

현대중공업지주(267250)

고배당, 지배구조개편 완료로 시장에 화답하다

현대중공업지주 배당수익률 5% 이상, 별도 배당성향 70% 이상

현대중공업지주는 배당성향 70% 이상(별도기준), 배당수익률 기준 5% 이상의 배당 계획을 발표했다. 배당수익률 5%를 기준으로 역산 시 2018년 연결 지배주주 순이익 6,356억원 기준으로 배당성향은 약 45~50% 내외이다. 지주회사 중 최고 배당수익률이다. 이외 현대중공업/현대미포조선/현대삼호중공업/현대글로벌서비스 등 자회사의 배당성향을 30% 이상으로 추진하기로 했다.

현대오일뱅크의 배당성향 60~70% 내외 추정

현대중공업지주의 별도 순이익 구성은 계열사 배당금, 자체사업(로봇사업), 차입금 이자로 나뉘어 있는데, 현대오일뱅크를 제외한 계열사 배당과 자체사업 실적은 연간 이자와 대부분 상쇄된다. 지분율에 기반한 건설기계/일렉트릭/글로벌서비스의 합산 세후 배당이 400억원, 연간 이자 부담은 약 700억원이다(연말 차입금 절반 상환 시 300억~400억원). 결국, 현대중공업지주의 배당 재원은 현대오일뱅크의 배당금이기 때문에 이를 통해서 현대오일뱅크의 배당성향 추정이 가능하다. 현대중공업지주의 배당수익률 5%, 구주매출 후 현대오일뱅크 지분율 70%, 재배당여력 85%(지분율 기반한 세금 가정)를 가정 시 현대오일뱅크의 배당성향은 약 60~70% 내외로 추정된다. 현대오일뱅크의 고배당성향을 간접적으로 확인했기에 현대오일뱅크 밸류에이션에 대한 시장 눈높이는 높아질 것으로 판단한다.

현대삼호중공업 분할합병 이후 현대중공업과 소규모 합병

현대삼호중공업이 투자회사/사업회사로 분할 후 현대삼호중공업 투자회사가 현대중공업과 소규모 합병을 한다. 현대삼호중공업 분할 시 투자회사 가치는 0.91조원, 사업회사 가치는 1.7조원으로 평가했다(분할비율은 사업회사 0.65, 투자회사 0.35). 분할합병 시 현대중공업의 신주 발행주식수는 1,619,337주로 현대중공업 발행주식의 2.3% 수준이기 때문에 주주총회를 생략하는 소규모 합병이 가능하다(주식수 20% 기준). 양사 합병 이후 현대중공업은 현대삼호중공업 사업회사 80.5%, 현대미포조선 42.3%를 지배해서 자회사의 행위제한 요건을 해소하게 된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	14,289	935	932	74,312	NA	1,259	5.1	10.8	0.8	12.5	-
2018F	26,336	1,405	636	43,469	(41.5)	1,505	8.9	7.9	0.8	8.3	5.2
2019F	26,967	2,135	1,032	70,553	62.3	2,237	5.5	5.3	0.7	12.6	5.2
2020F	27,679	2,883	1,448	99,012	40.3	2,988	3.9	4.1	0.6	15.9	5.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 464,000원(유지)

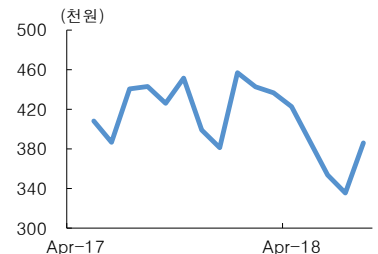
Stock Data

KOSPI(8/22)	2,273
주가(8/22)	386,000
시가총액(십억원)	6,287
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	488,000/326,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,444
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/20.6
주요주주(%)	정몽준 외 6 인 33.3
국민연금	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.4	(6.2)	(14.3)
KOSPI 대비(%p)	15.1	(0.4)	(10.4)

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

Taeho3123@truefriend.com

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

지배구조개편 노이즈 해소, 현대중공업/현대미포조선 긍정적

분할합병과 동시에 현대미포조선은 보유 중인 현대중공업 지분 3.9%(2,720,558주)를 현대중공업지주에 매각한다. 현대중공업 합병과 지분 매입을 고려한 현대중공업지주의 현대중공업 지분은 27.7%에서 30.9%로 상승한다. 세금을 배제한 현대미포조선의 현금유입액은 3,183억원이다. 현대중공업/현대미포조선은 현대미포조선의 손자회사 행위요건 해소, 현대중공업의 지분 매입 완료로 현대중공업, 현대미포조선은 지분 매입 노이즈를 완전히 해소했다. 양사는 지배구조개편 노이즈보다 최근 신조선가 상승, 수주 환경, 배당정책 등 순수 본업에 기반한 평가가 가능할 것이다

고배당/현대오일뱅크 IPO, 현대중공업지주의 쌍두마차

현대오일뱅크 상장 시 현대오일뱅크로 교체 매매도 상당할 것으로 판단되기에 일시 수급 이동은 부담이 될 전망이다. 그러나 현대중공업지주가 최소 시가 배당률 5%를 제시한 만큼, 주가 하락 시 배당 매력에 따른 매수세가 이를 상당 부분 보완할 것으로 판단한다. 회사는 자사주를 통한 주주환원책도 언급했지만, 오너일가의 현금 재원 마련(주식담보대출 상환)을 위해서도 당분간 고배당 정책에 집중할 가능성이 높다. 스튜어드십코드 도입으로 기업의 주주환원정책이 중요한 지표가 될 것이라는 점에서 장기 배당정책이 공표된 배당주에 대한 수요는 꾸준할 전망이다. 이외 현대오일뱅크 상장 시 최근 정제마진 상승, 고배당성향(60~70%)에 힘입어 공모가가 예상보다 높게 정해질 수 있다는 점에서도 현재 구간에서 현대중공업지주 play가 유효할 것으로 판단한다.

컨퍼런스콜 요약

[분할합병 이후 현대중공업의 오버행 이슈]

- 현대삼호중공업의 주주인 IMM이 합병 현대중공업 지분 1.8%, 현대삼호산업회사 15.15%를 보유하게 됨
- 합병 시 현대중공업 지분에 대한 IMM의 반응은 “지금부터 수익률 게임”
- 조기에 지분 매각 가능성 없는 것으로 판단

[현중지주의 배당정책 70% 이상 계획]

- 별도 기준 배당성향 70% 이상, 배당수익률 5% 이상
- 지난 3년간 지주회사 평균 배당성향은 59.8%(SK, LG, GS, CJ 별도기준)
- 각 자회사의 배당성향 30%(별도 혹은 연결) 이상 추진

[현대중공업 연결 편입 시점]

- 금년에는 연결 대상 기업 아니고 지분법 대상기업. 내년부터 연결기업 예정

[현대미포조선 지분 매입 시 자금 조달 계획]

- 외부에서 차입을 한 후 연내 오일뱅크 상장 시 구주매출 자금을 통해서 자금상환

[분할합병 비율]

- 삼호는 비상장이라서 본질가치 기준으로 합병가치 산정(자산가치 40%, 수익가치 60%)

[계열사 간 원가구조 등 사업재원 영향]

- 각 사 간에 오가는 매출은 거의 없음. 3사가 합해서 영업을 동시에, 원자재도 공동 구매. 각 계열사 간에 원가구조에 대해서는 특별한 사항 없음

[현대중공업, 현대삼호중공업 분할합병 시 발행 신주]

- 현대중공업 신주배정 1,619,337주로 현재 현대중공업 발행주식수의 2.3%

[현대중공업지주의 추가 주주환원정책]

- 시장의 요구가 있을 시 무상증자 혹은 액면분할도 고려할 것
- 향후 자사주 매입/소각도 가능할 것(중장기 이슈로 판단됨)
- 중기적으로 보유 자사주 10.2% 소각도 검토 가능할 것
- 자사주보다는 배당에 집중한다는 의견

[현대미포조선의 배당 여부]

- 배당정책은 금년부터 30% 이상 실행(내년부터 배당). 중장기적으로 유지 계획
- 올해 지분 매각금액은 이례적 요인으로 배당재원에 미포함

〈표 1〉 현대중공업지주의 배당 추정

(단위: 십억원, 원, %)

현대오일뱅크 2018F 지배주주 순이익	816	816	816	816	816	816
배당성향	30%	40%	50%	60%	70%	80%
총 배당금	245	326	408	489	571	653
현중지주 귀속 배당(지분율 70% 기준)	171	228	286	343	400	457
재배당여력(85% 기준)	146	194	243	291	340	388
현중지주 2018F 지배주주 순이익	636	636	636	636	636	636
배당성향	30%	40%	45%	50%	60%	70%
총 배당금	191	254	286	318	381	445
DPS	13,041	17,387	19,561	21,734	26,081	30,428
배당수익률	3.4	4.5	5.1	5.6	6.8	7.9

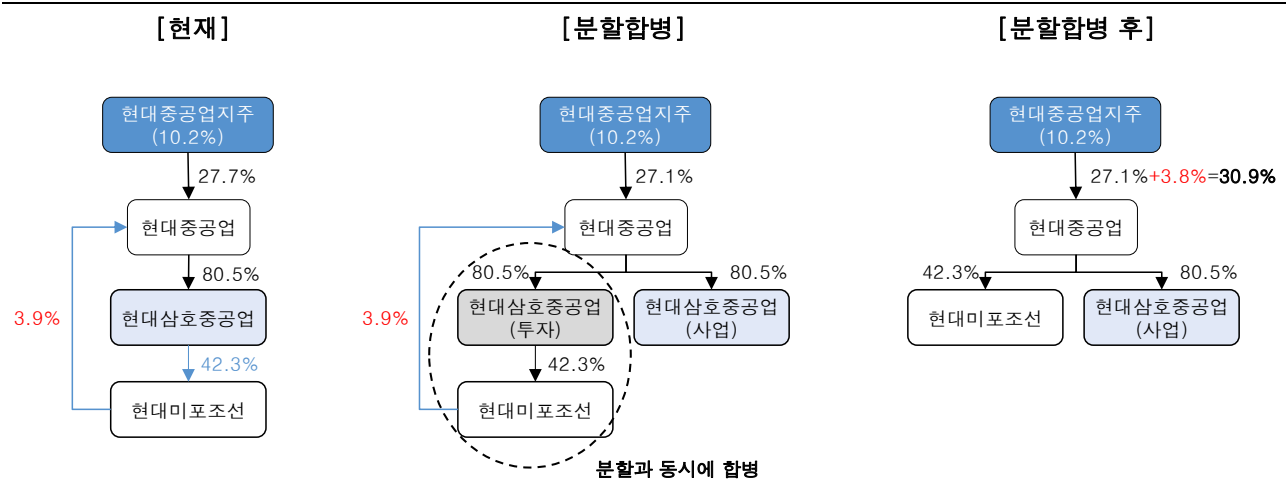
주: 재배당여력은 세금 등을 고려해서 원금 대비 15% 낮게 가정. 지분율이 높을수록 배당에 대한 법인세율이 낮음
 자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 2〉 분할합병 상세 일정

일시	비고
2018년 08월 22일	분할합병 이사회(현대중공업, 현대삼호중공업)
2018년 08월 22일	주주확정 기준일 및 주주명부 폐쇄기간 공고
2018년 08월 24일	분할합병 계약체결
2018년 08월 29일	금융감독원 증권신고서 제출
2018년 09월 06일	주주확정 기준일 및 주주명부 폐쇄기간 공고
2018년 10월 31일	분할합병 주주총회(삼호) 및 주주총회 갈음 이사회(현대중공업)
2018년 12월 01일	분할합병기일
2018년 12월 03일	합병 등기 예정일
2018년 12월 14일	합병 신주 상장 예정일

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 1] 지배구조 개편안



주: 분할합병 후 현대중공업지주의 현대중공업 보유지분율은 기존 현대미포조선 보유 현대중공업의 2,720,558주(분할합병 후 현대중공업의 총주식수 기준 3.8%) 취득 이후 기준.
 자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 3〉 현대삼호중공업 투자 합병가치 산정 내역

	평가금액(조원)	주당 평가액(원)	비고
자산가치(40%)	1.11	67,091	현대미포 주식 장부가
수익가치(60%)	0.78	46,941	현대미포 주식 기준시가(1개월, 1주일, 종가 산술 평균)
주당 합병가치	0.91	55,001	본질가치

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 4〉 분할합병 비율

구분	현대중공업	현대삼호중공업 투자부문	비고
주당 합병가치	108,891 원	55,001 원	
합병비율	1	0.5051006	현대중공업 지분을 제외한 삼호중공업 주식수 9,175,858 주
분할비율		0.3493919	삼호중공업 투자부문 주식수 = (9,175,858 X 분할비율) = 3,205,970 주
분할합병비율		0.1764781	현대중공업 신주배정 = (3,205,970 X 합병비율) = 1,619,337 주
합병신주 교부		1,619,337 주	⇒ 9,175,858 X 0.17647841

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 5〉 현대삼호중공업 분할 재무상태표

(단위: 십억원, %, 주)

구분	분할전	분할 후	
		존속(사업)	신설(투자)
자산	5,287	4,182	1,105
현금 및 현금성자산	588	588	0
매출채권 및 재고자산	215	215	
유형자산	1,578	1,578	
종속기업관계기업투자	1,105		1,105
기타자산	1,801	1,801	0
부채	2,124	2,124	0
매입채무	464	464	0
차입금	476	476	
기타부채	1,183	1,183	
자본	3,163	2,058	1,105
분할비용		0.6506081	0.3493919
발행주식수	47,142,858	30,671,526	16,472,332

주: 2018년 6월 말 별도 기준

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 6〉 현대중공업 합병 재무상태표

(단위: 십억원, %)

구분	합병 전		합병 후
	현대중공업	삼호(투자부문)	
자산	19,123	1,105	19,440
현금 및 현금성자산	2,893	0	2,893
매출채권 및 재고자산	3,737		3,737
유형자산	7,210		7,210
종속기업관계기업투자	2,828	1,105	3,145
기타자산	2,455	0	2,455
부채	7,482	0	7,482
매입채무	2,003	0	2,003
선수금	1,741		1,741
차입금	2,116		2,116
기타부채	1,623		1,623
자본	11,641	1,105	11,958
합병비용	1	0.5051006	

주: 1. 2018년 6월 말 별도 기준, 2. 종속기업투자 및 자본총계의 경우, 연결조정 발생에 따라 현대중공업과 삼호(투자부문)의 합이 합병 후 금액과 일치하지 않음

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 7〉 현대중공업지주 NAV

(단위: 십억원, %)

	시가총액/ 장부가액	지분율	Worst	Base	Best	Assumption
영업가치 (A)			278	389	556	
영업이익			22	22	22	Worst는 2018년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 50% 할인 Base는 2018년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 30% 할인 Best는 2018년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 평균 25배 적용
적정PER			12	17	25	
투자자산가치 (B)			6,963	9,211	12,478	
상장 관계회사 주식			2,024	2,024	2,313	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인적용
(신)현대중공업	8,092	27.7	1,571	1,571	1,796	
현대일렉트릭	659	34.7	160	160	183	
현대건설기계	1,264	33.0	292	292	334	
비상장 관계회사 주식			4,939	7,188	10,166	
현대글로벌서비스	125	100.0	575	1,079	1,438	Worst는 2018년 영업이익 719억원에 PER 8배 Base는 2018년 영업이익 719억원에 PER 15배 Best는 2018년 영업이익 719억원에 PER 20배
현대오일뱅크	4,789	91.1	4,364	6,109	8,728	Worst는 2Q 자기자본에 PBR 1.0배 적용 Base는 2Q 자기자본에 목표PBR 2.0배 대비 30% 할인한 1.4배 적용(상장 시 지분가치 할인) Best는 2Q 자기자본에 글로벌 peer의 ROE/PBR regresssion PBR 2.0배 적용
유형자산가치 (C)			643	643	643	
자기주식			643	643	643	
순차입금 (D)			2,336	2,336	2,336	1Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금
NAV (E) = (A) + (B) + (C) - (D)			5,547	7,907	11,340	
보통주식수 (F)			16,286,617	16,286,617	16,286,617	
보통주 자사주 주식수			1,664,931	1,664,931	1,664,931	
NAVS (G) = (E)/(F)			341,000	485,000	696,000	
현재주가			386,000	386,000	386,000	
상승여력			-11.7%	25.6%	80.3%	
할인율			-13.2%	20.4%	44.5%	

주: 8월 22일 종가 기준.

자료: 현대중공업지주, Quantiwise, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	8,030	14,800	15,155	15,555
현금성자산	-	1,185	2,184	2,236	2,295
매출채권및기타채권	-	3,146	5,799	5,938	6,095
재고자산	-	3,342	6,159	6,307	6,474
비유동자산	-	13,180	18,239	18,790	19,374
투자자산	-	3,295	6,073	6,219	6,383
유형자산	-	7,537	7,839	8,141	8,443
무형자산	-	2,160	3,980	4,076	4,183
자산총계	-	21,210	33,039	33,945	34,929
유동부채	-	6,555	17,167	16,954	16,259
매입채무및기타채무	-	3,112	5,736	5,874	6,029
단기차입금및단기사채	-	1,568	1,098	862	815
유동성장기부채	-	1,396	977	768	726
비유동부채	-	4,429	5,164	5,220	5,281
사채	-	1,914	1,914	1,914	1,914
장기차입금및금융부채	-	1,667	1,685	1,704	1,722
부채총계	-	10,984	22,331	22,174	21,540
지배주주지분	-	7,488	7,815	8,539	9,679
자본금	-	81	81	81	81
자본잉여금	-	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	-	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	-	945	1,289	2,028	3,183
비지배주주지분	-	2,738	2,893	3,232	3,709
자본총계	-	10,226	10,708	11,771	13,389

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	876	7,476	1,702	1,526
당기순이익	-	1,043	794	1,375	1,930
유형자산감가상각비	-	270	0	0	0
무형자산상각비	-	54	99	102	105
자산부채변동	-	(148)	6,218	(95)	(968)
기타	-	(343)	365	320	459
투자활동현금흐름	-	(644)	(5,207)	(640)	(674)
유형자산투자	-	(759)	(314)	(314)	(314)
유형자산매각	-	12	12	12	12
투자자산순증	-	42	(2,799)	(131)	(148)
무형자산순증	-	(17)	(1,920)	(197)	(212)
기타	-	78	(186)	(10)	(12)
재무활동현금흐름	-	376	(1,270)	(1,010)	(793)
자본의증가	-	427	0	0	0
차입금의순증	-	0	(818)	(374)	(18)
배당금지급	-	0	0	(292)	(292)
기타	-	(51)	(452)	(344)	(483)
기타현금흐름	-	(3)	0	0	0
현금의증가	-	605	999	52	59

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

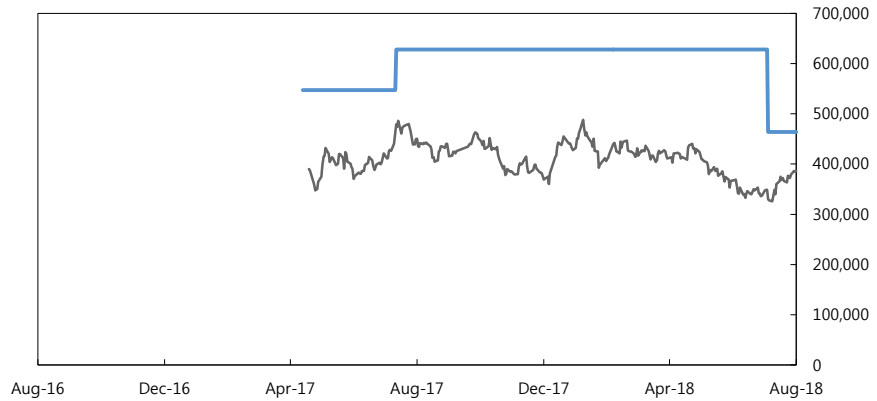
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	14,289	26,336	26,967	27,679
매출원가	-	12,784	23,859	23,670	23,601
매출총이익	-	1,505	2,477	3,297	4,078
판매관리비	-	571	1,071	1,162	1,194
영업이익	-	935	1,405	2,135	2,883
금융수익	-	787	236	247	248
이자수익	-	13	36	47	48
금융비용	-	393	401	388	384
이자비용	-	128	136	123	119
기타영업외손익	-	(107)	(161)	(165)	(170)
관계기업관련손익	-	21	(5)	30	31
세전계속사업이익	-	1,242	1,074	1,859	2,609
법인세비용	-	199	279	483	678
연결당기순이익	-	1,043	794	1,375	1,930
지배주주지분순이익	-	932	636	1,032	1,448
기타포괄이익	-	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	-	1,023	774	1,355	1,910
지배주주지분포괄이익	-	916	619	1,017	1,433
EBITDA	-	1,259	1,505	2,237	2,988

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	74,312	43,469	70,553	99,012
BPS	-	489,808	509,889	554,348	624,356
DPS	-	0	20,000	20,000	20,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	-	0.0	84.3	2.4	2.6
영업이익증가율	-	NM	50.3	52.0	35.0
순이익증가율	-	NM	(31.8)	62.3	40.3
EPS증가율	-	NM	(41.5)	62.3	40.3
EBITDA증가율	-	NM	19.5	48.7	33.5
수익성(%)					
영업이익률	-	6.5	5.3	7.9	10.4
순이익률	-	6.5	2.4	3.8	5.2
EBITDA Margin	-	8.8	5.7	8.3	10.8
ROA	-	4.9	2.9	4.1	5.6
ROE	-	12.5	8.3	12.6	15.9
배당수익률	-	-	5.2	5.2	5.2
배당성향	-	0.0	46.0	28.3	20.2
안정성					
순차입금(십억원)	-	5,204	3,212	2,776	2,689
차입금/자본총계비율(%)	-	64.5	54.0	45.9	40.2
Valuation(X)					
PER	-	5.1	8.9	5.5	3.9
PBR	-	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	-	10.8	7.9	5.3	4.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대중공업지주(267250)	2017.05.04	매수	547,000원	-26.9	-15.3
	2017.08.02	매수	628,000원	-34.0	-22.3
	2018.07.26	매수	464,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 22일 현재 현대중공업지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.