

현대중공업지주(267250)

현대오일뱅크의 아쉬운 2분기 실적

현대오일뱅크의 아쉬운 2분기 실적
연간 영업이익 추정치 21.4% 하향
지분가치 하락을 고려해서 목표주가 26% 하향

Facts : 현대오일뱅크의 아쉬운 2분기 실적

2분기 영업이익은 3,413억원(+4.1% QoQ, +60.8% YoY), 지배주주 순이익은 1,117억원(-39.9% QoQ, -68.7% YoY)으로 기대치 대비 부진한 실적을 시현했다. 현대중공업의 분기 적자와 현대오일뱅크의 실적 추정치 하회배경이다. 현대글로벌서비스 매출은 876억원(+20.0% QoQ, +14.7% YoY), 영업이익 203억원(+18.7% QoQ, -21.6% YoY)으로 전분기 대비 개선되었지만 최근 제시한 2분기 가이드스 매출을 9.2% 하회, 영업이익을 15.9% 하회했다.

Pros & cons : 연간 영업이익 추정치 21.4% 하향

현대오일뱅크의 영업이익은 3,136억원(+10.9% QoQ, +66.4% YoY)이지만 추정치를 25% 하회했다. 가장 큰 이유는 condensate splitter가 핵심설비인 자회사 현대케미칼의 영업이익이 원재료인 condensate 가격 상승으로 전분기 대비 48%, 전년 동기 대비 59% 감소하며 추정치를 하회했기 때문이다. 정유 부문은 전분기 대비 21% 개선되었으나 6월 정제마진 급락으로 추정치를 13% 하회했다. 이외 일회성 외환손실이 571억원 발생하며 세전이익도 부진했다. 2분기 실적을 반영해서 2018년 현대오일뱅크의 영업이익 추정치를 1.2조원으로 20.1% 하향, 현대중공업지주 영업이익 추정치를 1.4조원으로 21.4% 하향했다. Condensate 원가 상승과 예상보다 축소된 아시아 spot 정제마진으로 현대오일뱅크는 3분기까지 부진한 실적이 예상된다.

Action : 자회사 지분가치 하락을 고려해서 목표주가 26% 하향

현대글로벌서비스는 상반기 Retrofit(Scrubber/BWTS) 사업에서 약 1억 3천만 달러를 수주했지만 레깅효과로 약 2%만 상반기 매출로 반영되었다. 따라서 하반기 본격적인 매출 증가가 예상된다. 그러나 현대글로벌서비스가 시장 기대치를 여러 번 하회했다는 점에서 신뢰 회복이 신뢰 회복이 필요해 보인다. 현대오일뱅크의 2분기 실적도 10월 IPO를 앞둔 시점에서 아쉬움이 남는다.

하 회 부 합 상 회

지배주주순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 464,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,273
주가(7/25)	348,500
시가총액(십억원)	5,676
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	488,000/333,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,563
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/21.0
주요주주(%)	정몽준 외 6 인 33.3
	국민연금 10.4

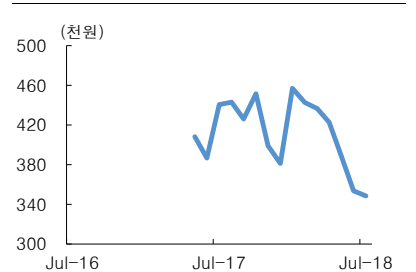
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	5.1	8.7	5.7
PBR(x)	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	12.5	7.6	10.7
DY(%)	-	1.2	1.2
EV/EBITDA(x)	10.8	12.4	11.4
EPS(원)	74,312	40,166	61,450
BPS(원)	489,808	521,199	571,760

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(24.6)	(15.4)
KOSPI 대비(%p)	(2.0)	(13.3)	(8.6)

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

윤태호

Taeho3123@truefriend.com

신저가를 기록한 현대중공업, 현대건설기계, 현대일렉트릭의 지분가치 하향 조정, 정유업에 대한 시장의 낮아진 눈높이를 고려해서 현대오일뱅크의 목표 멀티플을 기존 1.6배에서 1.4배로 하향한다. 현대오일뱅크의 목표PBR 2.0배에서 상장 시 지분가치 할인을 30%를 반영한 수준이다. 구주매출 지분(10~20%)은 공모가 기준으로 내부 현금화(순차입금 감소) 되기에 NAV상의 변화는 없다. 자체사업 3,890억원, 상장 자회사 1.7조원, 글로벌서비스 1.0조원(PER 15배 적용), 현대오일뱅크 6.1조원(PBR 1.4배)를 적용한 NAV는 7.6조원, NAVS는 464,000원이다(기존 목표주가 대비 26% 하향).

다만, 정유업계 타이트한 수급으로 빠르게 반등하고 있는 spot 정제마진을 고려할 때 현대오일뱅크의 4분기 및 내년 1분기 실적 개선 가능성은 높아 보인다. 특히, 낮은 등경유 재고와 겨울철 성수기에 내년 초부터 시행될 중국의 선박용 bunker-C 황규제까지 맞물리면 등경유를 중심으로 한 마진 re-rating 가능성은 열려있기 때문이다. 중국은 2020년 예정되어 있는 IMO 환경규제를 1년 앞당겨 2019년 1월부터 시행할 계획이다. 또한, IMO에 대한 영향이 황 함유량이 높은 Dubai 가격의 약세로 이어질 수 있다는 점과 등경유 비중이 높은 정유사에 손해가 된다는 점을 고려하면 IMO의 수혜 정유사는 국내에서 현대오일뱅크라 판단한다.

이외 3분기 현대중공업지주의 배당 계획 발표, 거래 활성화를 위한 액면분할 혹은 무상증자, 현대오일뱅크 IPO가 예정되어 있다는 점에서 실망 매물 확인 후 매수시기를 타진해야 할 것으로 판단한다.

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,180	4,416	5,676	6,291	6,935	10.2	65.9	6,699
영업이익	212	552	132	328	341	4.1	60.8	513
영업이익률(%)	5.1	12.5	2.3	5.2	4.9	(0.3)	(0.2)	7.7
세전이익	189	944	92	292	272	(7.0)	44.1	447
순이익	357	799	(222)	186	112	(39.9)	(68.7)	310

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주순이익

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 현대중공업지주 및 주요 종속회사 경영실적(연결)

(단위: 십억원, %)

구분	2Q18P			1Q18			2Q17		
	매출	영업이익	영업이익률	매출	영업이익	영업이익률	매출	영업이익	영업이익률
현대로보틱스	67	5	7.4	392	318	81.0	65	7	11.0
현대오일뱅크	5,435	314	5.8	4,778	283	6.6	4,040	189	4.7
현대글로벌서비스	88	20	23.2	73	17	23.4	76	26	33.9
현대일렉트릭	508	4	0.7	430	(31)	(7.2)	-	-	-
현대건설기계	923	75	8.1	931	62	6.6	-	-	-

주: 1. 현대중공업지주는 별도 기준. 현대오일뱅크, 현대건설기계, 현대일렉트릭은 연결 기준.

2. 현대건설기계와 현대일렉트릭은 2017년 8월 연결편입

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 3〉 현대오일뱅크 사업부문별 경영실적

(단위: 십억원, %)

구분	2Q18P			1Q18			2Q17		
	매출	영업이익	영업이익률	매출	영업이익	영업이익률	매출	영업이익	영업이익률
현대오일뱅크	4,693	281	6.0	4,185	233	5.6	3,427	130	3.8
현대케미칼	1,064	22	2.0	1,052	42	4.0	819	52	6.4
현대오씨아이	35	3	9.1	24	2	7.1	13	1	6.8
기타/연결조정	(357)	7	NM	(484)	6	NM	(219)	5	NM
연결합계	5,435	314	5.8	4,778	283	5.9	4,040	189	4.7
현대코스모	716	22	3.1	709	33	4.6	586	30	5.2
현대셀베이스오일	201	26	13.0	194	31	16.0	181	41	22.6

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 4〉 연결 실적 추정(계열사 연결)

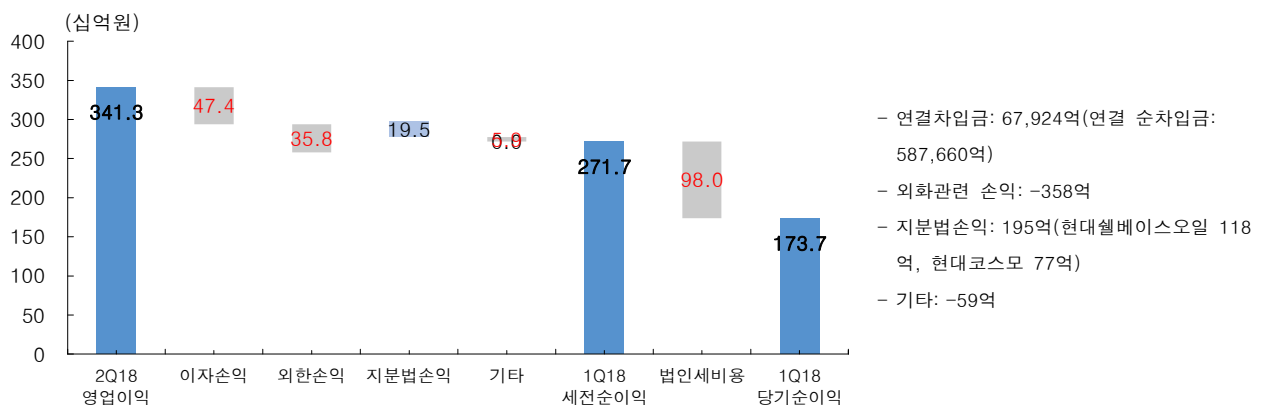
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	YoY	QoQ	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출(연결)	4,411	4,180	4,416	5,676	6,291	6,935	65.9	10.2	6,463	6,647	18,682	26,336	26,967	27,679
자체사업(로봇)	77	65	55	77	79	67	3.1	(16.1)	70	68	275	283	278	303
현대중공업	4,808	4,246	3,804	2,227	3,043	3,124	(26.4)	2.7	3,208	3,605	15,085	12,980	12,700	16,031
현대건설기계	644	491	469	489	430	508	3.3	18.0	475	553	2,094	1,966	2,193	2,266
현대일렉트릭	459	683	613	590	930	923	35.1	(0.8)	806	778	2,345	3,437	3,468	3,818
현대오일뱅크	4,285	4,058	3,339	4,695	4,773	5,435	33.9	13.9	5,052	5,181	16,376	20,441	20,565	20,615
현대글로벌서비스	41	76	59	62	73	88	14.7	20.0	96	104	238	361	518	656
영업이익(연결)	369	212	552	132	328	341	60.8	4.1	280	456	1,265	1,405	2,135	2,883
자체사업(로봇)	8	7	3	4	5	5	(31.0)	(2.0)	3	4	23	17	17	19
현대중공업	163	148	93	(394)	(124)	(176)	적전	적지	(47)	(1)	11	(347)	(39)	485
현대건설기계	43	31	30	1	(31)	4	(87.9)	흑전	13	35	105	21	123	127
현대일렉트릭	43	36	44	15	62	75	110.1	21.7	57	48	139	242	250	281
현대오일뱅크	355	230	275	402	314	314	36.6	(0.0)	228	391	1,261	1,246	1,705	2,312
현대글로벌서비스	10	26	17	7	17	20	(21.6)	18.7	21	21	60	79	110	139
영업이익률	8.4	5.1	12.5	2.3	5.2	4.9	(0.2)	(0.3)	4.3	6.9	6.8	5.3	7.9	10.4
자체사업(로봇)	10.9	11.0	4.9	5.8	6.3	7.4	(3.6)	1.1	4.9	5.8	8.3	6.1	6.1	6.1
현대중공업	3.4	3.5	2.5	(17.7)	(4.1)	(5.6)	(9.1)	(1.6)	(1.5)	(0.0)	0.1	(2.7)	(0.3)	3.0
현대건설기계	6.6	6.2	6.5	0.3	(7.2)	0.7	(5.5)	7.9	2.8	6.3	5.0	1.1	5.6	5.6
현대일렉트릭	9.5	5.2	7.2	2.6	6.6	8.1	2.9	1.5	7.0	6.2	5.9	7.0	7.2	7.4
현대오일뱅크	8.3	5.7	8.2	8.6	6.6	5.8	0.1	(0.8)	4.5	7.6	7.7	6.1	8.3	11.2
현대글로벌서비스	24.3	33.9	28.6	11.9	23.4	23.2	(10.7)	(0.3)	22.1	20.0	25.2	22.0	21.2	21.3
지배주주 순이익(연결)	256	357	799	(222)	186	112	(68.7)	(39.9)	109	181	1,189	588	899	1,232

주: 자체사업(로봇)에는 해당금 미반영 기준

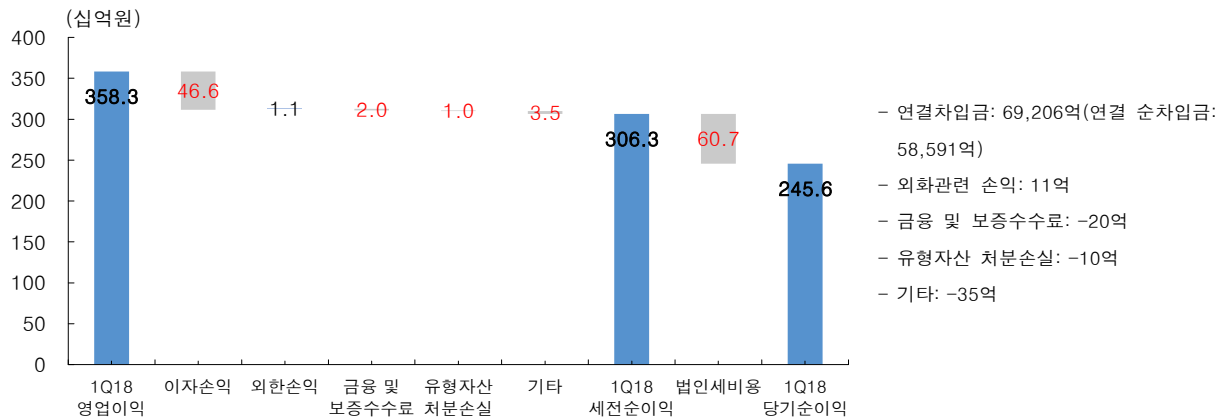
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 1] 현대중공업지주 2Q18 당기순손익 및 영업외손익(연결)



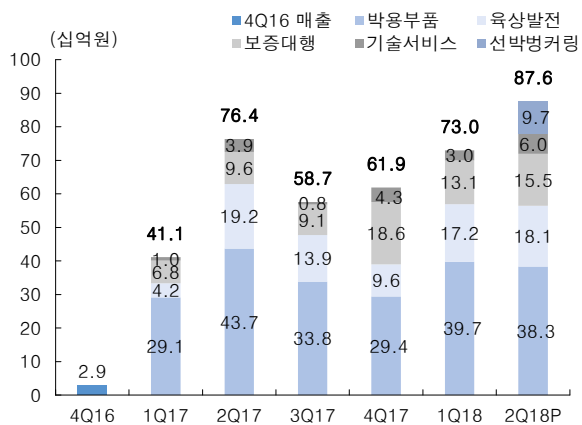
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 2] 현대중공업주 1Q18 당기순이익 및 영업외손익(연결)



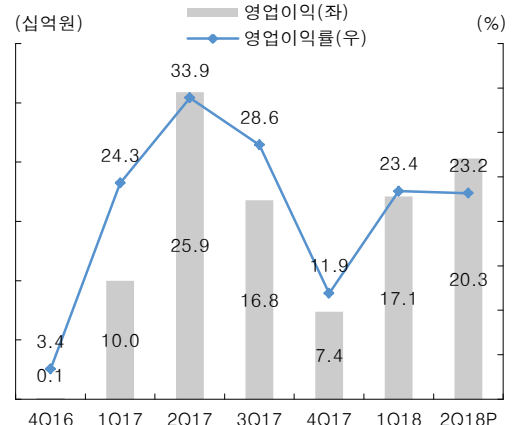
자료: 현대중공업주, 한국투자증권

[그림 3] 현대글로벌서비스 매출 추이



주: 별도기준. 2018년 1분기, 2분기는 연결 기준
 4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영
 자료: 현대중공업주, 한국투자증권

[그림 4] 현대글로벌서비스 영업이익 추이



주: 별도기준. 2018년 1분기, 2분기는 연결 기준
 4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영
 자료: 현대중공업주, 한국투자증권

<표 5> 한국투자증권의 현대글로벌서비스 실적 추정치

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
매출	240	361	518	656
YoY(%)		50.1	43.7	26.6
영업이익	56	79	110	139
영업이익률(%)	23.5	22.0	21.2	21.3
영업외손익	(1)	(1)	(1)	(2)
세전이익	55	78	109	138
법인세	15	17	24	30
순이익	40	61	85	108

자료: 현대중공업주, 한국투자증권

〈표 6〉 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)			6,669	8,917	12,142	
상장 관계회사 주식			1,731	1,731	1,979	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인적용
(신)현대중공업	6,820	27.7	1,324	1,324	1,513	
현대일렉트릭	606	35.6	151	151	173	
현대건설기계	1,151	31.8	256	256	293	
비상장 관계회사 주식			4,938	7,186	10,163	
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	4,362	6,107	8,725	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 regression PBR 2.0배 적용
유형자산가치 (C)			580	580	580	
자기주식			580	580	580	
순차입금 (D)			2,336	2,336	2,336	1Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금
NAV (E) = (A) + (B) + (C) - (D)			5,191	7,550	10,941	
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)			319,000	464,000	672,000	
현재주가			348,500	348,500	348,500	
상승여력			-8.5%	33.1%	92.8%	
할인율			-9.2%	24.9%	48.1%	

주: 7월 25일 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	25,474	33,260	41,079
투자자산	-	3,295	6,073	6,219	6,383
유형자산	-	7,537	15,074	22,611	30,148
무형자산	-	2,160	3,980	4,076	4,183
자산총계	-	21,210	40,274	48,415	56,634
유동부채	-	6,555	20,669	24,074	27,107
매입채무및기타채무	-	3,112	5,736	5,874	6,029
단기차입금및단기사채	-	1,568	3,136	4,704	6,272
유동성장기부채	-	1,396	2,792	4,189	5,585
비유동부채	-	4,429	8,726	12,343	15,966
사채	-	1,914	3,828	5,741	7,655
장기차입금및금융부채	-	1,667	3,333	5,000	6,665
부채총계	-	10,984	29,394	36,417	43,073
지배주주지분	-	7,488	7,999	8,822	9,979
자본금	-	81	81	81	81
자본잉여금	-	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	-	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	-	945	1,473	2,311	3,483
비지배주주지분	-	2,738	2,881	3,175	3,581
자본총계	-	10,226	10,880	11,998	13,560

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	876	7,051	1,690	1,842
당기순이익	-	1,043	734	1,198	1,642
유형자산감가상각비	-	270	0	0	0
무형자산상각비	-	54	99	102	105
자산부채변동	-	(148)	5,866	115	(292)
기타	-	(343)	352	275	387
투자활동현금흐름	-	(644)	(12,442)	(7,875)	(7,909)
유형자산투자	-	(759)	(7,549)	(7,549)	(7,549)
유형자산매각	-	12	12	12	12
투자자산순증	-	42	(2,799)	(131)	(148)
무형자산순증	-	(17)	(1,920)	(197)	(212)
기타	-	78	(186)	(10)	(12)
재무활동현금흐름	-	376	6,390	6,237	6,126
자본의증가	-	427	0	0	0
차입금의순증	-	0	6,597	6,597	6,597
배당금지급	-	0	0	(60)	(60)
기타	-	(51)	(207)	(300)	(411)
기타현금흐름	-	(3)	0	0	0
현금의증가	-	605	999	52	59

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

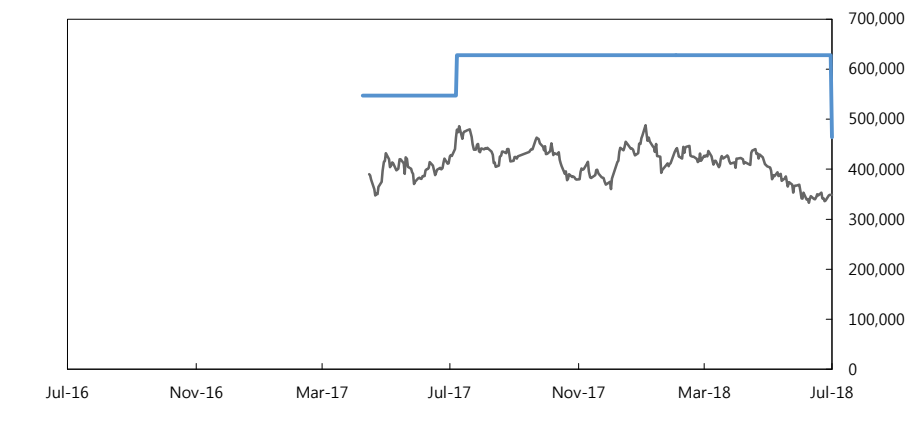
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	14,289	26,336	26,967	27,679
매출원가	-	12,784	23,859	23,670	23,601
매출총이익	-	1,505	2,477	3,297	4,078
판매관리비	-	571	1,071	1,162	1,194
영업이익	-	935	1,405	2,135	2,883
금융수익	-	787	236	247	248
이자수익	-	13	36	47	48
금융비용	-	393	483	628	773
이자비용	-	128	218	363	508
기타영업외손익	-	(107)	(161)	(165)	(170)
관계기업관련손익	-	21	(5)	30	31
세전계속사업이익	-	1,242	992	1,619	2,219
법인세비용	-	199	258	421	577
연결당기순이익	-	1,043	734	1,198	1,642
지배주주지분순이익	-	932	587	899	1,232
기타포괄이익	-	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	-	1,023	714	1,178	1,622
지배주주지분포괄이익	-	916	571	883	1,217
EBITDA	-	1,259	1,505	2,237	2,988

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	74,312	40,166	61,450	84,237
BPS	-	489,808	521,199	571,760	642,778
DPS	-	0	4,100	4,100	4,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	-	0.0	84.3	2.4	2.6
영업이익증가율	NM	NM	50.3	52.0	35.0
순이익증가율	NM	NM	(37.0)	53.0	37.1
EPS증가율	NM	NM	(45.9)	53.0	37.1
EBITDA증가율	NM	NM	19.5	48.7	33.5
수익성(%)					
영업이익률	-	6.5	5.3	7.9	10.4
순이익률	-	6.5	2.2	3.3	4.4
EBITDA Margin	-	8.8	5.7	8.3	10.8
ROA	-	4.9	2.4	2.7	3.1
ROE	-	12.5	7.6	10.7	13.1
배당수익률	-	-	1.2	1.2	1.2
배당성향	NM	0.0	10.2	6.7	4.9
안정성					
순차입금(십억원)	-	5,204	10,627	17,162	23,689
차입금/자본총계비율(%)	-	64.5	121.3	164.9	194.6
Valuation(X)					
PER	NM	5.1	8.7	5.7	4.1
PBR	NM	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	NM	10.8	12.4	11.4	10.9

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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 26일 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
- 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 (2018.6.30 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 구성비율을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비율을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비율을 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.