

2020년 3월30일

[조선/조선기자재]

Covid-19로 Again 2019

- 산업 Valuation 하향

[조선/기계] 최광식

2122-9197

gs.choie@hi-ib.com

하이투자증권 

- 글로벌 경제활동이 언제까지 움츠려 있을지, 아무도 함부로 예단할 수 없습니다.
- 클락슨은 8월까지 신조시장 공백을 가정하며, 연초의 발주전망을 반 토막냅니다. 그래서 그들의 Base Case는 작년보다 수주가 -25% 감소하는 숫자입니다.
- 당사도 여름 전까지 발주 경색[1분기~4분기 10:10:30:50]을 가정하며, 한국 조선업의 30% 수주 성장 전망을 FLAT으로 낮춥니다. 1Q20 리뷰 때, Covid-19 확산 상황에 따라 또 낮추어야 할지도 모르겠습니다만, 현재로서는 이정도 입니다.
- 그러나 조선사들의 2021년~2022년 매출은 -5% 안팎 밖에 안줍니다. 2021년 수주 전망 강세를 유지했고, 매출은 더 뒤쪽으로 뿌려지고, 또한 환율 가정치가 50원/달러 올랐기 때문입니다.
- 주가에는 당장 실적이 문제가 아니지요. 당사는 2018년부터 조선업 종을 “비중확대”로 올리고, 여름부터는 타겟 PBR을 1.0배로 제시해왔습니다. 그러나 올해의 업황은 이 사태가 잘 해결되어도 미중무역 분쟁의 자리를 Covid-19가 대체한 “Again 2019”입니다.
- 조선업종 타겟 PBR을 0.8배로, 관련 기자재 종목들의 Valuation도 10%~30% 하향 합니다.
- 당분간 주가는 시장 흐름을 따라 갈 것입니다. 그러나 신조 시장 불황은 현재의 잔고/선대 비율 10%를 2020년말 8.5%로 더 낮아지고, 2021년은 또다시 해운시장 공급의 가벼움을 더 크게 떠들 때가 올 것입니다.
- 그 동안 회사들이 상반기 불황을 지날 체력인지 살펴봐야겠습니다.

Table of Content

Covid-19와 지난 한 달의 이야기 / #3

VALUATION: Again 2019 / #7

기업분석들 / #14

Again 2019

Covid-19와 지난 한 달의 이야기/ #3

VALUATION: Again 2019 / #7

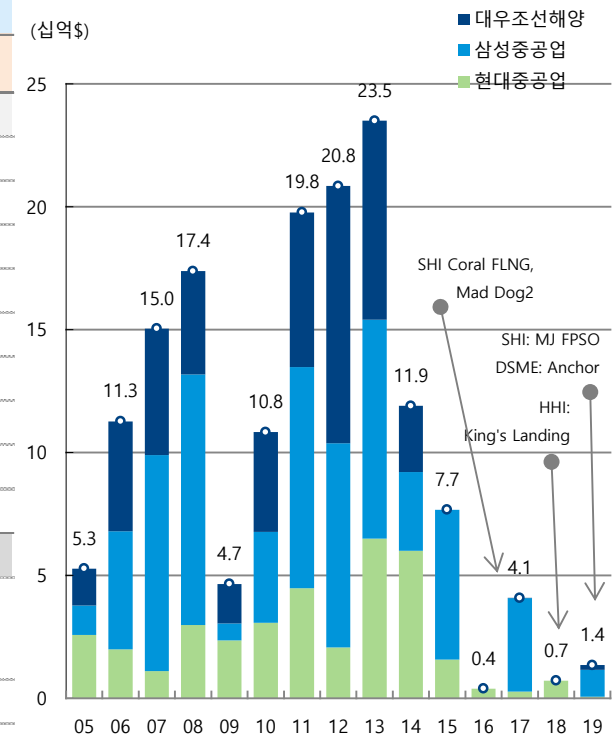
기업분석들/ #14

Covid-19 한달 사이의 이야기들: 조선보다 더 크게 타격 받는 Offshore들

- 3월 초 Clarkson Platou가 경고한데로, 저유가로 인해 NOC, IOC들은 CAPEX 감축 계획을 발표하고 있고
- 이에 따라, 한국조선사를 포함한 EPC사들이 노리던 다수 해양 사업들이 지연 및 중단(무기한 연기), 그리고 재검토로 상태가 변화 중
- 2019년초 삼성중공업의 MJ FPSO(와 연말 대우조선해양이 Anchor) 이후, 이어지고 있는 해양 플랜트 수주 공백이 더 길어질 전망

그림1. Upstream에서 IOC와 NOC들의 CAPEX 감축 → 입찰 진행 사업들 대다수 연기/중단/재검토로 전환 중

시점	주제	내용
Upstream		
Offshore PJT 지연/중단		
3월2주	Clarkson Platou	해양PJT 사업 승인 지연/취소 우려
3월4주	Bay du Nord Equinor	4월 FPSO EPC 선정 → 입찰 중단
3월5주	Abadi Inpex	가스 FEED 입찰 준비 → 사업 진행 재검토
3월5주	Ichthys(ph2) Inpex	가스 사업 진행 재검토
3월5주	North Platte Total	가스 North Platte FPU 입찰 중지
3월5주	Scarborough Woodside	FEED 선정 예정 → FID 2021년으로 연기
3월5주	Pluto2 Woodside	가스 FID 2021년으로 연기
3월5주	Browse Woodside	가스 EPC 숏리스트5사 선정중 → FID 무기한 연기
3월5주	사우디 Aramco	가스 Jafurah 상업입찰 3월→5월로 연기: 2024년 가동
IOC와 NOC		
3월5주	브라질 Petrobras	-29% 감축한 85억\$로 조정 CAPEX 삭감 및 생산 감축
3월5주	호주 Woodside	CAPEX 삭감
3월5주	Total	-50% 감축한 24억\$로 조정: 투자비 17~19억\$ 감축 -30억\$ CAPEX 감축



자료: 리서치본부

Covid-19 한달 사이의 이야기들: 신조발주 시점 미뤄질 것이며, 다시 관망으로 접어들 수도 있음

- 중국 조선사들의 생산차질은 3월 들어 작업자들이 복구하며 정상화되고 있겠지만, 중국 조선사들 다수가 선언한 불가항력이 선주들에게 인정 받을지는 불투명: 법적 분쟁
- 건설 중인 LNG 터미널 및 해양 공사들의 완공 시점이 늦어지면, LNG선 필요 시점이 뒤로 미뤄짐: 투기발주 선주들의 곤란
- 가장 중요한 신조 계약 공백이 Covid-19의 유럽 종식 이후까지 이어지는 것은 당연한 문제: 유럽 선주들의 자가 격리 때문만이 아니라, 본 계약을 위해서는 오프라인 미팅과 세레모니 등이 필요함
- 문제는 Covid-19 종식 이후에도, 2019년의 “미중 무역분쟁” 때와 마찬가지로, 경기침체 정도를 확인하며 신조 투자를 “관망”할 가능성이 있다는 것이 큰 문제

그림2. 중국 조선사들의 생산차질 소식은 우리에게 악재는 아님: 더 중요한 것은 수주 협의에 어려움이 있다는 것...

시점	주제	내용
조선		
조선사 생산 차질		
2월4주	중국 조선사들 다수	불가항력(Force Majeure) 급증
3월1주	중국 조선업 가동률	60~70%
3월1주	중국 양지장 조선	가동률 30% → 3월말까지 인력 복귀
3월2주	삼성중공업	불가항력 선언: 중국 Ningbo 블럭공장 생산차질
3월3주	Sembcorp	6개월~12개월 지연 불가피
Upstream Site 공정 지연		
3월3주	Martin Lindge	사이트 비움 : 유럽 여행 1명 확진, 프로젝트 776명 인력 모두 육지로
3월4주	Shell의 LNG Canada	인력 절반으로 가동: 피크타임 4,500명 예정 3월15일 전 직원 검진, 비핵심 인력 퇴거
신조 계약 차질		
3월2주	신조 계약의 어려움	대다수 화상미팅 진행하지만 오프라인 기술 미팅 필요

2020년 조선사들의 수주목표 조정 불가피

- 한국 조선5사는 올해 315억\$로, 2019년의 265억\$보다 19% 성장하는 수주 목표를 제시했지만,
- 아직 Covid-19 확산의 영향을 받기 전이던 2월까지 수주도, 목표의 3~4%에 불과하고, 전년동기간대비로도 -60% 정도로 부진하게 출발했음
- Covid-19로 유럽과 미주의 경제활동이 중단되고, 선주들의 동북아 방문이 당분간 불가능해서, 당사는 최소 여름까지 신조 발주 공백이 이어질 것으로 판단: 옵션행사 정도는 가능

그림3. 지난 3년 한국조선 목표대비 달성 미달: 잔고 FLAT

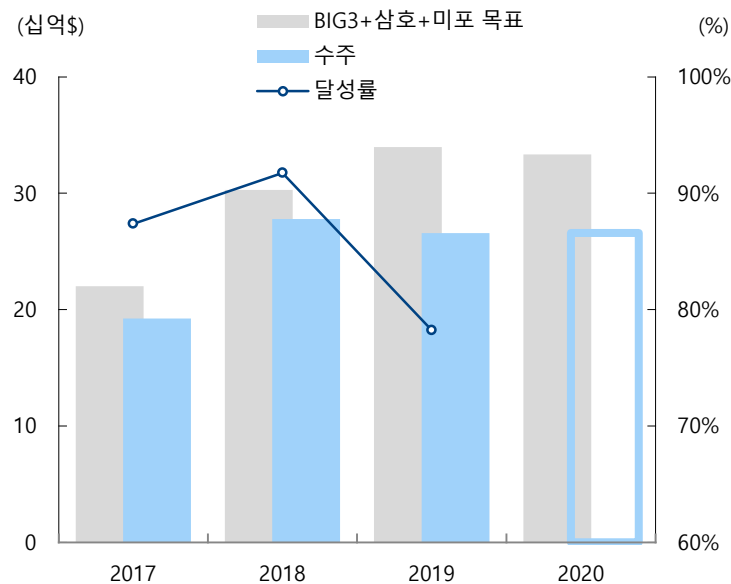


그림4. 한국 조선업의 2월까지 수주 YoY -60%로 부진하게 시작 중이었음

조선사	선종	2019				2020 ~2월				달성 YoY
		목표	척수	백만\$	달성률	목표	척수	백만\$	달성	
현대중공업	해양	1,905	1	58	3%	1,833	0	0		-
	LNG		13				0			
	LPG		8				2			
	컨선		11				0			
	탱커		10				0			
	기타		1				0			
HHI 합	HHI합	8,020	43	6,128	76%	7,999	2	162		2% -38%
현대삼호	LNG선		3				0			30일 공시
	컨선		0				0			
	탱커		20				1			30일 공시
	LPG선		2				0			
	기타		5				0			
HS 합	HS합	4,350	27	3,710	85%	4,252	1	198		5% -38%
한국조선해양 대형선		12,370	70	9,838	80%	12,251	3	360		3% -38%
현대미포조선	LPG		7				0			
	PC선		40				9			
	컨선		11				0			
	LNG선		0				0			
	기타		8				0			
현대미포 합		3,530	66	2,706	77%	3,650	9	331		9% 3%
한국조선해양 플랫폼		15,900	136	12,544	79%	15,901	12	691		4% -24%
삼성중공업	FLNG	2,000	1	1,100			0	0		
	LNG	5,800	18	4,000			0			
	컨선		6	900			0			
	탱커		18	1,000			3			
	기타		1	100			0			
SHI 합		7,800	44	7,100	91%	8,400	3	300		4% -73%
대우조선해양	해양	1,000 e	1	195			0	0		
	LNG	5,870	10	4,460			0	280		
	컨선		11				0			
	탱커		10				0			
	특수선	1,500 e	5	2,220			0	10		
	기타						2			
DSME 합		8,370	39	6,875	82%	7,210	2	290		4% -74%
BIG3		26,095	127	20,161	77%	25,442	7	752		3% -69%
BIG3 + 삼호 + 미포		33,975	220	26,577	78%	33,344	17	1,281		4% -59%
LNG 수주			44				0			

자료: 리서치본부

Again 2019

Covid-19와 지난 한 달의 이야기/ #3

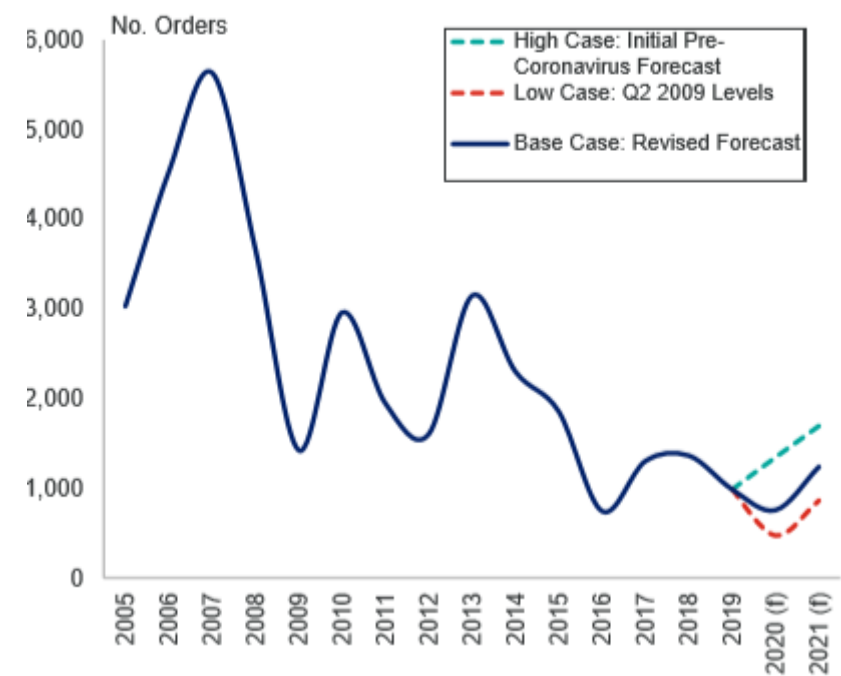
VALUATION: Again 2019 / #7

기업분석들/ #14

그래서 2020년 한국 수주를, YoY Flat으로 전망 하향

- 클락슨은 1) 경제 불확실성, 2) 선주들의 동북아 방문 어려움 등으로 신조 투자는 8월까지 중단될 것이라는 시나리오에 기반해, 기존 신조 발주전망을 반토막낸 Base Case를 제시: 2019년 대비 발주 -25% 감소
- 당사는 클락슨의 Base ~ High Case의 중앙값인 2019년 대비 수주 Flat으로 당사의 한국 조선업 수주전망을 조정(기존 +30% 성장): 유럽과 미국의 경제활동 및 신조투자는 최소 4월까지 중단을 가정한 것: 1Q~4Q 수주는 10:10:30:50으로 가정
- 클락슨은 인도 지연도 일부 발생하지만, 신조 발주가 줄면서, 글로벌 잔고/선대 비율은 현재 10%에서 8.5%까지 떨어진다는 전망을 제시
- 즉, Covid-19에 따른 경기침체에서 벗어난 후에는, 2021년부터의 해운 시장 공급 감소 요인 → 경기/물동량 회복 → 신조 수요 증가로의 2020년 초 의견을 1년 후 또 얘기할 것 같음

그림5. Clarksons의 신조 발주 전망 수정 시나리오



자료: 리서치본부, Clarksons

그림6. 당사의 한국 조선업 2020년 수주 전망을 +30% 안팎 → 2019년 대비 Flat으로 낮춤

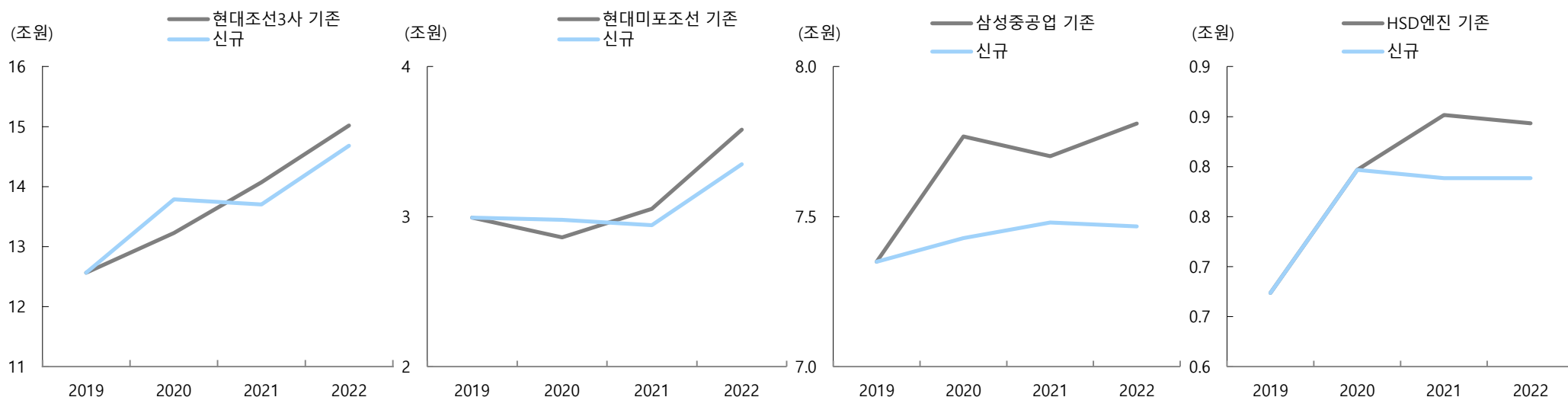
조선사	2017년	2018년	2019년	2020년			
	수주(백만\$)	수주	수주	연초 전망	Covid-19 수정	조정폭	YoY
현대3	8,689	14,689	12,602	18,000	13,000	-28%	3%
현대 대형2사	6,845	12,234	9,896	14,500	10,000	-31%	1%
미포	1,844	2,455	2,706	3,500	3,000	-14%	11%
삼성	4,800	6,300	7,100	9,000	6,000	-33%	-15%
대우조선	1,820	5,730	4,460	8,000	5,000	-38%	12%
조선5사	15,309	26,719	24,162	35,000	24,000	-31%	-1%

자료: 리서치본부

2020년 한국 조선 수주 = 2019년 → 2021년~2022년 매출 예상 하향 조정

- 매년 기껏해야 2번 정도 수정하는 당사의 “선표 모델”을 긴급 업데이트해서, 2020년의 수주를 2019년 수준으로 낮추고, 2021년~2024년 조선사들의 매출/이익도 하향 조정
- 그러나, 조선사들의 2021년~2022년 매출 예상치 조정폭은 한국조선해양의 조선3사가 -3% 안팎, 현대미포조선이 -5%, 삼성중공업이 -3.5%에 그치는데,
- 이는 1) 2021년의 신조 수주 증가/강세 전망을 유지했고,
2) 최근 원/달러 환율 상승[2020년~2021년 평균 50원/달러 상승]이 원화 매출 하락폭을 일정 부분 상쇄했기 때문
- 여전히 2022년의 매출이 2020년~2021년 대비 성장하는 것은, 2021년의 상선 수주 증가/회복 전망에서 기인함

그림7. 조선3사와 HSD엔진의 2021년~2022년 매출 예상치 3%~5% 하향 조정



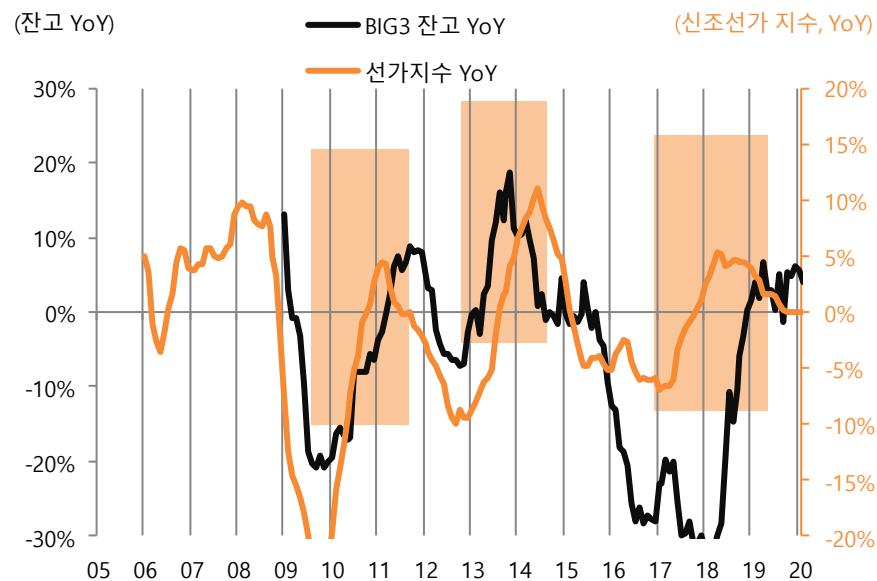
자료: 리서치본부

주석: 2020년 매출이 상향 조정되는 것은 환율 상승 때문

여태 PBR 1.0배를 유지해온 이유

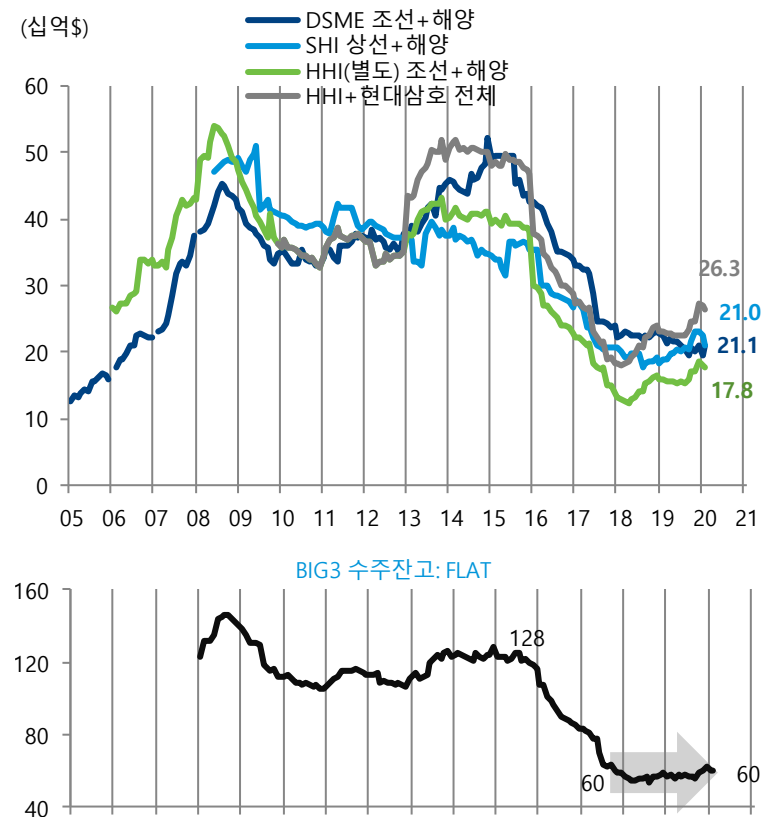
- 당사는 2018년초 조선업종을 “비중확대”로 의견을 올리며 타겟 PBR 0.9배를 제시했고, 2018년 여름 하반기 전망에서 타겟 PBR 1.0배로 올리고 여태 고수해왔음, 이는
 - 1) LNG가 탭다운/바텀업으로 호황이 지속되는 가운데,
 - 2) 상선 발주 까지 회복될 경우, 수주잔고 증가에 맞물린 신조선가 상승 그리고 1~2년 후의 실적 턴어라운드를 기대/예상했기 때문
- 그러나, 2019년 전망을 틀리게 만든, ㉠ 미중무역 분쟁과 ㉡ IMO 2020에 대한 “관망”의 자리를, ㉢ Covid-19라는 돌발 악재가 등장했기 때문
- 앞서 언급한 바와 같이 2020년 경제 침체 및 회복 시점에 대한 불확실성으로 신조 시장 규모를 예단키 어려워짐… 따라서

그림8. 잔고 → 선가 (→ 주가)



자료: 리서치본부

그림9. 한국 BIG3의 수주잔고: 2019-2020 FLAT → ???



자료: 리서치본부

조선업종 타겟 PBR 0.8배로 낮춤

- 이에 VALUATION 잣대를 기존 타겟 PBR 1.0배에서 0.8배로 하향 조정함
- 0.8배의 근거는, 수주잔고를 유지한 2018년~2019년의 주가 고점
 - 일별 증가로는 0.9배대에 접어든 경우도 있지만, "월평균 주가"에 연말 BPS를 적용했을 때 조선사들의 주가 고점은 PBR 0.8배
 - 현대미포조선의 경우 실적 턴어라운드 및 하이싱글 영업이익률로 2018년말~2019년초 PBR 1.0배를 상회하기도 했지만, 그때와 같은 희망보다는 우려와 불확실성이 더 큰 상황
- 타겟 PBR 0.8배도 1Q20 실적발표 시즌인 4월말~5월초에, Covid-19 통제 여부 및 신조 시장의 상황을 업데이트해서, 즉 클락슨의 Base~High Case 중 어디로 신조시장이 진행되는지 확인 한 후, 추가 하향할 수도 또는 (부디) 다시 상향할 수도 있음

그림11. HSD엔진 PBR 밴드

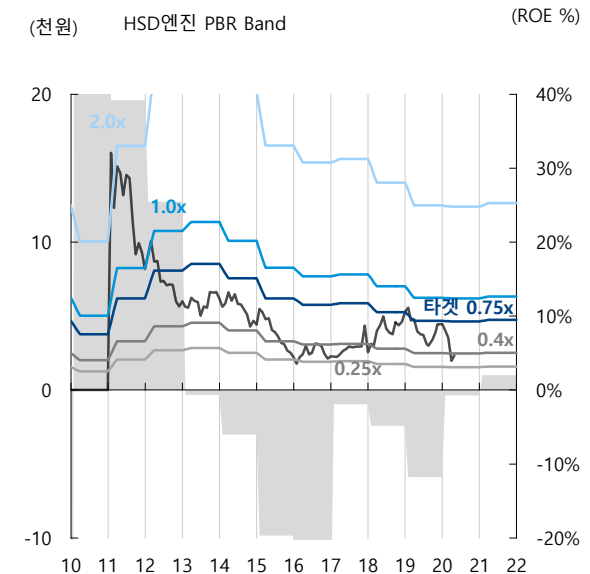
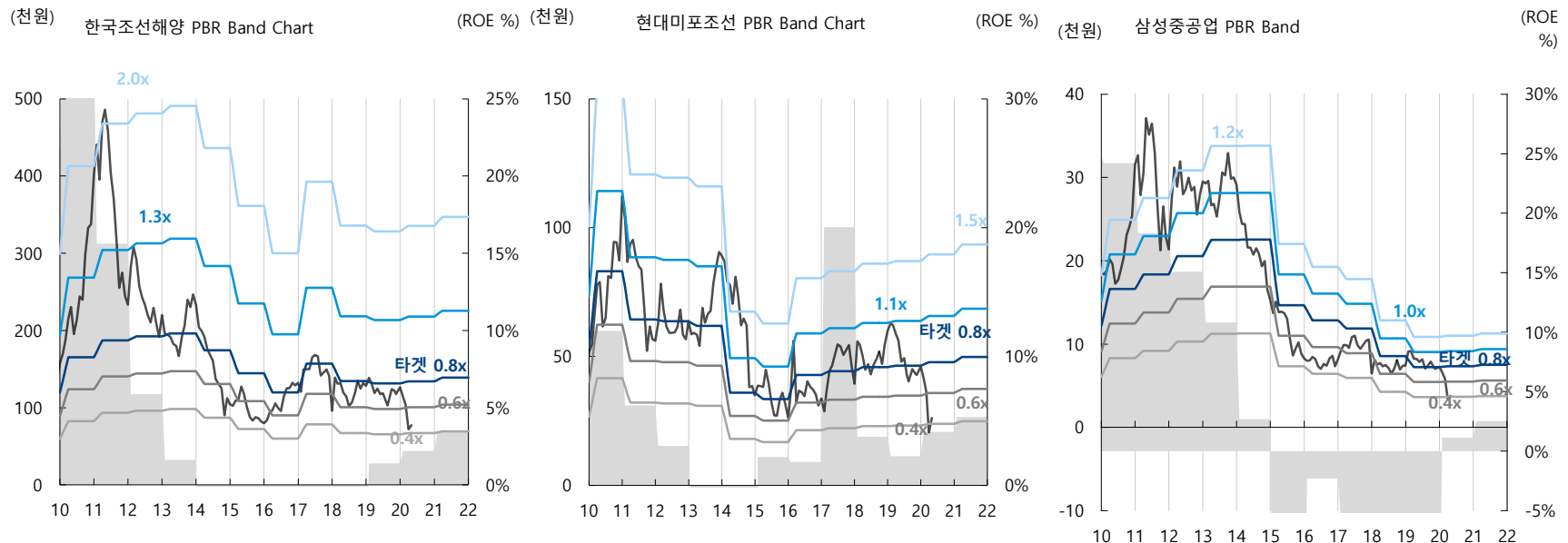


그림10. 조선3사의 PBR 밴드: 2019년 고점 0.9배, 2020년 3월말 신저점 갱신 0.35배



HSD엔진과 조선기자재5사의 타겟PBR과 목표주가도, 조선업종의 -20% 안팎으로 조정

- HSD엔진도 타겟 PBR을 기존 0.9배에서 0.75배로 낮춤: 조선업종 대비 VALUATION 할인율 10% → 7.5% 비슷
- 당사가 커버하는 조선 기자재 업종(보냉재2사, 피팅2사, 세진중공업)들도 마찬가지로, 조정하는데

그림12. 조선3사 타겟 PBR 0.8배로 낮추고 목표주가 하향 조정: HSD엔진과 조선기자재 기업들도 비슷한 수준 조정 <그림 14>

회사명		한국조선해양	삼성중공업	현대미포조선	HSD엔진
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		130,000	7,000	48,000	4,100
종가(2020.03.27)		77,300	3,775	26,100	2,345
상승여력		68%	85%	84%	75%
매출액	2017	15,469	7,901	2,453	769
(십억원)	2018	13,120	5,265	2,403	511
	2019	15,183	7,350	2,994	674
	2020E	15,866	7,428	2,979	797
	2021E	15,720	7,480	2,943	788
영업이익	2017	15	-524	108	13
	2018	-523	-409	71	-35
	2019	290	-621	93	-22
	2020E	586	64	112	23
	2021E	750	282	153	35
영업이익률	2017	0.1%	-6.6%	4.4%	1.8%
	2018	-4.0%	-7.8%	3.0%	-6.9%
	2019	1.9%	-8.4%	3.1%	-3.3%
	2020E	3.7%	0.9%	3.8%	2.9%
	2021E	4.8%	3.8%	5.2%	4.4%
지배주주순이익	2017	-172	-339	437	-10
	2018	-489	-388	85	-19
	2019	80	-1,110	53	-50
	2020E	322	52	117	-1
	2021E	510	148	128	6
지배순이익률	2017	-1.1%	-4.3%	17.8%	-1.3%
	2018	-3.7%	-7.4%	3.5%	-3.7%
	2019	0.5%	-15.1%	1.8%	-7.4%
	2020E	2.0%	0.7%	3.9%	-0.1%
	2021E	3.2%	2.0%	4.3%	0.7%

회사명		한국조선해양	삼성중공업	현대미포조선	HSD엔진
PBR on 2020E		0.79	0.77	0.80	0.75
타겟 시총(조원)		9.2	4.4	1.9	0
시가총액(조원)		5.5	2.4	1.0	0.2
EPS	2017	-3,037	-868	21,847	-149
	2018	-6,910	-616	2,128	-594
	2019	1,129	-1,761	1,333	-1,519
	2020E	4,557	82	2,925	-17
	2021E	7,210	235	3,196	174
PER	2017	-52.9	-12.9	4.3	-26.4
	2018	-11.2	-6.1	12.3	-3.9
	2019	68.5	-2.1	19.6	-1.5
	2020E	17.0	46.1	8.9	-134.7
	2021E	10.7	16.0	8.2	13.5
BPS	2017	196,265	14,841	110,839	7,815
	2018	167,892	10,694	57,322	7,012
	2019	161,511	9,066	58,069	5,502
	2020E	164,947	9,148	60,294	5,484
	2021E	169,958	9,384	62,791	5,658
PBR	2017	0.8	0.8	0.8	0.5
	2018	0.46	0.35	0.46	0.33
	2019E	0.48	0.42	0.45	0.43
	2020E	0.47	0.41	0.43	0.43
	2021E	0.45	0.40	0.42	0.4
ROE	2017	-2%	-6%	20%	-2%
	2018	-4%	-6%	4%	-5%
	2019E	1%	-18%	2%	-24%
	2020E	3%	1%	5%	0%
	2021E	4%	3%	5%	3%

조선기자재5사의 타겟PBR과 목표주가도, 조선업종의 -20% 안팎으로 조정

- 보냉재2사는 전방 조선사들의 VALUATION -20% 하향 조정에 따라 기존 타겟 PBR을 한국카본 -26%, 동성화인텍 -27% 하향 조정
- 세진중공업은 -8.5%로 상대적으로 조정폭이 작는데, 이는 1) 자사주 매입, 2) 4Q19의 어닝쇼크에 따른 목표주가 선조정, 그리고 3) LNG-Fuel에 따른 2021년의 실적 성장 가능성과 괴리율 때문
- 피팅2사의 성광벤드와 태광도, 매출의 20~30%가 조선산업의 영향을 받고, 나머지 70~80%도 글로벌 LNG 터미널 투자 결정 및 공정 지연 가능성에 대한 불확실성을 반영해 기존 PBR 0.8배에서 0.6배로 -25% 낮춤

그림13. 조선기자재 5사의 목표주가도 하향 조정

회사명		한국카본	동성화인텍	세진중공업	성광벤드	태광
2020 목표주가		9,000	10,000	4,500	9,000	10,000
증가(2020.03.27)		5,390	6,010	2,595	5,050	6,440
매출액	2018	2,267	1,881	2,182	1,699	1,586
(십억원)	2019	2,734	2,533	2,959	2,024	1,898
	2020E	3,924	3,993	3,120	2,092	2,167
	2021E	3,953	4,424	3,562	2,286	2,306
영업이익	2018	62	-85	84	-145	43
	2019	254	269	94	62	87
	2020E	400	410	143	75	91
	2021E	432	551	204	100	134
영업이익률	2018	2.7%	-4.5%	3.8%	-8.5%	2.7%
	2019	9.3%	10.6%	3.2%	3.1%	4.6%
	2020E	10.2%	10.3%	4.6%	3.6%	4.2%
	2021E	10.9%	12.5%	5.7%	4.4%	5.8%
지배주주순이익	2018	-30	-100	18	-83	102
	2019	182	182	27	56	108
	2020E	311	261	62	66	99
	2021E	323	366	98	78	121

		한국카본	동성화인텍	세진중공업	성광벤드	태광
상승여력		67%	66%	73%	78%	55%
Target PBR		1.2	2.6	1.1	0.6	0.6
EPS	2018	-68	-453	46	-291	380
	2019	414	673	71	195	408
	2020E	706	968	163	230	373
	2021E	735	1,357	254	272	458
PER	2018	-96	-16	91	-39	34
	2019	19	16	62	53	25
	2020E	8	6	16	22	17
	2021E	7	5	10	19	14
BPS	2018	6,908	2,740	4,048	15,246	16,001
	2019	7,212	3,194	4,102	15,357	16,307
	2020E	7,732	3,873	4,224	15,488	16,580
	2021E	8,280	4,820	4,419	15,660	17,038
PBR	2018	0.9	2.7	1.0	0.8	0.8
	2019	1.09	3.30	1.09	0.69	0.63
	2020E	0.70	1.59	0.61	0.55	0.44
	2021E	0.65	1.28	0.58	0.32	0.39

자료: 리서치본부

Again 2019

Covid-19와 지난 한 달의 이야기/ #3

VALUATION: Again 2019 / #7

기업분석들/ #14

하반기 신조 시장 회복 시, 타겟 PBR 0.8배

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	130,000원(하향)
종가(2019/03/27)	77,300원
상승여력	68.2%

Stock Indicator

자본금	354십억원
발행주식수	7,077만주
시가총액	5,471십억원
외국인지분율	16.8%
52주 주가	66,300~131,500원
60일평균거래량	285,621주
60일평균거래대금	28,8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-25.7	-38.9	-36.9	-35.0
상대수익률	-12.1	-16.8	-20.7	-15.3



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 1.0배에서 0.8배로 낮추고 목표주가도 17만원에서 13만원으로 낮춤

• 앞 산업 부문에서 밝힌 "Again 2019 Valuation"의 이유로 조선업 타겟 Valuation을 PBR 0.8배로 일괄 조정

> 1Q20 프리뷰보다 2021년 실적 조정

• 잔고 산업의 특성 상, Covid-19에 따른 실적 문제는 당장 없으며,

• 1Q20은 오히려 원화 약세로 양호 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

• 다만, 올해 동사 수주 예상을 130억\$[19년 126억\$]로 -28% 줄이고, 2021년~ 매출과 이익을 하향 조정

> 투자포인트: 당분간 전체를 따라가는 경제활동 정상화 → 신조 시장 열리는 시점을 기다려야

• Covid-19에 따른 시장의 주가 흐름에 당분간 따라갈 수 밖에 없으며 바텀업 투자포인트를 얘기할 수 없는 시점

• 그러나, 1) 조선업종의 실적은 기확보해둔 2년 안팎의 잔고에서 2020년 한해는 문제가 없다는 점이 상대적 강점

–현대중공업은 매출잔고 131억\$(조선 101억\$), 현대삼호중공업은 62억\$의 잔고 보유

• 당사의 기대 5월 ~ 클락스 Base Case 9월 사이 주주가 재개되는 시점에는, 대장주로서 주가 회복을 주도할 것으로 기대: 다만 신조선가 인상 시도는 올해 어려움

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	13,120	15,183	15,866	15,720
영업이익(십억원)	-523	290	586	750
순이익(십억원)	-489	80	322	510
EPS(원)	-7,296	1,129	4,557	7,210
BPS(원)	167,892	161,511	164,947	169,958
PER(배)		68.5	17.0	10.7
PBR(배)	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-4.3	0.7	2.8	4.3
배당수익률(%)		1.4	1.4	2.8
EV/EBITDA(배)	-	5.6	3.0	2.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2020년 수주와 2021년~ 실적 하향 조정

그림1. 2020년 조선3사+해양의 수주 130억\$[19년 126억\$ 수주]로 28% 낮추고, 2021년~2022년 매출 3% 안팎 하향 조정

(십억원)																
현대중공업	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020목표	2020	2021	2022	
매출액(공표 기준)	3,269	3,929	3,643	4,342	3,901	4,002	3,875	4,088	15,469	13,120	15,183	16,585 G	15,866	15,720	17,025	
QoQ	-12%	20%	-7%	19%	-10%	3%	-3%	6%				9% YoY				
YoY	7%	26%	12%	17%	19%	2%	6%	-6%	-67%	-15%	16%		4%	-1%	8%	
영업이익	28	62	30	170	143	127	148	168	15	-523	290		586	750	888	
금융/기타영업외	-7	-17	-1	-194	-78	-26	-18	-11	-64	-373	-219		-133	-34	-3	
세전사업이익	27	39	29	-24	65	101	130	157	-27	-854	72		453	716	885	
지배주주순이익	3	188	-2	-110	47	72	93	112	-172	-489	80		322	510	631	
영업이익률	0.7%	1.6%	0.8%	3.9%	3.7%	3.2%	3.8%	4.1%	0.1%	-3.7%	1.9%		3.7%	4.8%	5.2%	
지배주주순이익률	0.1%	4.8%	0.0%	-2.5%	1.2%	1.8%	2.4%	2.7%	-1.1%	-3.7%	0.5%		2.0%	3.2%	3.7%	
조선3(연결)												기존 매출 예상치: 13,228		14,074	15,017	
												조정폭: 4%		-3%	-2%	
매출액	2,775	3,346	3,080	3,363	3,406	3,489	3,378	3,516	9,919	9,634	12,564	13,824 G	13,790	13,703	14,683	
매출 YoY	29%	44%	38%	15%	23%	4%	10%	5%	-32%	-3%	30%	10% YoY	10%	-1%	7%	
영업이익	-14	90	82	-8	168	155	165	186	-8	-801	150		674	752	865	
영업이익률	-0.5%	2.7%	2.7%	-0.2%	4.9%	4.4%	4.9%	5.3%	-0.1%	-8.3%	1.2%		4.9%	5.5%	5.9%	
①본사 조선(역산)																
매출액	1,297	1,437	1,467	1,467	1,650	1,690	1,637	1,704	4,694	4,611	5,668	6,686 G	6,680	6,619	7,014	
영업이익	-31	43	12	29	74	68	76	85	-122	-580	52	18% YoY	304	347	420	
영업이익률	-2.4%	3.0%	0.8%	2.0%	4.5%	4.0%	4.7%	5.0%	-2.6%	-12.6%	0.9%		4.5%	5.2%	6.0%	
②현대삼호중공업																
매출액	773	911	881	924	1,049	1,075	1,041	1,083	2,771	2,620	3,488	4,178 G	4,248	4,032	4,090	
영업이익	-9	16	46	-48	57	56	57	62	6	-292	5	20% YoY	232	238	218	
영업이익률	-1.2%	1.7%	5.3%	-5.2%	5.4%	5.2%	5.5%	5.7%	0.2%	-11.1%	0.1%		5.5%	5.9%	5.3%	
해양																
매출액	359	71	78	363	91	93	90	94	2,588	1,297	872	515 G	369	314	435	
영업이익	64	-31	-32	193	-12	-14	-13	-14	116	357	194	-41% YoY	-53	0	9	
영업이익률	17.8%	-43.4%	-41.0%	53.2%	-13.3%	-14.7%	-14.8%	-15.0%	4.5%	27.6%	22.3%		-14.5%	-0.1%	2.1%	
플랜트/스크러버																
매출액	248	187	196	243	112	99	86	92	1,456	970	874	444 G	389	389	583	
영업이익	-23	-26	-17	26	1	1	1	1	88	-52	-40	-49% YoY	4	4	6	
영업이익률	-9.2%	-13.9%	-8.5%	10.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	6.0%	-5.4%	-4.5%		1.0%	1.0%	1.0%	
엔진																
매출액	124	118	109	188	132	142	161	196	787	575	539	1,381 G	631	627	627	
영업이익	5	18	21	12	8	11	14	18	120	22	57	(총매출 G)	50	74	82	
영업이익률	4.1%	15.1%	19.7%	6.5%	5.8%	7.6%	8.5%	9.4%	15.3%	3.9%	10.5%		8.0%	11.9%	13.1%	

VALUATION: 타겟 PBR 0.8배로, 목표주가도 13만원으로 하향 조정

- 앞서 산업자료의 Again 2019 Valuation 장표에서 밝혔듯, 동사의 타겟 PBR을 기존 1.0배에서 0.8배로 하향 조정하고
- 동사의 목표주가도 기존 17만원에서 13만원으로 24% 낮춤: 상승여력 68%

그림2. 타겟 PBR을 조선업 공통 0.8배로 내리고, 목표주가도 13만원으로 내림

(원, 배수)									
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
주식수	76	76	76	57	71	71	71	71	71
				인적분할 ↑	↑ 1.2조원 유증				
EPS	-23,274	-17,761	-2,207	-3,037	-6,910	1,129	4,557	7,210	8,914
BPS	199,660	180,744	149,970	196,265	167,892	161,511	164,947	169,958	176,171
	주식수는, 기말 발행 주식수를 사용 ↑								
PBR(고)	1.2	0.79	1.11	0.94	0.89	0.87	0.82		
PBR	0.9	0.61	0.80	0.82	0.74	0.75	0.66		
PBR(저)	0.7	0.44	0.53	0.65	0.53	0.55	0.40		
ROE	-10.9%	-9.3%	-1%	-2%	-4.3%	0.7%	2.8%	4.3%	5.2%
적용ROE	1.6%	-1.4%	-2.4%	-1.7%	2.8%	2.6%	4.1%	4.7%	5.2%
└ FWD nY	-1Y	+1~2Y	+0~2Y	+0~2Y	+2Y	+0~2Y	+0~2Y	+0~1Y	
Target PBR							타겟	~ 현재 ~	최근 바텀
							0.80	0.47	0.60
							132,000		99,000
목표주가						170,000	130,000		
증가(3.27)							77,300		
상승여력							68.2%		

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	12,317	13,585	13,697	14,022
현금 및 현금성자산	3,042	3,318	3,486	3,942
단기금융자산	1,290	1,264	1,239	1,214
매출채권	1,551	1,792	1,843	1,855
재고자산	1,009	1,749	1,620	1,446
비유동자산	12,413	12,578	12,784	12,978
유형자산	10,269	10,415	10,613	10,811
무형자산	89	73	61	51
자산총계	24,730	26,163	26,481	27,000
유동부채	9,410	11,033	11,071	11,255
매입채무	1,230	3,037	3,811	4,082
단기차입금	1,929	1,736	1,562	1,406
유동성장기부채	930	630	0	0
비유동부채	2,209	2,340	2,360	2,313
사채	-	-	-	-
장기차입금	781	742	705	670
부채총계	11,619	13,373	13,431	13,569
지배주주지분	11,882	11,431	11,674	12,028
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,483	2,483	2,483
이익잉여금	16,044	16,044	16,288	16,642
기타자본항목	-7,427	-7,451	-7,451	-7,451
비지배주주지분	1,229	1,359	1,376	1,403
자본총계	13,111	12,790	13,050	13,432

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	127	1,620	1,570	1,195
당기순이익	-454	126	339	537
유형자산감가상각비	375	404	402	402
무형자산상각비	20	16	13	10
지분법관련손실(이익)	41	0	-	-
투자활동 현금흐름	-6	716	666	665
유형자산의 처분(취득)	-162	-550	-600	-600
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-206	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	-329	-2,416	-2,804	-2,155
단기금융부채의증감	-	-493	-804	-156
장기금융부채의증감	-	-39	-37	-35
자본의증감	1,228	-	-	-
배당금지급	-30	-30	-30	-30
현금및현금성자산의증감	-198	276	169	456
기초현금및현금성자산	3,240	3,042	3,318	3,486
기말현금및현금성자산	3,042	3,318	3,486	3,942

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	13,120	15,183	15,866	15,720
증가율(%)	-15.2	15.7	4.5	-0.9
매출원가	12,763	14,191	15,244	14,941
매출총이익	357	991	621	779
판매비와관리비	879	701	36	29
연구개발비	67	77	81	80
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-523	290	586	750
증가율(%)	-3,667.8	-155.5	101.8	28.0
영업이익률(%)	-4.0	1.9	3.7	4.8
이자수익	80	98	103	108
이자비용	139	162	117	97
지분법이익(손실)	41	0	-	-
기타영업외손익	-96	399	-156	-67
세전계속사업이익	-854	72	453	716
법인세비용	-209	-54	113	179
세전계속이익률(%)	-6.5	0.5	2.9	4.6
당기순이익	-454	126	339	537
순이익률(%)	-3.5	0.8	2.1	3.4
지배주주귀속 순이익	-489	80	322	510
기타포괄이익	-98	-66	-66	-66
총포괄이익	-552	60	273	471
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-7,296	1,129	4,557	7,210
BPS	167,892	161,511	164,947	169,958
CFPS	-1,404	7,067	10,411	13,032
DPS	-	1,120	1,120	2,200
Valuation(배)				
PER		68.5	17.0	10.7
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5
PCR	-91.6	10.9	7.4	5.9
EV/EBITDA	-	5.6	3.0	2.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.3	0.7	2.8	4.3
EBITDA이익률	-1.0	4.7	6.3	7.4
부채비율	88.6	104.6	102.9	101.0
순부채비율	-5.3	-11.5	-18.8	-22.9
매출채권회전율(x)	3.8	9.1	8.7	8.5
재고자산회전율(x)	14.1	11.0	9.4	10.3

짧은 백로그 상태에서, Covid-19 불황을 맞이함

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	48,000원(하향)
종가(2019/03/27)	26,100원
상승여력	83.9%

Stock Indicator

자본금	200십억원
발행주식수	3,994만주
시가총액	1,042십억원
외국인지분율	11.9%
52주 주가	20,500~60,000원
60일평균거래량	231,886주
60일평균거래대금	8,4십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-28.0	-43.0	-41.1	-55.6
상대수익률	-14.4	-20.9	-24.9	-35.9



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR을 기존 1.1배에서 0.8배로, 목표주가도 기존 48,000원으로 내림

- 앞 산업 부문의 "Again 2019 Valuation"에 따라 조선업 타겟 Valuation을 PBR 0.8배로 일괄 조정
- 동사 목표주가도 기존 65,000원에서, 48,000원으로 26% 하향 조정

> 1Q20 프리뷰 및 2021년 실적 조정

- 잔고 산업들은 Covid-19 때문에 당장 실적이 나빠질 것 없고, 오히려 1Q는 원화 약세로 양호 [당사 통합프리뷰 참고]
- 다만, 올해 동사 수주 예상치를 기존 35억\$[2019년 27억\$]에서 30억\$로 낮추고, 2021년 매출과 이익을 하향 조정

> 투자포인트: 짧은 백로그, 그러나 순현금 상황

- Covid-19에 따른 시장의 주가 흐름에 당분간 따라갈 수 밖에 없으며 바텀업 투자포인트를 얘기할 수 없는 시점
- 또한, 상대적으로 빠른 건조 기한에 따라 동사의 수주잔고는 인도 기준 45억\$, 매출기준 32억\$(3.65조원 안팎)으로 1년을 살짝 넘는 상황에서 불황을 맞이함
- 그러나 동사는 순차입금 -0.4조원(3Q19)을 보유하고 있어, 유동성 리스크는 거의 없음

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	2,403	2,994	2,979	2,943
영업이익(십억원)	71	93	112	153
순이익(십억원)	85	53	117	128
EPS(원)	2,128	1,333	2,925	3,196
BPS(원)	57,322	58,068	60,294	62,791
PER(배)	28.2	19.6	8.9	8.2
PBR(배)	1.0	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	3.8	2.3	4.9	5.2
배당수익률(%)	1.2	1.3	2.7	2.7
EV/EBITDA(배)	17.4	4.2	3.5	2.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2021년 실적 하향 조정

- Covid-19로 다수 산업의 수요/판매 급감으로 어닝 급감이 기다리고 있는 가운데,
- 잔고 산업인 조선산업은 당장 실적은 문제 없을 뿐더러, 오히려 원/달러 환율 급등으로 오히려 좋음
 - 1) (자료를 정리 중인 3월27일 기준) 원/달러 환율을 기말 1,200원, 평균 1,195으로 가정할 경우 원/달러 환율은 QoQ+2.7% 올라, 영업단에 200억원 안팎 환 관련 이익이 붙음
 - 2) 신규 수주에 대한 공사손실충당도 1분기 수주가 4Q19보다 작아 -100억원으로 절반 줄 것으로 가정
- 이보다, 당사의 동사 2020년의 수주예상을 30억\$[19년 27억\$]로 15% 낮추고, 2021년~2022년 매출 예상치를 5% 안팎 낮춤

그림1. 2020년 수주 = 2019년으로 낮추고, 2021년~2022년 매출 소폭 하향 조정

(십억원)															
현대미포조선	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
가이던스 매출									가이던스: 2,760 3,000 2,960 기존 매출 예상치: 2,861 3,052 3,580 조정폭: 4% -4% -6%						
매출액	705	832	731	726	736	754	730	760	4,220	2,453	2,403	2,994	2,979	2,943	3,350
YoY	29%	52%	26%	0%	4%	-9%	0%	5%	-9%	-42%	-2%	25%	-1%	-2%	12%
영업이익	26	32	24	11	26	25	27	34	208	108	71	93	112	153	213
금융/기타영업외	3	-8	10	-12	34	2	2	6	-17	625	47	-7	43	18	36
세전사업이익	29	24	33	-1	60	26	29	40	191	733	118	86	155	171	249
지배주주지분 순이익	20	17	24	-7	46	20	21	30	35	437	85	53	117	128	186
영업이익률	3.7%	3.8%	3.2%	1.5%	3.6%	3.3%	3.7%	4.4%	4.9%	4.4%	3.0%	3.1%	3.8%	5.2%	6.4%
지배주주순이익률	2.8%	2.1%	3.2%	-1.0%	6.2%	2.7%	2.9%	4.0%	0.8%	17.8%	3.5%	1.8%	3.9%	4.3%	5.6%
EPS(원)	491	437	590	-185	1,139	509	522	754	1,729	21,847	2,128	1,333	2,925	3,196	4,664
BPS(원)	57,130	57,625	58,254	58,069	59,208	59,717	60,239	60,294	107,123	110,839	57,322	58,069	60,294	62,791	66,756

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 0.8배로, 목표주가도 48,000원으로 하향 조정

- 앞서 산업자료의 Again 2019 Valuation 장표에서 밝혔듯, 동사의 타겟 PBR을 기존 1.0배에서 0.8배로 하향 조정하고
- 동사의 목표주가도 기존 65,000원에서 48,000원으로 24% 낮춤: 주가 상승여력 84%

그림2. 타겟 PBR 0.8배(조선업 공통)으로 낮추고, 목표주가도 48,000원으로 내림

(원, 배수)								
계정	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	1,910	1,729	21,847	2,128	1,333	2,925	3,196	4,664
BPS	83,749	107,123	110,839	57,322	58,069	60,294	62,791	66,756
PBR(고)	1.10	0.84	1.04	1.18	1.17	0.84		
PBR	0.83	0.65	0.84	0.90	0.87	0.64		
PBR(저)	0.52	0.55	0.50	0.68	0.62	0.34		
ROE	2%	2%	20.0%	4%	2.3%	4.9%	5.2%	7.2%
적용ROE	2.0%	10.9%	3.8%	3.0%	3.6%	5.1%	6.2%	7.2%
↳ FWD nY	+0~1Y	+0~1Y	+1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y		
적용COE = TRL 참조					3.6%	6.1%	← 올해 COE 고점	
적정 PBR					1.01	0.83		
Target PBR						타겟 0.80	~ 현재 ~ 0.43	바텀 0.60
적정주가						48,240		36,177
목표주가					65,000	48,000		
증가(3.27)						26,100		
상승여력						83.9%		

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,801	2,215	2,497	2,600
현금 및 현금성자산	280	255	290	366
단기금융자산	358	362	365	369
매출채권	84	473	668	642
재고자산	160	160	159	157
비유동자산	1,662	1,648	1,633	1,619
유형자산	1,519	1,501	1,483	1,465
무형자산	3	3	2	2
자산총계	3,464	3,862	4,130	4,219
유동부채	1,076	1,433	1,607	1,591
매입채무	190	615	777	749
단기차입금	242	162	162	162
유동성장기부채	41	41	41	41
비유동부채	70	74	79	85
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	1,147	1,507	1,686	1,676
지배주주지분	2,290	2,319	2,408	2,508
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	1,817	1,856	1,945	2,045
기타자본항목	191	181	181	181
비지배주주지분	28	36	35	35
자본총계	2,317	2,355	2,443	2,543

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	519	64	17	77
당기순이익	121	61	116	128
유형자산감가상각비	46	58	58	58
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-11	483	482	482
유형자산의 처분(취득)	-476	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	270	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-798	-906	-812	-826
단기금융부채의 증감	-	-80	-	-
장기금융부채의 증감	-	-	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-5	-5
현금및현금성자산의증감	-282	-26	36	76
기초현금및현금성자산	562	280	255	290
기말현금및현금성자산	280	255	290	366

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,403	2,994	2,979	2,943
증가율(%)	-2.1	24.6	-0.5	-1.2
매출원가	2,232	2,815	2,780	2,703
매출총이익	172	179	199	239
판매비와관리비	101	87	87	86
연구개발비	6	7	7	7
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	71	93	112	153
증가율(%)	-34.3	30.6	20.8	36.8
영업이익률(%)	3.0	3.1	3.8	5.2
이자수익	11	11	11	12
이자비용	17	10	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	29	27	20	-40
세전계속사업이익	118	86	155	171
법인세비용	30	24	39	43
세전계속이익률(%)	4.9	2.9	5.2	5.8
당기순이익	121	61	116	128
순이익률(%)	5.0	2.0	3.9	4.3
지배주주귀속 순이익	85	53	117	128
기타포괄이익	-9	-10	-10	-10
총포괄이익	112	51	106	118
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	2,128	1,333	2,925	3,196
BPS	57,322	58,068	60,294	62,791
CFPS	3,298	2,801	4,386	4,650
DPS	700	350	700	700
Valuation(배)				
PER	28.2	19.6	8.9	8.2
PBR	1.0	0.4	0.4	0.4
PCR	18.2	9.3	6.0	5.6
EV/EBITDA	17.4	4.2	3.5	2.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	2.3	4.9	5.2
EBITDA이익률	4.9	5.1	5.7	7.2
부채비율	49.5	64.0	69.0	65.9
순부채비율	-15.3	-17.5	-18.5	-20.9
매출채권회전율(x)	5.1	10.7	5.2	4.5
재고자산회전율(x)	18.8	18.7	18.7	18.7

Covid-19보다 저유가가 더 문제

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	7,000원(하향)
종가(2019/03/27)	3,775원
상승여력	85.4%

Stock Indicator

자본금	3,151십억원
발행주식수	63,000만주
시가총액	2,378십억원
외국인지분율	17.6%
52주주가	3,115~8,980원
60일평균거래량	4,718,895주
60일평균거래대금	25.0십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-35.2	-47.5	-51.5	-54.3
상대수익률	-21.7	-25.4	-35.3	-34.5



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR을 1.0배에서 0.8배로, 목표주가도 9,000원에서 7,000원으로 하향

• 산업 부문에서 설명한 "Again 2019 Valuation"에 따라 조선업 타겟 Valuation을 PBR 0.8배로 일괄 조정

> 1Q20 프리뷰 및 2021년 실적 조정

• 잔고 산업의 특성 상, Covid-19에 따른 실적 문제는 없지만, 저유가 기조로 해양 부문에서의 인도 지연 요청 또는 뺄뺄한 C/O 등의 상황이 연출될 수 있음

• 올해의 당사 수주 예상을 기존 90억\$[2019년 71억\$]에서 60억\$로 낮춤: 경쟁사보다 상대적으로 큰 폭의 조정은, 해양 플랜트 발주 전망이 가장 불확실하기 때문

> 투자포인트: Covid-19보다 저유가가 더 큰 문제

• 시장에서 흔히 "유가 = 삼성중공업"의 투자 공식이 정립되어있고, 이는 가장 많은 해양의 수주잔고와 수주POOL, 그리고 미매각 드릴쉽 5기 때문에 크게 틀리지 않은 이야기: Covid-19 상황 종료와 함께, 동사는 추가로 유가 회복도 필요

• 그러나 올해 삼성중공업은 ExxonMobil의 14척 슬롯 예약(PNG, 모잠비크 Rovuma 추정), Total의 모잠비크 8척 LOI, 그리고 러시아 Arctic LNG2의 잔여 10척으로 LNG선 수주 POOL은 상대적으로 다수 보유 중

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	5,265	7,350	7,428	7,480
영업이익(십억원)	-409	-621	64	282
순이익(십억원)	-388	-1,110	52	148
EPS(원)	-693	-1,761	82	235
BPS(원)	10,694	9,066	9,148	9,384
PER(배)			46.1	16.0
PBR(배)	0.7	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	-6.2	-17.8	0.9	2.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	12.3	7.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2021년 실적 하향 조정

- Covid-19로 다수 산업의 수요/판매 급감으로 어닝 급감이 기다리고 있는 가운데,
- 잔고 산업인 조선산업은 최소 1년반의 실적은 큰 영향 없음
- 1Q20 실적 예상의 상세내용은, 수요일 당사에서 발간 예정인 "한눈에 보는 1Q20 Preview" 참조
- 이보다, 당사의 동사 2020년의 수주예상을 60억\$[19년 60억\$]로 33% 낮추고, 2021년~2022년 매출 예상치를 5% 안팎 낮춤

그림1. 2020년 수주 = 2019년으로 낮추고, 2021년~2022년 매출 소폭 하향 조정

(십억원)															
계정	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20e	2Q20e	3Q20e	4Q20e	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
매출액									가이던스 매출						
									5,500 7,100 7,600						
									기존 매출 예상치: 7,767 7,702 7,810						
									조정폭: -4% -3% -4%						
매출액	1,457	1,770	1,965	2,157	1,835	1,879	1,820	1,894	10,414	7,901	5,265	7,350	7,428	7,480	7,467
QoQ	7%	21%	11%	10%	-15%	2%	-3%	4%							
YoY	17%	31%	50%	58%	26%	6%	-7%	-12%	7%	-24%	-33%	40%	1%	1%	0%
영업이익	-33	-56	-312	-219	-20	-1	33	52	-147	-524	-409	-621	64	282	411
금융/기타영업외	-35	-266	-276	63	-3	7	7	9	79	61	-88	-513	21	-77	-60
세전사업이익	-69	-322	-588	-156	-23	6	41	61	-69	-464	-498	-1,134	85	205	351
지배주주 순이익	-99	-314	-580	-117	-28	5	31	44	-121	-339	-388	-1,110	52	148	251
영업이익률	-2.3%	-3.2%	-15.9%	-10.2%	-1.1%	0.0%	1.8%	2.8%	-1.4%	-6.6%	-7.8%	-8.4%	0.9%	3.8%	5.5%
순이익률	-7.0%	-17.5%	-29.7%	-5.5%	-1.6%	0.2%	1.7%	2.4%	-1.3%	-4.3%	-7.4%	-15.2%	0.7%	2.0%	3.4%
EPS(원)	-157	-498	-921	-186	-45	8	49	70	-311	-868	-616	-1,761	82	235	398
BPS(원)	10,575	10,068	9,258	9,066	9,022	9,029	9,079	9,148	16,058	14,841	10,694	9,066	9,148	9,384	9,782
일회성 손실	0	-19	-274	-170					기말 발행 주식수를 사용 ↑						
일회성 제거 OP	-33	-37	-38	-49								-158	64	282	411
일회성 제거 OPM	-2.3%	-2.1%	-1.9%	-2.3%	-1.1%	0.0%	1.8%	2.8%				-2.2%	0.9%	3.8%	5.5%

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 0.8배로, 목표주가도 7,000원으로 하향 조정

- 앞서 산업자료의 Again 2019 Valuation 장표에서 밝혔듯, 동사의 타겟 PBR을 기존 1.0배에서 0.8배로 하향 조정하고
- 동사의 목표주가도 기존 9,000원에서 7,000원으로 22% 낮춤: 주가 상승여력 85%

그림2. 타겟 PBR 0.8배(조선업 공통)으로 내리고, 목표주가도 7,000원으로 하향

	(원, 배수)									
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	
주식수	231	231	390	390	630	630	630	630	630	
			유상증자 반영 ↑		↑차 유상증자 반영					
EPS	646	-5,218	-311	-868	-616	-1,761	82	235	398	
BPS	23,973	18,344	16,058	14,841	10,694	9,066	9,148	9,384	9,782	
			주식수는, 기말 발행 주식수를 사용 ↑							
PBR(고)	1.6	1.1	0.6	0.9	0.8	0.91	0.84			
PBR	1.2	0.9	0.6	0.8	0.7	0.80	0.41			
PBR(저)	0.8	0.5	0.4	0.6	0.5	0.68	0.34			
ROE	2.6%	-24.7%	-2%	-5.6%	-6.2%	-17.8%	0.9%	2.5%	4.2%	
적용ROE	2.6%	-13.5%	-4.0%	-5.9%	0.9%	1.7%	1.7%			
↳ FWD nY	+0Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+2Y	+1~2Y	+0~1Y			
COE(고)	1.6%	-12.3%	-6.1%	-6.8%	1.1%	1.9%	2.0%			
COE(평)	2.2%	-15.8%	-6.9%	-7.8%	1.3%	2.1%	4.2%			
적용COE				N/A	N/A	3.5%	2.1%	←과거3년 COE 고~평		
적정 PBR						0.49	0.82			
Target PBR							타겟 ~ 현재 ~	바탕		
적정주가							0.80	0.42	0.60	
목표주가							7,320		5,490	
증가(3.27)						9,000	7,000			
상승여력							3,775			
							85.4%			

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	7,405	9,064	9,083	9,285
현금 및 현금성자산	946	277	223	354
단기금융자산	492	737	730	723
매출채권	621	449	450	458
재고자산	1,482	1,883	1,904	1,917
비유동자산	6,877	7,173	7,344	7,511
유형자산	5,882	6,075	6,257	6,429
무형자산	59	34	19	11
자산총계	14,283	16,237	16,427	16,796
유동부채	6,267	8,683	8,819	9,037
매입채무	636	987	928	950
단기차입금	1,448	1,672	1,672	1,672
유동성장기부채	836	1,336	1,269	1,205
비유동부채	1,269	1,837	1,839	1,841
사채	85	310	310	310
장기차입금	546	436	436	436
부채총계	7,537	10,521	10,658	10,878
지배주주지분	6,738	5,713	5,765	5,913
자본금	3,151	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	1,797	1,797	1,797	1,797
이익잉여금	2,800	1,690	1,742	1,890
기타자본항목	-1,009	-925	-925	-925
비지배주주지분	8	3	4	5
자본총계	6,746	5,716	5,769	5,918

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	166	-1,153	80	266
당기순이익	-388	-1,114	52	149
유형자산감가상각비	256	327	338	348
무형자산상각비	39	25	14	8
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-
투자활동 현금흐름	369	-769	-500	-500
유형자산의 처분(취득)	3	-520	-520	-520
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	0	-16	-1	0
재무활동 현금흐름	50	839	-67	-63
단기금융부채의 증감	-2,126	724	-67	-63
장기금융부채의 증감	784	115	-	-
자본의 증감	1,392	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	592	-669	-54	131
기초현금및현금성자산	354	946	277	223
기말현금및현금성자산	946	277	223	354

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,265	7,350	7,428	7,480
증가율(%)	-33.4	39.6	1.1	0.7
매출원가	5,269	7,205	6,547	6,376
매출총이익	-4	145	881	1,104
판매비와관리비	405	766	817	822
연구개발비	48	67	68	68
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-409	-621	64	282
증가율(%)	-21.9	51.7	-110.3	338.9
영업이익률(%)	-7.8	-8.4	0.9	3.8
이자수익	21	30	22	33
이자비용	123	122	97	96
지분법이익(손실)	0	-	-	-
기타영업외손익	26	-276	120	-
세전계속사업이익	-498	-1,134	85	205
법인세비용	-109	-20	33	55
세전계속이익률(%)	-9.5	-15.4	1.1	2.7
당기순이익	-388	-1,114	52	149
순이익률(%)	-7.4	-15.2	0.7	2.0
지배주주귀속 순이익	-388	-1,110	52	148
기타포괄이익	-26	-26	-26	-26
총포괄이익	-414	-1,140	26	124
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-693	-1,761	82	235
BPS	10,694	9,066	9,148	9,384
CFPS	-166	-1,203	641	801
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER			46.1	16.0
PBR	0.7	0.4	0.4	0.4
PCR	-44.6	-3.1	5.9	4.7
EV/EBITDA	-	-	12.3	7.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-6.2	-17.8	0.9	2.5
EBITDA이익률	-2.2	-3.7	5.6	8.5
부채비율	111.7	184.0	184.8	183.8
순부채비율	21.9	47.9	47.4	43.0
매출채권회전율(x)	2.5	13.7	16.5	16.5
재고자산회전율(x)	3.9	4.4	3.9	3.9

Covid-19보다, HHI-DSME 기업결합 승인이 더 중요

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	4,100원(하향)
증가(2019/03/27)	2,345원
상승여력	74.8%

Stock Indicator

자본금	33십억원
발행주식수	3,295만주
시가총액	77십억원
외국인지분율	2.9%
52주 주가	1,895~4,895원
60일평균거래량	272,328주
60일평균거래대금	1.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-33.8	-46.6	-30.7	-50.9
상대수익률	-20.2	-24.5	-14.5	-31.2



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR을 0.9배에서 0.75배로, 목표주가도 기존 5,800원에서 4,100원으로 하향

• 앞 산업 부문의 "Again 2019 Valuation"에 따라 Valuation을 조정: 조선사 대비 -6% 할인

> 1Q20 프리뷰 및 2021년 실적 조정

• 잔고 산업의 특성 상 Covid-19에 따른 실적 문제는 없으며, 1Q는 오히려 환율 수혜 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

• 다만, 올해와 내년 당사 수주 예상을 낮추고, 2021년의 탑라인을 -7% 하향 조정

> 투자포인트: 한국 조선 뿐 아니라, 중국 조선업의 공정 차질에도 영향 + 5월 HHI+DSME 이슈

• 5월로 미뤄진 현대중공업과 대우조선해양의 EU의 기업결합 승인 결과에 따라 주가의 방향은 정해질 것: 그 전까지는 시장과 조선업종 주가를 따라 갈 것

• 다만, 동사 수주 및 잔고의 1/3~1/4는 중국조선인데, 중국 조선업의 생산차질이 가장 큼: 이에 따라 돌발 납기 지연 등의 이슈가 2020년 중으로 작용할 수 있는 약점

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	511	674	797	788
영업이익(십억원)	-35	-22	23	35
순이익(십억원)	-19	-50	-1	6
EPS(원)	-385	-1,519	-17	174
BPS(원)	7,012	5,502	5,484	5,658
PER(배)				13.5
PBR(배)	0.8	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	-4.8	-24.3	-0.3	3.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	6.5	4.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2021년 실적 하향 조정

- 조선업의 잔고에 따라, 수주-매출이 이어지는 조선 기자재 산업들도 향후 1년반 정도의 실적에는 큰 영향 없음: 다만 중국 조선업의 인도 지연 등에 따라 매출이 일부 지연될 가능성은 열려 있음
- 오히려 1Q20은 환 익스포저 0.5% 및 4Q19로부터의 기저효과로 양호
 - 1Q20 실적 예상의 상세내용은, 수요일 당사에서 발간 예정인 "한눈에 보는 1Q20 Preview" 참조
- 이보다, 전방산업의 수주 감소에 따른 동사의 수주와 매출 실적을 낮추면서 2021년~2022년 매출은 6% 안팎 낮춤

그림1. 2020년 수주 = 2019년으로 낮추고, 2021년~2022년 매출 소폭 하향 조정

(억원)															
HSD엔진	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출 가이드스													7,500	8,500	
													기존 매출액:	7,968	8,515
													조정폭:	0%	-7%
매출액	1,016	1,718	1,622	2,381	1,667	2,242	2,012	2,046	6,936	8,029	7,689	5,113	6,737	7,968	7,885
YoY									-22%	16%	-4%	-33%	32%	18%	-1%
영업이익	-138	-48	6	-43	30	57	65	79	-638	42	135	-353	-224	230	350
EBITDA	-98	-7	47	-1	72	100	109	123	-417	207	294	-201	-59	405	534
금융/기타영업외	-27	-32	-40	-222	-35	-64	-67	-72	-1,020	-1,881	-184	57	-322	-237	-283
세전사업이익	-166	-80	-34	-265	-5	-7	-2	7	-1,657	-1,839	-49	-296	-545	-7	67
지배주주순이익	-127	-81	-35	-258	-4	-6	-1	6	-1,254	-1,812	-103	-187	-501	-6	57
영업이익률	-13.6%	-2.8%	0.4%	-1.8%	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%	-9.2%	0.5%	1.8%	-6.9%	-3.3%	2.9%	4.4%
지배주주순이익률	-12.5%	-4.7%	-2.2%	-10.8%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.3%	-18.1%	-22.6%	-1.3%	-3.7%	-7.4%	-0.1%	0.7%
EPS(원)	-384	-244	-106	-784	-13	-17	-5	18	-1,805	-2,608	-149	-594	-1,519	-17	174
BPS(원)	6,639	6,393	6,288	5,502	5,489	5,471	5,467	5,484	8,269	7,687	7,815	7,012	5,502	5,484	5,658

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 0.75배로, 목표주가도 4,100원으로 하향 조정

- 조선기자재인 동사의 타겟 PBR도 기존 0.9배에서 0.75배로 조선업의 -20%에 준하는 -17% 낮추고
- 동사의 목표주가도 기존 5,800원에서 4,100원으로 29% 낮춤: 주가 상승여력 75%

그림2. 타겟 PBR 0.75배로 낮추고, 목표주가도 4,100원으로 하향

(원, 배수)											
계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	2,739	-75	-608	-1,805	-2,608	-149	-594	-1,519	-17	174	345
BPS	10,759	11,367	10,082	8,269	7,687	7,815	7,012	5,502	5,484	5,658	5,829
PBR(고)	1.4	0.9	0.9	0.86	0.64	0.68	0.99	1.03	0.89		
PBR	1.0	0.8	0.8	0.67	0.48	0.47	0.75	0.81	0.69		
PBR(저)	0.7	0.6	0.6	0.37	0.27	0.39	0.47	0.41	0.34		
ROE	29%	-0.7%	-5.7%	-19.7%	-32%	-2%	-5%	-24%	0%	3%	6%
적용ROE	14%	-1%	-6%	-20%	-32%	-2%	-5%	-24%	3.0%		
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0~2Y		
Target PBR								0.9	타겟 ~ 0.75	현재 ~ 0.43	바텀 0.34
적정주가									4,113		1,845
목표주가								5,800	4,100		
증가(3.27)									2,345		
상승여력									74.8%		

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	282	395	398	395
현금 및 현금성자산	60	67	52	50
단기금융자산	27	27	26	26
매출채권	22	80	83	84
재고자산	152	200	215	213
비유동자산	462	475	486	495
유형자산	437	448	458	468
무형자산	6	5	4	3
자산총계	743	870	885	890
유동부채	490	666	562	567
매입채무	-	157	168	169
단기차입금	43	103	153	153
유동성장기부채	181	170	0	0
비유동부채	22	22	143	137
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	120	114
부채총계	512	689	704	703
지배주주지분	231	181	181	186
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	175	175	175	175
이익잉여금	6	-44	-45	-39
기타자본항목	17	18	18	18
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	231	181	181	186

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	18	-72	4	21
당기순이익	-19	-50	-1	6
유형자산감가상각비	15	17	18	18
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-
투자활동 현금흐름	-15	-430	-430	-429
유형자산의 처분(취득)	-2	-28	-28	-28
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	405	0	0	0
재무활동 현금흐름	-16	99	0	-6
단기금융부채의 증감	14	99	-120	-
장기금융부채의 증감	-30	-	120	-6
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-8	-8	-8
현금및현금성자산의증감	-12	7	-15	-2
기초현금및현금성자산	72	60	67	52
기말현금및현금성자산	60	67	52	50

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	511	674	797	788
증가율(%)	-33.5	31.8	18.3	-1.0
매출원가	509	664	735	715
매출총이익	2	10	61	73
판매비와관리비	37	33	38	38
연구개발비	4	5	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-35	-22	23	35
증가율(%)	-362.1	-36.7	-202.9	52.1
영업이익률(%)	-6.9	-3.3	2.9	4.4
이자수익	1	1	1	1
이자비용	17	18	19	22
지분법이익(손실)	0	0	-	-
기타영업외손익	13	-18	-7	-7
세전계속사업이익	-30	-55	-1	7
법인세비용	-11	-4	0	1
세전계속이익률(%)	-5.8	-8.1	-0.1	0.9
당기순이익	-19	-50	-1	6
순이익률(%)	-3.7	-7.4	-0.1	0.7
지배주주귀속 순이익	-19	-50	-1	6
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	-28	-59	-9	-3
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-385	-1,519	-17	174
BPS	7,012	5,502	5,484	5,658
CFPS	-50	-980	544	757
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				13.5
PBR	0.8	0.4	0.4	0.4
PCR	-104.6	-2.4	4.3	3.1
EV/EBITDA	-	-	6.5	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.8	-24.3	-0.3	3.1
EBITDA이익률	-3.7	-0.7	5.2	6.9
부채비율	221.8	380.0	389.6	377.4
순부채비율	59.2	98.7	107.4	102.1
매출채권회전율(x)	17.6	13.2	9.8	9.4
재고자산회전율(x)	3.2	3.8	3.8	3.7

Covid-19, 그러나 LNG 잔고와 높은 수익성은 여전

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	9,000원(하향)
종가(2019/03/27)	5,390원
상승여력	67.0%

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	4,396만주
시가총액	237십억원
외국인지분율	12.4%
52주 주가	4,180~9,180원
60일평균거래량	502,114주
60일평균거래대금	3.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-33.8	-30.5	-34.7	-33.9
상대수익률	-20.2	-8.5	-18.5	-14.1



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 1.2배로 27% 낮추고, 목표주가도 기존 13,000원에서 9,000원으로 하향

• 괴리율 조정 및 "Again 2019 Valuation"에 따라 목표주가 하향 조정

> 1Q20 프리뷰 및 2021년 실적 조정

• Covid-19가 조선사들의 긴 LNG선 잔고에는 영향을 주지 않음: 조선사들의 LNG선 건조 스케줄에 따라 동사의 실적도 2021년까지는 건조

• 1Q20은 4Q19의 OPM 18%대 서프라이즈는 아니겠지만, CAPA 확충 후 정상 가동, 원화 약세로 양호할 것 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

> 투자포인트

• 상선 발주는 상반기 중에 크게 기대하기 어렵지만, 러시아 LNG선 2개 프로젝트, Total의 모잠비크 Area1 등에서 주가 나을 경우, 상반기 Covid-19의 우려를 불식시키는 주가 동력이 될 것

• 그러나, 유가 하락 등으로 카타르 등 프로젝트의 FID 연기와 같은 리스크도 상존

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	227	273	392	395
영업이익(십억원)	6	25	40	43
순이익(십억원)	-3	18	31	32
EPS(원)	-68	414	706	735
BPS(원)	6,908	7,212	7,732	8,280
PER(배)		130	7.6	7.3
PBR(배)	1.0	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-1.0	5.9	9.5	9.2
배당수익률(%)	1.4	2.2	3.7	3.7
EV/EBITDA(배)	17.5	4.5	2.8	2.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

조선업 잔고를 타고 향후 2년 실적은 변화 없음

- 동사의 보냉재 수주와 매출은, 조선사들의 LNG선 수주와 잔고에 따라 향후 2년치가 확정되어 있음: 수주는 1년+알파, 미래 수주 및 매출물량까지는 조선사들이 2022년 인도물 영업을 상당 부분 소화했기 때문에 현재 2년이 충분히 확보되어 있음
- 따라서 1Q20과 2020년의 동사 실적에 대한 변경은 없음
- 1Q20은 환 익스포저 10%에서 0.5%p 수익성 개선 요인이 작용하며,
- 4Q19의 MDI 가격도 전분기 대비 Flat해서 큰 영향 없음: 1Q20은 MDI 가격이 12% 하락해 2Q 실적이 기대됨
- 다만, 4Q19의 Triple-X 납품 급증에 따른 18.4% OPM보다는 낮아 보일 것이지만, 4Q19 프리뷰 때도 어닝 서프라이즈를 몰랐음

그림1. Covid-19와 향후 2년 무관할 실적

(억원)

한국카본	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출 가이드스													4,300	
매출액	431	648	676	979	856	1,016	950	1,103	2,576	2,391	2,267	2,734	3,924	3,953
영업이익	24	19	27	184	59	101	98	142	269	58	62	254	400	432
금융/기타영업외	-2	4	8	-25	16	-2	-1	-4	-24	47	-3	-14	10	-3
세전사업이익	22	24	35	159	75	99	96	138	245	105	59	239	409	429
지배주주순이익	12	16	30	124	58	75	72	105	165	7	-30	182	311	323
영업이익률	5.5%	3.0%	4.0%	18.8%	6.9%	9.9%	10.3%	12.9%	10.4%	2.4%	2.7%	9.3%	10.2%	10.9%
지배주주순이익률	2.9%	2.4%	4.4%	12.6%	6.8%	7.4%	7.6%	9.5%	6.4%	0.3%	-1.3%	6.7%	7.9%	8.2%
EPS(원)	28	36	68	281	132	171	165	239	375	17	-68	414	706	735
BPS(원)	6,862	6,873	6,854	7,212	7,344	7,515	7,680	7,732	7,189	7,059	6,908	7,212	7,732	8,280
LNG 매출	273	465	519	743	667	801	746	902	1,773	1,542	1,440	2,000	3,117	3,123
YoY										-13%	-7%	39%	56%	0%
영업이익(e)	28	2	53	180	55	96	93	137	263	16	50	263	381	411

VALUATION: 타겟 PBR 1.2배로, 목표주가도 9,000원으로 하향 조정

- 조선기자재인 동사의 타겟 PBR도 기존 1.6배에서 1.2배로 조선업의 -20%에 준하는 -27% 낮추고
- 동사의 목표주가도 기존 13,000원에서 9,000원으로 31% 낮춤: 주가 상승여력 67%

그림2. 타겟 PBR 1.2배로 낮추고, 목표주가도 9,000원으로 하향

한국카본	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
EPS	511	553	375	17	-68	414	706	735
BPS	6,884	6,876	7,189	7,059	6,908	7,212	7,732	8,280
PBR(고)	1.2	1.3	1.0	1.0	1.2	1.37	1.27	
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	1.09	0.70	
PBR(저)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.92	0.54	
ROE	7.2%	7.7%	5.3%	2.6%	-0.9%	5.6%	9.0%	8.6%
적용ROE	7%	6%			2.4%	7.3%	9%	9%
└ FWD 2년	2Y	FWD 2Y			0~1Y	0~1Y	0Y	
COE(고)	6.0%	5.0%	3.9%	0.8%	2.0%	5.4%	7.0%	
COE(평)	7.8%	6.8%	4.5%	0.9%	2.5%	6.8%	12.6%	
적용ROE: 2020-2021						7.3%	8.8%	
적용COE: TRL 참조						5.0%	7.5%	
Target PBR						1.47	1.2	~ 현재 ~ 0.70
적정주가						10,571	9,075	
목표주가						13,000	9,000	
증가(3.27)							5,390	
상승여력							67%	

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	190	225	264	294
현금 및 현금성자산	28	40	50	72
단기금융자산	80	64	64	64
매출채권	24	66	71	79
재고자산	56	55	78	79
비유동자산	170	199	207	216
유형자산	103	118	123	128
무형자산	4	3	2	2
자산총계	360	424	471	510
유동부채	47	92	116	130
매입채무	19	59	83	97
단기차입금	8	8	8	8
유동성장기부채	-	1	-	-
비유동부채	9	15	15	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	3	3	3
부채총계	56	107	131	146
지배주주지분	304	317	340	364
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	85	85	85	85
이익잉여금	219	232	255	279
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	304	317	340	364

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	43	31	33	46
당기순이익	-3	18	31	32
유형자산감가상각비	5	6	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-2	-1	-	-
투자활동 현금흐름	-113	-15	-10	-11
유형자산의 처분(취득)	-26	-22	-12	-13
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-33	-15	-4	-4
재무활동 현금흐름	-4	-5	-6	-8
단기금융부채의 증감	-1	1	-1	-
장기금융부채의 증감	0	-2	0	0
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감	-74	11	11	22
기초현금및현금성자산	103	28	40	50
기말현금및현금성자산	28	40	50	72

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	227	273	392	395
증가율(%)	-5.2	20.6	43.5	0.7
매출원가	201	221	316	316
매출총이익	26	52	76	80
판매비와관리비	19	27	36	36
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	6	25	40	43
증가율(%)	6.0	310.6	57.6	8.0
영업이익률(%)	2.7	9.3	10.2	10.9
이자수익	2	3	3	4
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	-2	-1	-	-
기타영업외손익	-1	-2	-2	-2
세전계속사업이익	6	24	41	43
법인세비용	0	7	10	11
세전계속이익률(%)	2.6	8.7	10.4	10.8
당기순이익	-3	18	31	32
순이익률(%)	-1.3	6.7	7.9	8.2
지배주주귀속 순이익	-3	18	31	32
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	-3	18	31	33
지배주주귀속 총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-68	414	706	735
BPS	6,908	7,212	7,732	8,280
CFPS	70	574	880	918
DPS	100	120	200	200
Valuation(배)				
PER		13.0	7.6	7.3
PBR	1.0	0.7	0.7	0.7
PCR	99.9	9.4	6.1	5.9
EV/EBITDA	17.5	4.5	2.8	2.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-1.0	5.9	9.5	9.2
EBITDA이익률	5.4	11.8	12.1	13.0
부채비율	18.6	33.6	38.6	40.1
순부채비율	-31.2	-28.6	-30.1	-34.0
매출채권회전율(x)	7.0	6.0	5.7	5.3
재고자산회전율(x)	3.7	4.9	5.9	5.0

Covid-19, 그러나 LNG 잔고는 2년 치

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	10,000원(하향)
종가(2019/03/27)	6,010원
상승여력	66.4%

Stock Indicator

자본금	14십억원
발행주식수	2,698만주
시가총액	162십억원
외국인지분율	4.4%
52주주가	4,685~11,200원
60일평균거래량	331,797주
60일평균거래대금	3.0십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-36.3	-41.1	-42.8	-30.5
상대수익률	-21.9	-20.1	-26.2	-2.2



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 2.2배로 27% 낮추고, 목표주가도 기존 14,000원에서 10,000원으로 하향

• 괴리율 조정 및 "Again 2019 Valuation"에 따라 목표주가 하향 조정

> 1Q20 프리뷰 및 2021년 실적 조정

• Covid-19가 당장 조선사들이 보유한 2~3년치 LNG선 잔고에는 영향을 주지 않음: 조선사들의 LNG선 건조 스케줄에 따라 동사의 실적도 2021년까지는 견조

• 동사는 4Q10 10기 → 20기 캐파 가동을 마치고 1Q20부터 가동률을 끌어올리는 중 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

> 투자포인트

• 상선 발주는 상반기 중에 크게 기대하기 어렵지만, 러시아 LNG선 2개 프로젝트, Total의 모잠비크 Area1 등에서 수주가 나올 경우, 상반기 Covid-19의 우려를 불식시키는 주가 동력이 될 것

• 그러나, 유가 하락 등으로 카타르 등 프로젝트의 FID 연기와 같은 리스크도 상존

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	188	253	399	442
영업이익(십억원)	-9	27	41	56
순이익(십억원)	-12	18	26	37
EPS(원)	-453	673	971	1,380
BPS(원)	2,740	3,193	3,874	4,844
PER(배)		8.9	6.2	4.4
PBR(배)	2.8	1.9	1.6	1.2
ROE(%)	-15.3	22.7	27.5	31.7
배당수익률(%)		3.7	4.8	6.8
EV/EBITDA(배)	-	6.1	4.6	3.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

조선업 잔고를 타고 향후 2년 실적은 변화 없음

- 동사의 보냉재 수주와 매출은, 조선사들의 LNG선 수주와 잔고에 따라 향후 2년치가 확정되어 있음: 수주는 1년+알파, 미래 수주 및 매출물량까지는 조선사들이 2022년 인도물 영업을 상당 부분 소화했기 때문에 현재 2년이 충분히 확보되어 있음
- 따라서 1Q20과 2020년의 동사 실적에 대한 변경은 없음
- 1Q20 영업이익률은 11.2%로 전분기대비 3.0% 개선을 예상하는데
- 1) 환 익스포저 50%에서 1.4%p 수익성 개선 요인이 작용하며, 2) 20기 Full CAPA 및 라인 자동화 효과가 작용할 것으로 기대

그림1. Covid-19와 향후 2년 무관할 실적

										(억원)				
동성화인텍	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20		2017	2018	2019	2020	2021
매출액	512	523	608	889	844	1,009	1,006	1,134		2,310	1,881	2,533	3,993	4,424
영업이익	81	80	36	72	83	117	104	107		-252	-85	269	411	559
금융/기타영업외	-7	-64	-22	5	-18	-18	-17	-17		-65	-6	-88	-71	-68
세전사업이익	74	16	14	77	65	99	86	89		-317	-92	181	340	491
지배주주순이익	74	11	12	85	50	77	67	69		-309	-122	182	262	372
영업이익률	15.8%	15.2%	6.0%	8.1%	9.9%	11.6%	10.3%	9.4%		-10.9%	-4.5%	10.6%	10.3%	12.6%
지배주주순이익률	14.5%	2.1%	2.0%	9.5%	5.9%	7.6%	6.6%	6.1%		-13.4%	-6.5%	7.2%	6.6%	8.4%
MSI(LNG) 매출	447	464	543	855	786	940	943	1,074		2,024	1,582	2,308	3,743	4,150
YoY										-35%	-22%	46%	62%	11%
영업이익	82	73	33	73	83	117	103	106		-275	-106	261	409	554
영업이익률	18.4%	15.7%	6.1%	8.6%	10.6%	12.4%	10.9%	9.8%		-13.6%	-6.7%	11.3%	10.9%	13.3%
기타 매출	66	60	65	34	58	69	63	60		286	299	225	250	274
영업이익	-1	7	3	-1	0	0	1	1		23	21	8	2	5
영업이익률	-1.9%	11.5%	5.2%	-3.0%	-0.5%	0.5%	1.5%	1.5%		8.0%	6.9%	3.6%	0.8%	1.9%

VALUATION: 타겟 PBR 2.2배로, 목표주가도 10,000원으로 하향 조정

- 조선기자재인 동사의 타겟 PBR도 기존 3.0배에서 2.2배로 조선업의 -20%에 준하는 -27% 낮추고
- 동사의 목표주가도 기존 14,000원에서 10,000원으로 29% 낮춤: 주가 상승여력 66%

그림2. 타겟 PBR 2.2배로 낮추고, 목표주가도 10,000원으로 하향

계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
주식수(백만주)	27	27	27	27	27	27	27	27	27
↓									
주식수(CB 모두 전환 가정)	27	27	27	27	27	30	30	30	30
EPS	871	525	362	-1,147	-453	673	971	1,380	1,344
↓									
EPS(CB 모두 전환 가정)	871	525	362	-1,147	-453	638	862	1,224	1,192
BPS	3,816	4,200	4,432	3,199	2,740	3,193	3,874	4,844	5,788
↓									
BPS(CB 모두 전환 가정)	3,816	4,200	4,432	3,199	2,740	4,147	4,752	5,612	6,450
PBR(고)	3.5	2.1	1.6	2.6	3.4	3.5	2.6		
PBR	2.8	1.6	1.3	1.9	2.7	2.5	1.3		
PBR(저)	2.0	1.1	0.8	1.5	1.9	2.2	1.0		
ROE	25.1%	25.0%	7.7%	-31.3%	-12.5%	22.7%	27.5%	31.7%	25.3%
ROE(CB 모두 전환 가정)	25.1%	25.0%	7.7%	-31.3%	-12.5%	18.2%	19.4%	23.6%	19.8%
COE(고)	7.1%	8.0%	-7.4%	-8.5%	2.4%	5.3%	7.4%		
COE(평)	9.0%	10.4%	-9.2%	-11.5%	3.1%	7.4%	15.3%		
적용ROE: 2020-2021					8.3%	18.8%	19.4%	← FWD 2year	
적용COE: TRL 참조					4.2%	5.5%	10.0%		
Target PBR					2.0	3.4	2.2		
적정주가						14,146	10,454		
목표주가						14,000	10,000		
증가(3.27)							6,010		
상승여력							66%		

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	84	135	171	204
현금 및 현금성자산	15	42	35	56
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	19	37	51	54
재고자산	45	51	80	88
비유동자산	121	126	132	137
유형자산	115	120	124	128
무형자산	1	0	0	0
자산총계	205	262	303	341
유동부채	116	150	173	184
매입채무	16	36	59	70
단기차입금	31	91	91	91
유동성장기부채	51	4	4	4
비유동부채	15	25	25	26
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	15	15	15
부채총계	131	175	199	210
지배주주지분	74	86	105	131
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	43	43	43	43
이익잉여금	20	32	51	77
기타자본항목	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	74	86	105	131

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	18	17	14	43
당기순이익	-10	18	26	37
유형자산감가상각비	6	10	11	11
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	1	-16	-18	-17
유형자산의 처분(취득)	-3	-15	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	1	-1	-2	0
재무활동 현금흐름	-19	24	-6	-8
단기금융부채의증감	-9	13	-	-
장기금융부채의증감	-9	10	0	0
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	0	28	-7	21
기초현금및현금성자산	14	15	42	35
기말현금및현금성자산	15	42	35	56

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	188	253	399	442
증가율(%)	-18.5	34.6	57.7	10.8
매출원가	175	202	321	345
매출총이익	13	51	78	97
판매비와관리비	22	24	37	41
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-9	27	41	56
증가율(%)	-66.2	-415.8	52.6	36.0
영업이익률(%)	-4.5	10.6	10.3	12.6
이자수익	0	0	1	1
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	-6	-5	-5
세전계속사업이익	-9	18	34	49
법인세비용	1	0	8	12
세전계속이익률(%)	-4.9	7.2	8.5	11.1
당기순이익	-10	18	26	37
순이익률(%)	-5.3	7.2	6.6	8.4
지배주주귀속 순이익	-12	18	26	37
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	-10	18	26	37
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-453	673	971	1,380
BPS	2,740	3,193	3,874	4,844
CFPS	-213	1,060	1,374	1,798
DPS	-	220	290	410
Valuation(배)				
PER		8.9	6.2	4.4
PBR	2.8	1.9	1.6	1.2
PCR	-36.2	5.7	4.4	3.3
EV/EBITDA	-	6.1	4.6	3.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-15.3	22.7	27.5	31.7
EBITDA이익률	-1.1	14.8	13.0	15.2
부채비율	177.4	203.5	190.0	160.6
순부채비율	96.8	78.2	71.2	41.1
매출채권회전율(x)	5.5	9.0	9.1	8.4
재고자산회전율(x)	5.1	5.3	6.1	5.3

한국조선해양의 잔고를 따라, Covid-19에도 2년간 큰 문제 없음

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	4,500원(하향)
종가(2019/03/27)	2,595원
상승여력	73.4%

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	3,837만주
시가총액	100십억원
외국인지분율	0.5%
52주 주가	1,700~5,480원
60일평균거래량	200,713주
60일평균거래대금	0.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.1	-43.5	-51.8	-46.3
상대수익률	-8.5	-21.5	-35.6	-26.5



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 1.2배에서 1.1배로 낮추고 목표주가도 4,500원으로 10% 낮춤

- 동사 목표주가를 기존 5,000원에서 4,500원으로 10% 하향 조정
- 상대적으로 조정폭 작은데, 1) 4Q19에서 이미 목표주가를 한 차례 낮췄고, 2) 자사주 매입으로 최근 주가 회복폭이 여타 기자재 업체들보다 컸기 때문

> 1Q20 프리뷰보다 2021년을 기대하는 중

- 현대중공업의 건조량 증가가 올해도 5%~10%로 정해져 있어 Covid-19의 영향은 없음, 1Q는 원화 약세로 양호 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

- 다만, 올해 LPG 탱커 매출 비중은 큰 변화 없어서, 올해 연중으로 수익성은 매출 증가 정도의 개선, 그러나

> LNG연료탱커 제작을 통해 성장 도모

- 4Q19에 LNG연료탱커에서 선비용 투입으로 부진했지만, 이는 2Q~3Q에 환입 예정: 결국 LNG연료탱커가 제2의 LPG탱커로써, 동사의 성장 동력
- LNG-Fuel이 확산 일로에 있다가, Covid-19와 저유가[HFO 가격 하락으로 대안에 대한 고민 감소]의 폭탄을 맞은 상황

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	218	296	312	356
영업이익(십억원)	8	9	14	20
순이익(십억원)	2	3	6	10
EPS(원)	46	71	156	252
BPS(원)	4,048	4,102	4,217	4,409
PER(배)	84.3	36.4	16.7	10.3
PBR(배)	1.0	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	1.1	1.7	3.7	5.8
배당수익률(%)	0.5	0.8	1.5	2.3
EV/EBITDA(배)	17.8	13.3	10.6	8.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

현대중공업 잔고를 타고 향후 2년 실적은 큰 변화 없음

- 동사 매출의 95% 안팎은 한국조선해양의 건조량을 따라감: 올해 현대중공업의 10% 매출 성장은 Covid-19에 무관
- 4Q19에 LNG연료탱커 비용 선투입의 일회성 요인으로 적자전환했지만, 이를 제거할 경우 흑자이며, 이 비용은 올해 연중으로 환입 가능
- 1Q20 영업이익률은 3.3%로, 2019년의 연간 3.2%에 준하는 수준으로 제시하며
- 2Q~3Q에 육상모듈 납품과 LNG 연료탱커 환입에 따라 실적이 튼튼한 분기를 기대하며
- 동사의 LNG-Fuel 연료 탱커 추가 수주 또는 조선사들의 LNG-Fuel 상선 수주 모멘텀을 기다리지만 Covid-19로 불확실로 전환 중

그림1. 현대중공업의 향후 2년 건조 스케줄을 따라 건조할 실적

(억원)													
세진중공업	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020	2021
가이던스 매출										2,300	2,700		
매출액	649	911	709	690	686	780	749	905	2,518	2,182	2,959	3,120	3,562
YoY	71%	75%	15%	4%	6%	-14%	6%	31%	-41%	-13%	36%	5%	14%
영업이익	30	48	23	-8	23	36	55	30	71	84	94	143	204
YoY	-223%	65%	-35%	-118%	-24%	-26%	138%	-467%	-64%	17%	12%	53%	42%
금융/기타영업외	-12	-19	-10	-14	-18	-15	-16	-17	-48	-63	-55	-67	-78
세전사업이익	18	30	13	-22	5	21	38	12	24	21	39	77	126
지배주주순이익	13.2	19	8	-13	3.8	16	30	10	19	18	27	60	97
영업이익률	4.7%	5.3%	3.2%	-1.2%	3.3%	4.6%	7.3%	3.3%	2.8%	3.8%	3.2%	4.6%	5.7%
지배주주순이익률	2.0%	2.1%	1.1%	-1.9%	0.6%	2.1%	4.0%	1.1%	0.7%	0.8%	0.9%	1.9%	2.7%
EPS(원)	34	50	21	-34	10	42	78	25	49	46	71	156	252
BPS(원)	4,030	4,083	4,083	4,102	4,111	4,154	4,232	4,217	4,092	4,048	4,102	4,217	4,409

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 1.1배로, 목표주가도 4,500원으로 하향 조정

- 앞 산업자료의 "Again 2019 Valuation 조정"에 따라 조선기자재인 동사의 타겟 PBR도 기존 1.2배에서 1.1배로 낮추고
- 동사의 목표주가도 기존 5,000원에서 4,500원으로 10% 낮춤: 주가 상승여력 73%

그림2. 타겟 PBR 1.1배로 낮추고, 목표주가도 4,500원으로 하향

PBR Valuation	2018년	2019년	2020년	2021년
EPS	46	71	156	252
BPS	4,048	4,102	4,217	4,409
PBR(고)	1.27	1.38	1.16	
PBR	1.04	1.15	0.62	
PBR(저)	0.69	0.93	0.39	
ROE	1.1%	2%	4%	6%
COE(고)	0.9%	1.4%	3.2%	
COE(평)	1.1%	1.7%	6.1%	
적용ROE = FWD +0Y	2.9%	2.9%	4.8%	5.8%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+1~2Y	+0~1Y	+0Y	+0Y
적용COE		4.0%	4.5%	4.0%
Target PBR		1.5	1.1	1.5
적정주가		6,200	4,500	6,400
19년~20년 평균				
목표주가		5,000	4,500	
증가(3.27)			2,595	
상승여력			73%	

PER 크로스체크	2018년	2019년	2020년	2021년
매출액	2,182	2,959	3,120	3,562
영업이익	84	94	143	204
지배주주순이익	18	27	60	97
EPS	46	71	156	252

	2018년	2019년	2020년	2021년
10	500	700	1,600	2,500
15	700	1,100	2,300	3,800
적정 PER 20	900	1,400	3,100	5,000
25	1,200	1,800	3,900	6,300

	2019 EPS	2020 EPS	2021 EPS
현재 PER	36.4	16.7	10.3
TP의 PER	63.1	28.9	17.8

2021년 타겟 PER 18배 ↑

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	86	127	158	161
현금 및 현금성자산	4	25	44	29
단기금융자산	5	5	5	5
매출채권	27	38	47	58
재고자산	52	59	62	71
비유동자산	282	269	273	278
유형자산	256	241	243	246
무형자산	8	8	8	8
자산총계	368	397	431	440
유동부채	194	220	249	250
매입채무	27	31	40	50
단기차입금	135	165	185	176
유동성장기부채	26	18	18	18
비유동부채	16	16	17	17
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	210	236	266	267
지배주주지분	155	157	162	169
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9
이익잉여금	126	128	132	139
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	3	3	3	3
자본총계	158	160	165	172

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	21	0	15	14
당기순이익	2	3	6	10
유형자산감가상각비	8	9	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-19	1	-14	-15
유형자산의 처분(취득)	-5	6	-12	-12
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-8	-4	-1	-2
재무활동 현금흐름	-3	22	20	-11
단기금융부채의 증감	3	22	20	-9
장기금융부채의 증감	-5	-	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의 증감	-1	21	18	-15
기초현금및현금성자산	5	4	25	44
기말현금및현금성자산	4	25	44	29

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	218	296	312	356
증가율(%)	-13.3	35.6	5.4	14.2
매출원가	198	271	281	317
매출총이익	20	25	31	39
판매비와관리비	12	15	16	19
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	8	9	14	20
증가율(%)	17.5	11.6	53.1	42.1
영업이익률(%)	3.8	3.2	4.6	5.7
이자수익	0	0	-2	-2
이자비용	5	2	7	7
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	0	3	2
세전계속사업이익	2	4	8	13
법인세비용	0	1	2	3
세전계속이익률(%)	1.0	1.3	2.5	3.5
당기순이익	2	3	6	10
순이익률(%)	0.8	1.0	1.9	2.7
지배주주귀속 순이익	2	3	6	10
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	2	3	6	10
지배주주귀속 총포괄이익	-	-	-	-

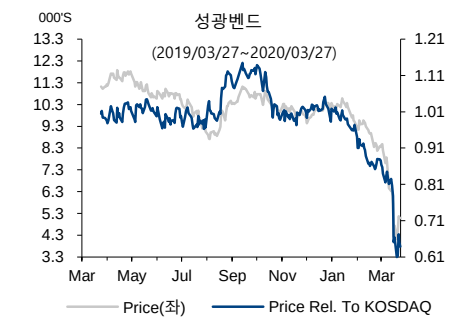
주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	46	71	156	252
BPS	4,048	4,102	4,217	4,409
CFPS	268	319	402	505
DPS	20	20	40	60
Valuation(배)				
PER	84.3	36.4	16.7	10.3
PBR	1.0	0.6	0.6	0.6
PCR	14.5	8.1	6.5	5.1
EV/EBITDA	17.8	13.3	10.6	8.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.1	1.7	3.7	5.8
EBITDA이익률	7.7	6.4	7.6	8.4
부채비율	132.5	147.2	161.3	155.2
순부채비율	95.2	94.7	93.1	92.6
매출채권회전율(x)	6.0	9.1	7.3	6.8
재고자산회전율(x)	5.3	5.3	5.1	5.3

BEP 이상 매출과 환율 상승으로, Covid-19에도 1Q20 실적은 견조

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	9,000원(하향)
종가(2019/03/27)	5,050원
상승여력	78.2%

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,860만주
시가총액	144십억원
외국인지분율	18.5%
52주 주가	4,095~11,850원
60일평균거래량	140,600주
60일평균거래대금	1.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-38.0	-51.2	-52.8	-54.1
상대수익률	-23.6	-30.3	-36.2	-25.8



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 0.8배에서 0.6배로, 목표주가도 12,500원에서 9,000원으로 하향

- 괴리율 조정 및 앞 산업 부문의 "Again 2019 Valuation"에 따라 동사 타겟 PBR을 기존 0.8배에서 0.6배로 내림
- PBR 조정은 태광과 동일: 괴리율 때문에 낮은 PBR 0.6배를 제시하지만, 재무 안정성과 과점성으로 가치주가 분명

> 1Q20 프리뷰

- Covid-19에 따른 단기 실적 영향은 없으며, 오히려 1Q는 원화 약세로 호조 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

> 투자포인트

- 주주는 2016년 1,689억원을 바닥으로 작년 2,079억원까지 매년 성장했고
- 매출도 2015년 1,457억원을 바닥으로 2019년 2,024억원으로 BEP 이상으로 성장해 2019년 흑자전환에도 성공
- 그리고 2020년 1분기 주수도 아직 Covid-19의 영향을 받고 있지 않다는 가이던스
- 그러나, Upstream 다수 사업들의 건설이 늦어지고, 신규 사업들의 FID가 영향을 받을 것으로 판단해, 동사의 올해 주 전망을 기존 2,460억원에서 2,200억원으로 낮추고, 2020년~2021년 매출도 하향 조정
- 경기 침체기에 진입하는 동사의 재무구조는 튼튼: 3Q19 407억원의 순현금 보유

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	170	202	209	229
영업이익(십억원)	-15	6	7	10
순이익(십억원)	-8	6	7	8
EPS(원)	-291	195	230	272
BPS(원)	15,246	15,357	15,488	15,660
PER(배)		25.9	21.9	18.5
PBR(배)	0.7	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	-1.9	1.3	1.5	1.7
배당수익률(%)	0.9	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	-	12.4	11.4	10.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2021년 실적 하향 조정

- 1Q는 환 익스포저 35% 안팎에서 원달러 환율 2.7% 상승으로 수익성 호조를 보일 것으로 예상
- 중장기 실적은, 올해 수주 예상을 기존 2,460억원에서 2,200억원으로 내리고 2020년~2021년 매출 예상치를 각각 -3%, -10% 하향 조정

그림1. 2020년~2021년 수주와 매출 예상치 하향 조정

(억원)													
성광벤드	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020	2021
										기존 매출액:		2,149	2,537
										조정폭:		-3%	-10%
매출액	506	506	493	519	512	523	502	554	1,457	1,699	2,024	2,092	2,286
영업이익	9	22	14	18	22	23	25	5	-186	-145	62	75	100
금융/기타영업외	11	14	17	-14	14	4	4	2	-57	42	28	24	16
세전사업이익	19	36	31	4	36	27	29	7	-243	-103	90	98	116
지배주주순이익	12	28	19	-3	24	18	19	5	-163	-83	56	66	78
영업이익률	1.7%	4.4%	2.8%	3.4%	4.3%	4.4%	5.0%	0.9%	-12.8%	-8.5%	3.1%	3.6%	4.4%
지배주주순이익률	2.4%	5.5%	3.8%	-0.6%	4.6%	3.4%	3.8%	0.9%	-11.2%	-4.9%	2.8%	3.1%	3.4%
EPS(원)	43	98	66	-11	83	62	68	17	-571	-291	195	230	272
BPS(원)	15,208	15,305	15,370	15,357	15,441	15,503	15,570	15,488	15,747	15,246	15,357	15,488	15,660
수주	456	502	541	580	550e	550e	550e	550e	1,722	1,944	2,079	2,199	2,462

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 0.6배로, 목표주가도 9,000원으로 하향 조정

- 조선기자재인 동사의 타겟 PBR도 기존 0.8배에서 0.6배로 25% 하향: 조선업의 20%에 준함
- 이에 따라 동사의 목표주가도 기존 12,500원에서 9,000원으로 29% 낮춤: 주가 상승여력 78%

그림2. 타겟 PBR 0.6배로 낮추고, 목표주가도 9,000원으로 하향

성광벤드	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	2,386	1,533	680	159	-571	-291	195	230	272	319
BPS	14,804	15,806	16,277	16,401	15,747	15,246	15,357	15,488	15,660	15,879
PBR(고)	2.1	1.7	1.0	0.8	0.7	0.91	0.81	0.70		
PBR	1.9	1.5	0.7	0.6	0.6	0.77	0.69	0.55		
PBR(저)	1.4	1.2	0.5	0.5	0.6	0.63	0.55	0.26		
ROE	18.1%	10.3%	4.3%	1.0%	-4%	-2%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%
적용ROE	14%	7%	3%	-1%	1%	2%	2%	1.6%	1.9%	3.6%
└ FWD	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y	0~1Y
COE(고)	8.5%	6.0%	4.3%	1.2%	-5.0%	-2.1%	1.6%	2.2%		
COE(평)	9.6%	7.1%	5.9%	1.7%	-5.7%	-2.5%	1.9%	2.8%		
적용ROE = 당해							1.4%	1.6%		
적용COE = TRL 참조							혼돈의 구간 →	N/A		
Target PBR							1.0	0.60		
적정주가							15,357	9,293		
목표주가							12,500	9,000		
증가(3.27)								5,050		
상승여력								78%		

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	241	274	291	321
현금 및 현금성자산	34	51	61	71
단기금융자산	25	25	24	24
매출채권	51	53	56	62
재고자산	126	140	145	159
비유동자산	259	266	272	278
유형자산	252	258	264	270
무형자산	1	1	1	1
자산총계	500	539	563	599
유동부채	32	49	50	84
매입채무	18	16	17	21
단기차입금	3	23	23	53
유동성장기부채	2	2	2	2
비유동부채	32	51	70	67
사채	-	-	-	-
장기차입금	18	37	55	52
부채총계	64	100	120	151
지배주주지분	436	439	443	448
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	4	4	4	4
이익잉여금	432	435	438	443
기타자본항목	-14	-14	-14	-14
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	436	439	443	448

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-23	-11	4	-5
당기순이익	-8	6	7	8
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	18	-11	-10	-11
유형자산의 처분(취득)	-6	-10	-11	-11
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-1	0	-1
재무활동 현금흐름	1	36	15	24
단기금융부채의 증감	4	20	-	30
장기금융부채의 증감	-	19	18	-3
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-3	17	10	10
기초현금및현금성자산	37	34	51	61
기말현금및현금성자산	34	51	61	71

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	170	202	209	229
증가율(%)	16.6	19.1	3.4	9.3
매출원가	155	167	171	185
매출총이익	15	36	38	43
판매비와관리비	29	30	31	33
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-15	6	7	10
증가율(%)	-22.2	-142.7	20.5	34.4
영업이익률(%)	-8.5	3.1	3.6	4.4
이자수익	1	-	-	-
이자비용	0	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	4	4	2	2
세전계속사업이익	-10	9	10	12
법인세비용	-2	3	3	4
세전계속이익률(%)	-6.1	4.4	4.7	5.1
당기순이익	-8	6	7	8
순이익률(%)	-4.9	2.8	3.1	3.4
지배주주귀속 순이익	-8	6	7	8
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	-11	3	4	5
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-291	195	230	272
BPS	15,246	15,357	15,488	15,660
CFPS	-168	348	395	448
DPS	100	100	100	100
Valuation(배)				
PER		25.9	21.9	18.5
PBR	0.7	0.3	0.3	0.3
PCR	-68.0	14.5	12.8	11.3
EV/EBITDA	-	12.4	11.4	10.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-1.9	1.3	1.5	1.7
EBITDA이익률	-6.5	5.2	5.8	6.6
부채비율	14.6	22.8	27.0	33.6
순부채비율	-8.3	-3.0	-1.2	2.7
매출채권회전율(x)	3.4	3.9	3.8	3.9
재고자산회전율(x)	1.4	1.5	1.5	1.5

Upstream 투자 보류로 우려 vs. 불황을 지날 체력

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	10,000원(하향)
종가(2019/03/27)	6,440원
상승여력	55.3%

Stock Indicator

자본금	13십억원
발행주식수	2,650만주
시가총액	171십억원
외국인지분율	15.4%
52주 주가	5,670~12,000원
60일평균거래량	120,936주
60일평균거래대금	1.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.7	-35.9	-40.4	-43.0
상대수익률	-13.2	-13.8	-24.2	-23.3



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 0.8배에서 0.6배로, 목표주가도 13,000원에서 10,000원으로 하향

- 괴리율 조정 및 앞 산업 부문의 "Again 2019 Valuation"에 따라 동사 타겟 PBR을 기존 0.8배에서 0.6배로 내림
- PBR 조정은 성광벤드와 동일: 괴리율 때문에 낮은 PBR 0.6배를 제시하지만, 재무안정성과 독과점 경쟁력의 가치주

> 1Q20 프리뷰

- Covid-19에 따른 단기 실적 문제는 없음: 오히려 1Q20는 원화 약세로 호조 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

> 투자포인트

- 수주는 2017년 1,733억원을 바닥으로 작년 2,249억원까지 매년 성장했고, 매출도 2018년 1,586억원에서, 2019년 1,898억원으로 턴어라운드 성공: 경쟁사보다 BEP 레벨이 낮아 2018년 1,586억원 매출에서도 OPM 2.7%
- 2020년 Covid-19 확산으로 해외 영업과 고객사의 국내 방문 및 미팅에 다소 차질이 발생하고 있다는 안내
- 즉, Upstream 다수 사업들의 건설이 늦어지고 신규 사업 FID가 다수 미루어질 것으로 판단해, 동사의 올해 수주 전망을 기존 2,365억원에서 2,200억원으로 낮추고, 2020년~2021년 매출도 각각 -2%, -5% 하향 조정
- 경기 침체기에 진입하는 동사의 재무구조는 575억원(3Q19)의 순현금을 보유 중

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	159	190	217	231
영업이익(십억원)	4	9	9	13
순이익(십억원)	10	11	10	12
EPS(원)	380	408	373	458
BPS(원)	16,001	16,307	16,580	17,038
PER(배)	30.8	15.8	17.3	14.0
PBR(배)	0.7	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	4.7	2.5	2.3	2.7
배당수익률(%)	0.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	25.2	7.8	8.6	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2021년 실적 하향 조정

- 1Q는 매출이 작지만, 환 익스포져 35% 안팎에서 원달러 환율 2.7% 상승으로 수익성 호조를 보일 것으로 예상
- 중장기 실적은, 올해 수주 예상을 기존 2,360억원에서 2,200억원으로 내리고 2020년~2021년 매출 예상치를 각각 -2%, -10% 하향 조정

그림1. 2020년~2021년 수주와 매출 예상치 하향 조정

										(억원)				
태광	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20		2017	2018	2019	2020	2021
										기존 매출액:		2,217	2,433	
										조정폭:		-2%	-5%	
매출액	368	488	479	563	477	542	520	628		1,842	1,586	1,898	2,167	2,306
영업이익	0	29	25	33	28	29	26	9		45	43	87	91	134
금융/기타영업외	44	26	22	-36	19	5	4	2		-261	90	55	30	15
세전사업이익	44	55	46	-3	47	34	30	11		-216	133	142	121	148
순이익	39	37	35	-4	36	30	24	9		-162	102	108	99	121
영업이익률	0.1%	6.0%	5.1%	5.8%	5.8%	5.4%	4.9%	1.4%		2.4%	2.7%	4.6%	4.2%	5.8%
순이익률	10.6%	7.7%	7.4%	-0.7%	7.5%	5.5%	4.6%	1.4%		-8.8%	6.4%	5.7%	4.6%	5.3%
EPS(원)	148	141	133	-15	136	113	91	33		-612	380	408	373	458
BPS(원)	16,073	16,256	16,342	16,307	16,209	16,322	16,433	16,580		15,818	16,001	16,307	16,580	17,038
수주	507	510	602	630	550e	550e	550e	550e		1,733	1,835	2,249	2,199	2,131

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 0.6배로, 목표주가도 10,000원으로 하향 조정

- 조선기자재인 동사의 타겟 PBR도 기존 0.8배에서 0.6배로 25% 하향: 조선업의 20%에 준함
- 이에 따라 동사의 목표주가도 기존 13,000원에서 10,000원으로 22% 낮춤: 주가 상승여력 55%

그림2. 타겟 PBR 0.6배로 낮추고, 목표주가도 10,000원으로 하향

태광	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	1,141	343	599	299	-612	380	408	373	458	515
BPS	16,573	16,038	16,195	16,426	15,818	16,001	16,307	16,580	17,038	17,553
PBR(고)	1.7	1.4	0.76	0.75	0.79	0.98	0.80	0.68		
PBR	1.4	1.0	0.64	0.55	0.61	0.80	0.63	0.44		
PBR(저)	1.2	0.9	0.51	0.49	0.51	0.61	0.50	0.34		
ROE	7%	2%	4%	2%	-4%	2%	2.5%	2.3%	2.7%	3.0%
적용ROE	5%	3.0%	2.8%	-1.0%	-0.7%	2.5%	2.4%	2.5%	2.9%	3.0%
↳ FWD +0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y
COE(고)	4.3%	1.6%	4.9%	2.4%	-4.8%	2.5%	3.1%	3.3%		
COE(중앙값)	5.0%	2.0%	6.2%	3.1%	-6.1%	3.2%	4.1%	5.0%		
적용ROE =당해						2.5%	2.4%	2.5%		
적용COE = TRL 참조					지난 2년의 {고점과 중앙값}의 평균			3.9%		
적정 PBR								0.64		
Target PBR							0.8	0.60		
적정주가							13,046	9,948		
목표주가								10,000		
증가(3.27)								6,440		
상승여력								55%		

자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	277	290	297	309
현금 및 현금성자산	56	25	5	5
단기금융자산	24	24	24	24
매출채권	71	89	109	122
재고자산	126	152	161	159
비유동자산	184	188	192	195
유형자산	158	162	165	168
무형자산	1	1	1	1
자산총계	461	478	489	504
유동부채	21	29	33	36
매입채무	7	15	19	21
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	12	12	13	13
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	33	42	46	49
지배주주지분	424	432	439	452
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	34	34	34	34
이익잉여금	391	399	406	418
기타자본항목	-14	-14	-14	-14
비지배주주지분	4	4	4	4
자본총계	428	436	443	455

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	6	-10	0	23
당기순이익	10	11	10	12
유형자산감가상각비	5	7	7	8
무형자산상각비	0	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1	63	62	62
유형자산의 처분(취득)	-26	-10	-11	-11
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-24	0	0	0
재무활동 현금흐름	3	2	1	1
단기금융부채의 증감	-	-	-	-
장기금융부채의 증감	-	-	-	-
자본의 증감	-	0	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	7	-30	-20	0
기초현금및현금성자산	49	56	25	5
기말현금및현금성자산	56	25	5	5

자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	159	190	217	231
증가율(%)	-	19.6	14.2	6.4
매출원가	136	162	186	194
매출총이익	23	28	31	37
판매비와관리비	19	19	22	23
연구개발비	0	0	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4	9	9	13
증가율(%)	-	115.5	4.8	46.9
영업이익률(%)	2.5	4.6	4.2	5.8
이자수익	3	1	1	1
이자비용	0	0	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	-3	2	2
세전계속사업이익	13	14	12	15
법인세비용	3	3	2	3
세전계속이익률(%)	8.2	7.5	5.6	6.4
당기순이익	10	11	10	12
순이익률(%)	6.3	5.7	4.6	5.3
지배주주귀속 순이익	10	11	10	12
기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	6	7	6	8
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	380	408	373	458
BPS	16,001	16,307	16,580	17,038
CFPS	573	672	652	753
DPS	75	100	100	100
Valuation(배)				
PER	30.8	15.8	17.3	14.0
PBR	0.7	0.4	0.4	0.4
PCR	20.4	9.6	9.9	8.6
EV/EBITDA	25.2	7.8	8.6	6.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.7	2.5	2.3	2.7
EBITDA이익률	5.8	8.3	7.6	9.2
부채비율	7.7	9.5	10.3	10.7
순부채비율	-18.6	-11.2	-6.4	-6.3
매출채권회전율(x)	4.4	2.4	2.2	2.0
재고자산회전율(x)	2.5	1.4	1.4	1.4

다시 꺾일 수 있는 중동 vs. 회복 중인 내수

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	10,000원(하향)
종가(2019/03/27)	5,970원
상승여력	67.5%

Stock Indicator

자본금	102십억원
발행주식수	3,605만주
시가총액	215십억원
외국인지분율	5.5%
52주 주가	4,900~22,525원
60일평균거래량	339,394주
60일평균거래대금	3.4십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-30.8	-45.0	-38.0	-72.2
상대수익률	-17.3	-22.9	-21.8	-52.5



[투자포인트]

> 목표주가 조정: 타겟 PBR 0.7배에서 0.6배로, 목표주가도 13,000원에서 10,000원으로 하향

• 괴리율 및 인근 기계 업종의 목표주가 조정에 따라 함께 함

> 1Q20 프리뷰

• 1Q는 원화 약세와 스마트공장 가동 효과 등에 따라 달림: 상반기 적자폭 줄이기가 목표 [상세 내용은 당사 통합프리뷰 참고]

> 투자포인트

• 2019년 중으로 비용 절감 활동을 마치고, 4Q19에는 가능한 모든 잠재 손실에 충당금을 쌓았다는 안내

• 그리고 2020년 상반기 적자를 거쳐, 하반기 흑자전환을 시도한다는 안내: 4Q19 중동과 국내의 수주/매출이 돌아서기 시작함

• 막 터진 Covid-19와 저유가로, 회복 중인 중동시장의 발주/수주가 재차 꺾일 가능성 높지만

• 올해 한전 등 국내 중전기 수요 증가가 확실시된다는 사측의 안내를 믿는다면, 올해 하반기 흑자 전환 가능성에 여전히 기대를 둘 수 있음

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,940	1,771	1,803	2,064
영업이익(십억원)	-101	-157	-19	54
순이익(십억원)	-179	-264	-74	22
EPS(원)	-7,353	-10,194	-2,062	608
BPS(원)	41,804	19,037	16,974	17,582
PER(배)				9.8
PBR(배)	0.5	0.3	0.4	0.3
ROE(%)	-18.9	-34.4	-11.5	3.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	-	13.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q20 실적 프리뷰보다, 2021년 실적 하향 조정

- 4Q19 가능한 모든 부실 요인에 대한 충당금을 설정했고, 구조조정 비용도 치름: 그리고 2020년 하반기 흑자전환 가능성도 제시
- 1Q20은 4Q19는 정말 일회성 요인이 없다는 가정하에 소폭 적자에서, 1) 환익스포저 10%에서 원/달러 환율 2.7% 상승, 2) 스마트 공장 가동효과를 주목
- 올해 확실한 내수 물량 증가를 안내하고 있어서 연간 1.8조원 매출에서 하반기 흑자전환 가능하다는 전망을 유지:
- 그러나 4Q19 올라선 중동의 수주/매출이 다시 꺾이는 리스크를 지켜보아야 할 것

그림1. Covid-19의 간접적 영향 vs. 한국 내수 시장의 회복

										(십억원)				
현대일렉트릭	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20		2017	2018	2019	2020	2021
매출 가이드스										목표	2,200	2,078	1,898	
										YoY	15%	7%	7%	
매출액	418	405	386	562	419	449	415	519		1,908	1,940	1,771	1,803	2,064
YoY										-12.9%	1.7%	-8.7%	1.8%	14.5%
영업이익	-32	-81	-4	-40	-16	-14	0	10		105	-101	-157	-19	54
금융/기타영업외	0	-26	5	-156	0	-7	-7	-50		-68	-116	-177	-64	-28
세전사업이익	-32	-106	1	-196	-16	-20	-7	-40		38	-217	-334	-83	26
지배주주순이익	-26	-85	1	-155	-14	-18	-6	-36		26	-179	-264	-74	22
영업이익률	-7.7%	-19.9%	-1.0%	-7.1%	-3.7%	-3.0%	0.0%	1.9%		5.5%	-5.2%	-8.8%	-1.1%	2.6%
지배주주순이익률	-6.2%	-21.0%	0.3%	-27.5%	-3.4%	-4.1%	-1.4%	-6.9%		1.4%	-9.2%	-14.9%	-4.1%	1.1%
EPS(원)	-1,272	-4,178	57	-4,287	-400	-505	-164	-994		2,546	-8,789	-9,681	-2,062	608
BPS(원)	40,587	36,423	36,549	19,037	18,637	18,132	17,968	16,974		101,885	41,804	19,037	16,974	17,582

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 0.6배로, 목표주가도 10,000원으로 하향 조정

- 동사의 타겟 PBR을 기존 0.7배에서 0.6배로 14% 내림: 조선업의 20%에 준함
- 이에 따라 동사의 목표주가도 기존 13,000원에서 10,000원으로 22% 낮춤: 주가 상승여력 68%

그림2. 타겟 PBR 0.6배로 낮추고, 목표주가도 10,000원으로 하향

계정	2018년	2019년	2020년	2021년
주식수(백만주)	20	36	36	36
		19.12.30 유상증자 신주 ↑		
EPS	-8,789	-9,681	-2,062	608
BPS	41,804	19,037	16,974	17,582
PBR(고)	1.77	0.82	0.72	
PBR	0.53	0.54	0.35	
PBR(저)	0.50	0.31	0.53	
ROE	-19.0%	-34.4%	-11.5%	3.5%
적용ROE	-34.4%	-11.5%	-4.0%	3.5%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+1Y	+1Y	+0~1Y	+0Y
적용ROE = FWD +1	-34.4%	-11.5%	-4.0%	3.5%
적용COE	4.5%	N/A	N/A	
Target PBR		0.70	0.60	0.50
적정주가		13,000	10,200	8,800
목표주가			10,000	
증가(3.27)			5,970	
상승여력			68%	

(십억원, 원)

계정	2018년	2019년	2020년	2021년
매출액	1,940	1,771	1,803	2,064
영업이익	-101	-157	-19	54
지배주주순이익	-179	-264	-74	22
EPS	-8,789	-9,681	-2,062	608

▶ Forward EPS PER

FDW Yeas	FWD Year	+0Y	+0Y	+0Y
	EPS FWD	-9,681	-2,062	608
타겟 PER 10		-97,000	-21,000	6,000
12		-116,000	-25,000	7,000
15		-145,000	-31,000	9,000
20		-194,000	-41,000	12,000

K-IFRS 연결 요약 재무제표

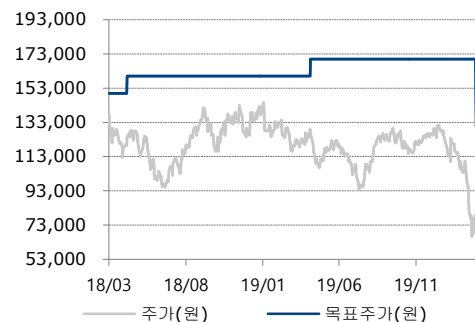
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,652	1,674	1,581	1,728
현금 및 현금성자산	376	358	236	113
단기금융자산	16	16	16	16
매출채권	649	754	775	990
재고자산	425	357	363	416
비유동자산	674	673	699	726
유형자산	528	532	561	590
무형자산	17	14	11	8
자산총계	2,326	2,347	2,281	2,454
유동부채	1,123	1,042	1,047	1,174
매입채무	226	282	302	419
단기차입금	356	456	433	412
유동성장기부채	311	-	-	-
비유동부채	351	618	621	646
사채	199	199	199	0
장기차입금	40	240	240	440
부채총계	1,475	1,660	1,669	1,820
지배주주지분	851	686	612	634
자본금	102	180	180	180
자본잉여금	874	903	903	903
이익잉여금	-173	-438	-512	-490
기타자본항목	48	40	40	40
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	851	687	612	634

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-4	2	48	46
당기순이익	-179	-264	-74	22
유형자산감가상각비	41	22	11	12
무형자산상각비	13	4	3	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-125	-76	-90	-91
유형자산의 처분(취득)	-45	-26	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-14	-	-	-
금융상품의 증감	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	262	96	-23	-21
단기금융부채의 증감	23	-211	-23	-22
장기금융부채의 증감	239	200	-	1
자본의 증감	-	108	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	135	-18	-122	-123
기초현금및현금성자산	241	376	358	236
기말현금및현금성자산	376	358	236	113

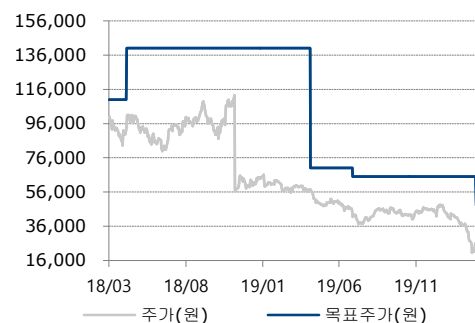
자료: 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,940	1,771	1,803	2,064
증가율(%)	33.9	-8.7	1.8	14.5
매출원가	1,788	1,633	1,522	1,666
매출총이익	153	138	281	398
판매비와관리비	253	295	300	344
연구개발비	45	41	42	48
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-101	-157	-19	54
증가율(%)	-261.1	55.7	-87.7	-378.1
영업이익률(%)	-5.2	-8.8	-1.1	2.6
이자수익	5	7	4	2
이자비용	26	34	29	28
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-111	-172	-43	-
세전계속사업이익	-216	-334	-83	26
법인세비용	-37	-69	-9	4
세전계속이익률(%)	-11.2	-18.8	-4.6	1.2
당기순이익	-179	-264	-74	22
순이익률(%)	-9.2	-14.9	-4.1	1.1
지배주주귀속 순이익	-179	-264	-74	22
기타포괄이익	-9	0	0	0
총포괄이익	-188	-265	-75	22
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

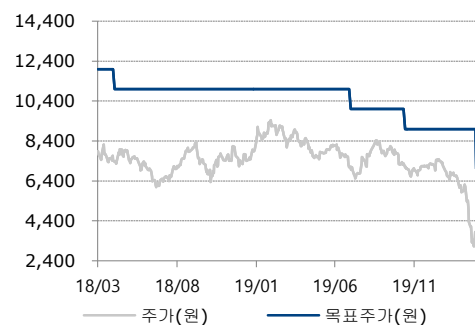
주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-7,353	-10,194	-2,062	608
BPS	41,804	19,037	16,974	17,582
CFPS	-5,159	-9,201	-1,680	997
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				9.8
PBR	0.5	0.3	0.4	0.3
PCR	-3.7	-0.6	-3.6	6.0
EV/EBITDA	-	-	-	13.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-18.9	-34.4	-11.5	3.5
EBITDA이익률	-2.4	-7.4	-0.3	3.3
부채비율	173.2	241.9	272.6	287.1
순부채비율	60.4	76.0	101.4	113.9
매출채권회전율(x)	2.6	2.5	2.4	2.3
재고자산회전율(x)	5.0	4.5	5.0	5.3

한국조선해양
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-05-04	Buy	160,000	1년	-22.9%	-9.7%
2019-05-03	Buy	170,000	1년	-32.7%	-22.6%
2020-03-30	Buy	130,000	1년		

현대미포조선
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이


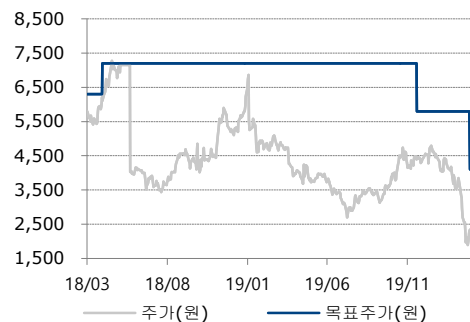
일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-05-03	Buy	140,000	1년	-62.3%	-52.8%
2019-05-03	Buy	70,000	1년	-29.8%	-20.9%
2019-07-26	Buy	65,000	1년	-36.1%	-25.2%
2020-03-30	Buy	48,000	1년		

삼성중공업
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-30	Buy	11,000	1년	-30.2%	-14.1%
2019-07-29	Buy	10,000	1년	-24.2%	-15.7%
2019-11-11	Buy	9,000	1년	-28.6%	-16.8%
2020-03-30	Buy	7,000	1년		

HSD엔진

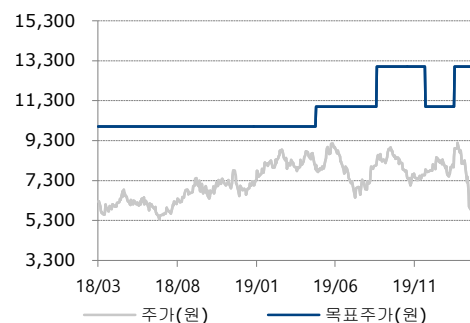
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-27	Buy	7,200	1년	-36.0%	-4.7%
2019-12-17	Buy	5,800	1년	-33.2%	-17.3%
2020-03-30	Buy	4,100	1년		

한국카본

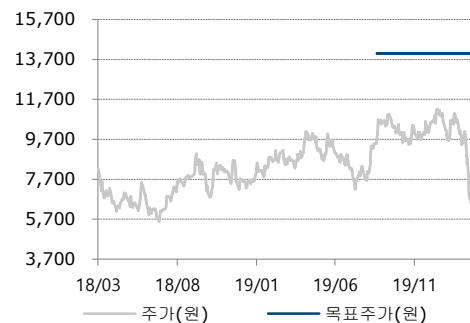
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-11-21	Buy	10,000	1년	-21.9%	-11.5%
2019-05-23	Buy	11,000	1년	-28.9%	-16.7%
2019-09-17	Buy	13,000	1년	-38.5%	-31.0%
2019-12-20	Buy	11,000	1년	-27.2%	-22.7%
2020-02-14	Buy	13,000	1년	-45.2%	-29.4%
2020-03-30	Buy	9,000	1년		

동성화인텍

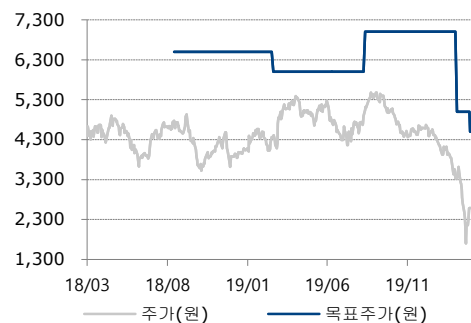
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-17(담당자변경)	Buy	14,000	1년	-29.8%	-20.0%
2020-03-30	Buy	10,000	1년		

세진중공업

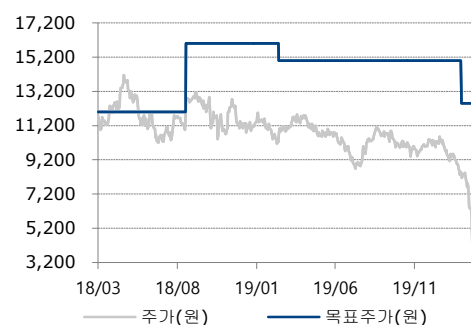
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-09-10	Buy	6,500	1년	-35.9%	-24.2%
2019-03-18	Buy	6,000	1년	-19.6%	-10.2%
2019-09-09	Buy	7,000	1년	-34.2%	-21.7%
2020-03-02	Buy	5,000	1년	-45.2%	-27.7%
2020-03-30	Buy	4,500	1년		

성광벤드

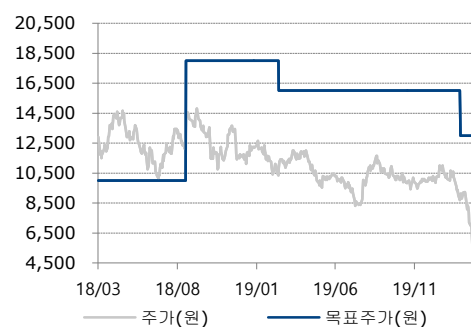
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-09-14	Buy	16,000	1년	-27.3%	-17.8%
2019-03-12	Buy	15,000	1년	-31.2%	-21.0%
2020-02-27	Buy	12,500	1년	-47.6%	-32.4%
2020-03-30	Buy	9,000	1년		

태광

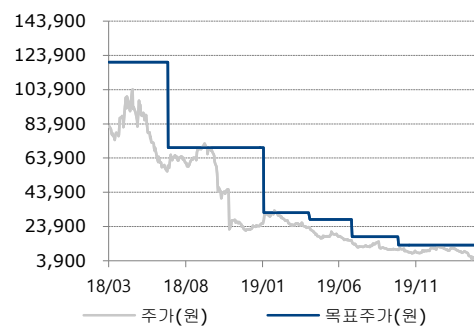
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-09-14	Buy	18,000	1년	-31.5%	-17.8%
2019-03-12	Buy	16,000	1년	-35.4%	-25.0%
2020-02-25	Buy	13,000	1년	-40.3%	-29.0%
2020-03-30	Buy	10,000	1년		

현대일렉트릭

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-07-25	Buy	70,000	1년	-64.3%	-53.8%
2019-01-31	Buy	32,000	1년	-25.9%	-10.5%
2019-05-02	Buy	28,000	1년	-43.8%	-31.4%
2019-07-25	Hold	18,000	1년	-42.3%	-27.1%
2019-10-25	Buy	13,000	1년	-27.3%	-2.3%
2020-03-30	Buy	10,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 최광식)

본 분석자료: 리서치본부는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료: 리서치본부며, 따라서, 본 자료: 리서치본부에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료: 리서치본부로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-