

2017. 2. 10



▲ **조선/기계**

Analyst **김현**
02. 6098-6699
hyun.kim@meritz.co.kr

RA **최치현**
02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 200,000 원

현재주가 (2.9) 146,500 원

상승여력 36.5%

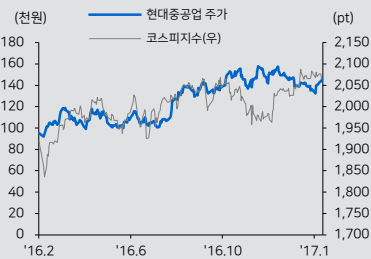
KOSPI	2,065.88pt
시가총액	111,340억원
발행주식수	7,600만주
유동주식비율	64.48%
외국인비중	15.15%
52주 최고/최저가	158,000원 / 92,000원
평균거래대금	310.7억원

주요주주(%)

정몽준 외 14인	21.33
국민연금	8.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.40	8.52	59.24
상대주가	3.82	10.12	50.77

주가그래프



현대중공업 009540

Again 1조 클럽

- ✓ 4Q 연결 매출액 10조 3,427억원(-7.1% YoY), 영업이익 4,377억원(흑자전환 YoY)의 양호한 실적 기록 - 연간 영업이익 1조 6,419억원으로 2012년 이후 1조 클럽 재가입
- ✓ 영업외수지는 외환관련 손실 3,600여억원, 하이투자증권 영업권상각 1,106억원, 총당금/손상차손 설정 등 일회성 요인이 약 5,800억원 반영
- ✓ 조선/엔진부문 총당금 설정 제외시 양호한 수익성 유지, 해양/플랜트부문 흑자전환
- ✓ Top Pick 유지 - 2월 27일 임시주주총회 통과시 인적분할은 마무리

4Q 영업실적은 예상치 부합 - 일회성 요인을 제외시 양호한 수준

4Q16 연결 매출액 10조 3,427억원(-7.1% YoY), 영업이익 4,377억원(흑자전환 YoY)으로 4분기 연속 흑자를 기록했다. 영업이익률 4.2%(+0.6%p QoQ)로 경영합리화 노력이 안정적인 수익성 시현으로 이어졌다. 1) 한진해운 잔여 매출채권 전액인 592억원을 총당금 반영, 특수선 지연에 따른 지체상금 550억원을 반영했음에도 조선부문은 1.1%의 영업이익률을 기록했고, 2) 엔진도 기 판매 제품의 보증 총당금 270억원 설정을 제외하면 19.5%의 영업이익률 유지, 3) Change Order 2.07억달러 확보로 매출이 증가한 해양은 영업이익 증가효과 620억원을 제외해도 흑자를 유지했으며, 4) 플랜트는 적자공사인 Jeddah South의 공정률이 95%, Shuqaiq가 85%를 기록하면서 흑자전환, 5) 정유는 정제마진 호조로 영업이익률 8.5%의 서프라이즈를 기록했다. 일회성 제외시 5%를 상회하는 높은 영업이익률을 기록한 셈이다.

영업외수지 부진은 일회성 요인일 뿐 - 2017 년에도 불황형 흑자는 가능

영업외손익이 -6,881억원을 기록했지만, 대부분 일회성 손실임을 감안시 우려 사항은 아니다. 1) 환율급등으로 외환평가손실 2,500여억원, 파생상품손실 1,300억원 발생, 2) 하이투자증권 지분에 대한 영업권상각 1,106억원, 3) 2015년 발주 취소된 Semi-Rig 2기의 공정가치 반영으로 397억원 총당금 설정, 4) 오일뱅크 제세금관련 총당금 성격 500억원, 5) 건설 해외법인 유형자산 손상 200억원이 반영되었다.

업종 Top Pick 유지 - 인적분할은 예정대로 진행, 기업가치 재평가 기대

업종 Top Pick, 투자의견 Buy를 유지한다. 컨퍼런스 콜에서 분할은 예정대로 진행됨을 재확인했다. 재무구조/체질 개선을 위한 분할은 기업가치 재평가로 이어진다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	52,582.4	-3,249.5	-1,769.2	-23,279	적전	199,655	N/A	0.6	-9.8	-10.9	220.8
2015	46,231.7	-1,540.1	-1,349.9	-17,762	적지	180,738	N/A	0.5	-41.9	-9.3	220.9
2016E	39,317.3	1,641.9	571.4	7,518	흑전	210,066	19.4	0.7	8.0	3.8	171.7
2017E	35,439.7	1,136.5	636.9	8,381	11.5	219,423	17.5	0.7	9.8	3.9	149.5
2018E	35,202.5	1,042.6	608.2	8,003	-4.5	228,308	18.3	0.6	10.0	3.6	137.4

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	diff
매출액	10,343	11,139	-7.1	8,839	17.0	9,462	9.3	9,413	9.9
영업이익	438	-279	흑전	322	36.0	443	-1.2	442	-0.9
세전이익	-250	-446	적지	466	적전	399	-162.7	426	-158.8
순이익	-289	-378	적지	334	적전	275	-204.9	311	-192.8
영업이익률 (%)	4.2	-2.5		3.6		4.7		4.7	
순이익률 (%)	-2.8	-3.4		3.8		2.9		3.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	12,228	11,946	10,918	11,139	10,273	9,863	8,839	10,343	9,293	8,925	8,386	8,836	46,232	39,317	35,440	35,202
영업이익	-192	-171	-898	-279	325	557	322	438	288	289	239	320	-1,540	1,642	1,136	1,043
세전이익	-166	-302	-928	-446	361	541	466	-250	241	234	232	352	-1,841	1,118	1,059	962
순이익	-125	-242	-618	-378	245	392	334	-289	176	171	169	257	-1,363	682	773	736
지배주주순이익	-139	-241	-600	-370	209	292	295	-225	145	141	140	212	-1,350	571	637	613
매출액증가율 % YoY	-9.6	-6.8	-12.0	-19.6	-16.0	-17.4	-19.0	-7.2	-9.5	-9.5	-5.1	-14.6	-12.1	-15.0	-9.9	-0.7
% QoQ	-11.7	-2.3	-8.6	2.0	-7.8	-4.0	-10.4	17.0	-10.1	-4.0	-6.0	5.4				
영업이익증가율 % YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-11.4	-48.0	-25.8	-26.8	적지	흑전	-30.8	-8.3
% QoQ	적지	적지	적지	적지	흑전	71.3	-42.2	36.0	-34.2	0.5	-17.5	34.2				
영업이익률 (%)	-1.6	-1.4	-8.2	-2.5	3.2	5.6	3.6	4.2	3.1	3.2	2.8	3.6	-3.3	4.2	3.2	3.0
순이익률 (%)	-1.0	-2.0	-5.7	-3.4	2.4	4.0	3.8	-2.8	1.9	1.9	2.0	2.9	-2.9	1.7	2.2	2.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)		조선	해양	플랜트	엔진기계	전기전자	그린에너지	건설장비	정유	금융	전체
4Q16발표치	매출액	3,388.8	866.5	520.5	312.0	638.4	73.9	491.4	3,730.6	228.7	10,342.7
	영업이익	36.2	73.7	14.5	33.8	46.6	5.5	-2.4	318.3	6.8	437.7
	OPM (%)	1.1	8.5	2.8	10.8	7.3	7.4	-0.5	8.5	3.0	4.2
메리츠 예상치	매출액	3,568.4	715.9	559.2	372.9	524.2	82.8	515.2	2,836.9	172.4	9,413.2
	영업이익	152.7	13.7	-13.7	85.9	38.9	2.5	25.4	206.4	6.9	441.7
	OPM (%)	4.3	1.9	-2.5	23.0	7.4	3.0	4.9	7.3	4.0	4.7
차이	매출액 (%)	-5.0	+21.0	-6.9	-16.3	+21.8	-10.8	-4.6	+31.5	+32.7	+9.9
	영업이익 (%)	-76.3	+437.2	흑전	-60.7	+19.7	+120.7	적지	+54.2	-1.6	-0.9
	OPM (%p)	-3.2	+6.6	+5.2	-12.2	-0.1	+4.4	-5.4	+1.3	-1.0	-0.5

자료: 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	2015				2016P				2017E				2014	2015	2016P	2017E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE					
조선	매출액	4,304	4,153	4,048	4,168	4,131	3,902	3,257	3,389	3,387	2,724	2,275	2,486	16,432	16,673	14,679	10,872
	영업이익	-158	-102	-359	-29	201	179	147	36	113	74	42	69	-1,896	-648	564	297
	OPM	-3.7	-2.5	-8.9	-0.7	4.9	4.6	4.5	1.1	3.3	2.7	1.8	2.8	-11.5	-3.9	3.8	2.7
해양	매출액	1,240	1,121	722	1,383	929	932	721	867	642	648	603	574	4,653	4,466	3,449	2,467
	영업이익	-86	-291	-643	-275	-71	125	23	74	6	1	-10	-5	-230	-1,295	150	-8
	OPM	-6.9	-26.0	-89.0	-19.9	-7.7	13.4	3.2	8.5	1.0	0.1	-1.6	-0.9	-4.9	-29.0	4.4	-0.3
플랜트	매출액	1,092	1,256	916	922	886	508	509	521	411	414	348	415	2,409	4,186	2,422	1,588
	영업이익	32	1	-16	-93	-58	-155	-13	15	-15	-12	-15	13	-1,131	-76	-212	-29
	OPM	2.9	0.1	-1.8	-10.1	-6.6	-30.5	-2.5	2.8	-3.6	-3.0	-4.2	3.1	-46.9	-1.8	-8.7	-1.8
엔진 기계	매출액	495	449	400	432	361	332	383	312	283	288	277	311	1,518	1,777	1,388	1,159
	영업이익	-8	17	15	43	69	80	93	34	56	49	42	43	-11	67	277	190
	OPM	-1.6	3.7	3.8	9.9	19.2	24.2	24.3	10.8	19.6	17.0	15.3	13.9	-0.7	3.8	19.9	16.4
전기 전자	매출액	572	701	604	631	501	530	475	638	449	577	473	519	2,355	2,507	2,144	2,018
	영업이익	17	28	42	56	51	30	37	47	21	33	19	26	86	144	164	100
	OPM	3.0	4.0	7.0	8.9	10.1	5.7	7.7	7.3	4.8	5.8	4.1	5.0	3.7	5.7	7.6	4.9
그린 에너지	매출액	84	70	87	89	83	76	93	74	89	65	99	99	312	330	325	352
	영업이익	-1	4	11	2	8	3	-12	6	3	3	4	2	-17	16	5	12
	OPM	-1.0	6.0	13.0	1.7	10.0	4.6	-13.0	7.4	3.5	4.0	4.0	2.4	-5.3	4.9	1.6	3.4
건설 장비	매출액	675	683	456	411	583	583	514	491	583	628	527	511	2,867	2,225	2,171	2,249
	영업이익	0	-2	-28	-86	33	51	28	-2	35	35	24	20	-33	-116	109	114
	OPM	0.0	-0.2	-6.2	-21.0	5.6	8.8	5.4	-0.5	6.0	5.6	4.5	3.8	-1.2	-5.2	5.0	5.0
정유	매출액	3,467	3,237	3,175	2,953	2,496	2,766	2,680	3,731	3,147	3,342	3,567	3,678	21,087	12,832	11,673	13,733
	영업이익	97	235	127	170	202	323	123	318	179	189	218	223	229	629	967	809
	OPM	2.8	7.3	4.0	5.8	8.1	11.7	4.6	8.5	5.7	5.7	6.1	6.1	1.1	4.9	8.3	5.9
금융	매출액	241	256	447	95	232	179	136	229	232	183	144	178	743	1,039	775	738
	영업이익	19	14	16	5	17	11	-10	7	15	11	7	7	36	53	24	40
	OPM	8.0	5.3	3.5	5.0	7.2	6.2	-7.7	3.0	6.7	5.8	5.1	3.8	4.9	5.1	3.1	5.5
전체	매출액	12,228	11,946	10,918	11,139	10,273	9,863	8,839	10,343	9,293	8,925	8,386	8,836	52,582	46,232	39,317	35,440
	영업이익	-192	-171	-898	-279	325	557	322	438	288	289	239	320	-3,249	-1,540	1,642	1,136
	OPM	-1.6	-1.4	-8.2	-2.5	3.2	5.6	3.6	4.2	3.1	3.2	2.8	3.6	-6.2	-3.3	4.2	3.2

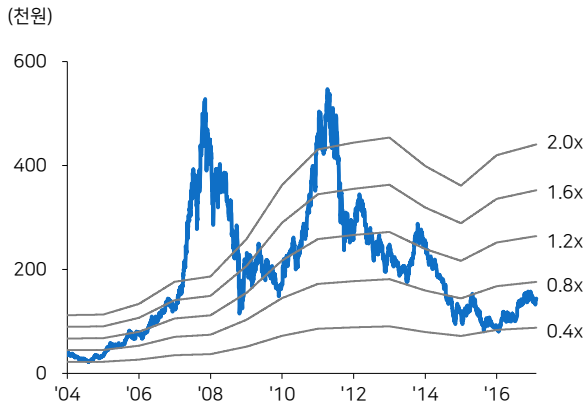
주: 공통판관비는 기타사업부문으로 일괄 적용한 기준 / 자료: 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대중공업의 Implied PBR Valuation – 적정주가 200,000원

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017E	
COE	11.0	10.5	10.5	11.6	10.2	9.3	9.3	
Rf	3.3	2.8	2.8	2.5	1.8	1.5	1.5	
Risk Premium	5.5	5.5	5.5	6.5	6.5	6.0	6.0	
ROE	17.0	6.0	1.6	-10.9	-9.3	3.8	3.9	
Net Margin	5.1	1.9	0.3	-4.2	-2.9	1.7	2.2	
Asset Turnover	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	
Leverage	2.7	2.6	2.8	3.2	3.2	2.7	2.5	
BPS(원)	239,165	246,597	250,389	218,929	203,934	234,721	245,864	
(ROE-g)/(COE-g)	1.7	0.5	0.1	-0.9	-0.9	0.4	0.4	
적정PBR(배)					1.0	0.9	0.8	
적정주가(원)							200,000	

주: 예상 BPS는 자본총계 기준 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 현대중공업의 12M Fwd PBR 밴드



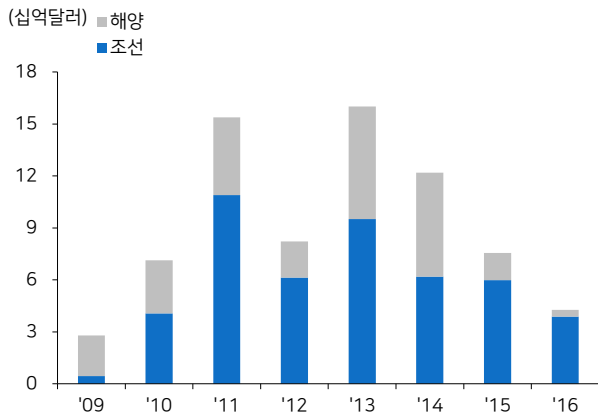
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 현대중공업의 12M Fwd PBR 밴드, 수주액/매출액 추이



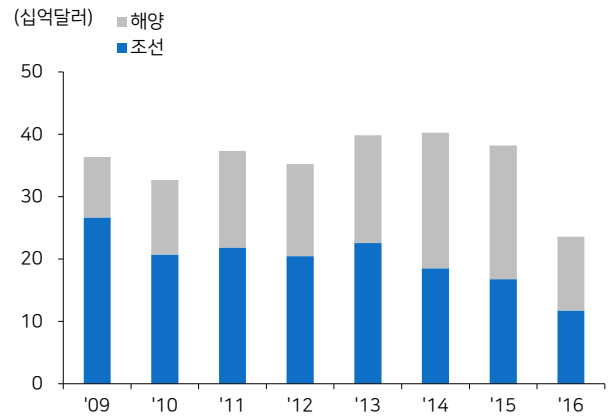
자료: Quantwise, 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 현대중공업 조선/해양부문의 수주액 추이 (별도기준)



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 현대중공업 조선/해양부문의 수주잔고 추이 (별도 기준)



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

현대중공업(009540)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	52,582.4	46,231.7	39,317.3	35,439.7	35,202.5
매출액증가율 (%)	-3.0	-12.1	-15.0	-9.9	-0.7
매출원가	53,299.4	44,682.0	35,119.8	32,176.8	32,047.7
매출총이익	-717.0	1,549.7	4,197.5	3,262.9	3,154.7
판매비와관리비	2,532.4	3,089.9	2,555.6	2,126.4	2,112.1
영업이익	-3,249.5	-1,540.1	1,641.9	1,136.5	1,042.6
영업이익률 (%)	-6.2	-3.3	4.2	3.2	3.0
금융수익	-327.2	-1,031.7	-510.3	-62.5	-49.4
종속/관계기업관련손익	-37.1	-55.8	60.0	57.0	34.2
기타영업외손익	508.7	786.2	-74.0	-72.5	-73.0
세전계속사업이익	-3,105.0	-1,841.4	1,117.6	1,058.5	954.4
법인세비용	-899.0	-478.2	435.3	285.8	224.3
당기순이익	-2,206.1	-1,363.2	682.3	772.7	730.1
지배주주지분 순이익	-1,769.2	-1,349.9	571.4	636.9	608.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	29,871.6	27,176.0	25,086.2	23,725.3	23,779.2
현금및현금성자산	3,229.3	3,105.3	3,930.6	3,612.8	3,801.4
매출채권	4,031.1	4,280.5	3,852.4	3,662.5	3,637.9
재고자산	5,822.2	4,492.2	4,043.0	3,843.6	3,817.9
비유동자산	23,512.8	22,556.8	23,380.9	22,895.0	22,478.8
유형자산	16,060.2	16,320.0	18,172.7	18,030.0	17,786.7
무형자산	2,211.6	2,140.2	2,026.3	1,922.6	1,828.0
투자자산	3,431.8	1,896.3	1,674.7	1,509.5	1,499.4
자산총계	53,384.4	49,732.8	48,467.1	46,620.3	46,258.1
유동부채	27,702.7	23,060.6	21,486.8	19,876.3	19,596.1
매입채무	3,753.9	2,983.6	3,073.1	2,770.0	2,751.4
단기차입금	7,877.3	6,531.1	6,031.1	5,831.1	5,731.1
유동성장기부채	2,280.1	2,267.8	2,167.8	2,067.8	1,967.8
비유동부채	9,043.2	11,173.2	9,141.6	8,058.3	7,179.1
사채	2,453.0	3,997.3	3,645.7	2,795.7	2,050.7
장기차입금	3,932.7	4,055.9	3,855.9	3,755.9	3,655.9
부채총계	36,745.8	34,233.9	30,628.4	27,934.6	26,775.2
자본금	380.0	380.0	380.0	380.0	380.0
자본잉여금	1,109.3	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9
기타포괄이익누계액	746.5	325.4	1,982.9	2,057.1	2,124.2
이익잉여금	14,271.9	12,818.8	13,390.2	14,027.1	14,635.3
비지배주주지분	1,464.8	1,762.8	1,873.7	2,009.5	2,131.4
자본총계	16,638.6	15,499.0	17,838.8	18,685.7	19,482.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,506.7	-574.4	2,441.3	1,271.8	1,696.1
당기순이익(손실)	-2,206.1	-1,363.2	682.3	772.7	730.1
유형자산감가상각비	923.5	961.6	990.1	954.7	907.2
무형자산상각비	94.6	106.7	86.7	77.0	68.5
운전자본의 증감	3,138.9	-915.6	890.7	-478.9	26.0
투자활동 현금흐름	-591.5	-146.9	488.4	-176.2	-418.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,487.0	-1,280.7	-930.0	-812.0	-664.0
투자자산의 감소(증가)	991.1	1,479.7	-54.1	224.0	46.3
재무활동 현금흐름	986.2	593.7	-2,104.1	-1,407.9	-1,087.8
차입금증감	1,588.6	-427.3	-2,095.0	-1,399.7	-1,080.2
자본의증가	0.0	15.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가	1,892.7	-124.0	825.3	-317.7	188.6
기초현금	1,336.6	3,229.3	3,105.3	3,930.6	3,612.8
기말현금	3,229.3	3,105.3	3,930.6	3,612.8	3,801.4

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	691,874	608,312	517,333	466,311	463,190
EPS(지배주주)	-23,279	-17,762	7,518	8,381	8,003
CFPS	-19,723	4,901	27,078	27,527	25,499
EBITDAPS	-29,359	-6,209	35,772	28,530	26,557
BPS	199,655	180,738	210,066	219,423	228,308
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	19.4	17.5	18.3
PCR	N/A	17.9	5.4	5.3	5.7
PSR	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6
EBITDA	-2,231.3	-471.9	2,718.7	2,168.3	2,018.3
EV/EBITDA	-9.8	-41.9	8.0	9.8	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-10.9	-9.3	3.8	3.9	3.6
EBITDA 이익률	-4.2	-1.0	6.9	6.1	5.7
부채비율	220.8	220.9	171.7	149.5	137.4
금융비용부담률	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	N/A	N/A	8.8	6.8	6.7
매출채권회전율(x)	11.1	11.1	9.7	9.4	9.6
재고자산회전율(x)	8.8	9.0	9.2	9.0	9.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현, 최치현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대중공업(009540) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2015.03.30	산업분석	Buy	142,000	김형근
2015.07.30	산업분석	Hold	116,300	김형근
				담당자 변경
2016.07.26	산업분석	Buy	140,000	김현
2016.09.01	기업브리프	Buy	170,000	김현
2016.10.27	기업브리프	Buy	170,000	김현
2016.11.16	산업분석	Buy	225,000	김현
2017.01.24	산업브리프	Buy	200,000	김현
2017.02.10	기업브리프	Buy	200,000	김현

