



2017년 5월 18일 | Equity Research

현대중공업 (009540)

매출 감소에도 이익이 늘어나는 이유

조선업 매출은 원가 투입에 대한 공사 진행률 기준으로 인식

조선업의 매출액은 원가 투입에 대한 공사 진행률을 기준으로 인식된다. 조선업과 건설업은 건설형 공사계약이라는 특수 회계 처리방식을 따르는 것이다. 최근 대형 조선소들의 매출실적이 줄어들고 있는 것은 해양 공사가 줄어들고 선박 건조량이 늘어나면서 투입원가가 감소되고 있기 때문이다. 건조량의 mix 변화로 인해 공사원가가 줄어드는 것이 매출실적 감소로 나타나고 있는 것이다. 공사가 지연될 경우 투입원가가 예정원가보다 높아지게 되는데 이는 매출액 증가로 나타나게 된다. 해양공사 지연이 심했던 2012~2014년 조선소들의 매출액은 투입원가 증가를 이유로 대거 늘어났다. 투입원가 증가로 인한 매출액의 증가는 당연히 수익성 악화를 불러오게 된다.

해양 감소로 인한 투입원가 감소 = 매출 감소+수익성 회복

현대중공업은 주력 선박인 대형 탱커와 VLGC 중심의 수주잔고를 갖고 있으며 수주잔량은 2018년 하반기까지 채워져 있다. 이러한 잔량을 보았을 때 현대중공업은 내년 상반기까지 건조할 실적 흐름이 예상된다. 해양공사 감소로 인해 투입원가가 줄어들면서 영업이익과 현금흐름은 더욱 개선되는 모습을 보이게 될 것이다. 최근 늘어나는 선박 수주는 내년 하반기 이후 실적으로 반영될 것이다.

판매기준으로 매출액을 인식하는 대표적 기업인 자동차 산업에서도 매출성장이 반드시 이익성장으로 이어지는 것은 아니다. 판매경쟁이 심해질수록 마케팅 비용이 늘어나면서 매출증가에도 수익성은 오히려 악화된다. 매출액의 증감에 따른 수익성의 변화 그리고 현대중공업의 매출감소의 의미를 주목한다면 현대중공업에 대한 실적 우려는 의미가 없다. 특히 매출실적 변동에 따른 주가 전망은 더더욱 의미가 없게 된다.

목표주가 240,000원(상향) 투자 의견 BUY(유지)

현대중공업 목표주가를 200,000원에서 240,000원으로 상향하고 투자 의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 1년 Forward BPS 318,719원에 PBR 0.75배를 적용하였다. 이익성장과 수주회복 그리고 오르고 있는 선가를 고려하면 현대중공업 주가는 PBR 1배까지 어렵지 않게 오르게 될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 240,000원(상향) | CP(5월 17일): 171,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,293.08
52주 최고/최저(원)	180,500/88,485
시가총액(십억원)	9,689.8
시가총액비중(%)	0.80
발행주식수(천주)	56,665.4
60일 평균 거래량(천주)	263.9
60일 평균 거래대금(십억원)	44.7
17년 배당금(예상, 원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	18.61
주요주주 지분율(%)	
현대로보틱스 외 10인	34.69
국민연금	12.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	17.1 22.3 92.3
상대	9.6 5.6 65.0

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	25,755.3	23,859.6
영업이익(십억원)	918.5	808.7
순이익(십억원)	607.7	549.9
EPS(원)	10,980	10,335
BPS(원)	259,420	269,477

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	46,231.7	39,317.3	20,555.0	21,941.0	23,624.0
영업이익	십억원	(1,540.1)	1,641.9	776.1	966.7	1,193.9
세전이익	십억원	(1,841.4)	1,085.9	856.3	1,049.7	1,282.9
순이익	십억원	(1,349.9)	545.1	784.8	638.0	780.4
EPS	원	(17,762)	7,173	12,717	11,259	13,772
증감률	%	적지	흑전	77.3	(11.5)	22.3
PER	배	N/A	17.95	13.45	15.19	12.42
PBR	배	0.40	0.58	0.55	0.53	0.51
EV/EBITDA	배	N/A	8.96	10.94	9.67	8.46
ROE	%	(9.34)	3.67	4.81	3.74	4.40
BPS	원	193,461	222,413	312,151	323,410	337,182
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

조선업 주가는 실적과 선가에 선행한다

조선업 매출인식은 공사진행기준

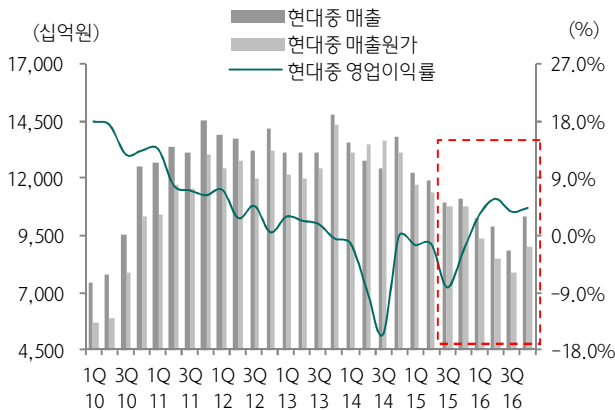
투입원가 감소로 인한 매출 감소는
수익성 회복으로 연결

일반적인 재무회계(회계원리, 중급회계, 고급회계)는 상기업을 가정으로 한다. 여기서 말하는 상기업은 대표적으로 이마트와 같은 기업이다. 제조 후 판매를 하는 사업방식인 제조업은 원가회계 내용으로 이해를 해야 한다.

조선업과 건설업은 주문제작방식의 사업구조이므로 건설형 공사계약이라는 특수회계처리 방식을 따르게 된다. 건설형 공사계약의 매출액은 통상적으로 투입원가에 대한 공사 진행률을 구해 인식하게 된다. 즉, 투입원가량이 늘어날수록 매출액은 자동적으로 올라가게 되는 것이다. 투입원가가 예정원가 범위 안이면 공사 수익은 흑자를 보이는 것이고 반대로 예정원가를 상회하면 공사 수익은 적자를 보이게 된다.

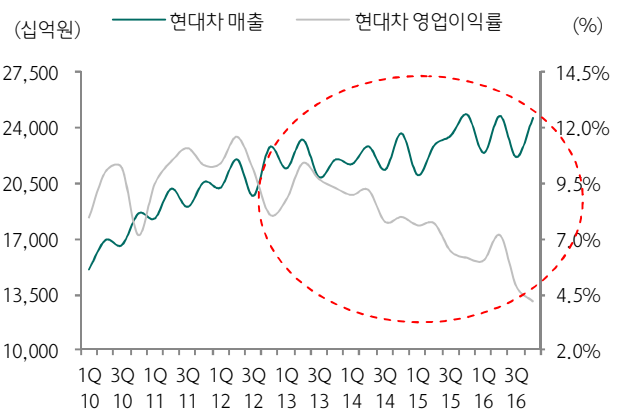
현대중공업을 비롯한 대형 조선소들은 지난해부터 매출실적이 줄어들기 시작했다. 기본설계 능력 및 건조경험 부족으로 투입원가가 매우 높았던 해양 공사가 줄어들고 주력분야인 선박 건조량이 늘어나면서 투입원가가 낮아지고 있기 때문이다. 투입원가 감소로 인해 영업이익과 현금흐름은 개선되는 모습을 보이고 있다. 조선업의 이러한 매출인식 구조와 회계처리 방식을 고려해보면 매출실적 감소를 이유로 현대중공업의 하반기 이후 실적 악화에 대한 우려는 아무런 의미가 없게 된다. 판매기준으로 매출을 인식하는 자동차 산업에서도 매출성장이 반드시 이익성장으로 이어지지는 않는다.

그림 1. 선박 건조량 늘어나면서 투입원가 감소되면서 수익성은 회복



자료: Bloomberg, 하나금융투자 (조선업 시가총액은 현대, 삼성, 미포 합산)

그림 2. 판매량을 늘리기 위한 마케팅 비용 증가로 수익성은 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자 (조선업 시가총액은 현대, 삼성, 미포 합산)

표 1. 현대중공업 실적 전망(연결 기준)

	1Q 17	2Q 17E	3Q 17F	4Q 17F	1Q 18E	2Q 18	3Q 18E	4Q 18E	2017F	2018F	2019F
매출액	4,808	5,668	4,683	5,397	5,038	6,112	4,857	5,934	20,555	21,941	23,624
영업이익	164	219	177	216	195	252	224	296	776	967	1,194
영업이익률	3.4%	3.9%	3.8%	4.0%	3.9%	4.1%	4.6%	5.0%	3.8%	4.4%	5.1%
지배주주 순이익	376	146	118	144	130	167	147	194	785	638	780
순이익률	7.8%	2.6%	2.5%	2.7%	2.6%	2.7%	3.0%	3.3%	3.8%	2.9%	3.3%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	
매출액	46,231.7	39,317.3	20,555.0	21,941.0	23,624.0	
매출원가	44,682.0	34,752.6	18,461.0	19,708.0	21,218.0	
매출총이익	1,549.7	4,564.7	2,094.0	2,233.0	2,406.0	
판매비	3,089.9	2,922.8	1,317.9	1,266.3	1,212.1	
영업이익	(1,540.1)	1,641.9	776.1	966.7	1,193.9	
금융손익	(1,031.7)	(416.1)	(253.3)	(248.0)	(246.3)	
종속/관계기업손익	(55.8)	69.2	333.5	331.0	335.3	
기타영업외손익	786.2	(209.0)	0.0	0.0	0.0	
세전이익	(1,841.4)	1,085.9	856.3	1,049.7	1,282.9	
법인세	(478.2)	429.2	217.0	265.0	323.0	
계속사업이익	(1,363.2)	656.7	639.3	784.7	959.9	
중단사업이익	0.0	0.0	326.0	0.0	0.0	
당기순이익	(1,363.2)	656.7	965.3	784.7	959.9	
비지배주주지분순이익	(13.3)	111.5	180.5	146.7	179.5	
지배주주순이익	(1,349.9)	545.1	784.8	638.0	780.4	
지배주주지분포괄이익	(1,853.9)	2,247.7	743.5	604.4	739.3	
NOPAT	(1,140.2)	992.9	579.4	722.7	893.3	
EBITDA	(471.9)	2,533.7	1,658.6	1,865.3	2,112.2	
성장성(%)						
매출액증가율	(12.1)	(15.0)	(47.7)	6.7	7.7	
NOPAT증가율	적지	흑전	(41.6)	24.7	23.6	
EBITDA증가율	적지	흑전	(34.5)	12.5	13.2	
영업이익증가율	적지	흑전	(52.7)	24.6	23.5	
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	44.0	(18.7)	22.3	
EPS증가율	적지	흑전	77.3	(11.5)	22.3	
수익성(%)						
매출총이익률	3.4	11.6	10.2	10.2	10.2	
EBITDA이익률	(1.0)	6.4	8.1	8.5	8.9	
영업이익률	(3.3)	4.2	3.8	4.4	5.1	
계속사업이익률	(2.9)	1.7	3.1	3.6	4.1	
투자지표						
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	
주당지표(원)						
EPS	(17,762)	7,173	12,717	11,259	13,772	
BPS	193,461	222,413	312,151	323,410	337,182	
CFPS	4,901	40,236	38,813	38,759	43,192	
EBITDAPS	(6,209)	33,338	26,877	32,917	37,275	
SPS	608,312	517,333	333,082	387,203	416,903	
DPS	0	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	N/A	17.9	13.4	15.2	12.4	
PBR	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	
PCFR	15.9	3.2	4.4	4.4	4.0	
EV/EBITDA	N/A	9.0	10.9	9.7	8.5	
PSR	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4	
재무비율(%)						
ROE	(9.3)	3.7	4.8	3.7	4.4	
ROA	(2.6)	1.1	1.7	1.4	1.7	
ROIC	(4.5)	3.8	2.2	2.9	3.5	
부채비율	220.9	175.3	131.6	130.8	130.0	
순부채비율	73.3	54.2	34.3	32.5	30.0	
이자보상배율(배)	(6.8)	7.0	2.3	2.9	3.5	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	
유동자산	27,176.0	26,036.6	20,419.1	21,512.8	22,998.4	
금융자산	8,243.6	9,340.2	11,664.5	11,894.5	12,265.8	
현금성자산	3,105.3	4,326.9	9,049.0	9,018.1	9,053.1	
매출채권 등	11,833.0	10,390.8	5,421.1	5,961.6	6,658.8	
채고자산	4,492.2	3,907.3	2,038.5	2,241.8	2,504.0	
기타유동자산	2,607.2	2,398.3	1,295.0	1,414.9	1,569.8	
비유동자산	22,556.8	23,212.5	22,965.8	23,267.7	23,564.5	
투자자산	1,896.3	970.7	506.4	556.9	622.0	
금융자산	1,626.2	671.1	350.1	385.0	430.1	
유형자산	16,320.0	19,011.3	19,227.0	19,428.7	19,617.2	
무형자산	2,140.2	1,963.0	1,964.7	2,014.5	2,057.6	
기타비유동자산	2,200.3	1,267.5	1,267.7	1,267.6	1,267.7	
자산총계	49,732.8	49,249.2	43,384.8	44,780.5	46,562.9	
유동부채	23,060.6	23,237.2	17,285.7	17,933.0	18,768.0	
금융부채	10,083.5	12,499.5	11,564.6	11,666.2	11,797.4	
매입채무 등	12,268.4	10,028.7	5,232.2	5,753.8	6,426.8	
기타유동부채	708.7	709.0	488.9	513.0	543.8	
비유동부채	11,173.2	8,122.3	7,363.0	7,445.6	7,552.1	
금융부채	9,518.4	6,534.8	6,534.8	6,534.8	6,534.8	
기타비유동부채	1,654.8	1,587.5	828.2	910.8	1,017.3	
부채총계	34,233.9	31,359.4	24,648.8	25,378.6	26,320.1	
지배주주지분	13,736.2	15,936.5	16,721.3	17,359.3	18,139.6	
자본금	380.0	380.0	380.0	380.0	380.0	
자본잉여금	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9	
자본조정	(913.0)	(939.3)	(939.3)	(939.3)	(939.3)	
기타포괄이익누계액	325.4	1,937.4	1,937.4	1,937.4	1,937.4	
이익잉여금	12,818.8	13,433.4	14,218.2	14,856.2	15,636.6	
비지배주주지분	1,762.8	1,953.3	2,014.8	2,042.6	2,103.2	
자본총계	15,499.0	17,889.8	18,736.1	19,401.9	20,242.8	
순금융부채	11,358.3	9,694.2	6,434.9	6,306.6	6,066.4	
현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	
영업활동 현금흐름	(574.4)	2,766.7	4,029.9	1,463.5	1,590.2	
당기순이익	(1,363.2)	656.7	965.3	784.7	959.9	
조정	1,704.4	2,118.1	898.4	914.4	934.2	
감가상각비	1,068.2	891.9	882.5	898.6	918.3	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	55.8	(69.2)	0.0	0.0	0.0	
기타	580.4	1,295.4	15.9	15.8	15.9	
영업활동자산부채변동	(915.6)	(8.1)	2,166.2	(235.6)	(303.9)	
투자활동 현금흐름	(146.9)	(678.5)	1,643.0	(1,580.2)	(1,670.5)	
투자자산감소(증가)	1,591.3	994.8	464.2	(50.5)	(65.1)	
유형자산감소(증가)	(1,235.0)	(938.1)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)	
기타	(503.2)	(735.2)	2,178.8	(529.7)	(605.4)	
재무활동 현금흐름	593.7	(875.9)	(950.8)	85.9	115.3	
금융부채증가(감소)	(427.3)	(567.5)	(935.0)	101.7	131.2	
자본증가(감소)	15.6	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	1,005.4	(308.4)	(15.8)	(15.8)	(15.9)	
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	(124.0)	1,221.6	4,722.1	(30.8)	35.0	
Unlevered CFO	372.4	3,057.9	2,395.2	2,196.3	2,447.5	
Free Cash Flow	(1,855.0)	1,622.4	3,029.9	463.5	590.2	

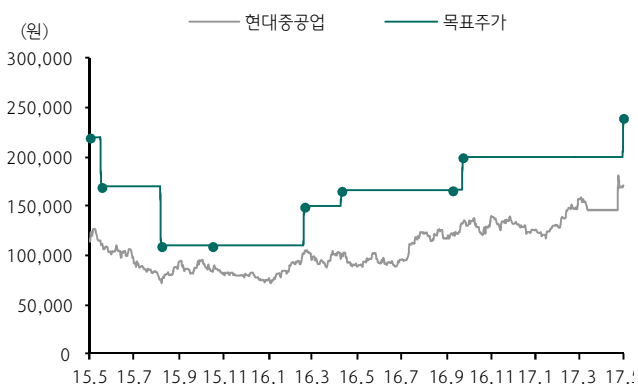
Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

현대중공업



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.18	BUY	240,000			
16.10.10	BUY	200,000			
16.9.26	BUY	166,600			
16.4.27	BUY	166,000			
16.3.7	BUY	150,000			
15.11.2	Neutral	110,000			
15.8.24	BUY	110,000			
15.6.3	BUY	170,000			
15.5.18	BUY	220,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.9%	11.3%	0.7%	99.9%

* 기준일: 2017년 5월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2017년 5월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.