

조선

길어진 한파

비중확대 (유지)

황어연

☎ 02) 3772-3813

✉ eoyeon.hwang@shinhan.com

- ◆ 현대중공업 4Q17 영업손실 3,618억원과 2018년 1.3조원의 유상증자 계획 공시
- ◆ 현대미포조선(별도) 18년 매출액 2.8조원(+15.8% YoY), 수주액 30억달러 공시
- ◆ 4분기 영업적자, 대규모 유상 증자 계획 발표로 조선주 투자 심리 악화

현대중공업 4Q17 영업손실 3,618억원과 2018년 1.3조원의 유상증자 계획 공시

4분기 매출액 2.1조원(-62.0% YoY), 영업손실 3,618억원(적전 YoY)의 실적 전망을 공시했다. 3,115억원의 공사손실충당금 인식이 부진한 실적의 원인이다. 공사손실충당금은 저가 수주가 아닌 전 분기 대비 8.3%의 후판 가격 상승, 5.8%의 환율 하락의 영향으로 적립될 예정이다. 4분기 적자 공시와 별개로 1.3조원 규모의 유상증자 계획을 발표했다. 신주 발행 예정가인 103,000원으로 발행된다면 현대로보틱스는 PBR 0.55배의 저렴한 가격으로 현대중공업 지분을 추가 확보하게 된다.

현대미포조선(별도) 2018년 매출액 2.8조원(+15.8% YoY), 수주액 30억달러 공시

4분기 영업손실 372억원과 2018년 매출액 2.8조원(+15.8% YoY), 수주액 30억달러(+29.8% YoY)의 영업전망을 공시했다. 4분기 부진한 실적의 원인은 290억원의 공사충당손실금 인식, 비나신의 태풍 피해 복구에 따른 1달간의 작업 중단 영향이다. 2017년 수주 호조로 2018년에는 실적 성장이 예상된다.

4분기 영업적자, 대규모 유상 증자 계획 발표로 조선주 투자 심리 악화

삼성중공업에 이어 현대중공업그룹의 4분기 영업손실과 대규모 유상 증자 계획 발표로 조선주 투자 심리가 악화될 전망이다. 현대중공업 투자의견을 '매수'에서 '중립'으로 하향한다. 현대미포조선의 목표주가를 120,000원으로 14.3% 하향한다. 투자의견 '매수'와 조선업종내 Top pick은 유지한다.

조선업종 커버리지 4사

종목명	투자 의견	현재주가 (12월 26 일, 원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
현대미포조선 (010620)	매수	92,700	120,000	29.4
현대중공업 (009540)	중립	136,000	-	-
삼성중공업 (010140)	중립	7,160	-	-
대우조선해양 (042660)	중립	15,000	-	-

현대중공업 유상증자 공시 주요 사항 요약

구분	내용	비고
기존 발행주식수(천주)	56,665	보통주
신규 발행주식수(천주)	12,500	보통주
희석률(%)	18.1	
예정 발행가액(원)	100,300	18.03.05 확정 예정
증자액(십억원)	1,288	주주배정 후 실권주 일반공모
운영자금	869	차입금 상환
기타자금	419	R&D 투자 등
신주 배정 기준일	18.02.01	
청약 예정일		
우리사주	18.03.08	1영업일
구주주	18.03.08	2영업일
일반공모	18.03.13	2영업일
납입일	18.03.16	
신주 상장일	18.03.27	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

가이던스

- 2017년 매출액 15.4조원/영업이익 469억원/수주액 114억달러

- 2018년 매출액 13.6조원/수주액 166억달러

4Q17 공사손실충당금 3,115억원 인식 예정(후판 가격 인상분 2,217억원+환율 하락분 898억원, 신한 추정)

현대중공업 4Q17 영업손실 3,618억원과 2018년 1.3조원의 유상증자 계획 공시

12월 26일 공시를 통해 2017~18년 연결 영업실적 가이던스를 제시했다. 2017년 매출액 15.4조원, 영업이익 469억원을 2018년에는 매출액 13.6조원을 제시했다. 3분기 누계 매출액 13.2조원, 영업이익 4,087억원을 감안하면 4분기 실적 가이던스는 매출액 2.1조원, 영업손실 3,618억원이다. 2018년에는 매출액 감소에 따른 고정비 비율 증가로 불확실한 실적이 전망되 영업이익 가이던스를 제시하지 않았다.

4분기 부진한 실적의 원인은 상선부문에서의 총 3,115억원의 공사손실충당금 설정이다. 환율 하락에 따른 원화 기준 선가 하락, 강제 인상분을 반영해 현대삼호중공업(별도)은 1,800억원, 현대중공업(별도)은 1,025억원, 현대미포조선(별도)은 290억원의 충당금을 쌓았다. 현대중공업그룹 수주잔고 19조원에서 후판이 차지하는 비중이 14%라고 가정한다면 전분기 대비 8.3%의 후판 가격 인상으로 2,217억원 충당금을 인식할 것으로 추정된다. 4분기 수주 선박(수주액 17억달러 전망)들의 환율 하락(-5.8% QoQ)에 따른 충당금은 898억원으로 추산된다. 저가 수주가 아닌 후판 가격과 환율 하락으로 인한 적자가 예상된다.

수주액 가이던스는 2017년 114억달러(상선 100억달러), 2018년 166억달러(132억달러)를 제시했다. 개선된 조선 업황과 1~2건(2017년 0건)의 해양플랜트 수주가 성장을 이끌 것이라고 밝혔다.

현대중공업그룹의 영업실적 전망 공시, 신한 추정치

구분		4Q17		2017F		2018F	
		가이던스	기준 추정치	가이던스	기준 추정치	가이던스	기준 추정치
현대중공업 (연결)	수주액(백만달러)	4,401.0	4,003.5	11,417.0	11,019.5	16,500.0	16,541.3
	조선	3,818.0	3,644.0	10,000.0	9,826.0	13,200.0	10,942.4
	해양플랜트	101.0	88.3	366.0	353.3	2,000.0	3,092.0
	엔진	482.0	271.2	1,051.0	840.2	1,363.0	2,506.9
	매출액(십억원)	2,135.1	3,656.5	15,376.5	16,897.9	13,600.0	15,024.3
	영업이익	(361.8)	35.8	46.9	444.5	-	152.4
	영업이익률(%)	(16.9)	1.0	0.3	2.6	-	1.0
현대중공업 (별도)	수주액(백만달러)	-	2,198.5	-	5,975.1	-	11,234.2
	매출액(십억원)	2,308.7	2,287.8	10,036.4	10,791.5	-	9,489.0
	영업이익	(154.1)	(39.1)	18.8	93.6	-	(98.4)
	영업이익률(%)	(6.7)	(1.7)	0.2	0.9	-	(1.0)
현대삼호중공업 (별도)	수주액(백만달러)	-	884.0	-	2,200.5	-	1,865.6
	매출액(십억원)	583.7	622.1	2,776.1	2,814.5	-	2,321.7
	영업이익	(125.5)	27.3	6.2	158.9	-	102.2
	영업이익률(%)	(21.5)	4.4	0.2	5.6	-	4.4
현대미포조선 (별도)	수주액(백만달러)	388.0	921.0	2,311.0	2,844.0	3,000.0	3,441.5
	매출액(십억원)	443.8	453.5	2,395.6	2,149.4	2,760.0	2,110.5
	영업이익	(37.2)	27.3	79.0	141.9	-	72.5
	영업이익률(%)	(8.4)	6.0	3.3	6.6	-	3.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 현대미포조선 수주액은 비나선과 연결 기준

1.3조원 규모 유상증자 계획 발표: 0.9조원 차입금 상환, 0.4조원 R&D 투자

현대로보틱스, PBR 0.58배에 현대중공업 지분 확보 가능

영업 전망 공시와 함께 1.3조원 규모의 유상증자 계획을 발표했다. 예정발행가 103,000원(할인율 24.3%) 기준으로 1,250만(희석률 18.1%)의 신주가 발행될 예정이다. 신주 발행 규모만 정해진 상태이며 발행가는 향후 3개월간의 주가에 따라서 변동될 전망이다.

1.3조원 중 8,690억원은 차입금 상환, 4,185억원은 R&D 투자에 사용될 예정이다. 2018년에 도래하는 차입금은 8,000억원이다. 8,000억원의 차입금이 모두 상환된다면 현대중공업의 순차입금은 3분기 1.4조원(현금 2.3조원, 차입금 3.7조원)에서 0.6조원으로 하락한다. R&D 투자비는 LPG 추진선, 하이브리드 전기 추진 시스템 개발과 ICT 생산 공정 도입에 소진될 예정이다. 은행권들의 조선사 대출 태도 경색 우려로 금번 유상증자를 단행했다.

현대중공업의 최대 주주인 현대로보틱스(지분율 27.8%)는 주주배정 후 실권주 일반 공모방식으로 유상증자에 참여할 예정이다. 현대로보틱스는 '구주주 배정 주식 279만주+초과청약 56만주+실권주 공모'로 335만주 이상의 신주 확보가 가능하다. 103,000원에 발행가가 결정된다면 PBR 0.55배(현재 0.67배)로 핵심 계열사 지분을 확보하게 된다.

현대중공업 유상증자 공시 주요 사항 요약

구분	내용	비고
기존 발행주식수(천주)	56,665	보통주
신규 발행주식수(천주)	12,500	보통주
희석률(%)	18.1	
예정 발행가액(원)	103,000	18.03.05 확정 예정
증자액(십억원)	1,288	주주배정 후 실권주 일반공모
운영자금	869	차입금 상환
기타자금	419	R&D 투자 등
구분	일정	비고
신주 배정 기준일	18.02.01	
청약 예정일		
우리사주	18.03.08	1영업일
구주주	18.03.08	2영업일
일반공모	18.03.13	2영업일
납입일	18.03.16	
신주 상장일	18.03.27	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대로보틱스의 유상증자 참여 공시 주요 사항 요약

구분	최소	최대	비고
출자금액(십억원)	287.0	344.4	
출자주식수(천주)	2,786.4	3,343.7	최대: 초과청약 20% 감안, 실권주 발생 시 추가 지분 확보 가능
출자 후 지분율(%)	26.8	27.6	
발행 예정가(원)	103,000		
출자 방법	주주배정 후 실권주 일반공모방식 유상증자 참여		

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: '최소'는 구주주배정 물량, '최대'는 구주주배정 물량에 초과청약 물량 합산

가이던스

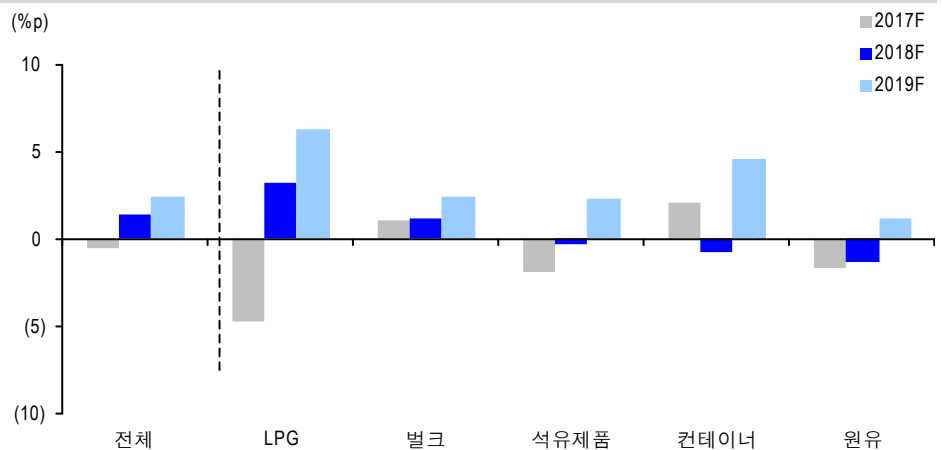
- 2017년 매출액 2.4조원/영업이익 790억원/수주액 23억달러

- 2018년 매출액 2.8조원/수주액 30억달러

현대미포조선(별도) 2018년 매출액 2.8조원(+15.2% YoY), 수주액 30억달러(+29.8%) 공시 별도 기준 2017년 매출액 2.4조원, 영업이익 790억원을 2018년에는 매출액 2.8조원을 제시했다. 3분기 누계 별도 매출액 2.0조원, 영업이익 1,162억원을 감안하면 4분기 실적 가이던스는 매출액 4,438억원, 영업손실 372억원이다. 4분기 부진한 실적의 원인은 290억원의 공사충당손실금 인식, 비나신(베트남 법인)의 태풍 피해 복구에 따른 1달간의 조업 중단 영향이다. 하이투자증권의 영업이익을 100억원으로 추정하면 4분기에는 연결 기준으로 200~300억원의 적자(비나신 영업이익 0 가정 시)가 예상된다.

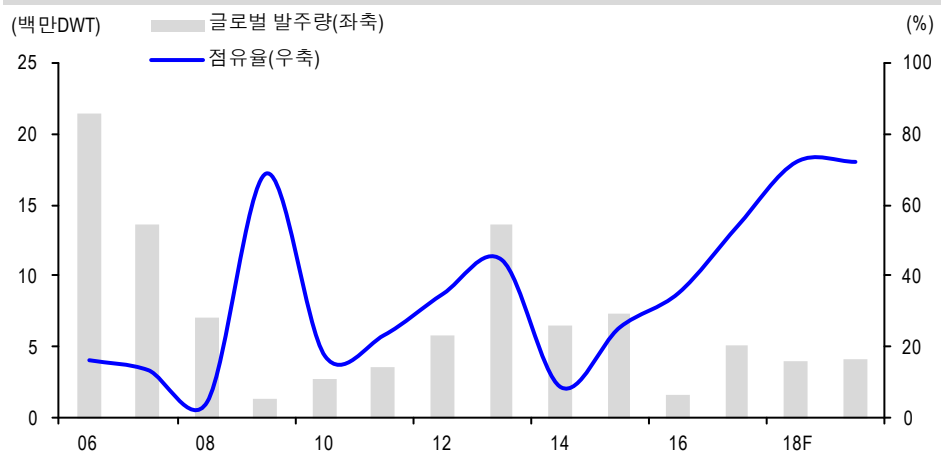
수주액 가이던스는 2017년 23억달러, 2018년 30억달러를 제시했다. 2018년에는 주력 선종인 석유제품 운반선, LPG 운반선의 수급 개선에 따른 발주 증가, 중소형 조선사 구조조정에 따른 점유율 상승이 수주 증가를 견인할 전망이다.

2017~19년 선종별 수급(물동량 증가율-선복량 증가율) 전망



자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

글로벌 MR탱커 발주량과 현대미포조선의 점유율 추이 및 전망



자료: Clarksons, 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: MR탱커-25,000~55,000DWT급 중형 탱커

현대중공업 투자의견 '중립'으로 하향,
현대미포조선 목표주가 120,000원으로
14.3% 하향, 투자의견은 매수 유지

현대중공업 신주 발행 예정가 현 주가
대비 24.2% 할인, 증자에 따른 주가
희석을 18.1%

4분기 영업적자, 대규모 유상 증자 계획 발표로 조선주 투자 심리 악화

삼성중공업에 이어서 현대중공업그룹의 4분기 영업손실과 현대중공업의 대규모 유상 증자 계획 발표로 조선주 투자 심리가 악화될 전망이다. 현대중공업 투자의견을 '매수'에서 '중립'으로 하향하고 현대미포조선의 목표주가를 120,000원으로 14.3% 하향한다.

현대중공업의 4분기 영업적자 예상 공시는 삼성중공업과 달리 저가 수주가 아닌 원자재 가격 상승과 환율 하락분이 충당금으로 반영된 결과다. 현대중공업의 경상 이익률과 건조 경쟁력에는 변함이 없다. 증자 후(신주 발행가 103,000원 가정) 예상 PBR은 0.55배로 저평가가 예상되지만 현 주가는 희석률 18.1%에 달하는 대규모 유상증자로 매력이 없다. 1) 4분기 적자 예상, 2) 신주 발행 예정가가 현 주가 대비 24.2% 할인, 3) 희석률 18.1%을 감안해 투자의견을 '중립'으로 하향한다.

현대미포조선의 목표주가를 120,000원으로 14.3% 하향한다. 투자의견은 '매수'를 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS 141,380원에 Target PBR 0.9배를 적용했다. 수주잔고 증가 국면에서는 PBR 1.0배 부여가 정당화되나 조선주 투자심리 악화와 4분기 적자 예상으로 Target PBR을 기존 1.0배에서 10% 할인했다. 투자 포인트는 1) 2018년 주력 선종의 수급 개선에 따른 발주 증가, 2) 중소형 조선사 구조조정에 따른 점유율 상승, 3) 2017년부터 시작된 수주잔고 증가세다. 조선업종내 Top pick을 유지하며 조정 시 매수 전략이 유효하다.

현대미포조선의 PBR Valuation 변경 - 목표주가 120,000원

	기존	변경
목표주가(원)	140,000	120,000
Target PBR(배)	1.0	0.9
현재주가(원)		
상승여력(%)		
12개월 선행 BPS(원)	141,380	141,380

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률(%)			PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS 성장률(%)	
			1M	3M	6M	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
한국	현대중공업	7.7	(6.8)	(7.5)	(21.6)	2.7	92.5	0.7	0.7	11.4	18.6	22.5	0.7	603.0	(97.1)
	삼성중공업	2.8	(41.8)	(36.1)	(43.4)	(6.6)	(10.1)	0.5	0.5	(30.9)	179.9	(7.0)	(4.9)	적지	적지
	현대미포조선	1.9	(2.1)	(3.9)	(12.1)	3.8	18.0	0.7	0.7	9.7	10.5	19.8	3.7	1,293.3	(78.6)
	대우조선해양	1.6	(13.8)	(66.5)	(66.5)	0.8	11.8	0.4	0.4	3.3	11.1	58.3	3.1	흑전	(93.2)
	평균					0.2	28.1	0.6	0.6	(1.6)	55.0	23.4	0.6	948.1	(89.6)
중국	중국조선중공업	18.4	(7.7)	(5.3)	(5.3)	96.4	68.4	1.8	1.7	29.3	21.3	2.2	3.9	흑전	79.0
	양쯔강조선소	4.6	(12.6)	4.3	23.2	11.3	12.5	1.1	1.1	5.2	5.5	10.5	8.8	(16.4)	(9.4)
	평균					53.8	40.5	1.5	1.4	17.3	13.4	6.4	6.3	(16.4)	34.8
일본	미쓰비시중공업	13.5	3.6	(5.4)	(3.2)	15.8	13.0	0.8	0.7	7.2	6.5	4.8	5.5	(44.7)	22.1
	가와사키중공업	5.8	(4.2)	(2.9)	15.1	15.5	12.9	1.3	1.2	8.8	8.0	8.5	9.9	(11.0)	21.9
	평균					15.7	13.0	1.0	1.0	8.0	7.2	6.7	7.7	(27.8)	22.0
싱가포르	케펠	10.6	(5.9)	12.8	17.0	15.3	14.2	1.1	1.0	18.2	16.3	6.6	7.6	(12.5)	14.9
	셸코프마린	3.1	0.0	11.3	16.5	71.9	42.5	1.5	1.5	22.7	19.7	2.3	3.5	(40.2)	65.1
	평균					43.6	28.4	1.3	1.3	20.4	18.0	4.5	5.5	(26.3)	40.0
평균						22.7	27.6	1.0	1.0	8.5	29.7	12.9	4.2	253.1	(8.4)

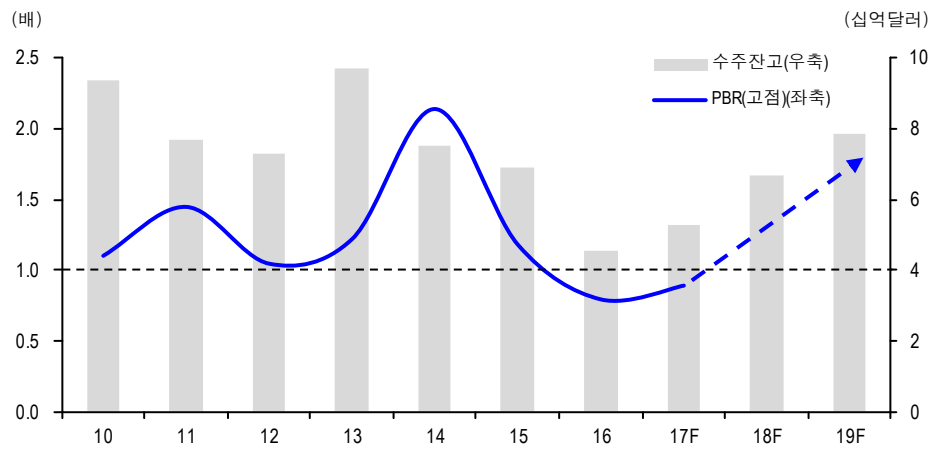
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

현대중공업의 유상증자 전/후 Valuation

	유상증자 전	유상증자 후
PBR(배)	0.67	0.55
주가(원)	136,000	103,000
BPS(원)	204,284	185,979
지배주주 자본총계(십억원)	11,575.8	12,863.3
발행주식수(천주)	56,665	69,165

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

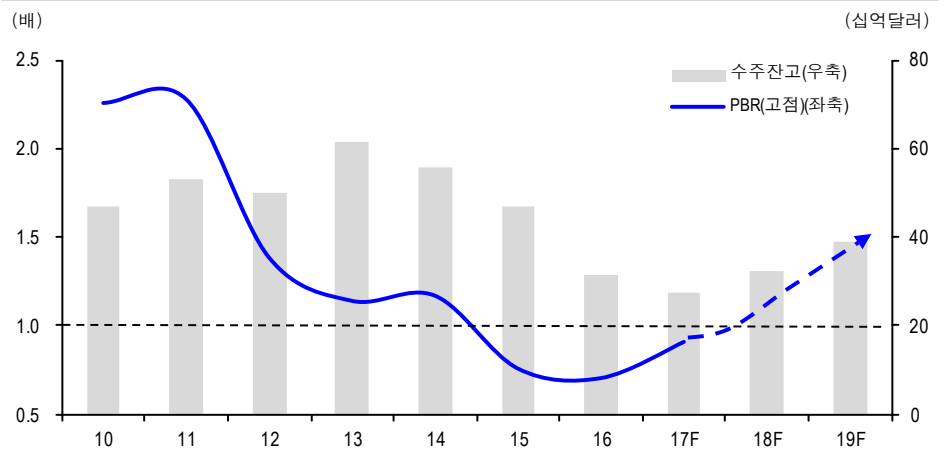
현대미포조선의 수주잔고, PBR(고점) 추이 및 전망



자료: Clarksons, QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

주) 점선은 PBR 1.0배

현대중공업의 수주잔고, PBR(고점) 추이 및 전망

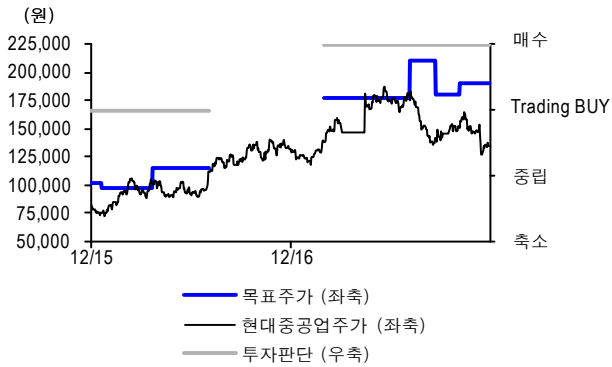


자료: Clarksons, QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

주) 점선은 PBR 1.0배

투자의견 및 목표주가 추이

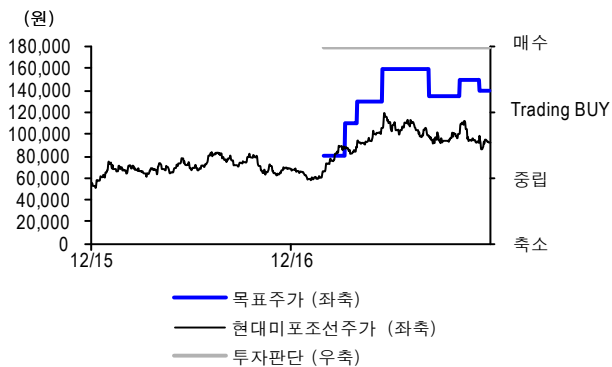
현대중공업 (009540)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 01월 17일	Trading BUY	97,333	(6.6)	8.2
2016년 04월 19일	Trading BUY	115,030	(17.3)	(3.1)
2016년 08월 01일	커버리지제외	-	-	-
2017년 02월 26일		176,970	(8.1)	5.4
2017년 08월 02일	매수	210,000	(27.2)	(15.2)
2017년 09월 18일	매수	180,000	(17.9)	(13.1)
2017년 11월 01일	매수	190,000	(23.7)	(13.7)
2017년 12월 27일	중립	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

현대미포조선 (010620)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 02월 26일	매수	80,000	1.3	11.9
2017년 04월 06일	매수	110,000	(21.7)	(14.2)
2017년 04월 28일	매수	130,000	(24.9)	(18.1)
2017년 06월 13일	매수	160,000	(33.3)	(25.0)
2017년 09월 06일	매수	135,000	(28.1)	(19.6)
2017년 11월 01일	매수	150,000	(34.0)	(25.0)
2017년 12월 07일	매수	140,000	(34.4)	(32.1)
2017년 12월 27일	매수	120,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 황어연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

비율	섹터	매수		중립		축소	
		비율	비율	비율	비율	비율	비율
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우						
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우						
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우						
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하							

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 12월 25일 기준)

매수 (매수)	92.27%	Trading BUY (중립)	3.38%	중립 (중립)	4.35%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----