



2018/05/04

현대중공업(009540)

신조선가 오르면, 분기 적자폭도 줄겠군

■ 1Q: 조선 저가수주 공손충, 해양 환입, 엔진 고정비부담

동사는 1분기 매출 3조 430억원(YoY -29%, QoQ -13%), 영업이익도 -1,238억원(적전, 적지), 지배주주순이익 -1,366억원으로 컨센서스 및 당사 예상치를 하회했다<표1>. 전 사업부에서 매출 감소에 따른 고정비 부담을 받고 있다. 조선은 3사에 1분기 적자수주에 따른 공사손실총당금 1,610억원을 쌓았지만 4Q의 예정원가 조절과 충당금에서 비롯된 -3,070억원에서 -1,170억원으로 적자폭은 줄었다. 해양은 아스타한스틴의 C/O와 LD 환입 등으로, 매출이 YoY 반토막 났음에도 영업이익 640억원(OPM +17.8%)로 서프라이즈였다.

■ 그렇다면 선가를 올리면 적자폭도 줄겠군요: 신조선가 인상 시도

조선 3개사가 1분기 설정한 적자수주 총당금 -1,610억원인데, 1분기 수주 4조원에 비해 -4%의 적자폭이다<표2>. 그렇다면, 향후 신조선가가 상승할 경우, 그만큼 분기 발생 충당금이 축소될 수 있는 구조이다. 연초 \$81m의 VLCC는 최근 \$87m까지 올랐고, 컨선 수주마진도 개선된 것으로 짐작된다. \$185m까지 떨어진 LNG선 신조선가도 최근 외신보도에 따르면 오퍼 가격이 올랐다 한다. 그래서 2Q부터는 조선 적자폭이 줄어드는 것으로 추정해, 2019년은 전사 영업단이 소폭 흑자, 그리고 향후 신조선가 상승과 건조량 증가(고정비 개선)로 2020년 3% 안팎의 영업이익률 도달 추정치를 유지한다<표3>.

■ 해양 물량 공백은 신조로 1년+알파 버티기로, semisubs. 기대

유일한 약점은 해양 야드 공백이다. 그러나 하반기 베트남 Block B, 북해 Rosebank FPSO를 노리고, 그 전에는 미국 Ullog사의 킹스랜딩 semisub Platform 수주도 가능하다. 설계 기간을 거쳐, 1년~1년반의 건조 공백은 불가피하지만, 해양 야드에서 신조를 하며 고정비 부담을 이길 계획이다.

■ 타겟 PBR 1.0배로, 목표주가 16만원으로 상향

알고 있는 영업적자는 악재가 아니다. 신조선가 인상을 시도해 이미 오르기 시작했고, 앞으로도 더 오를 것이다. 이는, 1) 사실상 백로그를 2년여 확보했고, 2) 한국의 3년간 200여척 자국 발주 정책은, 선주들이 “투기발주”를 고민할 정도의 압박으로 작용 중이기 때문이다. P가 오른다. 타겟 PBR을 기준 0.9배에서 1.0배로 올리고, 목표주가도 16만원으로 상향한다<표4>.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원
종가(2018/05/03)	119,500원

Stock Indicator

자본금	283십억원
발행주식수	6,917만주
시가총액	8,265십억원
외국인지분율	17.7%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-6,117원
BPS(2018E)	164,101원
ROE(2018E)	-4.2%
52주 주가	92,511~178,052원
60일평균거래량	348,503주
60일평균거래대금	46.3십억원

Price Trend



1Q18: 조선의 공손총(=저가수주) 지속, 그러나 선가가 오르고 있다

<표 1> 현대중공업의 1Q18 Review:

조선: 1분기 수주선의 공사손실총당금 1,610 억원(=현증 301 억원, 미포 126 억원, 삼호 1,189 억원)

해양: 아스타한스틴 C/O 348 억원과 LD 환입 540 억원으로 일회성 이익

플랜트: 슈웨이크 설치비 101 억원, 자잔 LD 발생 170 억원 등으로 손실

엔진: 4Q 의 일회성이익에 따른 기저 및 매출감소=고정비 부담으로 적자전환

현대중공업	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18@	y-y	q-q	컨센서스 04월26일	당사@	차이@/@			
	(십억원)												
매출액	4,309.2	4,245.8	3,425.1	3,488.7	3,042.5	-29%	-13%	2,890.1	2,797.1	9% △			
영업이익	141.5	148.4	66.9	-342.2	-123.8	적전	적지	-67.7	-75.7	64% ▽			
영업외	16.6	147.4	187.0	-392.5	-75.2	적전	적지	-10.6	56.1				
세전이익	158.1	295.8	253.9	-734.7	-199.0	적전	적지	-78.3	-19.6	918% ▽			
순이익	114.1	182.8	18.2	-572.3	-132.1	적전	적지	-66.0	-15.1	777% ▽			
지배주주순이익	93.0	194.3	80.2	-539.6	-136.6	적전	적지	-43.9	-13.9	881% ▽			
영업이익률	3.3%	3.5%	2.0%	-9.8%	-4.1%	-7.4%p	5.7%p	-2.3%	-2.7%	-1.4%p			
세전이익률	3.7%	7.0%	7.4%	-21.1%	-6.5%	-10.2%p	14.5%p	-2.7%	-0.7%	-5.8%p			
순이익률	2.6%	4.3%	0.5%	-16.4%	-4.3%	-7.0%p	12.1%p	-2.3%	-0.5%	-3.8%p			
지배순이익률	2.2%	4.6%	2.3%	-15.5%	-4.5%	-6.6%p	11.0%p	-1.5%	-0.5%	-4.0%p			
<hr/>													
조선(연결)													
매출액	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	QoQ 영업이익 218십억원▽			1,826				
영업이익	127	146	86	-307	-117	▷ 189.9 적자폭 축소			-49				
영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-5.4%				-2.7%				
일회성 금액				~ 공손총 -375	공손총 -161								
일회성 제외 OPM				68	44								
3.3%					2.1%								
<hr/>													
현대중공업 별도(역산)													
매출액	1,418	1,277	997	1,003	970				973				
영업이익	37.3	49.6	-4.7	-143.9	-92.2	▷ 51.8 적자폭 축소			-35				
영업이익률	2.6%	3.9%	-0.5%	-14.4%	-9.5%				-3.6%				
<hr/>													
현대삼호중공업													
매출액	734	733	725	579	637				393				
영업이익	43	52	37	-126	-48	▷ 78.2 적자폭 축소			-4				
영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%				-1.0%				
<hr/>													
현대미포조선													
매출액	751	692	518	492	545				460				
영업이익	47	44	54	-37	23	▲ 60.0 서프라이즈			-10				
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%				-2.2%				
<hr/>													
해양													
매출액	618	820	529	621	359				329				
영업이익	14	25	35	42	64	▲ 22.3 환입 지속			1				
영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%				0.4%				
<hr/>													
플랜트													
매출액	464	359	266	368	248				279				
영업이익	28	28	23	9	-23	-▼ 31.5 손실 발생			0				
영업이익률	6.0%	7.7%	8.7%	2.4%	-9.2%				0.0%				
<hr/>													
엔진기계													
매출액	268	84	187	248	103				174				
영업이익	60	8	16	36	-9				20				
영업이익률	22.5%	9.4%	8.7%	14.4%	-8.6%				11.7%				

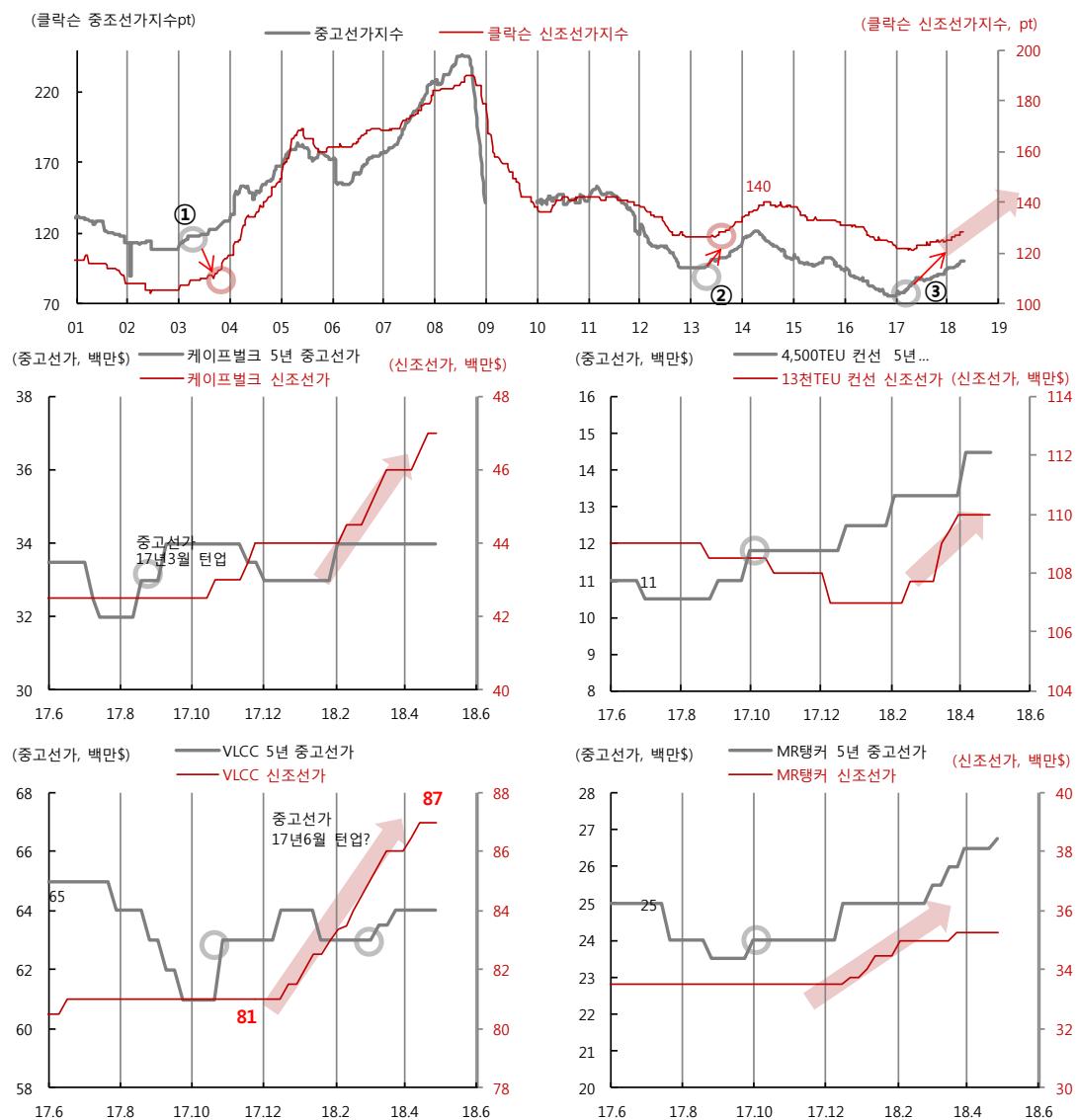
자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 1Q18 수주한 4 조원 상선에다가 -1,610 억원 공사손실충당금 설정: 평균 -4% 정도로 수주했다는 것

년도	월	현대중	현대삼호	미포	현대 3개사 수주 환율		월 수주 (십억원)	분기 / 년 수주 (십억원)
					(백만\$)	(원/달러)		
2017년	1월	391	0	47.4	438	1181.1	517.8	
	2월	367	240	134.6	742	1143.6	848.1	
	3월	5	4	297.7	307	1136.4	348.5	
	4월	42	545	425.7	1,013	1133.4	1,147.8	
	5월	847	228	167.5	1,243	1127.3	1,400.7	
	6월	6	1	436.1	443	1130.6	501.0	
	7월	145	0	205	350	1133.6	396.8	
	8월	224	0	201	425	1132.3	481.2	
	9월	805	417	8	1,230	1132.5	1,393.0	
	10월	589	715	33	1,337	1133.7	1,515.8	11,185
	11월	94	169	141	404	1103.0	445.6	-375.9 공순총
	12월	1,285	507	227	2,019	1084.1	2,188.9	-161.0 공순총
2018년	1월	213	743	126	1,082	1066.0	1,153.4	4,036
	2월	249	194	143	586	1079.1	632.4	-161.0 공순총
	3월	210	696	110	1,016	1072.4	2,249.8	-4.0% 적자 수주

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 신조선가지수 및 선종별 선가 상승세



자료: 하이투자증권 리서치

실적: 신조선가 오르면, 조선(별도) 적자폭이 축소된다

<표 3> 현대중공업 실적 예상치:

조선: 2분기부터 신조선가 상승으로 적자폭 더 축소하는 것으로 예상

해양: 추가 C/O 등의 환입 요소 없을 것으로 추정

엔진: 조업량 다시 늘면서 적자폭 축소 예상

2019년부터 고정비 부담 완화시키며 영업단 BEP

2020년은 지금 쌓고 있는 총당금과 신조선가 인상, 건조량 증가의 힘으로 OPM 3% 안팎 예상치 제시

현대중공업	1Q17				1Q18				2017				(십억원)	
	2Q17	3Q17	4Q17		2Q18	3Q18	4Q18		2018	2019	2020			
현대중공업(존속_역산)														
매출액	4,573	4,460	3,211	3,563	3,043	3,125	3,100	3,459	15,808	12,727	13,735	15,932		
영업이익	142	148	67	-342	-124	-76	-16	2	15	-213	8	460		
영업이익률	3.1%	3.3%	2.1%	-9.6%	-4.1%	-2.4%	-0.5%	0.1%	0.1%	-1.7%	0.1%	2.9%		
													→ 인적분할 후, 존속 법인	
순이익	114	183	18	-572	-132	-173	-86	-89	-257	-481	135	467		
지배주주순이익	93	194	80	-540	-137	-165	-82	-84	-172	-468	129	444		
지배주주순이익률	2.2%	4.6%	2.3%	-15.5%	-4.5%	-5.3%	-2.6%	-2.4%	-1.1%	-3.7%	0.9%	2.8%		
EPS(원)	3,429	1,415	-9,523	-1,975	-2,381	-1,186	-1,221	-3,037	-6,762	1,860	6,413			
BPS	203,570	204,284	196,265	168,889	166,508	165,322	164,101	218,335	164,101	165,961	172,374			
조선3(연결)														
매출액	2,903	2,702	2,241	2,074	2,151	2,182	2,180	2,454	9,919	8,968	10,467	12,301		
매출 YOY	-30%	-31%	-31%	-39%	-26%	-19%	-3%	18%	-32%	-10%	17%	18%		
영업이익	127	146	86	-307	-117	-24	33	50	52	-57	159	544		
영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-5.4%	-1.1%	1.5%	2.0%	0.5%	-0.6%	1.5%	4.4%		
					↑ 순이익↑	↑ 영업이익↑	↑ 영업이익률↑						↑ 전기 이익↑	
①본사 조선(역산)														
매출액	1,418	1,277	997	1,003	970	985	954	993	4,694	3,903	5,324	5,961		
영업이익	37	50	-5	-144	-92	-42	-6	-5	-62	-146	-14	206		
영업이익률	2.6%	3.9%	-0.5%	-14.4%	-9.5%	-4.3%	-0.7%	-0.5%	-1.3%	-3.7%	-0.3%	3.4%		
②현대삼호중공업														
매출액	734	733	725	579	637	531	490	633	2,771	2,290	2,391	3,057		
영업이익	43	52	37	-126	-48	-14	2	2	6	-57	31	110		
영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-2.7%	0.4%	0.4%	0.2%	-2.5%	1.3%	3.6%		
③현대미포조선														
매출액	751	692	518	492	545	666	736	828	2,453	2,776	2,752	3,284		
영업이익	47	44	54	-37	23	32	38	53	108	146	143	229		
영업이익률	6.2%	6.4%	10.4%	-7.5%	4.2%	4.8%	5.1%	6.4%	4.4%	5.2%	5.2%	7.0%		
해양														
매출액	618	820	529	621	359	321	311	324	2,588	1,315	877	1,396		
영업이익	14	25	35	42	64	-2	-2	-2	116	57	3	32		
영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	4.5%	4.4%	0.3%	2.3%		
육상 플랜트														
매출액	464	359	266	368	248	248	214	230	1,456	940	777	583		
영업이익	28	28	23	9	-23	2	2	2	88	-16	0	6		
영업이익률	6.0%	7.7%	8.7%	2.4%	-9.2%	1.0%	1.0%	1.0%	6.0%	-1.7%	0.0%	1.0%		
엔진														
매출액	268	84	187	248	103	179	203	247	787	794	802	810		
영업이익	60	8	16	36	-9	-11	-8	-7	120	-35	18	61		
영업이익률	22.5%	9.4%	8.7%	14.4%	-8.6%	-5.9%	-4.0%	-3.0%	15.3%	-4.4%	2.3%	7.5%		

자료: 하이투자증권 리서치

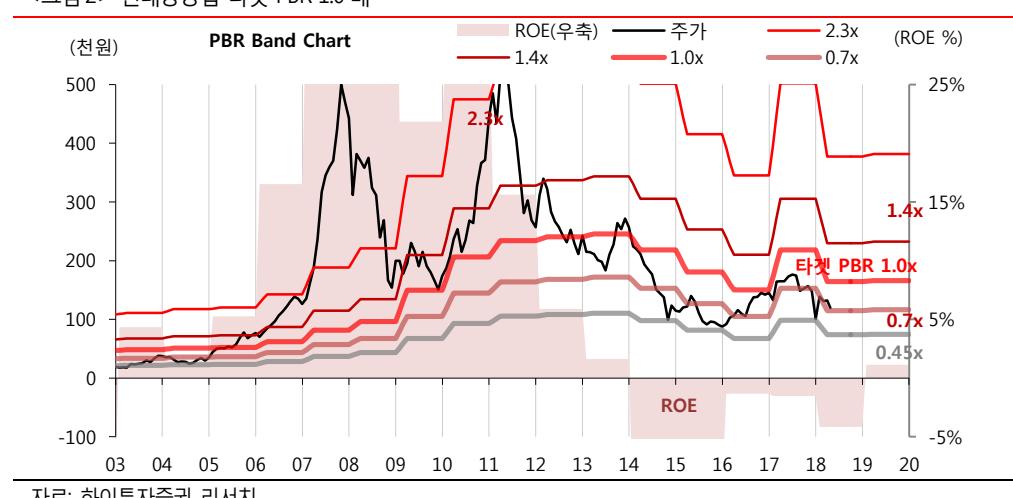
VALUATION: 타겟 PBR 1.0배로, 목표주가도 16만원으로 상향

<표 4> 타겟 PBR 0.9 배에서 1.0 배로, 목표주가도 16 만원으로 상향

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	76	76	76	76	57	69	69	69
					인적분할 ↑	↑ 1.2조원 유증		
EPS_유증전				-2,959	8,157	-1,013	401	2,733
BPS_유증전				201,140	146,206	145,296	144,697	146,430
EPS_ToBe	3,667	-23,279	-17,762	-2,207	-3,037	-6,762	1,860	6,413
BPS_ToBe	226,969	199,655	180,739	149,970	218,335	164,101	165,961	172,374
PBR(고)	1.3	1.2	0.79	1.11	0.94	0.94		
PBR(저)	0.8	0.7	0.44	0.53	0.65	0.60		
ROE	1.6%	-10.9%	-9.3%	-1%	-2%	-4.2%	1.1%	3.8%
적용ROE	1.6%	1.6%	-1.4%	-2.3%	-1.5%	3.8%	2.5%	-1.7%
└ FWD nY	+0Y	-1Y	+1~2Y	+0~2Y	+0~2Y	+2Y		
COE(고)	1.3%	1.4%	-1.8%	-2.1%	-1.6%	4.1%		
COE(평)	1.6%	1.8%	-2.3%	-2.9%	-2.1%	5.0%		
적용ROE = FWD +0~2Y		1.6%	-1.4%	-2.3%	-1.5%	3.8%		
적용 BPS 18년말				218,335	164,101			
Target PBR					타겟 ~ 현재 ~ 바텀			
					1.00 0.73 0.50			
					164,000 82,000			
목표주가					160,000			
증가(05.03)					119,500			
상승여력					37.2%			

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 현대중공업 타겟 PBR 1.0 배



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

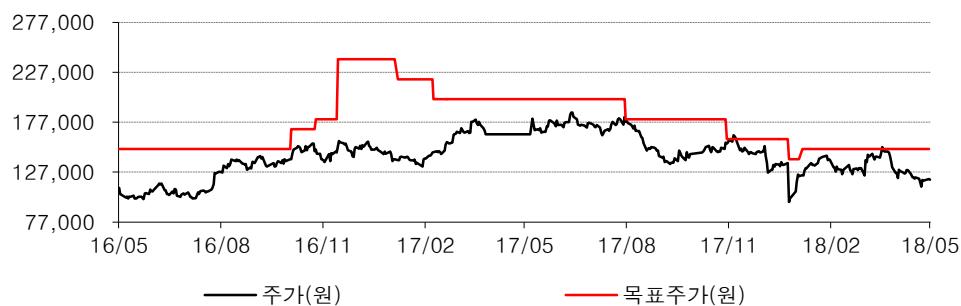
재무상태표					포괄손익계산서				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	17,664	18,279	17,569	18,464	매출액	15,469	12,727	13,735	15,932
현금 및 현금성자산	3,240	2,798	1,350	944	증가율(%)	-30.6	-17.7	7.9	16.0
단기금융자산	553	542	531	521	매출원가	14,435	12,334	12,872	14,555
매출채권	5,360	5,374	5,690	6,707	매출총이익	1,034	393	863	1,378
재고자산	845	1,837	2,198	2,428	판매비와관리비	1,019	606	855	918
비유동자산	12,745	12,787	12,851	12,937	연구개발비	78	64	69	80
유형자산	11,046	11,080	11,134	11,195	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	105	99	93	88	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,409	31,066	30,420	31,401	영업이익	15	-213	8	460
유동부채	15,615	17,372	16,524	16,897	증가율(%)	-96.3	-1,556.6	-103.8	5,620.8
매입채무	1,365	5,698	4,709	4,821	영업이익률(%)	0.1	-1.7	0.1	2.9
단기차입금	2,818	2,536	2,283	2,054	이자수익	57	57	44	30
유동성장기부채	966	65	-	-	이자비용	91	64	42	38
비유동부채	2,422	1,150	1,215	1,357	지분법이익(손실)	22	-	-	-
사채	65	0	0	0	기타영업외손익	-1,021	-458	141	130
장기차입금	832	0	0	0	세전계속사업이익	-27	-652	176	606
부채총계	18,037	18,522	17,740	18,254	법인세비용	66	-171	40	139
지배주주지분	11,121	11,350	11,479	11,922	세전계속이익률(%)	-0.2	-5.1	1.3	3.8
자본금	283	346	346	346	당기순이익	2,703	-481	135	467
자본잉여금	1,050	2,112	2,112	2,112	순이익률(%)	17.5	-3.8	1.0	2.9
이익잉여금	16,237	15,769	15,898	16,341	지배주주귀속 순이익	2,458	-468	129	444
기타자본항목	-6,877	-6,877	-6,877	-6,877	기타포괄이익	-86	-33	-33	-33
비지배주주지분	1,251	1,194	1,201	1,224	총포괄이익	2,617	-514	102	434
자본총계	12,372	12,544	12,680	13,147	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표				
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	616	-1,011	-2,600	-810
당기순이익	2,703	-481	135	467
유형자산감가상각비	537	366	346	339
무형자산상각비	49	6	6	6
지분법관련손실(이익)	22	-	-	-
투자활동 현금흐름	581	-4,639	-4,639	-4,639
유형자산의 처분(취득)	-270	-400	-400	-400
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-
금융상품의 증감	650	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-2,131	-3,547	-2,693	-2,603
단기금융부채의증감	-	-1,400	-319	-228
장기금융부채의증감	-	-897	0	0
자본의증감	-	1,125	-	-
배당금지급	-19	-19	-19	-19
현금및현금성자산의증감	-1,087	-442	-1,448	-405
기초현금및현금성자산	4,327	3,240	2,798	1,350
기말현금및현금성자산	3,240	2,798	1,350	944

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	37,633	-6,117	1,575	5,432
BPS	196,265	164,101	165,961	172,374
CFPS	46,611	-1,242	5,888	9,644
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	2.5		75.9	22.0
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR	2.1	-96.2	20.3	12.4
EV/EBITDA	10.5	47.2	24.1	11.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.2	-4.2	1.1	3.8
EBITDA 이익률	3.9	1.3	2.6	5.0
부채비율	145.8	147.6	139.9	138.8
순부채비율	7.2	-5.9	3.2	4.5
매출채권회전율(x)	1.9	2.4	2.5	2.6
재고자산회전율(x)	6.5	9.5	6.8	6.9

자료 : 현대중공업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-10-05	Buy	170,000	6개월	-19.3%	-16.9%
2016-10-27	Buy	180,000	6개월	-27.9%	-25.6%
2016-11-16	Buy	240,000	6개월	-43.3%	-40.2%
2017-01-09	Buy	220,000	6개월	-42.0%	-39.5%
2017-02-10	Buy	200,000	6개월	-22.3%	-11.0%
2017-06-20	Hold	200,000	6개월	-17.2%	-12.9%
2017-08-02	Hold	180,000	1년	-20.3%	-5.6%
2017-11-01	Hold	160,000	1년	-13.5%	-2.1%
2017-12-27	Hold	140,000	1년	-21.9%	-15.1%
2018-01-08	Buy	150,000	1년	-12.5%	1.3%
2018-05-04	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당사는 현대중공업과 계열사 관계에 있습니다
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 최광식](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-