

# 현대중공업지주(267250)

## IMO 2020의 최적화 포트폴리오

### IMO 2020의 최적화 포트폴리오

IMO 규제에 대응하기 위해 선주들은 세 가지 방안 중 하나를 선택한다. 우리는 현대중공업지주가 최대 수혜주로 부상할 것으로 판단하는데 스크리버(현대글로벌서비스), LNG선(현대중공업), 저유황유(현대오일뱅크) 모든 옵션에서 수혜가 뚜렷하기 때문이다. 현대중공업그룹은 오랜 기간 환경 규제에 대비해왔기에 IMO 2020이 시장 지배력을 높이는 계기가 될 전망이다.

### 현대오일뱅크 IPO와 배당의 함의

IPO는 4분기 호실적과 배당이 공개되는 내년 2~3월에 진행될 것으로 전망한다. 구주매출 전 현대중공업지주는 현대오일뱅크 배당을 최대치로 받을 가능성이 높아 보인다. 현대오일뱅크 배당성향 50~70% 기준으로 현대중공업지주 배당성향 45~60%를 가정하면 올해 배당수익률은 5.6~7.4%이다. IPO 이후에도 지분을 70% 내외를 예상하기에 고배당 유인이 충분하다.

### 일회성 제외시 4분기 영업이익 68.4% 증가 전망

4분기 영업이익은 3,470억원으로 일회성 요인을 제외시 전분기 대비 68.4% 이익 개선이 예상된다. 현대오일뱅크 영업이익은 3,144억원으로 전분기 대비 31% 개선이 예상되고 현대중공업은 공사손실충당금, 고정비 감소가 예상된다. 현대글로벌서비스는 4억달러 이상 수주한 retrofit 사업이 2019년 매출로 대거 반영되어 포트폴리오 변화에 따른 수익성 개선을 전망한다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	-	14,300	26,706	27,110	27,664
영업이익(십억원)	-	843	1,372	2,021	2,595
세전이익(십억원)	-	1,199	1,148	1,759	2,338
순이익(십억원)	-	934	667	898	1,124
EBITDA(십억원)	-	1,154	1,473	2,123	2,699
순차입금(십억원)	-	5,183	3,314	2,910	2,845
영업이익률(%)	-	5.9	5.1	7.5	9.4
ROE(%)	-	12.5	8.7	11.0	12.7
배당수익률(%)	-	0.0	5.3	5.3	5.3
EPS(원)	-	74,413	45,638	61,420	76,896
(EPS 증가율, %)	-	NM	(38.7)	34.6	25.2
BPS(원)	-	489,844	511,897	548,231	598,507
DPS(원)	-	0	20,000	20,000	20,000
PER(x)	-	5.1	8.1	6.0	4.8
PBR(x)	-	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(x)	-	11.7	7.9	5.5	4.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 500,000원(상향)

### Stock Data

주가(11/2, 원)	368,000
시가총액(십억원)	5,993
자본금(십억원)	81
52주 최고/최저가(원)	488,000/326,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	18,653
외국인지분율(%)	20.4
유동주식비율(%)	56.5
주요주주(%)	정몽준 외 6 인 33.3
	국민연금 10.1

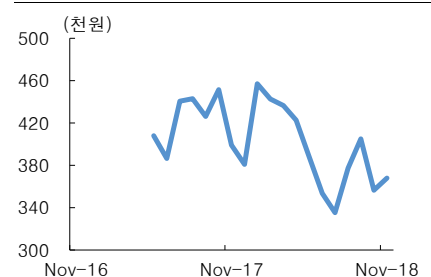
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	43,469	45,638	5.0
2019F	70,553	61,420	(12.9)
2020F	99,012	76,896	(22.3)

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.7)	(12.4)	(14.1)
KOSPI 대비(%p)	(3.4)	4.0	3.6

### 주가추이



자료: FnGuide

### 윤태호

taeho3123@truefriend.com

### 이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

### 차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

# Contents

I. 연말 이전 투자포인트 정리	2
<hr/>	
1. 일회성 제외시 4분기 영업이익 68.4% 증가 전망	
2. 현대오일뱅크 IPO 연기와 배당의 함의	
2. IMO 2020의 최적화 포트폴리오	5
<hr/>	
1. 선주들의 선택	
2. 저유황유 스프레드 확대로 스크러버 호황 이어진다	
3. LNG 수주 확대는 현대중공업에 기회 요인	
4. 현대오일뱅크, 제품 믹스 개선과 원가 절감 전망	
5. 현대중공업지주, IMO 2020의 최적화 포트폴리오	
기업개요 및 용어해설	17
<hr/>	

## 리포트 작성 목적

- IMO 2020 규제 시행에 따른 영향 분석
- 저유황유 스프레드 확대에 의한 현대글로벌서비스 수혜 점검
- 현대오일뱅크 IPO 연기로 2018년 배당 기대치 상승

# I. 연말 이전 투자포인트 정리

## 1. 일회성 제외시 4분기 영업이익 68.4% 증가 전망

추정치 하회 배경은 NAV  
1.4%인 현대일렉트릭의  
실적 부진

현대중공업지주는 3분기 영업이익 3,560억원(-31.4% YoY, +4.3% QoQ), 지배주주 순이익 2,603억원(-67.4% YoY, +133.0% QoQ)을 시현했다. 지난 8월 3분기 현대중공업 지분 5% 매입에 따른 잉가매수차익 1,557억원을 배제하면 추정치를 하회했다. 현대오일뱅크의 3분기 영업이익은 2,400억원(-0.9% YoY, +23.5% QoQ)으로 추정치 2,280억원을 상회했지만, NAV의 1.4%를 차지하는 현대일렉트릭의 영업손실 765억원이 추정치 하회의 주요 배경이다.

일회성 제외시 4분기  
영업이익은 전년 대비  
68.4% 증가 전망

현대중공업지주의 4분기 영업이익은 3,470억원으로 3분기 잉가매수차익 1,557억원을 제외하면 전분기 대비 68.4%의 이익 개선이 예상된다. 지배주주 순이익은 1,094억원으로 전년 대비 흑자전환을 예상한다. 호실적을 예상하는 이유는 대부분의 실적을 차지하는 현대오일뱅크의 4분기 영업이익이 3,144억원으로 전분기 대비 31% 개선이 예상되기 때문이다. 지속적으로 적자를 기록한 현대중공업도 4분기 공사손실충당금 축소, 고정비 감소가 예상되기에 실적 부담을 덜어줄 것으로 판단한다.

3분기 정기보수 영향 제거,  
겨울 최대 성수기 진입으로  
정제마진 강세

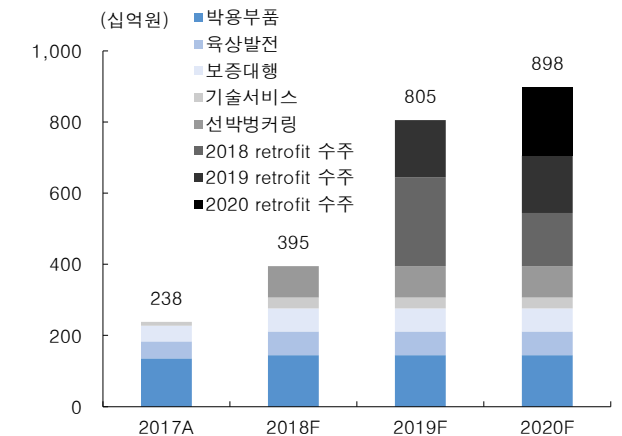
현대오일뱅크는 3분기 정기보수 영향이 제거되고 등경유의 겨울 최대 성수기 진입에 따라 정제마진 강세를 예상한다. 3분기 정기보수를 통해 기초 정제설비인 상압증류공정(CDU) 및 고도화설비 증설이 완료되었다. 현재 시험가동 및 안정화 진행 중인데 본격적으로 가동될 경우 현대오일뱅크의 등경유 비중은 55%를 초과할 것으로 예상되어, 현재 국내 정유사 중 가장 높은 고도화 비율을 달성하게 된다. 또한 신규 아스팔트 추출공정 설비도 3분기 중 완료됨에 따라 초중질유 원유 투입 비중은 더욱 확대될 전망이다. 따라서 IMO의 고유황 연료유 규제가 실시되는 2020년에는 최적화된 제품 믹스뿐만 아니라 원재료 구매 비용 또한 절감될 것으로 예상된다.

2019년 retrofit 수주의  
본격 매출화 시작

현대글로벌서비스는 3분기 저마진 사업인 병커링사업 매출 확대에 3분기 영업이익률이 15.6%로 부진했지만, 올해 4억달러 이상 수주한 retrofit 사업이 2019년 본격 매출로 반영되기에 2019년 큰 폭 실적 개선이 예상된다. 올해 글로벌서비스의 매출은 3,883억원(+63.1% YoY)로 추정된다. 보수적으로 2019년에 기준

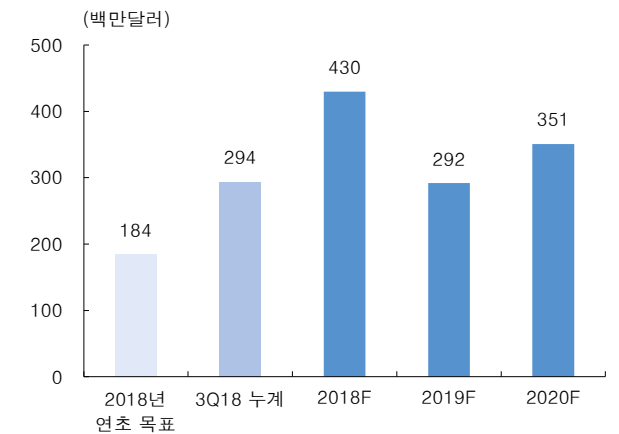
사업에서 매출 증가가 전혀 없다고 가정하자. 단순 올해 수주한 retrofit 4억달러 중 신규 매출로 반영되는 2,500억원만을 반영해도(2020년 1,500억원) 2019년 매출은 6,383억원으로 전년 대비 64.4% 증가할 전망이다. 3분기는 저마진 선박 병커링 사업 매출 확대로 영업이익률이 부진했지만, 2019년 스크러버(기술서비스) 매출이 대폭 증가하며 연간 영업이익률도 20% 내외로 회복할 것으로 전망한다.

[그림 1] 현대글로벌서비스 매출 전망



주: 2019~2020년에 retrofit 수주 외에 매출 증가가 없다는 보수적 가정  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 2] 현대글로벌서비스 retrofit 수주 실적 및 가이던스



주: BWTS, 스크러버 수주 기준  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

<표 1> 현대오일뱅크: 부문별 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	4,286	4,040	3,341	4,721	4,778	5,435	5,173	5,488	5,258	5,178	5,195	5,248	16,387	20,874	20,879
정유	3,678	3,427	2,759	4,142	4,185	4,693	4,500	4,705	4,683	4,596	4,571	4,703	14,005	18,083	18,552
석유화학(현대케미칼)	426	432	775	407	399	1,064	1,052	1,162	954	960	1,002	924	2,040	3,675	3,840
카본블랙(현대 OCI)	-	-	14	-	-	35	40	40	40	40	40	40	14	116	161
영업이익	326	188	242	382	283	314	240	314	436	331	341	452	1,138	1,151	1,560
정유	229	131	185	304	233	281	202	280	398	288	296	412	849	995	1,393
석유화학(현대케미칼)	67	17	54	57	19	22	25	23	27	32	34	28	196	89	120
카본블랙(현대 OCI)	-	-	1	-	-	3	5	4	4	4	4	4	1	13	17
영업이익률	7.6	4.7	7.3	8.1	5.9	5.8	4.6	5.7	8.3	6.4	6.6	8.6	6.9	5.5	7.5
정유	6.2	3.8	6.7	7.3	5.6	6.0	4.5	5.9	8.5	6.3	6.5	8.8	6.1	5.5	7.5
석유화학(현대케미칼)	15.8	3.9	7.0	14.0	4.8	2.0	2.4	2.0	2.8	3.3	3.4	3.1	9.6	2.4	3.1
카본블랙(현대 OCI)	-	-	7.2	-	-	9.1	13.2	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	7.2	11.0	10.5
당기순이익(지배주주)	261	129	177	295	209	184	181	223	313	237	245	325	862	797	1,120

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 2〉 연결 실적 추정(계열사 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	YoY	QoQ	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출(연결)	4,411	4,180	4,417	5,686	6,291	6,935	6,602	49.5	(4.8)	6,878	18,694	26,706	27,110	27,664
자체사업(로봇)	77	65	55	77	79	67	70	25.7	4.6	68	275	283	278	303
현대중공업	4,309	4,246	3,425	2,227	3,043	3,124	3,242	(5.3)	3.8	3,431	14,208	12,839	11,406	15,931
현대건설기계	644	491	469	489	430	507	440	(6.2)	(13.3)	482	2,094	1,860	1,883	2,309
현대일렉트릭	459	683	613	590	930	923	710	15.8	(23.0)	790	2,345	3,353	3,521	3,758
현대오일뱅크	4,285	4,040	3,341	4,721	4,778	5,435	5,173	54.8	(4.8)	5,488	16,386	20,874	20,879	20,514
현대글로벌서비스	41	76	59	62	73	88	117	99.8	33.9	110	238	388	611	771
영업이익(연결)	369	212	519	40	328	341	356	(31.4)	4.3	347	1,140	1,372	2,021	2,595
자체사업(로봇)	8	7	3	4	5	5	3	25.7	(30.4)	4	23	17	17	19
현대중공업	142	148	67	(394)	(124)	(176)	29	(56.8)	흑전	47	(37)	(223)	171	496
현대건설기계	43	31	30	1	(31)	4	(77)	적전	적전	22	105	(82)	122	126
현대일렉트릭	43	36	44	15	62	75	37	(15.9)	(50.5)	50	139	224	257	288
현대오일뱅크	355	188	242	382	283	314	240	(0.9)	(23.5)	314	1,167	1,151	1,560	1,998
현대글로벌서비스	10	26	17	7	17	20	18	8.9	(9.9)	21	60	77	118	149
영업이익률	8.4	5.1	11.8	0.7	5.2	4.9	5.4	(6.4)	0.5	5.0	6.1	5.1	7.5	9.4
자체사업(로봇)	10.9	11.0	4.9	5.8	6.3	7.4	4.9	0.0	(2.5)	5.8	8.3	6.1	6.1	6.1
현대중공업	3.3	3.5	2.0	(17.7)	(4.1)	(5.6)	0.9	(1.1)	6.5	1.4	(0.3)	(1.7)	1.5	3.1
현대건설기계	6.6	6.2	6.5	0.3	(7.2)	0.7	(17.4)	(23.8)	(18.1)	4.5	5.0	(4.4)	6.5	5.4
현대일렉트릭	9.5	5.2	7.2	2.6	6.6	8.1	5.2	(2.0)	(2.9)	6.3	5.9	6.7	7.3	7.7
현대오일뱅크	8.3	4.7	7.3	8.1	5.9	5.8	4.6	(2.6)	(1.1)	5.7	7.1	5.5	7.5	9.7
현대글로벌서비스	24.3	33.9	28.6	11.9	23.4	23.2	15.6	(13.0)	(7.6)	19.0	25.2	19.7	19.4	19.3
지배주주 순이익(연결)	256	357	799	(221)	186	112	260	(67.4)	133.0	109	1,190	667	898	1,124

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

## 2. 현대오일뱅크 IPO 연기와 배당의 함의

### 현대오일뱅크의 IPO 연기로 배당수익 증가 기대

현재 진행 중인 금감원, 거래소 감리가 11월 중에 마무리 되어도, 12월 해외투자자의 북 클로징을 고려하면 현실적으로 현대오일뱅크는 내년 2~3월에 상장을 시도할 가능성이 높아 보인다. 4분기 현대오일뱅크의 호실적이 예상된다는 점도 상장에는 더욱 유리한 환경이 조성될 전망이다.

우리는 현대오일뱅크의 IPO 연기가 대주주, 소액주주 모두에게 기회가 될 것으로 판단한다. 첫째, 현대오일뱅크의 배당성향은 IPO시 밸류에이션 멀티플 결정 요인이라는 점에서 그룹 입장에서 IPO 이전 의미 있는 배당성향을 고민할 것으로 판단된다. 둘째, 현대오일뱅크 IPO 이후에는 현대중공업지주의 지분율이 91.1%에서 70% 수준으로 하락할 것으로 판단되기에 2018년 상장 이전 현대오일뱅크의 배당을 최대치로 받을 가능성이 높다. 현대오일뱅크의 배당금이 현대중공업지주의 유일한 배당 재원이라는 점에서 대주주와 소액 주주 모두에게 기회가 될 것으로 판단한다.

### 현대중공업지주의 2018년 예상 배당수익률은 5.6 ~7.4%

내년 1분기 현대오일뱅크의 IPO를 고려해서 현대오일뱅크의 배당성향을 50~60%로 가정하면 현대중공업지주의 세전 배당수익은 3,629억~4,355억원이다. 세금을 제외한 재배당 여력을 85%로 가정하면 현대중공업지주가 지급 가능한 배당수준은 약 3,085억~3,702억원으로 추정된다. 현대중공업지주의 배당성향으로 재환산하면 예상 배당성향은 45~60%, 배당수익률은 5.6~7.4%이다.

상기 가정을 적용해도 오너 일가에게 귀속되는 2018년 배당수익은 1,062억 ~1,274억원 수준으로 주식담보와 증여세 재원을 합산한 금액의 1/5 수준에 불과하다(배당소득세를 제외하면 실질 현금은 이를 하회). IPO시 현대중공업지주의 보유 지분 하락, 현대오일뱅크 공모가격 멀티플 결정 등을 추가 고려시 현대중공업지주의 우호적 배당을 기대해볼 만하다. IPO 이후에도 현대중공업지주의 현대오일뱅크 지분율은 70% 내외로 추정되어 배당 유인이 충분하다. 따라서 중장기 고배당정책을 유지할 것으로 전망한다.

〈표 3〉 현대중공업지주의 배당 추정

(단위: 십억원, 원, %)

현대오일뱅크 2018F 지배주주 순이익	797	797	797	797	797	797
배당성향	30%	40%	50%	60%	70%	80%
총 배당금	239	319	398	478	558	637
현중지주 귀속 배당(지분율 91.1% 기준)	218	290	363	435	508	581
재배당여력(85% 기준)	185	247	308	370	432	494
현중지주 2018F 지배주주 순이익	667	667	667	667	667	667
배당성향	30%	40%	45%	50%	60%	70%
총 배당금	200	267	300	334	400	467
DPS	13,691	18,255	20,537	22,819	27,383	31,946
배당수익률	3.7	5.0	5.6	6.2	7.4	8.7

주: 1. 재배당여력은 세금 등을 고려해서 원금 대비 15% 낮게 가정. 지분율이 높을수록 배당에 대한 법인세율이 낮음, 2. 11월 2일 종가 기준  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

## II. IMO 2020의 최적화 포트폴리오

### 1. 선주들의 선택

IMO 2020 임박, 분주해진  
선주들

2020년 1월부터 글로벌 모든 해역에서 SOx(황산화물), NOx(질소산화물), CO<sub>2</sub> 등 국제해사기구(International Maritime Organization, IMO)의 환경 규제 세 가지가 동시에 시행된다. 최근 제도 연기 노이즈가 있었지만, 지난달 영국에서 열린 IMO 총회에서 원안대로 추진할 계획임을 다시 확인했다. 2023년 이후 CO<sub>2</sub> 10% 추가 감축과 SOx/PM(black carbon) 규제 등이 예상돼 환경 규제 강화는 추세적이다. 선주와 조선사 모두 새로운 변화에 대비하기 시작했다. 임박한 규제에 대응하기 위해 선주들은 대체로 세 가지 방안 중 하나를 선택한다.

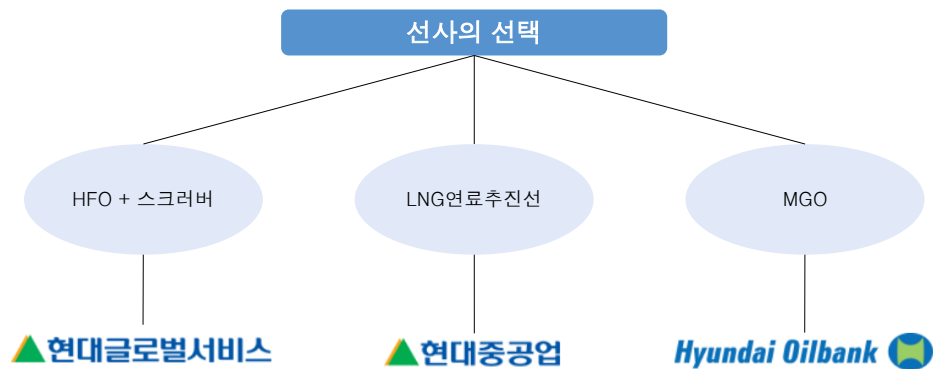
주요 대응 방안은 스크러버  
장착, LNG추진선 도입과  
저유황유 사용

1) 기존의 heavy fuel oil(HFO)을 사용하되 SOx 스크러버 장착, 2) LNG를 연료로 사용하는 LNG추진선 도입, 3) 저유황유인 marine gasoline oil(MGO) 사용 등이다. 스크러버 설치선 선가 상승률이 3~10%지만 경제성이 높다. LNG선 사용은 2020년 이후에 예상되는 모든 규제에 근본적인 대안이지만 선가는 20% 이상 상승한다. 저유황유 사용은 유가 상승시 원가 부담은 있지만 IMO가 기본적으로 권장하는 방식으로 고도화 설비, 탈황설비를 갖춘 정유업계에 기회 요인이다.

현대중공업지주, 환경 규제  
강화 관련 모든 주요  
옵션에서 수혜 예상

우리는 상기 이유로 현대중공업지주가 최대 수혜주로 부상할 것으로 판단하는데,  
스크러버(현대글로벌서비스), LNG선(현대중공업), 저유황유 사용(현대오일뱅크)  
으로 모든 옵션에서 수혜가 뚜렷하기 때문이다.

[그림 3] 규제를 앞둔 선주들의 선택



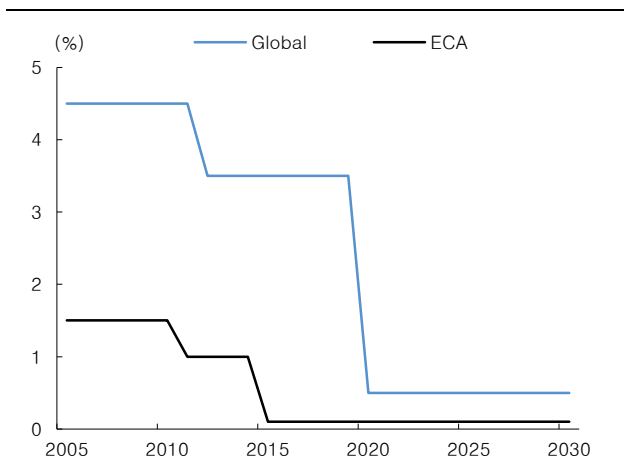
자료: 한국투자증권

<표 4> 규제별 대응방안과 효과

구분	NOx	SOx	CO <sub>2</sub>	PM
LNG 추진선	O	O	O	O
Selective Catalytic Reduction (SCR)	O	X	X	X
Exhaust Gas Cleaning System (EGCS) SOx 스크러버	X	O	X	O
저유황유 사용	X	O	X	O

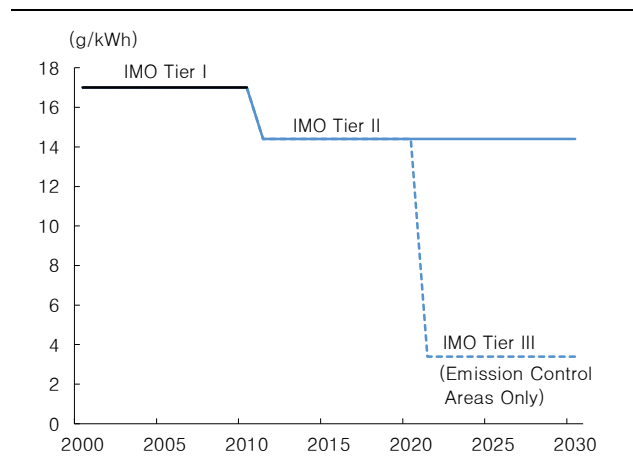
자료: 한국투자증권

[그림 4] SOx 규제



자료: IMO, 한국투자증권

[그림 5] NOx 규제



자료: IMO, 한국투자증권

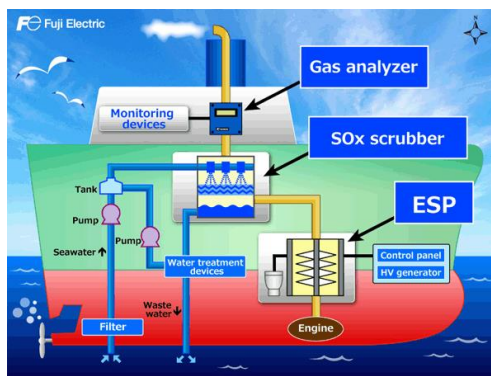


## 2. 저유황유 스프레드 확대로 스크러버 호황 이어진다

스크러버를 장착한 조선은  
비용 경쟁력에서 30% 우위

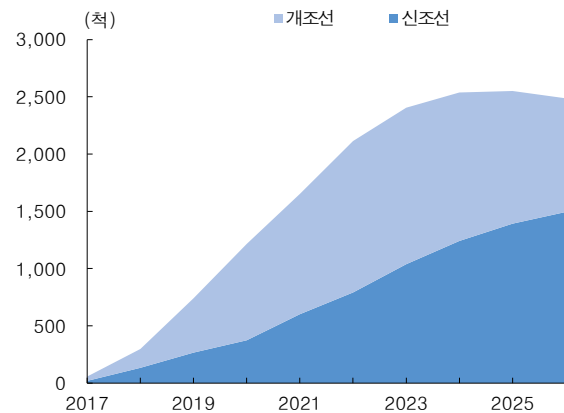
미국 컨설팅회사인 포텐랜드파트너스는 스크러버를 설치한 VLCC(초대형유조선)의 원유 수송 비용은 설치하지 않은 선박에 비해 30%의 비용 우위를 가진다고 전망했다. 중동-극동항로의 VLCC 운임을 비교시 스크러버 설치 선박이 t당 11.14달러, 설치하지 않은 선박이 t당 14.87달러로 33%나 차이가 난다는 계산이다. 따라서 대형 선박 중에서 연령이 15년 이내인 구조와 새롭게 발주되는 신조 입장에서는 스크러버의 설치 효용성이 가장 높다.

[그림 6] EGCS 구조



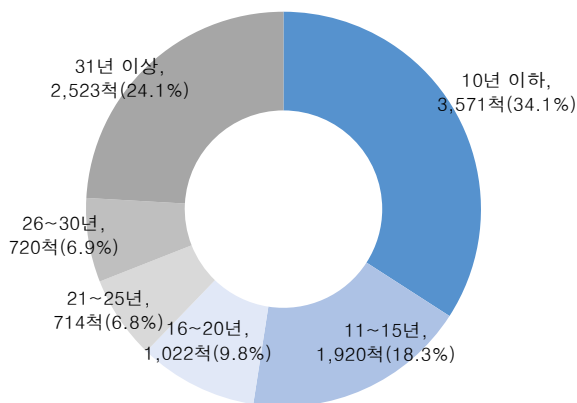
자료: Fuji Electric

[그림 7] 스크러버 시장 전망



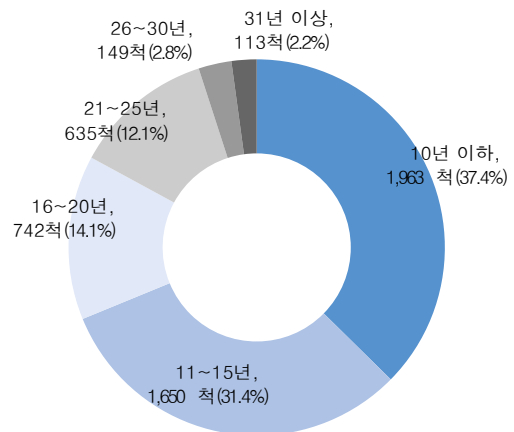
자료: Clarksons, DNV-GL, 한국투자증권

[그림 8] 탱커 연령별 선박 비중



주: 2018년 8월 기준  
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 9] 컨테이너선의 연령별 선박 비중



주: 2018년 8월 기준  
자료: Clarksons, 한국투자증권

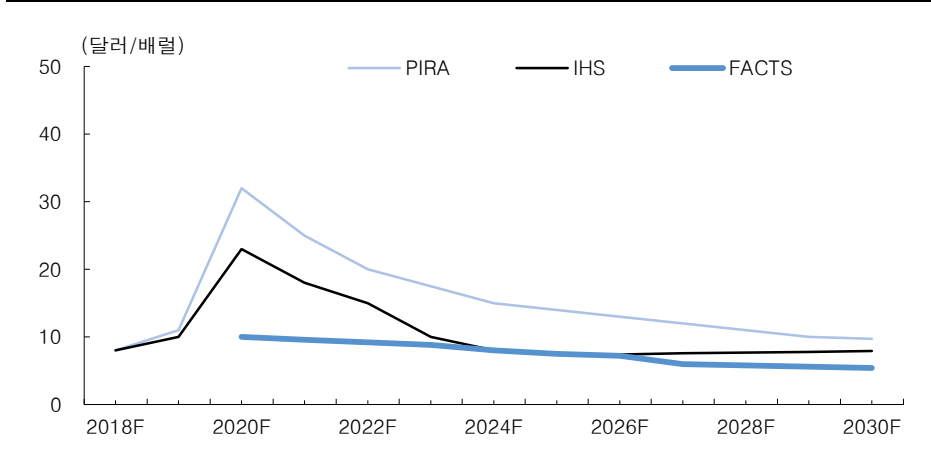
전세계 제조업체들의 플  
캐파 생산을 가정해도  
스크러버 시장은 공급 부족

최근 유가 급등과 저유황유 스프레드가 점차 벌어질 것으로 예상됨에 따라 기존에 저유황유 사용을 주장하던 선주들이 스크러버 사용을 적극적으로 검토 중이다. 현재까지 전세계에 스크러버를 설치한 선박은 약 1,000척 정도로 3% 수준에 불과하다. 바르질라, 알파라발, 클린마린 등 글로벌 스크러버 제조업체들의 연간 제작 캐파가 100대 수준이라는 점을 고려하면 제도가 본격 시행되는 2020년까지 전세



계 제조업체들의 풀 캐파 생산을 가정해도 스크러버 설치가 가능한 선박은 2,000척 정도(전세계 선박의 5% 내외)에 불과할 전망이다. 글로벌 스크러버 제조업체의 기본 납기가 15개월 이상 걸리는 상황을 고려하면 최근 계약에 들어간 스크러버는 2021~2022년에 설치 완료된다는 점이다. 영국 해운조선 리서치 기관인 Clarksons는 retrofit 스크러버 시장이 2024년까지 지속 성장할 것으로 예상했는데, 공급이 수요를 따라갈 수 없는 타이트한 수급 환경이 예상된다.

[그림 10] 저유황 연료유는 2020년 휘발유 이상의 스프레드를 기록할 전망

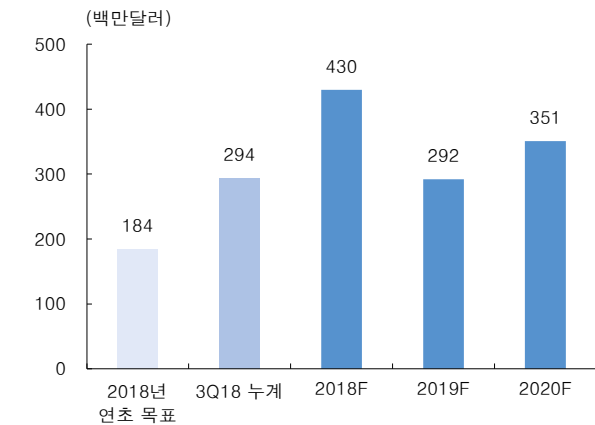


자료: PIRA Energy Group, HIS Markit, Facts Global Energy

현대글로벌서비스는 3분기에  
연초 제시한 수주 가이드런스  
초과

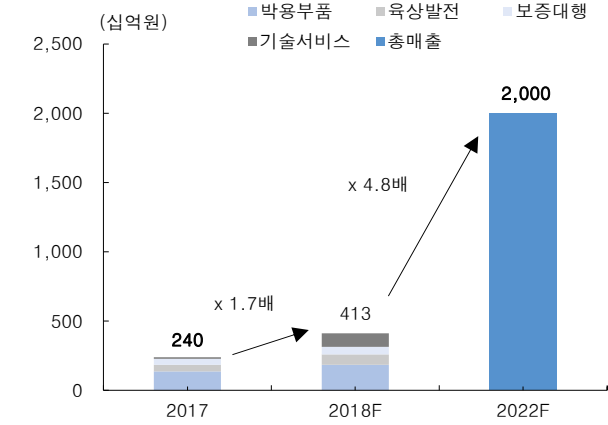
현대글로벌서비스는 스크러버 설치를 맡고 있다. 현대글로벌서비스는 상대적으로 짧은 납기기간(7~8개월)과 경쟁사 대비 비용 경쟁력으로 현재까지 95척의 설치 계약을 완료했고 이중 45척은 현대중공업 아래 자회사인 현대파워시스템이 제작한 현대스크러버 제품이다. 현대글로벌서비스는 3분기 retrofit(스크러버/BWTS)에서 누적 수주 2억 9,400만달러를 달성했는데, 10월에 추가 수주한 1억달러를 포함시 연간 수주는 4억달러로 연초 제시한 1억 9,400달러를 114% 초과 달성할 전망이다.

[그림 11] 친환경 retrofit 수주 실적 및 가이드스



주: BWTS, 스크러버 수주 기준  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 12] 현대글로벌서비스의 매출 가이드스



자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

#### 선주들의 스크러버 선호도 증가로 현대글로벌서비스의 실적 상향 조정 예상

최근 유가의 가파른 상승과 저유황유에서 스크러버 설치로 계획을 수정 중인 선주들이 늘어나고 있기에 향후 수주와 매출은 가이드스를 초과할 가능성이 높다. 우리는 현대글로벌서비스의 2018년 매출을 전년 대비 63.1% 증가한 3,883억원, 2019년 매출을 전년 대비 57.3% 증가한 6,108억원으로 전망한다. 2019~2020년에 기존 사업에서 매출 증가가 전혀 없다는 보수적 가정에 현재까지 수주한 retrofit의 매출만을 반영한 보수적 추정치이다.

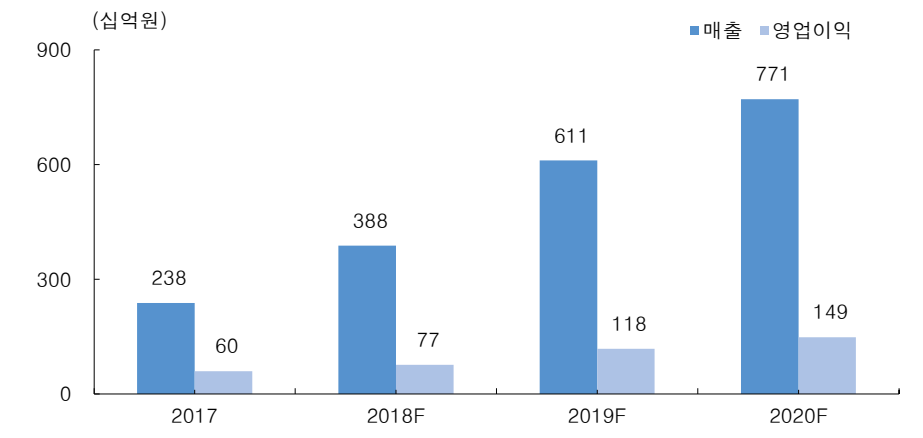
〈표 5〉 한국투자증권의 현대글로벌서비스 실적 추정치

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
매출	238	388	611	771
% YoY		63.1	57.3	26.2
영업이익	60	77	118	149
영업이익률(%)	25.2	19.7	19.4	19.3
영업외손익	(1)	(1)	(1)	(2)
세전이익	55	75	117	147
법인세	15	17	26	32
순이익	40	59	91	115

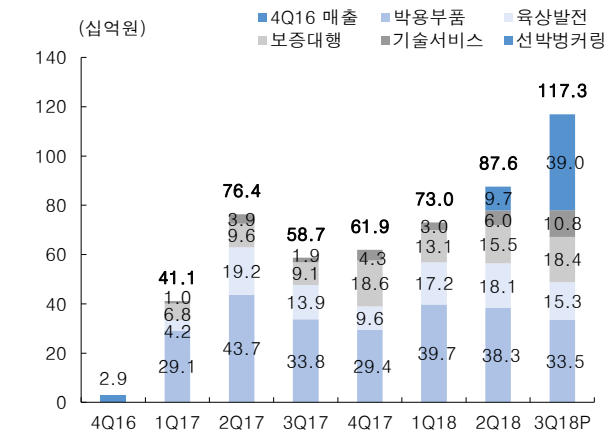
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 13] 현대글로벌서비스 연간 매출 및 영업이익



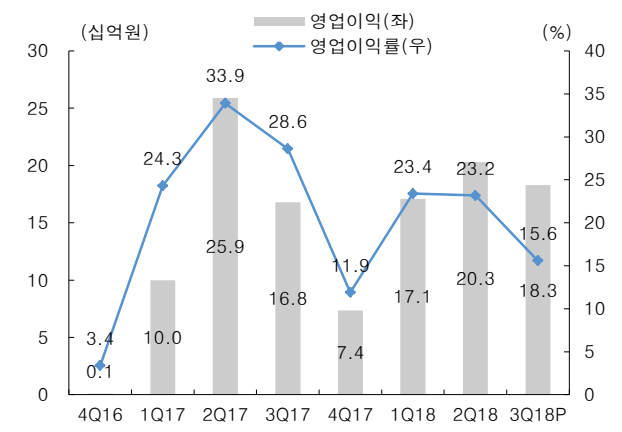
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 14] 현대글로벌서비스 분기별 매출 추이



주: 별도기준. 2018년 1~3분기는 연결 기준  
4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 15] 현대글로벌서비스 분기별 영업이익 추이



주: 별도기준. 2018년 1~3분기는 연결 기준  
4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

<표 6> 현대글로벌서비스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	41	76	59	62	73	88	117	110	126	144	164	177	174	188	200	209
영업이익	10	26	17	7	17	20	18	21	26	28	31	34	34	36	38	40
영업이익률	24.3	33.9	28.6	11.9	23.4	23.2	15.6	19.0	20.3	19.5	18.6	19.4	19.4	19.2	19.2	19.3
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

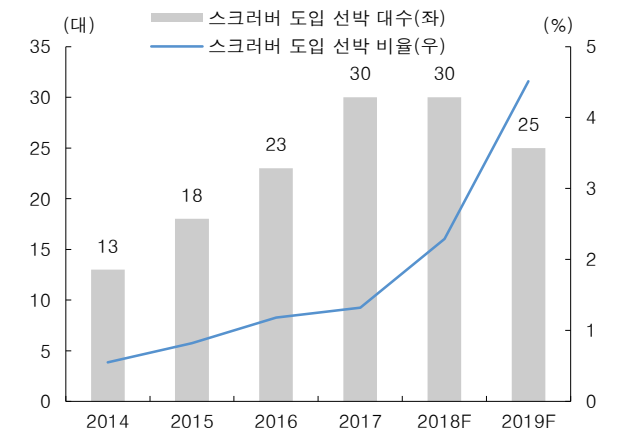
### 3. LNG 수주 확대는 현대중공업에 기회 요인

LNG추진선, 중기적으로  
도입 비중 늘어날 전망

최근 한국 조선사의 점유율 상승과 중국과의 격차 확대가 뚜렷하다. 환경규제가 강해질수록 가스선 수요도 증대될 것으로 보인다. 현대중공업그룹은 SMR(단일 혼합냉매 완전재액화 시스템), Hi-ReGAS(해수글리콜 간접가열방식)등 독자 기술의 적용 사례가 풍부해 LNG선, LPG선 등 가스선 시장에서 최대 점유율을 보

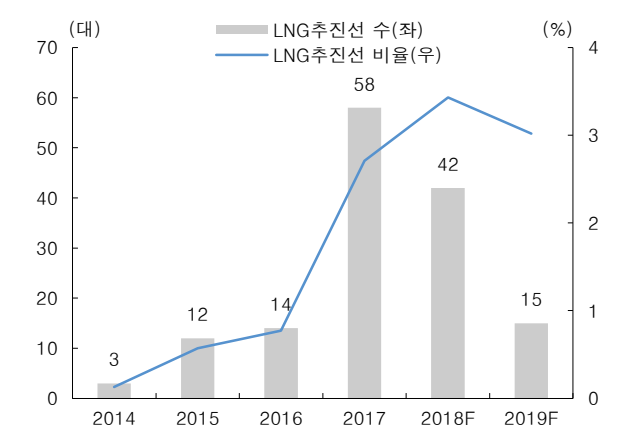
인다. 엔진기술을 내재화함으로써 설계 초기부터 오류를 줄이고 건조 효율성을 높일 수 있다는 점이 차별화 포인트다. 제도 도입 초기에는 스크러버 도입과 저유황유 사용이 주를 이루겠지만, IMO가 본격 시행되는 2020년 이후 중기적으로 LNG추진선 도입 비중이 늘어날 것으로 전망한다.

[그림 16] 신규로 인도될 선박에 스크러버 장착 비율



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 17] 신규로 인도될 선박에 LNG추진선 도입 비율



자료: Clarksons, 한국투자증권

#### 한국 조선사의 점유율 상승은 가속화될 전망

LNG가 청정연료로 각광받으며 선박 연료로 LNG 도입이 빨라지고 있다. 이는 가스선의 수요를 증대시키는 요인으로 높은 기술력과 건조 능력이 요구되는 가스선 시장에서 높은 점유율을 가진 한국 조선사와의 점유율 확대가 예상된다. 현대중공업그룹의 가스선의 강점은 다음과 같다.

#### 현대중공업, 세계 최초로 LNG선 완전재액화설비 구축

**LNG선:** LNG선 기술의 핵심은 BOG(LNG화물창에서 자연 증발로 발생하는 가스)를 줄이는 화물창 기술과 잉여 BOG를 회수하는 재액화 기술의 최적화 여부다. 현재 전세계적으로 멤브레인 타입의 화물창 기술이 주로 사용되고 그중에서도 현대중공업그룹과 삼성중공업이 건조하는 Mark III Flex 타입이 많이 사용된다. BOR(기화율)이 0.085%로 가장 낮고 경제성과 단열성능이 우수하다. 또한 현대중공업은 SMR(Single Mixed Refrigerant, 단일 혼합냉매 완전재액화 시스템) 독자기술을 보유하고 있다. 세계 최고 효율로 저압 및 고압 엔진 모두에 적용 가능하다. 2018년 현대중공업이 수주한 LNG선 중 SMR 채택률은 80%에 이른다.

#### 국내 최다 연료탱크 모델 보유 및 독보적 엔진기술로 시장 점유율 1위

**LNG 연료추진선:** LNG추진선의 핵심은 연료탱크다. 현대중공업은 국내 최다의 연료탱크 모델을 보유하고 있으며 중소형부터 대형까지, 저압 및 고압엔진 모든 선종과 사양에 적용 가능하다. 또한 현대중공업은 독자적인 가스엔진 개발로 중대형 시장에서 모두 점유율 1위다. 중형엔진에서 현대중공업의 ‘힘센엔진’ 점유율은 20%에 이른다. 엔진기술을 내재화하면 선박 설계 초기부터 오류를 줄일 수 있고 건조 효율성으로 이어진다.

**2020년까지 200여척의  
LNG추진선이 인도될 전망**

LNG는 SOx, NOx, CO<sub>2</sub> 등 예상되는 모든 환경규제에 대응할 수 있는 가장 안전한 방식이다. DNV GL에 따르면 2018년 건조 중인 LNG추진선은 51척, 2020년 105척, 2022년 122척에 이르며 2020년까지 200여척의 LNG추진선이 인도될 전망이다.

**자체 개발한 시스템을 통해  
경쟁사 대비 비용 절감 가능**

**FSRU:** FSRU(Floating Storage Regasification Unit)는 육상터미널 대비 capex는 30%, 공기는 2년 이상 줄일 수 있어 동남아 신흥국 위주로 수요가 높다. 현재 글로벌 FSRU는 34척이며 2022년까지 55척이 신규로 건조될 전망이다. 현대중공업그룹은 FSRU 점유율 48%로 1위다. FSRU 기술의 핵심은 재기화 시스템으로 현대중공업은 ‘해수 글리콜 간접가열방식’(Hi-ReGAS)을 개발해 경쟁사의 시스템 대비 capex는 30%, opex는 연 60만달러 절감이 가능하다.

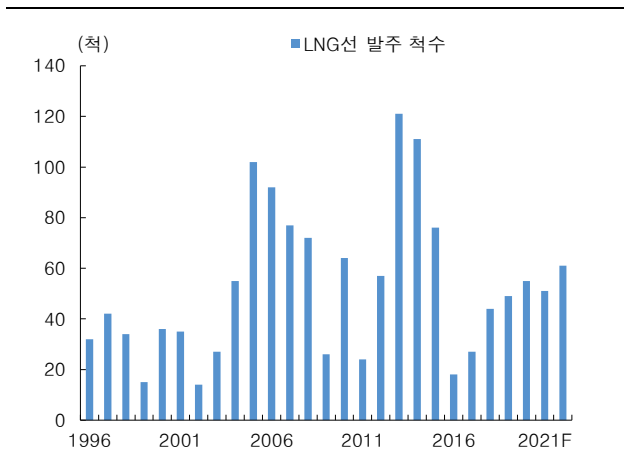
**현대미포조선과의 시너지  
효과 기대**

**소형 LNG선(10~30K)과 병커링:** 소형 LNG선은 동남아나 섬 중심으로 수요가 늘어날 전망이다. 2017년 전세계에서 4척이 발주됐고 2022년까지 연평균 9척 이상씩 발주가 예상된다. 현대미포에게 적합한 선종으로 현대중공업의 LNG 기술은 현대미포의 소형 LNG선과 병커링 건조에 있어 시너지가 될 수 있다.

**자체 개발한 시스템을 통해  
경쟁사 대비 비용 절감 가능**

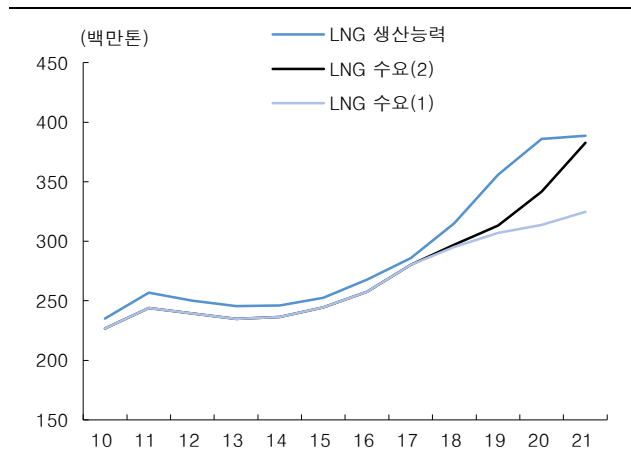
**LPG선:** LPG는 가스 생산과정에서 생산되는 부산물로 가스 생산이 늘며 동반 증가해 LPG선 역시 발주가 늘어날 수밖에 없다. 셰일가스 생산이 급증하던 2014년 글로벌 LPG선 발주는 111척에 육박했으나 2016~2017년은 각각 18척, 23척 발주에 그쳤다. 공급을 소화한 뒤 올해부터 점차 발주가 회복세다. Clarksons에 따르면 2018년부터 2022년까지 연간 40~60척의 발주가 예상된다. 현대중공업그룹은 2013년 이후 총 92척의 LPG선을 수주해 15척을 수주한 2위와 격차가 크다.

[그림 18] LPG선 발주 척수



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 19] LNG 수요 공급 전망



주: LNG 수요(1)은 BP 등 에너지기관들의 기존 전망치, (2)는 한국투자증권의 전망치  
자료: BP, Bloomberg, 한국투자증권

#### 4. 현대오일뱅크, 제품 믹스 개선과 원가 절감 전망

IMO의 황 함유량 규제는  
정유업체의 기회 요인

IMO의 황 함유량 규제는 준비된 정유 업체의 기회 요인이다. 첫째, 고유황 연료유에서 중간유분으로 수요가 급격히 전환되며 두 제품군의 마진이 양극화될 것이다. 둘째, 고유황 연료유에 대한 의존도가 높은 정유사들이 기존 설비를 가동하지 못하면서 전체 정제설비 가동률이 하락할 것이다. 셋째, 황 함량이 높은 두바이유의 경우 WTI 원유 및 브렌트유 대비 가격이 약세 전환할 가능성이 크다. 현대오일뱅크가 이러한 변화에 따른 수혜를 기대할 수 있는 최적의 여건을 갖추고 있다.

중간유분 수요 증가로  
마진 개선될 것

선박에 주로 사용되는 고유황 연료유 소비량은 세계 연료유 소비량의 절반을 차지하는 것으로 추정된다. 우리는 규제 초반에 고유황 연료유 수요 가운데 최소 70%가 중간유분으로 전환되어 중간유분 수요가 2.7mbpd 증가할 것으로 전망한다. 이는 2017년 세계 중간유분 수요의 8%에 해당하며, 중간유분 의존도가 높은 정유사들의 마진을 한 단계 끌어올리기에 충분한 수준이다.

고유황 연료유 의존도 높은  
정유사들에게는 타격

반면 고유황 연료유 비중이 높고 고도화 설비를 갖추지 못한 정유사의 경우 큰 타격이 예상된다. 선박용 고유황 연료유 수요가 증발하면 중국의 teapot 대부분은 가동을 멈출 수밖에 없다. 보수적으로 가정해 중국 teapot 가동률이 2020년 50% 하락할 경우 그 효과는 1mbpd 규모의 정제설비가 폐쇄되는 것과 같다. 신규 설비가 예정대로 가동되더라도 2020년 세계 정제설비 용량은 전년대비 감소할 가능성이 크다.

현대오일뱅크는 높은  
고도화비율로 정제마진 큰  
폭 개선될 전망

현대오일뱅크의 경우 중간유분에 해당하는 등경유 비중이 55%를 넘어서는 반면, 고유황 연료유 비중은 0%에 근접한다. 따라서 IMO 영향으로 가격이 상승할 것으로 예상되는 제품군의 비중은 절대적으로 높고 가격이 하락할 제품군은 없어 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. 고유황 연료유 가격이 현재보다 15달러/배럴 하락하고 동일한 폭으로 등경유 가격이 오른다고 가정할 경우 아시아 정제마진은 35% 개선된다. 그러나 현대오일뱅크의 경우 40%에 가까운 고도화비율로 인해 정제마진이 88% 개선된다. 또한 원유의 탈황설비 비율이 국내정유사 중 가장 높은 점을 감안하면 현대오일뱅크는 황 함유량이 높은 유종의 가격 하락에 따른 부가적 마진 개선 효과도 누릴 수 있다.

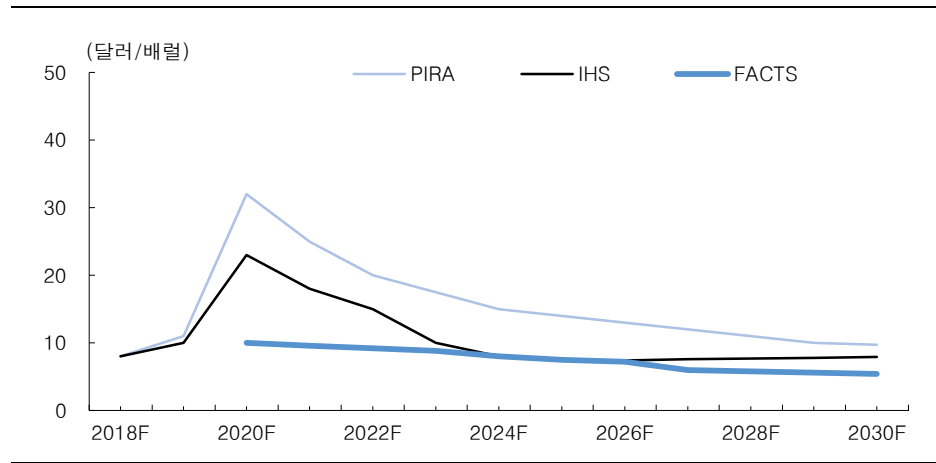
공급부족 감안시, 등경유  
및 저유황 연료의 가격은  
유가 대비 급등할 전망

한편, 주요 전망기관은 2020년 Dubai 대비 고유황 연료유 스프레드는 -30달러/배럴, 등경유 스프레드는 21~40달러/배럴, 그리고 저유황 연료유 스프레드는 10~30달러/배럴을 전망하고 있다. 현재 예상되는 등경유 및 저유황 연료유의 공급부족 상황을 감안할 때, 이들 가격의 유가 대비 급등 가능성은 피할 수 없을 것으로 예상된다.

IMO의 고유황 연료유 규제가 실시되는 2020년에는 최적화된 제품 믹스뿐만 아니라 원재료 구매 비용 또한 절감될 것으로 예상된다. 마진이 확대될 것으로 예상되는 제품군의 비중이 국내 정유사 중 SK이노베이션 다음으로 가장 높다. 동시

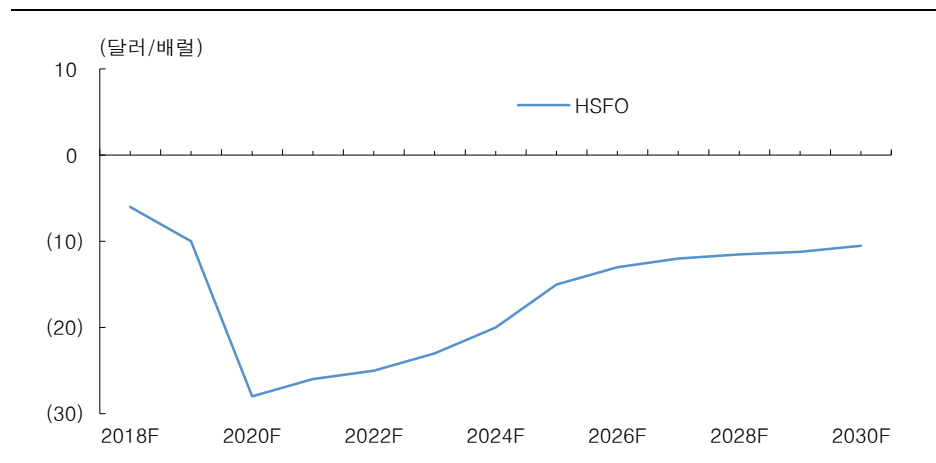
에 황 함유량이 높은 초중질원유의 가격은 타 유종대비 큰 폭의 가격하락이 예상되는데, 탈황 및 아스팔트 추출 공정을 통해 국내 정유사 중 가장 저렴한 원유를 투입할 수 있는 환경이 마련되어있다.

[그림 20] 저유황 연료유는 2020년 휘발유 이상의 스프레드를 기록할 전망



자료: PIRA Energy Group, HIS Markit, Facts Global Energy

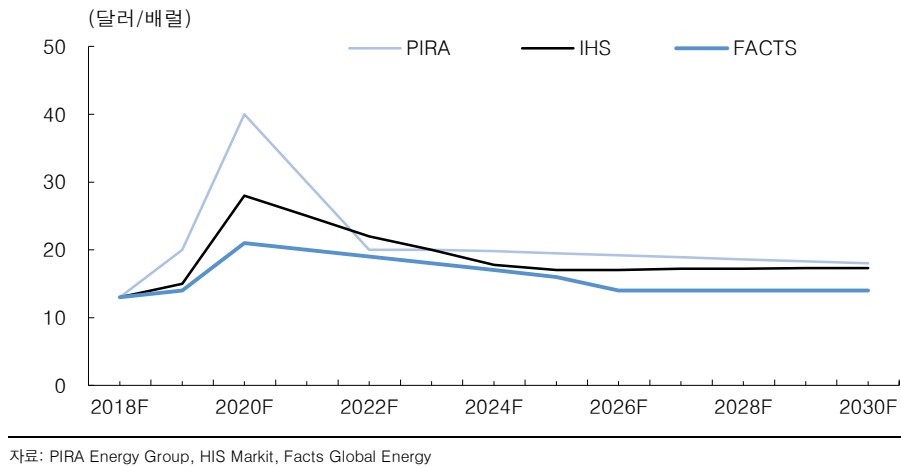
[그림 21] 고유황 연료유 스프레드는 2020년 급락 후 점진적으로 회복할 전망



자료: Facts Global Energy



[그림 22] 타이트한 수급으로 2020년 등경유 스프레드 급등 전망



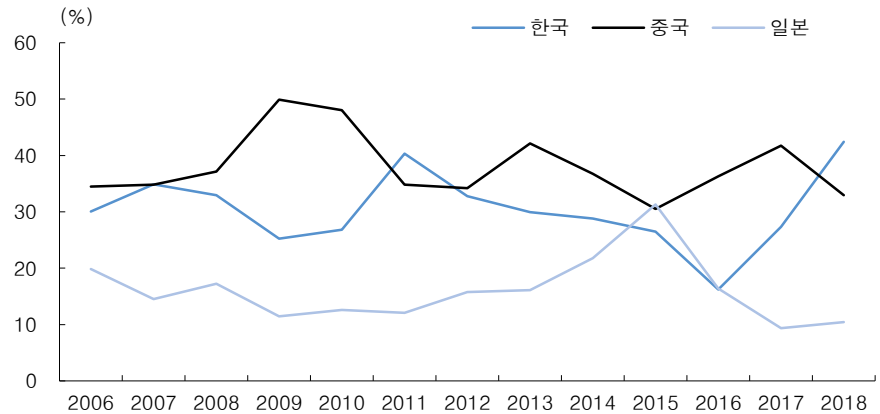
## 5. 현대중공업지주, IMO 2020의 최적화된 포트폴리오

IMO 2020 대비책 세 가지를  
모두 확보한 회사는  
현대중공업지주가 유일

상장 계열사 지분가치 2.2조원(30% 할인), 현대오일뱅크 91.1% 6.1조원(PBR 1.4배), 현대글로벌서비스 100% 0.9조원(PER 15배), 자사주 5,935억원, 자체 사업 3,889억원, 순차입금 2.0조원을 통해 산출한 기업가치는 8.1조원, NAVS는 499,000원이다. 상장사 지분가치 변화를 반영해서 목표주가를 500,000원으로 8.0% 상향한다.

미래 불확실성에 대비해 선주들의 한국 조선소 선호 현상은 더욱 심화될 전망이다. 한국 조선사들은 오랜 기간 미래 환경 규제에 기술개발로 대비해 왔으며 올해 시작된 한국 조선사의 점유율 상승은 2020년이 다가올수록 더욱 가속화될 전망이다. 현대중공업지주는 IMO 2020에 대비해서 현대글로벌서비스(스크러버), 현대중공업(LNG선), 현대오일뱅크(저유황유)의 삼각편대를 확보한 유일한 회사이다. 규제가 가시화될수록 시장 내 주요 수혜주로 부상할 것으로 전망한다. 현대오일뱅크의 IPO시 일시적인 수급 이동이 있겠지만 오히려 기회가 될 것으로 판단한다. 자회사의 뚜렷한 업황 개선, IMO 정책 수혜, 중장기 배당정책 등 매력적 요인을 골고루 갖춘 유망주이다.

[그림 23] 한국, 중국, 일본의 상선시장 점유율



주: 1. 연간 수주 기준 점유율, 2. 2018년은 8월 말 누적 기준  
자료: Clarksons, 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
적정 PER(배)			12	17	25	
투자자산가치(B)			7,053	9,230	12,471	
상장 관계회사 주식			2,195	2,195	2,509	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인 적용
(신)현대중공업	8,611	31.7	1,909	1,909	2,182	
현대일렉트릭	481	34.7	117	117	133	
현대건설기계	735	33.0	170	170	194	
비상장 관계회사 주식			4,857	7,035	9,962	
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	4,789	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 regression PBR 2.0배 적용
유형자산가치(C)			594	594	594	
자기주식			594	594	594	
순차입금(D)			2,057	2,057	2,057	2Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)			5,854	8,130	11,529	
보통주주식수(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	499,000	708,000	
현재주가(원)			356,500	356,500	356,500	
상승여력			0.7%	40.0%	98.6%	
할인율			0.7%	28.6%	49.6%	

주: 11월 2일 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 91.1% 보유.

### ■ 용어해설

- Retrofit: 선박 개조 사업(scrubber, BWTS) 등 친환경 규제에 부합하는 선박 개조 사업
- BWTS(Ballast Water Treatment System): 선박평형수처리장치. 선박의 평형수 내 수상생물과 병원균을 제거/살균하거나 그 유입이나 배출을 방지하기 위한 설비
- Scrubber(스크러버): 선박의 메인 엔진에서 나오는 배기가스 내 산성물질인 황산화물(SOx)을 알칼리성을 띠는 바닷물로 세척해 정화하는 황산화물 배출량 저감장치
- LNG(Liquefied Natural Gas): 가스전에서 채취한 천연가스를 정제하여 얻은 메탄을 냉각해 액화시킨 액화천연가스로 선박 환경 규제 강화에 따라 친환경 연료로 주목받고 있음
- FSRU(Floating Storage Regasification Unit): 부유식 가스 저장, 재기화 설비

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	7,827	14,618	14,839	15,142
현금성자산	-	1,126	2,103	2,135	2,179
매출채권및기타채권	-	3,157	5,896	5,985	6,108
재고자산	-	3,302	6,167	6,260	6,388
비유동자산	-	13,061	18,413	18,873	19,395
투자자산	-	3,480	6,500	6,598	6,733
유형자산	-	7,234	7,529	7,825	8,121
무형자산	-	2,159	4,033	4,094	4,177
자산총계	-	20,889	33,032	33,712	34,537
유동부채	-	6,529	17,375	17,024	16,380
매입채무및기타채무	-	3,124	5,834	5,922	6,043
단기차입금및단기사채	-	1,568	1,098	862	815
유동성장기부채	-	1,371	960	754	713
비유동부채	-	4,258	5,012	5,054	5,106
사채	-	1,914	1,914	1,914	1,914
장기차입금및금융부채	-	1,497	1,515	1,534	1,552
부채총계	-	10,787	22,387	22,078	21,486
지배주주지분	-	7,488	7,848	8,439	9,258
자본금	-	81	81	81	81
자본잉여금	-	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	-	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	-	947	1,322	1,927	2,759
비지배주주지분	-	2,614	2,797	3,195	3,793
자본총계	-	10,102	10,645	11,634	13,051

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	815	7,617	1,639	1,562
당기순이익	-	1,013	856	1,302	1,730
유형자산감가상각비	-	257	0	0	0
무형자산상각비	-	54	101	102	104
자산부채변동	-	(147)	6,316	(136)	(847)
기타	-	(362)	344	371	575
투자활동현금흐름	-	(655)	(5,348)	(541)	(603)
유형자산투자	-	(721)	(308)	(308)	(308)
유형자산매각	-	12	12	12	12
투자자산순증	-	(8)	(2,987)	(80)	(115)
무형자산순증	-	(17)	(1,974)	(163)	(188)
기타	-	79	(91)	(2)	(4)
재무활동현금흐름	-	396	(1,292)	(1,066)	(915)
자본의증가	-	427	0	0	0
차입금의순증	-	0	(811)	(370)	(17)
배당금지급	-	0	0	(292)	(292)
기타	-	(31)	(481)	(404)	(606)
기타현금흐름	-	(1)	0	0	0
현금의증가	-	554	977	32	44

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

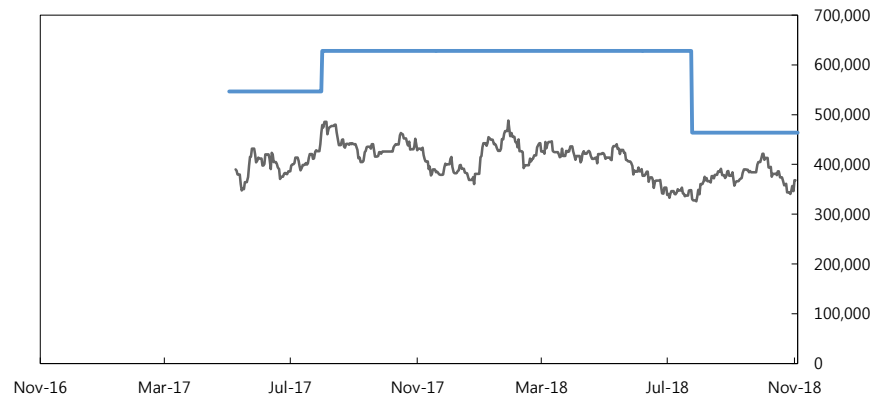
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	14,300	26,706	27,110	27,664
매출원가	-	12,890	24,255	23,927	23,884
매출총이익	-	1,409	2,452	3,182	3,780
판매관리비	-	566	1,080	1,161	1,184
영업이익	-	843	1,372	2,021	2,595
금융수익	-	773	360	320	321
이자수익	-	11	30	40	41
금융비용	-	377	470	448	441
이자비용	-	123	216	195	188
기타영업외손익	-	(107)	(164)	(166)	(170)
관계기업관련손익	-	67	49	32	33
세전계속사업이익	-	1,199	1,148	1,759	2,338
법인세비용	-	186	293	457	608
연결당기순이익	-	1,013	856	1,302	1,730
지배주주지분순이익	-	934	667	898	1,124
기타포괄이익	-	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	-	993	835	1,281	1,710
지배주주지분포괄이익	-	917	652	884	1,111
EBITDA	-	1,154	1,473	2,123	2,699

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	74,413	45,638	61,420	76,896
BPS	-	489,844	511,897	548,231	598,507
DPS	-	0	20,000	20,000	20,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	-	NM	86.8	1.5	2.0
영업이익증가율	-	NM	62.8	47.3	28.4
순이익증가율	-	NM	(28.5)	34.6	25.2
EPS증가율	-	NM	(38.7)	34.6	25.2
EBITDA증가율	-	NM	27.6	44.2	27.1
수익성(%)					
영업이익률	-	5.9	5.1	7.5	9.4
순이익률	-	6.5	2.5	3.3	4.1
EBITDA Margin	-	8.1	5.5	7.8	9.8
ROA	-	4.8	3.2	3.9	5.1
ROE	-	12.5	8.7	11.0	12.7
배당수익률	-	0.0	5.3	5.3	5.3
배당성향	-	0.0	43.8	32.6	26.0
안정성					
순차입금(십억원)	-	5,183	3,314	2,910	2,845
차입금/자본총계비율(%)	-	63.4	52.5	44.9	39.9
Valuation(X)					
PER	-	5.1	8.1	6.0	4.8
PBR	-	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	-	11.7	7.9	5.5	4.5

## 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 11월 4일 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. 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
- 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.