

현대중공업지주(267250)

현대중공업지주의 긍정적 신호 5가지

3월 이후 현대중공업지주의 봄바람이 불어오다

3월 이후 오너일가 지분 5.1% 매입, 배당정책 공론화, 글로벌서비스의 실적 호조, 로봇업체 KUKA와 MOU 체결, 롯데케미칼과 HPC 공동 설립이 발표되었다. 상장 이후 많은 시행착오를 겪었지만, 1년이 지난 시점 회사는 안정 궤도에 진입 중인 것으로 판단된다. 연내 지배구조 개편이 모두 마무리 될 예정인데 개편 과정에서 지주가 피해가 입을 가능성은 없어 보인다. 최근 오너일가의 대규모 지분 매입을 확실한 시그널로 판단한다.

글로벌서비스, 높아진 시장 기대치 충족 전망

글로벌서비스는 1분기 실적은 우수했지만 높은 시장 기대치 대비는 미진했다. 그러나 2분기부터 매출이 점진적 증가하며 시장 기대치를 충족할 것으로 전망한다. 선박 AS는 수주 이후 매출에 반영 되기까지 약 6~9개월의 시간이 소요되는데, 최근 친환경 Retrofit 사업(BWTS, Scrubber)의 수주 등은 하반기 본격 매출로 가시화되기 때문이다.

현대오일뱅크/현대글로벌서비스/로봇사업 재평가 여지 다분하다

2018년 지배주주 순이익은 1.1조원, PER은 5.7배이다. 현대오일뱅크는 하반기 상장할 계획이고, 현대글로벌서비스, 로봇사업부는 육성 후 상장을 진행할 계획이다. SOTP로 산출한 기업가치는 9.2조원이지만 비상장 3개사는 목표 시총 상향 여지가 다분하다는 점에서 deep value로 판단한다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	-	14,289	25,361	26,186	27,200
영업이익(십억원)	-	935	1,937	2,622	2,893
세전이익(십억원)	-	1,242	1,639	2,089	2,173
순이익(십억원)	-	932	1,104	1,407	1,463
EBITDA(십억원)	-	1,259	2,033	2,721	2,996
순차입금(십억원)	-	5,204	10,722	17,238	23,736
영업이익률(%)	-	6.5	7.6	10.0	10.6
ROE(%)	-	12.5	13.8	15.3	13.9
배당수익률(%)	-	-	0.9	0.9	0.9
EPS(원)	-	74,312	75,500	96,221	100,070
(EPS 증가율, %)	-	NM	1.6	27.4	4.0
BPS(원)	-	489,808	552,785	634,364	719,399
DPS(원)	-	0	4,100	4,100	4,100
PER(x)	-	5.1	5.7	4.5	4.3
PBR(x)	-	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(x)	-	10.8	9.9	9.8	11.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 628,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/10)	2,464
주가(5/10)	433,000
시가총액(십억원)	7,052
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	488,000/347,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,148
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/21.9
주요주주(%)	정몽준 외 5 인 33.3
국민연금	8.5

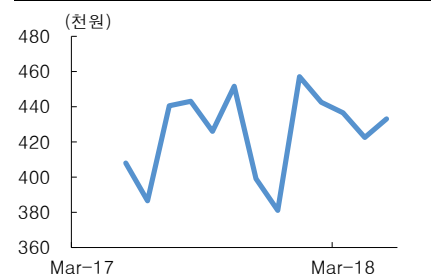
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	75,500	75,500	-
2019F	96,221	96,221	-
2020F	100,070	100,070	-

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.1	6.7	11.0
KOSPI 대비(%p)	5.6	9.7	2.5

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

Contents

I. 3월부터 봄바람이 불다	2
-----------------	---

2. 투자포인트 점검	2
-------------	---

1. 현대중공업지주, 2018년부터 적극적 배당정책 예상
2. 현대오일뱅크의 순탄한 IPO와 고배당 이어갈 것
3. 현대글로벌서비스, 하반기 우상향 실적 기조 예상
4. 쿠카와 로봇 MOU 체결의 의미
5. 현대오일뱅크, 롯데케미칼과 합작 HPC 설립

3. 결론: Deep value	12
-------------------	----

기업개요 및 용어해설	15
-------------	----

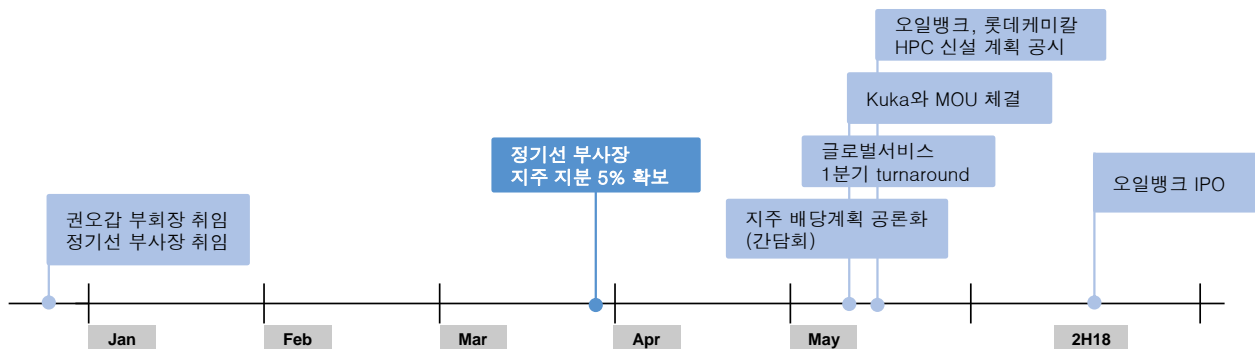
리포트 작성 목적

- 현대중공업지주를 둘러싼 최근의 변화 점검
- 현대중공업지주의 배당 정책 전망
- 현대글로벌서비스가 기대되는 이유

I. 3월부터 봄바람이 불다

최근 현대중공업지주를 둘러싼 변화의 바람이 감지된다. 현대중공업지주는 3월 이후 오너일가의 5.1% 지분 매입, 2018년 현대중공업지주 배당정책 공론화, 1분기 글로벌서비스의 실적 턴어라운드, 글로벌 로봇업체 KUKA와 MOU 체결, 롯데케미칼과의 JV인 HPC(Heavy Feed Petrochemical Complex) 설립을 결정했다. 상기 개별 사안을 점검하고 투자포인트를 점검했다.

[그림 1] 2018년 현대중공업지주의 변화



자료: DART, 언론보도, 한국투자증권

II. 투자포인트 점검

투자포인트 1: 현대중공업지주, 2018년부터 적극적 배당정책 전망

현대중공업지주는 주주가치 재고를 위해 2018년부터 배당 정책을 실시할 계획을 밝혔다. 올해 하반기 현대오일뱅크 상장을 통해서 대규모 현금 유입이 예상되고, 향후에도 현대오일뱅크의 호실적과 고배당이 예상되기 때문이다. 주주입장에서는 최대 취약점이 해소되고, 최근 시작된 경영권 승계에서도 현대중공업지주의 배당이 도움이 될 것으로 판단한다. 지난 3월 정기선 부사장은 KCC가 보유한 현대중공업지주 5.1% (3,500억원 상당)를 매입했는데, 이를 위해 정몽준 회장/정기선 부사장은 3,500억원을 대출했기에(주식담보대출) 추후 상황이 필요하다. 정기선

배당 정책으로 주주가치
재고 및 오너일가의
채무상환/증여세 납부 가능

부사장은 1,500억원의 증여세 납부 재원이 추가로 필요하다. 대출 계약은 연장이 가능하겠지만 6개월/1년으로 짧고, 주식담보대출이기에 금리 부담도 상당할 것으로 판단된다. 따라서 주주가치 재고를 위한 현대중공업지주의 배당 결정은 오너 일가의 상기 부담을 줄이는데 상당 부분 기여할 것으로 판단한다.

회사는 배당정책에 대한 구체적 계획을 밝히지 않았다. 만약, 현대중공업지주의 배당성향 20%를 가정하면 2018년 DPS는 15,100원, 배당수익률은 3.5%, 오너 일가에 귀속되는 연간 배당금은 760억원이다. 배당성향 30%를 가정하면 DPS는 22,650원, 배당수익률은 5.2%, 오너일가의 연간 배당금은 약 1,140억원이다.

〈표 1〉 현대중공업지주 배당 정책(2018년 순이익 기준)

(단위: 십억원)

배당성향(%)	FY18 순이익	배당금	DPS	배당수익률(%)	오너 배당금
10	1,104	110	7,550	1.7	38
20	1,104	221	15,100	3.5	76
30	1,104	331	22,650	5.2	114
40	1,104	442	30,200	7.0	152
50	1,104	552	37,750	8.7	190

주: 정몽주 회장 지분 25.8%, 정기선 부사장 5.1% 기준

자료: DART, 한국투자증권

〈표 2〉 현대중공업지주 배당 정책(2019년 순이익 기준)

(단위: 십억원)

배당성향(%)	FY18 순이익	배당금	DPS	배당수익률(%)	오너 배당금
10	1,407	141	9,622	2.2	48
20	1,407	281	19,244	4.4	97
30	1,407	422	28,866	6.7	145
40	1,407	563	38,488	8.9	193
50	1,407	703	48,111	11.1	242

주: 정몽주 회장 지분 25.8%, 정기선 부사장 5.1% 기준

자료: DART, 한국투자증권

투자포인트 2: 현대오일뱅크, IPO 이후에도 고배당 이어갈 것

현대오일뱅크 상장 이후에도
고배당 유지 가능성 높아

SK루브리칸츠의 상장 철회 이후 현대오일뱅크의 상장 우려가 있지만, 우리는 하반기 순탄한 진행을 예상한다. 현대중공업지주는 올해 11~12월 약 7,000억~8,000억원의 차입금 상황이 예정되어 있다는 점에서 9~10월 현대오일뱅크의 IPO가 예정대로 진행될 가능성이 높다.

구주매출 및 신주 발행 규모가 알려져 있지 않은데, 우리는 가급적 최소한의 구주매출을 예상한다. 2018년/2019년 오일뱅크의 영업이익은 1.7조원, 2.1조원으로 각 전년 대비 32.5%, 28.2% 증가할 전망이다. 최근 발표한 롯데케미칼과 합작사업이 가시화되면 이익체력은 한 단계 격상될 전망이다. 현대오일뱅크의 이익창출력을 고려하면 현대중공업지주는 구주매출에 따른 일시적 자금 회수보다는 지분을 최대한 많이 보유해서 장기간 현대오일뱅크의 배당을 취할 가능성이 높아 보인다. 전술한 것처럼 과거와 다르게 현대중공업지주의 배당 유인이 충분하고, 그룹의 신사업 진출을 위해서도 현대오일뱅크의 배당이 중요하기 때문이다.

구주매출 이후 현대오일뱅크 보유 지분을 60~70%로 가정해도 대주주로 충분히 지분이 높기에 현대오일뱅크는 고배당 정책을 유지할 가능성이 높다. 2017년 오

일뱅크의 배당성향은 중간/기말 배당을 포함해서 75%인데, 동일한 배당성향을 가정하면 2018년 배당금은 8,311억원, 2019년 배당금은 1조원에 달한다.

〈표 3〉 현대오일뱅크: 부문별 실적

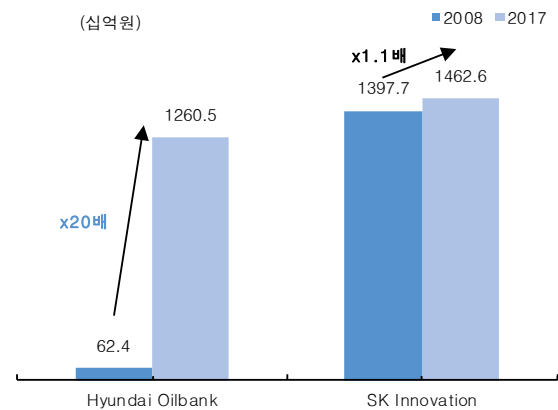
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	4,285	4,058	3,339	4,695	4,773	4,750	4,763	4,874	4,852	4,788	4,769	4,881	16,376	19,159	19,289
정유	3,678	3,427	2,759	4,142	4,185	4,126	4,125	4,263	4,249	4,162	4,134	4,266	14,005	16,699	16,811
유탄유	183	181	174	171	194	197	201	199	199	199	199	199	709	792	798
석유화학 및 기타	425	450	407	381	394	426	437	412	403	427	436	416	1,663	1,668	1,681
영업이익	355	230	275	402	314	445	428	483	505	555	507	575	1,261	1,670	2,141
정유	229	131	185	304	233	348	316	379	404	443	388	458	849	1,275	1,694
유탄유	29	41	33	21	31	31	43	41	43	45	47	52	124	146	187
석유화학 및 기타	96	58	57	77	50	66	70	62	57	67	71	64	288	248	260
영업이익률	8.3	5.7	8.2	8.6	6.6	9.4	9.0	9.9	10.4	11.6	10.6	11.8	7.7	8.7	11.1
정유	6.2	3.8	6.7	7.3	5.6	8.4	7.7	8.9	9.5	10.6	9.4	10.7	6.1	7.6	10.1
유탄유	15.8	22.6	18.9	12.3	16.0	15.8	21.4	20.6	21.6	22.6	23.6	26.2	17.5	18.5	23.5
석유화학 및 기타	22.7	12.9	14.0	20.2	12.8	15.6	16.0	15.1	14.2	15.8	16.4	15.5	17.3	14.9	15.5
당기순이익(지배주주)	261	129	177	286	202	298	287	325	339	374	342	388	853	1,113	1,443

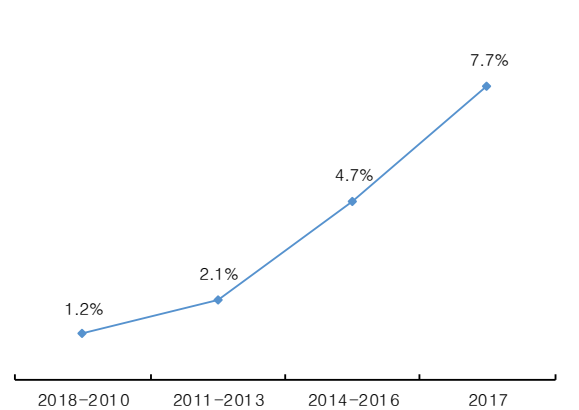
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 2] 현대오일뱅크 영업이익/영업이익률 추이

10년간 영업이익 20배 성장



가파른 영업이익률 상승



현대오일뱅크 영업이익 추이

2008년 624억원 → 2012년 3,072억원 → 2017년 12,605억원

현대오일뱅크 1.1% vs. SK -0.4%, GS -1.1%, S-Oil -1.0%

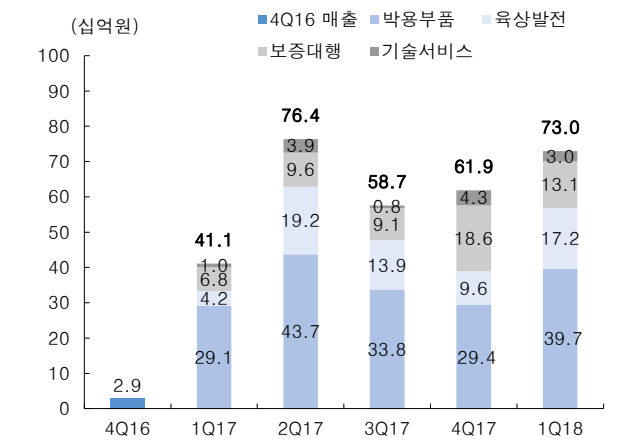
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

투자포인트 3: 현대글로벌서비스, 하반기 우상향 실적 기초

현대글로벌서비스는 1분기 매출 730억원(+77.6% YoY, +17.9% QoQ), 영업이익은 171억원(+71.0% YoY, +131.1% QoQ)을 시현했다. 최근 높아진 시장 기대치 대비 미진했지만 우리는 현대글로벌서비스의 하반기 매출이 점진적으로 증가하며 시장 기대치를 충족할 것으로 전망한다. 선박 AS는 수주 이후 실제 작업이 시작되고 매출에 반영 되기까지 약 6~9개월의 시간이 소요된다. 수주 후 선박을 Dry docking으로 이동 후 작업을 시작하는 최소한의 시간이 필요하기 때문이다. 현대글로벌서비스는 1분기 친환경 Retrofit 사업(BWTS, Scrubber)에서 약 3,600만불을 수주했는데, 3~4분기에 본격 매출로 인식되기에 하반기 매출 증가로 이어질 것으로 전망한다(2018년 Retrofit 1억 8,400만불 수주 목표).

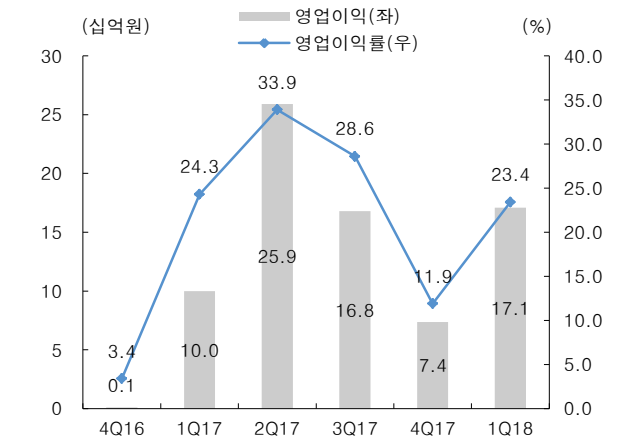
높아진 시장 기대치,
하반기로 갈수록
기대 충족 예상

[그림 3] 현대글로벌서비스 매출 추이



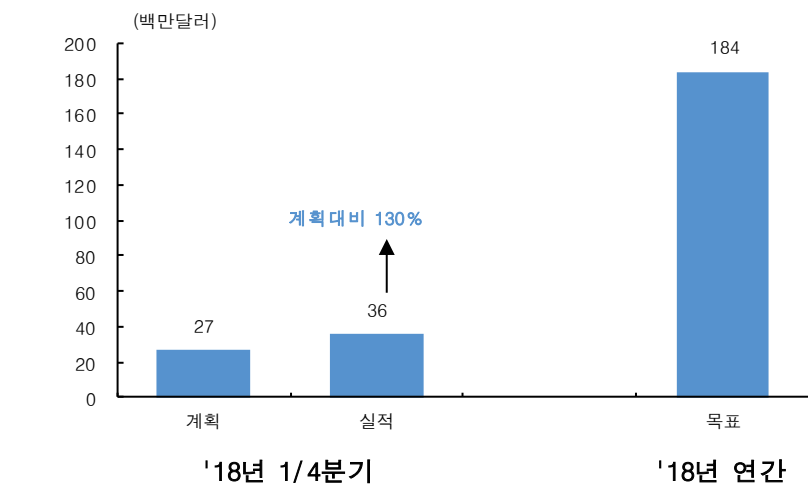
주: 현대글로벌서비스는 별도기준
4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 4] 현대글로벌서비스 영업이익 추이



주: 현대글로벌서비스는 별도기준
4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

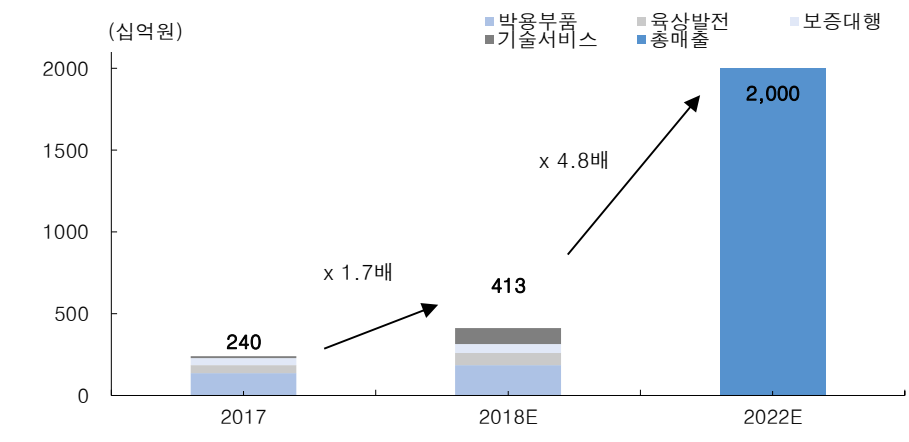
[그림 5] 현대글로벌서비스 친환경 Retrofit사업 실적



그룹 産 친환경 기자재 Retrofit 사업권 보유
'현대' 브랜드로 고객 신뢰성 제고
그룹사 건조 선박 도면 및 엔지니어 활용으로 역량 확보

주: BWTS, Scrubber/ 2018sus 1/4분기 수주 실적 기준, 자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 6] 현대글로벌서비스의 매출 가이드스



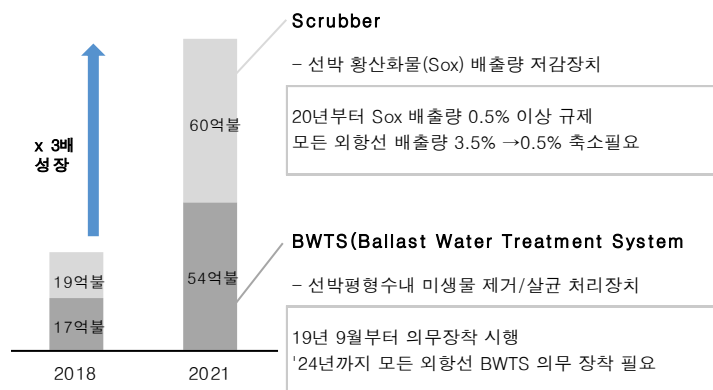
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

2021년까지 Retrofit 시장 급성장 예상

이외 선박업계의 국제적 환경 규제로 현대글로벌서비스의 성장 저변이 넓어질 전망이다. 2019년 9월부터 선박평형수 내 미생물을 제거/살균하는 선박의 BWTS(Ballast Water Treatment System) 의무장착이 시행되고(2025년 모든 외항선 의무), 2020년부터는 선박황산화물(SOx)을 기존 3.5%에서 0.5%로 축소하기에 선박황산화물(SOx) 배출량 저감장치인 Scrubber의 대규모 발주가 예상된다.

제도 도입이 임박한 2019년부터 본격적 발주가 예상된다는 점에서 Retrofit 시장은 2018년 36억불에서 2021년 114억불로 약 3배 성장이 예상된다. 현대중공업그룹은 그룹이 자체 개발한 BWTS, Scrubber의 독점 영업권을 보유하고, 글로벌 선도사 대비 가격 경쟁력에서 BWTS는 10% 내외의 원가경쟁력, Scrubber은 25%의 원가경쟁력을 확보했기에 선제적 시장 선점이 예상된다.

[그림 7] 친환경 Retrofit 시장 전망



자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

**현대글로벌서비스, 목표가
상향 여지 다분**

우리는 현대글로벌서비스의 2018년 매출 3,921억원, 2019년 매출 5,909억원으로 각 63.2%, 50.7% 증가할 것으로 전망한다. 올해 영업이익률 24.5%를 가정시 영업이익은 961억원, 지배주주 순이익은 719억원이다. Target PER 15~20배를 적용한 글로벌서비스의 적정가치는 1.1~1.4조원이다. 글로벌 선박AS 업체인 Wartsila(핀란드)는 8년간 매출이 정체되어 있고, 영업이익률이 12%에 불과하지만 현재 12M PER 20배에 거래 중인 점을 고려하면 글로벌서비스에 대해서 다분히 보수적 평가이다.

**글로벌 선도사 Wartsila,
Man Diesel & Turbo 대비 강
점 부각**

글로벌 선도사로 분류할 수 있는 Wartsila와 Man Diesel & Turbo(독일)의 AS 사업은 매출이 선박 엔진에 국한되어 있지만, 현대글로벌서비스는 대형엔진, 중형엔진, Retrofit, 발전기/배전반, 보일러류 등 선박과 관련된 모든 부품/자재 라이선스를 보유하고 있어 토탈 케어가 가능하다. 선주 입장에서는 선박이 Dry docking에 머무는 시간도 기회 비용이기에 엔진을 비롯 전 영역에서 원타임 AS를 선호한다. 따라서 현대글로벌서비스는 실적을 견인할 추가 요인들이 다분하다.

**빠른 실적 성장과 기업가치
고려 필요**

매출믹스의 차별화가 예상된다는 점에서 글로벌서비스가 본격 성장 궤도에 오르면, 시장 재평가가 가능할 것으로 판단한다. 우리는 2018년 순이익 719억원, PER 15배를 적용해서 글로벌서비스의 적정가치를 1조원으로 가정했다. 그러나 2019년 순이익 추정치 1,019억원과 PER 20배를 가정하면 적정 가치는 2조원이다. 하반기 실적 방향성을 확인하면서 실적 추정치 및 멀티플 조정할 계획이다.

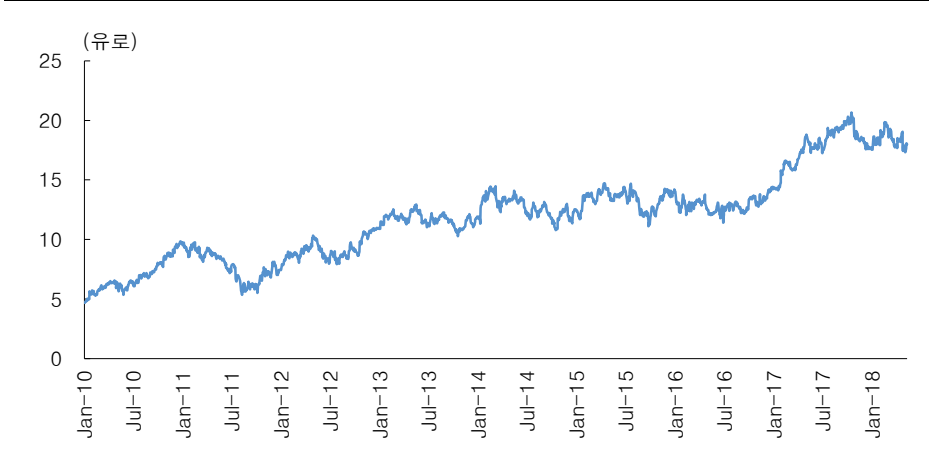
<표 4> 한국투자증권의 현대글로벌서비스 실적 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출	240	392	591	836	1,132	1,540
YoY		63.2%	50.7%	41.5%	35.5%	36.0%
영업이익	56	96	142	192	249	323
영업이익률	23.5%	24.5%	24.0%	23.0%	22.0%	21.0%
영업외손익	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
세전이익	55	95	140	191	248	322
법인세	15	23	35	48	62	80
순이익	40	72	105	143	186	241
추정기업가치						
PER 10 배		719	1,053	1,431	1,857	2,414
PER 15 배		1,079	1,579	2,146	2,785	3,621
PER 20 배		1,438	2,105	2,861	3,713	4,828

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 8] Wartsila 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 5> Wartsila 재무 요약 및 주요 지표

(단위: 십억원, 배)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 F	2019F
시가총액	8,471.7	6,611.8	9,059.9	10,242.7	9,676.1	10,622.4	10,725.4	13,312.7	NA	NA
현금과 현금등가물	1,196.0	947.7	377.6	585.1	776.4	444.6	620.5	486.3	NA	NA
우선주자본금&기타	39.1	45.1	36.5	59.5	60.8	52.4	43.3	30.8	NA	NA
총부채	944.8	979.2	1,116.0	965.4	880.9	922.5	798.8	794.3	NA	NA
기업가치	8,259.6	6,688.4	9,834.9	10,682.6	9,841.4	11,152.7	10,947.1	13,651.5	NA	NA
매출, Adj	6,979.9	6,487.3	6,842.5	6,697.2	6,683.2	6,319.2	6,166.4	6,284.8	7,102.5	7,618.7
성장률%, YoY	(13.4)	(7.6)	12.3	(2.5)	3.7	5.2	(4.5)	2.5	13.0	7.3
수정 영업이익, Adj				602.1	615	662	630	638	NA	NA
마진(%)				12.1	11.9	12.2	12.1	12.0	NA	NA
EBITDA, Adj	688.3	873.9	925.4	905.7	914.6	911.0	908.1	907.7	1,102.8	1,221.7
마진(%)	9.9	13.5	13.5	13.5	13.7	14.4	14.7	14.4	15.5	16.0
순이익, Adj	507.8	455.6	519.3	604.5	580.6	562.5	504.5	529.0	703.6	796.0
마진(%)	7.3	7.0	7.6	9.0	8.7	8.9	8.2	8.4	9.9	10.4
PER	14.60	15.50	19.02	16.64	19.02	19.70	23.84	26.97	20.26	17.99
PBR	3.44	2.69	3.66	3.83	3.73	3.78	3.68	4.38	4.13	3.69
EV/EBITDA	10.50	8.10	11.43	11.64	12.10	12.58	13.10	15.81	13.75	12.27

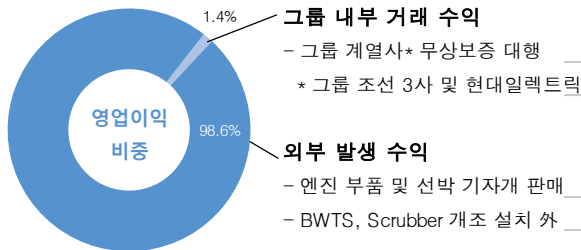
주: 5월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 현대글로벌서비스의 고수익/고성장 미래사업

그룹 외 고객 중심 고수익 사업 영역

그룹의 폭넓은 잠재 고객 활용 극대화



그룹 건조 선박

글로벌 운항 선박의 14%

현대 브랜드에 대한 민감군 고객의 선호 높음

그룹 제작 메인 엔진

글로벌 메인 엔진의 24%

계약상 엔진 제조사(현대중공업)와 라이선서가 A/S 과점

그룹 자체 제작 중형 엔진 (힘센엔진)

누적생산 총 10,986대

현대중공업 자체 개발, 글로벌서비스 독점 A/S 권한 보유

그동안 조선 호황에 가려져 있었던
선박 애프터마켓 연계 사업을 다년간의 준비 후 독립 출범

주: 2017년 기준 그룹사 건조 선박 및 생산 엔진(사용연한 15년 미만) 누적. 누적 건조 선박 3,117척, 메인 엔진 누적 생산 4,030대.
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

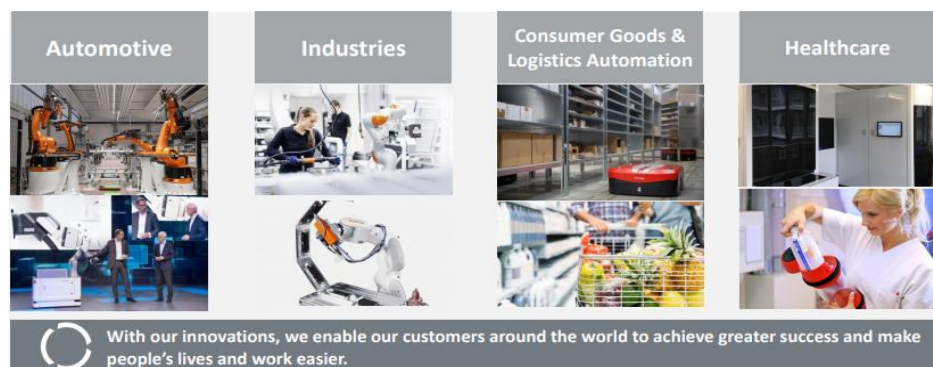
독일 글로벌 로봇업체
KUKA와 2021년까지
6,000대 로봇 생산,
판매 계획

투자포인트 4: KUKA와 로봇 MOU 체결의 의미

현대중공업지주는 지난 7일 글로벌 로봇기업인 KUKA(독일)와 MOU를 체결했다. 이번 MOU를 통해 양사는 한국 내 영업망과 A/S 기술력을 활용해서 전자 분야용 소형로봇과 대형로봇까지 2021년까지 약 로봇 6,000여대를 생산/판매할 계획이다.

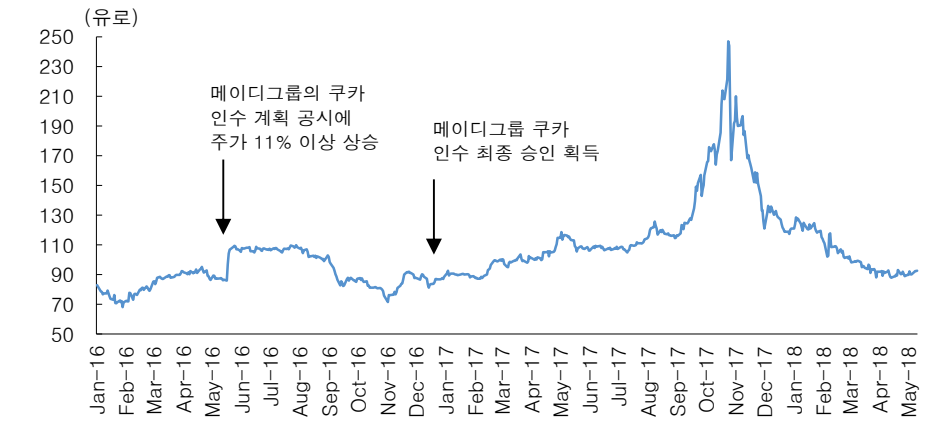
KUKA는 세계 4대 로봇제조사(Fanuc, ABB, KUKA, 야스카야 전기) 중 하나로 2017년 매출은 약 4조 4,363억원에 달하는 글로벌 선두 업체이다. 자동차 산업용 로봇시장 점유율은 세계 1위로 BMW, 메르세데스 벤츠, 폭스바겐, 아우디 등에 산업용 로봇을 공급하고 있다. 2016년 5월 중국의 선두 가전업체인 Midea그룹이 상장 시가총액의 2배인 45억유로(약 5조 8,000억원)를 지불하고 KUKA를 인수했다. 현재는 KUKA는 중국 Midea그룹의 자회사이다.

[그림 10] Kuka 사업 부문



자료: Kuka, 한국투자증권

[그림 11] Kuka 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 6> Kuka 재무 요약 및 주요 지표

(단위: 십억원, 배)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 F	2019F
시가총액	813.8	720.0	1,317.4	1,676.5	2,785.6	4,085.5	4,487.4	6,183.3	NA	NA
현금과 현금등가물	306.0	253.5	343.0	640.4	254.1	634.0	464.0	286.9	NA	NA
우선주자본금&기타	2.3	2.3	2.0	1.9	22.2	-0.6	-0.4	-0.6	NA	NA
총부채	396.8	302.5	282.9	427.7	211.0	378.6	320.0	344.9	NA	NA
기업가치	906.8	771.2	1,259.3	1,465.7	2,764.7	3,829.4	4,343.1	6,240.7	NA	NA
매출, Adj	1,653.6	2,212.7	2,518.6	2,579.6	2,930.8	3,726.8	3,787.5	4,441.5	4,612.4	5,054.4
성장률%, YoY	19.6	33.1	21.1	2.0	18.1	41.5	-0.6	18.0	3.8	9.6
수정 영업이익, Adj	64.7	106.2	169.3	205.3	202.5	160.2	204.7	174.8	278.8	325.6
마진(%)	3.9	4.8	6.7	8.0	6.9	4.3	5.4	3.9	6.0	6.4
EBITDA, Adj	98.9	146.4	210.8	260.8	263.3	315.4	305.0	274.0	374.8	422.1
마진(%)	6.0	6.6	8.4	10.1	9.0	8.5	8.1	6.2	8.1	8.4
순이익, Adj	19.3	50.0	81.0	97.1	113.1	100.0	137.9	151.0	193.6	213.6
마진(%)	1.2	2.3	3.2	3.8	3.9	2.7	3.6	3.4	4.2	4.2
PER	—	15.88	16.87	19.80	29.59	34.58	40.43	54.57	24.76	22.64
PBR	2.75	1.91	3.17	3.06	4.02	4.36	4.19	5.56	3.65	3.13
EV/EBITDA	15.14	5.58	6.18	5.80	11.12	11.41	16.32	26.63	13.40	11.90

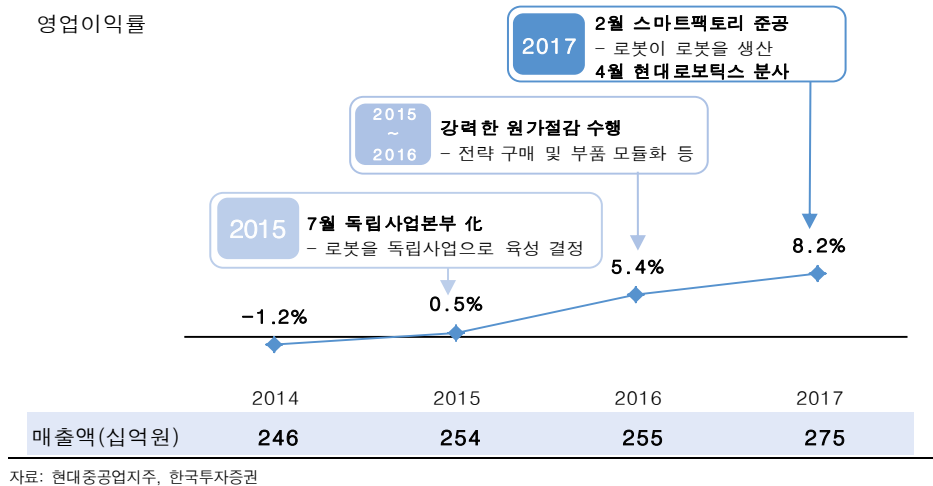
주: 5월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

KUKA는 전자산업 로봇 진출 기회

KUKA가 업무 협약을 맺은 배경에는 현대로보틱스의 IT로봇 제조 경쟁력과 한국 시장 진출로 판단된다. KUKA는 자동차 산업용 로봇에서는 선두자리에 있지만, IT산업용 로봇에서는 역량이 부족하다. 이미 오랜 기간 LG전자의 LCD 로봇을 공급해 온 현대로보틱스와 사업 제휴를 통해서 로봇을 개발, 생산하면서 노하우를 획득하고 현대로보틱스의 국내 공장을 활용해서 중국에 수출할 로봇 부품을 제작할 것으로 판단된다. 현대로보틱스는 2014년 매출은 2,461억원인데, 2017년 매출은 2,745억원 수준에 불과해서 성장이 요원한 상황이다. 현대로보틱스는 연간 8,000여대 로봇 생산이 가능한 대구 공장을 운영 중인데 협약 이후 공장 가동률 상승과 이에 따른 매출 신장이 기대된다.

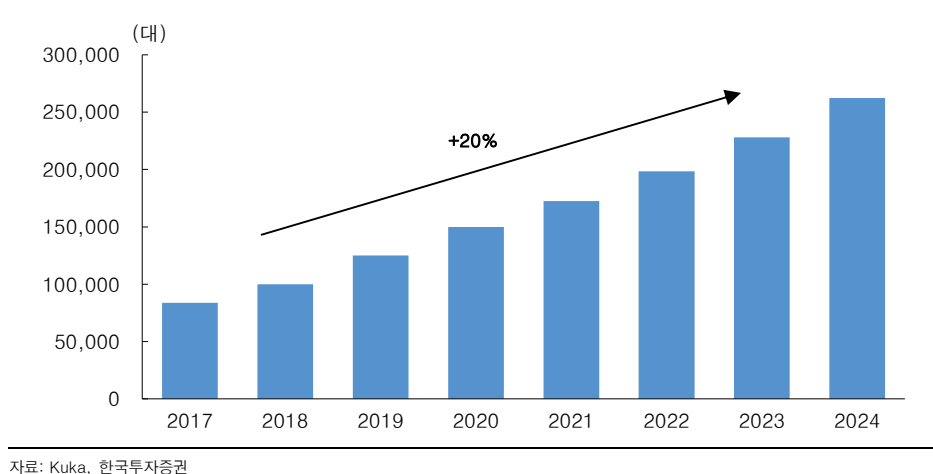
[그림 12] 현대중공업지주의 로봇사업 실적 추이



현대로보틱스 입장에서는 중국 진출 계기

현대로보틱스는 현대자동차그룹, LG그룹에 오랜 기간 로봇을 공급하며 대형 산업용 로봇에 노하우를 키워왔지만 KUKA가 강점이 있는 최첨단 소형 로봇으로 사업을 확장하지는 못했다. R&D 비용 및 연구 인력에서 상당한 투자가 필요하기에 후발주자가 독자적으로 진행하기는 매우 어렵다. 그러나 이번 업무 협약으로 현대로보틱스는 소형 로봇의 공동 개발이 예상되고, 중장기적으로 KUKA/Midea 그룹과 협약을 통해서 글로벌 최대 로봇 시장인 중국 진출을 타진할 것으로 판단된다. KUKA의 중국 내 로봇 시장 점유율은 14%이고, 모회사인 가전업체 Midea그룹도 중국 내 시장 지배력이 확실하고 로봇 및 자동화 시스템에 강점이 있다는 점에서 현대로보틱스 입장에서 기회 요인이 될 것으로 판단된다.

[그림 13] 중국 시장 내 로봇 출하량 추정



현대중공업지주는 로봇사업을 육성한 후 IPO를 진행할 계획이다. 글로벌 로봇업체들은 주식 시장 내에서 상당히 높은 밸류에이션을 인정 받는다. 이번 MOU는 이를 위한 전초작업으로 판단한다. 업무 협약이 실적으로 가시화 되기까지는 오

랜 시간이 걸리지만, 정체되어 있는 로봇사업이 새로운 사업 영역(소형로봇)을 마련했고, 매출 성장 기회를 찾았다는 점에서 긍정적으로 평가한다. 중기적으로 현대중공업 지주의 기업가치 재고요인이 될 것으로 전망한다.

〈표 7〉 글로벌 로봇 업체 밸류에이션

(단위: 십억원, 배)

	시가총액	매출	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA
Fanuc	44,424	5,702	1,627	1,359	34.7	3.3	20.3
ABB	61,239	38,795	4,186	2,738	25.8	3.9	13.2
Kuka	6,183	4,442	175	151	54.6	5.6	26.6
Yaskawa	6,029	4,196	323	231	29.9	3.1	14.2

주: 2017년 말 기준. 5월 10일 종가 기준.

자료: Bloomberg, 한국투자증권

투자포인트 5: 현대오일뱅크, 롯데케미칼과 합작 HPC 설립

롯데케미칼과 합작으로
2022년 연간 매출 3.8조,
영업이익 6,000억원 기대

현대오일뱅크는 롯데케미칼과 2조 7,000억원을 들여 대산 지역에 NCC(Naphtha Cracking Center) 합작 투자를 발표했다. 양사는 2014년 합작 투자해 설립한 현대케미칼에 추가 출자한 뒤 현대오일뱅크 대산공장 약 50만 m²의 부지에 생산 공장이 마련된다. 현대케미칼 HPC는 원유 찌꺼기인 중질유분을 주 원료로 사용해 각종 플라스틱 소재가 되는 폴리에틸렌 75만 t, 폴리프로필렌 40만 t을 생산할 계획이다. 올해 하반기 공장 설계에 본격적으로 착수해 2021년 말 상업 가동을 시작할 계획이다. 생산 제품 대부분을 해외에 판매해 2022년부터 연간 매출, 3조8000억원, 영업이익 6,000억원을 목표로 한다.

현대오일뱅크의 유리한 조건

양사의 투자 비율과 이익배분 조건은 알려지지 않았는데, 현대오일뱅크의 소유 부지에 화학 단지를 지을 계획이고, 현대오일뱅크가 롯데케미칼, LG화학, 한화의 제안을 모두 고려 후에 조건이 가장 유리한 곳을 선택했다는 점에서 설립 과정에서 현대오일뱅크의 실제 부담은 최소화될 가능성이 높아 보인다. 현대오일뱅크의 보유 부지를 활용했다는 점에서 현대오일뱅크는 현금 대신 이를 현물출자해서 수 년 동안 투자 부담을 최소화 할 것으로 판단된다.

III. 결론: Deep value, 비상장사 상황 여지

상장 1년이 지난 시점
회사는 정상 궤도에 진입

2017년 상장 이후 시행착오를 겪었고 우리의 전망도 다소 서툴렀다. 설립 1년이 지난 시점 회사는 안정화 궤도에 진입 중이다. 회사는 최근 기업 설명회를 통해서 연내 지배구조 개편(현대중공업 지분 추가 매입, 현대미포조선 증손자 요건 해결)을 완료할 것으로 전망했는데, 개편 과정에서 지주가 피해가 갈 일은 없을 것으로 전망했다. 최근 오너일가의 대규모 지분 매입을 확실한 시그널로 판단한다.

자회사 현대오일뱅크 밸류에이션에 대한 논란은 분분하다. 각 사 모두 개별적 요인이 있어 1:1 비교는 불가능하지만 2017년 현대오일뱅크의 영업이익은 1조 2,610억원, S-Oil의 영업이익은 1조 3,733억원으로 큰 차이가 없고, 2018년 1분기 실적 기준으로는 현대오일뱅크가 더 양호한 실적을 시현했다. 2017년 현대오일뱅크의 배당성향은 74.6%, S-OIL의 배당성향은 55.1%이다. 양사의 수치를 비교하면 현대오일뱅크의 대한 시장 평가는 여전히 박해 보인다. 현대오일뱅크

지분 91.1% 가치 6.7조원(PBR 1.6배/100% 기준 7.3조원), 글로벌 서비스 1.0조원, 상장사 지분 2.2조원, 자체사업 3,890억원, 자사주 6,840억원, 순차입금을 1.9조원을 합산한 기업가치는 9.2조원이다. 현대오일뱅크, 현대글로벌서비스, 로봇사업 3개사는 목표 시총 상향 여지가 다분하다는 점에서 deep value로 판단한다




〈표 8〉 연결 실적 추정 테이블(계열사 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	YoY	QoQ	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출(연결)	4,411	4,197	4,416	5,676	6,286	42.5	10.7	6,377	6,272	6,427	18,700	25,361	26,186	27,200
자체사업(로봇)	77	65	55	77	79	2.7	2.8	69	70	69	275	287	282	307
현대중공업	4,808	4,629	3,804	2,227	3,043	(36.7)	36.6	3,230	3,280	3,707	15,469	13,260	14,551	16,639
현대건설기계	644	491	469	489	430	(33.3)	(12.1)	541	528	599	2,094	2,098	2,368	2,403
현대일렉트릭	459	683	613	590	931	102.9	57.6	892	776	751	2,345	3,349	3,478	3,641
현대오일뱅크	4,285	4,058	3,339	4,695	4,773	11.4	1.7	4,750	4,763	4,874	16,376	19,159	19,289	19,773
현대글로벌서비스	41	76	59	62	73	77.6	17.9	103	111	105	238	392	592	835
영업이익(연결)	369	251	552	132	358	(2.9)	172.4	530	500	549	1,304	1,937	2,622	2,893
자체사업(로봇)	8	7	3	4	5	(40.5)	11.7	8	3	4	23	20	20	22
현대중공업	163	152	93	(394)	(124)	적전	적지	(37)	(19)	8	15	(172)	123	517
현대건설기계	43	31	30	1	(31)	적전	적전	25	27	30	105	51	151	157
현대일렉트릭	43	36	44	15	62	42.4	306.0	64	54	44	139	224	236	257
현대오일뱅크	355	230	275	402	314	10.8	(2.1)	445	428	483	1,261	1,670	2,141	2,269
현대글로벌서비스	10	26	17	7	17	71.2	132.1	35	32	13	60	96	142	192
영업이익률	8.4	6.0	12.5	2.3	5.7	(2.7)	3.4	8.3	8.0	8.5	7.0	7.6	10.0	10.6
자체사업(로봇)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	(4.6)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
현대중공업	3.4	3.3	2.5	(17.7)	(4.1)	(7.5)	13.6	(1.2)	(0.6)	0.2	0.1	(1.3)	0.8	3.1
현대건설기계	6.6	6.2	6.5	0.3	(7.2)	(13.8)	(7.5)	4.6	5.0	5.0	5.0	2.4	6.4	6.5
현대일렉트릭	9.5	5.2	7.2	2.6	6.6	(2.8)	4.1	7.2	7.0	5.8	5.9	6.7	6.8	7.0
현대오일뱅크	8.3	5.7	8.2	8.6	6.6	(0.1)	(0.3)	9.4	9.0	9.9	7.7	8.7	11.1	11.5
현대글로벌서비스	24.3	33.9	28.6	11.9	23.4	(0.9)	11.5	33.9	28.6	11.9	25.2	24.5	24.0	23.0
지배주주 순이익(연결)	256	355	799	(222)	186	(27.5)	흑전	367	348	203	1,188	1,104	1,407	1,463

주: 자체사업(로봇)에는 배당금 미반영 기준
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 14] 현대중공업 3개사 사업개요

	1 	2 	3 
매출 (2017년)	16조 3,762억원	2,403억원	2,745억원
영업이익 (2017년)	1조 2,605억원	564억원	226억원
사업내용	정유, 석유화학, 윤활유 등 에너지사업 - 석유제품 생산 및 판매 - PX(합성석유 기초원료) 생산 - 윤활기유사업, 유류저장 사업 등	선박 및 핵심기자재 A/S 사업 - 선박 엔진 부품 및 기자재 판매 - 친환경 선박 개조 사업 - 엔진 발전 부품 판매 및 유지보수	산업용 로봇 및 자동화 설비 작업 - 산업용 및 LCD용 로봇 판매 - 부품 및 관련 서비스 제공 - 자동화 설비 및 시스템 판매
비전 2022	"세계적인 경쟁력을 갖춘 글로벌에너지 기업"	"Global Top-tier Total Solution Provider로 도약"	"Global Top-tier 종합로봇기업으로 도약"
	매출 40조, 영업이익 2.2조	매출 2조, 영업이익 4,030억	매출 5,500억, 영업이익 680억

주: 2017년 연결 재무제표 기준(단, 현대중공업지주는, 별도 재무제표에서 배당수익을 제외한 실적임)
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 9〉 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 24.8배 적용
적정PER			12	17	25	
투자자산가치 (B)			6,996	10,009	12,361	
상장 관계회사 주식			2,239	2,239	2,559	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인적용
(신)현대중공업	8,265	27.7	1,605	1,605	1,834	
현대일렉트릭	949	35.6	237	237	270	
현대건설기계	1,788	31.8	398	398	455	
비상장 관계회사 주식			4,757	7,769	9,802	
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	4,590	91.1	4,182	6,691	8,364	Worst는 4Q Forward 자기자본에 PBR 1.0배 적용 Base는 4Q Forward 자기자본에 S-Oil PBR에서 25% 할인한 1.6배 적용 Best는 4Q Forward 자기자본에 글로벌 peer의 ROE/PBR regression PBR 2.0배 적용
유형자산가치 (C)			684	684	684	
자기주식			684	684	684	
순차입금 (D)			1,900	1,900	1,900	1Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금
NAV (E)=(A)+(B)+(C)-(D)			6,059	9,182	11,701	
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)			372,000	564,000	718,000	
현재주가			411,000	411,000	411,000	
상승여력			-9.5%	37.2%	74.7%	
할인율			-10.5%	27.1%	42.8%	

주: 5월 10일 종가 기준.

자료: 현대중공업지주, Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

지주회사 및 경영컨설팅 서비스업 및 산업용 로봇제조업을 영위하는 회사. 현대중공업의 투자, 로봇 사업부문을 인적 분할해 신설된 법인. 현대오일뱅크 지분 91.3% 보유.

■ 용어해설

- Retrofit: 선박 개조 사업(Scrubber, BWTS) 등 친환경 규제에 부합하는 선박 개조사업
- NCC(Nafta Cracking Center): 원유를 상압증류할 때 200~370℃의 비점 범위 30℃~170℃ 정도의 온도 범위에서 얻어지는 경질유분을 Naphtha라 하는데, NCC는 납사를 분해하여 석유화학의 기초원료인 에틸렌, 프로필렌 등 기초유분을 생산하는 설비를 말함.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	8,030	14,252	14,716	15,285
현금성자산	-	1,185	2,103	2,171	2,255
매출채권및기타채권	-	3,146	5,584	5,766	5,989
재고자산	-	3,342	5,931	6,124	6,361
비유동자산	-	13,180	25,089	32,952	40,889
투자자산	-	3,295	5,848	6,039	6,273
유형자산	-	7,537	15,074	22,611	30,148
무형자산	-	2,160	3,833	3,958	4,111
자산총계	-	21,210	39,341	47,667	56,175
유동부채	-	6,555	20,959	24,291	28,308
매입채무및기타채무	-	3,112	5,524	5,704	5,924
단기차입금및단기사채	-	1,568	3,136	4,704	6,272
유동성장기부채	-	1,396	2,792	4,189	5,585
비유동부채	-	4,429	8,668	12,297	15,938
사채	-	1,914	3,828	5,741	7,655
장기차입금및금융부채	-	1,667	3,333	5,000	6,665
부채총계	-	10,984	29,627	36,588	44,246
지배주주지분	-	7,488	8,513	9,842	11,227
자본금	-	81	81	81	81
자본잉여금	-	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	-	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	-	945	1,989	3,336	4,740
비지배주주지분	-	2,738	2,846	2,983	3,126
자본총계	-	10,226	11,359	12,825	14,353

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	876	8,189	1,724	2,310
당기순이익	-	1,043	1,213	1,546	1,608
유형자산감가상각비	-	270	0	0	0
무형자산상각비	-	54	96	99	103
자산부채변동	-	(148)	6,580	(43)	560
기타	-	(343)	300	122	39
투자활동현금흐름	-	(644)	(12,053)	(7,953)	(7,940)
유형자산투자	-	(759)	(7,549)	(7,549)	(7,549)
유형자산매각	-	12	12	12	12
투자자산순증	-	42	(2,576)	(179)	(132)
무형자산순증	-	(17)	(1,769)	(224)	(256)
기타	-	78	(171)	(13)	(15)
재무활동현금흐름	-	376	6,428	6,398	6,392
자본의증가	-	427	0	0	0
차입금의순증	-	0	6,597	6,597	6,597
배당금지급	-	0	0	(60)	(60)
기타	-	(51)	(169)	(139)	(145)
기타현금흐름	-	(3)	0	0	0
현금의증가	-	605	2,563	169	762

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

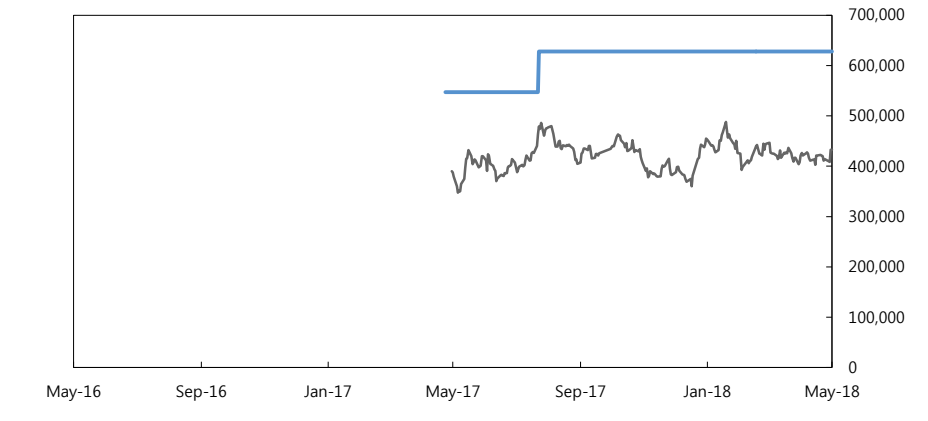
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	14,289	25,361	26,186	27,200
매출원가	-	12,784	22,306	22,404	23,103
매출총이익	-	1,505	3,055	3,781	4,097
판매관리비	-	571	1,118	1,160	1,204
영업이익	-	935	1,937	2,622	2,893
금융수익	-	787	635	645	647
이자수익	-	13	35	45	47
금융비용	-	393	671	941	1,212
이자비용	-	128	406	676	947
기타영업외손익	-	(107)	(257)	(265)	(276)
관계기업관련손익	-	21	(4)	29	121
세전계속사업이익	-	1,242	1,639	2,089	2,173
법인세비용	-	199	426	543	565
연결당기순이익	-	1,043	1,213	1,546	1,608
지배주주지분순이익	-	932	1,104	1,407	1,463
기타포괄이익	-	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	-	1,023	1,193	1,526	1,588
지배주주지분포괄이익	-	916	1,086	1,389	1,445
EBITDA	-	1,259	2,033	2,721	2,996

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	74,312	75,500	96,221	100,070
BPS	-	489,808	552,785	634,364	719,399
DPS	-	0	4,100	4,100	4,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	-	0.0	77.5	3.3	3.9
영업이익증가율	-	NM	107.2	35.4	10.3
순이익증가율	-	NM	18.4	27.4	4.0
EPS증가율	-	NM	1.6	27.4	4.0
EBITDA증가율	-	NM	61.4	33.8	10.1
수익성(%)					
영업이익률	-	6.5	7.6	10.0	10.6
순이익률	-	6.5	4.4	5.4	5.4
EBITDA Margin	-	8.8	8.0	10.4	11.0
ROA	-	4.9	4.0	3.6	3.1
ROE	-	12.5	13.8	15.3	13.9
배당수익률	-	-	0.9	0.9	0.9
배당성향	-	0.0	5.4	4.3	4.1
안정성					
순차입금(십억원)	-	5,204	10,722	17,238	23,736
차입금/자본총계비율(%)	-	64.5	116.1	154.3	183.8
Valuation(X)					
PER	-	5.1	5.7	4.5	4.3
PBR	-	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	-	10.8	9.9	9.8	11.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 11일 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 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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
- 중립 : 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.