

2022. 7. 30



▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (7.29) 125,000 원

상승여력 28.0%

KOSPI 2,451.50pt

시가총액 110,966억원

발행주식수 8,877만주

유동주식비율 18.04%

외국인비중 5.83%

52주 최고/최저가 153,500원/91,500원

평균거래대금 431.2억원

주요주주(%)

한국조선해양 외 1 인 78.02

국민연금공단 6.01

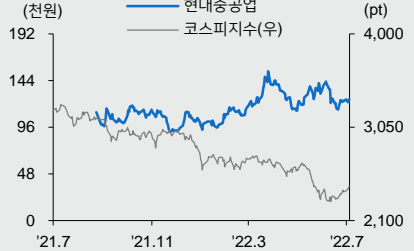
주가상승률(%)

1개월 12개월 25.9 0.0

절대주가 -11.3 36.8 0.0

상대주가 -14.0 36.8 0.0

주가그래프



현대중공업 329180

2Q22 Review: Up-Cycle 로의 순항

- ✓ 매출액 2조 1,660억원, 영업이익 -1,083억원을 기록함
- ✓ 1) 울산 공장 사고에 따른 일회성 매출 미실현, 2) 강재가에 대한 보수적인 예정원가 산정이 2분기 실적 미스의 이유이나, Up-Cycle로의 방향성에는 문제 없다고 판단
- ✓ 3분기부터 조선부문 BEP 달성 기대감 형성. 2023년 하반기 수익성 턴어라운드를 앞두고 모멘텀을 자극하기에 충분한 시그널
- ✓ 2024년 Implied PBR 2.1배를 적용하여 적정주가를 160,000원으로 상향

기대감에 못 미친 2분기 실적은 일회성임을 강조

2분기 매출액은 2조 1,660억원(+11.3% YoY, +8.2% QoQ), 영업이익 -1,083억원(적자 지속), 세전이익 -936원, 당기순이익 -647억원을 기록했다. 1) 울산 공장 사고로 인한 일회성 매출 미실현으로 인해 고정비 부담 증가, 2) 후반기 상승 등 잔여 수주 잔고에 대한 보수적인 예정원가 산정으로 인해 실적은 기대감을 하회했다.

3분기부터 조선부문 BEP 기대감 등 실적 개선의 방향성은 이상무

1) 선제적이며 보수적인 예정원가 산정으로 2분기 수익성은 일회성으로 훼손됐으나 3분기부터 조선부문 BEP 달성 기대감은 상존한다. 2) 설계공사가 시작된 Shenandoah 공사를 포함한 해양공사 3건은 정상 진행 중이며 향후 고정비 회수가 가능한 수준까지의 수익성 개선이 기대된다. 3) 엔진기계부문은 이중연료추진 사양을 선택한 수주잔고의 확대로 수익성 개선이 확인 중이다.

2024년 화려한 턴어라운드를 기대하며 적정주가를 16만원으로 상향조정

160~161p인 신조선가치수는 2020년 대비 30%이상 상승하며 2024년 실적 턴어라운드의 당위성을 설명하고 있다. 1) 대형 LNG선에 대한 쏫티지 상황, 2) 중소형 컨테이너선 발주세 지속, 3) 1년째 멈춰 있는 VLCC의 발주 재개 기대감으로 적정주가를 상향조정한다. 2024년 Implied PBR 2.1배를 적용하여 적정주가 160,000원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	8,312.0	32.5	-431.5	-6,096	181.7	75,746	0.0	0.0	9.6	-7.9	157.4
2021	8,311.3	-800.3	-814.2	-10,665	74.9	63,015	-8.9	1.5	-17.5	-14.9	169.5
2022E	9,668.6	-266.6	-189.0	-2,129	-80.0	61,216	-58.7	2.0	662.9	-3.4	214.0
2023E	11,670.9	536.9	358.0	4,033	-289.4	65,249	31.0	1.9	15.6	6.4	222.8
2024E	14,825.7	981.3	711.5	8,015	98.7	73,264	15.6	1.7	9.6	11.6	192.1

(십억원)	2Q22P	(% YoY)	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,166.0	11.3%	8.2%	2,325.1	-6.8%	2,604.2	-16.8%
영업이익	-108.3	적지	적지	-90.2	적지	1.7	적지
세전이익	-93.6	적지	적지	-104.7	적지	23.0	적지
지배주주순이익	-64.7	적지	적지	-93.7	적지	17.3	적지
영업이익률(%)	-5.0%	16.7%p	5.9%p				
순이익률(%)	-3.0%	15.0%p	5.8%p				

자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2Q22			2Q21			1Q22		
	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM
조선	1,578.0	-60.2	-3.8%	6.4%	적지	18.5%p	1.4%	적지	3.6%p
상선	1,391.5	-55.1	-4.0%	10.0%	적지	23.3%p	2.2%	적지	3.7%p
특수선	186.5	-5.1	-2.7%	-14.6%	적전	-9.3%p	-4.3%	적지	3.3%p
해양	131.3	-51.0	-38.8%	158.5%	적지	5.8%p	55.9%	적지	16.9%p
플랜트	31.1	3.9	12.5%	-12.9%	흑전	141.7%p	658.5%	흑전	1090.6%p
엔진기계	404.8	43.9	10.8%	12.7%	220.4%	7.0%p	18.8%	30.3%	1.0%p
기타	20.8	-44.9	-	19.5%	적지	-	30.0%	적지	-
총계	2,166.0	-108.3	-5.0%	11.3%	적지	16.7%p	8.2%	적지	5.9%p

자료: 메리츠증권 리서치센터

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
COE` (%)	3.9	2.7	4.2	6.0	5.5	5.5
RiskFree	1.9	0.9	1.3	3.0	2.5	2.5
Risk Premium	4.0	3.6	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta(52주)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-1.6	-7.9	-14.9	-3.4	6.4	11.6
BPS(원)	79,450	75,746	63,015	61,216	65,248	73,264
(ROE-g)/COE-g)	-0.4	-3.0	-3.5	-0.6	1.2	2.1
Fair Value(원)						154,691
Target PBR						2.1
적정주가(원)						160,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 현대중공업 사업부별 실적

	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
WTI(달러/배럴)	94.3	108.8	105.0	100.0	98.0	95.0	92.0	90.0	68.0	102.0	93.8	90.0
원/달러	1,205.0	1,259.6	1,297.0	1,260.0	1,250.0	1,250.0	1,240.0	1,240.0	1,141.4	1,255.4	1,245.0	1,240.0
한국후판가격(달러/톤)	1,006.5	966.8	966.8	966.8	966.8	966.8	966.8	966.8	895.0	976.7	966.8	966.8
매출액	1,985.7	2,166.0	2,215.9	3,285.1	3,141.7	2,020.4	2,683.0	3,825.8	8,231.5	9,652.6	11,670.9	14,825.7
조선사업부												
매출액	1,556.7	1,578.0	1,635.9	2,500.2	2,411.6	1,484.0	2,040.6	2,968.1	6,320.6	7,270.8	8,904.3	11,764.0
영업이익	-115.5	-60.2	13.1	31.0	30.3	17.9	46.5	133.9	-190.4	-131.6	228.6	614.4
영업이익률	-7.4%	-3.8%	0.8%	1.2%	1.3%	1.2%	2.3%	4.5%	-3.0%	-1.8%	2.6%	5.2%
해양사업부												
매출액	84.2	131.3	209.4	236.7	217.8	247.2	219.4	211.4	261.6	661.6	895.8	502.8
영업이익	-46.9	-51.0	13.8	18.2	16.7	18.7	16.7	15.9	-74.5	-65.9	68.0	38.3
영업이익률	-55.7%	-38.8%	6.6%	7.7%	7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	-28.5%	-10.0%	7.6%	7.6%
플랜트사업부												
매출액	4.1	31.1	44.8	14.5	-	-	-	-	157.6	94.5	-	-
영업이익	-44.2	3.9	-65.8	-58.3	-	-	-	-	-120.0	-164.5	-	-
영업이익률	-1078.0%	12.5%	-147.0%	-401.9%	-	-	-	-	-76.1%	-174.0%	-	-
엔진기계사업부												
매출액	340.7	404.8	325.7	533.7	512.4	289.2	423.1	646.2	1,491.7	1,604.9	1,870.9	2,558.9
영업이익	34.1	43.9	38.6	68.5	65.8	37.1	54.3	83.0	131.6	185.1	240.3	328.7
영업이익률	10.0%	10.8%	11.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	8.8%	11.5%	12.8%	12.8%
영업이익	-172.5	-108.3	-0.4	59.5	112.8	73.8	117.5	232.8	-253.3	-221.7	536.9	981.3
영업이익률	-8.7%	-5.0%	0.0%	1.8%	3.6%	3.7%	4.4%	6.1%	-3.1%	-2.3%	4.6%	6.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	8,312.0	8,311.3	9,668.6	11,670.9	14,825.7
매출액증가율 (%)	52.3	-0.0	16.3	20.7	27.0
매출원가	7,837.9	8,520.5	9,297.8	10,317.1	12,806.5
매출총이익	474.1	-209.2	370.8	1,353.9	2,019.1
판매관리비	441.6	591.1	637.4	817.0	1,037.8
영업이익	32.5	-800.3	-266.6	536.9	981.3
영업이익률	0.4	-9.6	-2.8	4.6	6.6
금융손익	-18.4	-485.7	-91.6	-77.0	-68.4
종속/관계기업손익	0.0	-0.7	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-554.2	175.1	95.6	17.8	36.1
세전계속사업이익	-540.1	-1,111.5	-263.0	477.4	948.7
법인세비용	-108.7	-297.2	-74.0	119.3	237.2
당기순이익	-431.5	-814.2	-189.0	358.0	711.5
지배주주지분 손이익	-431.5	-814.2	-189.0	358.0	711.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,999.4	7,886.1	9,045.0	10,734.7	11,135.7
현금및현금성자산	1,314.8	2,137.4	1,417.5	1,851.7	2,656.3
매출채권	754.2	852.2	1,130.8	1,316.9	1,257.1
재고자산	779.0	898.7	1,192.4	1,388.6	1,325.6
비유동자산	6,800.3	7,192.6	8,018.0	7,965.2	7,864.7
유형자산	6,020.3	5,986.3	6,667.9	6,579.9	6,499.2
무형자산	65.0	79.5	75.2	68.3	62.0
투자자산	79.7	201.9	264.7	306.7	293.2
자산총계	13,799.7	15,078.7	17,063.0	18,699.8	19,000.4
유동부채	5,976.9	7,048.6	9,497.5	10,707.8	10,318.8
매입채무	947.1	1,180.1	1,565.8	1,823.5	1,740.7
단기차입금	761.8	661.5	1,014.9	1,014.9	1,014.9
유동성장기부채	1,745.5	845.2	1,129.5	1,129.5	1,129.5
비유동부채	2,462.0	2,436.0	2,131.2	2,199.8	2,177.7
사채	252.2	536.3	844.8	844.8	844.8
장기차입금	1,787.2	1,422.7	700.4	700.4	700.4
부채총계	8,438.9	9,484.7	11,628.7	12,907.5	12,496.5
자본금	353.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	3,118.4	3,114.8	3,114.8	3,114.8
기타포괄이익누계액	873.5	881.5	881.5	881.5	881.5
이익잉여금	-505.1	1,151.7	995.8	1,353.8	2,065.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,360.8	5,594.0	5,434.3	5,792.3	6,503.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-200.0	762.1	148.5	698.6	983.9
당기순이익(손실)	-431.5	-814.2	-189.0	358.0	711.5
유형자산상각비	249.7	236.3	279.3	288.0	280.7
무형자산상각비	2.7	3.1	7.5	6.9	6.3
운전자본의 증감	-272.0	1,464.6	133.7	45.7	-14.7
투자활동 현금흐름	-201.0	151.7	-1,049.8	-299.3	-168.1
유형자산의증가(CAPEX)	-226.3	-244.0	-946.2	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	26.0	-122.8	-63.0	-42.0	13.5
재무활동 현금흐름	730.2	-92.6	181.5	35.0	-11.2
차입금의 증감	658.4	-988.4	282.6	35.0	-11.2
자본의 증가	0.0	-1,431.6	-3.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	321.2	822.6	-719.9	434.3	804.5
기초현금	993.6	1,314.8	2,137.4	1,417.5	1,851.7
기말현금	1,314.8	2,137.4	1,417.5	1,851.7	2,656.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	117,446	108,864	108,913	131,469	167,006
EPS(지배주주)	-6,096	-10,665	-2,129	4,033	8,015
CFPS	2,823	-7,986	839	9,567	14,691
EBITDAPS	4,024	-7,347	228	9,370	14,287
BPS	75,746	63,015	61,216	65,249	73,264
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	-8.9	-58.7	31.0	15.6
PCR	0.0	-11.9	149.0	13.1	8.5
PSR	0.0	0.9	1.1	1.0	0.7
PBR	0.0	1.5	2.0	1.9	1.7
EBITDA	284.8	-560.9	20.2	831.8	1,268.3
EV/EBITDA	9.6	-17.5	662.9	15.6	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.9	-14.9	-3.4	6.4	11.6
EBITDA 이익률	3.4	-6.7	0.2	7.1	8.6
부채비율	157.4	169.5	214.0	222.8	192.1
금융비용부담률	1.9	1.5	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(x)	0.2	-6.4	-2.7	5.2	9.4
매출채권회전율(x)	8.7	10.3	9.8	9.5	11.5
재고자산회전율(x)	10.4	9.9	9.2	9.0	10.9

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.09.16	기업분석	Buy	110,000	김현	-1.9	7.7	
2021.11.19	산업분석	Buy	130,000	김현	-18.4	-12.3	
2021.12.22				Univ Out			
2022.05.31	산업분석	Buy	150,000	배기연	-14.4	-4.7	
2022.07.30	기업브리프	Buy	160,000	배기연	-	-	