

2018/07/25

현대일렉트릭(267260)

조선/기계 최광식

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

회복의 방향성은 기대하지만, 시점은 멀다

Buy(Upgrade)

■ 2Q18 흑자전환에 성공

2분기 매출액 5,075억원(YoY +3%, QoQ +18%), 영업이익 37억원(-88%, 흑전), 순이익 233억원(+8%, 흑전)으로 전기대비 흑자전환했다. 영업단에 위로금 일회성 80억원을 제거해도 OPM은 2.3%(2017년 연간 5.5%)로 아직 수익성은 낮다. 전분기대비 345억원 증익은 1) 한국전력 등 국내 공사가 늘어 MIX가 개선되었고, 2) 랜드마크 사업으로써 수익성은 나뉘는 것으로 추정되는 고려아연 ESS 종료, 3) 해외공사 지체상금 환입 85억원, 4) 중저압차단기 단가 인상, 5) 매출증가에 따른 고정비 개선 등 때문이다. 영업외에서는 알라바마 법인 인수 시 공정가와 취득액 사이의 염가매수 차이 +103억원과 외환이익 +194억원 때문에, 당기순이익률은 4.6%로 컨센서스를 상회했다<표1>.

■ 적정 PBR 0.7배에서 목표주가 7만원으로 하향

흑자전환에 성공했지만, 하반기 유의미한 MIX 개선을 기대하기는 어려워 (사실상의 2분기) OPM 2% 안팎에 머무를 전망이다. 따라서, 동사의 올해 이익은 ZERO에 수렴한다<표2>. 동사에 대해 타겟 PBR 0.7배에 목표주가를 7만원으로 하향(기존 12만원)하지만, 투자 의견은 HOLD에서 BUY로 상향한다<표3>.

■ “더 이상 나빠질 것 없다”는 컨셉 유효, 그러나 트리거는 멀다

절반의 수출에서 또 절반을 차지하는 중동시장이 얼어붙었다. 한 때 20%에 달하던 그룹사 조선3사의 캡티브 물량도 10%까지 떨어져 회전기, 배전기 사업부도 적자기조가 지속되고 있다. 물량이 없어서 진출한 신규 시장에서는 진입 비용이 필요했다. ESS 시장의 랜드마크 사업들도 녹록치 않았다. 분할 후 성장을 위한 투자는 하고 있다.

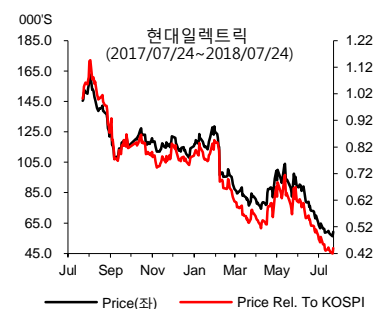
짙은 여러 꼭지들 중, 더 나빠질 부분은 찾지 못하겠다. 오히려, 1) 중동의 EPC가 먼저 회복 기조에 있어, 뒤이어 중전기 시장 회복도 기대할 수 있다. 2) 한국 조선업 및 현대중공업 그룹의 선박 수주가 회복 중이어서 캡티브 물량 증가도 기대할 수 있다. 3) 한전의 송배전관련 투자는 2018년 5.82조원으로 전년 6조 1,710억원보다 작지만, 2019년의 계획 6.12조원으로 다시 늘어 2019년을 기대할 수 있게끔 한다. 4) 한국의 중전기 출하-재고 사이클도 떨어질 만큼 떨어져 바닥이다<그림1>. 더 이상 나빠질 것 없다는 컨셉의 “Buy & Hold” 전략은 유효하다. 그러나 완전한 회복의 시점은 다소 멀고 불확실하다.

목표주가(12M)	70,000원
종가(2018/07/24)	59,200원

Stock Indicator

자본금	51십억원
발행주식수	1,021만주
시가총액	604십억원
외국인지분율	3.9%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-283원
BPS(2018E)	101,715원
ROE(2018E)	-0.3%
52주 주가	56,200~162,542원
60일평균거래량	121,023주
60일평균거래대금	10.5십억원

Price Trend



2Q18: 흑자전환에는 성공 & 더 이상 나빠질 것은 없는

<표 1> 현대일렉트릭 1Q18의 어닝쇼크에서는 벗어나 흑자전환에 성공

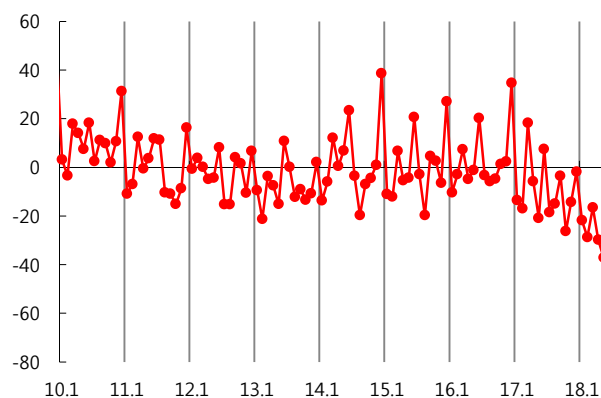
(십억원)

계정	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18 [㉠]	y-y	q-q	컨센서스 07월24일	당사 [㉡]	차이 ㉠/㉡
매출액	491.2	469.0	489.4	430.1	507.5	3%	18%	659	608	-17%
영업이익	30.6	30.3	1.5	-30.8	3.7	-88%	흑전	14	12	-70%
영업외	-2.0	-0.9	-37.2	-5.3	23.8	흑전	흑전	-10	-11	-317%
세전이익	28.6	29.5	-35.7	-36.1	27.5	-4%	흑전	4	2	1731%
순이익	21.7	22.7	-30.1	-27.6	23.3	8%	흑전	6	1	1830%
영업이익률	6.2%	6.5%	0.3%	-7.2%	0.7%	-5.5%p	7.9%p	2.1%	2.0%	-1.3%p
순이익률	4.4%	4.8%	-6.1%	-6.4%	4.6%	0.2%p	11.0%p	0.8%	0.2%	4.4%p

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 한국 중전기 부문의 출하-재고

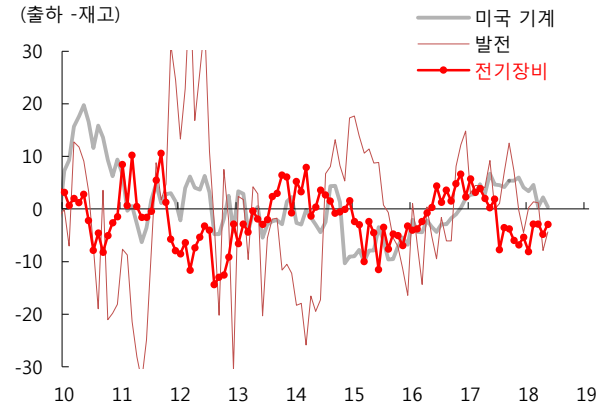
(중전기의 출하 - 재고) —●— 출하-재고



자료: 하이투자증권

<그림 2> 미국 중전기 시장의 출하-재고 싸이클

(출하 - 재고)



자료: 하이투자증권

실적 & Valuation: 목표주가 7만원으로 하향, 투자의견BUY로 상향

<표 2> 현대일렉트릭 실적: 예상치: 2Q18 흑자전환에 성공했지만, 2018 년 연간 BEP, 2019 년 3% 정도로 OPM 회복 예상치 제시

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019
매출액	459	491	469	489	430	508	560	621	2,191	1,908	2,118	2,592
영업이익	43	31	30	1	-31	4	10	15	202	105	-2	79
금융/기타영업외	-28	-2	-1	-37	-5	24	-10	-10	-14	-68	-32	-39
세전사업이익	15	29	29	-36	-36	28	0	4	189	38	-34	40
지배주주순이익	12	22	23	-30	-28	23	0	3	91	26	-1	23
영업이익률	9.4%	6.2%	6.5%	0.3%	-7.2%	0.7%	1.8%	2.3%	9.2%	5.5%	-0.1%	3.1%
지배주주순이익률	2.6%	4.4%	4.8%	-6.1%	-6.4%	4.6%	0.0%	0.5%	4.1%	1.4%	-0.1%	0.9%
EPS(원)	0	5,841	6,118	-2,948	-2,706	2,283	-10	324		2,546	-110	2,267
BPS(원)		210,859	216,908	101,885	99,292	101,575	101,564	101,887		101,885	101,887	104,155

자료: 하이투자증권 리서치

<표 3> 무상감자 이후, 첫 현대일렉트릭 목표주가 13 만원으로 제시: 기존의 사실상 17 만원에서 30% 하향 조정

계정	2017년	2018년	2019년	2020년
BPS	2,546	-110	2,267	6,728
BPS	101,885	101,887	104,155	110,883
PBR(고)	3.5	2.5		
PBR	2.5	0.58		
PBR(저)	1.0	0.57		
ROE	2.9%	-3.0%	3.0%	9.7%
적용ROE	2.9%	3.0%	3.0%	9.7%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0Y	+1Y	+0Y	+0Y
적용ROE = FWD +C	2.9%	3.0%	3.0%	9.7%
적용COE	2.3%	4.5%	7.0%	7.0%
적용 BPS = 당해년	101,885	101,887	104,155	110,883
	17년말	타겟	~ 현재 ~	바탕
적정주가	120,000	70,000		60,000
목표주가		70,000		
증가(07.24)		59,200		
상승여력		18%		

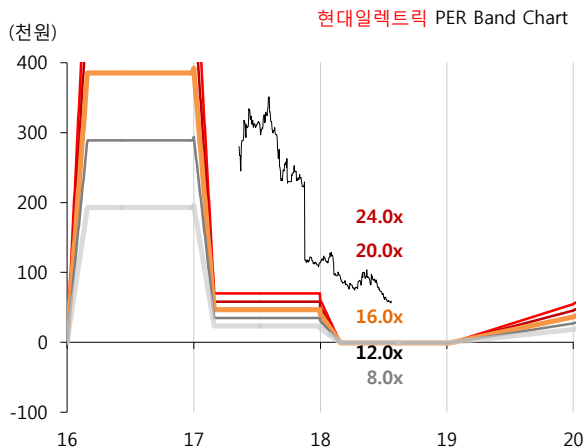
자료: 하이투자증권 리서치

계정	2017년	2018년	2019년	2020년
매출액	1,908	2,118	2,592	2,614
영업이익	105	-2	79	154
지배주주순이익	26	-1	23	69
EPS	2,546	-110	2,267	6,728

①	25,000	11,000	23,000	67,000
	31,000	13,000	27,000	81,000
	38,000	16,000	34,000	101,000
	51,000	22,000	45,000	135,000

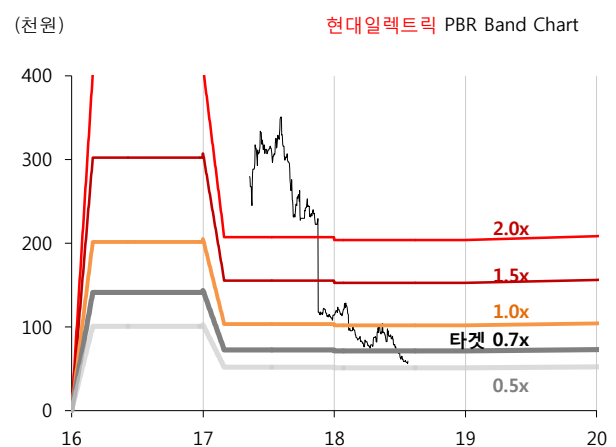
2018 EPS 2019 EPS

<그림 3> 현대일렉트릭 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 4> 현대일렉트릭 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,490	1,601	1,375	1,317
현금 및 현금성자산	241	321	742	979
단기금융자산	5	5	5	5
매출채권	846	972	265	-34
재고자산	358	261	320	322
비유동자산	604	682	726	769
유형자산	472	520	534	547
무형자산	55	55	55	55
자산총계	2,095	2,283	2,102	2,085
유동부채	589	731	464	338
매입채무	153	261	-31	-155
단기차입금	91	77	66	56
유동성장기부채	127	127	127	127
비유동부채	466	542	596	599
사채	300	300	300	300
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	1,054	1,273	1,060	937
지배주주지분	1,040	1,040	1,063	1,132
자본금	51	51	51	51
자본잉여금	925	925	925	925
이익잉여금	16	15	38	106
기타자본항목	48	49	49	49
비지배주주지분	0	-29	-22	17
자본총계	1,040	1,010	1,041	1,148

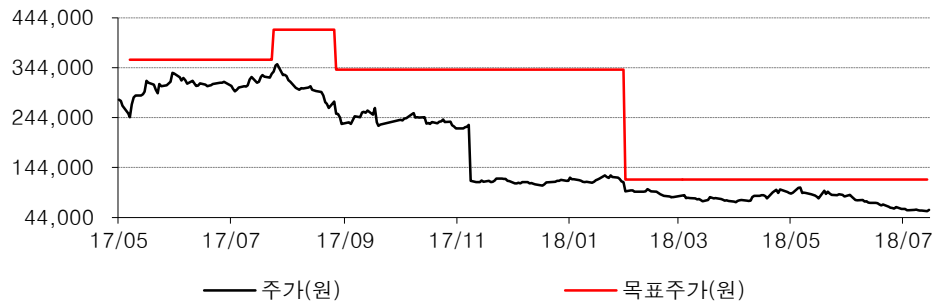
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,450	2,118	2,592	2,614
증가율(%)	-	46.1	22.3	0.9
매출원가	1,255	1,881	2,219	2,164
매출총이익	195	238	373	450
판매비와관리비	133	240	293	296
연구개발비	29	43	52	53
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	62	-2	79	154
증가율(%)	-	-103.6	-3,591.0	94.4
영업이익률(%)	4.3	-0.1	3.1	5.9
이자수익	1	3	5	8
이자비용	14	25	25	24
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-15	-7	-20	-
세전계속사업이익	22	-34	40	139
법인세비용	8	-3	9	32
세전계속이익률(%)	1.5	-1.6	1.6	5.3
당기순이익	14	-31	31	107
순이익률(%)	1.0	-1.5	1.2	4.1
지배주주귀속 순이익	14	-1	23	69
기타포괄이익	-1	-3	-3	-3
총포괄이익	13	-33	29	104
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-4	240	556	369
당기순이익	14	-31	31	107
유형자산감가상각비	22	14	26	27
무형자산상각비	10	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-72	-120	-97	-96
유형자산의 처분(취득)	-28	-63	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-9	-	-	-
금융상품의 증감	-3	-30	-30	-30
재무활동 현금흐름	109	-16	-14	-12
단기금융부채의증감	-138	-14	-12	-10
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	264	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	32	79	421	237
기초현금및현금성자산	209	241	321	742
기말현금및현금성자산	241	321	742	979

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,284	-110	2,267	6,728
BPS	101,885	101,887	104,155	110,883
CFPS	7,346	1,306	4,840	9,419
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	49.9		26.1	8.8
PBR	1.1	0.6	0.6	0.5
PCR	15.5	45.3	12.2	6.3
EV/EBITDA	15.2	64.2	3.3	0.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.7	-0.1	2.2	6.3
EBITDA 이익률	6.5	0.6	4.1	6.9
부채비율	101.4	126.0	101.8	81.6
순부채비율	26.1	17.6	-24.5	-43.7
매출채권회전율(x)	3.4	2.3	4.2	22.6
재고자산회전율(x)	8.1	6.8	8.9	8.1

자료 : 현대일렉트릭, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대일렉트릭)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-05-16	Buy	360,000	6개월	-60.0%	-57.0%
2017-08-02	Buy	420,000	1년	-66.4%	-61.3%
2017-09-05	Buy	340,000	1년	-65.6%	-62.2%
2018-02-09	Hold	120,000	1년	-31.8%	-13.3%
2018-07-25	Buy	70,000	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 현대일렉트릭과 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 않았습니.
- ▶ 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매 수): 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
투자이견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-