

현대중공업지주(267250)

4분기 실적 부진에도 연말 배당수익률 5% 내외 전망

2018년 배당수익률 5% 내외, DPS 19,000~20,000원 전망

현대중공업지주 경영진은 11일 애널리스트 간담회를 통해서 별도 기준 배당성향 70% 이상, 배당수익률 5%를 재확인했다. 4분기 유가급락에 따라 현대오일뱅크의 실적 부진이 예상되지만, 지난 8월 회사가 약속한 배당 정책에 변화가 없음을 밝혔다. 8월 배당정책 발표시 제시한 배당수익률은 5% 이상이었는데, 당시 주가 386,000원으로 배당수익률을 역산하면 DPS 19,400원이다. 4분기 실적 부진으로 시장의 배당금 하향 우려가 있었지만, 올해 DPS는 최소한 19,000~20,000원은 무난할 것으로 보인다.

유가 하락으로 4분기 실적 부진 예상

유가 하락의 영향으로 한달 후행기준 정제마진은 3분기 평균 8달러/배럴에서 4분기 2달러/배럴 미만으로 큰 폭 하락이 예상된다. 보수적 접근으로 우리는 SK이노베이션, S-Oil, 현대오일뱅크의 4분기 영업이익과 순이익을 큰 폭 하향 조정했다. 현대중공업 등 계열사의 일회성 비용이 반영되는 4분기라는 점에서 현대중공업지주도 실적 부진이 예상된다. 다만, 현대오일뱅크는 SK이노베이션, S-Oil과는 다르게 유가 하락시 재고평가손실이 상대적으로 적고, 4분기 실적 발표일이 IPO 직전이라는 점에서 보수적인 우리 추정치를 상회할 가능성이 상존한다. 올해 정기보수 및 고도화 비율 개선작업이 2019년 실적에 본격 반영되기에 유가만 진정 구간에 들어서면 현대오일뱅크는 2019년 큰 폭의 실적 개선이 가능하다.

현대오일뱅크 IPO와 현대중공업지주 play

현대오일뱅크 IPO는 2~3월 중 진행될 가능성이 높아 보인다. IPO시 일부 수급 이동(현대중공업지주 → 현대오일뱅크)도 예상되지만 그 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 현대중공업지주의 고배당 정책이 최소한 주가의 하방 경직성을 확보했고, 현대오일뱅크의 구주매출 규모가 20~25% 수준으로 미미할 것으로 판단하기 때문이다. 고배당주에 대한 시장 수요가 증가하고 있지만, 현대오일뱅크가 상장시 해당 수요를 모두 충족시킬 수 없다는 점에서 현대중공업지주의 매력은 여전하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	14,300	843	934	74,413	NM	1,154	5.1	11.7	0.8	12.5	0.0
2018F	26,321	975	486	33,269	(55.3)	1,074	11.9	11.2	0.8	6.4	5.0
2019F	25,637	1,670	702	48,018	44.3	1,766	8.3	6.8	0.8	8.9	5.0
2020F	25,852	2,450	1,040	71,112	48.1	2,548	5.6	4.9	0.7	12.3	5.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 500,000원(유지)

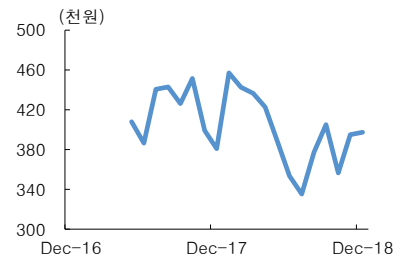
Stock Data

KOSPI(12/12)	2,083
주가(12/12)	397,500
시가총액(십억원)	6,474
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저(개월)	488,000/326,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,557
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/20.5
주요주주(%)	정몽준 외 6인 33.3
국민연금	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	3.1	2.4
KOSPI 대비(%p)	5.3	18.8	17.8

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

최근 유가하락 여파로 정유주가 조정 구간에 진입했고, 밸류에이션 멀티플이 하락했다. 이러한 상황을 고려해서 현대오일뱅크의 공모가격이 시세 차익을 낼 수 있는 합리적 수준에서 결정된다면, 현대중공업지주는 상장 이후 현대오일뱅크의 주가 상승 효과를 충분히 누릴 가능성이 높다. 반면, 현대오일뱅크의 IPO 공모가가 예상보다 높은 가격에서 결정되어 상장 이후 하향 조정되면 현대중공업지주 주가에는 부정적일 것으로 보인다. 그러나 우리는 최근 유가 환경을 고려해서 전자의 가능성이 높다고 판단한다.

Corp. Day 후기(11월 22일 진행)

현대글로벌서비스의 retrofit 사업

- 2019년 매출은 7,000억~8,000억원, 2022년 전체 매출은 2조 목표(각 사업 부문의 매출 비중은 20~25% 수준)
- 친환경 retrofit 연초 수주 가이드스 1억 8,400만달러 대비 약 230% 달성 예상. 10월 기준 4.2억달러를 수주했는데 연간 5억달러 이상 수주 예상(현재 8천달러는 BWTS)
- 스크러버 사업의 영업이익률은 10% 내외. 스크러버 수주로 인한 가파른 매출 증가는 2020~2021년으로 마무리.
- 스크러버는 척당 총 400만달러 단가(스크러버만 4억달러), VLCC 설치시 600만달러 이상
- 전체 설치기간은 최소 1년(현대스크러버 만드는 것만 7개월). 타사가 약 15개월 소요하는 것에 비해 짧은 편.
- 단기 사업인 스크러버에 반해 모든 조선 대상인 BWTS는 2025년까지 수주 이어갈 것. 다만 BWTS는 경쟁사가 더 많음.
- 스크러버 사업은 최첨단 기술을 요하는 것은 아니나 육상 탈황작업설비 경험 이 있고, 현대스크러버 사용시 7개월이라는 짧은 조달 기간, 현대중공업 조선 일 경우 엔지니어링 도면 확보로 용이한 설치 등이 장점
- 현대글로벌서비스는 향후 친환경 retrofit 외에도 기존 부품/엔진에 대한 O&M 서비스 등 one-stop total solution provider로 확장해 나갈 것
- 선주들 대상 마케팅 차원에서 저수익의 벙커링 사업 진행 중(매년 1,500억원 매출, 영업이익률은 1% 미만)
- 부품/육상 발전 마진은 30% 이상으로 높으나 매출 인식이 지연되는 상황이 많음. 선주사들의 여름휴가 영향을 받고 국가 재정상황에 따라 수주 여건이 달라짐(쿠바, 베네수엘라, 중남미 전력청 등).

현대오일뱅크

- 1공장, 2공장 모두 대산에 있음. 1공장 정기보수 올해, 2공장은 전년도 정기보수 진행(3~4년 주기로 진행).
- 유가하락 영향에 따른 재고평가손실액은 거의 없음. 재고가 기본적으로 적고 캐파도 적은 수준.

- (이란 컨테이너) 이란산 수입 현재도 없음. 이미 노르웨이, 카타르 등으로 대체 완료되었고, 예외국가로 지정이 된다 해도 바로 수입에 다시 들어가기 어렵은 것. 수요/공급의 문제는 없음.
- 일일 정제능력 52만배럴로 풀 캐파 생산을 하지는 않음. 2020년부터는 전체 캐파 69만배럴.
- 현대오일뱅크의 고도화 비율은 국내 정유사 중 최고인데 전체 CDU 캐파를 S-Oil 수준까지 늘려서 비등한 상황. 전체 용량 대비 고도화비율을 41% 높여 효율/수익을 극대화시킴.
- 2022년 전체 매출 3조8천억 목표. 석유화학 익스포저가 늘어나며 이익구조 개선할 것으로 전망.

〈표 1〉 연결 실적 추정(계열사 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	YoY	QoQ	2017	2018F	2019F	2020F
매출(연결)	4,411	4,180	4,417	5,686	6,291	6,935	6,602	6,492	14.2	(1.7)	18,694	26,321	25,637	25,852
자체사업(로봇)	77	65	55	77	79	67	57	65	(16.3)	13.2	275	268	258	285
현대중공업	4,309	4,246	3,425	2,227	3,043	3,124	3,242	3,451	55.0	6.5	14,208	12,860	13,310	15,533
현대일렉트릭	644	491	469	489	430	507	440	499	2.0	13.4	2,094	1,877	1,880	2,162
현대건설기계	459	683	613	590	930	923	710	732	24.0	3.1	2,345	3,296	3,559	3,664
현대오일뱅크	4,285	4,040	3,341	4,721	4,778	5,435	5,173	5,126	8.6	(0.9)	16,386	20,512	19,389	18,967
현대글로벌서비스	41	76	59	62	73	88	117	110	78.4	(5.9)	238	388	611	771
영업이익(연결)	369	212	519	40	328	341	356	(50)	적전	적전	1,140	975	1,670	2,450
자체사업(로봇)	8	7	3	4	5	5	4	4	(16.3)	(12.8)	23	18	17	19
현대중공업	142	148	67	(394)	(124)	(176)	29	(42)	적지	적전	(37)	(313)	86	428
현대일렉트릭	43	31	30	1	(31)	4	(76)	(2)	적전	적지	105	(106)	77	96
현대건설기계	43	36	44	15	62	75	37	31	104.9	(16.3)	139	205	236	250
현대오일뱅크	355	188	242	382	283	314	240	(60)	적전	적전	1,167	776	1,271	1,925
현대글로벌서비스	10	26	17	7	17	20	18	21	184.9	14.7	60	77	118	149
영업이익률	8.4	5.1	11.8	0.7	5.2	4.9	5.4	(0.8)	(1.5)	(6.2)	6.1	3.7	6.5	9.5
자체사업(로봇)	10.9	11.0	4.9	5.8	6.3	7.4	7.5	5.8	0.0	(1.7)	8.3	6.7	6.7	6.7
현대중공업	3.3	3.5	2.0	(17.7)	(4.1)	(5.6)	0.9	(1.2)	16.5	(2.1)	(0.3)	(2.4)	0.6	2.8
현대일렉트릭	6.6	6.2	6.5	0.3	(7.2)	0.7	(17.4)	(0.4)	(0.7)	16.9	5.0	(5.6)	4.1	4.4
현대건설기계	9.5	5.2	7.2	2.6	6.6	8.1	5.2	4.3	1.7	(1.0)	5.9	6.2	6.6	6.8
현대오일뱅크	8.3	4.7	7.3	8.1	5.9	5.8	4.6	(1.2)	(9.3)	(5.8)	7.1	3.8	6.6	10.1
현대글로벌서비스	24.3	33.9	28.6	11.9	23.4	23.2	15.6	19.0	7.1	3.4	25.2	19.7	19.4	19.3
지배주주 순이익(연결)	256	357	799	(221)	186	112	260	(71)	적지	적전	1,190	486	702	1,040

주: 자체사업(로봇)에는 배당금 미반영 기준
 자료: 한국투자증권

〈표 2〉 현대중공업지주 NAV

(단위: 십억원, 원, %)

	시가총액/ 장부가액	지분율	Worst	Base	Best	가정
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
적정 PER(배)			12	17	25	
투자자산가치(B)			7,315	9,542	12,883	
상장 관계회사 주식			2,318	2,318	2,649	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인적용
(신)현대중공업	9,683	31.7	2,147	2,147	2,453	
현대일렉트릭	270	34.7	66	66	75	
현대건설기계	457	33.0	106	106	121	
비상장 관계회사 주식			4,997	7,224	10,234	
현대글로벌서비스	207	100.0	480	900	1,200	Worst는 2018년 영업이익 600억원에 PER 8배 Base는 2018년 영업이익 600억원에 PER 15배 Best는 2018년 영업이익 600억원에 PER 20배
현대오일뱅크	4,957	91.1	4,517	6,324	9,034	Worst는 3Q 자기자본에 PBR 1.0배 적용 Base는 3Q 자기자본에 목표PBR 2.0배 대비 30% 할인한 1.4배 적용(상장 시 지분가치 할인) Best는 3Q 자기자본에 글로벌 peer의 ROE/PBR regression PBR 2.0배 적용
유형자산가치(C)			662	662	662	
자기주식			662	662	662	
순차입금(D)			2,413	2,413	2,413	3Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)			5,842	8,180	11,688	
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)			359,000	502,000	718,000	
현재주가			397,500	397,500	397,500	
상승여력			(9.7)	26.3	80.6	
할인율			(10.7)	20.8	44.6	

주: 1. 12월 12일 종가 기준, 2. 지분율은 3분기 말 기준
 자료: 현대중공업지주, FnGuide, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

지주회사 및 경영컨설팅 서비스업 및 산업용 로봇제조업을 영위하는 회사. 현대중공업의 투자, 로봇 사업부문을 인적 분할해 신설된 법인. 현대오일뱅크 지분 91.1% 보유.

- Retrofit: 선박 개조 사업(scrubber, BWTS) 등 친환경 규제에 부합하는 선박 개조 사업
- Scrubber(스크러버): 선박의 메인 엔진에서 나오는 배기가스 내 산성물질인 황산화물(SOx)을 알칼리성을 띠는 바닷물로 세척해 정화하는 황산화물 배출량 저감장치

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	7,827	14,407	14,033	14,151
현금성자산	-	1,126	2,073	2,019	2,036
매출채권및기타채권	-	3,157	5,811	5,660	5,708
재고자산	-	3,302	6,078	5,920	5,970
비유동자산	-	13,061	18,256	18,273	18,656
투자자산	-	3,480	6,406	6,240	6,292
유형자산	-	7,234	7,529	7,825	8,121
무형자산	-	2,159	3,975	3,871	3,904
자산총계	-	20,889	32,664	32,306	32,807
유동부채	-	6,529	17,313	16,273	15,455
매입채무및기타채무	-	3,124	5,750	5,601	5,648
단기차입금및단기사채	-	1,568	1,098	862	815
유동성장기부채	-	1,371	960	754	713
비유동부채	-	4,258	4,989	4,967	4,998
사채	-	1,914	1,914	1,914	1,914
장기차입금및금융부채	-	1,497	1,515	1,534	1,552
부채총계	-	10,787	22,302	21,240	20,454
지배주주지분	-	7,488	7,665	8,061	8,795
자본금	-	81	81	81	81
자본잉여금	-	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	-	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	-	947	1,141	1,550	2,298
비지배주주지분	-	2,614	2,696	3,006	3,558
자본총계	-	10,102	10,362	11,067	12,354

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	815	7,282	1,024	1,349
당기순이익	-	1,013	572	1,018	1,600
유형자산감가상각비	-	257	0	0	0
무형자산상각비	-	54	99	97	97
자산부채변동	-	(147)	6,421	(356)	(874)
기타	-	(362)	190	265	526
투자활동현금흐름	-	(655)	(5,145)	(100)	(462)
유형자산투자	-	(721)	(308)	(308)	(308)
유형자산매각	-	12	12	12	12
투자자산순증	-	(8)	(2,846)	184	(35)
무형자산순증	-	(17)	(1,915)	7	(130)
기타	-	79	(88)	5	(1)
재무활동현금흐름	-	396	(1,189)	(978)	(870)
자본의증가	-	427	0	0	0
차입금의순증	-	0	(811)	(370)	(17)
배당금지급	-	0	0	(292)	(292)
기타	-	(31)	(378)	(316)	(561)
기타현금흐름	-	(1)	0	0	0
현금의증가	-	554	947	(54)	17

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

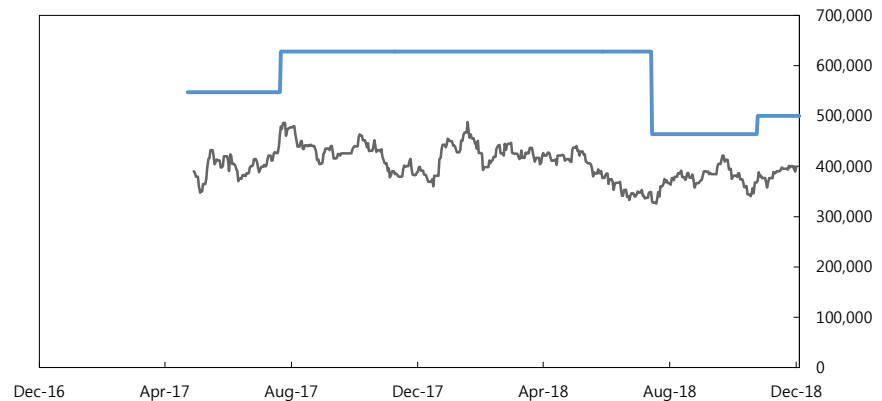
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	14,300	26,321	25,637	25,852
매출원가	-	12,890	24,281	22,869	22,294
매출총이익	-	1,409	2,040	2,768	3,558
판매관리비	-	566	1,065	1,099	1,108
영업이익	-	843	975	1,670	2,450
금융수익	-	773	361	320	320
이자수익	-	11	31	40	40
금융비용	-	377	588	565	558
이자비용	-	123	228	205	198
기타영업외손익	-	(107)	(82)	(80)	(81)
관계기업관련손익	-	67	97	31	31
세전계속사업이익	-	1,199	763	1,375	2,162
법인세비용	-	186	191	358	562
연결당기순이익	-	1,013	572	1,018	1,600
지배주주지분순이익	-	934	486	702	1,040
기타포괄이익	-	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	-	993	552	997	1,580
지배주주지분포괄이익	-	917	469	688	1,027
EBITDA	-	1,154	1,074	1,766	2,548

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	74,413	33,269	48,018	71,112
BPS	-	489,844	500,706	525,007	570,091
DPS	-	0	20,000	20,000	20,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	-	-	84.1	(2.6)	0.8
영업이익증가율	-	-	15.6	71.2	46.8
순이익증가율	-	-	(47.9)	44.3	48.1
EPS증가율	-	-	(55.3)	44.3	48.1
EBITDA증가율	-	-	(6.9)	64.4	44.2
수익성(%)					
영업이익률	-	5.9	3.7	6.5	9.5
순이익률	-	6.5	1.8	2.7	4.0
EBITDA Margin	-	8.1	4.1	6.9	9.9
ROA	-	4.8	2.1	3.1	4.9
ROE	-	12.5	6.4	8.9	12.3
배당수익률	-	0.0	5.0	5.0	5.0
배당성향	-	0.0	60.1	41.7	28.1
안정성					
순차입금(십억원)	-	5,183	3,347	3,035	3,000
차입금/자본총계비율(%)	-	63.4	54.0	47.2	42.1
Valuation(X)					
PER	-	5.1	11.9	8.3	5.6
PBR	-	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	-	11.7	11.2	6.8	4.9

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	-19.3	-9.2
	2018.11.05	매수	500,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 12일 현재 현대중공업지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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.