

2021. 10. 29



▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6454-4861

hyun.kim@meritz.co.kr

Neutral

관심종목

현대중공업(329180)	Buy	110,000원
현대중공업지주(267250)	Buy	80,000원
현대미포조선(010620)	Hold	85,000원
한국조선해양(009540)	Hold	125,000원

현대중공업그룹

새로운 것은 없었다

- ✓ 3Q21 조선계열사의 표면상 어닝서프라이즈 - 환율상승에 따른 총당금 환입과 강재 투입가격 하락에 따른 공사손실총당금 환입, 일회성 제외 시 손익분기점(BEP) 수준
- ✓ 4Q 환율 안정과 강재가격을 감안하면 조선계열사 영업이익은 BEP 수준으로 예상
- ✓ 오일뱅크의 HPC 12월 가동, MTBE공장 신설 등 정유/화학부문은 실적 안정화 기대
- ✓ 옥상옥(屋上屋) 구조의 우려를 해소하려면, 신성장사업의 구체적 가시화 과정이 필요

3Q21 조선계열사의 영업이익은 시장 예상치 대폭 상회, 일회성 환입 효과

현대중공업은 연결 영업이익 747억원(+1,394.0% YoY), 현대미포조선 연결 영업이익은 343억원(+19.1% YoY), 조선 중간지주회사인 한국조선해양의 연결 영업이익은 1,417억원(+248.2% YoY)을 기록하며 손익분기점(BEP) 수준을 예상했던 컨센서스를 크게 상회했다. 이는, 현대중공업과 현대미포조선 및 현대삼호중공업 합산으로 환율상승(원화약세)에 따른 공사손실총당금 환입액이 1,848억원, 강재가격 하락에 따른 총당금 환입액이 600억원 반영되었기 때문으로 추정된다. 연불채권 대손충당금 설정 469억원과 임단협 추가비용 선반영분 약 500억원이 비용으로 추가 반영되었기에 일회성 수익과 비용을 제거하면 BEP 수준의 영업실적으로 판단한다.

2Q21 Big Bath에서는 탈피했지만, 수익성의 구조적 개선은 1년 소요될 것

조선계열사들은 2분기에 강재가격 인상 예정분(조선부문 합산 9,162억원)을 잔여 수주잔고에 일괄 반영하는 Big Bath를 단행했다. 신규 공사손실총당금을 설정했던 기준 대비 3분기 환율이 우호적이었고, 예상 강재가격보다 투입가격이 다소 낮았기에 총당금이 환입되었다고 본다. 다만, 4분기 환율은 안정화되고 있고, 컨퍼런스 콜에서 사측도 강재가격 보합을 전망하고 있기에 추가 일회성 수익을 단기에 기대하기 어렵다. 2021년 선박 발주시황이 2020년 충격에서 확연히 벗어나면서 선가 인상은 지속 중이다. 가격 인상효과(P)와 수주 증가에 따른 매출 성장(Q)이 동반되면서 구조적인 수익성 개선을 기대하려면 1년여의 기다림이 필요하다고 본다.

옥상옥(屋上屋) 구조에 대한 고민, 신성장사업의 확실한 역할 분담이 필요

그룹 지배구조의 정점에 있는 현대중공업지주는 8월부터 현대두산인프라코어를 연결대상 회사에 편입했고, 주력인 정유/석유화학 사업 투자의 결과물이 4분기 이후부터 실적에 본격 반영된다. 명실상부한 종합 중공업그룹의 포트폴리오 구축이 마무리되고 있는 과정이지만, 건설기계 중간지주사인 현대제뉴인(신설)과 조선 중간지주사인 한국조선해양의 명확한 역할이 부각될 필요가 있다. 현대삼호중공업이 향후 IPO를 진행한다면, 조선부문 상장 계열사는 4개 회사로 늘어나기 때문이다.

Industry Brief
2021. 10. 29

▲ 조선/기계

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

Buy (유지)

적정주가 (12개월) 110,000 원
현재주가 (10.28) 112,000 원
상승여력 -1.8%

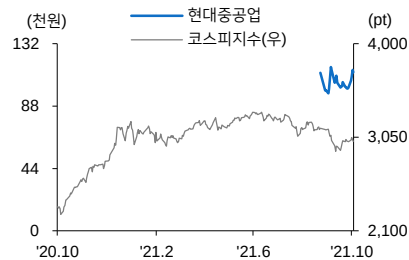
KOSPI	3,009.55pt
시가총액	99,426억원
발행주식수	8,877만주
유동주식비율	16.34%
외국인비중	1.43%
52주 최고/최저가	115,500원/97,000원
평균거래대금	1,567.8억원

주요주주(%)

한국조선해양	79.72
--------	-------

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.0	0.0	0.0
상대주가	15.3	0.0	0.0

주가그래프



현대중공업 329180

반가운 건 엔진부문의 수익성 회복

- ✓ 3Q21 매출액 1조 9,005억원(-1.3% YoY), 영업이익 747억원(+1,394.0% YoY)
- ✓ 강재가격 하락에 따른 총당금 환입 280억원, 환율효과 995억원 반영한 기준
- ✓ 대손충당금 250억원 신규설정을 감안해도 조선부문은 소폭 흑자, 해양/플랜트 적자 지속 - 엔진사업부문은 일회성 수익 제거해도 High-Single 수익성 회복
- ✓ 2023년까지의 주도주 - IPO 이후 재무제표 확인을 통해 적정주가 변경 예정

3Q21 연결 매출액 1조 9,005억원(-2.4% QoQ), 영업이익률 3.9%

3분기 연결 영업이익 747억원은 전분기(-4,227억원) 대비 흑자전환, 전년동기(+50억원) 대비로는 +1,394.0% 증가하였기에 표면적으로는 어닝서프라이즈다. 당사 예상치 -117억원의 영업적자와의 괴리는 기존에 설정했던 공사손실충당금의 환입에 기인한다. 환율 상승에 따른 공사손실충당금 환입액 995억원(엔진 부문 202억원 포함)과 상선부문의 강재 투입가격 하락에 따른 총당금 환입액 280억원이 일회성 수익으로 반영되었고, 연불채권 대손충당금 250억원이 비용으로 반영되었다. 일회성 손익을 제거한다면 조선부문은 BEP를 소폭 상회했고, 잔여 수주잔고를 2021년에 수주하였기에 매출 인식분이 적은 해양/플랜트 부문의 적자(-355억원)는 예상 수준이었다.

‘친환경-연료변화’ Paradigm의 핵심인 엔진부문의 실적 호조는 긍정적

엔진기계부문은 3분기 매출액 3,391억원(-5.6% QoQ), 영업이익 447억원(+226.3% QoQ), 영업이익률 13.2%를 기록했다. 환율 상승 효과(202억원)가 일회성 수익으로 반영되었음을 감안해도 전분기 대비 수익성이 개선(+4%p), Product-mix 개선 효과가 나타난다고 본다. 2021년 2조원 이상의 신규 수주가 확실한 상황에서, 2022년 현대중공업 전사 영업이익 개선을 주도할 전망이다. 경쟁사와 차별화된 강점인 엔진부문 사업가치가 부각된다면, 2021년 조선업종 Valuation Level의 허들인 PBR 1.5배 이상의 주가 재평가도 가능하다. IPO 이후 6주가 경과한 현 시점에서, 사업부문별 가치 평가에 필수적인 재무제표 확인에는 시간이 필요하다. 발주처들의 대체연료 탐색·선택의 필수적 파트너로 부각될 현대중공업의 회복 잠재력은 동종업계 최고임은 자명하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,456.7	129.5	-89.0	-2,164		79,450	0.0	0.0	8.8	-1.6	146.7
2020	8,312.0	32.5	-431.5	-6,096	181.7	75,746	0.0	0.0	9.6	-7.9	157.4
2021E	7,924.4	-317.1	-307.3	-4,025	-34.0	69,452	-27.8	1.6	-129.3	-5.3	143.8
2022E	9,969.6	138.0	19.0	214	-105.3	70,037	524.3	1.6	30.7	0.3	151.7
2023E	11,958.3	338.7	158.8	1,789	737.4	72,208	62.6	1.6	19.6	2.5	157.9

표1 현대중공업 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	2Q21	(% QoQ)	3Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,900.5	1,946.7	-2.4	1,925.4	-1.3	2,123.0	-10.5	1,805.2	5.3
영업이익	74.7	-422.7	흑전	5.0	1394.0	-11.0	흑전	-11.7	흑전
세전이익	54.9	-469.8	흑전	-62.8	흑전	-43.5	흑전	-87.9	흑전
순이익	51.4	-351.5	흑전	-73.8	흑전	-83.0	흑전	-69.4	흑전
지배주주순이익	51.4	-351.5	흑전	-73.8	흑전	-15.0	흑전	-69.4	흑전
영업이익률	3.9	-21.7		0.3		-0.5	4.4	-0.6	4.6
순이익률	2.7	-18.1		-3.8		-3.9	6.6	-3.8	6.6

주: 컨센서스는 2021년 10월 28일 기준

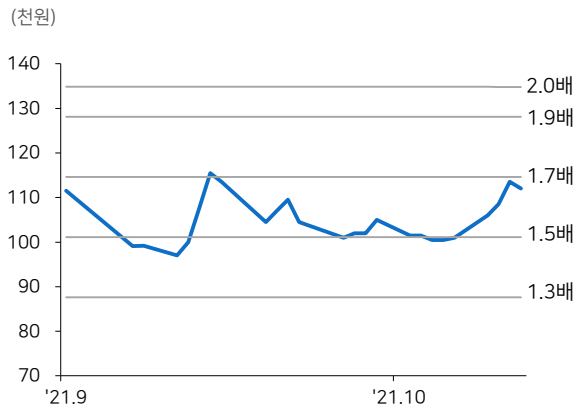
자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대중공업 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	1Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	2,178.6	2,211.8	1,925.4	1,996.3	1,988.2	1,946.7	1,900.5	2,089.0	2,089.7	2,308.6	2,400.9	3,170.4	8,312	7,924	9,970
영업이익	31.2	65.3	5.0	-68.9	28.4	-422.7	74.7	2.5	4.1	15.9	32.2	85.8	33	-317	138
세전계속사업이익	10.0	7.4	-62.8	-494.6	10.0	-469.8	54.9	-16.1	-31.8	-11.3	2.1	64.8	-540	-421	24
당기순이익	6.2	0.1	-73.8	-363.8	6.0	-351.5	51.4	-13.1	-25.5	-9.0	1.7	51.8	-431	-307	19
매출액 증가율 YoY	-	-	-	-	-8.7	-12.0	-1.3	4.6	5.1	18.6	26.3	51.8	-	-4.7	25.8
QoQ	-	1.5	-12.9	3.7	-0.4	-2.1	-2.4	9.9	0.0	10.5	4.0	32.0	-	-	-
영업이익 증가율 YoY	-	-	-	-	-8.9	적전	1,394.0	흑전	-85.4	흑전	-56.9	3,326.3	-	적전	흑전
QoQ	-	109.7	-92.3	적전	흑전	적전	흑전	-96.6	65.3	284.1	102.6	166.4	-	적전	흑전
영업이익률	1.4	3.0	0.3	-3.5	1.4	-21.7	3.9	0.1	0.2	0.7	1.3	2.7	0.4	-4.0	1.4
순이익률	0.3	0.0	-3.8	-18.2	0.3	-18.1	2.7	-0.6	-1.2	-0.4	0.1	1.6	-5.2	-3.9	0.2

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

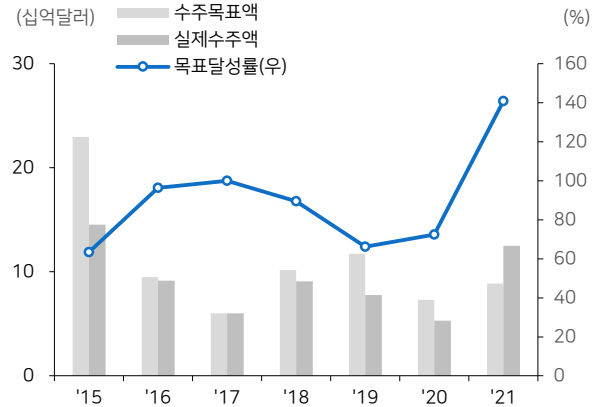
그림1 현대중공업의 12개월 선행 PBR 밴드



주: 2021년 10월 28일 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대중공업의 수주목표 및 달성률 추이



주: 2021년 9월말 기준

자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,456.7	8,312.0	7,924.4	9,969.6	11,958.3
매출액증가율 (%)		52.3	-4.7	25.8	19.9
매출원가	5,040.2	7,837.9	7,820.5	9,302.0	10,984.2
매출총이익	416.4	474.1	103.9	667.7	974.1
판매관리비	287.0	441.6	421.0	529.7	635.4
영업이익	129.5	32.5	-317.1	138.0	338.7
영업이익률	2.4	0.4	-4.0	1.4	2.8
금융손익	31.1	-18.4	-99.2	-95.0	-82.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-264.0	-554.2	-4.6	-19.3	-48.8
세전계속사업이익	-103.5	-540.1	-420.9	23.7	207.6
법인세비용	-14.6	-108.7	-113.6	4.7	48.8
당기순이익	-89.0	-431.5	-307.3	19.0	158.8
지배주주지분 순이익	-89.0	-431.5	-307.3	19.0	158.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,085.2	6,999.4	8,117.7	8,623.8	9,495.5
현금및현금성자산	993.6	1,314.8	2,729.7	2,401.5	2,528.5
매출채권	1,161.8	754.2	761.8	879.7	985.0
재고자산	816.5	779.0	786.8	908.6	1,017.4
비유동자산	6,784.3	6,800.3	6,911.6	7,023.6	7,037.3
유형자산	6,097.5	6,020.3	6,037.3	6,065.9	6,095.3
무형자산	58.2	65.0	65.8	67.0	68.6
투자자산	105.7	79.7	78.8	96.7	114.1
자산총계	13,869.5	13,799.7	15,029.3	15,647.3	16,532.8
유동부채	5,914.3	5,976.9	5,990.9	6,685.6	7,311.1
매입채무	1,040.2	947.1	1,136.5	1,312.5	1,469.6
단기차입금	1,720.5	761.8	611.8	561.8	511.8
유동성장기부채	300.0	1,745.5	1,215.5	1,315.5	1,415.5
비유동부채	2,332.3	2,462.0	2,872.9	2,744.3	2,811.6
사채	371.8	252.2	578.2	320.2	260.2
장기차입금	1,510.2	1,787.2	1,887.2	1,937.2	1,987.2
부채총계	8,246.6	8,438.9	8,863.8	9,429.9	10,122.6
자본금	353.9	353.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	4,639.9	5,629.9	5,629.9	5,629.9
기타포괄이익누계액	735.4	873.5	905.5	938.4	972.3
이익잉여금	-104.9	-505.1	-812.3	-793.4	-634.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,622.9	5,360.8	6,165.5	6,217.4	6,410.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-585.2	-200.0	870.8	301.2	466.6
당기순이익(손실)	-89.0	-431.5	-307.3	19.0	158.8
유형자산상각비	145.2	249.7	228.0	224.0	220.7
무형자산상각비	5.0	2.7	3.1	3.2	3.3
운전자본의 증감	-818.2	-272.0	877.5	-34.5	-24.5
투자활동 현금흐름	178.2	-201.0	-291.1	-479.3	-385.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-159.4	-226.3	-245.0	-252.5	-250.1
투자자산의 감소(증가)	-105.7	26.0	0.9	-17.9	-17.4
재무활동 현금흐름	204.7	730.2	852.2	-133.6	61.8
차입금의 증감	4,119.2	658.4	-227.8	-133.6	61.8
자본의 증가	4,993.8	0.0	1,080.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-205.3	321.2	1,414.9	-328.2	127.0
기초현금	1,198.9	993.6	1,314.8	2,729.7	2,401.5
기말현금	993.6	1,314.8	2,729.7	2,401.5	2,528.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	132,744	117,446	103,797	112,305	134,707
EPS(지배주주)	-2,164	-6,096	-4,025	214	1,789
CFPS	6,347	2,823	-346	5,111	7,251
EBITDAPS	6,803	4,024	-1,127	4,113	6,339
BPS	79,450	75,746	69,452	70,037	72,208
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	-27.8	524.3	62.6
PCR	0.0	0.0	-323.5	21.9	15.4
PSR	0.0	0.0	1.1	1.0	0.8
PBR	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6
EBITDA	279.7	284.8	-86.0	365.1	562.7
EV/EBITDA	8.8	9.6	-129.3	30.7	19.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.6	-7.9	-5.3	0.3	2.5
EBITDA 이익률	5.1	3.4	-1.1	3.7	4.7
부채비율	146.7	157.4	143.8	151.7	157.9
금융비용부담률	1.5	1.9	1.8	1.7	1.4
이자보상배율(x)	1.6	0.2	-2.3	0.8	2.0
매출채권회전율(x)	4.7	8.7	10.5	12.1	12.8
재고자산회전율(x)	6.7	10.4	10.1	11.8	12.4

Industry Brief
2021. 10. 29

▲ 조선/기계

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

Hold(유지)

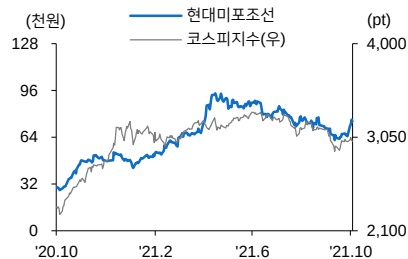
적정주가 (12개월) **85,000 원**
현재주가 (10.28) **74,800 원**
상승여력 **13.6%**

KOSPI	3,009.55pt
시가총액	29,877억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.89%
외국인비중	10.76%
52주 최고/최저가	94,100원/28,000원
평균거래대금	236.4억원

주요주주(%)	
한국조선해양 외 4 인	42.86
국민연금공단	9.18

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	-0.5	152.3
상대주가	10.2	5.2	96.6

주가그래프



현대미포조선 010620

4분기 실력으로 입증해야 한다

- ✓ 3Q21 매출액 6,194억원(-2.0% YoY), 영업이익 343억원(+19.1% YoY)
- ✓ 강재가격 하락에 따른 총당금 환입 120억원, 환율효과 330억원 반영한 기준
- ✓ 자회사 현대베트남조선은 8주 Shut-down으로 매출액 급감(-51.3% QoQ), 영업 이익률 -11.2%(-11.8%p QoQ) 부진 - 불가항력(Force Majeure)으로 추가손실 0
- ✓ 4Q 매출 성장과 수익성 회복 확인이 필요 - 투자의견과 적정주가 유지

3Q21 연결 매출액 6,194억원(-14.3% QoQ), 영업이익률 5.5%

3분기 연결 영업이익 343억원은 전분기(-1,922억원) 대비 흑자전환, 전년동기(+288억원) 대비 +19.1% 증가한 호실적이다. 하계휴가 등 조업일수 감소와 2020년 수주부진으로 본사 매출액 감소(-14.4% QoQ)는 예견된 상황이었다. 자회사 현대베트남조선이 현지 COVID-19 확산으로 인해 7월 16일부터 9월 10일까지 공장을 Shut-down, 매출액이 전년동기 대비 -59.4% 급감했다. 매출 부진에도 영업이익 343억원을 기록한 원인은 450억원 규모의 총당금 환입에 있다. 환율 상승에 따른 총당금 환입 330억원과 강재 투입가격 하락에 따른 총당금 환입액 120억원이 일회성 수익으로 반영되었다.

'수주 ↑-매출 ↑-수익 ↑' 연결고리 확인이 필요, 4Q 실적이 변곡점

3분기 누계 연결 매출액은 2조 267억원으로 연간 가이드스 3조 271억원 대비 67.0%에 불과하다. 반면, 신규 수주는 9월 누계 42.1억달러(+139.3% YoY)를 달성하였기에, 납기가 짧은 건조공정 특성 상 2022년 하반기부터 빠른 매출 성장이 예상된다. 현대베트남조선이 Shut-down 이후 정상 가동하는 4분기 연결 매출액은 8,595억원(+38.8% QoQ)을 예상한다. 매출이 증가하고 원가구조의 변화가 없다면 고정비 완화 효과로 수익성은 개선되어야 하며, 4분기에 이를 입증해야 한다. Feeder 컨테이너선과 LPG선, PC 등 주력 선종의 시황 호조가 선가 상승으로 이어지고 일회성 손익의 영향 없이 수익성 개선을 입증한다면, 적정주가 상향의 잠재력은 충분하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,994.1	92.6	53.3	1,333	-49.3	58,022	34.5	0.8	11.8	2.3	43.6
2020	2,792.0	36.7	-19.5	-488	-120.0	58,248	-98.4	0.8	17.2	-0.8	52.0
2021E	2,886.1	-129.2	-76.5	-1,916	506.0	55,990	-39.0	1.3	-33.3	-3.4	71.0
2022E	3,449.1	128.6	92.7	2,321	-238.6	57,402	32.2	1.3	12.4	4.1	74.0
2023E	3,594.1	180.5	118.4	2,964	27.7	59,437	25.2	1.3	9.4	5.1	71.7

표3 현대미포조선 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	2Q21	(% QoQ)	3Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	619.4	722.6	-14.3	631.8	-2.0	694.2	-10.8	657.8	-5.8
영업이익	34.3	-192.2	흑전	28.8	19.1	23.0	49.1	15.7	118.3
세전이익	49.2	-194.6	흑전	18.4	167.4	17.0	190.3	15.1	226.7
순이익	35.3	-146.9	흑전	16.1	119.3	-	-	11.5	206.4
지배주주순이익	38.3	-146.4	흑전	10.3	271.8	16.5	132.6	11.9	222.8
영업이익률	5.5	-26.6		4.6		3.3	2.2	2.4	3.1
순이익률	5.7	-20.3		2.5		0.0	5.7	1.8	3.9

주: 컨센서스는 2021년 10월 28일 기준

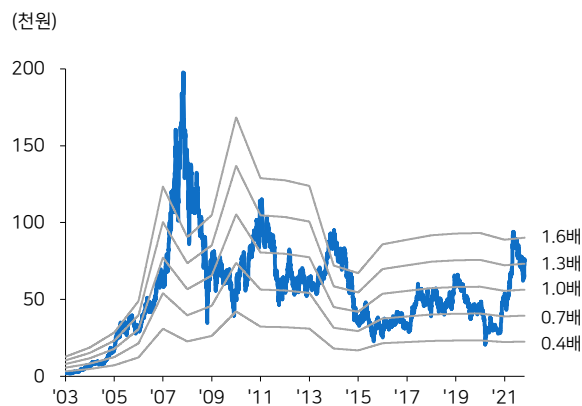
자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대미포조선 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	1Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	777.3	724.2	631.8	658.7	684.7	722.6	619.4	859.5	795.5	890.3	829.1	934.3	2,792	2,886	3,449
영업이익	33.6	12.1	28.8	-37.9	17.6	-192.2	34.3	11.1	15.5	24.2	41.3	47.6	37	-129	129
세전계속사업이익	53.5	3.3	18.5	-95.4	38.8	-194.6	49.2	9.4	17.2	24.5	39.8	53.2	-20	-97	135
당기순이익	41.1	3.3	16.0	-72.6	29.9	-146.9	35.3	7.4	13.2	18.7	30.4	40.7	-12	-74	103
매출액 증가율 YoY	10.3	-12.9	-13.6	-9.3	-11.9	-0.2	-2.0	30.5	16.2	30.6	21.4	8.7	-6.7	3.4	21.2
QoQ	7.0	-6.8	-12.8	4.3	3.9	5.5	-9.2	25.9	-7.4	11.9	-6.9	12.7			
영업이익 증가율 YoY	28.6	-62.0	21.7	적전	-47.8	적전	19.1	흑전	-11.9	흑전	109.8	330.4	-60.4	적전	988.9
QoQ	210.2	-64.0	138.0	적전	흑전	적전	흑전	-43.8	39.8	56.9	70.3	15.3			
영업이익률	4.3	1.7	4.6	-5.8	2.6	-26.6	5.5	1.3	1.9	2.7	5.0	5.1	1.3	-4.5	3.7
순이익률	5.3	0.5	2.5	-11.0	4.4	-20.3	5.7	0.9	1.7	2.1	3.7	4.4	-0.4	-2.6	3.0

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

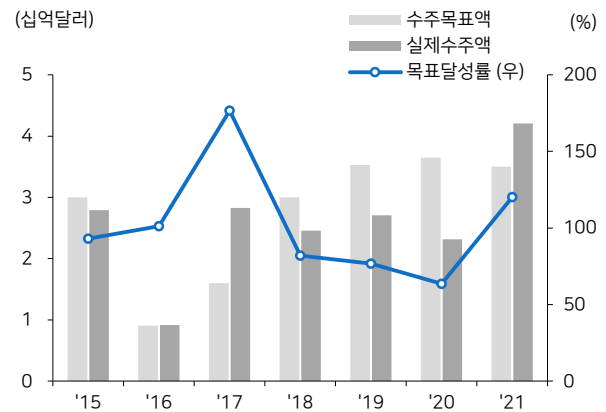
그림3 현대미포조선의 12개월 선행 PBR 밴드



주: 2021년 10월 28일 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대미포조선의 수주목표 및 달성률 추이



주: 2021년 9월말 기준

자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,994.1	2,792.0	2,886.1	3,449.1	3,594.1
매출액증가율 (%)	24.6	-6.7	3.4	19.5	4.2
매출원가	2,803.1	2,660.6	2,921.2	3,202.9	3,290.9
매출총이익	191.0	131.4	-35.1	246.3	303.2
판매관리비	98.3	94.7	94.1	117.7	122.6
영업이익	92.6	36.7	-129.2	128.6	180.5
영업이익률	3.1	1.3	-4.5	3.7	5.0
금융손익	-43.0	2.7	20.2	15.4	16.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	35.9	-59.5	11.8	-9.3	-12.3
세전계속사업이익	85.6	-20.1	-97.1	134.6	184.5
법인세비용	24.4	-7.9	-22.8	31.6	53.0
당기순이익	61.2	-12.3	-74.3	103.0	131.6
지배주주지분 순이익	53.3	-19.5	-76.5	92.7	118.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,744.8	1,879.2	2,170.4	2,334.8	2,417.0
현금및현금성자산	199.8	532.7	801.0	845.0	892.9
매출채권	71.8	120.7	121.9	131.4	134.2
재고자산	166.3	148.6	150.1	161.8	165.2
비유동자산	1,635.8	1,719.8	1,728.5	1,747.9	1,773.2
유형자산	1,528.6	1,613.7	1,635.7	1,665.0	1,699.6
무형자산	2.7	1.9	1.7	1.6	1.4
투자자산	14.8	20.0	21.6	23.8	24.4
자산총계	3,380.6	3,599.0	3,898.9	4,082.7	4,190.2
유동부채	1,001.6	1,191.0	1,574.4	1,689.9	1,702.0
매입채무	214.5	188.4	270.9	297.4	303.6
단기차입금	229.8	224.9	184.9	164.9	144.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	25.1	40.5	45.0	46.5	47.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,026.7	1,231.6	1,619.4	1,736.5	1,749.5
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	232.7	282.8	269.2	256.8	251.6
이익잉여금	1,843.6	1,802.6	1,726.0	1,794.8	1,881.3
비지배주주지분	36.5	40.9	43.2	53.5	66.6
자본총계	2,354.0	2,367.5	2,279.5	2,346.2	2,440.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-72.4	256.0	400.5	199.3	211.9
당기순이익(손실)	61.2	-12.3	-74.3	103.0	131.6
유형자산상각비	52.7	55.9	58.0	56.7	55.7
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-214.6	168.8	401.8	10.9	-4.4
투자활동 현금흐름	76.7	82.6	-105.7	-139.5	-120.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-82.5	-82.2	-80.0	-86.0	-90.3
투자자산의 감소(증가)	6.2	-5.3	-1.6	-2.2	-0.6
재무활동 현금흐름	-85.2	-3.2	-26.3	-15.6	-42.9
차입금의 증감	-39.0	6.2	-26.3	-15.6	-19.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-80.6	332.9	268.3	44.0	48.0
기초현금	280.5	199.8	532.7	801.0	845.0
기말현금	199.8	532.7	801.0	845.0	892.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	74,961	69,901	72,258	86,353	89,983
EPS(지배주주)	1,333	-488	-1,916	2,321	2,964
CFPS	3,592	2,182	-639	5,250	6,443
EBITDAPS	3,648	2,324	-1,777	4,643	5,918
BPS	58,022	58,248	55,990	57,402	59,437
DPS	350	0	0	600	800
배당수익률(%)	0.8	0.0	0.0	0.8	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	34.5	-98.4	-39.0	32.2	25.2
PCR	12.8	22.0	-117.1	14.2	11.6
PSR	0.6	0.7	1.0	0.9	0.8
PBR	0.8	0.8	1.3	1.3	1.3
EBITDA	145.7	92.8	-71.0	185.5	236.4
EV/EBITDA	11.8	17.2	-33.3	12.4	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-0.8	-3.4	4.1	5.1
EBITDA 이익률	4.9	3.3	-2.5	5.4	6.6
부채비율	43.6	52.0	71.0	74.0	71.7
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	9.6	5.2	-19.0	20.5	31.0
매출채권회전율(x)	59.2	29.0	23.8	27.2	27.1
재고자산회전율(x)	18.3	17.7	19.3	22.1	22.0

Industry Brief
2021. 10. 29

▲ 조선/기계

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

한국조선해양 009540

중간지주회사입니다

- ✓ 3Q21 매출액 3조 5,579억원(+2.8% YoY), 영업이익 1,417억원(+248.2% YoY)
- ✓ 강재가격 하락에 따른 총당금 환입 600억원, 환율효과 1,848억원 반영 추정
- ✓ 임단협 추가비용 선반영분과 대손충당금 설정에 따른 비용 감안 시 BEP 수준
- ✓ 그룹 조선부문의 중간지주회사(3Q 한국조선해양 별도 매출액 367억원, 총 매출액의 1.0%) - 투자의견 Hold 유지, 적정주가 125,000원

Hold(유지)

적정주가 (12개월) **125,000 원**
현재주가 (10.28) **102,000 원**
상승여력 **22.5%**

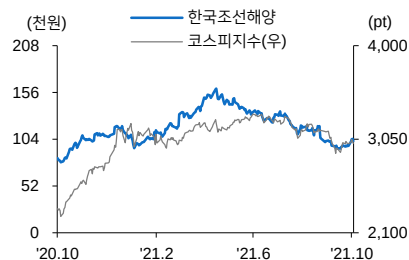
KOSPI	3,009.55pt
시가총액	72,189억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	63.74%
외국인비중	19.01%
52주 최고/최저가	160,500원/78,400원
평균거래대금	405.5억원

주요주주(%)

현대중공업지주 외 12 인	33.96
국민연금공단	6.76
케이씨씨 외 1 인	6.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	-31.5	25.9
상대주가	3.4	-27.6	-1.9

주가그래프



3Q21 매출 3조 5,579억원(+2.8% YoY), OP 1,417억원(+248.2% YoY)

3분기 연결 영업이익 1,417억원은 전분기(-8,973억원) 대비 흑자전환, 전년동기(+407억원) 대비 +248.2% 증가한 호실적이다. 자회사 현대중공업 총당금 환입 1,275억원, 현대삼호중공업 총당금 환입 723억원, 현대미포조선의 총당금 환입 450억원이 일회성 영업수익으로 반영되었다. 영업외손익에는 현대파워시스템 처분이익 886억원이 일회성 수익으로 인식되었다. 환율상승에 따른 공사손실 총당금 환입액이 1,848억원, 강재가격 하락에 따른 총당금 환입액이 600억원 수준으로 추산된다. 대손충당금 신규 설정 469억원과 임단협 비용 선반영분 약 500억원이 반영되었기에 일회성 손익을 제거하면 BEP 수준의 영업실적이라고 본다. 2분기 Big Bath 이후 빠른 총당금 환입이 발생한 점은 이례적이다.

그룹 조선부문 중간지주회사, Valuation 할인은 지주회사 공통 과제

조선시황이 2020년 팬데믹 쇼크에서 벗어난 개선세를 보이고 있으며, 계열사들이 선가 인상 협상을 주도하고 있는 점은 분명 긍정적인 요소다. 타 경쟁업체 대비 계열 3사간의 시너지 창출도 플러스 요인이다. 그룹 전반에 걸쳐 건설기계와 정유/석유화학 등 포트폴리오 재편을 마무리하고 있지만, 조선 중간지주사인 한국조선해양은 사업 자회사 대비 비교 우위를 갖는 부분을 명확히 할 필요가 있다. 3분기 연결 매출액에서 한국조선해양 별도 매출액이 차지하는 비중은 1.0%에 불과, 사업지주회사로 재평가 되기엔 한계가 있다. 자회사 현대삼호중공업이 추후 IPO를 진행한다면 한국조선해양은 지주사로서 NAV 할인이 불가피하다. 투자의견 Hold를 유지하며 적정주가는 12개월 선행 PBR 0.9배를 적용(자회사 대비 40% 할인)하여 125,000원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	15,182.6	290.2	164.1	2,318	-144.5	163,436	54.6	0.8	17.5	1.4	93.8
2020	14,903.7	74.4	-833.8	-11,781	-492.0	154,102	-9.2	0.7	23.0	-7.4	103.2
2021E	14,986.8	-678.0	-448.8	-6,342	-38.9	147,944	-16.1	0.7	-30.6	-4.2	117.2
2022E	17,489.7	340.2	97.5	1,377	-125.5	149,532	74.1	0.7	12.0	0.9	121.5
2023E	19,939.0	631.1	301.4	4,259	189.9	153,029	24.0	0.7	8.7	2.8	122.5

표5 한국조선해양 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	2Q21	(% QoQ)	3Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,557.9	3,797.3	-6.3	3,459.8	2.8	3,710.3	-4.1	3,344.6	6.4
영업이익	141.7	-897.3	흑전	40.7	248.5	28.9	390.3	1.9	7,463.2
세전이익	242.2	-953.8	흑전	-69.5	흑전	-36.4	흑전	-42.1	흑전
순이익	192.6	-722.1	흑전	-77.0	흑전	-18.5	흑전	-32.4	흑전
지배주주순이익	174.5	-3.3	흑전	-85.5	흑전	-0.3	흑전	-22.0	흑전
영업이익률	4.0	-23.6		1.2		0.8	3.2	0.1	3.9
순이익률	5.4	-19.0		-2.2		-0.5	5.9	-1.0	6.4

주: 컨센서스는 2021년 10월 28일 기준

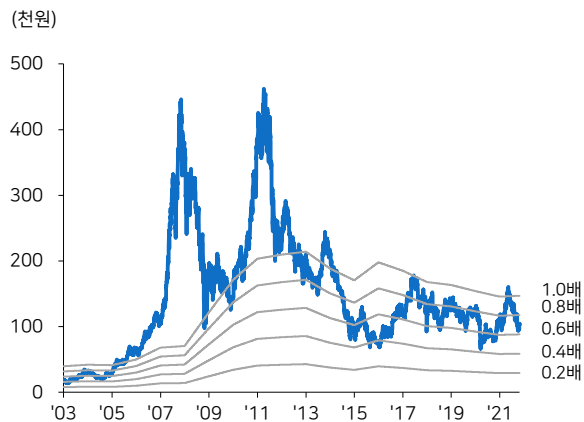
자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표6 한국조선해양 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	1Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	3,944.6	3,925.5	3,459.8	3,573.8	3,681.5	3,797.3	3,557.9	3,950.1	3,996.1	4,378.4	4,216.7	4,898.4	14,904	14,987	17,490
영업이익	121.7	93.0	40.7	-180.9	67.5	-897.3	141.7	10.2	49.8	66.1	92.4	131.8	74	-678	340
세전계속사업이익	219.2	11.5	-69.5	-730.2	83.1	-953.8	242.2	-38.2	15.1	25.5	51.0	78.2	-569	-667	170
당기순이익	164.9	0.4	-77.1	-923.5	63.6	-722.1	192.6	-44.1	11.6	19.5	39.0	59.8	-835	-510	130
매출액 증가율 YoY	20.7	-0.1	-5.0	-17.7	-6.7	-3.3	2.8	10.5	8.5	21.3	26.1	24.0	-1.8	0.6	19.9
QoQ	-9.2	-0.5	-11.9	3.3	3.0	3.1	-6.3	18.1	1.2	9.6	-3.7	16.2			
영업이익 증가율 YoY	332.7	50.2	34.4	적전	-44.5	적전	248.5	흑전	-26.2	흑전	81.5	1,196.7	-74.4	적전	흑전
QoQ	-28.4	-23.6	-56.3	적전	흑전	적전	흑전	-80.0	389.8	32.8	39.7	42.7	-74.4	적전	흑전
영업이익률	3.1	2.4	1.2	-5.1	1.8	-23.6	4.0	0.3	1.2	1.5	2.2	2.7	0.5	-4.5	1.9
순이익률	4.2	0.0	-2.2	-25.8	1.7	-19.0	5.4	-1.1	0.3	0.4	0.9	1.2	-5.6	-3.4	0.7

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

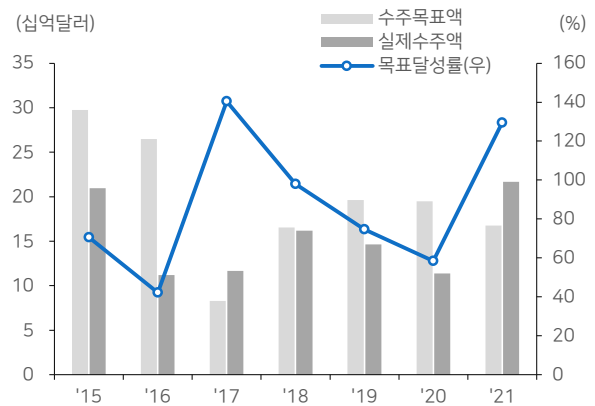
그림5 한국조선해양의 12개월 선행 PBR 밴드



주: 2021년 10월 28일 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국조선해양의 수주목표 및 달성률 추이



주: 2021년 9월말 기준

자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

3Q21 Conference Call Q&A

Q1 2022년 조선 수주 전망?

A1 2022년 컨테이너선 발주는 의문. 컨테이너선 운임 호황 지속 여부가 중요. 현재 컨테이너선사 수익 급증한 상황에서, 친환경 규제 강화에 따른 노후화 선박 교체 자금으로 쓰일 것.

2024-2025년까지 슬롯 확보가 거의 다 참. 제한적 슬롯을 확보하기 위해 경쟁하게 될 것. 실제 2025년 납기 대형 입찰이 2건, 2022년 발주는 여러건 이미 있음. 대폭 인상 시 시장 위축이 있을 수 있어 선가를 단계적으로 인상하고자 함.

Q2 베트남 조선소 8주 섯다운, 지체상금(L/D, Liquidated Damage) 비용발생 가능성?

A2 7월 16일부터 베트남 봉쇄정책으로 9월 10일까지 공장 섯다운. 9월 중순 점진적 운영 재개. 불가항력(Force Majeure) 상황으로 별도의 지출은 발생하지 않음.

Q3 3분기 실적 중 환관련 1800억원, 공손충 환입 600억원 배제하면 실질적 영업이익은 적자 1000억. 일회성 요인 없이 정상적 영업이익이 흑자전환하는 시기는?

A3 일회성비용 제외 시 BEP 수준임. 수주잔고가 2.5년치를 넘어서며 계획 수주, 생산으로 넘어감. 현재 수주한 건은 실적에서 큰 턴어라운드는 쉽지 않음. 2022년까지는 흑자 유지, 2023년부터 큰 폭 실적 개선 전망.

Q4 현대중공업 강재영향, 환율 영향 규모는?

A4 환영향이 강재, 선박에 모두 영향을 미침. 강재가 환입 부분은 600억원, 환 영향 따로따로 할 수 없어서 묶어서 1,848억원으로 발표한 것.

Q5 수주마진이 어느 정도인지?

A5 최근 수주한 선박들은 인상된 강재가를 다 반영해도 충분한 수익 확보 수준.

Q6 현대미포조선의 실적도 2023년 개선인지?

A6 2022년 실적은 2020년말, 연초 매출이 발생할 시기인데 목표는 3분기와 유사한 실적 구조 예상. 확실한 턴어라운드는 2022년 과도기를 지나 2023년.

Q7 후판가격이 어느정도 차이인지? 후판가 전망은?

A7 Flat할 것으로 예상. 현재 변동폭이 커서 예상하기 힘들. 연말 포스코 협상 있을 예정.

Q8 2021년 해양수주가 좋았는데, 어느 정도 매출이 BEP도달인지? 언제 흑자 전환될지?

A8 2022년 1분기 매출부터 설계부분 반영. 2분기부터 전체적 매출 증가 추이. 수익성은 2022년 하반기부터 확실하게 턴어라운드 있을 것.

Q9 현대미포조선 2021 매출 전망?

A9 연초 3조원으로 계획했지만 베트남 공정 지연으로 500억원 정도, 건조 물량 차질로 500억원. 연말 총 1,000억원 정도 차질 예상.

Q10 조선 쪽 생산 능력 확충?

A10 물리적 생산 확충계획 없음.

Q11 RG(선수금 환급보증) 발급에 어려움은 없는지?

A11 애로사항 없음.

Q12 해양 2022년 주요 프로젝트? 수주수준은?

A12 현재 3개 공사 2023년까지 진행될 것. 해양 야드에 적당한 양.

2022년에 2-3개 공사 수주 목표. 2023년 주요 발주 예정인 프로젝트는 카타르 North field, GOM지역, 남미 쪽 4-5개 공사 발주 예정. 그 중 2개 정도 수주 목표로 함.

Q13 탱커 시장 전망?

A13 펀더멘탈 측면 개선 중. 여전히 신조 수요는 개선되지 않음. Conventional VLCC 선가 1.1억 이상이지만 운임이 너무 낮음. 발주를 위해서는 운임이 올라야함.

Q14 현대중공업도 2022년 적자일지?

A14 영업적자는 아니고 매출 소폭 증가. 선가 인상, 헛지부분 있을 것. 2022년 4분기부터 의미있는 숫자 발생, 2023년 턴어라운드 전망.

Q15 최근 LNG추진 대형 PC선 발주, 2,500TEU급 컨선 발주. 최근 기존 발주되지 않던 선종발주 관련 전망?

A15 2021년 발주가 없어서 2022년에는 2021년보다 pc선 발주 증가할 것으로 예상. 운임이 올라야함.

최근 LNG선 수요 급증. 카타르, 모잠비크 프로젝트 제외해도 2~4척의 중소 규모 수요가 상당히 많음. 이번 PC선계약처럼 선박이 반드시 필요한 선주는 높은 가격에도 계약하고, 그 needs를 타깃하는 전략.

Feeder선 수요가 급증하며 미포에 우호적 시장 조성 중. 1,800, 2,500, 2,800TEU 각 부분에서 inquiry가 나오고 있음.

MR탱커 시장도 살아나면 전통적 주력 제품+미포에서 수익성 좋은 제품(Feeder선, LNG병커링선 등)으로 효율성있는 제품 mix가 완성될 것.

Q16 CIE 규제 관련해서 탱커 운임이 오르지 않아도 2022년 발주 있지 않을까?

A16 CII 외에도 많은 규제가 강화되고 있고, 여러 로비가 이뤄지고 있음. COP26 에서 결의가 이뤄지며 반드시 영향이 있을 것.

End User(화주)가 중요한데, 아마존, 이케아 등 다국적 기업이 2030, 2040년부터 zero-emission 선박 사용 선언. 친환경 선박 시대가 시작된 것으로 생각함.

Q17 중국처럼 엔진 shortage는 없는지? 엔진 사업부 분위기는?

A17 2021년 이중연료 선박 발주량을 보면 전체 수주 선박 113척 중 약 65%가 이중 연료선. 일반 상선기준 50%가 이중연료선박으로 수요가 많음. 타 조선소, 중국 조선소 inquiry도 들어오고 있음. 중국 엔진 확보 어려워 납기 지연 가능성이 높다.

동사는 아주 적은 부품조달에 어려움이 있지만 생산에는 차질이 없다.

한국조선해양 (009540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,182.6	14,903.7	14,986.8	17,489.7	19,939.0
매출액증가율 (%)	15.4	-1.8	0.6	16.7	14.0
매출원가	14,191.2	14,159.0	15,065.4	16,432.4	18,470.5
매출총이익	991.4	744.7	-78.5	1,057.3	1,468.5
판매관리비	701.2	670.3	599.5	717.1	837.4
영업이익	290.2	74.4	-678.0	340.2	631.1
영업이익률	1.9	0.5	-4.5	1.9	3.2
금융손익	-302.8	-24.0	-34.0	-110.9	-68.0
중속/관계기업손익	0.1	0.1	88.7	0.1	0.1
기타영업외손익	102.5	-619.5	-43.5	-59.6	-73.9
세전계속사업이익	89.9	-569.0	-666.7	169.9	489.3
법인세비용	-123.1	266.2	-156.7	39.9	112.5
당기순이익	213.1	-835.2	-510.0	129.9	376.8
지배주주지분 순이익	164.1	-833.8	-448.8	97.5	301.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-1,464.1	-90.0	2,206.7	857.4	545.2
당기순이익(손실)	213.1	-835.2	-510.0	129.9	376.8
유형자산상각비	390.3	404.0	383.7	374.4	366.8
무형자산상각비	12.9	5.2	4.3	4.2	4.1
운전자본의 증감	-2,063.2	-337.2	2,264.6	196.9	-346.0
투자활동 현금흐름	-329.6	457.1	-367.0	-674.6	-705.3
유형자산의증가(CAPEX)	-404.7	-378.4	-350.0	-367.5	-385.9
투자자산의감소(증가)	-113.0	28.3	-54.2	-123.1	-120.4
재무활동 현금흐름	973.3	1,226.8	-133.4	-111.2	-293.9
차입금의 증감	1,617.6	1,068.8	-133.4	-111.2	-293.9
자본의 증가	0.0	-82.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-816.6	1,478.3	1,719.0	84.4	-441.2
기초현금	3,041.8	2,225.1	3,703.4	5,422.5	5,506.9
기말현금	2,225.1	3,703.4	5,422.5	5,506.9	5,065.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,546.0	13,001.4	13,604.7	14,372.4	15,126.9
현금및현금성자산	2,225.1	3,703.4	5,422.5	5,506.9	5,065.7
매출채권	1,192.7	838.8	738.1	799.8	911.8
재고자산	1,318.3	1,253.0	1,102.6	1,194.7	1,362.0
비유동자산	12,509.4	12,242.8	12,295.1	12,357.3	12,445.3
유형자산	9,946.7	9,970.5	9,936.8	9,930.0	9,949.1
무형자산	115.4	117.3	115.0	112.7	110.3
투자자산	731.8	703.7	842.4	961.6	1,078.3
자산총계	25,055.4	25,244.2	25,899.8	26,729.6	27,572.2
유동부채	8,941.9	9,511.5	9,795.9	10,482.0	11,119.4
매입채무	1,460.0	1,461.3	1,469.5	1,714.9	1,955.1
단기차입금	2,506.9	1,635.1	1,135.1	1,035.1	935.1
유동성장기부채	304.4	2,111.1	1,596.1	1,576.1	1,556.1
비유동부채	3,187.1	3,311.4	4,179.7	4,178.6	4,060.9
사채	596.4	521.8	958.8	858.8	758.8
장기차입금	1,653.7	1,862.3	2,262.3	2,362.3	2,262.3
부채총계	12,129.1	12,823.0	13,975.6	14,660.6	15,180.3
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,483.4	2,400.5	2,400.5	2,400.5	2,400.5
기타포괄이익누계액	1,027.4	1,211.2	1,224.1	1,239.1	1,255.9
이익잉여금	16,180.6	15,419.1	14,970.2	15,067.7	15,298.4
비지배주주지분	1,359.4	1,514.9	1,453.7	1,486.2	1,561.6
자본총계	12,926.3	12,421.2	11,924.2	12,069.1	12,391.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	214,524	210,584	211,759	247,123	281,731
EPS(지배주주)	2,318	-11,781	-6,342	1,377	4,259
CFPS	9,221	5,368	-1,820	10,890	15,121
EBITDAPS	9,797	6,832	-4,099	10,155	14,156
BPS	163,436	154,102	147,944	149,532	153,029
DPS	0	0	0	0	1,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	54.6	-9.2	-16.1	74.1	24.0
PCR	13.7	20.2	-56.1	9.4	6.7
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDA	693.4	483.5	-290.1	718.7	1,001.9
EV/EBITDA	17.5	23.0	-30.6	12.0	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-7.4	-4.2	0.9	2.8
EBITDA 이익률	4.6	3.2	-1.9	4.1	5.0
부채비율	93.8	103.2	117.2	121.5	122.5
금융비용부담률	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	1.8	0.4	-4.1	2.1	4.0
매출채권회전율(x)	13.0	14.7	19.0	22.7	23.3
재고자산회전율(x)	13.0	11.6	12.7	15.2	15.6

Industry Brief
2021. 10. 29

▲ 조선/기계

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

Buy(유지)

적정주가 (12개월) 80,000 원
현재주가 (10.28) 63,200 원
상승여력 26.6%

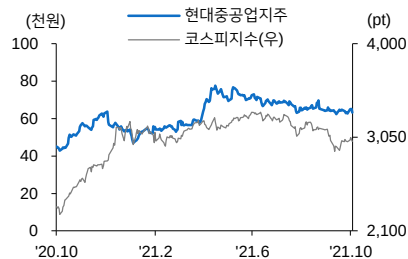
KOSPI	3,009.55pt
시가총액	49,924억원
발행주식수	7,899만주
유동주식비율	55.09%
외국인비중	17.35%
52주 최고/최저가	77,600원/42,900원
평균거래대금	126.4억원

주요주주(%)

정몽준 외 12 인	34.37
국민연금공단	9.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	-6.9	41.7
상대주가	-1.3	-1.6	10.4

주가그래프



현대중공업지주 267250

주가는 더디지만, 액션은 빠르다

- ✓ 3Q21 매출액 7조 2,775억원(+59.0% YoY), 영업이익 3,018억원(+198.5% YoY)
- ✓ 현대두산인프라코어 인수 완료에 따른 신규 연결편입, 한국조선해양 지분법 흑자전환, 유가 상승에 따른 현대오일뱅크 매출 증가로 양호한 실적 달성
- ✓ 4Q21 매출액 7조 6,538억원(+66.0% YoY), 영업이익 3,517억원(흑자전환) 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지 - 1) 배당수익률 6%, 2) 오일뱅크 IPO, 3) 포트폴리오 재편

3Q21 매출 7조 2,775억원(+15.0% QoQ), OP 3,018억원(+63.5% QoQ)

현대두산인프라코어(舊두산인프라코어) 인수 완료에 따른 신규 연결 편입(8~9월 실적 반영)으로 매출액 6,327억원과 영업이익 255억원이 추가되며, 연결 매출액 7조 2,775억원(+59.0% YoY), 영업이익 3,018억원(+198.5% YoY)의 실적을 달성했다. 연간 영업이익 1조원을 3분기만에 상회, 종합 중공업/에너지그룹의 포트폴리오 효과가 본격화되고 있다. 지분법대상인 한국조선해양이 총당금 환입으로 흑자전환하였고, 현대건설기계와 현대일렉트릭도 흑자기조를 유지했다. 성장 잠재력이 있는 현대글로벌서비스와 현대로보틱스의 수익성 저하는 다소 아쉽지만, 정유/석유화학(현대오일뱅크)부문의 매출 성장(+55.7% YoY)과 흑자기조 유지로 상쇄할 수 있다.

2022년 오일뱅크 IPO + 배당 매력 ↑ + 그룹 포트폴리오 재편 마무리

3분기 연결 매출액 중 70.4%의 비중을 차지하는 현대오일뱅크는 2022년 상장(IPO)을 예상한다. 보유 지분(74.13%) 중 일부 구주매출이 진행된다면, 현금 유입에 따른 배당 여력 증대와 NAV 할인을 축소할 수 있다. 현대오일뱅크 종질유 석유화학분해시설(HPC)는 기계적 준공을 완료하여 12월부터 상업가동이 예정되어 있다. 건설기계와 조선부문 이익기여도는 4분기에 감소하겠지만, 전력기기부문의 실적 회복과 정유부문의 실적 호조로 매출액 7조 6,538억원(+66.0% YoY), 영업이익 3,517억원(흑자전환)을 기대한다. DPS를 전년과 동일한 연간 3,700원으로 가정 시 현재 주가 기준 배당수익률은 6%에 육박한다. 지주회사 할인을 감안해도 현대오일뱅크 기업가치만을 현실적으로 반영하면, Valuation 매력은 충분히 부각될 수 있다. 투자의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	27,337.1	1,372.4	134.9	1,708	-169.1	87,076	37.0	0.7	9.7	1.9	198.8
2022E	31,494.5	1,581.7	487.3	6,169	50.5	89,520	10.2	0.7	9.2	7.0	199.8
2023E	33,398.3	1,724.9	559.9	7,088	14.9	92,863	8.9	0.7	9.0	7.8	193.5

표7 현대중공업지주 3Q21 Review

(십억원)	3Q21	2Q21	(% QoQ)	3Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	7,277.5	6,330.3	15.0	4,577.9	59.0	5,680.0	28.1	6,222.1	17.0
영업이익	301.8	184.6	63.5	101.1	198.5	363.0	-16.9	186.0	62.3
세전이익	109.8	140.6	-21.9	69.0	59.1	310.0	-64.6	109.9	-0.1
순이익	44.5	21.8	104.1	34.6	28.6	-	-	93.4	-52.4
지배주주순이익	-7.0	-126.5	적지	2.5	적전	243.0	적전	23.4	적전
영업이익률	4.1	2.9		2.2		6.4	-2.2	3.0	1.2
순이익률	0.6	0.3		0.8		0.0	0.6	1.5	-0.9

주: 컨센서스는 2021년 10월 28일 기준

자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표8 현대중공업지주 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	1Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	5,716.3	4,005.8	4,577.9	4,611.0	6,075.5	6,330.3	7,277.5	7,379.0	7,442.5	7,818.2	7,409.4	7,552.1	14,904	27,062	30,222
영업이익	-487.2	104.3	101.1	-315.3	534.3	184.6	301.8	372.8	404.6	476.9	347.4	418.4	74	1,394	1,647
세전계속사업이익	-603.7	-18.2	69.0	-500.3	387.6	140.6	109.8	280.6	260.3	371.9	276.7	335.6	-569	919	1,245
당기순이익	-360.4	-13.0	34.6	-451.1	294.4	21.8	44.5	206.8	195.2	278.9	207.5	251.7	-835	567	933
매출액 증가율 YoY	-11.9	-41.3	-29.9	-32.0	6.3	58.0	59.0	60.0	22.5	23.5	1.8	2.3	-1.8	43.1	11.7
QoQ	-15.8	-29.9	14.3	0.7	31.8	4.2	15.0	1.4	0.9	5.0	-5.2	1.9			
영업이익 증가율 YoY	적전	-48.4	-54.0	적전	흑전	76.9	198.5	흑전	-24.3	158.4	15.1	12.2	-74.4	흑전	18.2
QoQ	적전	흑전	-3.1	적전	흑전	-65.4	63.5	23.5	8.5	17.9	-27.2	20.5	-74.4	흑전	18.2
영업이익률	-8.5	2.6	2.2	-6.8	8.8	2.9	4.1	5.1	5.4	6.1	4.7	5.5	0.5	5.1	5.5
순이익률	-6.3	-0.3	0.8	-9.8	4.8	0.3	0.6	2.8	2.6	3.6	2.8	3.3	-5.6	2.1	3.1

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

3Q21 Conference Call Q&A

Q1 HPC 가동현황은?

A1 2021 년 12 월 가동예정. 현재 시운전 중

Q2 바이오디젤 공정? 부산물은 항공유에 사용될 수 있는지?

A2 현재 고온고압의 초임계공정 계획 중. 다른 중소기업과 달리 넓은 폭, 저가의 원료를 사용해 바이오디젤을 생성할 수 있음. 자체 기술은 아니고 해외 라이선스를 통한 생산.

바이오항공유는 2025 년 HVO 공정이 있음. 그때 생산물이 바이오납사, 바이오항공유, 바이오디젤 등 연료 생산.

Q3 캐나다 중질유 도입 현황? 투입비중 늘어날 수 있는지?

A3 트랜스마운틴 송유관 공사는 기존 2022 년말 완공 계획이었지만 2023 년초로 약간 지연됨. 완공되면 초중질유 공급이 늘어나며 가격이 하향하는 효과가 있을 것. 투입 비중이 증가한다기보다 가격이 낮아질 것.

Q4 재고평가손실, lagging 효과 규모?

A4 현대오일뱅크, 현대케미칼 합산 450억 정도로 평가.

Q5 현대오일뱅크 IPO 진행상황?

A5 2022년 중 상장 목표.

현대중공업지주 (267250)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	26,630.3	18,911.0	27,337.1	31,494.5	33,398.3
매출액증가율 (%)	-2.3	-29.0	44.6	15.2	6.0
매출원가	24,800.6	18,341.3	24,351.8	28,023.2	29,669.4
매출총이익	1,829.7	569.7	2,985.3	3,471.3	3,728.8
판매관리비	1,163.1	1,166.8	1,612.9	1,889.7	2,003.9
영업이익	666.6	-597.1	1,372.4	1,581.7	1,724.9
영업이익률	2.5	-3.2	5.0	5.0	5.2
금융손익	-271.3	-217.7	-323.0	-363.1	-356.8
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	899.4	1,082.8	1,244.2
법인세비용	87.5	-263.4	359.8	270.7	311.0
당기순이익	115.4	-789.7	539.7	812.1	933.1
지배주주지분 순이익	173.2	-609.2	134.9	487.3	559.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,205.6	887.1	101.9	1,781.6	1,911.8
당기순이익(손실)	115.4	-789.7	539.7	812.1	933.1
유형자산상각비	606.8	696.7	806.6	828.0	831.9
무형자산상각비	73.1	81.7	30.4	33.2	35.8
운전자본의 증감	229.9	1,059.7	-1,335.9	63.8	81.4
투자활동 현금흐름	-1,639.8	-1,818.4	-3,683.6	-2,276.7	-1,930.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,245.5	-2,210.8	-2,700.0	-1,620.0	-1,465.5
투자자산의감소(증가)	16.0	369.6	-682.9	-485.4	-312.1
재무활동 현금흐름	1,363.9	950.2	4,323.6	80.7	-176.6
차입금의 증감	785.9	2,282.6	4,585.1	342.2	106.1
자본의 증가	388.8	20.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	928.7	10.0	731.2	-424.7	-204.7
기초현금	1,099.8	2,028.5	2,038.5	2,769.7	2,345.0
기말현금	2,028.5	2,038.5	2,769.7	2,345.0	2,140.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,935.2	8,049.1	12,849.8	13,187.5	13,309.0
현금및현금성자산	2,028.5	2,038.5	2,769.7	2,345.0	2,140.3
매출채권	2,139.7	1,693.6	3,051.9	3,284.0	3,383.2
재고자산	3,876.8	3,021.9	4,960.8	5,338.0	5,499.4
비유동자산	15,780.3	18,509.8	21,117.3	22,435.3	23,442.7
유형자산	8,408.9	10,679.6	12,573.0	13,365.0	13,998.7
무형자산	2,151.9	2,008.7	2,077.0	2,144.5	2,211.4
투자자산	4,171.5	3,802.1	4,470.6	4,941.1	5,236.7
자산총계	25,715.5	26,559.0	33,967.1	35,622.9	36,751.7
유동부채	8,022.3	6,336.4	11,086.5	11,896.7	12,361.7
매입채무	2,069.8	1,614.5	2,621.6	2,820.9	2,906.2
단기차입금	2,302.0	1,051.8	1,551.8	1,451.8	1,401.8
유동성장기부채	1,113.4	1,196.4	2,896.4	2,996.4	3,146.4
비유동부채	5,808.6	9,124.7	11,514.5	11,842.1	11,868.7
사채	2,928.3	3,809.1	4,209.1	4,409.1	4,259.1
장기차입금	1,724.6	3,474.6	5,174.6	5,274.6	5,424.6
부채총계	13,830.8	15,461.1	22,601.0	23,738.9	24,230.4
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	2,086.4	2,291.0	2,568.2
비지배주주지분	3,892.7	4,082.9	4,487.7	4,812.5	5,185.8
자본총계	11,884.7	11,097.9	11,366.1	11,884.0	12,521.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	327,021	236,882	346,069	398,699	422,800
EPS(지배주주)	2,127	-7,631	1,708	6,169	7,088
CFPS	15,458	4,448	26,281	29,403	31,453
EBITDAPS	16,535	2,271	27,971	30,924	32,821
BPS	98,142	88,804	87,076	89,520	92,863
DPS	3,700	3,700	3,700	4,000	4,000
배당수익률(%)	5.5	6.5	5.9	6.3	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	-7.4	37.0	10.2	8.9
PCR	4.4	12.7	2.4	2.1	2.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	1,346.5	181.3	2,209.5	2,442.8	2,592.6
EV/EBITDA	11.2	93.3	9.7	9.2	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	-8.1	1.9	7.0	7.8
EBITDA 이익률	5.1	1.0	8.1	7.8	7.8
부채비율	116.4	139.3	198.8	199.8	193.5
금융비용부담률	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	2.3	-2.5	4.3	4.2	4.5
매출채권회전율(x)	12.1	9.9	11.5	9.9	10.0
재고자산회전율(x)	6.5	5.5	6.8	6.1	6.2

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 직전 1개월간 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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

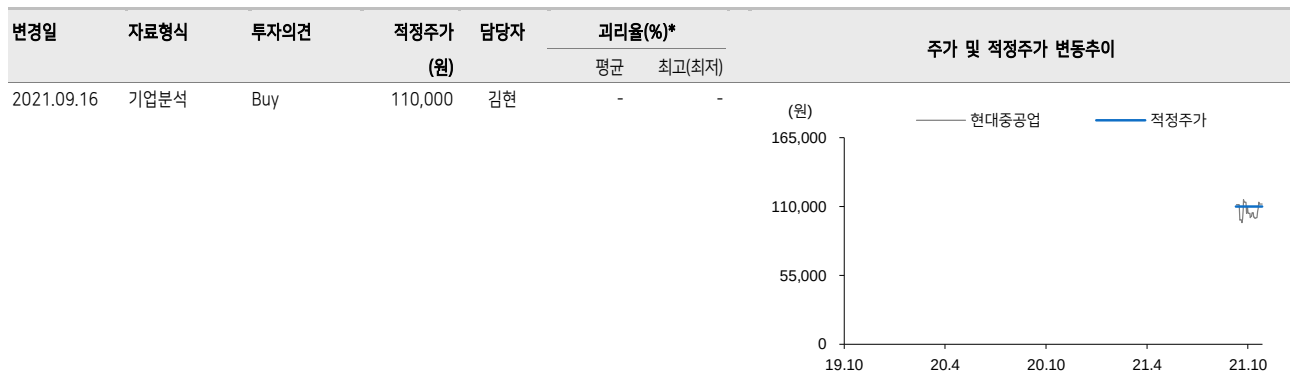
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

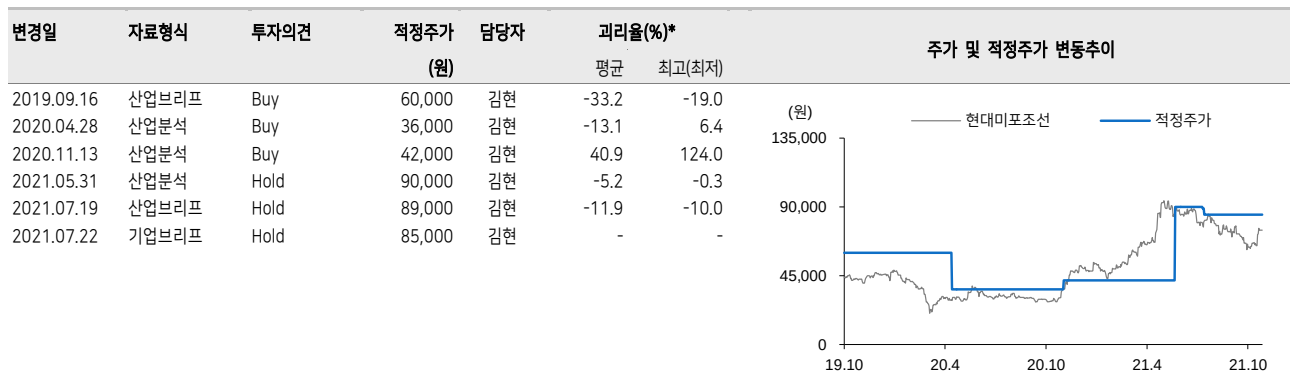
현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

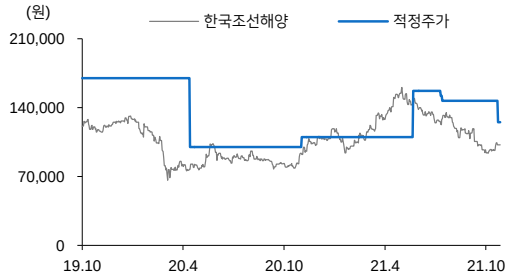
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.09.16	산업브리프	Buy	170,000	김현	-34.4	-22.6	
2020.04.28	산업분석	Buy	100,000	김현	-13.1	3.5	
2020.11.13	산업분석	Buy	110,000	김현	8.5	45.9	
2021.05.31	산업분석	Hold	157,000	김현	-13.9	-4.8	
2021.07.19	산업브리프	Hold	152,000	김현	-18.1	-15.8	
2021.07.22	기업브리프	Hold	147,000	김현	-23.5	-8.2	
2021.10.29	산업브리프	Hold	125,000	김현	-	-	



현대중공업지주 (267250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (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	-24.6	-14.8	
2021.10.29	산업브리프	Buy	80,000	김현	-	-	

