



# 현대중공업 (009540)

조선



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	154,000원 (I)
현재주가 (4/22)	120,000원
상승여력	28%

시기총액	84,928억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	400억원
60일 평균 거래량	310,464주
52주 고	144,500원
52주 저	95,200원
외인지분율	16.27%
주요주주	현대중공업자주 외 14 인 33.96%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	(15.8)	(1.2)
상대	(6.0)	(19.5)	10.3
절대(달러환산)	(5.7)	(16.6)	(7.7)

## 저력을 입증할 것이다

### 2019년 수주금액 전년과 유사한 수준(yoy +2%) 예상

현대중공업은 2019년 3사 합산기준 목표 수주금액을 196억달러로, 조선부문(본사 조선+삼호+미포)은 159억달러로 제시하고 있다. 각각 전년대비 +21%, +14% 증가하는 수준이다. 그러나, 3월말 기준 전체 수주금액은 16억달러, 조선부문 12억달러로 공히 달성을 8%에 그치고 있으며 2018년 수주금액 대비로도 각각 10%와 9%에 머무르고 있다. 1~3월 세계 수주금액이 2018년 대비 23%, 한국 14%, 중국 28%, 일본 10%를 기록 중인 가운데 현대중공업 3사가 상대적으로 부진한 것을 알 수 있다. 선종에 관계없이 기대에 못 미치고 있다.

2018년 1분기 역시 수주실적이 부진했으나 하반기로 갈수록 이를 만회했다. 또한, 산업자료에서 밝혔듯이 세계 선박 발주량은 회복 추세가 가능하고 동사는 높은 경쟁력을 바탕으로 충분히 발주량 회복 속도에 맞춰 수주를 할 수 있다고 판단된다. 다만, 향후 선가 변동폭에 따라 달라질 수 있겠지만 수주금액은 지난해와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다.

### 2019년까지는 영업적자 추정, 2020년부터 흑자전환 가능

2015~2017년 부진했던 수주실적이 여파가 2018년에 이어 2019년 매출액 및 영업이익까지 영향을 미칠 것으로 추정된다. 물론 2016년을 저점으로 수주량은 회복하고 선가 역시 2017년 들어 상승했으나 2016년 하락분을 되돌린 수준이었다. 하지만 최악의 국면은 지난간 것으로 판단되며 2019년 매출액은 전년대비 증가, 영업손실 규모는 전년대비 감소할 것으로 예상된다. 2020년부터는 2018년에 크게 회복된 수주실적을 기반으로 흑자전환을 노려볼 수 있다고 판단한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 154,000원으로 분석 개시

현대중공업 연결 매출액에서 조선부문이 차지하는 비중(2018년 73%)은 타 부문 대비 압도적으로 높다. 유가 회복에 따른 해양부문 개선 가능성도 긍정적인 부분이지만 업황 개선의 가시성이 더 높은 사업부문은 조선부문이라 판단한다. 현대중공업 3사는 4대 선종 기준으로 2018년 수주량 1위를 기록한 기업이다. 또한 현대미포조선을 자회사로 가지고 있어 선종의 포트폴리오도 갖추고 있다는 판단이다. 단기적인 실적보다는 중장기적으로 발생시킬 수 있는 이익 규모를 바탕으로 자산을 평가한다. 수 년간의 구조조정이 자산의 장부가치를 상당 부분 건전화시켰다고 판단되며 이를 기반으로 주가 수준은 청산가치(PBR 1.0x)에 가까운 PBR 0.9x까지는 적용이 가능하다고 사료된다. 투자의견 BUY, 목표주가 154,000원을 제시한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	35,299	16.0	-4.9	33,786	4.5
영업이익	-120	적지	적지	-125	3.8
세전계속사업이익	-233	적지	적지	-556	58.0
지배순이익	-162	적전	적지	-435	62.8
영업이익률 (%)	-0.3	적지	적지	-0.4	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	-0.5	적전	적지	-1.3	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	154,688	131,199	138,230	169,441
영업이익	146	-5,225	-505	2,008
지배순이익	24,578	-4,891	-631	1,117
PER	3.8	-17.0	-135.7	76.7
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	21.4	-70.7	23.6	14.6
ROE	18.2	-4.3	-0.5	0.9

자료: 유안타증권

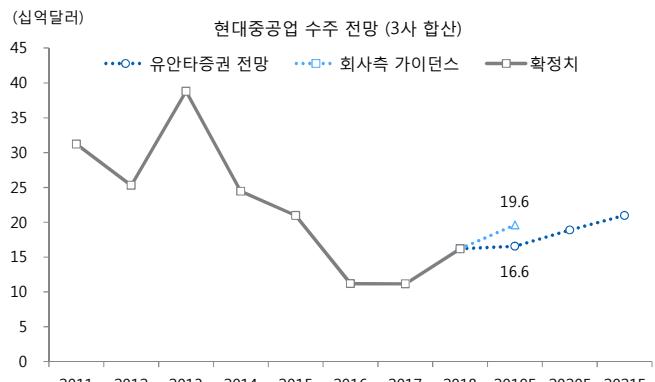
[표-1] 현대중공업 연결기준

(단위: 십억원, 백만달러)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	2Q18	4Q18	1Q19E	QoQ	YoY	2Q19E	3Q19E	4Q19E
1) 수주금액 - 가이던스	16,539	19,617	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
조선	13,176	15,900	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
해양	1,600	1,905	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
플랜트	400	170	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	1,363	1,642	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1)2) 수주금액 - 당사 추정	16,192	16,557	18,880	3,008	4,016	4,898	4,270	1,642	-61.5%	-45.4%	-	-	-
조선	13,971	13,463	15,591	2,684	3,579	4,500	3,208	1,243	-61.3%	-53.7%	-	-	-
해양	718	1,334	1,467	-21	23	17	699	1	-99.9%	흑전	-	-	-
플랜트	135	119	131	71	15	23	26	2	-92.3%	-97.2%	-	-	-
기타	1,368	1,642	1,691	274	399	358	337	396	17.5%	44.5%	-	-	-
매출액	13,120	13,823	16,944	3,043	3,124	3,242	3,711	3,530	-4.9%	16.0%	3,527	3,224	3,542
조선	9,634	10,996	14,246	2,151	2,331	2,228	2,924	2,837	-3.0%	31.9%	2,827	2,514	2,818
(별도-조선)	4,707	-	-	995	1,183	1,065	1,463	-	-	-	-	-	-
(현대삼호-별도)	2,620	-	-	637	624	605	754	-	-	-	-	-	-
(현대미포-별도)	2,405	2,650	2,374	539	556	584	726	702	-3.3%	30.3%	681	601	666
해양플랜트	2,266	1,330	940	607	521	730	409	356	-13.0%	-41.4%	345	346	284
(별도-해양플랜트)	2,220	-	-	602	508	717	393	-	-	-	-	-	-
(별도 외)	51	-	-	5	16	13	18	-	-	-	-	-	-
기타	1,220	1,497	1,758	284	273	284	379	337	-10.9%	18.7%	354	365	440
영업이익	-523	-50	209	-124	-176	29	-252	-12	적지	적지	-8	-11	-19
이익률	-4.0%	-0.4%	1.2%	4.1%	-5.6%	0.9%	-6.8%	-0.3%	6.4%p	3.7%p	-0.2%	-0.3%	-0.5%
조선	-639	0	285	-117	-144	-305	-74	0	-100.0%	-100.0%	0	0	0
이익률	-6.6%	0.0%	2.0%	-5.4%	-6.2%	-13.7%	-2.5%	0.0%	2.5%p	5.4%p	0.0%	0.0%	0.0%
해양플랜트	272	112	79	41	-3	365	-131	30	흑전	-27.3%	29	29	24
이익률	12.0%	8.4%	8.4%	6.8%	-0.7%	50.1%	-32.1%	8.4%	40.5%p	1.6%p	8.4%	8.4%	8.4%
기타	-155	-154	-155	-48	-28	-32	-47	-39	적지	적지	-37	-39	-40
세전이익	-854	-91	161	-199	-301	-20	-334	-23	적지	적지	-19	-21	-28
이익률	-6.5%	-0.7%	1.0%	-6.5%	-9.6%	-0.6%	-9.0%	-0.7%	8.3%p	5.9%p	-0.5%	-0.6%	-0.8%
순이익	-454	-70	124	26	-210	-22	-247	-18	적지	적전	-15	-16	-22
이익률	-3.5%	-0.5%	0.7%	0.8%	-6.7%	-0.7%	-6.7%	-0.5%	6.2%p	-1.4%p	-0.4%	-0.5%	-0.6%
지배순이익	-489	-63	112	12	-236	-52	-214	-16	적지	적전	-13	-14	-20
이익률	-3.7%	-0.5%	0.7%	0.4%	-7.5%	-1.6%	-5.8%	-0.5%	5.3%p	-0.9%p	-0.4%	-0.4%	-0.6%

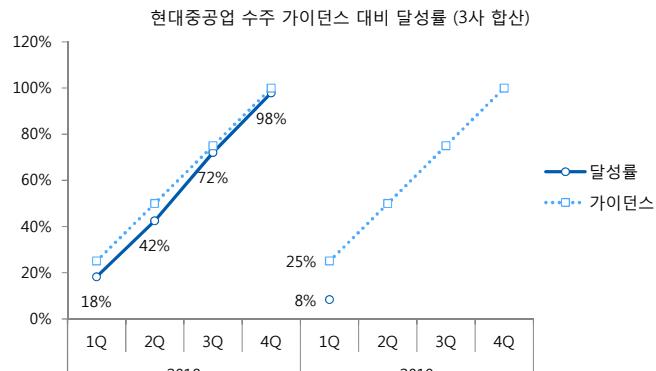
자료: 유안타증권, 주 1) 수주금액은 백만달러 단위, 주 2) 연간은 2018년까지, 분기는 1Q19 까지 확정치

[그림-1] 현대중공업 수주 전망 (3사 합산)



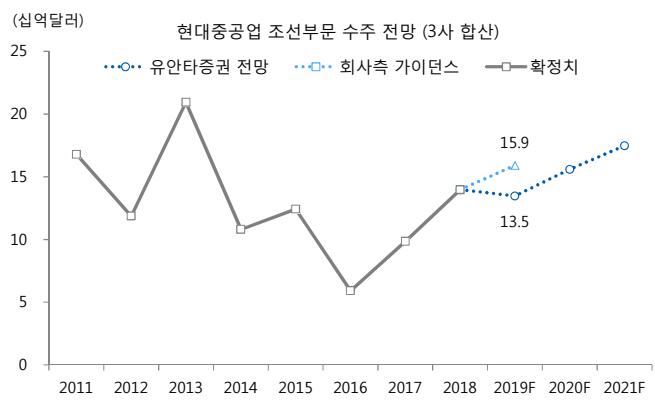
자료: 유안타증권

[그림-2] 현대중공업 수주 가이던스 대비 달성을률 (3사 합산)



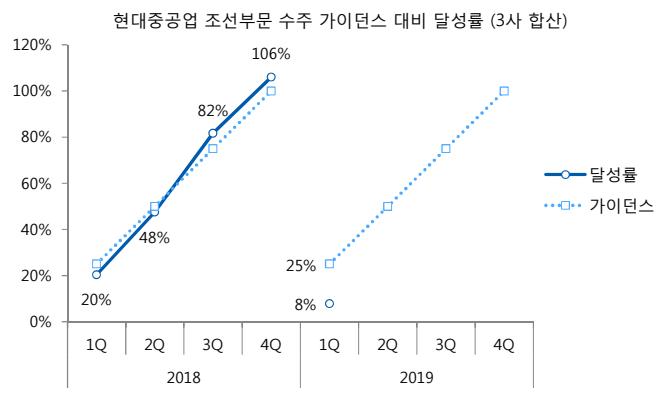
자료: 유안타증권

[그림-3] 현대중공업 조선부문 수주 전망 (3사 합산)



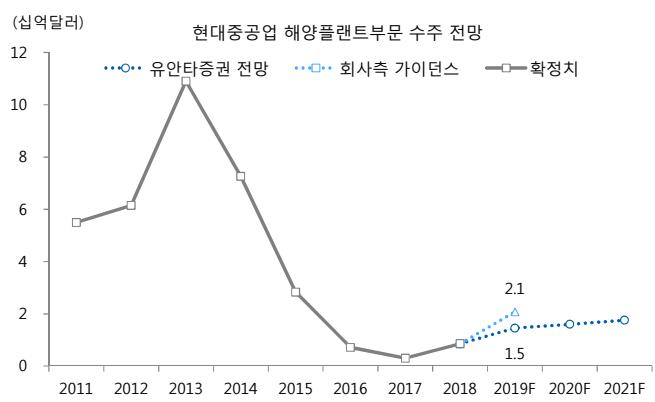
자료: 유안타증권

[그림-4] 현대중공업 조선부문 수주 가이던스 대비 달성을률 (3사 합산)



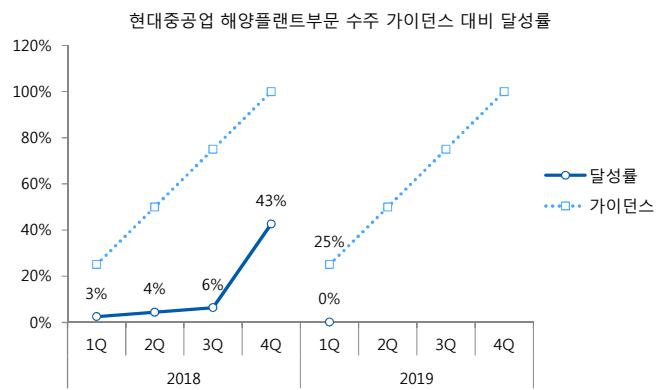
자료: 유안타증권

[그림-5] 현대중공업 해양플랜트부문 수주 전망



자료: 유안타증권

[그림-6] 현대중공업 해양플랜트부문 수주 가이던스 대비 달성을률



자료: 유안타증권

## 현대중공업 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	154,688	131,199	138,230	169,441	186,776	
매출원가	144,349	127,632	126,239	152,117	165,857	
매출총이익	10,339	3,567	11,990	17,324	20,919	
판관비	10,193	8,792	12,495	15,316	16,883	
영업이익	146	-5,225	-505	2,008	4,036	
EBITDA	5,969	-1,275	3,751	6,077	8,090	
영업외손익	-416	-3,315	-406	-396	-288	
외환관련손익	-1,658	237	0	0	0	
이자손익	-334	-583	-406	-396	-288	
관계기업관련손익	222	412	0	0	0	
기타	1,354	-3,382	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	-269	-8,540	-911	1,612	3,748	
법인세비용	665	-2,090	-209	371	862	
계속사업순손익	-934	-6,450	-701	1,241	2,886	
중단사업순손익	27,865	1,914	0	0	0	
당기순이익	26,931	-4,536	-701	1,241	2,886	
지배지분순이익	24,578	-4,891	-631	1,117	2,597	
포괄순이익	26,070	-5,518	-701	1,241	2,886	
지배지분포괄이익	23,766	-5,816	-734	1,342	3,120	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	176,637	123,167	128,820	136,208	144,570	
현금및현금성자산	32,397	30,418	35,445	35,055	40,332	
매출채권 및 기타채권	52,940	44,707	45,695	40,235	21,993	
재고자산	8,454	10,091	9,729	12,966	14,293	
비유동자산	127,451	124,132	120,628	118,559	116,504	
유형자산	110,463	102,690	100,583	98,634	96,662	
관계기업등 지분관련자산	1,423	4,040	4,040	4,040	4,040	
기타투자자산	2,002	2,148	899	899	899	
자산총계	304,088	247,299	249,448	254,767	261,074	
유동부채	156,149	94,103	94,077	98,084	101,795	
매입채무 및 기타채무	61,779	23,751	23,725	27,733	31,443	
단기차입금	28,181	19,285	19,285	19,285	19,285	
유동성장기부채	9,656	9,303	9,303	9,303	9,303	
비유동부채	24,219	22,087	22,087	22,087	22,087	
장기차입금	8,322	7,814	7,814	7,814	7,814	
사채	649	0	0	0	0	
부채총계	180,368	116,189	116,163	120,171	123,882	
지배지분	111,214	118,822	120,550	121,667	124,264	
자본금	2,833	3,539	3,539	3,539	3,539	
자본잉여금	10,499	24,834	24,834	24,834	24,834	
이익잉여금	162,369	160,437	159,806	160,923	163,520	
비지배지분	12,506	12,287	12,734	12,928	12,928	
자본총계	123,720	131,110	133,284	134,595	137,193	
순차입금	15,572	-4,302	-9,329	-8,939	-14,217	
총차입금	53,501	39,646	39,646	39,646	39,646	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,933	1,265	6,743	5,234	11,260	
당기순이익	26,931	-4,536	-701	1,241	2,886	
감가상각비	5,332	3,754	4,107	3,949	3,972	
외환손익	0	0	0	0	0	
증속,관계기업관련손익	-544	-430	0	0	0	
자산부채의 증감	-5,481	4,135	1,943	-1,349	3,047	
기타현금흐름	-20,305	-1,658	1,395	1,393	1,356	
투자활동 현금흐름	5,963	-57	9,791	10,276	10,276	
투자자산	6,130	-793	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,733	-2,258	-2,000	-2,000	-2,000	
유형자산 감소	1,032	637	0	0	0	
기타현금흐름	2,535	2,356	11,791	12,276	12,276	
재무활동 현금흐름	-21,225	-3,294	-14,435	-13,262	-13,262	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	
자본	0	12,278	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-21,225	-15,571	-14,435	-13,262	-13,262	
연결범위변동 등 기타	-1,539	106	2,927	-2,638	-2,996	
현금의 증감	-10,868	-1,979	5,027	-390	5,278	
기초 현금	43,265	32,397	30,418	35,445	35,055	
기말 현금	32,397	30,418	35,445	35,055	40,332	
NOPLAT	508	-5,225	-505	2,008	4,036	
FCF	-2,884	1,881	3,809	2,265	8,209	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

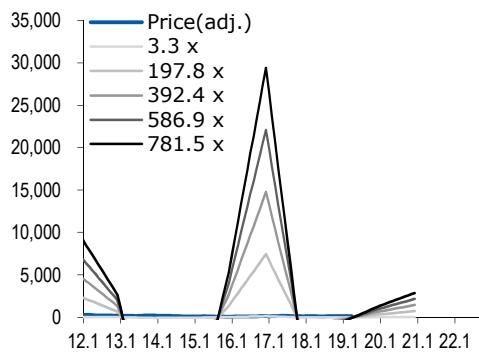
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS		37,625	-7,296	-892	1,578	3,670
BPS		185,406	168,031	170,474	172,054	175,726
EBITDAPS		9,683	-1,903	5,300	8,586	11,431
SPS		236,809	195,717	195,314	239,414	263,907
DPS		0	0	0	0	0
PER		3.8	-17.0	-135.7	76.7	33.0
PBR		0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA		21.4	-70.7	23.6	14.6	10.3
PSR		0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)		-30.6	-15.2	5.4	22.6	10.2
영업이익 증가율 (%)		-96.3	적전	적지	흑전	101.0
지배순이익 증가율 (%)		350.8	적전	적지	흑전	132.5
매출총이익률 (%)		6.7	2.7	8.7	10.2	11.2
영업이익률 (%)		0.1	-4.0	-0.4	1.2	2.2
지배순이익률 (%)		15.9	-3.7	-0.5	0.7	1.4
EBITDA 마진 (%)		3.9	-1.0	2.7	3.6	4.3
ROIC		0.3	-3.6	-0.4	1.3	2.7
ROA		6.2	-1.8	-0.3	0.4	1.0
ROE		18.2	-4.3	-0.5	0.9	2.1
부채비율 (%)		145.8	88.6	87.2	89.3	90.3
순차입금/자기자본 (%)		14.0	-3.6	-7.7	-7.3	-11.4
영업이익/금융비용 (배)		0.2	-3.8	-0.4	1.5	2.9

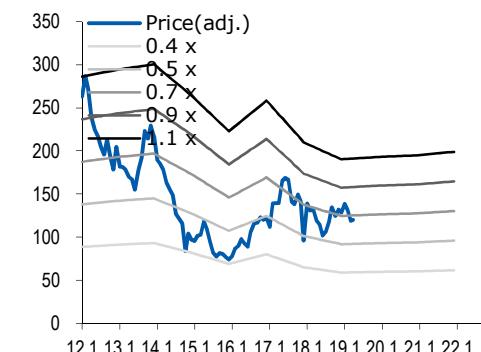
## P/E band chart

(천원)

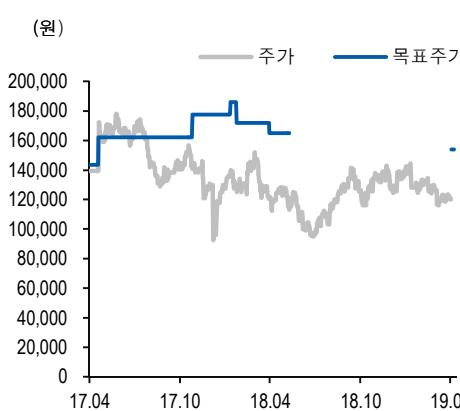


## P/B band chart

(천원)



## 현대중공업 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2019-04-23	BUY	154,000	1년			
	담당자 변경					
2019-04-20			1년 경과 이후	1년	-27.27	-27.27
2018-04-20	BUY	165,000	1년	-25.40	-12.42	
2018-02-12	BUY	172,000	1년	-27.51	-11.63	
2017-11-15	BUY	177,575	1년	-26.81	-17.74	
2017-06-12	HOLD	162,300	1년	-4.54	-	
2017-05-09	BUY	162,300	1년	2.05	6.18	
2017-02-28	BUY	160,506	1년	-11.82	-5.53	

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.