

2021. 7. 26



## ▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6454-4861

hyun.kim@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

|                 |     |         |
|-----------------|-----|---------|
| 현대중공업지주(267250) | Buy | 90,000원 |
| 현대일렉트릭(267260)  | Buy | 27,000원 |

## 관심종목

|                |     |         |
|----------------|-----|---------|
| 현대건설기계(267270) | Buy | 70,000원 |
|----------------|-----|---------|

## 현대중공업그룹

## 입증된 포트폴리오 다각화의 힘

- ✓ 조선부문(한국조선해양) Big Bath에도 비조선부문의 안정성을 입증한 2Q21
- ✓ 정유·석화(오일뱅크), 증전기기(일렉트릭), 건설기계, 친환경(글로벌서비스) 실적 양호
- ✓ 3Q: 현대중공업 IPO, 두산인프라코어 인수, 4Q: 현대오일뱅크 HPC 상업 가동
- ✓ 조선·해양(한국조선해양, 글로벌서비스), 친환경에너지(오일뱅크) 성장은 on the way
- ✓ 현대중공업지주: 보유지분/배당가치와 실적 재평가, 현대일렉트릭: 본격 회복에 주목

## 2Q21: 정유·석유화학, 증전기기, 건설기계, 친환경 전반에 걸친 실적 호조

COVID-19에 따른 대내외 변수의 불확실성 속에서도 현대중공업그룹의 2분기 경영 실적은 전반적으로 양호했다. 강재가격 급등에 대한 예상원가 상승을 반영하면서 Big-Bath를 단행한 한국조선해양(조선부문)은 충분한 일감을 바탕으로 발주처와 선가 인상 줄다리기를 본격적으로 진행한다. 조선업의 Next Super-Cycle의 트리거를 '연료변화'로 예상하고 있으며, 이는 세계 1위 엔진 생산 기업인 현대중공업과 친환경/Retrofit/AS를 전담하는 현대글로벌서비스가 주도한다.

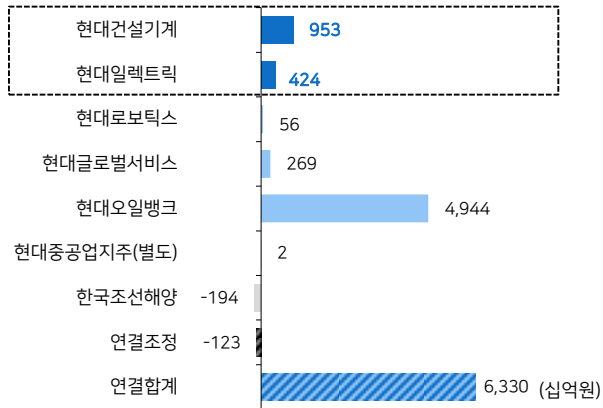
## 향후 산업지형 변화와 미래사업 변화의 중심, 주주 친화정책은 지속된다

현대중공업지주의 신설 자회사인 현대제뉴인(지분율 100%)은 3분기 중으로 두산인프라코어의 인수를 마무리할 전망이다. 현대건설기계와 원가/구매/기술개발 측면에서의 시너지 창출을 시도, 양 사간 출혈 경쟁이 아닌 승수효과를 추구한다고 본다. 블루수소/화이트바이오/친환경 화학 등 친환경 에너지는 11월 현대오일뱅크의 HPC 상업 가동으로 가속화될 수 있다. 그린수소 인프라/디지털·친환경 선박은 한국조선해양이 주도하며, 대우조선해양과의 기업결합 심사 승인이 완료되어야 한다. 그룹의 지주사인 현대중공업지주는 처음으로 중간배당을 실시, 별도기준으로 순이익을 창출하는 관계사 전반의 주주 친화정책은 배당수익으로 확인되길 기대한다.

## 현대중공업지주와 현대일렉트릭의 재평가 시기 도래

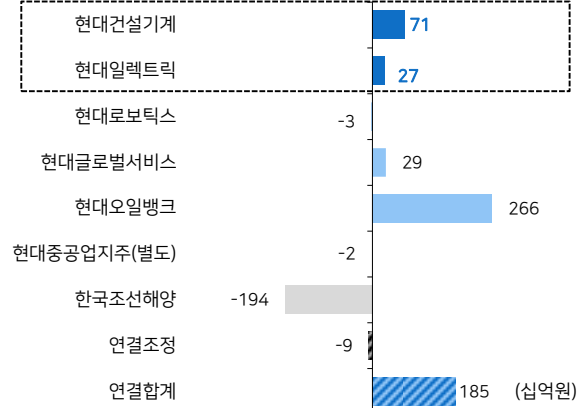
현대중공업그룹 내 Top Pick은 현대중공업지주와 현대일렉트릭이다. 현대중공업지주는 자회사 현대오일뱅크의 IPO가 다가올수록 보유지분 가치(지분율 74.13%, 장부 가치 2.4조원) 재평가가 진행될 수 있다. 자본총계기준 PBR 0.4배의 극단적 저평가 국면은 배당액이 연간 최소 3,700원은 지속됨을 확인하면서 해소 가능하다. 독자 출범 이후 체질개선을 진행했던 현대일렉트릭은 6개 분기 연속 영업흑자를 기록했다. 중동 등 신흥국의 전력기기 투자 재개와 북미지역 전력 인프라 확대로 안정적인 실적 개선이 확실하다. 이상 기온이 심해질수록 전력계통의 효율성 제고를 위한 투자는 확대될 수 밖에 없다.

그림1 현대중공업지주 - 2Q21 회사별 매출액



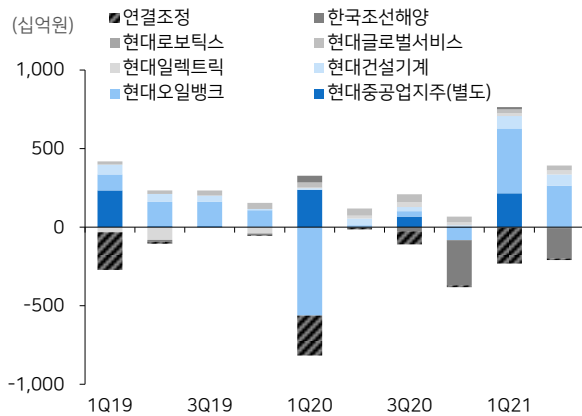
자료: 현대중공업지주, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대중공업지주 - 2Q21 회사별 영업이익



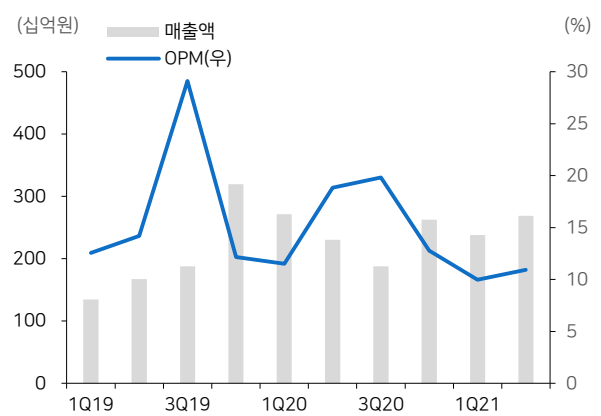
자료: 현대중공업지주, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대중공업지주 내 회사별 분기 영업이익



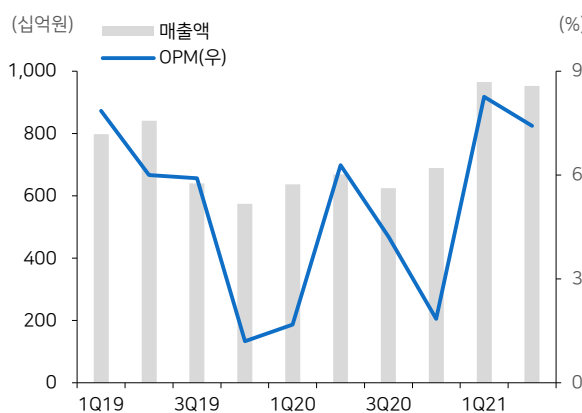
자료: 현대중공업지주, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대글로벌서비스 매출액과 영업이익률 추이



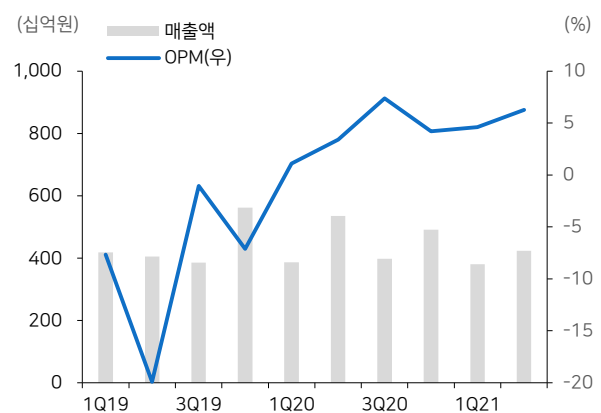
자료: 현대중공업지주, 메리츠증권 리서치센터

그림5 현대건설기계 매출액과 영업이익률 추이



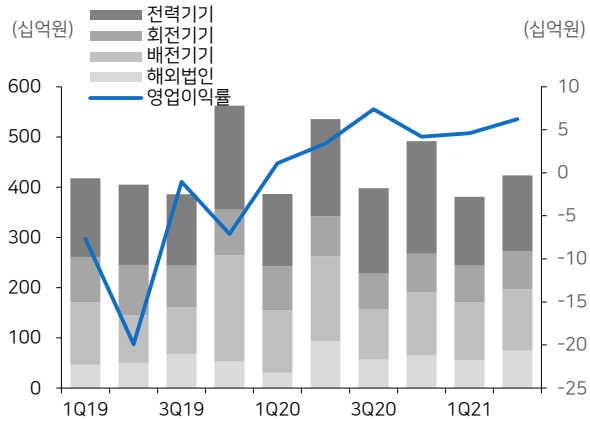
자료: 현대건설기계, 메리츠증권 리서치센터

그림6 현대일렉트릭 매출액과 영업이익률 추이



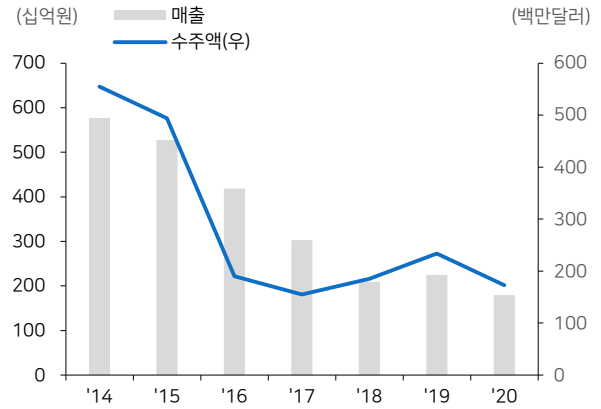
자료: 현대일렉트릭, 메리츠증권 리서치센터

그림7 현대일렉트릭 부문별 매출액, 영업이익률 추이



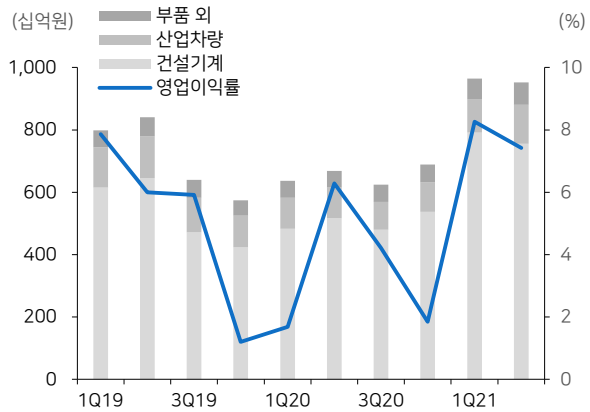
자료: 현대일렉트릭, 메리츠증권 리서치센터

그림8 현대일렉트릭 선박용 제품 수주 및 매출 추이



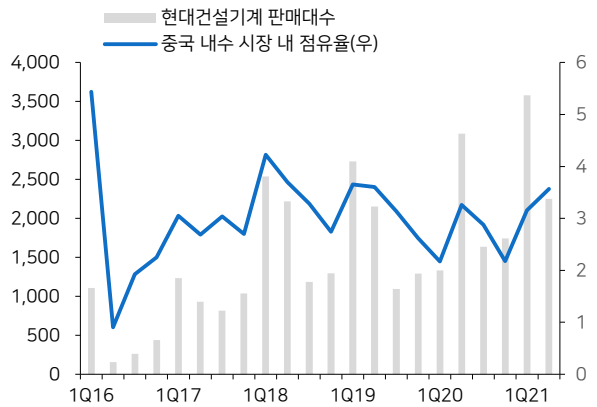
자료: 현대일렉트릭, 메리츠증권 리서치센터

그림9 현대건설기계 부문별 매출액, 영업이익률 추이



자료: 현대건설기계, 메리츠증권 리서치센터

그림10 현대건설기계의 분기별 중국 시장 내 점유율



자료: 현대건설기계, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2021. 7. 26

# 현대중공업지주 267250

## Must-Have Item

### ▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **90,000 원**  
현재주가 (7.23) **69,700 원**  
상승여력 **29.1%**

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| KOSPI          | 3,254.42pt      |
| 시가총액           | 55,058억원        |
| 발행주식수          | 7,899만주         |
| 유동주식비율         | 55.10%          |
| 외국인비중          | 17.24%          |
| 52주 최고/최저가     | 77,600원/40,600원 |
| 평균거래대금         | 230.7억원         |
| <b>주요주주(%)</b> |                 |
| 정몽준 외 12 인     | 34.36           |
| 국민연금공단         | 10.63           |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -1.4 | 31.0 | 47.7 |
| 상대주가     | -0.8 | 26.4 | 0.6  |

### 주가그래프



- ✓ 2Q21 한국조선해양(조선부문) Big-Bath 제외 시 양호한 실적 달성
- ✓ 매출액 6,333조원(+58.0% YoY), 영업이익 1,846억원(+77.0% YoY) 기록
- ✓ 중전기/건설기계/친환경/정유/석유화학 등 비조선부문 안정적인 실적 재입증
- ✓ 하반기 현대오일뱅크 HPC 가동, 조선부문 One-off 제거로 실적 우량주 부각
- ✓ 투자 의견 Buy 유지 - 절대 수익을 추구한다면 산업재의 Must-Have Item

### 2Q21 매출 6,333조원(+58.0% YoY), 영업이익 1,846억원(+77.0% YoY)

지분법 대상 한국조선해양(지분율 30.95%)이 강재가 인상 예상분(9,162억원)을 일괄 반영하는 Big-Bath를 단행, 영업적자 8,973억원을 기록했다. 지분법 대상 손실 -1,943억원이 연결 손익에 반영되면서 매출은 전년 대비 +58.0% 증가한 6조 3,303억원, 영업이익은 +77.0% 증가한 1,846억원을 기록했다. 정유/석유화학(오일뱅크) 영업이익률 +5.4%, 건설기계 +7.4%, 일렉트릭 +6.3%, 친환경(글로벌서비스) +10.9%로 비조선부문의 안정적인 수익 창출 능력은 재입증했다.

### 하반기 동력: 1) HPC 가동, 2) 건설기계 M&A, 3) 조선 One-off 제거

2Q21 정유부문 재고평가손익이 예상보다 적었고 조선부문 Big-Bath로 영업이익은 예상치를 하회했지만, 하반기 이익 회복은 확실하다. 현대오일뱅크 중질유 석유화학분해시설(HPC)은 11월 상업 가동하여, 향후 연간 5천억원의 이익 기여를 기대한다. 현대제뉴인(지분율 100%)의 두산인프라코어 인수가 마무리되면 건설기계 Value-Chain의 재정립도 기대된다. 조선부문 일회성 손실이 제거되면서, 연간 1,27조원의 영업이익을 기대한다. 현재 시가총액은 5.5조원이다.

### 투자 의견 Buy 유지 - 2H21 현대중공업, 2022E 현대오일뱅크 IPO

투자 의견 Buy, 적정주가 90,000원을 유지한다. 적정주가는 지배지분 PBR 1.0배, 자본총계기준 PBR 0.6배 수준이다. 손자회사 현대중공업이 IPO를 진행하면 조선중간지주인 한국조선해양의 투자여력은 증대된다. 2022년 자회사 현대오일뱅크 IPO가 진행되면, 보유 지분가치(지분 74.13%, 장부가치 2.4조원) 재평가 가는 확실하다. 중간배당 포함한 연 배당은 2021년 3,700원, 2022년 4,000원을 예상한다. 절대수익을 추구한다면 산업재 중 반드시 보유해야 할 종목이다.

| (십억원) | 매출액      | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2019  | 26,630.3 | 666.6   | 173.2         | 2,127             | -59.4      | 98,142     | 31.8       | 0.7        | 11.2             | 2.2        | 116.4       |
| 2020  | 18,911.0 | -597.1  | -609.2        | -7,631            | -798.4     | 88,804     | -7.4       | 0.6        | 93.3             | -8.1       | 139.3       |
| 2021E | 25,498.5 | 1,272.3 | 146.2         | 1,851             | -174.8     | 87,219     | 37.7       | 0.8        | 9.5              | 2.1        | 152.7       |
| 2022E | 27,424.1 | 1,455.4 | 464.8         | 5,884             | 32.5       | 89,378     | 11.8       | 0.8        | 8.9              | 6.7        | 151.1       |
| 2023E | 29,032.6 | 1,621.3 | 550.3         | 6,966             | 18.4       | 92,599     | 10.0       | 0.8        | 8.5              | 7.7        | 146.2       |

표1 현대중공업지주의 I/S(손익계산서)

| (십억원, %)            | 2018            | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>1. 부문별 매출액</b>   | <b>27,256.6</b> | <b>26,630.3</b> | <b>18,911.0</b> | <b>25,498.5</b> | <b>27,424.1</b> |
| 1-1) 지주/로보틱스/한국조선해양 | 608.2           | 543.5           | 301.8           | 255.5           | 515.9           |
| 1-2) 정유/석화(현대오일뱅크)  | 21,503.6        | 21,116.9        | 13,689.9        | 19,681.4        | 21,141.0        |
| 1-3) 현대일렉트릭/현대건설기계  | 5,174.3         | 4,623.3         | 4,428.9         | 5,098.1         | 5,092.2         |
| 1-4) 현대글로벌서비스       | 414.5           | 808.8           | 1,009.0         | 1,055.0         | 1,266.5         |
| <b>2. 부문별 영업이익</b>  | <b>861.4</b>    | <b>666.6</b>    | <b>-597.1</b>   | <b>1,272.3</b>  | <b>1,455.4</b>  |
| 2-1) 지주/로보틱스/한국조선해양 | 366.9           | 298.5           | 34.4            | 16.8            | 271.5           |
| 2-2) 정유/석화(현대오일뱅크)  | 661.0           | 522.0           | -593.4          | 1,163.6         | 1,096.5         |
| 2-3) 현대일렉트릭/현대건설기계  | 108.2           | 1.1             | 164.3           | 312.3           | 289.7           |
| 2-4) 현대글로벌서비스       | 72.8            | 108.5           | 156.6           | 110.3           | 128.4           |
| 3. 법인세차감전순이익        | 431.1           | 202.8           | -1,053.2        | 835.3           | 1,032.9         |
| <b>4. 당기순이익</b>     | <b>284.0</b>    | <b>115.3</b>    | <b>-789.7</b>   | <b>584.7</b>    | <b>774.6</b>    |

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표2 현대중공업지주 Valuation Table – TP 90,000원

| (십억원, 원, %)                      | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Total Assets</b>              | <b>25,715.5</b> | <b>26,559.0</b> | <b>28,831.4</b> | <b>29,855.7</b> |
| Net Assets                       | 11,884.7        | 11,097.9        | 11,411.1        | 11,891.6        |
| <b>Total Sales</b>               | <b>26,630.3</b> | <b>18,911.0</b> | <b>25,498.5</b> | <b>27,424.1</b> |
| 매출원가율(%)                         | 93.1%           | 97.0%           | 89.1%           | 88.7%           |
| COGS                             | 24,800.6        | 18,341.3        | 22,721.8        | 24,323.2        |
| <b>Operating Profit</b>          | <b>666.6</b>    | <b>(597.1)</b>  | <b>1,272.3</b>  | <b>1,455.4</b>  |
| Non-operating Profit             | (463.8)         | (456.0)         | (437.0)         | (422.6)         |
| <b>Net Profit</b>                | <b>115.3</b>    | <b>(789.7)</b>  | <b>584.7</b>    | <b>774.6</b>    |
| OPM(%)                           | 2.5             | (3.2)           | 5.0             | 5.3             |
| Net Margin(%)                    | 0.4             | (4.2)           | 2.3             | 2.8             |
| (십억원, %)                         | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           |
| <b>COE(%)</b>                    | <b>6.8</b>      | <b>6.8</b>      | <b>7.5</b>      | <b>7.5</b>      |
| Rf(%)                            | 1.5             | 1.5             | 1.8             | 1.8             |
| Risk Premium(%)                  | 6.0             | 6.0             | 6.5             | 6.5             |
| <b>ROE(%)</b>                    | <b>2.2</b>      | <b>(8.1)</b>    | <b>2.1</b>      | <b>6.7</b>      |
| Net Margin(%)                    | 0.4             | (4.2)           | 2.3             | 2.8             |
| Asset Turnover                   | 1.0             | 0.7             | 0.9             | 0.9             |
| Leverage                         | 2.2             | 2.4             | 2.5             | 2.5             |
| <b>BPS(원) – 자본총계 기준 (A)</b>      | <b>145,944</b>  | <b>140,491</b>  | <b>144,458</b>  | <b>150,540</b>  |
| <b>BPS(원) – 지배주주지분 기준 (B)</b>    | <b>98,141</b>   | <b>88,804</b>   | <b>87,219</b>   | <b>89,378</b>   |
| (ROE-g)/(COE-g) (C)              | 0.3             | -1.2            | 0.3             | 0.9             |
| Fair Value(원) – (A) x (C) x 30%  |                 |                 |                 | <b>93,192</b>   |
| <b>Target Price(원) – 지배주주 기준</b> |                 |                 |                 | <b>89,378</b>   |

주1: ROE는 Dupont Analysis 적용, Beta는 52주 기준 0.89 적용, 영구성장률 0% 적용 기준

주2: Net Assets = Paid-in Capital + Capital Surplus + Capital Adjustment + Retained Earnings

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

## 2Q21 Conference Call Q&amp;A

**Q1** 윤활기유 쪽 실적이 4분기부터 좋은데, 공급때문인지 수요때문인지? 150n, 500n마진차이 이유?

**A1** 정유사가 3Q 에서부터 윤활기유의 원료가 되는 하이드로왁스라는 제품 생산이 축소됨.

정유사들이 정제마진이 감소하며 전반적 공정 가동률을 하향시켰기 때문. 하이드로왁스의 올해 2Q 까지 공급부족 이슈 발생, 윤활기유 가격 급상승함. 원료인 하이드로왁스의 공급 축소로 올해 1Q, 2Q 에 공급 문제. 2Q 같은 경우 정기보수까지 겹치며 스프레드가 크게 상승함.

150n 과 500n 는 그룹 2 의 제품이고 그룹 3 의 제품도 있음. 1~2Q 를 보면 150n 스프레드는 크게 상승하지 않았지만, 그룹 2 의 500n 과 그룹 3 의 제품이 크게 강세를 보임. 결국 그룹 2, 3 의 500n 원료가 부족하기 때문임. 그 외에도 황 함량 등 환경적 요인에서 낮은 점도의 윤활기유보다 고점도가 늘어나는 추세. 그룹 2 보다도 그룹 3 의 수요가 늘어나는 추세임.

**Q2** 1분기 보다 2분기 마진이 훨씬 좋은데 이익률이 비슷한 이유?

**A2** 2Q 에 500n 스프레드가 더 크게 상승. 2 분기때 RDS 촉매 교체하며 정유쪽 가동률을 20,000 BD 정도 하향. 이와 관련 하여 생산이 일부 축소됨.

**Q3** HPC 프로젝트 상업 가동이 11월 정도이면 일정이 밀린건지? 연간 매출 기여효과는 어느 정도? 가동 이후에 EVA 태양전지 생산계획이 오일뱅크 연결로 어느 정도 기여할지?

**A3** HPC 일정은 기존과 동일. 4 분기부터 영업이익으로 반영될 예정.

2019 년 기준으로 설비를 시황에 맞춰 상업 가동 시 연간 5,000 억원 영업이익. 20 년기준 시물레이션 시 연간 영업이익 5,500 억원 추정. 지금도 2021 년 시황 봤을 때 2020 년 보다 2021 년이 더 좋아져서 현재도 연간 5,000 억원이상 가능할 것으로 봄. 2021 년은 11 월 가동으로 영업이익은 800 억원 수준으로 생각함. EVA 도 HPC 프로젝트 안에 들어있는 라인이며, 영업이익은 HPC 보다 부가가치가 있는 사업임. 이익 규모를 정확히 말하긴 어려우나, HPC 전체 기대 영업이익 안에 포함됨.

**Q4** 유가 상승하며 영업이익에 반영된 효과는? 정제마진이 BEP 정도로 올라온 것 같은데, 최근은 어느 정도로 정상화됐는지?

**A4** 유가상승 효과는 전분기 반영된 손익효과 연결 기준 900억원. 정유사업 기준으로는 700억원 수준임. 실제로 전세계 석유 수요 자체가 전고점 대비 현재 -5~-6% 빠진 상태로 유지 중. 1~2Q 수요 상승 폭은 미미한 수준이나 연말까지 9,900만BD까지 석유 수요가 회복될 것으로 전망하여, 3~4Q에 회복 폭이 더 클

것으로 봄.

**Q5** 친환경 사업에서 블루수소 사업에서 생산할 때 CO2 가 부산물로 많이 나오게 되는데, 어떤 방식으로 포집하는지?

**A5** CO2 포집은 분리막 방식이며, 포집 후 탄산칼슘을 제조하는 걸 연구개발 중에 있음. Pilot Plant 건설해서 Test 중으로 조만간 가시적인 결과가 있을 것으로 봄. 탄산칼슘은 건축자재로 활용 가능하다고 예상, 관련해서 여러가지 모색 중.

**Q6** 현대글로벌서비스(HGS) 친환경부문 매출이 적는데. 선박 부품의 수주 규모는?

**A6** 현대글로벌서비스의 2Q20 친환경 매출이 1000억원정도에서 9백억원대로 감소함. BWTS관련 수주는 67척정도를 했지만, 유가 스프레드 회복 지연으로 상반기는 Scrubber 관련 수주가 없었음, 하반기 현대글로벌비스 등 국내 수주 예정물량을 감안하면 연간 1.5~1.6억달러의 수주를 예상함

**Q7** 법인세가 많이 나왔는데, 관련 설명?

**A7** 현대중공업지주는 연결해서 법인세를 인식할 때, 자회사에서 이익이 발생하면 자회사가 배당할 것을 대비해서 연결로 법인세 비용을 인식함. 연결시 자회사에 이익잉여금 증가분에 대해서 이연법인세부채를 설정하는데, 2Q21은 한국조선해양 지분법 손실이 크게 잡힘. 자회사들의 이익이 발생하면 향후 받게될 배당금을 감안하여 이연법인세부채를 설정하지만, 한국조선해양의 지분법 손실은 이연법인세자산을 인식하지 않기 때문에 지주의 손익은 감소했지만, 법인세비용은 차감되지 않기 때문으로 일시적인 현상임.

## 현대중공업지주 (267250)

## Income Statement

| (십억원)      | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액        | 26,630.3 | 18,911.0 | 25,498.5 | 27,424.1 | 29,032.6 |
| 매출액증가율 (%) | -2.3     | -29.0    | 34.8     | 7.6      | 5.9      |
| 매출원가       | 24,800.6 | 18,341.3 | 22,721.8 | 24,323.2 | 25,669.4 |
| 매출총이익      | 1,829.7  | 569.7    | 2,776.7  | 3,100.9  | 3,363.2  |
| 판매관리비      | 1,163.1  | 1,166.8  | 1,504.4  | 1,645.4  | 1,742.0  |
| 영업이익       | 666.6    | -597.1   | 1,272.3  | 1,455.4  | 1,621.3  |
| 영업이익률      | 2.5      | -3.2     | 5.0      | 5.3      | 5.6      |
| 금융손익       | -271.3   | -217.7   | -287.0   | -286.8   | -274.5   |
| 중속/관계기업손익  | 39.6     | 0.2      | -5.8     | -5.4     | -5.1     |
| 기타영업외손익    | -232.1   | -238.6   | -144.2   | -130.4   | -118.8   |
| 세전계속사업이익   | 202.8    | -1,053.2 | 835.3    | 1,032.9  | 1,222.8  |
| 법인세비용      | 87.5     | -263.4   | 250.6    | 258.2    | 305.7    |
| 당기순이익      | 115.4    | -789.7   | 584.7    | 774.7    | 917.1    |
| 지배주주지분 순이익 | 173.2    | -609.2   | 146.2    | 464.8    | 550.3    |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산      | 9,935.2  | 8,049.1  | 9,648.5  | 10,097.7 | 10,381.0 |
| 현금및현금성자산  | 2,028.5  | 2,038.5  | 2,547.9  | 2,731.0  | 2,799.8  |
| 매출채권      | 2,139.7  | 1,693.6  | 1,988.6  | 2,063.7  | 2,124.2  |
| 재고자산      | 3,876.8  | 3,021.9  | 3,548.2  | 3,682.2  | 3,790.2  |
| 비유동자산     | 15,780.3 | 18,509.8 | 19,182.8 | 19,758.1 | 20,427.2 |
| 유형자산      | 8,408.9  | 10,679.6 | 11,263.0 | 11,662.5 | 12,097.4 |
| 무형자산      | 2,151.9  | 2,008.7  | 1,990.4  | 1,972.9  | 1,956.2  |
| 투자자산      | 4,171.5  | 3,802.1  | 3,932.7  | 4,137.9  | 4,377.6  |
| 자산총계      | 25,715.5 | 26,559.0 | 28,831.4 | 29,855.7 | 30,808.1 |
| 유동부채      | 8,022.3  | 6,336.4  | 7,489.9  | 7,761.3  | 8,085.9  |
| 매입채무      | 2,069.8  | 1,614.5  | 1,895.7  | 1,967.2  | 2,024.9  |
| 단기차입금     | 2,302.0  | 1,051.8  | 1,451.8  | 1,351.8  | 1,301.8  |
| 유동성장기부채   | 1,113.4  | 1,196.4  | 1,496.4  | 1,596.4  | 1,746.4  |
| 비유동부채     | 5,808.6  | 9,124.7  | 9,930.3  | 10,202.9 | 10,209.4 |
| 사채        | 2,928.3  | 3,809.1  | 4,109.1  | 4,309.1  | 4,159.1  |
| 장기차입금     | 1,724.6  | 3,474.6  | 3,924.6  | 4,024.6  | 4,174.6  |
| 부채총계      | 13,830.8 | 15,461.1 | 17,420.2 | 17,964.2 | 18,295.3 |
| 자본금       | 81.4     | 81.4     | 81.4     | 81.4     | 81.4     |
| 자본잉여금     | 5,172.0  | 5,192.7  | 5,192.7  | 5,192.7  | 5,192.7  |
| 기타포괄이익누계액 | 102.2    | 250.2    | 240.3    | 228.7    | 215.6    |
| 이익잉여금     | 3,183.3  | 2,213.0  | 2,097.7  | 2,279.8  | 2,547.4  |
| 비지배주주지분   | 3,892.7  | 4,082.9  | 4,521.5  | 4,831.3  | 5,198.2  |
| 자본총계      | 11,884.7 | 11,097.9 | 11,411.2 | 11,891.6 | 12,512.9 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름      | 1,205.6  | 887.1    | 952.3    | 1,539.8  | 1,725.3  |
| 당기순이익(손실)      | 115.4    | -789.7   | 584.7    | 774.7    | 917.1    |
| 유형자산상각비        | 606.8    | 696.7    | 716.6    | 713.0    | 713.1    |
| 무형자산상각비        | 73.1     | 81.7     | 27.0     | 26.4     | 25.8     |
| 운전자본의 증감       | 229.9    | 1,059.7  | -437.1   | -18.7    | 39.8     |
| 투자활동 현금흐름      | -1,639.8 | -1,818.4 | -1,616.7 | -1,384.6 | -1,460.4 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -1,245.5 | -2,210.8 | -1,300.0 | -1,112.5 | -1,147.9 |
| 투자자산의감소(증가)    | 16.0     | 369.6    | -145.0   | -220.1   | -256.2   |
| 재무활동 현금흐름      | 1,363.9  | 950.2    | 1,184.6  | 38.1     | -186.3   |
| 차입금의 증감        | 785.9    | 2,282.6  | 1,446.1  | 299.6    | 96.4     |
| 자본의 증가         | 388.8    | 20.8     | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 현금의 증가(감소)     | 928.7    | 10.0     | 509.4    | 183.0    | 68.8     |
| 기초현금           | 1,099.8  | 2,028.5  | 2,038.5  | 2,547.9  | 2,731.0  |
| 기말현금           | 2,028.5  | 2,038.5  | 2,547.9  | 2,731.0  | 2,799.8  |

## Key Financial Data

|                        | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 327,021 | 236,882 | 322,794 | 347,170 | 367,534 |
| EPS(지배주주)              | 2,127   | -7,631  | 1,851   | 5,884   | 6,966   |
| CFPS                   | 15,458  | 4,448   | 23,831  | 26,264  | 28,509  |
| EBITDAPS               | 16,535  | 2,271   | 25,520  | 27,784  | 29,877  |
| BPS                    | 98,142  | 88,804  | 87,219  | 89,378  | 92,599  |
| DPS                    | 3,700   | 3,700   | 3,700   | 4,000   | 4,000   |
| 배당수익률(%)               | 5.5     | 6.5     | 5.3     | 5.7     | 5.7     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 31.8    | -7.4    | 37.7    | 11.8    | 10.0    |
| PCR                    | 4.4     | 12.7    | 2.9     | 2.7     | 2.4     |
| PSR                    | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| PBR                    | 0.7     | 0.6     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| EBITDA                 | 1,346.5 | 181.3   | 2,015.9 | 2,194.8 | 2,360.1 |
| EV/EBITDA              | 11.2    | 93.3    | 9.5     | 8.9     | 8.5     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 2.2     | -8.1    | 2.1     | 6.7     | 7.7     |
| EBITDA 이익률             | 5.1     | 1.0     | 7.9     | 8.0     | 8.1     |
| 부채비율                   | 116.4   | 139.3   | 152.7   | 151.1   | 146.2   |
| 금융비용부담률                | 1.1     | 1.2     | 1.1     | 1.1     | 1.1     |
| 이자보상배율(x)              | 2.3     | -2.5    | 4.5     | 4.8     | 5.3     |
| 매출채권회전율(x)             | 12.1    | 9.9     | 13.8    | 13.5    | 13.9    |
| 재고자산회전율(x)             | 6.5     | 5.5     | 7.8     | 7.6     | 7.8     |

Industry Brief  
2021. 7. 26

### ▲ 조션/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Buy

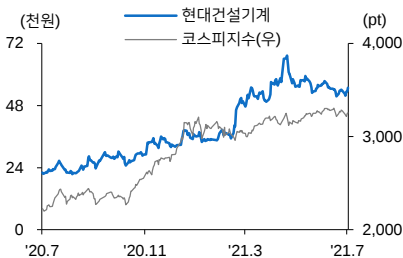
적정주가 (12개월) **70,000 원**  
현재주가 (7.23) **54,900 원**  
상승여력 **27.5%**

|            |                 |
|------------|-----------------|
| KOSPI      | 3,254.42pt      |
| 시가총액       | 10,816억원        |
| 발행주식수      | 1,970만주         |
| 유동주식비율     | 55.57%          |
| 외국인비중      | 22.33%          |
| 52주 최고/최저가 | 67,300원/21,500원 |
| 평균거래대금     | 127.1억원         |

| 주요주주(%)                        |       |
|--------------------------------|-------|
| 현대중공업지주 외 6 인                  | 36.18 |
| 국민연금공단                         | 5.02  |
| BlackRock Fund Advisors 외 10 인 | 5.01  |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | -2.7 | 52.3 | 154.2 |
| 상대주가     | -2.0 | 47.0 | 73.1  |

### 주가그래프



# 현대건설기계 267270

## 두산인프라코어와 시너지를 찾을 시기

- ✓ 2Q21 매출액 9,526억원(+42.5% YoY), 영업이익 707억원(+68.3% YoY) 호실적
- ✓ 중국(M/S 3.1%) 제외한 신형시장 호조와 선진시장 회복으로 고르게 성장한 2Q
- ✓ 원자재 가격 인상을 방어하기 위한 판가 인상 단행, 인도시장 회복은 4Q 전망
- ✓ 그룹의 두산인프라코어 인수가 3분기 중 마무리되면, 시너지 창출이 최대 과제
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 7만원 유지 - 중국 내 경쟁보다 수익성 방어가 중요

### 2Q21 매출 9,526억원(+42.5% YoY), 지배순익 601억원(+418.1% YoY)

전세계 최대 건설기계 시장인 중국이 2분기 전년 동기 대비 -15% 역성장했음에도, 신형시장 호조와 북미·유럽시장의 회복이 양호한 실적을 견인했다. 매출액 9,526억원(-1.3% QoQ), 영업이익 707억원(+68.3% YoY), 지배지분순이익 601억원(+24.2% QoQ)을 달성했다. 영업이익 마이너스 효과는 환율변동(-273억원), 운임과 강재가 상승(-118억원)이었지만, 플러스 효과인 매출증가 효과(+498억원), 판가인상 효과(+180억원)로 전년 대비 이익 성장을 기록했다.

### 본사 직수출(+149% YoY) 증가로 지배순익 개선, 사업조정 과정 진행

중국시장이 1Q Peak를 기록하고 하반기 수요 조정이 예상됨은 업계 전반에 걸친 이슈다. 몬순이 종료되는 9월 이후 인도 시장(점유율 2위)의 회복이 유력하고, 선진시장은 신모델(A시리즈) 판매 호조와 수요 개선이 지속된다. 점유율 경쟁을 통한 외형 성장보다는 자재/재고 관리 강화와 원가관리를 통한 수익성 방어에 주력하는 하반기를 예상한다. 2Q21 영업외수지 특이점은 현대코어모션 상주유압법인 공장 이전 보상금 +150억원이 반영된 점이다. 자회사 현대코어모션 유압 양산사업은 현대제뉴인으로 양도했지만, A/S는 그대로 영위한다. 현대제뉴인은 3분기 중 두산인프라코어를 인수한다. 그룹 사업 조정의 일환이다.

### 투자의견 Buy 유지 - 두산인프라코어와의 시너지를 찾는 하반기

투자의견 Buy, 적정주가 70,000원을 유지한다. 현대제뉴인(현대중공업지주 자회사)이 3분기 두산인프라코어를 인수하면, 원가와 구매(Supply-Chain) 및 기술개발(R&D) 측면에서의 시너지를 찾아야 한다. 국내 1, 2위기업이 한 울타리 안에서 승수효과를 통한 경쟁력 제고에 성공한다면 기업가치는 더욱 상승한다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2019  | 2,852.1 | 157.8 | 3.2           | 164               | -63.9      | 61,454     | 182.5      | 0.5        | 5.5              | 0.3        | 102.1       |
| 2020  | 2,617.5 | 91.6  | -9.7          | -490              | -83.3      | 61,841     | -66.9      | 0.5        | 7.0              | -0.8       | 111.4       |
| 2021E | 3,251.3 | 225.9 | 140.7         | 7,140             | 1,844.6    | 68,124     | 7.7        | 0.8        | 5.5              | 11.0       | 111.6       |
| 2022E | 3,150.9 | 183.6 | 95.5          | 4,845             | -32.7      | 72,107     | 11.3       | 0.8        | 6.0              | 6.9        | 100.1       |
| 2023E | 3,192.7 | 210.1 | 116.4         | 5,907             | 20.9       | 77,148     | 9.3        | 0.7        | 5.1              | 7.9        | 90.6        |

표3 현대건설기계 2Q21 Review

| (십억원)   | 2Q21P | 1Q21  | (% QoQ) | 2Q20  | (% YoY) | 컨센서스  | (% diff.) | 당사 예상치 | (% diff.) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|--------|-----------|
| 매출액     | 952.6 | 964.9 | -1.3    | 668.4 | 42.5    | 861.7 | 10.5      | 815.4  | 16.8      |
| 영업이익    | 70.7  | 79.7  | -11.3   | 42.0  | 68.3    | 59.7  | 18.4      | 63.0   | 12.2      |
| 세전이익    | 88.0  | 77.6  | 13.4    | 27.4  | 221.2   | 52.1  | 68.9      | 57.6   | 52.8      |
| 순이익     | 65.5  | 59.4  | 10.3    | 19.1  | 242.9   | 37.7  | 73.9      | 44.3   | 47.7      |
| 지배주주순이익 | 60.1  | 48.4  | 24.2    | 11.6  | 418.1   | 27.8  | 116.2     | 32.0   | 87.8      |
| 영업이익률   | 7.4   | 8.3   |         | 6.3   |         | 6.9   | 0.5       | 7.7    | -0.3      |
| 순이익률    | 6.9   | 6.2   |         | 2.9   |         | 4.4   | 2.5       | 5.4    | 1.4       |

주: 컨센서스는 2021년 7월 23일 기준

자료: 현대건설기계, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대건설기계 영업실적 추이 및 전망

| (십억원, %)     | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 1Q21  | 2Q21P | 3Q21E | 4Q21E | 1Q22E | 1Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2020  | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 636.3 | 668.4 | 624.1 | 688.7 | 964.9 | 952.6 | 695.8 | 638.0 | 925.7 | 913.9 | 674.3 | 636.9 | 2,618 | 3,251 | 3,151 |
| 영업이익         | 10.7  | 42.0  | 26.3  | 12.7  | 79.7  | 70.7  | 41.6  | 34.0  | 61.9  | 52.4  | 38.1  | 31.2  | 92    | 226   | 184   |
| 세전계속사업이익     | 3.0   | 27.4  | 15.2  | -36.4 | 77.6  | 88.0  | 31.5  | 17.7  | 54.2  | 47.4  | 25.7  | 17.1  | 9     | 49    | 33    |
| 당기순이익        | 1.2   | 19.1  | 5.3   | -17.1 | 59.4  | 65.5  | 24.3  | 16.1  | 41.7  | 36.5  | 19.8  | 13.2  | 9     | 165   | 111   |
| 매출액 증가율 YoY  | -20.3 | -20.5 | -2.4  | 20.0  | 51.6  | 42.5  | 11.5  | -7.4  | -4.1  | -4.1  | -3.1  | -0.2  | -8.2  | 24.2  | -3.1  |
| QoQ          | 10.8  | 5.1   | -6.6  | 10.3  | 40.1  | -1.3  | -27.0 | -8.3  | 45.1  | -1.3  | -26.2 | -5.6  |       |       |       |
| 영업이익 증가율 YoY | -83.0 | -16.8 | -30.5 | 84.2  | 646.7 | 68.5  | 58.2  | 168.2 | -22.3 | -25.9 | -8.3  | -8.3  | -42.0 | 146.7 | -18.7 |
| QoQ          | 55.1  | 293.3 | -37.4 | -51.8 | 528.5 | -11.2 | -41.2 | -18.2 | 82.1  | -15.4 | -27.3 | -18.2 |       |       |       |
| 영업이익률        | 1.7   | 6.3   | 4.2   | 1.8   | 8.3   | 7.4   | 6.0   | 5.3   | 6.7   | 5.7   | 5.7   | 4.9   | 3.5   | 6.9   | 5.8   |
| 순이익률         | 0.2   | 2.9   | 0.9   | -2.5  | 6.2   | 6.9   | 3.5   | 2.5   | 4.5   | 4.0   | 2.9   | 2.1   | 0.3   | 5.1   | 3.5   |

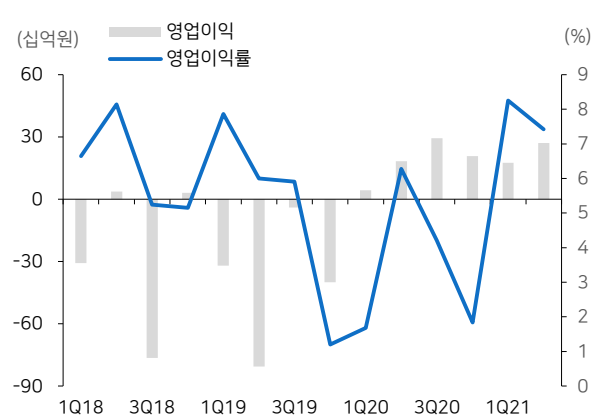
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 현대건설기계 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림12 현대건설기계의 영업이익률 개선 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q21 Conference Call Q&amp;A

**Q1** 직수출이 많이 증가했는데 신흥시장의 범위는? 델타 바이러스 영향은 없는지? 원가관련 원자재 가격인상 및 부품 조달 부담은 없는지?

**A1** 직수출은 전반적으로 증가했고 초기 아시아, 중남미, 러시아 수요가 먼저 회복. 2 분기 넘어가서는 중동이 수요 회복. 전반적으로 신흥시장은 지역별 차이가 없이 전반적으로 수요 및 판매가 개선되고 있음. 2020 년 기저효과도 있고, 원자재 관련 수요가 많이 나오고 있음. 시황 회복 기대감으로 신흥시장이 전반적으로 좋음. COVID-19 델타변이는 일부 지역은 심각하나, 시장수요나 현지 경기활동에 크게 영향을 미치지 않다고 보임.

강재가격 인상이 재료비에 영향을 미침. 2020 년 880 원/kg 에서 현재 국내 기준 1,300-1,350 원/kg 으로 급등함. 2 분기부터 영향이 나타나고 있고, 3~4 분기에 본격적으로 나타날 것. 그런데 이를 대비하여 판가 인상을 단행함. 시점 차이는 있으나, 판가인상으로 인해 50%는 커버 가능. 판매량이 늘어나며 소재가격의 영향을 커버함. 상반기보다 하반기에 비용 증가분이 영향을 줄 것. 판가인상은 1Q 후반에 실시하였기에, 하반기에 효과는 천천히 발생할 것. 일반적으로 연간 매출액은 상반기 55%, 하반기 45% 비중이며, 매출 자체에 영향은 없지만 수익성 측면에서 일부 영향을 받을 것으로 봄.

**Q2** 1Q 대비 2Q 환율변동이 크지 않았음에도 환율변동 손익이 큰 이유는?

**A2** 전사 연결 매출액은 미달러와 유로화 등 다양하게 인식함. 2Q20 평균 적용환율은 1,188 원, 1Q21 1,119 원, 2Q21 1,126 원이었으므로, 실제 환율과 다소 차이가 있음. 2021 년 상반기 평균환율은 1,123 원 수준. 환리스크 Hedge 를 위해 Net Exposure 의 70% 수준의 환헷지 전략을 진행 중.

**Q3** 매출액이 증가하면서 매출채권이 크게 증가한 것으로 보이는데, 그 이유는?

**A3** 매출이 일어나는 루트가 직수출, 판매법인 두 가지가 있음. 판매법인은 항해 기간 등을 고려하여 바로 현금화가 되지 않고, 보통 60-90 일 뒤에 현금이 유입됨. 따라서, 매출액 증가에 따른 매출채권 증가는 판매법인 쪽에 기인. 매출채권은 2020 년 말대비 3,800 억원 증가한 반면, 매입채무는 1,000 억원 증가했음.

직수출은 바로 현금을 수령하기에 매출채권에 문제가 없음. CKD 로 나가는 것도 지급계약이 있는데, 중국 강소법인 45-60 일, 브라질법인 90 일, 해외 판매법인은 통상적으로 매출채권 회수기간이 60 일임. 미수채권이 아니기에 문제가 없음. 운전자본 관리를 효율적으로 진행하고 있으며, 그 만큼 해외수요가 좋다는 의미.

**Q4** 하반기 추가적인 판가 인상 계획이 있는지? 수익성 추이는 어떻게 예상하는지?

**A4** 제품 판매가격은 일반적으로 연 1 회 인상임. 2021 년 원자재 가격 급변으로 상반기 한 번 인상했고, 하반기에 추가 인상을 계획중임. Dealer 에게 이미 공지 완료를 했고, 동시에 Promotion 과 Incentive Cost 등의 영업 비용도 절감할

계획임. 전세계적으로 장비조달에 어려움이 있는 상황이며, 하반기에도 수익성 확보를 위한 경영 전략을 유지할 계획임.

원가 상승이 먼저 급격하게 발생하였고, 이에 따른 평가인상을 진행한 바 원가 상승 효과는 상반기보다는 하반기가 다소 크게 작용하여, 계절적 요인을 감안해도 하반기 수익성은 상반기 대비 다소 약화는 불가피할 전망. 국내 강재가격은 kg당 1,300~1,350원까지 급등했지만, 중국 현지의 가격은 1,000원 수준으로 원가 상승 압력이 상대적으로 적음.

**Q5 현대코어모션의 유압사업 양산사업부문, 상주유압법인 구체적인 수익성은?**

**A5** 현대코어모션의 유압사업은 2020 년과 1Q21 에 적자임. 현대코어모션 유압기능품 양산부품사업을 현대제뉴인에 양도하더라도, 지배지분 기준 국내 유압법인에 대한 이익 영향은 크지 않을 것. 2021 년 현대코어모션 전사 영업이익에 유압사업 비중이 적기 때문.

현대코어모션차이나(HCM) 유압 사업은 기존에는 실린더 위주였지만, 이번 이전을 통해 모터제작과 공급까지 담당하게 될 것. 영업양도로 아쉬운 점은 현대코어모션차이나가 제 3 자에게 판매했던 것에 대한 기대가 소멸된다는 점뿐임. 지배주주순이익 관점에서 보면 중국지주회사에 대한 지분이 현대건설기계 60%, 한국조선해양 40%에서, 한국조선해양의 지분을 가져오기 위한 다양한 방안을 검토할 것임. 이는 지배주주순이익에 긍정적인 것으로 기대함.

**Q6 원가에서 강재가 차지하는 비중은?**

**A6** 대략 매출원가를 100 으로 보면 엔진이 10, 강재관련 50 임.

**Q7 양산 부문을 제뉴인에 넘겼는데, A/S사업은? 2분기 기준 재고자산 어느 정도인지?**

**A7** 양산사업은 현대제뉴인에 양도하였지만, A/S 사업은 그대로 보유할 것임. 2020 년 말 기준 연결기준 재고자산은 7,200 억원 수준이며 6 월 말은 7,420 억원 수준으로 유사함. 매출채권이 증가하고, 매입채무는 소폭 증가했지만, 재고자산이 변동이 없다는 의미는 시장 수요가 좋아서 제작해서 바로 팔았다고 해석하면 됨.

**Q8 수출시장에서 수주 성장률이 분기별로 어떻게 되는지?**

**A8** 1Q21 YoY +62%. 2Q21 수주는 YoY 4 배 가까이 성장했지만 2020 년 4~5 월이 COVID-19 확산 초기인 점을 고려하면 YoY 비교는 어려움. 1 분기 대비 2 분기 직수출시장이 +38% 성장함. 수주가 본격 회복된 시기가 4Q20 인데, 4Q20 → 1Q21 → 2Q21 지속적으로 수주가 증가하고 있음.

**Q9 일반적으로 인센티브는 어느 정도인지?**

**A9** 인센티브는 지역별로 차이가 많음. 중국이 상대적으로 많고, 미국·유럽은 많지 않는데 Incentive 에는 판매에 대한 Incentive. Financing 과 Volume Discount 등을 모두 통칭한 사항임. 가격 인상 외에 인센티브를 지역별로 1-2%씩은

축소해서 하반기 수익성 개선에 주력할 것.

**Q10** 두산인프라코어 기업결합과 관련한 시너지 창출 계획은?

**A10** 기업결합 관련한 완료 임박은 맞으며, 기업결합 승인이 마무리되면 시너지 창출은 현대제뉴인에서 충분히 준비하고 있음. 8 월 중순 경 전체적 그림을 시장과 소통할 기회가 주어질 것임. 1) 원가부분, 2) Supply-Chain, 볼륨부분, 3) R&D 부분의 시너지가 기대됨.

**Q11** 인도시장은 올해 시장규모가 19년 이상일 것으로 전망했고 중국은 당초 기대보다 크게 감소했는데, 현 시점에서의 중국시장 전망은?

**A11** 2Q21 중국 시장은 YoY -15%. 1Q21 에 워낙 시장이 좋았기 때문도 있음. 연초 2021 년 시장을 YoY +0~5% 수준의 성장을 기대했는데, 현재 시점에서는 2020 년 29.3 만대 대비 소폭 상회를 예상함. 연간 29 만대의 시장 규모 자체도 매우 높은 수준이기에, 현재도 양호한 수준이라고 판단함.

**Q12** 중국 시장 내 연간 예상 시장 점유율은?

**A12** 중국 시장에서의 점유율은 해외기업뿐만 아니라 중국 Local 등 여러 이슈가 있음. 판매대수를 기준으로 한 점유율 다툼이 너무 과도한 경쟁을 초래했고, 일부 Local 업체의 통계자료에 대한 신뢰성 문제도 있음.

전반적으로 3Q21 까지는 점유율이 다소 빠질 것 같고, 4Q21 소폭 상승하여 연간 기준 현재 수준인 3% 내외의 시장 점유율을 유지할 계획임. 지금 상황에서 무리하게 시장점유율을 끌어 올리기 보다는 Dealer 의 재무건전성이나 운전자본의 효율적 관리 등 수익성 관리에 주력할 것임.

**Q13** 전분기대비 매출액 변화와 비교하면 영업이익 감소폭이 큰 이유는? 하반기 수익성은?

**A13** 1Q21 대비 2Q21 수익성이 하락하는 건 시장측면에선 중국(3월 피크, 5,6월 조정 국면)의 영업이익 기여가 크기 때문. 또한 판가인상이 반영되는 시차가 존재함. 1 월부터 예상을 초과하는 시장 급성장으로 1분기 중에 판가 인상을 했음. 가격 인상이 실적에 반영되는 시차가 2~3개월 존재, 2Q21 실적에 전반적으로 반영되지는 않았음.

연결 실적 기준 매출액은 QoQ -1.3%. 원가는 QoQ -0.3%로 상대적으로 적게 감소함. 지역별 1Q 대비 2Q 가 좋았던 곳은 국내 직수출, 아틀란타, 벨지움법인임. 감소한 곳은 중국 강소법인, 중국 법인의 매출 기여 규모가 커서 영향이 있었음.

전체적으로는 중국 강소법인 때문에 QoQ 로 매출이 감소했고, 영업이익이 QoQ 감소한 것은 선진시장에서의 경쟁때문이며 비용상승 효과도 있었음. 소재가격 인상 → 제품제작 → 재고 확충 → 판매의 흐름인데, 소재가격 인상부터 판매까지 2~3 개월 시차가 발생하기에 2Q 일부 반영됐고, 3~ 4 분기에 비용상승 효과가 더 반영될 개연성이 있음.

중국은 강제가 영향이 한국보다 덜함. 중국 정부가 연초부터 원재료에 대한

강제적 조정을 실시하여, 강재가격도 국내 대비 적게 오름. 중국은 강소법인이 자재를 현지에서 직접 조달하는 비중이 크기에 타사대비 원가관리 능력을 확보함.

중국에서의 매출은 하반기 감소하겠지만 1Q21 모든 경쟁사들이 점유율 경쟁에 집중한 반면, 5 월 이후에는 수익성 강화가 화두가 됨. 하반기에는 점유율 경쟁이 아니라 수익성 확보와 관리 중심의 전략을 전망함.

## 현대건설기계 (267270)

## Income Statement

| (십억원)      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 2,852.1 | 2,617.5 | 3,251.3 | 3,150.9 | 3,192.7 |
| 매출액증가율 (%) | -11.8   | -8.2    | 24.2    | -3.1    | 1.3     |
| 매출원가       | 2,307.6 | 2,154.7 | 2,570.9 | 2,526.8 | 2,536.3 |
| 매출총이익      | 544.6   | 462.8   | 680.4   | 624.0   | 656.4   |
| 판매관리비      | 386.8   | 371.2   | 454.5   | 440.5   | 446.3   |
| 영업이익       | 157.8   | 91.6    | 225.9   | 183.6   | 210.1   |
| 영업이익률      | 5.5     | 3.5     | 6.9     | 5.8     | 6.6     |
| 금융손익       | -11.4   | -42.8   | -9.5    | -23.0   | -19.8   |
| 중속/관계기업손익  | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익    | -75.9   | -39.6   | -1.6    | -16.1   | -15.6   |
| 세전계속사업이익   | 70.5    | 9.2     | 214.8   | 144.5   | 174.7   |
| 법인세비용      | 19.6    | 0.7     | 49.4    | 33.2    | 40.2    |
| 당기순이익      | 50.9    | 8.5     | 165.4   | 111.2   | 134.5   |
| 지배주주지분 순이익 | 3.2     | -9.7    | 140.7   | 95.5    | 116.4   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2019   | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 155.3  | 274.8 | 37.3   | 204.5  | 194.1 |
| 당기순이익(손실)      | 50.9   | 8.5   | 165.4  | 111.2  | 134.5 |
| 유형자산상각비        | 48.7   | 50.9  | 52.4   | 53.1   | 53.5  |
| 무형자산상각비        | 26.9   | 19.1  | 11.4   | 10.7   | 10.2  |
| 운전자본의 증감       | -63.1  | 124.7 | -167.9 | 23.6   | -9.8  |
| 투자활동 현금흐름      | -363.5 | 136.0 | -30.3  | -63.6  | -67.5 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -95.1  | -98.1 | -70.0  | -67.7  | -65.5 |
| 투자자산의감소(증가)    | 0.0    | -3.0  | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 재무활동 현금흐름      | 108.0  | 82.9  | 40.0   | -104.1 | -94.1 |
| 차입금의 증감        | 179.2  | 92.6  | 40.0   | -85.0  | -75.0 |
| 자본의 증가         | -199.8 | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | -99.7  | 490.6 | 60.4   | 35.2   | 31.0  |
| 기초현금           | 322.4  | 222.8 | 713.4  | 773.8  | 809.1 |
| 기말현금           | 222.8  | 713.4 | 773.8  | 809.1  | 840.0 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 2,151.5 | 2,265.0 | 2,585.0 | 2,573.2 | 2,623.8 |
| 현금및현금성자산  | 222.8   | 713.4   | 773.8   | 809.1   | 840.0   |
| 매출채권      | 331.3   | 315.0   | 391.2   | 379.1   | 384.2   |
| 재고자산      | 856.7   | 720.7   | 895.3   | 867.6   | 879.1   |
| 비유동자산     | 1,036.5 | 1,090.9 | 1,087.7 | 1,088.5 | 1,088.8 |
| 유형자산      | 669.2   | 744.0   | 755.9   | 770.5   | 782.5   |
| 무형자산      | 184.5   | 153.9   | 147.5   | 141.9   | 137.1   |
| 투자자산      | 0.0     | 3.0     | 3.0     | 3.0     | 3.0     |
| 자산총계      | 3,188.1 | 3,355.9 | 3,672.8 | 3,661.7 | 3,712.6 |
| 유동부채      | 1,052.8 | 1,156.5 | 1,338.3 | 1,280.6 | 1,258.0 |
| 매입채무      | 161.8   | 250.1   | 310.7   | 301.1   | 305.1   |
| 단기차입금     | 472.6   | 544.5   | 574.5   | 554.5   | 544.5   |
| 유동성장기부채   | 197.8   | 150.3   | 190.3   | 170.3   | 150.3   |
| 비유동부채     | 558.1   | 611.8   | 598.5   | 550.8   | 506.9   |
| 사채        | 269.4   | 379.1   | 359.1   | 329.1   | 299.1   |
| 장기차입금     | 190.0   | 150.9   | 140.9   | 125.9   | 110.9   |
| 부채총계      | 1,610.9 | 1,768.3 | 1,936.8 | 1,831.4 | 1,764.9 |
| 자본금       | 98.5    | 98.5    | 98.5    | 98.5    | 98.5    |
| 자본잉여금     | 774.7   | 774.7   | 774.7   | 774.7   | 774.7   |
| 기타포괄이익누계액 | 72.7    | 88.9    | 91.1    | 93.1    | 95.1    |
| 이익잉여금     | 306.9   | 298.3   | 419.9   | 496.3   | 593.6   |
| 비지배주주지분   | 366.5   | 369.2   | 393.9   | 409.7   | 427.9   |
| 자본총계      | 1,577.1 | 1,587.5 | 1,736.0 | 1,830.3 | 1,947.7 |

## Key Financial Data

|                        | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 144,773 | 132,865 | 165,034 | 159,937 | 162,059 |
| EPS(지배주주)              | 164     | -490    | 7,140   | 4,845   | 5,907   |
| CFPS                   | 13,532  | 9,518   | 13,927  | 11,809  | 13,186  |
| EBITDAPS               | 11,847  | 8,200   | 14,702  | 12,557  | 13,898  |
| BPS                    | 61,454  | 61,841  | 68,124  | 72,107  | 77,148  |
| DPS                    | 0       | 0       | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 배당수익률(%)               | 0.0     | 0.0     | 1.8     | 1.8     | 1.8     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 182.5   | -66.9   | 7.7     | 11.3    | 9.3     |
| PCR                    | 2.2     | 3.4     | 3.9     | 4.6     | 4.2     |
| PSR                    | 0.2     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| PBR                    | 0.5     | 0.5     | 0.8     | 0.8     | 0.7     |
| EBITDA                 | 233.4   | 161.5   | 289.7   | 247.4   | 273.8   |
| EV/EBITDA              | 5.5     | 7.0     | 5.5     | 6.0     | 5.1     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 0.3     | -0.8    | 11.0    | 6.9     | 7.9     |
| EBITDA 이익률             | 8.2     | 6.2     | 8.9     | 7.9     | 8.6     |
| 부채비율                   | 102.1   | 111.4   | 111.6   | 100.1   | 90.6    |
| 금융비용부담률                | 1.4     | 1.4     | 1.2     | 1.2     | 1.1     |
| 이자보상배율(x)              | 4.1     | 2.6     | 6.0     | 5.0     | 6.1     |
| 매출채권회전율(x)             | 7.8     | 8.1     | 9.2     | 8.2     | 8.4     |
| 재고자산회전율(x)             | 3.0     | 3.3     | 4.0     | 3.6     | 3.7     |

Industry Brief  
2021. 7. 26

### ▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **27,000 원**  
현재주가 (7.23) **22,100 원**  
상승여력 **22.2%**

|            |                |
|------------|----------------|
| KOSPI      | 3,254.42pt     |
| 시가총액       | 7,966억원        |
| 발행주식수      | 3,605만주        |
| 유동주식비율     | 54.87%         |
| 외국인비중      | 10.58%         |
| 52주 최고/최저가 | 24,850원/9,410원 |
| 평균거래대금     | 96.0억원         |

| 주요주주(%)       |       |
|---------------|-------|
| 현대중공업지주 외 7 인 | 40.02 |
| 국민연금공단        | 5.05  |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월  |
|----------|-----|------|-------|
| 절대주가     | 8.1 | 23.5 | 130.2 |
| 상대주가     | 8.8 | 19.1 | 56.8  |

### 주가그래프



# 현대일렉트릭 267260

## 지금도 좋지만, 앞으로 더 좋다

- ✓ 2Q21 일시적인 매출액 정체에도 영업이익률 6.3%의 호실적 기록
- ✓ 6분기 연속 안정적 영업흑자 유지, 미국 반덤핑관세(\$7,972만) 철회 이슈는 +α
- ✓ 하반기가 더 좋은 이유: 1) 미국법인 호실적 지속, 2) 저압 양산제품 단가 인상, 3) 선박항 수주 증가, 4) 수익성이 좋은 한전계열 물량 증가, 5) 중동 선별 수주
- ✓ 투자 의견 Buy 유지 - 2022E PBR 1.0배, PER 11.9배, 실적 개선 = 주가 상승

### 2Q21 매출 4,236억원(-20.9% YoY), 영업이익 265억원(+44.8% YoY)

전세계 해상 물류 대란으로 수출분의 매출인식 지연이 200억원 이상 발생했음에도, 영업이익률 6.3%의 호실적을 달성했다. 수익성이 양호한 국내 한전 계열사向 전력기기 매출이 679억원으로 평년 이상으로 회복했고, 미국·중국법인의 양호한 실적과 회전기기/배전기기도 모두 좋았다. 매출액이 예상치 대비 1천억원 하회했지만, 보유중인 수주잔고 대부분이 하반기 매출인식이 집중되어 연 매출액 1.85조원 달성은 충분히 가능하다고 본다.

### 1H21 < 2H21 < 2022 - 2018~19년 경영정상화 마무리, 반덤핑은 +α

신규 수주 4.5억달러, 수주잔고 16억달러를 보유 중이며, 국내/북미/유럽/중동/신흥국 고르게 성장하는 양상이다. 2Q21 중국법인 영업이익률 3%, 미국 알라바마법인은 12.6%를 기록, 해외법인의 호실적도 지속 중이다. 북미지역 전력투자 확대와 중동시장 저점 회복으로 해외는 성장하고, 국내는 한전계열 물량이 평년 수준으로 회복하며 저압 양산품 단가 인상으로 수익성을 견인한다. 미상무부의 변압기 반덤핑관세(4차분) 철회 이슈는 하반기 환입도 가능, 수익성에 +α로 작용한다. 반덤핑관세와 관련한 이슈는 모두 총당금을 설정하였기에 향후 잔여 재심결과에 따라 수익 인식과 미국 시장 확대에 긍정적일 수 있다.

### 투자 의견 Buy 유지 - 2022E OP 1,062억원, 시가총액 7,966억원

투자 의견 Buy, 적정주가 27,000원을 유지한다. 미국 반덤핑관세 철회에 따른 이익은 반영하지 않은 기준이다. 2021년 매출액 1.85조원, 영업이익 864억원을 예상한다. 2018~19년 경영 정상화 과정에서 4,432억원의 누적순손실이 반영된 현재 주가는 PBR 1.0배, PER 11.9배, PSR 0.4배에 불과하다. 사야 할 시점이다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익   | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|--------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2019  | 1,771.1 | -156.7 | -264.3        | -10,684           | 45.3       | 19,418     | -1.1       | 0.6        | -7.0             | -34.1      | 222.3       |
| 2020  | 1,811.3 | 72.7   | -40.3         | -1,117            | -89.6      | 18,841     | -14.7      | 0.9        | 7.3              | -5.8       | 234.6       |
| 2021E | 1,846.8 | 86.4   | 53.6          | 1,486             | -233.1     | 19,827     | 14.9       | 1.1        | 7.5              | 7.7        | 223.8       |
| 2022E | 1,941.3 | 106.2  | 66.7          | 1,851             | 24.6       | 21,183     | 11.9       | 1.0        | 6.0              | 9.0        | 213.8       |
| 2023E | 2,157.0 | 120.3  | 79.3          | 2,200             | 18.8       | 22,793     | 10.0       | 1.0        | 5.2              | 10.0       | 200.2       |

표5 현대일렉트릭 2Q21 Review

| (십억원)   | 2Q21P | 1Q21  | (% QoQ) | 2Q20  | (% YoY) | 컨센서스  | (% diff.) | 당사 예상치 | (% diff.) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|--------|-----------|
| 매출액     | 423.6 | 380.7 | 11.3    | 535.5 | -20.9   | 524.8 | -19.3     | 559.5  | -24.3     |
| 영업이익    | 26.5  | 17.5  | 51.4    | 18.3  | 44.8    | 26.0  | 1.9       | 27.0   | -1.9      |
| 세전이익    | 19.2  | 18.8  | 2.1     | -40.2 | 흑전      | 21.0  | -8.5      | 20.2   | -5.0      |
| 순이익     | 14.0  | 15.6  | -10.3   | -30.3 | 흑전      | 15.5  | -9.7      | 15.5   | -9.6      |
| 지배주주순이익 | 14.0  | 15.6  | -10.3   | -30.3 | 흑전      | 15.3  | -8.4      | 15.5   | -9.6      |
| 영업이익률   | 6.3   | 4.6   |         | 3.4   |         | 5.0   | 1.3       | 4.8    | 1.4       |
| 순이익률    | 3.3   | 4.1   |         | -5.7  |         | 3.0   | 0.4       | 2.8    | 0.5       |

주: 컨센서스는 2021년 7월 22일 기준

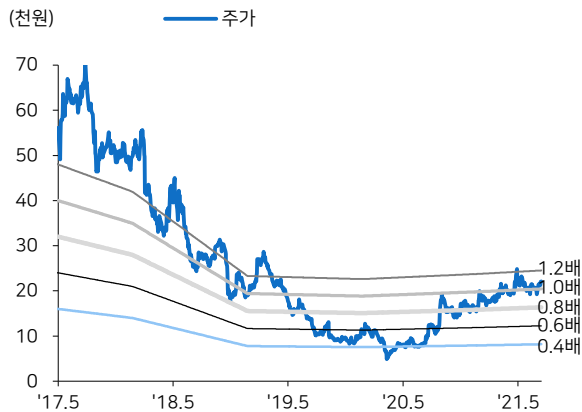
자료: 현대일렉트릭, 메리츠증권 리서치센터

표6 현대일렉트릭의 영업실적 및 추이 전망

| (십억원, %) | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 1Q21  | 2Q21P | 3Q21E | 4Q21E | 1Q22E | 1Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2020  | 2021E | 2022E |      |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 매출액      | 386.4 | 535.5 | 398.0 | 491.4 | 380.7 | 423.6 | 458.1 | 584.4 | 396.2 | 467.5 | 481.5 | 441.0 | 1,811 | 1,847 | 1,941 |      |
| 영업이익     | 4.3   | 18.3  | 29.4  | 20.7  | 17.5  | 26.5  | 25.0  | 17.4  | 20.8  | 29.3  | 30.2  | 30.1  | 73    | 86    | 106   |      |
| 세전계속사업이익 | 15.4  | -40.2 | 5.5   | -34.1 | 18.8  | 19.2  | 16.4  | 15.6  | 20.6  | 22.1  | 21.4  | 19.2  | -53   | 70    | 87    |      |
| 당기순이익    | 10.6  | -30.3 | 6.5   | -27.0 | 15.6  | 14.0  | 12.5  | 11.5  | 15.7  | 16.9  | 16.4  | 14.7  | -40   | 54    | 67    |      |
| 매출액 증가율  | YoY   | -7.5  | 32.2  | 3.2   | -12.6 | -1.5  | -20.9 | 15.1  | 18.9  | 4.1   | 10.4  | 5.1   | 4.4   | 2.3   | 2.0   | 5.1  |
|          | QoQ   | -31.3 | 38.6  | -25.7 | 23.4  | -22.5 | 11.3  | 8.1   | 27.6  | -32.2 | 18.0  | 3.0   | -24.5 |       |       |      |
| 영업이익 증가율 | YoY   | 흑전    | 흑전    | 흑전    | 흑전    | 311.1 | 44.6  | -14.8 | -16.0 | 18.9  | 10.7  | 20.5  | 9.9   | 흑전    | 18.9  | 22.8 |
|          | QoQ   | 흑전    | 330.7 | 60.5  | -29.6 | -15.5 | 51.5  | -5.5  | -30.6 | 19.6  | 41.0  | 2.9   | -0.4  |       |       |      |
| 영업이익률    |       | 1.1   | 3.4   | 7.4   | 4.2   | 4.6   | 6.3   | 5.5   | 3.0   | 5.2   | 6.3   | 6.3   | 6.8   | 4.0   | 4.7   | 5.5  |
| 순이익률     |       | 2.7   | -5.7  | 1.6   | -5.5  | 4.1   | 3.3   | 2.7   | 2.0   | 4.0   | 3.6   | 3.4   | 3.3   | -2.2  | 2.9   | 3.4  |

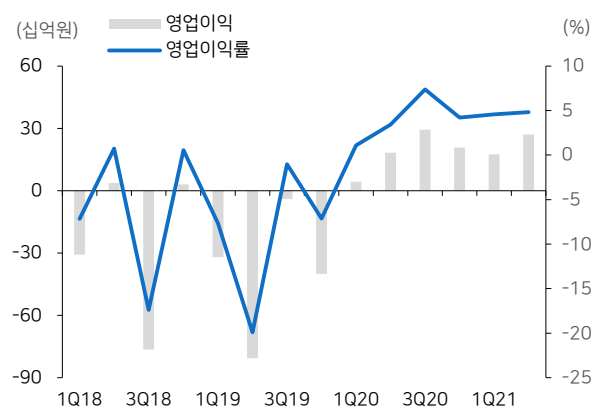
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 현대일렉트릭의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림14 현대일렉트릭의 영업이익률 개선추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q21 Conference Call Q&amp;A

**Q1** 3분기로 이연된 매출이 어느 정도인지? 1.9 조 매출목표가 연내 달성 가능한지?

**A1** 2Q21 매출액은 컨센서스 대비 1,000 억원 정도 적은 수준. 하반기로 이연된 매출인식분은 200~300 억원 규모이며, 현재 보유한 수주잔고 대부분의 납기가 하반기에 몰려있기 때문. 하반기 실적을 감안 시 1.9 조원 매출액은 달성가능하다고 봄.

**Q2** 신규 수주분과 수주잔고는 지역별로 어느 정도인지?

**A2** 2Q21 신규 수주는 본사와 해외법인 합쳐서 4.5 억달러 수주, 수주잔고는 16 억달러임. 수주와 수주잔고 모두 전분기 대비 증가함. 지역별 수주잔고(본사기준)는 중동 2.64 억달러, 미국 0.53 억달러 포함 북미 1.26 억달러, 인도 2.64 억달러, 유럽 1.3 억달러임. 국내는 5.12 억달러로 한전 계열사가 2 억달러임.

**Q3** 미국 반덤핑 관세 관련 정확히 어떻게 되는 건지? 반덤핑 관세가 해제되면 관련 수출이 증가하는지? 연내에도 한국에서 미국으로 가는 수출이 열릴 수 있는가?

**A3** 미국 반덤핑 관세와 관련한 미상무부 재심이 1~9 차까지 있는데, 7 월 12 일 공시(별첨부과 0 로 정정)는 4 차분에 해당함. 손익의 환입시기는 제조자측의 항소기간이 9 월 7 일까지라 항소 여부를 보고 환입이 반영될 것. 현재 미국 시장은 알라바마법인이 대응하고 있고, 2022 년 상반기까지 이미 물량을 확보한 상황임. 수익성 위주로 선별적으로 수주하는 전략을 펼 것. 반덤핑 관세 이슈가 끝나면 1) 이미 2020 년 미국 알라바마법인의 증설로 추가 대응이 가능하고, 2) 본사에서도 충분한 생산여력이 있기에 미국 시장 성장에 대응할 생산능력은 충분하다고 판단. 현재 8~9 차는 미상무부 실사가 남아 있으므로, 연내에 수출이 재개될 가능성은 제한적이라고 봄.

**Q4** 만약 제조자가 항소를 안하면, 5 차 총당금도 4 차랑 비슷할 것으로 보면 되나?

**A4** 각 차수별로 다루는 사안이 다름. 4 차는 0%, 5 차는 결론은 모르지만 긍정적인 결과를 기대를 하고 있음. 6~9 차는 관세부과율 60.81%가 나왔던 시기에 이미 총당금을 손익에 반영하였기에, 추가적으로 손익에 영향을 줄 부분은 없음.

**Q5** 한전 계열사항 매출이 2분기에 어땠는지? 연간 2,000~2,500 억원 수준으로 보는가?

**A5** 한전 계열사항 물량은 원래 수익성이 양호한 부문임. 2Q21 679 억원으로 평년 수준 이상을 회복하면서 수익 기여도가 컸음. 2020 년 2,200 억원이며 보통 연간으로 한전계열 매출분은 2,000~2,500 억원정도, 평년수준 달성 가능성이 유력함. 한전 계열사항 매출액은 1Q21 177 억원 → 2Q21 679 억원이며, 하반기 2Q21 수준을 유지하면서 평년 수준으로 충분히 회복할 전망.

**Q6** 2 분기 매출액 감소에도 수익성은 좋았는데, 선박 쪽 매출 수익성이 개선되고 있는가?

**중동 쪽 물량의 수익성은 개선을 기대해도 되는지?**

**A6** 선박 항 제품의 수익성은 영업이익률 기준으로 High-single 수준임. 중동 쪽은 시장이 회복되는 상황에서 물량(Volume)과 수익성(Quality) 사이에서 고심하고 있음. 일부는 수익성 위주로, 일부는 전략적으로 수주하는 것도 있음. 현재 수익기여도는 크지 않고, 손실이 나지 않는 정도임. 2020 년 이후부터 악성 수주잔고는 거의 다 해소됨. 수익성이 완만하게 개선될 것으로 생각함.

**Q7 해외법인의 개별 실적은?**

**A7** 2Q21 미국 알라바마법인의 매출액은 5,800 만달러, 중국 양중법인 매출액은 1,600 만달러를 기록함. 중국 법인의 수익성은 영업이익률 기준 3% 수준이며. 미국 알라바마법인은 1Q21 11.7%에서 2Q21 12.6%까지 개선됨.

**Q8 국내 신사업 관련 업데이트. 언제 가시적인 성과를 볼 수 있을까?**

**A8** 태양광 사업이 상반기 입찰이 늦어져 지난주에 발표됨. 후속 작업 들어갈 것임. 새만금사업은 전체 사업이 지연되어서 조금 늦어지고 있음. ESS EPC 위주 사업에서 신재생 발전사업 투자나, 전력변환, 배터리 패키징 사업, 수소 발전 등 프로젝트 진행중임. 모든 분야에서 골고루 잘 진행되고 있는데, 태양광 쪽은 바로 계약이 이루어질 것이고 풍력은 시일이 좀 걸려 연말이나 2022 년에 진행될 것.

**Q9 2022 년 외형은 어느 정도일지? 매출 성장을 하려면 어떤 요인이 발현돼야 하는지?**

**A9** 3 가지 사업군이 있음. 첫째, 전통적 고압전력은 시장 성장률이 크진 않지만, Buy-America 정책에 따라 수혜 전망. 둘째, 양산(배전)부문에 중점을 두고 있음. 저압 전동기 해외물류센터 개설, 베트남 판매지사 설립 중. 미국시장은 고압전력에서 배전까지 판매확대 할 것, 시장점유율 확대 노력 중. 셋째, 에너지신사업은 많은 정책 대비 가시적인 건 없었는데, 2022 년 가시적인 결과를 기대중임. 신사업 빼고 본다면 조금은 성장하는 모습, 신사업이 잘되면 큰 폭 성장 가능함.

**Q10 선박항 제품의 선종별 마진의 차이는? 대우조선해양 인수와 관련한 기대 효과는?**

**A10** 조선업계가 2020 년까지 수주한 선종 제품은 주로 저압 450V 급이나, 4Q20 부터 수주한 선종은 대부분 대형 컨테이너선, LNG 선으로 6,600V 가 적용. 영업이익률 기준 2020 년 Mid-single 에서 High-single 로 상승함은 고압증가에 기인.

국내 조선업계향 발전기, 회전기류는 이미 대부분 수주하고 있고, 배전반은 절반 정도 점유하고 있어 향후 더 개선될 것으로 생각함.

**Q11 연간 가이드스에 따르면, 하반기 매출이 1조원 이상인데 가능한지?**

**A11** 보유 중인 수주잔고는 하반기에 납기가 집중되어있음. 3Q21 이 2Q21 대비 당연히 매출이 증가할 것임. 4Q21 은 계절적 요인으로도 호조가 확실함. 해외 배전 물류센터가 완공, 배전이 미국/중동에 판매되며 매출이 증가할 것. 또, 양산제품의 가격인상을 단행함. 동종업계가 모두 인상, 추가적인 매출과 이익이

기대됨.

**Q12** 양산품 가격인상은 어느 정도인지?

**A12** 구체적인 퍼센트를 말할 수 없으나 경쟁사에 따라 맞춘 수준. 두 가지 효과가 발생. 1) 인상 공지에 따라 수주가 몰림. 2) 하반기에 다같이 가격을 인상했기 때문에 수익성도 개선 가능함.

**Q13** 현재는 원자재 가격이 오르고, 판가는 오르지 않은 상황이라 하반기에는 수익성 개선이 되는 상황인지? 전사적으로는 마진율이 높아지는가?

**A13** 원자재 가격 상승이 반영되는게 하반기 더 많음. 제품별로 영향이 다른데, 고압제품은 입찰 베이스로 입찰원가에 넣어서 회수가 가능함. 저압 양산제품은 자재가격은 먼저 인상되었고 판가는 하반기에 반영되기에 수익성은 하반기가 좋음.

전사를 종합하면 하반기가 비용 부담이 조금 커질 여지는 있음. 아직까지는 고압제품 매출 비중이 많고, 매출로 반영되는 시점이 다르기 때문임. 저압 양산제품에서 판가는 올렸지만, 고압쪽에서의 부담이 여전하기에 종합하면 상반기와 하반기의 수익성은 비슷한 수준일 것으로 예상함.

## 현대일렉트릭 (267260)

## Income Statement

| (십억원)      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 1,771.1 | 1,811.3 | 1,846.8 | 1,941.3 | 2,157.0 |
| 매출액증가율 (%) | -8.7    | 2.3     | 2.0     | 5.1     | 11.1    |
| 매출원가       | 1,617.8 | 1,501.2 | 1,525.5 | 1,588.3 | 1,762.4 |
| 매출총이익      | 153.4   | 310.2   | 321.3   | 353.0   | 394.6   |
| 판매관리비      | 310.1   | 237.5   | 234.9   | 246.9   | 274.3   |
| 영업이익       | -156.7  | 72.7    | 86.4    | 106.2   | 120.3   |
| 영업이익률      | -8.8    | 4.0     | 4.7     | 5.5     | 5.6     |
| 금융손익       | -14.2   | -44.8   | -11.1   | -15.5   | -13.2   |
| 종속/관계기업손익  | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익    | -162.7  | -81.4   | -5.4    | -3.4    | -3.5    |
| 세전계속사업이익   | -333.6  | -53.5   | 70.0    | 87.2    | 103.6   |
| 법인세비용      | -69.3   | -13.3   | 16.5    | 20.5    | 24.4    |
| 당기순이익      | -264.3  | -40.3   | 53.6    | 66.7    | 79.3    |
| 지배주주지분 순이익 | -264.3  | -40.3   | 53.6    | 66.7    | 79.3    |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2019   | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|----------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | 57.5   | 204.5 | 98.9  | 142.0 | 110.1  |
| 당기순이익(손실)      | -264.3 | -40.3 | 53.6  | 66.7  | 79.3   |
| 유형자산상각비        | 32.2   | 37.1  | 40.4  | 39.0  | 37.6   |
| 무형자산상각비        | 3.7    | 4.8   | 5.7   | 6.0   | 6.3    |
| 운전자본의 증감       | 234.5  | 198.3 | 6.8   | 32.7  | -9.2   |
| 투자활동 현금흐름      | -206.2 | 139.0 | -39.3 | -42.4 | -39.5  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -146.7 | -56.8 | -40.0 | -37.5 | -35.2  |
| 투자자산의감소(증가)    | 0.1    | -3.7  | -0.0  | -0.1  | -0.2   |
| 재무활동 현금흐름      | -35.8  | -7.3  | -24.3 | -24.0 | -102.2 |
| 차입금의 증감        | -124.5 | -1.2  | -9.9  | -9.6  | -84.2  |
| 자본의 증가         | 106.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 현금의 증가(감소)     | -186.6 | 334.5 | 35.3  | 75.5  | -31.5  |
| 기초현금           | 376.3  | 189.7 | 524.3 | 559.6 | 635.1  |
| 기말현금           | 189.7  | 524.3 | 559.6 | 635.1 | 603.6  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 1,484.2 | 1,474.4 | 1,519.0 | 1,604.3 | 1,679.1 |
| 현금및현금성자산  | 189.7   | 524.3   | 559.6   | 635.1   | 603.6   |
| 매출채권      | 469.9   | 376.3   | 380.0   | 383.9   | 426.5   |
| 재고자산      | 390.8   | 358.6   | 362.1   | 365.8   | 406.5   |
| 비유동자산     | 772.3   | 798.3   | 795.2   | 791.5   | 787.3   |
| 유형자산      | 516.9   | 510.5   | 510.1   | 508.6   | 506.2   |
| 무형자산      | 49.4    | 51.1    | 53.4    | 55.8    | 58.3    |
| 투자자산      | 3.0     | 6.7     | 6.7     | 6.8     | 6.9     |
| 자산총계      | 2,256.5 | 2,272.6 | 2,314.2 | 2,395.8 | 2,466.4 |
| 유동부채      | 1,123.8 | 1,275.3 | 1,285.3 | 1,295.3 | 1,356.6 |
| 매입채무      | 228.5   | 156.0   | 159.0   | 167.1   | 185.7   |
| 단기차입금     | 280.0   | 250.3   | 230.3   | 210.3   | 190.3   |
| 유동성장기부채   | 126.9   | 258.6   | 273.6   | 263.6   | 253.6   |
| 비유동부채     | 432.5   | 318.1   | 314.2   | 336.9   | 288.2   |
| 사채        | 144.7   | 174.5   | 159.5   | 169.5   | 124.5   |
| 장기차입금     | 221.2   | 84.4    | 94.4    | 104.4   | 94.4    |
| 부채총계      | 1,556.3 | 1,593.5 | 1,599.5 | 1,632.2 | 1,644.8 |
| 자본금       | 180.2   | 180.2   | 180.2   | 180.2   | 180.2   |
| 자본잉여금     | 901.7   | 901.7   | 901.7   | 901.7   | 901.7   |
| 기타포괄이익누계액 | 61.2    | 74.0    | 70.3    | 66.9    | 63.6    |
| 이익잉여금     | -427.9  | -461.5  | -422.3  | -370.0  | -308.7  |
| 비지배주주지분   | 0.3     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 700.2   | 679.2   | 714.7   | 763.6   | 821.6   |

## Key Financial Data

|                        | 2019    | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |         |        |        |        |        |
| SPS                    | 71,604  | 50,249 | 51,234 | 53,854 | 59,839 |
| EPS(지배주주)              | -10,684 | -1,117 | 1,486  | 1,851  | 2,200  |
| CFPS                   | -6,028  | 1,090  | 3,667  | 4,223  | 4,571  |
| EBITDAPS               | -4,886  | 3,179  | 3,677  | 4,193  | 4,555  |
| BPS                    | 19,418  | 18,841 | 19,827 | 21,183 | 22,793 |
| DPS                    | 0       | 0      | 400    | 400    | 500    |
| 배당수익률(%)               | 0.0     | 0.0    | 1.8    | 1.8    | 2.3    |
| Valuation(Multiple)    |         |        |        |        |        |
| PER                    | -1.1    | -14.7  | 14.9   | 11.9   | 10.0   |
| PCR                    | -1.9    | 15.0   | 6.0    | 5.2    | 4.8    |
| PSR                    | 0.2     | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| PBR                    | 0.6     | 0.9    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |
| EBITDA                 | -120.9  | 114.6  | 132.5  | 151.1  | 164.2  |
| EV/EBITDA              | -7.0    | 7.3    | 7.5    | 6.0    | 5.2    |
| Key Financial Ratio(%) |         |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | -34.1   | -5.8   | 7.7    | 9.0    | 10.0   |
| EBITDA 이익률             | -6.8    | 6.3    | 7.2    | 7.8    | 7.6    |
| 부채비율                   | 222.3   | 234.6  | 223.8  | 213.8  | 200.2  |
| 금융비용부담률                | 1.9     | 1.7    | 1.6    | 1.5    | 1.3    |
| 이자보상배율(x)              | -4.7    | 2.4    | 2.9    | 3.6    | 4.2    |
| 매출채권회전율(x)             | 3.2     | 4.3    | 4.9    | 5.1    | 5.3    |
| 재고자산회전율(x)             | 4.3     | 4.8    | 5.1    | 5.3    | 5.6    |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                        |
|------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 3등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상           |
|                              | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                              | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                        |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                        |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                        |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                        |

## 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 81.8% |
| 중립   | 18.2% |
| 매도   | 0.0%  |

2021년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 현대중공업주주 (267250) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |      |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2019.06.03 | 산업분석 | Buy  | 92,000      | 김현  | -27.7   | -21.5  |                |
| 2019.11.19 | 산업분석 | Buy  | 90,000      | 김현  | -38.2   | -20.0  |                |
| 2020.05.26 | 산업분석 | Buy  | 72,000      | 김현  | -33.6   | -18.5  |                |
| 2020.11.13 | 산업분석 | Buy  | 68,000      | 김현  | -14.3   | 14.1   |                |
| 2021.05.31 | 산업분석 | Buy  | 90,000      | 김현  | -       | -      |                |

## 현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식  | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2019.06.03 | 산업분석  | Buy  | 50,000      | 김현  | -33.5   | -13.4  |                |
| 2019.11.19 | 산업분석  | Buy  | 43,000      | 김현  | -46.8   | -26.7  |                |
| 2020.05.26 | 산업분석  | Buy  | 24,000      | 김현  | -0.7    | 25.8   |                |
| 2020.11.02 | 산업브리프 | Buy  | 31,000      | 김현  | -12.1   | -5.8   |                |
| 2020.11.13 | 산업분석  | Buy  | 38,000      | 김현  | 5.3     | 53.2   |                |
| 2021.04.29 | 기업브리프 | Buy  | 70,000      | 김현  | -       | -      |                |

현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

