

현대중공업(009540)

중립(유지)

종가(8/29): 144,000원

가격 메리트는 생겼으나 실적개선까지 시간이 필요

■ 2분기 실적 Wrap up- 현재 해양플랜트 change order 대기 중

- 2분기 사상 최대 영업이익자(조선 5,540억원, 해양 3,740억원, 플랜트 2,370억원) 실현 후 해양사업 change order 대기 중. 만약 승인된다면 바로 하반기 매출과 이익으로 인식되기에 이익의 주요 변수. 아직 시기와 금액은 확실하기 어려움. 설계변경으로 인도가 지연된 골리앗 FPSO는 2015년 1월 말, 고르콘 FPSO는 2015년 6월 인도 계획
- 2분기 조선사업 내 semi-rig선 2척에 총당금 1,200억원, 드릴쉽 2척에 지체보상금 성격으로 400억원의 손실을 반영한 것으로 추정. 야드가 상선에 적합하게 설계돼 드릴쉽 관련 기성이 원활하지 않았던 부분도 있었다고 판단
- 플랜트 내 ‘슈케이크’ 발전에 600억원, ‘제다’ 발전에 1,700억원의 총당금을 반영한 것으로 추정. 육상플랜트의 주요 기자재는 대부분 외부에서 구매(현대중공업 내 엔진기계 사업부에서 제작하지 않음)하므로 원가 경쟁력을 발휘하기도 어려운 구조

■ 목표대비 수주 달성률은 50% 넘어. 하반기 LPG선과 컨테이너선 수주 기대

- 조선과 해양 수주 목표는 161억달러, 7월까지 수주는 81억달러(해양 40억달러, 상선 41억달러)로 목표의 51% 달성. 달성률 비교시 peer대비 가장 앞선 상황[표 1 참조]
- 특히 니치마켓으로 인식되던 LPG선이 상선수주의 46.4%를 차지. 현대미포조선 역시 올해 수주의 42%를 LPG선에서 창출하는 등, 현대중공업 그룹의 LPG선 수주 증가세. LPG 수출입 터미널은 LNG 대비 투자비용이 크지 않아 하반기 발주증가 예상
- 하반기 대형 LPG선(VLGC)과 LNG선, 초대형 컨테이너선 위주로 상선 수주 계획. 최근 벌크선 시장 수급이 다소 나아지는 것으로 파악됨. 따라서 신조선가는 7월부터 하락세지만 향후 하락 폭은 크지 않을 전망

■ Implication & Valuation: 가격 메리트는 생겼으나 의미 있는 실적 개선은 시간이 필요

- 실적발표 이후 급격한 주가 하락으로 PBR은 역사적 최저인 0.6배까지 하락. 가격 메리트로 주가 측면의 downside risk 축소, 당분간 호재에 민감할 수 있는 밸류에이션
- 2분기 실적이 최악으로 판단되나 하반기 실적 개선의 폭과 속도는 제한적일 전망. ① 저수익 육상플랜트(‘제다’, ‘슈케이크’)의 완공이 2017년부터 시작돼 사이클이 길고 ② 타사대비 소폭 높지만 여전히 조선/해양 수주가 부진하기 때문
- PBR 0.6배~0.8배의 박스권 트레이딩이 아닌 추세적인 주가 상승을 위해서는 해양플랜트의 change order가 확정되거나 오른 신조선가에 수주가 필요. 올해 해양 수주를 기대하기는 어려운 환경
- 현대중공업은 상선 건조 시 내부 기자재 조달로 원가 경쟁력이 뛰어난 업체이므로 상선 시황 회복 시 해양과 육상 플랜트의 부진을 만회하며 충분히 실적 회복 가능. 이에 대한 시그널 확인이 필요.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2012A	54,974	2,006	993	17,974	(61.2)	3,001	13.5	9.9	1.0	6.0	1.0
2013A	54,188	802	279	5,047	(71.9)	1,783	50.9	17.5	1.0	1.6	0.8
2014F	52,927	(1,460)	(954)	(15,559)	NM	(483)	NM	NM	0.6	(5.7)	1.4
2015F	54,197	216	242	3,951	NM	1,196	36.4	19.5	0.6	1.5	1.4
2016F	55,882	1,025	833	13,599	244.2	2,011	10.6	10.8	0.6	4.8	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

*상기 보고서는 2014년 8월 31일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.