

Outperform (Maintain)

주가(8/20) 254,000원
 목표주가 300,000원

키움증권 

Company Brief 2012. 8. 21

현대중공업 (009540)

탐방노트 - 고민되는 시기

조선/기계 Analyst 최원경 02) 3787-5036
 heavychoi@kiwoom.com

- 하반기까지 조선 마진은 하락세를 지속할 것으로 예상
- 비조선 사업부는 조선보다는 마진 개선이 빠를 전망이지만 불확실성 상존
- 조선, 해양, 플랜트 연간 수주 목표 달성 가능성은 연말까지 계속 Watching 필요
- 목표주가 기존 37만원에서 30만원으로 하향, 투자의견 Outperform 유지

내년 하반기까지 조선 마진은 하락세를 지속할 것으로 예상

조선사업부 - 1분기 매출액 1.37조원, 영업이익률 21.5%였던 현대삼호중공업은 2분기 매출액 약 1조원, 영업이익률 7% 정도로 급락한 것으로 추정된다. 이는 2009년 이전 고가 물량 비중이 1분기에는 60%대였던 반면 2분기에는 10% 초반으로 급락했기 때문이다. 3,4분기로 가면 고가 물량 비중이 거의 "0" 수준까지 하락할 것으로 예상되어 마진율은 좀더 하락할 것으로 예상된다. 바닥 마진은 대략 5% 정도가 될 것으로 예상된다.

반면, 현대중공업 본사 마진은 2분기 12% 정도로 1분기 12%와 거의 비슷한 수준을 기록했던 것으로 추정된다. 하지만 1분기의 경우 2009년 이전 고가 물량 비중이 55%, 2분기의 경우 40%대 중반, 3분기의 경우 40% 미만, 4분기의 경우 30% 미만으로 계속 하락하면서 내년 하반기까지 마진을 또한 계속 하락할 가능성이 높다고 판단된다. 내년 하반기 기준 바닥 마진은 현대삼호중공업과 마찬가지로 5% 정도 수준으로 예상된다.

연간으로 보면 2012년의 경우 연결 기준 조선 매출액은 183,560억원, 영업이익은 16,460억원, 영업이익률 9.0% 정도가 예상되지만, 2013년에는 매출액 187,462억원, 영업이익은 9,855억원, 영업이익률은 5.3%로 하락할 것으로 예상된다.

Company Data			투자지표						
			2010	2011	2012E	2013E	2014E		
KOSPI (8/20)	1,946.31pt		매출액(억원)	224,052	537,117	577,195	627,963	683,499	
시가총액	193,040억원		보고영업이익(억원)	34,512	45,357	25,231	24,733	25,951	
52 주 주가동향	최고가	최저가	핵심영업이익(억원)	34,394	45,357	25,231	24,733	25,951	
최고최저가 대비	349,000원	217,500원	EBITDA(억원)	39,316	54,734	35,323	34,824	36,042	
등락률	-27.22%	16.78%	세전이익(억원)	47,843	38,763	26,600	23,395	25,118	
수익률	절대	상대	순이익(억원)	37,611	27,434	20,200	18,482	19,844	
	1M	12.4%	5.3%	지배주주지분순이익(억원)	37,611	25,590	20,200	18,482	19,844
	6M	-21.8%	-18.7%	EPS(원)	49,489	33,671	26,579	24,319	26,110
	1Y	-16.4%	-25.1%	증감율(%YoY)	75.2	-32.0	-21.1	-8.5	7.4
발행주식수	76,000천주		PER(배)	9.0	7.6	9.6	10.4	9.7	
일평균 거래량(3M)	325천주		PBR(배)	2.4	1.2	1.1	1.0	0.9	
외국인 지분율	18.90%		EV/EBITDA(배)	9.1	5.0	7.4	7.2	6.5	
배당수익률(12E)	1.57%		보고영업이익률(%)	15.4	8.4	4.4	3.9	3.8	
BPS(12E)	240,706 원		핵심영업이익률(%)	15.4	8.4	4.4	3.9	3.8	
주요 주주	정몽준 외 8인	21.32%	ROE(%)	31.8	15.1	10.6	8.8	8.6	
			순부채비율(%)	13.9	34.9	33.3	26.3	17.5	

- 당사는 8월 20일 현재 '현대중공업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

비조선 사업부는 조선보다는 마진 개선이 빠른 전망이지만 불확실성 상존

해양사업부는 2분기 5.1%의 마진율을 바닥으로 대략 6~7%의 마진율을 지속할 것으로 예상된다.

플랜트 사업부는 2분기 5.6% 정도의 마진을 유지할 것으로 예상된다. 물론 이는 플랜트 사업부가 올해 수주 목표액 50억\$을 무사히 달성한다는 가정 하에이다.

엔진기계 사업부는 2분기 20.2%의 마진율을 기록했으나 조선과 마찬가지로 하락세를 보일 것으로 예상된다. 하지만 조선외 비중이 점차 확대되고 있어 바닥 시점에도 10% 이상의 마진은 방어할 것으로 전망한다.

전기전자 사업부는 2분기 -5.5%의 영업이익률을 기록했으나 3분기 이후 점차 개선될 가능성이 높다고 회사측은 전망하고 있다. 하지만 ASP가 지속적으로 하락하고 있어 아직 방향성을 예단하기는 어렵다고 판단한다.

건설장비 사업부는 2분기 7.4%의 영업이익률을 기록했으나 하반기에는 8% 정도의 마진은 유지할 것으로 예상하고 있다. 중국 비중이 20% 미만으로 하락한 상황이고 중동 등의 신흥국 판매가 늘어나고 있어 중국 시장의 부진 영향은 제한적인 것으로 판단된다.

정유 부문은 3분기에는 다시 흑자로 전환될 것으로 예상된다.

현대중공업 연결 기준 분기별, 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E
매출액	127,011	133,947	130,942	145,217	139,383	137,004	142,555	158,252	537,117	577,195
조선	45,899	46,589	42,652	48,379	46,184	44,482	41,165	51,729	183,519	183,560
해양	7,653	8,104	8,326	13,207	9,395	11,316	11,017	13,804	37,289	45,532
엔진기계	4,759	5,137	5,167	6,487	3,782	4,211	3,782	4,366	21,550	16,141
전기전자	3,607	5,587	7,090	7,674	6,456	7,515	7,687	8,830	23,958	30,488
그린에너지	1,475	703	764	862	942	625	708	796	3,804	3,071
건설장비	12,847	12,765	8,899	8,119	11,787	10,257	9,178	9,342	42,630	40,564
플랜트	7,161	6,834	7,298	5,645	3,025	2,922	2,936	3,009	26,938	11,892
정유	41,513	45,842	48,017	52,814	55,637	53,609	63,354	64,347	188,184	236,947
금융	1,452	1,758	1,966	1,742	1,649	1,517	1,966	1,742	6,918	6,874
기타	646	629	763	288	525	550	763	288	2,327	2,126
영업이익	17,109	10,303	9,154	8,791	9,693	3,585	5,505	6,449	45,357	25,231
조선	8,218	5,745	5,183	5,702	6,172	3,890	3,097	3,301	24,848	16,460
해양	1,084	743	1,004	1,061	697	573	661	828	3,892	2,760
엔진기계	1,889	1,496	1,260	1,299	970	850	711	671	5,944	3,202
전기전자	290	455	567	219	-180	-410	-384	-265	1,532	-1,239
그린에너지	39	8	-768	-1,030	-49	-189	-142	-159	-1,752	-539
건설장비	2,137	1,546	681	237	1,106	756	734	747	4,600	3,343
플랜트	1,261	831	133	263	162	163	147	150	2,489	622
정유	2,188	370	1,686	1,707	1,389	-1,575	1,267	1,609	5,950	2,690
금융	249	252	221	175	270	279	321	285	897	1,155
기타	483	-434	-77	-500	-67	-752	-97	-37	-528	-953
공통관비	-729	-708	-736	-341	-777	0	-810	-682	-2,515	-2,268
영업이익률	13.5%	7.7%	7.0%	6.1%	7.0%	2.6%	3.9%	4.1%	8.4%	4.4%
조선	17.9%	12.3%	12.2%	11.8%	13.4%	8.7%	7.5%	6.4%	13.5%	9.0%
해양	14.2%	9.2%	12.1%	8.0%	7.4%	5.1%	6.0%	6.0%	10.4%	6.1%
엔진기계	39.7%	29.1%	24.4%	20.0%	25.7%	20.2%	18.8%	15.4%	27.6%	19.8%
전기전자	8.0%	8.1%	8.0%	2.9%	-2.8%	-5.5%	-5.0%	-3.0%	6.4%	-4.1%
그린에너지	2.7%	1.1%	-100.6%	-119.5%	-5.2%	-30.2%	-20.0%	-20.0%	-46.1%	-17.6%
건설장비	16.6%	12.1%	7.7%	2.9%	9.4%	7.4%	8.0%	8.0%	10.8%	8.2%
플랜트	17.6%	12.2%	1.8%	4.7%	5.3%	5.6%	5.0%	5.0%	9.2%	5.2%
정유	5.3%	0.8%	3.5%	3.2%	2.5%	-2.9%	2.0%	2.5%	3.2%	1.1%
금융	17.2%	14.3%	11.3%	10.0%	16.4%	18.4%	16.4%	16.4%	13.0%	16.8%
기타	74.8%	-69.0%	-10.1%	-173.5%	-12.8%	-136.7%	-12.8%	-12.8%	-22.7%	-44.8%

주: 현대중공업, 키움증권 추정

조선, 해양, 플랜트 연간 수주 목표 달성 가능성은 연말까지 계속 Watching 필요

조선사업부는 올해 수주 목표 91억\$ 중 현재까지 42억\$ 가량을 수주했다. LNG FSRU, LNG선, RORO선, LPG선, 드릴쉽, 세미 리그 등의 옵션 행사로 하반기 30억\$ 정도의 추가 수주를 기대하고 있다. 또한 건당 4-6척 가량의 LNG선 발주 PJ가 8개 정도 있어 10척 정도의 LNG선 추가 수주도 기대할 수 있다.

해양사업부의 경우 연간 수주 목표 52억\$ 중 현재 7억\$ 정도 수주에 불과하다. 하지만 StatOil이 발주하는 Spar Hull 4억\$ 가량 및 말레이시아 카리갈리 Platform 4억\$ 정도는 이미 LOI, LOA 등을 맺은 상황이어서 8-9월 정도에 수주를 인식할 것으로 기대된다. 하지만 20억\$ 이상인 예지나 PJ가 4분기 정도로 예상되고 있어 수주 목표 달성 여부는 연말에 가야 결정될 전망이다. 이외에도 UAE 등의 중동 Package PJ, 리비아 FSO(10억\$) PJ, UAE 자드코 PJ(30억\$) 등이 연내에 결과가 나올 가능성이 있다.

플랜트사업부의 경우 연간 수주 목표 50억\$ 중 현재 10억\$ 정도밖에 수주하지 못했다.

하지만 쿠웨이트 노스 알주르 복합화력(15억\$)의 경우 이미 Lowest에 선정되었기 때문에 10월 정도에 계약할 것으로 예상되고 있고, 브라스 LNG PJ(약 30억\$)는 4분기쯤 결정될 가능성이 있다. 이외에도 태국 복합화력(8억\$)이 10월 정도, 칠레 화력발전(7억\$)이 12월 정도 발주가 예상되고 있다. 두산중공업이 수주를 기대하고 있는 사우디 제다 South Phase 1 PJ(총 50억\$ 규모)도 동사가 참여한 컨소시엄이 입찰에 참여한 상황이다. 10~11월 정도 발주가 예상된다.

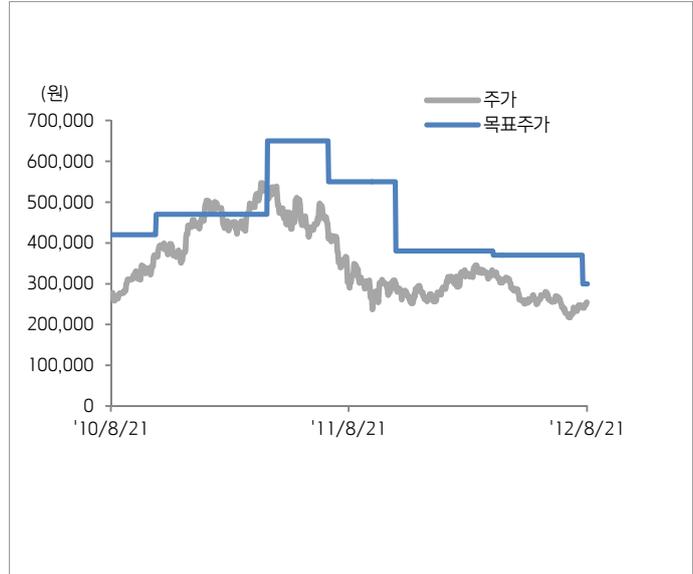
목표주가 기존 37만원에서 30만원으로 하향, 투자의견 Outperform 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 37만원에서 30만원으로 하향하며 투자의견 Outperform을 유지한다. 목표주가 30만원은 2012년 예상 BPS 240,706원 대비 1.25X, 2013년 예상 BPS 265,025원 대비 1.15X 수준이다. 당사에서는 기존에 2012년 예상 BPS에 1.5X의 PBR Multiple을 적용하여 목표주가를 산출한 바 있으나 실적 하향 조정 및 이에 따른 예상 ROE의 하락으로 Multiple 하향이 필요하다고 판단하였다. 하지만 7월 31일 발표한 '2Q12 Preview - Trading Buy 구간 진입'에서 언급한 바 있는 3분기 실적 개선 기대감에 따른 Band Trading 전략은 아직 유효한 것으로 판단한다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대중공업 (009540)	2010/08/09	BUY(Maintain)	420,000원
	2010/10/29	BUY(Maintain)	470,000원
	2010/11/19	BUY(Maintain)	470,000원
	2010/11/22	BUY(Maintain)	470,000원
	2011/04/18	BUY(Maintain)	650,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	650,000원
	2011/06/03	BUY(Maintain)	650,000원
	2011/07/21	BUY(Maintain)	550,000원
	2011/08/29	BUY(Maintain)	550,000원
	2011/11/01	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/01/10	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/03/30	Outperform(Downgrade)	370,000원
	2012/05/31	Outperform(Maintain)	370,000원
	2012/07/31	Outperform(Maintain)	370,000원
	2012/08/21	Outperform(Maintain)	300,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상