

현대중공업(009540)

해양의 시련, 조선의 회복: 대장주 타겟 PB 1.0배

■ 신조선가 상승을 주도하고 있는 대장주

잔고를 채운 동사의 가격 인상 시도가 성공해 VLCC가 클락슨 기준으로 \$80m에서 \$88m까지 올랐고, 5월 Vitol로부터는 \$92m에 수주(클락슨 기재 전)했다. 동사가 신조선가 상승을 주도하고 있다. 동사는 울산(별도), 현대삼호중공업, 현대미포조선의 합산 14조원 캐파로 상선노출이 BIG3 중 가장 크기 때문에, 신조선가 상승기에 가장 적합한 선택이다.

■ 하반기 해양 공백이 약점이지만...

Nasr2 공사를 마치고 동사는 8월부터 해양야드에 물량이 없다. 2,600명 인력 중 800명이 타부서로 전배하고, 조선 물량을 소화하며 버틴다. 지금 해양을 받더라도 설계기간 등으로 1년 이상 공백이 지속된다. 조선 건조량이 감소할 때만큼은 아니지만, 고정비 부담에 따른 고통이 기다리고 있다. 약점이다.

■ 그러나, Rosebank, King's Landing, 사우디 LTA에서 반전 도모

그러나, 해양의 위기 때문에, 해양 수주를 따낼 경우 모멘텀이 더 클 터이다. 동사는 GOM의 King's Landing FPSO 단독 협상 중으로 잡히며, 빠르면 7월 또는 3분기 내로 Chevron의 Rosebank FPSO도 대우조선해양 등과 경합 중이다. 연말로 미뤄진 베트남 Block B에서도 McDermott 아니면 우리꺼다. 어느 하나, 확실한 건 없지만 여러 해양 POOL 중 가장 두루 걸치고 있는 상태이며, 동사의 빈 도크가 발주처에게는 물량에 애지중지 집중할 수 있다는 경쟁 엷지로 작용할 수도 있다. 하반기 사우디 Aramco의 LTA 선정도 노리고 있다.

■ 2분기 일회성 구조조정 비용은 악재가 아님: 적자폭 감소

2분기 인력 구조조정 등으로 영업단에 500억원 일회성 비용이 반영될 예정이어서, 시장은 실적 부진을 걱정한다 그러나 당사는 일회성이 반영되고도 1분기와 비슷한 1,320억원의 영업적자를 예상하는데, 이는 공사손실충당금 축소를 점치기 때문이다. 2분기 실적은 신조선가 상승에 따른 공사손실충당금 감소 규모가 결정한다. 완전히 신조선가가 올라주어 적당 이익률은 분명 개선되었을 터인데, 2분기 수주가 1분기보다 많아 절대 공손충 규모는 커졌을 수도 있다. 당사는 적자폭 감소를 예상한다.

지금 적자는 큰 의미 없다. 2018년의 수주 회복으로, 2020년 건조량 증가의 1) 고정비 개선, 2) 신조선가 상승을 통한 턴어라운드를 기대하고 있다. 시장이 이를 믿는다면 글로벌 조선 대장주 현대중공업에게 PB 1.0배는 적당하다.

조선/기계 최광식

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

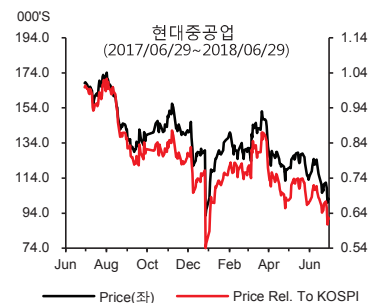
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원
종가(2018/06/29)	102,000원

Stock Indicator

자본금	283십억원
발행주식수	6,917만주
시가총액	7,055십억원
외국인지분율	16.3%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-5,058원
BPS(2018E)	160,830원
ROE(2018E)	-3.1%
52주 주가	92,511~174,233원
60일평균거래량	296,636주
60일평균거래대금	35.6십억원

Price Trend



실적: 신조선가 오르면, 조선(별도) 적자폭이 축소된다

〈도표1〉 현대중공업 실적 예상치 2분기와 하반기

전사업부에 걸쳐 영업단에 500억원 일회성 구조조정비용 반영

- 조선: 2분기 신조선가 상승으로 공손충 규모가 감소하는 것으로 반영

- 해양: 추C/O 환입 없이 구조조정비용 반영, 하반기 적자 지속

2020년이 실적의 관전 포인트

- 조선 부문 3%대 영업이익률로 턴업 가정: 매출(건조량) 37% 증가 + 향후 신조선가 상승 시 추가 상향 조정 계획

- 해양: 하반기부터 2019년 상반기까지: 고정비 부담이 일부 감안

(십억원)												
현대중공업	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019	2020
현대중공업(존속_역산)												
매출액	4,573	4,460	3,211	3,563	3,043	3,105	3,080	3,439	15,808	12,667	13,448	15,534
영업이익	142	148	67	-342	-124	-132	-32	-20	15	-308	7	561
금융/기타영업외	14	143	181	-401	-90	-147	-73	-91	-64	-401	126	107
세전사업이익	158	296	254	-735	-199	-279	-105	-111	-27	-694	132	668
	건기, 일회 매각차익↑				↓중공업 매각 차익							
순이익	114	183	18	-572	26	-215	-81	-86	-257	-355	102	514
지배주주순이익	93	194	80	-540	12	-204	-77	-82	-172	-350	97	488
영업이익률	3.1%	3.3%	2.1%	-9.6%	-4.1%	-4.3%	-1.0%	-0.6%	0.1%	-2.4%	0.0%	3.6%
지배주주순이익률	2.2%	4.6%	2.3%	-15.5%	0.4%	-6.6%	-2.5%	-2.4%	-1.1%	-2.8%	0.7%	3.1%
EPS(원)		3,429	1,415	-9,523	179	-2,951	-1,107	-1,179	-3,037	-5,058	1,399	7,060
BPS		203,570	204,284	196,265	178,240	169,092	167,985	160,830	218,335	160,830	162,229	169,289
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	-306	-156	-111	-15	-2	52	-283	-17	485
영업이익률	4.4%	5.4%	3.8%	-14.8%	-7.2%	-5.1%	-0.7%	-0.1%	0.5%	-3.2%	-0.2%	3.9%
	순실 선반영↑				↑ 구조조정 비용 반영하도 개선				선가 상승 없이 ↑			
					↑ 공손충 -1,610억원				고정비율과만으로도			
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	-96	-44	-45	-62	-278	-119	177
영업이익률	2.6%	3.9%	-0.5%	-14.4%	-9.5%	-9.8%	-4.7%	-4.5%	-1.3%	-7.1%	-2.2%	3.0%
②현대삼호중공업												
매출액	734	733	725	579	637	531	490	633	2,771	2,290	2,391	3,057
영업이익	43	52	37	-126	-47	-46	-8	-10	6	-112	-41	79
영업이익률	5.9%	7.0%	5.1%	-21.7%	-7.5%	-8.7%	-1.6%	-1.6%	0.2%	-4.9%	-1.7%	2.6%
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	701	1,116
영업이익	14	25	35	42	64	-17	-15	-15	116	17	-15	4
영업이익률	2.3%	3.1%	6.5%	6.7%	17.8%	-5.4%	-4.7%	-4.7%	4.5%	1.3%	-2.2%	0.3%
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	-30	0	6
영업이익률	6.0%	7.7%	8.7%	2.4%	-9.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	6.0%	-3.2%	0.0%	1.0%
엔진												
매출액	268	84	187	248	103	179	203	247	787	794	802	810
영업이익	60	8	16	36	-18	-12	-10	-11	120	-51	-4	42
영업이익률	22.5%	9.4%	8.7%	14.4%	-17.1%	-6.9%	-5.1%	-4.4%	15.3%	-6.4%	-0.5%	5.2%

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 타겟 PBR 1.0배, 목표주가 16만원 유지

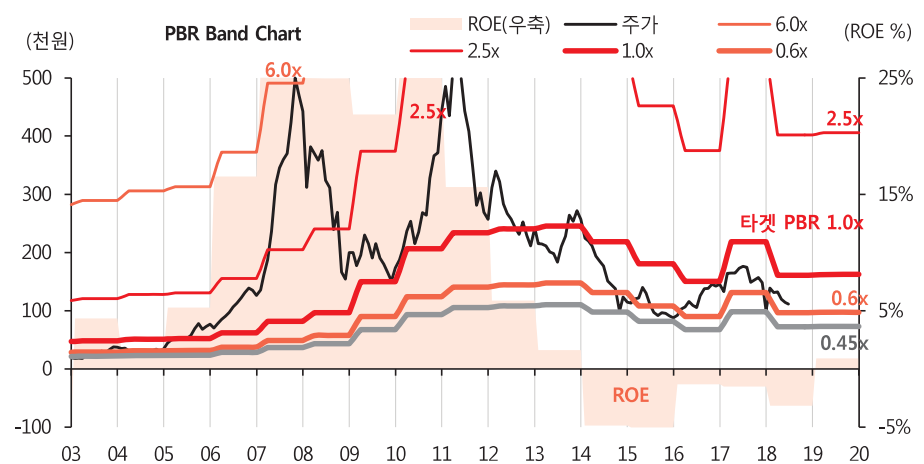
〈도표2〉 타겟 PBR 1.0배에서 목표주가 16만원 유지:

불황기나 빅배쓰 구간이 아니기에 주가 바닥은 PBR 0.6배에 10만원 하회 시 강력매수 추천

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	76	76	76	76	57	69	69	69
					인적분할 ↑	↑ 1.2조원 유증		
EPS	3,667	-23,279	-17,762	-2,207	-3,037	-5,058	1,399	7,060
BPS	226,969	199,655	180,739	149,970	218,335	160,830	162,229	169,289
PBR(고)	1.3	1.2	0.79	1.11	0.94	0.89		
PBR(저)	0.8	0.7	0.44	0.53	0.65	0.56		
ROE	1.6%	-10.9%	-9.3%	-1%	-2%	-3.1%	0.9%	4.3%
적용ROE	1.6%	1.6%	-1.4%	-2.0%	-1.3%	4.3%	2.6%	-1.5%
└ FWD nY	+0Y	-1Y	+1~2Y	+0~2Y	+0~2Y	+2Y		
COE(고)	1.3%	1.4%	-1.8%	-1.8%	-1.3%	4.8%		
COE(평)	1.6%	1.8%	-2.3%	-2.5%	-1.7%	5.9%		
적용ROE = FWD +0~2Y		1.6%	-1.4%	-2.0%	-1.3%	4.3%		
적용 BPS 18년말					218,335	160,830		
Target PBR						타겟 ~ 현재 ~ 바닥		
						1.00 ~ 0.63 ~ 0.60		
						161,000 ~ 96,000		
목표주가						160,000		
증가(06.29)						102,000		
상승여력						57.8%		

자료: 하이투자증권 리서치

〈도표3〉 현대중공업 타겟 PBR 0.6배는 매수하는 자리



자료: 하이투자증권 리서치

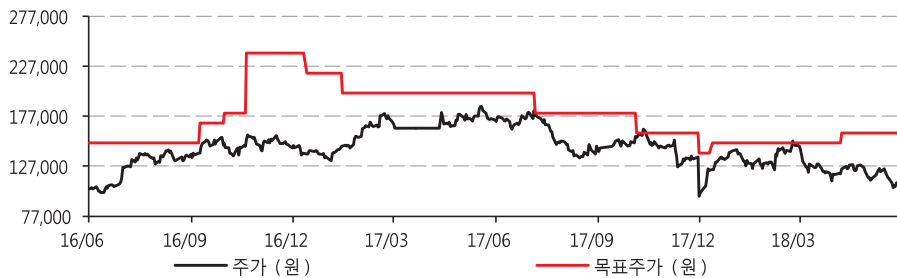
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	17,664	18,002	17,186	18,100	매출액	15,469	12,667	13,448	15,534
현금 및 현금성자산	3,240	2,560	1,124	800	증가율(%)	-30.6	-18.1	6.2	15.5
단기금융자산	553	542	531	521	매출원가	14,435	12,800	13,177	14,677
매출채권	5,360	5,343	5,576	6,546	매출총이익	1,034	-133	272	857
재고자산	845	1,828	2,152	2,367	판매비와관리비	1,019	175	265	296
비유동자산	12,745	12,801	12,863	12,947	연구개발비	78	64	68	78
유형자산	11,046	11,080	11,134	11,195	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	105	99	93	88	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,409	30,803	30,048	31,048	영업이익	15	-308	7	561
유동부채	15,615	17,339	16,431	16,782	증가율(%)	-96.3	-2,203.8	-102.2	8,358.8
매입채무	1,365	5,665	4,616	4,706	영업이익률(%)	0.1	-2.4	0.0	3.6
단기차입금	2,818	2,536	2,283	2,054	이자수익	57	71	55	37
유동성장기부채	966	65	-	-	이자비용	91	138	95	86
비유동부채	2,422	1,146	1,197	1,332	지분법이익(손실)	22	14	-	-
사채	65	0	0	0	기타영업외손익	-1,021	-352	124	113
장기차입금	832	0	0	0	세전계속사업이익	-27	-694	132	668
부채총계	18,037	18,485	17,628	18,113	법인세비용	66	-181	30	154
지배주주지분	11,121	11,124	11,221	11,709	세전계속이익률(%)	-0.2	-5.5	1.0	4.3
자본금	283	346	346	346	당기순이익	2,703	-355	102	514
자본잉여금	1,050	2,228	2,228	2,228	순이익률(%)	17.5	-2.8	0.8	3.3
이익잉여금	16,237	15,887	15,984	16,472	지배주주귀속 순이익	2,458	-350	97	488
기타자본항목	-6,877	-7,337	-7,337	-7,337	기타포괄이익	-86	-33	-33	-33
비지배주주지분	1,251	1,194	1,199	1,225	총포괄이익	2,617	-389	69	481
자본총계	12,372	12,318	12,420	12,934	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	616	94	-2,540	-1,503	주당지표(원)				
당기순이익	2,703	-355	102	514	EPS	37,633	-5,058	1,399	7,060
유형자산감가상각비	537	366	346	339	BPS	196,265	160,830	162,229	169,289
무형자산상각비	49	6	6	6	CFPS	46,611	332	6,491	12,034
지분법관련손실(이익)	22	14	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	581	-4,639	-4,639	-4,639	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-270	-400	-400	-400	PER	2.5		72.9	14.4
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	0.5	0.6	0.6	0.6
금융상품의 증감	650	-8	-8	-8	PCR	2.1	307.0	15.7	8.5
재무활동 현금흐름	-2,131	-3,431	-2,693	-2,603	EV/EBITDA	10.5	101.3	21.4	8.6
단기금융부채의증감	-	-1,400	-319	-228	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-897	0	0	ROE	18.2	-3.1	0.9	4.3
자본의증감	-	1,240	-	-	EBITDA이익률	3.9	0.5	2.7	5.8
배당금지급	-19	-19	-19	-19	부채비율	145.8	150.1	141.9	140.0
현금및현금성자산의증감	-1,087	-679	-1,436	-324	순부채비율	7.2	-4.1	5.1	5.7
기초현금및현금성자산	4,327	3,240	2,560	1,124	매출채권회전율(x)	1.9	2.4	2.5	2.6
기말현금및현금성자산	3,240	2,560	1,124	800	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-mail등을 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 돕기 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

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

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-