

현대중공업 (009540)

BIG2의 시대에서 최대 수혜

■ 상선 BIG_2) 대우조선해양과 가장 많이 겹치는 포트폴리오

동사의 애기보다 경쟁사의 상황을 먼저 짚어본다면, 앞서 산업에서 밝힌 바와 같이, 대우조선해양은 캐파를 50% 감축해 2017년 매출 9조원, 2018년 7조원을 거쳐 향후 상선 4, 해양 2, 군함 1로 유지한다. 그런데 대우조선해양은 2017년~2018년의 매출 9조원과 7조원을 이미 잔고에서 보유하고 있다. 따라서 동사의 (단납기) 영업은 사실상 최소 1년 쉰다.

BIG2에서 대우조선해양은 2018년의 매출을 채우는 인도물 외에 2019년 하반기~2020년 인도물은 영업을 할 것이다. 최근 Maran과의 LNG선 수주도 같은 맥락이다. 그러나 동사의 2018년 슬롯과 매출은 상당량 비어있는 바, 소위 단납기에서는 SHI와 HHI의 경쟁 뿐이다. 특히 대형 탱커에서는 HHI의 싹쓸이가 예상된다.

■ 해양 BIG_1.5) SHI는 Coral과 Mad Dog2로 슬롯 길어짐

리드타임이 긴 해양 프로젝트들에서 당연히 DSME도 수주를 하려고 한다. 최근 Chevron과의 협력 MOU 체결을 보아도 그러하다. 그러나 IOC들의 대형 구조물 제작에서 유일한 선택지들인 BIG3 중, 삼성중공업이 잔고를 꽤 채웠다는 점은 동사에게 유리한 투자포인트이다. SHI는 2017년초 Mad Dog2를 이미 수주했고 Coral FLNG까지 1분기 중 수주하면 향후 3년치 매출의 상당량을 채운다. Nasr2 이후 이렇다 할 큰 프로젝트가 없는 동사는 2017년 합리적/중소형으로 발주가 재개되는 해양프로젝트들에서 경쟁 우위에 있다.

■ 4Q16 서프라이즈 기대: 선호주 유지 & TP 22만원으로 미세조정

동사의 주가가 2016년 67%나 오른 이유는, 경영합리화에 따른 어닝 서프라이즈 때문이다. 수주도 기다리지만 실적도 중요하다. 4Q16 프리뷰를 간략히 제시하자면, 1) 기말환율이 QoQ 8%나 올라 전 사업부에 우호적이고, 2) 조선의 건조 MIX도 원화 선가가 크게 오른 2H15 수주 물량의 건조가 늘어난다. 또한 3) 현대오일뱅크도 정제마진 개선에 따라 4Q가 좋다. 2월초로 예상되는 실적 발표 전후까지 주가 리스크는 크게 없다.

4월 분할 전까지, 실적 모멘텀, 봄의 상선 발주 재개 모멘텀을 향유하며 현대중공업을 가져가는 것이 두루 편안하다.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

원민석

(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	220,000원
증가(2017/01/06)	139,500원

Stock Indicator

자본금	380십억원
발행주식수	7,600만주
시가총액	10,488십억원
외국인지분율	15.0%
배당금(2015)	0원
EPS(2016E)	14,313원
BPS(2016E)	210,151원
ROE(2016E)	7.3%
52주 주가	81,200~158,000원
60일평균거래량	217,252주
60일평균거래대금	32.4십억원

Price Trend



4Q16 실적 호조 예상: 환율, MIX

<표1> 현대중공업 4Q16 Preview: 영업이익 6,330억원(QoQ +3,110억원) = 조선의 증익 1,910억원으로 상당 부분 설명,

① 3분기 조선 영업이익률은 위로금 등 일회성을 제거했을 때 사실상 9%대 있음,

따라서 4Q16에 환율 호조와 MIX 개선으로 감안할 때, 4Q16에 두자릿수 OPM 가능한 것으로 추산

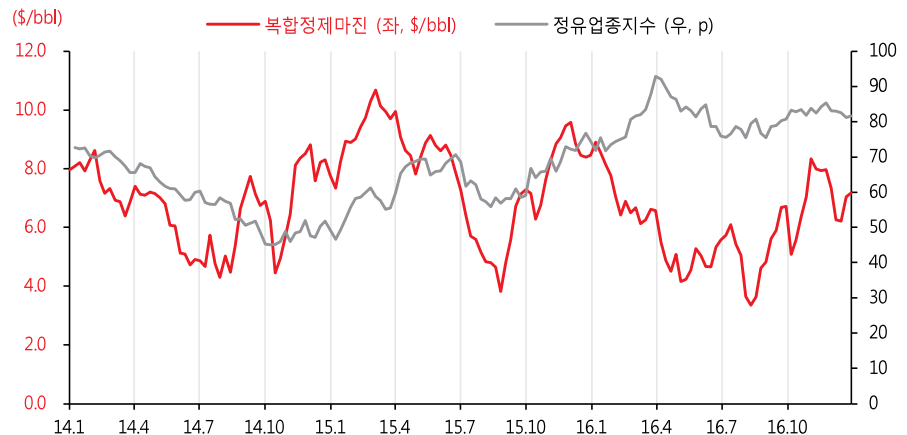
그러나 ② 조선은 하반기부터 MIX 피크아웃 및 매출 영향으로 감익을 시작하고, ③ 연간으로는 OPM은 전년대비 좋지만 감익

④ 해양은 더 이상 사고가 없이 BEP 수준을 기록할 것으로 가정, ⑤ 정유는 4분기 정제마진 개선으로 QoQ 950억원 증익

(십억원)													
현대중공업	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	10,273	9,863	8,839	9,022	7,961	8,127	8,018	8,512	52,582	46,232	37,996	32,618	34,026
영업이익	325	557	322	633	394	440	386	326	-3,249	-1,540	1,837	1,547	1,479
금융/기타영업외	23	-34	136	-206	50	13	19	-5	182	-246	-81	77	108
이자손익	-28	-33	-31	-31	-30	-30	-30	-29	-155	-147	-124	-119	-115
관계기업	13	17	9	12	10	11	10	11	-37	-56	51	41	43
세전사업이익	361	541	466	439	454	464	416	332	-3,105	-1,841	1,807	1,666	1,630
순이익	245	392	334	330	332	338	303	242	-2,206	-1,363	1,301	1,216	1,190
지배주주순이익	209	292	295	292	285	299	270	215	-1,769	-1,350	1,088	1,068	1,065
영업이익률	3.2%	5.6%	3.6%	7.0%	5.0%	5.4%	4.8%	3.8%	-6.2%	-3.3%	4.8%	4.7%	4.3%
지배주주순이익률	2.0%	3.0%	3.3%	3.2%	3.6%	3.7%	3.4%	2.5%	-3.4%	-2.9%	2.9%	3.3%	3.1%
EPS(원)	2,744	3,843	3,887	3,839	3,745	3,938	3,547	2,829	-23,279	-17,762	14,313	14,059	14,013
BPS	183,354	208,906	212,435	210,151	213,896	217,834	221,381	224,210	199,655	180,739	210,151	224,210	237,356
① 조선/해양													
연결 조선/해양(연결)													
매출액	4,941	4,715	3,894	3,901	2,857	2,977	2,833	2,898	20,822	20,976	16,961	11,565	11,874
영업이익	130	304	170	363	181	204	162	67	-3,130	-1,904	968	614	427
영업이익률	2.6%	6.5%	4.4%	9.3%	6.3%	6.9%	5.7%	2.3%	-15.0%	-9.1%	5.7%	5.3%	3.6%
별도 ⑥해양													
매출액	929	932	721	594	494	424	256	525	4,653	4,466	3,176	1,699	2,686
영업이익	-71	125	23	25	1	5	2	1	-230	-1,294	102	10	8
영업이익률	-7.7%	13.4%	3.2%	4.3%	0.3%	1.3%	0.8%	0.3%	-4.9%	-29.0%	3.2%	0.6%	0.3%
연결 ⑦조선3(연결)													
매출액	4,131	3,902	3,257	3,307	2,363	2,553	2,577	2,373	16,432	16,673	14,597	9,866	9,189
영업이익	201	179	147	338	179	199	160	66	-1,896	-609	866	604	419
영업이익률	4.9%	4.6%	4.5%	10.2%	7.6%	7.8%	6.2%	2.8%	-11.5%	-3.7%	5.9%	6.1%	4.6%
②비조선													
연결 비조선(연결)													
매출액	5,212	5,029	4,861	5,121	5,104	5,150	5,184	5,614	31,556	25,005	20,506	21,353	22,452
영업이익	231	266	152	270	213	236	225	259	-1,130	429	919	933	1,052
영업이익률	4.4%	5.3%	3.1%	5.3%	4.2%	4.6%	4.3%	4.6%	-3.6%	1.7%	4.5%	4.4%	4.7%
별도의 비조선(별도)													
매출액	2,485	2,083	2,045	2,242	2,366	2,331	2,169	2,276	9,726	11,134	9,138	9,443	9,564
영업이익	13	-68	39	27	-2	35	10	19	-1,393	-254	11	62	197
영업이익률	0.5%	-3.3%	1.9%	1.2%	-0.1%	1.5%	0.5%	0.8%	-14.3%	-2.3%	0.1%	0.7%	2.1%
중속 현대오일뱅크													
매출액	2,496	2,766	2,680	2,675	2,528	2,602	2,792	3,108	21,087	12,832	10,617	11,029	11,944
영업이익	202	323	124	219	204	187	201	225	226	629	868	817	777
영업이익률	8.1%	11.7%	4.6%	8.2%	8.1%	7.2%	7.2%	7.2%	1.1%	4.9%	8.2%	7.4%	6.5%

자료: 하이투자증권 리서치

<그림1> 복합정제마진과 정유업종 주가 지수: 4분기에 정제마진 개선



자료: 하이투자증권 리서치

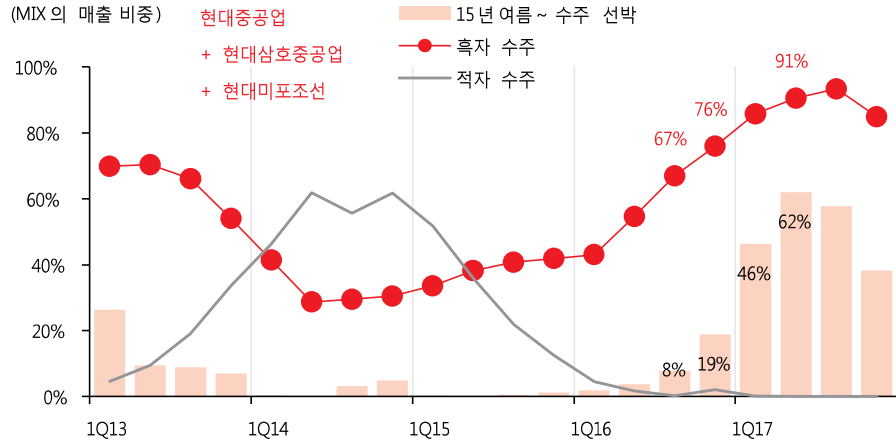
<그림2> 현대중공업 3개 야드들의 MIX: 4Q16부터 그리고 주로 1Q17에 2015년 하반기 수주한 고마진 선박 건조 급증

비록 달러 신조선가는 2015년부터 하락했지만

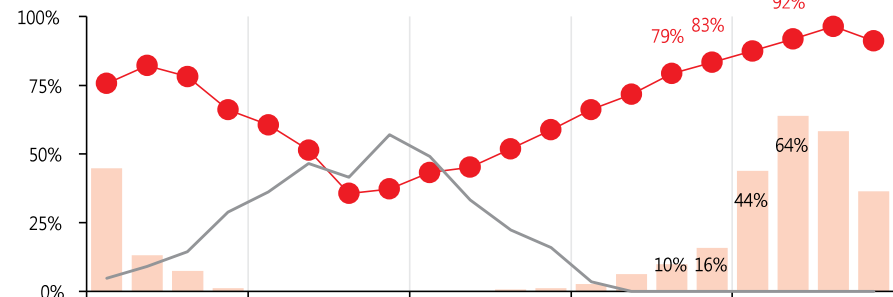
2015년 원/달러 환율 상승으로

한국의 원화 선가는 2015년 하반기 전년 동기대비 5% 이상 상승

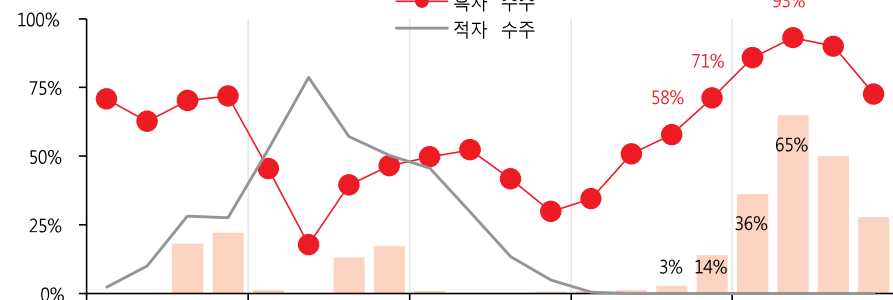
이 선박들이 건조되기 시작하면 그 수익성 기여는 상당할 것으로 기대



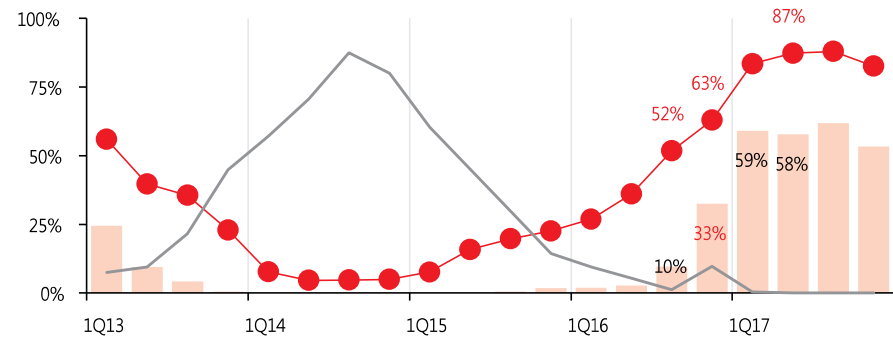
(MIX의 매출 비중) ㉠ 현대중공업 (별도)



(MIX의 매출 비중) ㉡ 현대삼호중공업



(MIX의 매출 비중) ㉢ 현대미포조선



자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 목표주가 22만원으로 미세 조정

동사 목표주가를 기존 24만원에서 22만원으로 미세 조정한다. 다음 단락의 개별사업부 Valuation 및 합산에서 조선과 엔진의 타겟 PBR을 각각 기존 0.8배에서 0.7배로, 0.7배에서 0.6배로 낮추었기 때문이다. 최근의 조선업종 주가 하락을 반영했다.

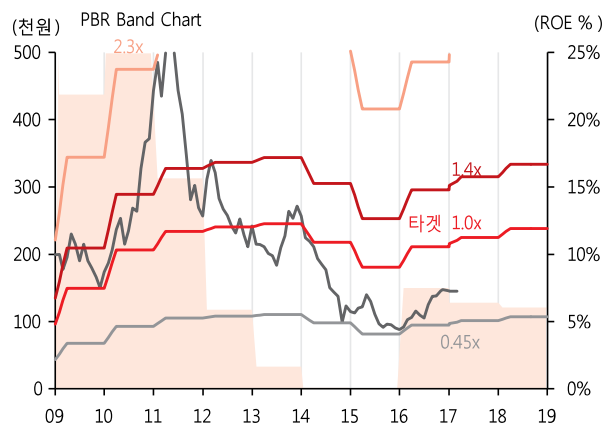
목표주가 22만원은 연결 타겟 PBR 1.0배를 적용한 셈이다.

<표2> 현대중공업 목표주가: 기존 24만원에서 타겟 PB 1배에서 22만원으로 미세 조정

계정	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
EPS	35,408	54,652	33,671	13,061	3,667	-23,279	-17,762	14,313	14,059	14,013
BPS	106,719	181,372	215,515	222,116	226,969	199,655	180,739	210,151	224,210	237,356
PBR(고)	1.9	2.5	2.5	1.6	1.3	1.2	0.79	0.65		
PBR	1.5	1.5	1.8	1.2	1.0	0.9	0.61	0.57		
PBR(저)	1.2	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7	0.44	0.43		
ROE	28%	34%	17%	6%	1.6%	-10.9%	-9.3%	7%	6%	6%
적용ROE	28%	26%	17%	6.0%	1.6%	7.3%	6.9%	7%	6.3%	6.1%
└ FWD nY	+0Y	+0 ~ 1Y	+0Y	+0Y	+0Y	+2Y	+1~2Y	+0~1Y	FWD2Y	
COE(고)	14%	10%	6.6%	3.8%	1.3%	6.3%	8.7%	10.6%		
COE(평)	18%	17%	9.1%	5.0%	1.6%	8.1%	11.3%	12.0%		
적용ROE = FWD +2Y						7.3%	6.9%	6.9%	6.3%	
적용COE = TRL 참조							8.0%	9.0%	6.0%	
Target PBR							0.9	0.77	1.00	
적용 BPS 2017년말							180,739	224,210	224,210	
목표주가							155,000	173,000	220,000	
증가(01.06)									138,000	
상승여력									59.4%	

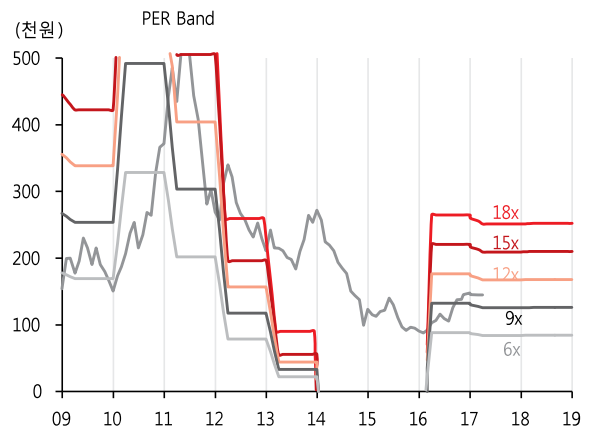
자료: 하이투자증권 리서치

<그림3> 현대중공업 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

<그림4> 현대중공업 PER 밴드



자료: 하이투자증권

VALUATION: 개별 사업부의 합산, 22만원

<표3> 현대중공업 사업부별 PBR VALUATION의 합산으로 접근:

- 1) 조선~비조선 여러 사업들의 피어들의 바닥(03년~04년) PBR 적용해도 최소 12만원이 바닥
- 2) 당사가 각 사업부별 타겟 PBR을 2016년 ROE를 감안할 때 적정주가는 22만원으로 도출: 기존 제안 대비 조선과 엔진을 각각 0.7배(기존 0.8배)와 0.6배(기존 0.7배)로 하향 조정

사업부	① 바닥_PBR	2016_ROE
조선	0.40	12%
해양		-13%
플랜트		4%
정유	0.60	17%
전기전자	0.60	13%
건설장비	0.40	14%
엔진	0.30	21%
금융	0.30	4%

사업부	③ 타겟 PB	2016_ROE
조선	0.70	12%
해양		-13%
플랜트		4%
정유	1.00	17%
전기전자	1.50	13%
건설장비	0.80	14%
엔진	0.60	21%
금융	0.50	4%

사업부별 VALUATION		자본총계(십억원)	
	2016	2017	3Q16
조선	3,531	3,716	9,211
해양			-455
육상플랜트			
정유	3,155	3,612	4,979
전기전자	763	845	1,144
건설장비	557	563	1,705
엔진	303	375	652
금융	376	378	791
시가총액(십억원)	8,687	9,489	18,027
주식수(백만주)	76	76	76
적정주가(원)	114,297	124,855	237,195

사업부별 VALUATION		자본총계	
	2016	2017	3Q16
조선	6,180	6,504	9,211
해양	-93	-160	-455
육상플랜트			
정유	5,259	6,020	4,979
전기전자	1,909	2,111	1,144
건설장비	1,115	1,126	1,705
엔진	606	750	652
금융	627	630	791
시가총액(십억원)	15,602	16,982	18,027
주식수(백만주)	76	76	76
적정주가(원)	205,285	223,441	237,195

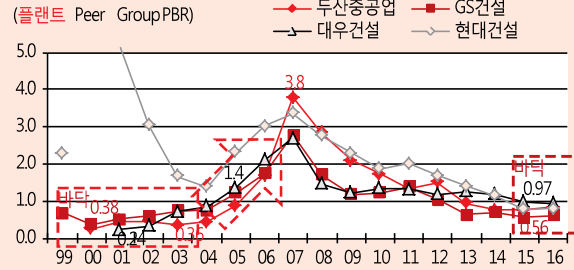
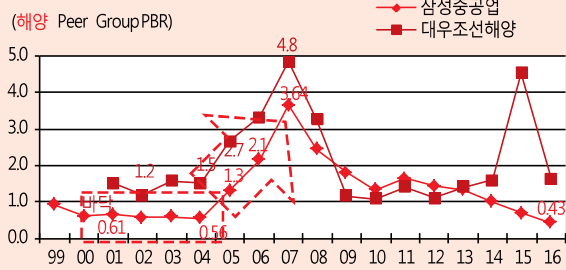
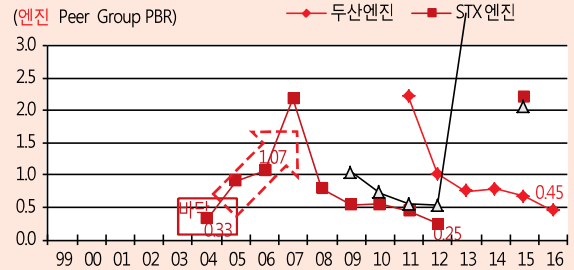
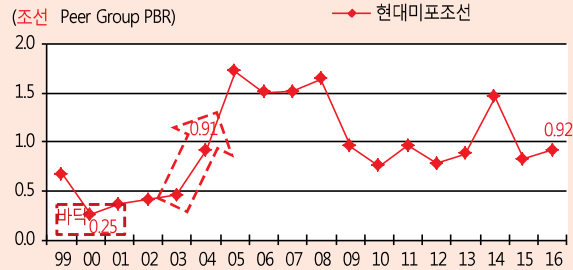
목표주가	220,000
종가(01.06)	138,000
상승여력	59%

자료: 하이투자증권 리서치

주석1) 현대미포조선 | 주석2) S-Oil, SK이노베이션 | 주석3) LS산전, 효성 | 주석4) 두산인프라코어 | 주석5) 두산엔진

<그림5-1> 현대중공업 각 사업부별 PEER Group의 역사적 PBR 흐름: 조선/해양/플랜트/엔진

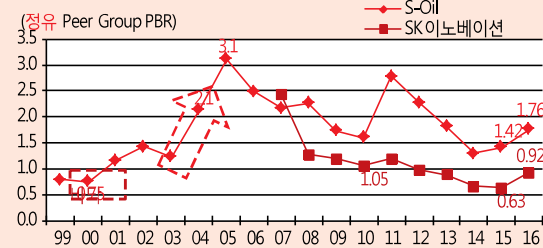
현대중공업(존속)



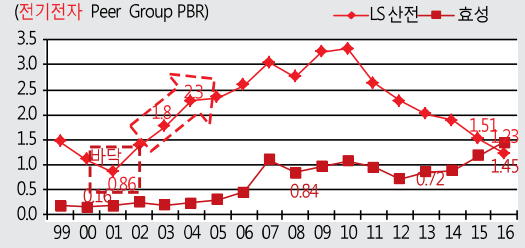
자료: 하이투자증권 리서치

<그림5-2> 현대중공업 각 사업부별 PEER Group의 역사적 PBR 흐름: 로봇릭스(정유), 일렉트릭&에너지(전기전자), 건설기계

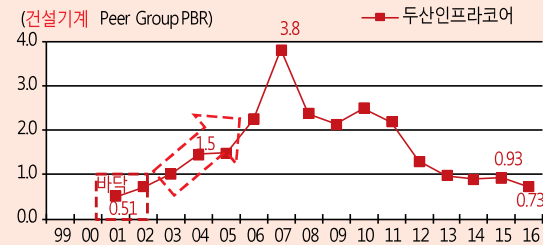
현대로보틱스



현대일렉트릭&에너지



현대건설기계



자료: 하이투자증권 리서치

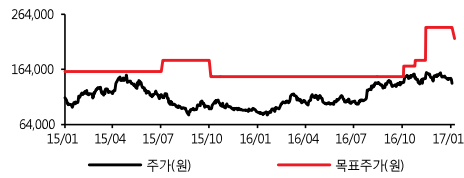
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E		
유동자산	27,176	25,853	24,228	23,857	매출액	46,232	37,996	32,618	34,026		
현금 및 현금성자산	3,105	4,776	4,561	3,420	증가율(%)	-12.1	-17.8	-14.2	4.3		
단기금융자산	5,138	5,036	4,935	4,836	매출원가	44,682	33,618	28,860	30,292		
매출채권	12,245	10,011	9,207	9,955	매출총이익	1,550	4,378	3,758	3,735		
재고자산	4,492	4,239	3,639	3,796	판매비와관리비	3,090	2,541	2,211	2,256		
비유동자산	22,557	23,481	23,797	24,236	연구개발비	189	156	134	139		
유형자산	16,320	17,015	17,587	18,124	기타영업수익	-	-	-	-		
무형자산	2,140	2,034	1,941	1,862	기타영업비용	-	-	-	-		
자산총계	49,733	49,335	48,025	48,093	영업이익	-1,540	1,837	1,547	1,479		
유동부채	23,061	21,264	19,662	20,006	증가율(%)	-52.6	-219.3	-15.8	-4.4		
매입채무	2,984	1,632	-110	-307	영업이익률(%)	-3.3	4.8	4.7	4.3		
단기차입금	6,531	5,878	5,290	4,761	이자수익	78	70	76	70		
유동성장기부채	2,268	2,288	2,768	3,468	이자비용	226	194	195	185		
비유동부채	11,173	10,124	9,200	7,800	지분법이익(손실)	-56	51	41	43		
사채	3,997	3,977	3,477	2,277	기타영업외손익	786	-822	186	212		
장기차입금	4,056	3,772	3,508	3,262	세전계속사업이익	-1,841	1,807	1,666	1,630		
부채총계	34,234	31,387	28,862	27,806	법인세비용	-478	507	450	440		
지배주주지분	13,736	15,971	17,040	18,039	세전계속이익률(%)	-4.0	4.8	5.1	4.8		
자본금	380	380	380	380	당기순이익	-1,363	1,301	1,216	1,190		
자본잉여금	1,125	1,125	1,125	1,125	순이익률(%)	-2.9	3.4	3.7	3.5		
이익잉여금	12,819	13,907	14,975	15,974	지배주주귀속 순이익	-1,350	1,088	1,068	1,065		
기타자본항목	-1,016	560	560	560	기타포괄이익	-537	-537	-537	-537		
비지배주주지분	1,763	1,976	2,123	2,248	총포괄이익	-1,900	764	679	653		
자본총계	15,499	17,947	19,163	20,287	지배주주귀속총포괄이익	-537	-537	-537	-537		

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표		(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E		
영업활동 현금흐름	-574	1,937	2,406	2,678	주당지표(원)						
당기순이익	-1,363	1,301	1,216	1,190	EPS	-17,762	14,313	14,059	14,013		
유형자산감가상각비	962	905	1,028	1,063	BPS	180,738	210,151	224,210	237,356		
무형자산상각비	107	107	92	79	CFPS	-3,706	27,625	28,801	29,042		
지분법관련손실(이익)	-56	51	41	43	DPS	-	-	-	1,000		
투자활동 현금흐름	-147	-1,783	-1,785	-1,787	Valuation(배)						
유형자산의 처분(취득)	46	200	200	200	PER		9.6	9.8	9.8		
무형자산의 처분(취득)	78	-	-	-	PBR	0.5	0.7	0.6	0.6		
금융상품의 증감	1,480	127	127	127	PCR	-23.7	5.0	4.8	4.8		
재무활동 현금흐름	594	-471	-406	-808	EV/EBITDA	-	5.8	6.0	6.1		
단기금융부채의증감	-	-633	-108	171	Key Financial Ratio(%)						
장기금융부채의증감	-	-304	-764	-1,446	ROE	-9.3	7.3	6.5	6.1		
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-1.0	7.5	8.2	7.7		
배당금지급	-87	-87	-87	-87	부채비율	220.9	174.9	150.6	137.1		
현금및현금성자산의증감	-124	1,670	-215	-1,141	순부채비율	55.5	34.0	28.9	27.2		
기초현금및현금성자산	3,229	3,105	4,776	4,561	매출채권회전율(x)	3.6	3.4	3.4	3.6		
기말현금및현금성자산	3,105	4,776	4,561	3,420	재고자산회전율(x)	9.0	8.7	8.3	9.2		

자료 : 현대중공업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-01-09	Buy	220,000
2016-11-16	Buy	240,000
2016-10-27	Buy	180,000
2016-10-05	Buy	170,000
2015-10-05	Buy	150,000
2015-07-06	Buy	180,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶현대중공업은 당사와 계열사 관계에 있습니다.

▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 최광식, 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-