

2021. 10. 28



▲ **조선/기계**
Analyst **김현**
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **29,000 원**

현재주가 (10/27) **21,150 원**

상승여력 **37.1%**

KOSPI	3,025.49pt
시가총액	7,624억원
발행주식수	3,605만주
유동주식비율	54.87%
외국인비중	12.11%
52주 최고/최저가	27,800원/14,050원
평균거래대금	126.6억원

주요주주(%)

현대중공업지주 외 7 인	40.02
국민연금공단	6.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.3	4.4	50.5
상대주가	-16.4	11.0	16.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,771.1	-156.7	-264.3	-10,684	45.3	19,418	-1.1	0.6	-7.0	-34.1	222.3
2020	1,811.3	72.7	-40.3	-1,117	-89.6	18,841	-14.7	0.9	7.3	-5.8	234.6
2021E	1,826.8	81.0	50.5	1,400	-225.4	19,741	15.1	1.1	7.6	7.3	223.5
2022E	1,941.3	106.2	68.1	1,890	35.0	21,136	11.2	1.0	5.8	9.2	214.2
2023E	2,157.0	120.3	80.6	2,236	18.3	22,783	9.5	0.9	5.0	10.2	200.3

현대일렉트릭 267260

숨 고른 후, 다시 달린다

- ✓ 3Q21 매출액 3,941억원(-1.0% YoY), 영업이익 74억원(-74.8% YoY)의 부진한 실적
- ✓ 수출분 선박 수배 지연, 한전 계열向 매출 지연, 반덤핑 관세 총당금 설정이 원인
- ✓ 3Q 신규 수주 4.9억달러, 수주잔고 17억달러로 분명한 개선세, 2022년 성장은 확실
- ✓ 3Q 부진은 4Q 실적으로 상쇄 - 중동, ESS, 북미 인프라 3박자가 맞춰질 2022년
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 29,000원 상향 - 2022년 기준 PER 15배

3Q 부진 - 수출물량 선박 수배 지연, 캐나다 반덤핑 관세, 매출 인식 지연

3분기 연결 매출액 3,941억원(-1.0% YoY), 영업이익 74억원(-74.8% YoY), 영업이익률 1.9%의 부진한 실적을 기록했다. 1) 수출물량 운송에 필요한 선박 수배가 지연되면서 매출이 지연, 2) 미국 생산법인의 원재료 가격 상승 반영, 3) 미국 판매법인의 캐나다 반덤핑 관세 관련 87억원의 일회성 총당금 설정, 4) 국내 한국전력 계열向 고수익 물량의 매출액 중 350억원이 4분기로 매출 이월이 발생했기 때문이다.

2022년 연간 가이드는 달성 가능 - 4Q 실적 호조 확실

3분기 부진의 원인이 본업이나 원가구조의 악화로 발생하지 않았다. 캐나다 반덤핑 관세는 소형 변압기를 납품했던 모든 기업들의 관세율을 동일하게 출하 대기 물량까지 일괄 반영, 추가 손익 악화는 없다. 고수익 한전 계열向 매출액은 3분기 339억원에서 4분기 900억원 수준으로 회복한다. 상반기 11~12%의 영업이익률을 기록했던 미국법인은 원재료 인상을 반영하여 3% 수준까지 수익성이 악화되었지만, 최근 제품가격 상승을 시현하여 개선이 확실하다. 4분기 매출액 6,284억원(+27.9% YoY), 영업이익 296억원(+43.2% YoY)을 예상한다.

투자의견 Buy 유지 - 중동시장 회복, ESS 개선, 북미 인프라 확대의 수혜

투자의견 Buy를 유지하며, 2021년 수주 호조가 반영되는 2022년 예상실적을 반영하여 적정주가는 29,000원으로 상향한다. 일시적 요인에 따른 실적 부진으로 주가는 크게 조정을 받았지만, 회복의 방향성은 변함이 없다는 점에서 매수할 시기라고 본다. 주력 시장이던 중동의 발주물량 회복이 확인되고 있고, ESS 시장도 개선되며 북미지역 전력 인프라 투자 증가가 수주로 이어지는 시점이다.

표1 현대일렉트릭 3Q21 Review

(십억원)	3Q21P	2Q21	(% QoQ)	3Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	394.1	423.6	-7.0	398.0	-1.0	589.7	-33.2	458.1	-14.0
영업이익	7.4	26.5	-72.1	29.4	-74.8	29.7	-75.1	25.0	-70.5
세전계속사업이익	7.1	19.2	-63.0	5.5	29.1	15.6	-54.5	16.4	-56.6
순이익	3.9	14.0	-72.2	6.5	-40.0	11.5	-66.1	12.5	-68.9
지배주주순이익	3.9	14.0	-72.2	6.5	-40.0	29.0	-86.6	12.5	-68.9
영업이익률	1.9	6.3		7.4		5.0	-3.2	5.5	-3.6
순이익률	1.0	3.3		1.6		2.0	-1.0	2.7	-1.7

주: 컨센서스는 2021년 10월 26일 기준
 자료: 현대일렉트릭, 메리츠증권 리서치센터

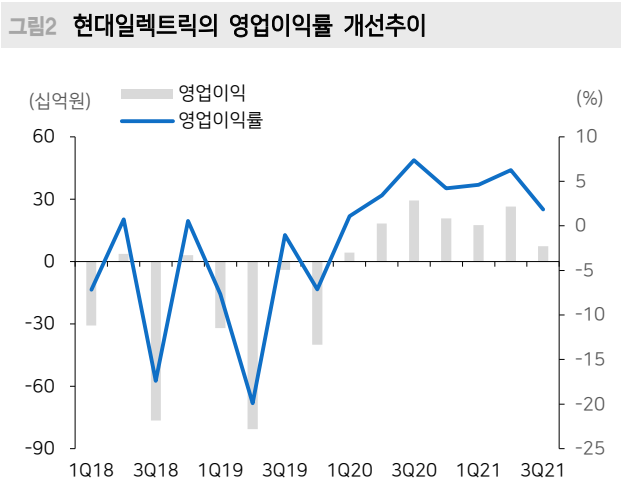
표2 현대일렉트릭의 영업실적 및 추이 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	1Q22E	1Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	386.4	535.5	398.0	491.4	380.7	423.6	394.1	628.4	400.5	472.6	418.8	649.3	1,811	1,827	1,941	
영업이익	4.3	18.3	29.4	20.7	17.5	26.5	7.4	29.6	22.0	29.9	12.3	42.0	73	81	106	
세전계속사업이익	15.4	-40.2	5.5	-34.1	18.8	19.2	7.1	20.9	22.0	22.9	10.9	33.2	-53	66	89	
당기순이익	10.6	-30.3	6.5	-27.0	15.6	14.0	3.9	17.0	16.8	17.5	8.4	25.4	-40	50	68	
매출액 증가율	YoY	-7.5	32.2	3.2	-12.6	-1.5	-20.9	-1.0	27.9	5.2	11.6	6.3	3.3	2.3	0.9	6.3
	QoQ	-31.3	38.6	-25.7	23.4	-22.5	11.3	-7.0	59.5	-36.3	18.0	-11.4	55.1			
영업이익 증가율	YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	311.1	44.7	-75.0	43.2	25.8	12.6	67.2	41.7	흑전	11.4	31.0
	QoQ	흑전	330.7	60.5	-29.6	-15.5	51.6	-72.3	303.2	-25.8	35.7	-58.8	241.5	흑전	11.4	31.0
영업이익률		1.1	3.4	7.4	4.2	4.6	6.3	1.9	4.7	5.5	6.3	2.9	6.5	4.0	4.4	5.5
순이익률		2.7	-5.7	1.6	-5.5	4.1	3.3	1.0	2.7	4.2	3.7	2.0	3.9	-2.2	2.8	3.5

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

3Q21 Conference Call Q&A

Q1 매출이연이 4분기에 반영된다는 근거와 대략적 규모는?

A1 미주/중동쪽으로 향하는 선박지연되며 물류난을 겪고 있음. 중국쪽 운송수요가 많아 우리나라를 거치지 않고 바로 떠나는 형태.

해결방안으로 현대중공업 물류조직과 협업하고, 선사와 사전계약으로 2022 년 물량도 계약하는 식으로 협상함. 연내 목표한 수량은 보낼 수 있을 것.

이연된 물량은 한전 350 억원, 수출용 선박 200 억정도(중동/미주). 매출 누계시 연간 가이드선스와 차이가 크지만 4 분기에 매출이 크게 올라갈 것. 가이드선스 대비 5% 내외 여지는 있음.

Q2 미국 법인 실적은? 원가 상승 요인은 어느정도 실적을 영향을 미쳤는지?

A2 영업이익률 기준 1 분기 11%, 2 분기 12%로 상승했지만 3 분기 3%로 하락함.

미국법인은 대형변압기를 단일 제조하여 원자재가격 영향이 큼(구리, 강재 등). 미국 상황이 좋아 물량이 초기에 빠르게 왔는데 원자재값이 급격히 상승함. 3 분기 비용에 원자재값 상승분이 반영되며 영업이익률 부진.

본사는 원자재가격이 반영되며 물량이 단계적으로 차서 괜찮았음.

Q3 캐나다 반덤핑 관세는 원지?

A3 캐나다가 소형 변압기에 관세를 부과하며 87 억원 총당금 설정함. 캐나다는 미국과 달리 관세를 수입업체에 부과. 따라서 아틀란타 법인으로 설정됨. 지멘스 오스트리아가 최고 수치인 78.4%를 인용하여 동사도 동일하게 부과됨. 절반 이상은 2022 년 회수할 수 있을 것으로 봄. 출하 대기 중인 물량 전체(26 대)를 반영하여 추가적인 비용 부담은 없을 것.

Q4 ESS 적자사업이었는데 이제 본격적으로 하는지? 수익성은?

A4 과거 수익성 악화는 정부에서 인센티브를 중단했기 때문. 탄소중립을 선언하며 ESS 투자없이는 불가능하다는 것을 알게 되며 사업재개함. 국내 시장보다는 미국시장에 중점을 두고 있음.

Q5 3, 4분기 한전향 매출은? 2,000-2,500억원 사이일지?

A5 3 분기 한전향 매출 339 억원, 누계 1,200 억원. 4 분기로 350 억원정도 이연되며 4 분기는 900 억원을 예상하고 있음. 2021 년 연간 2,000 억 초반 예상함.

Q6 4분기 매출 7,000억원 계산이 맞는지? 수익성 range는?

A6 4 분기 매출 6000-6500 억원으로 예상함. 3 분기보다 개선될 것.

Q7 미국 인프라 투자 수혜 등 지역별 전망?

A7 미국: 전력 인프라투자 지속, 그리드 노후화로 인한 송배전 투자로 매출 증가 지속될 것. 최근 인력 수급 여의치 않은 부분이 있지만, 시설투자를 했기 때문에 잘 대응할 수 있을 것.

물량 증가에 대한 대처는 미국, 한국 공장 활용 계획 중. 반덤핑 관세를 부담하더라도 제조 공급하는 것을 생각 중. 9 차 관정이 남아있지만 과거처럼 높은 관세율은 아닐 것.

중동: 유가 상승으로 재정여력이 나아지며 신재생 투자가 활발해짐. 2~3 년정도는 큰 흐름 유지 예상..

국내: 신재생에너지 관련 수요가 2021 년 보다 증가할 것.

Q8 미국 4 차 판정과 5 차 판정 일정은? 케나다는 향후 통관될 물량만 관세를 매기는 것인지?

A8 4 차분은 CIT 가 0%로 판정. ABB 제조했는데 1 년내로 판결 날 것. 5 차분은 60%가 나와서 제조함.

케나다는 관세 부과 이후에 통관되는 물량에 대해 관세 부과. 남은 물량은 26 대지만, 연간 50 억정도의 적은 물량으로 수익성에 큰 영향은 없을 것.

Q9 3분기 신규 수주 및 수주잔고는? 4분기, 2022년 수주 전망?

A9 3분기 신규수주 4.9 억달러, 수주잔고 17 억달러.

2020년 상반기는 좋았지만, 하반기 수주 악화. 2021 상반기 수주 good. 2021년 매출 가이드스 1.9 조에서 -5%내외로 언급한 이유는 작년 하반기 수주가 좋지 않았기 때문. 지금 수주는 내년 물량에 반영. 그래서 2022년 실적 개선될 것으로 전망.

현대일렉트릭 (267260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,771.1	1,811.3	1,826.8	1,941.3	2,157.0
매출액증가율 (%)	-8.7	2.3	0.9	6.3	11.1
매출원가	1,617.8	1,501.2	1,513.5	1,588.3	1,762.4
매출총이익	153.4	310.2	313.3	353.0	394.6
판매관리비	310.1	237.5	232.3	246.9	274.3
영업이익	-156.7	72.7	81.0	106.2	120.3
영업이익률	-8.8	4.0	4.4	5.5	5.6
금융손익	-14.2	-44.8	-1.0	-5.9	-3.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-162.7	-81.4	-14.0	-11.2	-11.4
세전계속사업이익	-333.6	-53.5	66.0	89.1	105.4
법인세비용	-69.3	-13.3	15.5	20.9	24.8
당기순이익	-264.3	-40.3	50.5	68.1	80.6
지배주주지분 순이익	-264.3	-40.3	50.5	68.1	80.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	57.5	204.5	81.9	140.6	102.1
당기순이익(손실)	-264.3	-40.3	50.5	68.1	80.6
유형자산상각비	32.2	37.1	40.4	39.0	37.6
무형자산상각비	3.7	4.8	5.7	6.0	6.3
운전자본의 증감	234.5	198.3	3.0	39.6	-8.9
투자활동 현금흐름	-206.2	139.0	-29.2	-32.8	-29.8
유형자산의증가(CAPEX)	-146.7	-56.8	-40.0	-37.5	-35.2
투자자산의감소(증가)	0.1	-3.7	-0.0	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	-35.8	-7.3	-24.3	-24.0	-102.2
차입금의 증감	-124.5	-1.2	-9.9	-9.6	-84.2
자본의 증가	106.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-186.6	334.5	28.4	83.8	-29.9
기초현금	376.3	189.7	524.3	552.7	636.5
기말현금	189.7	524.3	552.7	636.5	606.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,484.2	1,474.4	1,506.9	1,602.6	1,678.7
현금및현금성자산	189.7	524.3	552.7	636.5	606.6
매출채권	469.9	376.3	377.9	382.6	425.2
재고자산	390.8	358.6	360.1	364.6	405.2
비유동자산	772.3	798.3	795.2	791.5	787.3
유형자산	516.9	510.5	510.1	508.6	506.2
무형자산	49.4	51.1	53.4	55.8	58.3
투자자산	3.0	6.7	6.7	6.8	6.9
자산총계	2,256.5	2,272.6	2,302.1	2,394.1	2,466.0
유동부채	1,123.8	1,275.3	1,276.9	1,295.3	1,356.6
매입채무	228.5	156.0	157.3	167.1	185.7
단기차입금	280.0	250.3	230.3	210.3	190.3
유동성장기부채	126.9	258.6	273.6	263.6	253.6
비유동부채	432.5	318.1	313.6	336.9	288.2
사채	144.7	174.5	159.5	169.5	124.5
장기차입금	221.2	84.4	94.4	104.4	94.4
부채총계	1,556.3	1,593.5	1,590.5	1,632.2	1,644.8
자본금	180.2	180.2	180.2	180.2	180.2
자본잉여금	901.7	901.7	901.7	901.7	901.7
기타포괄이익누계액	61.2	74.0	70.3	66.9	63.6
이익잉여금	-427.9	-461.5	-425.4	-371.7	-309.1
비지배주주지분	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	700.2	679.2	711.6	761.9	821.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	71,604	50,249	50,679	53,854	59,839
EPS(지배주주)	-10,684	-1,117	1,400	1,890	2,236
CFPS	-6,028	1,090	3,275	4,008	4,351
EBITDAPS	-4,886	3,179	3,525	4,193	4,555
BPS	19,418	18,841	19,741	21,136	22,783
DPS	0	0	400	400	500
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.9	1.9	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	-1.1	-14.7	15.1	11.2	9.5
PCR	-1.9	15.0	6.5	5.3	4.9
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.6	0.9	1.1	1.0	0.9
EBITDA	-120.9	114.6	127.1	151.1	164.2
EV/EBITDA	-7.0	7.3	7.6	5.8	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-34.1	-5.8	7.3	9.2	10.2
EBITDA 이익률	-6.8	6.3	7.0	7.8	7.6
부채비율	222.3	234.6	223.5	214.2	200.3
금융비용부담률	1.9	1.7	1.7	1.5	1.3
이자보상배율(x)	-4.7	2.4	2.7	3.6	4.2
매출채권회전율(x)	3.2	4.3	4.8	5.1	5.3
재고자산회전율(x)	4.3	4.8	5.1	5.4	5.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

