPS	114,284	136,970	160,509	164,918	
BPS	485,530	555,916	643,661	735,862	
DPS	0	0	5,000	5,000	5,000
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.1	1.1	
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3.7	6.0	4.9	4.7	
PCR	3.4	3.3	2.8	2.8	
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	
EBITDA	1,861.3	2,230.8	2,614.1	2,686.0	
EV/EBITDA	7.5	6.6	5.4	5.0	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.0	14.4	15.4	14.0	
EBITDA 이익률	10.1	9.7	10.7	10.7	
부채비율	94.9	84.0	72.2	59.8	
금융비용부담률	0.7	1.2	1.1	1.0	
이자보상배율(x)	11.7	7.3	9.0	10.1	
매출채권회전율(x)	14.5	17.8	17.6	16.6	
재고자산회전율(x)	8.8	10.9	10.7	10.1	

## 삼성중공업 (010140)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	10,414.2	7,920.6	5,133.8	7,247.1	7,772.2
매출액증가율 (%)	7.2	-23.9	-35.2	41.2	7.2
매출원가	9,939.1	7,934.2	4,941.7	6,629.0	7,076.0
매출총이익	475.1	-13.6	192.1	618.1	696.2
판매관리비	622.3	475.2	462.0	434.8	466.3
영업이익	-147.2	-488.8	-269.9	183.3	229.9
영업이익률	-1.4	-6.2	-5.3	2.5	3.0
금융손익	-97.2	-41.2	-23.9	-13.6	-1.0
증속/관계기업손익	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타영업외손익	175.9	68.5	56.4	45.2	41.5
세전계속사업이익	-68.9	-461.9	-237.8	214.6	270.0
법인세비용	69.8	13.9	-64.7	55.8	70.2
당기순이익	-138.8	-475.8	-173.1	158.8	199.8
지배주주지분 순이익	-121.2	-523.4	-174.9	160.4	201.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-1,554.8	1,203.7	441.8	376.6	565.7
당기순이익(손실)	-138.8	-475.8	-173.1	158.8	199.8
유형자산상각비	287.6	291.5	281.4	268.3	254.9
무형자산상각비	29.2	23.2	22.4	21.5	20.6
운전자본의 증감	-2,140.4	1,377.9	323.8	-61.4	103.8
투자활동 현금흐름	129.5	201.3	90.5	-409.1	-186.8
유형자산의증가(CAPEX)	-207.1	-125.0	-114.5	-110.4	-106.7
투자자산의감소(증가)	385.3	11.7	14.8	-87.8	-22.1
재무활동 현금흐름	1,391.7	-1,244.4	-422.6	-156.2	-213.8
차입금의 증감	124.6	-1,244.4	-422.6	-156.2	-213.8
자본의 증가	1,130.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.6	160.5	109.6	-188.6	165.1
기초현금	983.5	984.1	1,144.6	1,254.2	1,065.5
기말현금	984.1	1,144.6	1,254.2	1,065.5	1,230.6

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,950.8	7,739.0	6,859.4	7,791.9	8,200.6
현금및현금성자산	984.1	1,144.6	1,254.2	1,065.5	1,230.6
매출채권	389.3	311.4	264.7	317.6	329.1
재고자산	1,226.1	980.9	833.7	1,000.5	1,036.7
비유동자산	7,266.7	7,064.7	6,860.0	6,767.9	6,638.0
유형자산	6,442.4	6,276.0	6,109.0	5,951.2	5,803.0
무형자산	96.1	92.9	89.5	86.1	82.6
투자자산	239.8	227.6	212.4	299.9	321.6
자산총계	17,217.5	14,803.6	13,719.4	14,559.8	14,838.6
유동부채	9,045.7	8,358.6	7,598.7	8,283.2	8,411.5
매입채무	1,320.7	1,004.5	651.1	919.1	985.7
단기차입금	2,693.8	1,893.8	1,743.8	1,593.8	1,443.8
유동성장기부채	1,158.7	2,158.7	2,208.7	2,158.7	2,108.7
비유동부채	1,896.4	657.2	516.5	522.9	482.1
사채	499.4	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	975.5	275.5	225.5	175.5	125.5
부채총계	10,942.2	9,015.8	8,115.2	8,806.2	8,893.7
자본금	1,950.6	1,950.6	1,950.6	1,950.6	1,950.6
자본잉여금	758.4	758.4	758.4	758.4	758.4
기타포괄이익누계액	1,006.0	994.4	983.9	974.4	965.9
이익잉여금	3,519.6	2,996.2	2,821.4	2,981.8	3,183.6
비지배주주지분	11.0	58.6	60.3	58.7	56.7
자본총계	6,275.3	5,787.9	5,604.2	5,753.6	5,945.0

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
SPS	37,218	20,309	13,164	18,582	19,929
EPS(지배주주)	-433	-1,342	-448	411	518
CFPS	2,123	-339	191	1,313	1,402
EBITDAPS	606	-447	87	1,213	1,296
BPS	16,058	14,686	14,211	14,598	15,094
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-21.4	-5.5	-20.1	21.9	17.4
PCR	4.4	-21.7	47.2	6.9	6.4
PSR	0.2	0.4	0.7	0.5	0.5
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA	169.7	-174.1	33.9	473.1	505.4
EV/EBITDA	44.5	-33.0	178.8	12.4	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.3	-8.7	-3.1	2.9	3.5
EBITDA 이익률	1.6	-2.2	0.7	6.5	6.5
부채비율	174.4	155.8	144.8	153.1	149.6
금융비용부담률	0.7	0.8	1.0	0.7	0.6
이자보상배율(X)	-2.1	-7.8	-5.0	3.6	4.7
매출채권회전율(X)	28.2	22.6	17.8	24.9	24.0
재고자산회전율(X)	7.8	7.2	5.7	7.9	7.6

## 현대중공업 (009540)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	39,317.3	16,603.0	13,381.7	15,169.8	17,910.3
매출액증가율 (%)	-15.0	-57.8	-19.4	13.4	18.1
매출원가	34,752.6	15,271.2	12,433.0	13,779.1	16,130.8
매출총이익	4,564.7	1,331.8	948.7	1,390.7	1,779.4
판매관리비	2,922.8	1,234.3	936.7	1,061.9	1,253.7
영업이익	1,641.9	97.5	12.0	328.8	525.7
영업이익률	4.2	0.6	0.1	2.2	2.9
금융손익	-416.1	555.7	150.3	149.7	146.4
증속/관계기업손익	69.2	34.6	20.8	19.7	18.7
기타영업외손익	-209.0	-478.6	-142.0	-143.4	-144.4
세전계속사업이익	1,085.9	209.3	41.1	354.8	546.4
법인세비용	429.2	41.9	9.7	83.4	128.4
당기순이익	656.7	3,039.7	31.4	271.4	418.0
지배주주지분 순이익	545.1	2,766.1	28.7	249.4	385.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,766.7	6,904.0	-230.6	882.5	1,318.9
당기순이익(손실)	656.7	3,039.7	31.4	271.4	418.0
유형자산상각비	785.2	333.2	332.5	330.3	330.4
무형자산상각비	106.7	17.8	16.3	15.0	13.7
운전자본의 증감	-8.1	4,212.0	-433.7	440.7	723.1
투자활동 현금흐름	-678.5	10,688.4	302.9	-644.1	-858.3
유형자산의증가(CAPEX)	-1,144.4	-636.0	-553.2	-516.0	-591.1
투자자산의감소(증가)	994.8	145.1	145.1	-30.2	-63.9
재무활동 현금흐름	-875.9	-17,215.6	-433.3	-136.3	58.0
차입금의 증감	-567.6	-9,883.7	-429.9	-133.0	61.3
자본의 증가	0.0	-311.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,221.6	-521.4	-345.0	118.7	535.5
기초현금	3,105.3	4,326.9	3,805.5	3,460.5	3,579.2
기말현금	4,326.9	3,805.5	3,460.5	3,579.2	4,114.6

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	26,036.7	16,707.4	14,610.2	15,473.8	17,083.7
현금및현금성자산	4,326.9	3,805.5	3,460.5	3,579.2	4,114.6
매출채권	4,294.7	1,717.9	1,484.6	1,583.8	1,726.8
재고자산	3,907.3	1,562.9	1,350.7	1,440.9	1,571.1
비유동자산	23,212.5	13,828.2	13,870.3	14,132.2	14,504.6
유형자산	19,011.3	11,780.1	12,000.7	12,186.5	12,447.2
무형자산	1,963.0	358.1	338.5	320.4	303.6
투자자산	970.7	579.7	467.3	529.7	625.4
자산총계	49,249.2	30,535.6	28,480.5	29,606.0	31,588.3
유동부채	23,237.2	15,521.6	13,508.0	14,159.2	15,417.0
매입채무	2,697.8	1,025.2	826.3	936.7	1,105.9
단기차입금	6,817.8	5,002.8	4,802.8	4,602.8	4,502.8
유동성장기부채	3,546.9	1,686.9	1,586.9	1,486.9	1,386.9
비유동부채	8,122.3	2,611.7	2,520.0	2,704.4	2,992.3
사채	3,145.8	395.8	395.8	395.8	395.8
장기차입금	2,382.8	282.8	382.8	482.8	582.8
부채총계	31,359.4	18,133.3	16,028.1	16,863.6	18,409.3
자본금	380.0	283.3	283.3	283.3	283.3
자본잉여금	1,124.9	910.4	910.4	910.4	910.4
기타포괄이익누계액	1,937.4	1,586.9	1,605.6	1,624.2	1,642.8
이익잉여금	13,433.4	16,199.6	16,228.3	16,477.6	16,863.4
비지배주주지분	1,953.3	1,376.9	1,379.6	1,401.6	1,433.9
자본총계	17,889.8	12,402.3	12,452.4	12,742.4	13,179.0

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
SPS	517,333	269,042	236,153	267,708	316,071
EPS(지배주주)	7,173	44,823	507	4,401	6,808
CFPS	40,236	44,752	3,713	9,203	12,626
EBITDAPS	33,338	7,267	6,367	11,895	15,349
BPS	209,690	194,571	195,408	200,136	207,272
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.9	2.2	268.2	30.9	20.0
PCR	3.2	2.2	36.6	14.8	10.8
PSR	0.2	0.4	0.6	0.5	0.4
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDA	2,533.7	448.5	360.8	674.0	869.8
EV/EBITDA	9.0	19.3	30.8	15.8	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	20.5	0.3	2.2	3.3
EBITDA 이익률	6.4	2.7	2.7	4.4	4.9
부채비율	175.3	146.2	128.7	132.3	139.7
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(X)	7.0	0.9	0.2	4.7	7.6
매출채권회전율(X)	9.2	5.5	8.4	9.9	10.8
재고자산회전율(X)	9.4	6.1	9.2	10.9	11.9

## 현대미포조선 (010620)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	4,219.6	3,127.6	2,749.1	3,035.9	3,212.0
매출액증가율 (%)	-9.3	-25.9	-12.1	10.4	5.8
매출원가	3,668.5	2,709.8	2,437.5	2,623.5	2,736.0
매출총이익	551.1	417.8	311.6	412.4	476.1
판매관리비	343.6	297.1	247.4	269.6	285.3
영업이익	207.5	120.7	64.2	142.8	190.8
영업이익률	4.9	3.9	2.3	4.7	5.9
금융손익	16.9	615.1	27.3	8.2	7.1
증속/관계기업손익	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	-130.0	-286.7	-23.5	-17.6	-12.5
세전계속사업이익	95.5	450.1	69.0	134.4	186.3
법인세비용	55.9	22.5	16.2	31.6	43.8
당기순이익	39.6	427.6	52.8	102.8	142.6
지배주주지분 순이익	34.6	423.3	52.3	101.8	141.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	529.7	-125.1	-8.4	227.7	230.2
당기순이익(손실)	39.6	427.6	52.8	102.8	142.6
유형자산상각비	50.5	54.2	56.6	49.7	46.2
무형자산상각비	1.9	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	237.1	-241.7	-80.0	94.9	60.8
투자활동 현금흐름	107.6	1,663.9	238.1	-84.1	-41.5
유형자산의증가(CAPEX)	-30.3	-459.0	-16.9	-15.9	-15.0
투자자산의감소(증가)	-55.1	691.8	6.0	12.4	12.7
재무활동 현금흐름	-489.9	-1,257.8	-155.3	102.6	35.4
차입금의 증감	-113.8	-1,257.8	-155.3	102.6	35.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	147.7	282.2	75.7	247.5	225.4
기초현금	656.7	804.4	1,086.6	1,162.3	1,409.8
기말현금	804.4	1,086.6	1,162.3	1,409.8	1,635.2

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,546.3	6,630.1	6,370.4	6,780.9	7,099.7
현금및현금성자산	804.4	1,086.6	1,162.3	1,409.8	1,635.2
매출채권	37.5	56.3	52.8	54.5	55.5
재고자산	161.9	113.3	106.5	109.8	111.7
비유동자산	2,680.0	1,816.2	1,780.8	1,745.3	1,713.9
유형자산	1,126.3	1,531.2	1,491.4	1,457.7	1,426.6
무형자산	178.9	7.6	7.4	7.1	6.9
투자자산	1,296.3	200.5	206.5	206.5	206.5
자산총계	9,226.3	8,446.4	8,151.1	8,526.2	8,813.7
유동부채	5,471.9	5,461.7	5,135.7	5,405.4	5,541.1
매입채무	180.5	157.2	138.1	152.5	161.4
단기차입금	2,501.8	2,101.8	2,051.8	2,001.8	1,951.8
유동성장기부채	368.4	418.4	498.4	548.4	568.4
비유동부채	1,496.1	418.8	383.4	372.4	368.0
사채	379.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	84.6	69.6	59.6	49.6	49.6
부채총계	6,967.9	5,880.5	5,519.0	5,777.8	5,909.1
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
기타포괄이익누계액	721.3	601.2	614.7	628.2	641.8
이익잉여금	1,279.7	1,703.0	1,755.2	1,857.0	1,998.1
비지배주주지분	115.9	120.2	120.7	121.8	123.2
자본총계	2,258.4	2,565.9	2,632.1	2,748.4	2,904.6

## Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	210,978	156,380	137,453	151,793	160,602
EPS(지배주주)	1,729	21,164	2,614	5,088	7,056
CFPS	13,646	7,601	4,880	8,695	11,125
EBITDAPS	12,995	8,756	6,052	9,633	11,859
BPS	107,123	122,283	125,567	131,330	139,068
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.9	3.7	38.0	19.5	14.1
PCR	4.9	10.4	20.3	11.4	8.9
PSR	0.3	0.5	0.7	0.7	0.6
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
EBITDA	259.9	175.1	121.0	192.7	237.2
EV/EBITDA	7.8	7.6	14.2	7.6	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	18.5	2.1	4.0	5.2
EBITDA 이익률	6.2	5.6	4.4	6.3	7.4
부채비율	308.5	229.2	209.7	210.2	203.4
금융비용부담률	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(X)	6.3	5.0	3.1	7.0	9.2
매출채권회전율(X)	30.9	66.7	50.4	56.6	58.4
재고자산회전율(X)	20.2	22.7	25.0	28.1	29.0

## 현대건설기계 (267270)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,533.2</b>	<b>3,200.4</b>	<b>3,470.3</b>	<b>3,819.8</b>	
매출액증가율 (%)		26.3	8.4	10.1	
매출원가	2,041.8	2,567.7	2,763.5	3,023.3	
매출총이익	491.4	632.7	706.8	796.5	
판매관리비	329.3	411.9	442.2	481.8	
<b>영업이익</b>	<b>162.1</b>	<b>220.8</b>	<b>264.6</b>	<b>314.7</b>	
영업이익률	6.4	6.9	7.6	8.2	
금융손익	-11.8	-7.6	-6.7	-5.1	
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-2.3	-0.4	-0.4	-0.3	
세전계속사업이익	148.0	212.8	257.5	309.3	
법인세비용	33.3	50.0	60.5	72.7	
<b>당기순이익</b>	<b>114.7</b>	<b>162.8</b>	<b>197.0</b>	<b>236.6</b>	
지배주주지분 순이익	114.7	162.8	197.0	236.6	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-609.4</b>	<b>34.9</b>	<b>161.8</b>	<b>182.4</b>	
당기순이익(손실)	114.7	162.8	197.0	236.6	
유형자산상각비	16.6	16.4	16.2	16.1	
무형자산상각비	2.1	2.0	2.0	1.9	
운전자본의 증감	-756.9	-154.3	-60.5	-77.6	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-83.2</b>	<b>-16.7</b>	<b>-17.2</b>	<b>-17.0</b>	
유형자산의증가(CAPEX)	-20.0	-21.0	-22.1	-23.2	
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,042.3</b>	<b>-32.3</b>	<b>-31.9</b>	<b>-31.5</b>	
차입금의 증감	626.4	-20.0	-20.0	-20.0	
자본의 증가	430.1	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	478.6	-14.1	112.6	133.9	
기초현금	0.0	478.6	464.4	577.1	
기말현금	478.6	464.4	577.1	711.0	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,599.6</b>	<b>1,791.2</b>	<b>1,983.3</b>	<b>2,218.5</b>	
현금및현금성자산	478.6	464.4	577.1	711.0	
매출채권	404.2	510.7	553.7	609.5	
재고자산	679.6	769.1	801.5	841.9	
<b>비유동자산</b>	<b>634.6</b>	<b>637.2</b>	<b>641.0</b>	<b>646.2</b>	
유형자산	573.4	578.0	583.8	590.9	
무형자산	61.2	59.2	57.2	55.3	
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자산총계</b>	<b>2,234.2</b>	<b>2,428.4</b>	<b>2,624.3</b>	<b>2,864.6</b>	
<b>유동부채</b>	<b>745.0</b>	<b>776.0</b>	<b>781.1</b>	<b>790.1</b>	
매입채무	258.4	292.5	304.8	320.1	
단기차입금	460.3	450.3	440.3	430.3	
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>비유동부채</b>	<b>245.5</b>	<b>245.9</b>	<b>239.7</b>	<b>234.5</b>	
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	166.1	156.1	146.1	136.1	
<b>부채총계</b>	<b>990.5</b>	<b>1,022.0</b>	<b>1,020.9</b>	<b>1,024.6</b>	
자본금	49.4	49.4	49.4	49.4	
자본잉여금	380.8	380.8	380.8	380.8	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	114.7	277.4	474.4	711.1	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	<b>1,243.7</b>	<b>1,406.5</b>	<b>1,603.5</b>	<b>1,840.1</b>	

## Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	256,495	324,050	351,374	386,763	
EPS(지배주주)	11,610	16,481	19,947	23,958	
CFPS	18,303	24,221	28,639	33,686	
EBITDAPS	18,303	24,221	28,639	33,686	
BPS	125,925	142,406	162,353	186,312	
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.6	11.7	9.7	8.1	
PCR	9.2	8.0	6.7	5.7	
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	
PBR	1.3	1.4	1.2	1.0	
EBITDA	180.8	239.2	282.9	332.7	
EV/EBITDA	10.1	8.6	6.8	5.3	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.2	12.3	13.1	13.7	
EBITDA 이익률	7.1	7.5	8.2	8.7	
부채비율	79.6	72.7	63.7	55.7	
금융비용부담률	0.6	0.4	0.3	0.3	
이자보상배율(x)	11.4	17.9	22.2	27.3	
매출채권회전율(x)	6.3	7.0	6.5	6.6	
재고자산회전율(x)	3.7	4.4	4.4	4.6	

## 현대일렉트릭 (267260)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,918.6</b>	<b>2,351.8</b>	<b>2,473.4</b>	<b>2,540.8</b>	
매출액증가율 (%)		22.6	5.2	2.7	
매출원가	1,590.5	1,956.3	2,052.1	2,105.7	
매출총이익	328.1	395.5	421.3	435.1	
판매관리비	191.9	232.8	242.4	246.5	
<b>영업이익</b>	<b>136.2</b>	<b>162.7</b>	<b>178.9</b>	<b>188.6</b>	
영업이익률	7.1	6.9	7.2	7.4	
금융손익	-5.0	-9.8	-9.1	-7.9	
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-29.1	-9.3	-7.3	-5.3	
세전계속사업이익	102.2	143.6	162.5	175.4	
법인세비용	24.0	33.8	38.2	41.2	
<b>당기순이익</b>	<b>78.2</b>	<b>109.9</b>	<b>124.3</b>	<b>134.2</b>	
지배주주지분 순이익	78.2	109.9	124.3	134.2	

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-690.1</b>	<b>55.7</b>	<b>136.4</b>	<b>133.9</b>	
당기순이익(손실)	78.2	109.9	124.3	134.2	
유형자산상각비	18.0	17.7	17.5	17.3	
무형자산상각비	2.0	1.9	1.8	1.8	
운전자본의 증감	-822.3	-92.8	-23.7	-32.5	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-104.1</b>	<b>-24.6</b>	<b>-23.0</b>	<b>-21.2</b>	
유형자산의증가(CAPEX)	-18.0	-18.9	-19.9	-20.8	
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,683.0</b>	<b>-23.4</b>	<b>-23.2</b>	<b>-42.8</b>	
차입금의 증감	674.9	-10.0	-10.0	-30.0	
자본의 증가	332.5	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	359.8	7.7	90.1	69.9	
기초현금	0.0	359.8	367.5	457.7	
기말현금	359.8	367.5	457.7	527.6	

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,626.3	1,777.0	1,903.6	2,013.0	
현금및현금성자산	359.8	367.5	457.7	527.6	
매출채권	734.4	817.4	838.5	861.4	
재고자산	456.4	507.9	521.0	535.3	
비유동자산	585.9	585.2	585.7	587.5	
유형자산	529.1	530.2	532.6	536.1	
무형자산	56.8	54.9	53.1	51.3	
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자산총계</b>	<b>2,212.2</b>	<b>2,362.2</b>	<b>2,489.3</b>	<b>2,600.4</b>	
유동부채	643.6	716.0	694.3	648.8	
매입채무	216.6	241.1	247.3	250.7	
단기차입금	306.3	356.3	336.3	316.3	
유동성장기부채	50.0	40.0	30.0	0.0	
비유동부채	475.6	443.3	467.8	490.2	
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	318.6	268.6	288.6	308.6	
<b>부채총계</b>	<b>1,119.1</b>	<b>1,159.3</b>	<b>1,162.1</b>	<b>1,139.0</b>	
자본금	51.1	51.1	51.1	51.1	
자본잉여금	281.4	281.4	281.4	281.4	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	78.2	188.0	312.3	446.5	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	<b>1,093.1</b>	<b>1,202.9</b>	<b>1,327.2</b>	<b>1,461.4</b>	

### Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	187,989	230,435	242,350	248,960	
EPS(지배주주)	7,659	10,765	12,181	13,149	
CFPS	15,302	17,864	19,420	20,344	
EBITDAPS	15,302	17,864	19,420	20,344	
BPS	107,101	117,865	130,046	143,195	
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.9	11.0	9.7	9.0	
PCR	7.5	6.6	6.1	5.8	
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	
EBITDA	156.2	182.3	198.2	207.6	
EV/EBITDA	9.5	8.3	7.1	6.3	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.2	9.6	9.8	9.6	
EBITDA 이익률	8.1	7.8	8.0	8.2	
부채비율	102.4	96.4	87.6	77.9	
금융비용부담률	0.4	0.6	0.5	0.5	
이자보상배율(x)	20.2	12.1	13.6	14.7	
매출채권회전율(x)	2.6	3.0	3.0	3.0	
재고자산회전율(x)	4.2	4.9	4.8	4.8	

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 현대로보티스 (267250) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

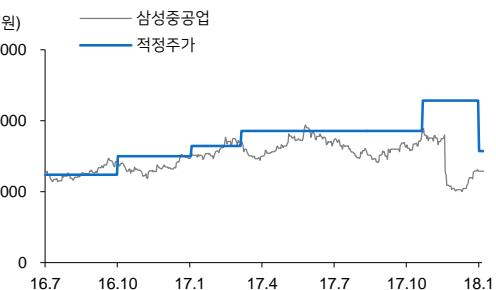
추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	455,000	김현	-9.3	-5.1	
2017.06.13	기업브리프	Buy	455,000	김현	-10.1	-5.1	
2017.06.22	기업브리프	Buy	455,000	김현	-11.6	-5.1	
2017.07.26	산업브리프	Buy	475,000	김현	-8.0	-2.4	
2017.08.02	산업브리프	Buy	545,000	김현	-13.9	-10.8	
2017.08.21	산업브리프	Buy	545,000	김현	-18.8	-10.8	
2017.11.01	산업브리프	Buy	620,000	김현	-35.0	-29.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	620,000	김현	-34.8	-26.6	
2018.01.17	산업브리프	Buy	620,000	김현	-	-	

현대로보티스
적정주가

## 삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

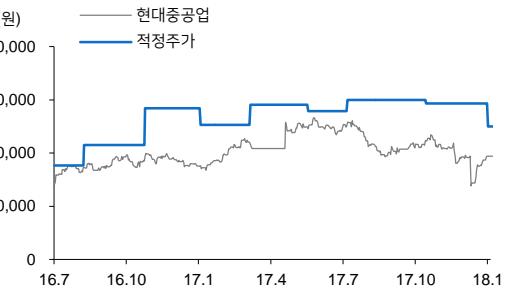
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Hold	10,000	김현	2.3	18.7	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-7.2	-4.3	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-10.4	-4.3	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	10,500	김현	-9.9	1.4	
2017.01.24	산업브리프	Trading Buy	11,500	김현	-3.0	7.4	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	13,000	김현	-13.8	-2.3	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	13,000	김현	-12.2	4.6	
2017.11.08	기업브리프	Buy	16,000	김현	-22.2	-17.2	
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김현	-38.8	-17.2	
2018.01.17	산업브리프	Buy	11,000	김현	-	-	



## 현대중공업 (009540) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	140,000	김현	-6.1	-0.4	
2016.09.01	기업브리프	Buy	170,000	김현	-15.7	-8.5	
2016.10.27	기업브리프	Buy	170,000	김현	-15.7	-8.5	
2016.11.16	산업분석	Buy	225,000	김현	-34.3	-29.8	
2017.01.24	산업브리프	Buy	200,000	김현	-29.9	-26.8	
2017.02.10	기업브리프	Buy	200,000	김현	-21.6	-10.3	
2017.03.27	산업분석	Buy	230,000	김현	-28.1	-25.7	
2017.05.08	산업분석	Buy	230,000	김현	-22.8	-11.3	
2017.06.07	산업분석	Buy	195,000	김현	-10.6	-4.4	
2017.07.26	산업브리프	Buy	210,000	김현	-14.5	-13.1	
2017.08.02	산업브리프	Buy	210,000	김현	-17.7	-13.1	
2017.08.21	산업브리프	Buy	210,000	김현	-27.1	-13.1	
2017.11.01	산업브리프	Buy	205,000	김현	-25.4	-20.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	205,000	김현	-32.1	-20.0	
2018.01.17	산업브리프	Buy	175,000	김현	-	-	



## 현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

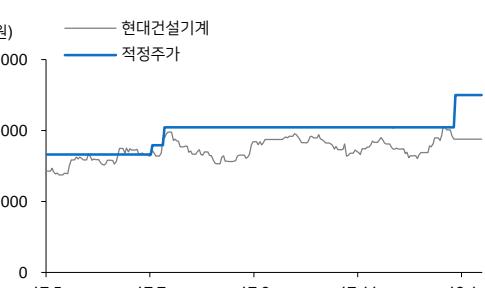
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Buy	90,000	김현	-11.6	-7.1	
2016.09.08	기업브리프	Buy	90,000	김현	-15.9	-7.1	
2016.11.16	산업분석	Buy	90,000	김현	-20.0	-7.1	
2017.01.24	산업브리프	Buy	78,000	김현	-11.9	14.7	
2017.03.27	산업분석	Buy	105,000	김현	-12.9	-1.4	
2017.06.07	산업분석	Buy	117,000	김현	-7.7	2.6	
2017.07.26	산업브리프	Buy	130,000	김현	-14.4	-12.7	
2017.08.02	산업브리프	Buy	130,000	김현	-17.2	-12.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	130,000	김현	-22.5	-12.7	
2017.11.01	산업브리프	Buy	130,000	김현	-22.4	-12.7	
2017.11.27	산업분석	Buy	130,000	김현	-24.2	-12.7	
2018.01.17	산업브리프	Buy	125,000	김현	-	-	



## 현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	362,000	김현	-4.7	5.2	
2017.07.26	산업브리프	Buy	390,000	김현	-3.8	5.8	
2017.08.02	산업브리프	Buy	445,000	김현	-10.8	-3.4	
2017.08.21	산업브리프	Buy	445,000	김현	-13.7	-3.4	
2017.11.01	산업브리프	Buy	445,000	김현	-13.2	0.7	
2018.01.17	산업브리프	Buy	250,000	김현	-	-	



## 현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	360,000	김현	-13.3	-7.2	
2017.07.26	산업브리프	Buy	400,000	김현	-18.2	-17.1	
2017.08.02	산업브리프	Buy	400,000	김현	-19.1	-12.2	
2017.08.21	산업브리프	Buy	400,000	김현	-30.4	-12.2	
2017.11.01	산업브리프	Buy	350,000	김현	-34.2	-29.9	
2018.01.17	산업브리프	Buy	160,000	김현	-	-	

