

현대중공업(009540)

힘센 발전기, Wärtsilä 아성에 도전하다

Scrubber 부진과 힘센DF 등장으로 Wärtsilä 주가 약세

노르웨이를 시작으로 중국과 싱가포르에서 개방형 스크러버(노르웨이는 개방형과 폐쇄형 모두) 탑재 선박의 입항 금지가 결정되면서 Scrubber 핵심기술을 갖고 있는 대표적인 기업 Wärtsilä, Alfa Laval, Yara 주가는 최근 급격한 하락세를 보이고 있다. 최근 1년 주가 움직임은 Wärtsilä -23.4%로 가장 크게 하락했고 Alfa Laval -5.2%, Yara -7.4% 하락했다. 반면 현대중공업은 14.1% 상승했다.

Wärtsilä는 4st 중속 발전기 시장을 지배하는 대표적인 Marine solution 기업이며 Alfa Laval은 선박용 보일러(Alborg 인수), PC탱커에 탑재되는 카고 펌프(Pramo 인수) 등 주요 선박 기자재 핵심기술을 갖고 있는 기업이다. 최근 1년간 LNG선, 탱커, 피더 컨테이너선, 벌크선 등 거의 대부분 선종에서 발주량이 늘어남에 따라 이들 기업의 수혜가 예상됨에도 주가는 오히려 하락세를 보였다. Scrubber 입항 금지 확산이 이들 기업 주가 하락을 이끌고 있는 것이다.

힘센DF발전기 등장으로 Wärtsilä 주가 하락폭 더욱 확대

현대중공업 엔진기계 사업부는 2중 연료 힘센 발전기(H35DF)를 2017년 초에 내놓아 지난해 LNG선 보조 발전기 시장을 크게 잠식하면서 Wärtsilä 주가는 Alfa Laval, Yara에 비해 더욱 큰 폭으로 하락하는 모습을 보였다. LNG선에 탑재되는 힘센 DF발전기는 Wärtsilä의 DF발전기에 비해 가격이 낮고 성능은 더욱 우수한 것으로 선주들이 평가하고 있기 때문이다. 현대중공업 엔진 사업부는 조만간 크기를 더 키운 54DF 힘센 발전기를 출시해 FSRU 등 더욱 다양한 선박에 힘센 발전기를 공급할 계획이다. 힘센 발전기의 시장지배력이 높아질수록 Wärtsilä의 미래는 점점 어두워지게 될 것이다.

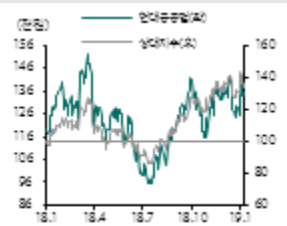
힘센DF발전기 시장 확대를 위한 전략 선종으로 벌크선 주목

힘센DF발전기 시장 지배력을 높이기 위해서는 벌크선과 같은 선박량이 매우 큰 선종을 공략할 필요가 있다. 올해부터 중국에서도 개방형 Scrubber탑재 선박 입항이 금지되고 있어 LNG추진 벌크선 수요가 높아질 것이다. 힘센DF발전기 시장 점유율을 빠르게 늘리기 위한 전략 선종으로 벌크선을 주목할 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(1월 11일): 134,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,075.57		
52주 최고/최저(원)	152,000/95,200	매출액(십억원)	12,843.9 13,674.8
시가총액(십억원)	9,483.6	영업이익(십억원)	(334.0) 40.5
시가총액비중(%)	0.79	순이익(십억원)	(104.2) (32.0)
발행주식수(천주)	70,773.1	EPS(원)	(2,589) (785)
60일 평균 거래량(천주)	279.5	BPS(원)	167,797 167,004
60일 평균 거래대금(십억원)	36.4		
18년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	16.42		
주요주주 지분율(%)			
현대중공업지주 외 14 인	33.96		
국민연금	9.15		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.8 34.7 7.1		
상대	(0.3) 48.0 28.4		

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	22,300.4	15,468.8	12,626.8	12,559.0	12,858.0
영업이익	십억원	391.5	14.6	(273.6)	153.0	375.2
세전이익	십억원	96.0	(26.9)	(571.7)	(98.1)	118.0
순이익	십억원	545.2	2,457.8	(336.8)	(123.8)	113.3
EPS	원	6,769	37,625	(5,007)	(1,790)	1,638
증감률	%	흑전	455.8	적전	적지	흑전
PER	배	18.16	2.55	N/A	N/A	81.80
PBR	배	0.58	0.52	0.73	0.77	0.76
EV/EBITDA	배	17.68	14.42	94.04	20.31	14.30
ROE	%	3.67	18.17	(2.90)	(1.03)	0.94
BPS	원	211,083	186,103	175,343	173,553	175,191
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 장대익
02-3771-8009
daeik@hanafn.com

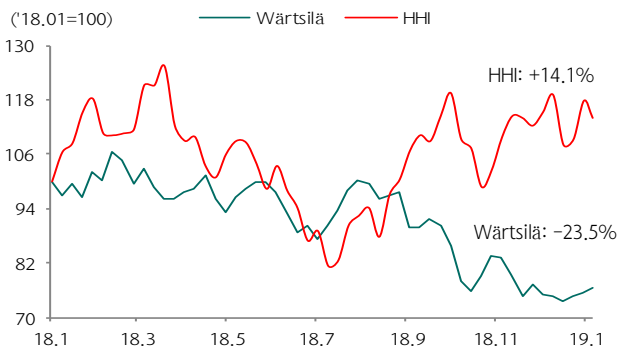
힘센DF 발전기 출현 이후
Wärtsilä 주가 하락폭 더욱 확대

힘센DF발전기 등장과 Scrubber 입항 금지의 이중고를 겪고 있는 Wärtsilä

2017년 하반기를 시작으로 LNG선과 탱커, 피더 컨테이너선 그리고 벌크선까지 거의 대부분의 선종에서 발주량이 늘어나기 시작했다. 현대중공업을 비롯한 한국 조선업 주가는 지난해 큰 폭으로 상승했다. 그럼에도 실질적인 선박 기자재 핵심 기술을 보유하고 있는 해외 Marine services(선박 기자재) 기업들의 주가는 하락세를 보였다. Scrubber의 입항 금지가 확산되기 시작하면서 해외 선박 기자재 기업들 주가는 하락세를 보이고 있다. Wärtsilä의 Marine 부문 수주잔고는 증가되고 있지만 매출은 감소추세가 계속되고 있다는 점도 Scrubber 실제 탑재율은 저조하다는 것을 말한다.

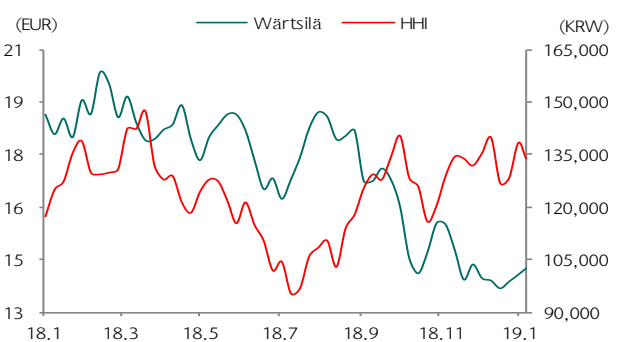
이런 가운데 현대중공업의 독자 엔진인 힘센DF발전기가 시장에 출현하면서 이분야 경쟁을 주도하던 Wärtsilä 주가는 더욱 큰 폭의 하락세를 보이고 있다.

그림 1. 최근 1년간 현대중공업과 Wärtsilä 주가 차별화 진행



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 현대중공업 주가는 상승, Wärtsilä 주가는 하락

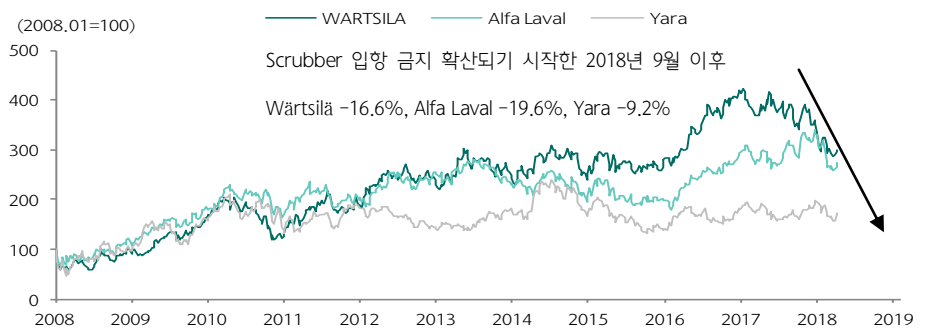


자료: Bloomberg, 하나금융투자

최근 1년 주가 변동률

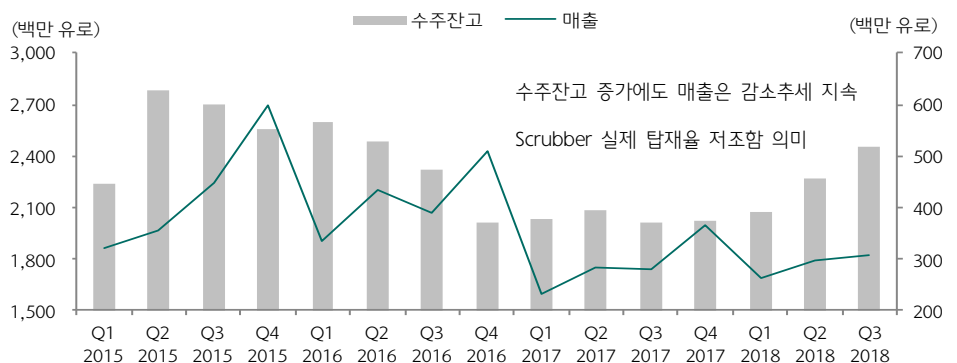
- Wärtsilä -23.4%
- Alfa Laval -5.2%
- Yara -7.4%

그림 3. Scrubber 입항 금지가 확산되면서 Wärtsilä, Alfa Laval, Yara 주가 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. Wärtsilä 수주잔고 증가에도 매출은 감소추세 지속, Scrubber 탑재율 저조 의미



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

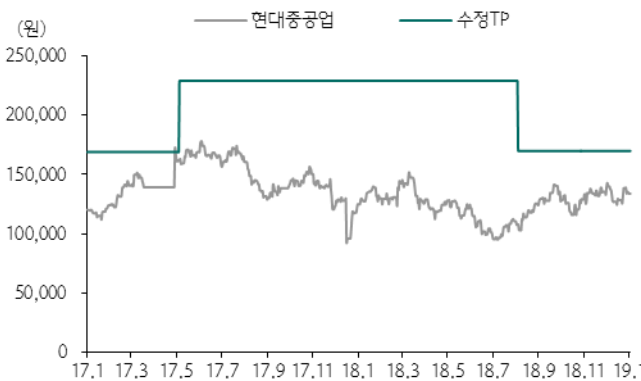
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	22,300.4	15,468.8	12,626.8	12,559.0	12,858.0
매출원가	20,329.4	14,434.9	12,148.1	11,756.0	12,036.0
매출총이익	1,971.0	1,033.9	478.7	803.0	822.0
판매비	1,579.5	1,019.3	752.3	650.0	446.8
영업이익	391.5	14.6	(273.6)	153.0	375.2
금융손익	(216.4)	957.2	(276.4)	(48.9)	(46.6)
중속/관계기업손익	21.0	22.2	(40.7)	(202.3)	(210.6)
기타영업외손익	(100.1)	(1,020.9)	19.0	0.0	0.0
세전이익	96.0	(26.9)	(571.7)	(98.1)	118.0
법인세	80.5	66.5	(123.5)	13.0	16.0
계속사업이익	15.5	(93.4)	(448.2)	(111.1)	102.0
중단사업이익	611.4	2,786.5	181.2	0.0	0.0
당기순이익	627.0	2,693.1	(267.0)	(111.1)	102.0
비배주주지분 순이익	81.8	235.4	69.8	12.7	(11.3)
지배주주순이익	545.2	2,457.8	(336.8)	(123.8)	113.3
지배주주지분포괄이익	2,247.7	2,376.6	(241.3)	(139.6)	128.1
NOPAT	63.4	50.8	(214.5)	173.3	324.4
EBITDA	1,266.8	596.9	117.8	539.7	760.6
성장성(%)					
매출액증가율	(51.9)	(30.6)	(18.4)	(0.5)	2.4
NOPAT증가율	흑전	(19.9)	적전	흑전	87.2
EBITDA증가율	흑전	(52.9)	(80.3)	358.1	40.9
영업이익증가율	흑전	(96.3)	적전	흑전	145.2
(지배주주)순이익증가율	흑전	350.8	적전	적지	흑전
EPS증가율	흑전	455.8	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	8.8	6.7	3.8	6.4	6.4
EBITDA이익률	5.7	3.9	0.9	4.3	5.9
영업이익률	1.8	0.1	(2.2)	1.2	2.9
계속사업이익률	0.1	(0.6)	(3.5)	(0.9)	0.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,769	37,625	(5,007)	(1,790)	1,638
BPS	211,083	186,103	175,343	173,553	175,191
CFPS	36,609	22,081	59	4,879	7,953
EBITDAPS	15,730	9,138	1,751	7,802	10,997
SPS	276,908	236,809	187,710	181,579	185,902
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	18.2	2.6	N/A	N/A	81.8
PBR	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8
PCFR	3.4	4.3	2,192.5	27.5	16.8
EV/EBITDA	17.7	14.4	94.0	20.3	14.3
PSR	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	3.7	18.2	(2.9)	(1.0)	0.9
ROA	1.1	6.2	(1.2)	(0.4)	0.4
ROIC	0.2	0.3	(7.1)	(2.5)	(4.5)
부채비율	175.2	145.8	108.4	114.0	114.5
순부채비율	53.3	13.4	5.5	1.6	1.0
이자보상배율(배)	5.9	0.2	(2.0)	1.3	3.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	25,864.8	17,663.7	15,010.9	15,499.1	15,756.9
금융자산	9,353.6	3,792.9	3,091.2	3,611.4	3,691.9
현금성자산	4,326.5	3,239.7	2,292.1	2,800.1	2,853.5
매출채권 등	10,233.5	5,294.0	1,826.2	1,854.0	1,915.8
재고자산	3,879.5	845.4	826.8	726.0	750.2
기타유동자산	2,398.2	7,731.4	9,266.7	9,307.7	9,399.0
비유동자산	23,084.4	12,745.1	12,760.9	12,781.8	12,813.2
투자자산	1,125.2	342.5	494.8	502.3	519.1
금융자산	671.1	200.2	289.2	293.7	303.4
유형자산	18,729.2	11,046.3	10,872.3	10,900.7	10,927.3
무형자산	1,962.5	105.4	87.7	72.7	60.7
기타비유동자산	1,267.5	1,250.9	1,306.1	1,306.1	1,306.1
자산총계	48,949.3	30,408.8	27,771.8	28,280.9	28,570.1
유동부채	23,237.0	15,614.9	11,654.8	12,251.4	12,386.1
금융부채	12,499.5	4,103.7	2,581.2	2,583.5	2,588.5
매입채무 등	10,040.4	6,177.9	2,681.9	3,267.0	3,376.0
기타유동부채	697.1	5,333.3	6,391.7	6,400.9	6,421.6
비유동부채	7,925.7	2,421.9	2,787.9	2,811.5	2,864.0
금융부채	6,340.2	1,348.8	1,237.5	1,237.5	1,237.5
기타비유동부채	1,585.5	1,073.1	1,550.4	1,574.0	1,626.5
부채총계	31,162.7	18,036.8	14,442.7	15,062.9	15,250.1
지배주주지분	15,937.0	11,121.4	12,074.4	11,950.6	12,063.9
자본금	380.0	283.3	345.8	345.8	345.8
자본잉여금	1,124.9	1,049.9	2,227.5	2,227.5	2,227.5
자본조정	(939.3)	(7,926.8)	(7,922.7)	(7,922.7)	(7,922.7)
기타포괄이익누계액	1,937.4	1,478.1	1,088.1	1,088.1	1,088.1
이익잉여금	13,433.9	16,236.9	16,335.6	16,211.8	16,325.1
비지배주주지분	1,849.6	1,250.6	1,254.7	1,267.4	1,256.1
자본총계	17,786.6	12,372.0	13,329.1	13,218.0	13,320.0
손금유부채	9,486.1	1,659.5	727.5	209.6	134.1
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,649.2	593.3	(758.3)	940.3	507.2
당기순이익	627.0	2,693.1	(267.0)	(111.1)	102.0
조정	2,047.4	(1,551.7)	210.0	401.4	400.3
감가상각비	875.3	582.2	391.3	386.6	385.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(113.7)	(54.4)	(28.3)	0.0	0.0
기타	1,285.8	(2,079.5)	(153.0)	14.8	14.9
영업활동자산부채변동	(25.2)	(548.1)	(701.3)	650.0	4.9
투자활동 현금흐름	(524.8)	596.3	(225.6)	(419.7)	(443.8)
투자자산감소(증가)	901.1	804.8	(125.7)	(7.5)	(16.8)
유형자산감소(증가)	(934.6)	(270.2)	(486.7)	(400.0)	(400.0)
기타	(491.3)	61.7	386.8	(12.2)	(27.0)
재무활동 현금흐름	(875.9)	(2,122.5)	39.6	(12.6)	(9.8)
금융부채증가(감소)	(567.6)	(13,387.3)	(1,633.7)	2.3	5.0
자본증가(감소)	0.0	(171.7)	1,240.1	0.0	0.0
기타재무활동	(308.3)	11,436.5	433.2	(14.9)	(14.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,258.4	(1,086.8)	(947.7)	508.0	53.5
Unlevered CFO	2,948.2	1,442.4	3.9	337.4	550.1
Free Cash Flow	1,513.8	220.0	(1,279.1)	540.3	107.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대중공업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.16	BUY	170,000		
17.5.17	BUY	229,129	-40.77%	-22.29%
17.2.20	BUY	168,954	-15.91%	1.99%
16.9.26	BUY	140,738	-12.31%	-5.16%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)은 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)은 2019년 01월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.