

2017. 5. 8



▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6098-6699

hyun.kim@meritz.co.kr

RA 최치현

02. 6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 230,000 원

현재주가 (5.4) 165,000 원

상승여력 39.4%

KOSPI 2241.24pt

시가총액 125,400억원

발행주식수 7,600만주

유동주식비율 64.48%

외국인비중 14.91%

52주 최고/최저가 179,500원 / 100,000원

평균거래대금 302.4억원

주요주주(%)

정몽준 외 18인 21.34

국민연금 9.30

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.00 20.44 57.14

상대주가 -3.40 6.16 41.18

주가그래프



현대중공업 009540

5월 10일, 새로운 시작점

- ✓ 10일 현대중공업(존속, KS009540), 현대로보틱스(신설/지주, KS267250), 현대일렉트릭앤에너지시스템(신설, KS267260), 현대건설기계(신설, KS267270) 4개사 분할 상장
- ✓ 나누면서 커지는 기업가치 - 현재 기업가치로도 분할 시 적정주가 230,000원
- ✓ 상승 잠재력 - 1) 조선업 회복과 엔진부문 No.1 경쟁력 부각, 2) 로봇, 글로벌서비스 부문 성장 잠재력, 3) 전기전자부문 시장 성장, 4) 건설기계부문의 신흥시장 경쟁력
- ✓ Up-Cycle 시작의 최대 수혜는 No.1 기업 - 4개사 합산 시가총액 19.9조원도 가능

5월 10일, 인적분할된 4개 회사의 신규 상장

5월 10일, 현대중공업(KS009540)은 인적분할 후 현대중공업(존속법인, KS009540), 현대로보틱스(신설/지주, KS267250), 현대일렉트릭앤에너지시스템(신설, KS267260), 현대건설기계(신설, KS267270) 4개 회사로 변경·재상장한다. 상장시 시초가는 현대중공업 146,000원, 현대로보틱스 262,000원, 현대일렉트릭 153,000원, 현대건설기계 155,000원이며, 시초가 대비 50%~200%에서 거래될 예정이다.

현재 가치만으로도 적정주가는 230,000 원, 개별 기업의 상승잠재력 풍부

거래정지 기준 시가총액은 12.5조원이다. 시초가 기준 각 사별 시가총액은 현대중공업 8.27조원(연결기준 PBR 0.67배), 현대로보틱스 3.15조원(PBR 0.61배), 현대일렉트릭 0.57조원(PBR 0.73배), 현대건설기계 0.55조원(PBR 0.73배)이다. No.1의 업종 내 경쟁력을 감안시 PBR 0.61~0.73배는 분명 저평가 구간이다. 현대중공업 PBR 0.8배, 현대로보틱스 PBR 1.0배, 현대일렉트릭/건설기계 각 PBR 1.5, 1.7배를 적용, 업황 개선을 배제하고 현재 가치만 반영한 적정주가는 230,000원(합산 시가총액 17.5조원)으로 판단한다. 기업별 성장잠재력은 분할 후 충분히 부각 가능하다.

Discount 해소 시작, No.1 재무건전성과 No.1 영업경쟁력으로 Level-up

인적 분할은 불황기에 부각된 재무 건전성을 기반으로, 기업별 Top Tier 경쟁력과 성장 잠재력을 회복기에 기업가치로 반영시키는 변곡점이다. 기존 연결 적정주가 230,000원은 4사 기준 현대중공업 175,000원, 현대로보틱스 430,000원, 현대일렉트릭 316,000원, 현대건설기계 362,000원 수준이다. 업황 회복기에 영업경쟁력이 확인된다면, 4개 사는 적정주가 대비 10~33% 추가 상승여력 확보가 유력하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	46,231.7	-1,540.1	-1,349.9	-17,762	적지	180,738	N/A	0.5	-41.9	-9.3	220.9
2016	39,317.3	1,641.9	545.1	7,173	흑전	209,690	20.3	0.7	9.0	3.7	175.3
2017E	37,594.3	1,626.4	890.8	11,721	63.4	223,504	14.1	0.7	9.3	5.4	154.5
2018E	35,864.3	1,283.8	725.5	9,546	-18.6	234,562	17.3	0.7	10.4	4.2	137.9
2019E	37,836.8	1,300.5	747.4	9,834	3.0	245,784	16.8	0.7	10.1	4.1	132.2

현대로보틱스가 지주회사 역할.
거래 정지기간 동안 수주회복,
중고선가 반등, 턴어라운드
업황 회복의 기대감 증대

현대삼호중공업 PBR 0.87 배로
Pre-IPO 유치, 현대중공업
기업가치 제고에 긍정적

1) 현대중공업그룹의 인적분할 완료 - 4월 1일 분할기일, 5월 10일 변경·재상장

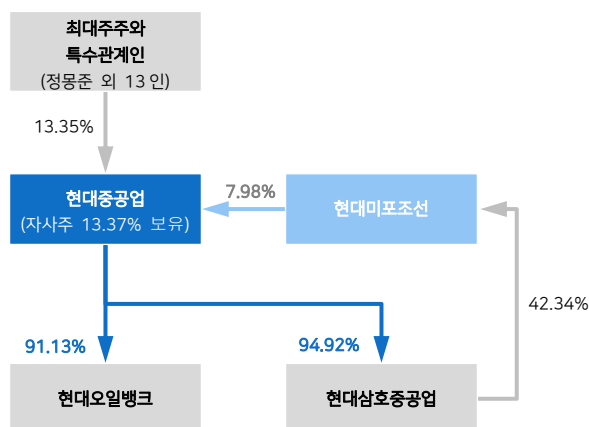
2016년 11월 15일, 현대중공업은 경영효율화 및 사업경쟁력 강화를 위해 비조선 부문의 분사를 결정했다. 그린에너지(현대중공업 자회사)와 글로벌서비스(현대로보틱스 자회사)는 현물출자 방식으로 분사하고, 전기전자(현대일렉트릭에너지시스템)와 건설장비(현대건설기계), 로봇부문(현대로보틱스)은 인적분할로 분사한다. 분할 후 현대로보틱스(자사주 13.37% 확보)가 지주회사 역할을 맡게 된다.

분할결정 후 현대중공업은 시장과의 소통을 강화했고, 5분기 연속 영업흑자를 기록하고 있다. 변경/재상장일인 5월 10일을 앞두고 3월 30일부터 5월 8일까지 주권 매매는 거래정지 중이다. 정지기간 동안, 1) 국내 조선업체는 1분기 영업흑자를 기록했고, 2) 1분기 누계 선박 발주는 833만DWT(-20.2% YoY), 124.4억달러(+59.1% YoY)로 탱커와 LNGC 중심의 발주가 진행, 3) 현대중공업 조선 3사 1분기 누계 조선/해양 수주는 전년 대비 175.1% 증가했으며, 4) 클락슨중고선가지수는 2016년말 대비 10p 상승(+13.3% YTD)하면서, 회복의 기대감이 커졌다.

4월 24일 IMM PE은 현대삼호중공업이 발행하는 전환우선주(CPS, Convertible Preferred Stock) 5,357,143주를 주당 56,000원에 인수하는 투자 합의를 현대삼호중공업(현대중공업 지분율 94.92%)과 체결했다. 2016년 기준 현대삼호중공업은 매출액 3조 8,686억원, 영업이익 1,715억원, 당기순이익 504억원을 기록했다. 별도기준 자본총계가 2조 9,190억원, 부채비율 96.4%이며 CPS 전량 전환 시 지분율은 현대중공업 83.71%, IMM PE 11.81%가 된다.

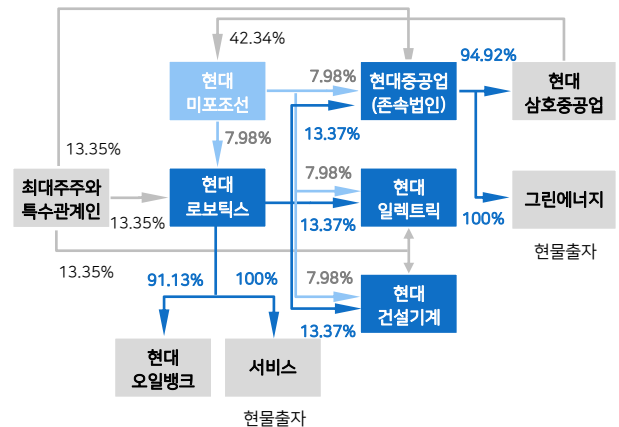
전체 지분의 11.81%를 3천억원에 인수하는 이번 달이 6월 이사회 승인 후 최종 계약되면, 현대삼호중공업의 기업가치는 2.54조원으로 평가 받는다. 이는 2016년 별도 기준 PBR 0.87배에 해당한다. 구주매출이 아닌 신주발행을 통해 투자금 3천억원이 유입, 전액 부채상환에 사용시 부채비율은 78.1%로 낮아진다. 비상장 자회사의 기업가치를 PBR 0.87배로 평가 받은 점은 현대중공업의 기업가치 제고와 향후 조선 계열 3사의 지배구조 정리에 긍정적이다.

그림1 인적분할 전 현대중공업그룹의 지배구조도



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 인적분할 후 현대중공업그룹의 지배구조도



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 10 일 시초가 - 현대중공업 14.6 만원, 현대로보틱스 26.2 만원, 현대일렉트릭 15.3 만원, 현대건설기계 15.5 만원

5월 10일 시초가

현대중공업: 146,000 원

현대로보틱스: 262,000 원

현대일렉트릭: 153,000 원

현대건설기계: 155,000 원

주권 거래정지 전날인 3월 29일 종가는 165,000원(시가총액 12.5조원)이다. 4월 1일 분할기일 기준 4개사별 '연결 자본총계 + 자기주식 - 비지배지분'은 현대중공업(존속) 11.37조원, 현대로보틱스 4.33조원, 현대일렉트릭 0.78조원, 현대건설기계 0.76조원이다. 따라서, 3월 29일 시가총액을 4개사별 가치로 배분시 5월 10일 개시 시가총액은 현대중공업(009540) 8.27조원, 현대로보틱스(267250) 3.15조원, 현대일렉트릭(267260) 0.57조원, 현대건설기계(267270) 0.55조원이다.

이를 각 사별 발행주식수로 나눈 5월 10일 시초가는 현대중공업(존속) 146,000 원, 현대로보틱스 262,000원, 현대일렉트릭에너지시스템 153,000원, 현대건설기계 155,000원이다. 한국거래소 규정에 따르면 5월 10일 변경상장 및 재상장호가 범위는 개시기준 시초가의 50~200%에서 결정된다.

표1 분할기일 기준, 현대중공업의 분할 전 연결 대차대조표 및 분할 4개 사의 분할비율, 자산, 부채, 자본, 부채비율

(십억원, 주)	분할 전 (2016년말 연결)	분할 후 (2017년 4월 1일 기준)			
	현대중공업	현대중공업(존속)	현대로보틱스	현대일렉트릭	현대건설기계
시가총액(분할 전)	12,540	(KS009540)	(KS267250)	(KS267260)	(KS267270)
분할비율		0.7455977	0.1584266	0.0488172	0.0471585
분할 각 사별 연결기준 재무상태표(B/S)					
자산총계	49,249.2	33,713.9	12,972.8	1,924.5	1,829.5
자본총계	17,889.8	12,378.6	5,167.8	780.2	761.7
비지배지분 자본	1,953.3	1,011.8	990.5	0.0	0.0
부채총계	31,359.4	21,335.3	7,805.0	1,144.3	1,067.8
부채비율	175.3%	172.4%	151.0%	146.7%	140.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 현대중공업 분할 4개 사의 5월 10일 시초가, 발행주식수, 시가총액 배분 기준

(십억원, 주)	분할 전 (2016년말 연결)	분할 후 (2017년 4월 1일 기준)			
	현대중공업	현대중공업(존속)	현대로보틱스	현대일렉트릭	현대건설기계
연결자본+자기주식-비지배지분		11,366.8	4,330.5	780.2	761.7
비율		0.659358207	0.251200225	0.045257352	0.044184216
시가총액 배분(십억원)		8,268.35	3,150.05	567.53	554.07
수권주식수(주)	120,000,000	120,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000
발행주식수(주)	76,000,000	56,665,426	12,040,421	3,710,107	3,584,046
신규상장주식수(주)			7,861,733	2,422,496	2,340,185
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
5월 10일 시초가(원)		146,000	262,000	153,000	155,000

주: 5월 10일 시초가는 천원단위에서 절상 기준(현대중공업 145,915원, 현대로보틱스 261,623원, 현대일렉트릭에너지시스템 152,968원, 현대건설기계 154,593원)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3) Valuation 및 투자전략 - 4개사 모두 분할 후 상승 전망

시초가 Valuation(연결기준)

현대중공업: PBR 0.67 배

현대로보틱스: PBR 0.61 배

현대일렉트릭: PBR 0.73 배

현대건설기계: PBR 0.73 배

현대중공업의 연결기준 BPS 218,451원(자본총계 12.38조원) 대비 시초가 146,000원은 PBR 0.67배에 불과하다. 현대삼호중공업의 Pre-IPO(CPS) 가격이 PBR 0.87배, 현대미포조선의 주가 수준이 PBR 0.82배(2016년 연결기준) 임을 감안하면, PBR 0.8~0.9배로의 상승 가능성은 충분하다.

현대로보틱스의 시초가는 연결기준 PBR 0.61배(자본총계 5.17조원) 수준이다. 현대오일뱅크(2016년 ROE 16.4%)의 뛰어난 현금창출능력을 감안하면, 로봇사업/글로벌서비스부문의 잠재력을 배제해도 PBR 1.0~1.1배 수준에서 적정주가 형성될 전망이다. 1) 그룹 지주회사로서의 지위, 2) 분할 후 지배구조 개편 과정에서의 수혜, 3) 100% 자회사 현대글로벌서비스의 성장잠재력(매출 2조원, 영업이익 2~3천억원 전망)이 부각되는 시점이 현대로보틱스 주가의 Level-up 시점이다.

적정주가 예상 밴드

현대중공업: 17.5~19.7 만원

현대로보틱스: 43.0~47.3 만원

현대일렉트릭: 31.6~42.1 만원

현대건설기계: 36.2~42.6 만원

현대일렉트릭에너지시스템의 시초가 153,000원은 연결기준 PBR 0.73배, 현대건설기계의 시초가도 PBR 0.73배 수준에 불과하다. 1) 해외법인을 제외한 현대일렉트릭의 2016년 연결 매출액 1조 7,953억원, 당기순이익 1,181억원, 2) 현대건설기계의 2017년 1분기 연결 매출액이 5,427억원, 당기순이익 302억원, 3) 국내외 전력인프라 투자 확대와 Peer 대비 경쟁력, 4) 신형 건설기계시장 회복을 고려시, 양사는 PBR 1.5~1.7배(PER 15배) 수준의 적정주가 형성을 예상한다.

표3 현대중공업 분할 4개사의 적정주가, 적정 시가총액, PBR 및 Bear Case / Bull Case 추정

(십억원, 원, 배)	분할 전 (2016년말 연결)	분할 후 (2017년 4월 1일 기준)			
	현대중공업	현대중공업(존속)	현대로보틱스	현대일렉트릭	현대건설기계
5월 10일 시초가(원)		146,000	262,000	153,000	155,000
각사 연결기준 BPS(원)	235,391	218,451	429,204	210,290	212,525
각사 연결기준 시초가 PBR(배)		0.67	0.61	0.73	0.73
시초가: 상단, 200%(원)		292,000	524,000	306,000	310,000
시초가: 하단, 50%(원)		73,000	131,000	76,500	77,500
시초가 상단시 PBR(배)		1.34	1.22	1.46	1.46
시초가 하단시 PBR(배)		0.33	0.31	0.36	0.36
PBR 1.0배 적용 시가총액	19,088.3	12,378.6	5,167.8	780.2	761.7
PBR 하단 시가총액(Bear)	15,476.6	8,665.0	4,651.0	1,170.3	990.2
적정 시가총액(Base)	17,535.9	9,902.9	5,167.8	1,170.3	1,294.9
Target PBR 기준 시가총액(Bull)	19,909.1	11,140.7	5,684.6	1,560.4	1,523.4
PBR 하단(Bear Case)		0.7	0.9	1.5	1.3
예상 PBR(Base Case)		0.8	1.0	1.5	1.7
Target PBR(Bull Case)		0.9	1.1	2.0	2.0
Bear Case 적정주가(원)		152,915	386,284	315,436	276,283
Base Case 적정주가(원)		175,000	430,000	316,000	362,000
Bull Case 적정주가(원)		196,606	472,125	420,581	425,050

주: Base Case 적정가는 천원단위 절상 기준(현대중공업 174,761원, 현대로보틱스 429,204원, 현대일렉트릭에너지시스템 315,436원, 현대건설기계 361,293원)

자료: 메리츠증권 리서치센터

4) 1Q17 영업실적 Review – 분할 이후의 기대감을 높인 어닝서프라이즈

1Q17 영업이익률 6.1%의 어닝서프라이즈 기록

분할 전 현대중공업의 1분기 연결실적은 예상치를 크게 상회한 어닝서프라이즈를 기록했다. 계측사업부문(조선, 해양플랜트, 엔진 등)과 중단사업부문(전기전자, 건설장비, 정유, 로봇)의 동반 호조로 매출액 10조 756억원(-1.9% YoY), 영업이익 6,187억원(+90.3% YoY), 당기순이익 4,623억원(+89.1% YoY)을 시현했다

표4 현대중공업의 1Q17 Earnings Review (분할 전 연결기준)

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	diff
매출액	10,076	10,273	-1.9	10,343	-2.6	9,016	11.7	9,345	7.8
영업이익	619	325	90.3	438	41.4	356	73.9	356	74.0
세전이익	644	361	78.4	-282	흑전	354	82.0	300	114.4
순이익	462	245	89.1	-315	흑전	246	88.3	219	110.9
영업이익률 (%)	6.1	3.2		4.2		3.9		3.8	
순이익률 (%)	4.6	2.4		-3.0		2.7		2.3	

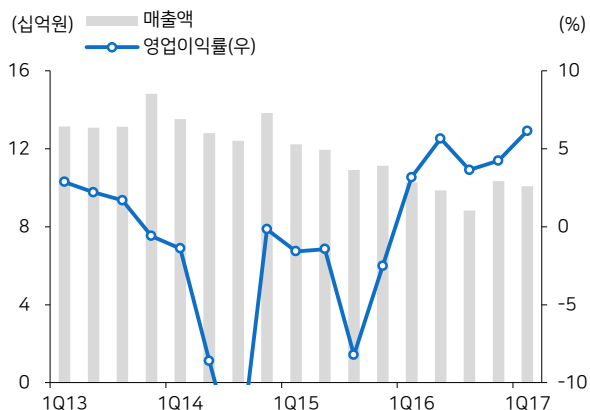
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 현대중공업의 영업실적 추이 및 전망 (분할 전 연결기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	12,228	11,946	10,918	11,139	10,273	9,863	8,839	10,343	10,076	9,431	8,833	9,254	46,232	39,317	37,594	35,864
영업이익	-192	-171	-898	-279	325	557	322	438	619	392	298	317	-1,540	1,642	1,626	1,284
세전이익	-166	-302	-928	-446	361	541	466	-282	644	342	264	231	-1,841	1,086	1,480	1,138
순이익	-125	-242	-618	-378	245	392	334	-315	462	250	193	176	-1,363	657	1,081	871
지배주주순이익	-139	-241	-600	-370	209	292	295	-251	381	206	159	145	-1,350	545	891	725
매출액증가율 % YoY	-9.6	-6.8	-12.0	-19.6	-16.0	-17.4	-19.0	-7.2	-1.9	-4.4	-0.1	-10.5	-12.1	-15.0	-4.4	-4.6
% QoQ	-11.7	-2.3	-8.6	2.0	-7.8	-4.0	-10.4	17.0	-2.6	-6.4	-6.3	4.8				
영업이익증가율 % YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	90.3	-29.6	-7.3	-27.6	적지	흑전	-0.9	-21.1
% QoQ	적지	적지	적지	적지	흑전	71.3	-42.2	36.0	41.4	-36.6	-24.0	6.3				
영업이익률 (%)	-1.6	-1.4	-8.2	-2.5	3.2	5.6	3.6	4.2	6.1	4.2	3.4	3.4	-3.3	4.2	4.3	3.6

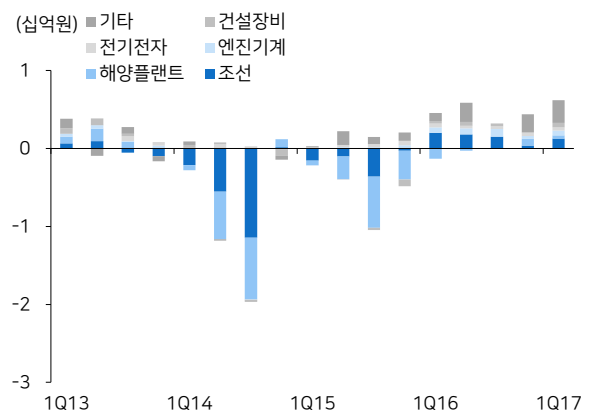
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 현대중공업(연결 기준)의 분기별 영업실적 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 현대중공업(연결 기준)의 부문별 영업이익 추이



주: 기타는 정유, 금융, 그린에너지, 기타 합산 기준

자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

5) 조선/엔진부문의 높은 수익 창출능력 재확인, 전기전자/건설기계부문의 호조

- 1) 조선/엔진부문 고수익성 유지
- 2) 중단사업부문 상황 호조
- 3) 적자부문의 추가손실 제한적

1분기 어닝서프라이즈로 분할 이후 4개 사의 기업가치 제고 기대감은 높아질 전망이다. 변경·재상장을 앞둔 시점에서의 호실적이란 우려가 일부 존재할 수도 있고, 상반기 이후 급격한 매출 감소로 수익성 악화의 리스크도 배제할 수 없다.

그럼에도, 1) 수주 부진에 따른 예견된 매출 감소에도 조선, 엔진부문의 수익성이 양호했고, 2) 분할되는 전기전자(현대일렉트릭), 건설장비(현대건설기계), 로봇(현대로보틱스)은 양호한 상황 흐름으로 견조한 실적이 예상되며, 3) 정유부문(현대로보틱스)은 자회사(지분율 60%)인 현대케미칼(콘텐세이트를 원료로 납사, LPG, 경유 등 석유제품과 MX, 벤젠 등 석화제품 생산)의 실적기여와 안정적 업황 유지, 4) 해양·플랜트부문 잔여공사의 추가 손실 개연성이 낮아 조선/해양플랜트 상황 회복시 수익창출 능력은 경쟁사 대비 탁월할 전망이다. 불황기에 돋보인 재무건전성을 기반으로 회복기에 수주를 통한 영업경쟁력이 확인된다면, 4개 기업별 Top Class 경쟁력과 성장 잠재력은 분할 후 충분히 부각 가능하다.

표6 현대중공업의 사업부문별 영업실적 추이 및 전망 (분할 전 연결기준)

(십억원, %)		2015				2016				2017E				2014	2015	2016	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE				
조선	매출액	4,304	4,153	4,048	4,168	4,131	3,902	3,257	3,389	2,903	2,823	2,543	2,709	16,432	16,673	14,679	10,978
	영업이익	-158	-102	-359	-29	201	179	147	36	127	82	35	62	-1,896	-648	564	307
	OPM	-3.7	-2.5	-8.9	-0.7	4.9	4.6	4.5	1.1	4.4	2.9	1.4	2.3	-11.5	-3.9	3.8	2.8
해양 플랜트	매출액	2,332	2,377	1,639	2,304	1,815	1,439	1,230	1,387	1,081	1,084	979	1,015	4,653	8,652	5,871	4,158
	영업이익	-54	-290	-659	-368	-130	-30	10	88	42	20	12	9	-230	-1,371	-62	84
	OPM	-2.3	-12.2	-40.2	-16.0	-7.2	-2.1	0.8	6.4	3.9	1.9	1.2	0.9	-4.9	-15.8	-1.0	2.0
엔진 기계	매출액	495	449	400	432	361	332	383	312	344	297	280	291	1,518	1,777	1,388	1,213
	영업이익	-8	17	15	43	69	80	93	34	63	47	39	34	-11	67	277	183
	OPM	-1.6	3.7	3.8	9.9	19.2	24.2	24.3	10.8	18.2	15.7	13.9	11.8	-0.7	3.8	19.9	15.1
전기 전자	매출액	572	701	604	631	501	530	475	638	455	568	476	554	2,355	2,507	2,144	2,053
	영업이익	17	28	42	56	51	30	37	47	40	48	29	36	86	144	164	153
	OPM	3.0	4.0	7.0	8.9	10.1	5.7	7.7	7.3	8.7	8.4	6.1	6.6	3.7	5.7	7.6	7.5
그린 에너지	매출액	84	70	87	89	83	76	93	74	77	94	91	100	312	330	325	361
	영업이익	-1	4	11	2	8	3	-12	6	7	5	5	4	-17	16	5	21
	OPM	-1.0	6.0	13.0	1.7	10.0	4.6	-13.0	7.4	9.4	4.9	5.8	4.2	-5.3	4.9	1.6	5.9
건설 장비	매출액	675	683	456	411	583	583	514	491	753	698	527	523	2,867	2,225	2,171	2,501
	영업이익	0	-2	-28	-86	33	51	28	-2	58	52	33	29	-33	-116	109	173
	OPM	0.0	-0.2	-6.2	-21.0	5.6	8.8	5.4	-0.5	7.8	7.4	6.3	5.6	-1.2	-5.2	5.0	6.9
정유	매출액	3,467	3,237	3,175	2,953	2,496	2,766	2,680	3,731	3,715	3,495	3,586	3,549	21,087	12,832	11,673	14,345
	영업이익	97	235	127	170	202	323	123	318	273	217	227	224	229	629	967	941
	OPM	2.8	7.3	4.0	5.8	8.1	11.7	4.6	8.5	7.4	6.2	6.3	6.3	1.1	4.9	8.3	6.6
전체	매출액	12,228	11,946	10,918	11,139	10,273	9,863	8,839	10,343	10,076	9,431	8,833	9,254	52,582	46,232	39,317	37,594
	영업이익	-192	-171	-898	-279	325	557	322	438	619	392	298	317	-3,249	-1,540	1,642	1,626
	OPM	-1.6	-1.4	-8.2	-2.5	3.2	5.6	3.6	4.2	6.1	4.2	3.4	3.4	-6.2	-3.3	4.2	4.3

주: 공통비 배부 전 기준, 분할이전 사업부문별 연결실적 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

6) 상장 후 지배구조 확립을 위한 과제 - 1) 현대미포조선, 대주주 지분 정리

상장 이후 현대미포조선 지분, 대주주 지분 정리(교환) 필수, 현대로보틱스 지분을 확대 필요

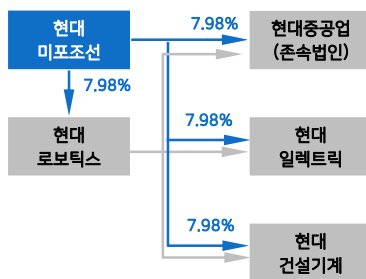
5월 10일 변경/재상장으로 분할이 마무리되면, 지주회사 체제로 그룹 지배구조를 안정적으로 개편하는 과정이 남게 된다. 1) 현대중공업(분할 전) 지분 7.98%를 보유한 현대미포조선은 신규 순환출자인 현대로보틱스 지분 7.98%를 분할 기일 이후 6개월 이내 매각해야 한다. 2) 현대미포조선이 보유하는 현대중공업(존속), 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분 각 7.98%는 분할 후 2년 이내 매각해야 한다.

분할 이후 현대로보틱스가 보유하게 될 자기주식 13.37%는 의결권이 제한되고 현대미포조선 지분 7.98%도 매각하면, 지주회사인 현대로보틱스에 대한 대주주 및 특수관계인 지분은 13.35%에 불과하다.

따라서, 1) 현대미포조선의 현대로보틱스 지분 7.98%를 우호적 투자자에 매각, 2) 대주주 및 특수관계인이 보유하게 될 현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분 각 13.35%와 현대로보틱스와 지분 Swap으로 현대로보틱스의 지분율을 높이는 등의 과정이 필요하다.

그림5 현대중공업 그룹의 지배구조 개편 마무리를 위한 잔여 과제

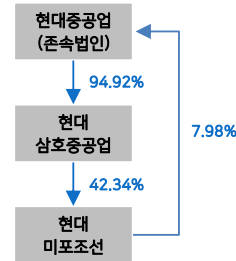
1 현대미포조선 보유 지분 매각



현대미포조선 지분(7.98%) 매각

→ 증손회사의 국내 계열회사 주식소유 제한
현대로보틱스 지분 10월 1일까지 매각
자회사 3사 지분 19년 4월 1일까지 매각

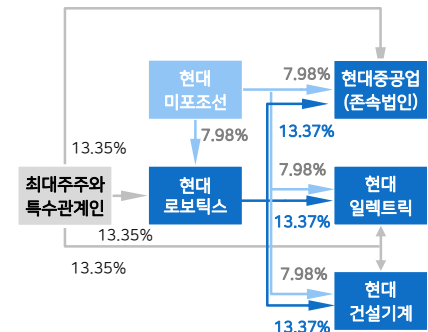
2 조선 3사 출자구조 개선



조선3사 출자구조 개선

→ 손자회사의 국내 계열회사 주식소유 제한
→ 증손회사의 국내 계열회사 주식소유 제한
1) 현대중공업과 현대삼호중공업 합병
2) 현대삼호중공업과 현대미포조선 합병
3) 병렬구조(현대중공업이 미포 지분 인수)
4) 현대미포조선 분할

3 지주회사의 지분을 규제



현대로보틱스의 자회사 지분을 확대

→ 지분율규제(상장 20%, 비상장 40% 이상)
지분 공개매수, Swap 등의 과정을 예상

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

지주회사 요건 충족을 위한 추가 합병, 분할의 개연성 존재. 인적 분할을 통한 비조선부문의 할인 요인 제거는 중요한 전환점

6) 상장 후 지배구조 확립을 위한 과제 - 2) 지주사 요건 충족, 추가 분할/합병

현대로보틱스는 상장자회사의 지분을 20% 이상 보유해야 하는 공정거래법상 지주회사 요건을 충족키 위해, 1) 현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 공개매수 방식의 현물출자 유상증자 혹은 추가 주식 매수를 진행하거나, 2) 현대미포조선 분할(지분보유 투자회사, 사업회사), 투자회사와 현대로보틱스와의 합병으로 현대미포조선의 계열사 지분 7.98%를 인수할 가능성도 높다.

이 경우, '현대로보틱스→현대중공업→현대삼호중공업→현대미포조선'의 지분구조 정리는 필수적이다. 지주회사 요건상 현대로보틱스 손자회사인 현대삼호중공업은 국내 계열사인 현대미포조선의 지분을 100% 소유하거나, 보유하지 않아야 하기 때문이다. 1) 현대중공업과 현대삼호중공업이 합병하거나, 2) 현대삼호중공업과 현대미포조선의 합병, 3) 현대삼호중공업이 보유한 현대미포조선 지분을 현대중공업이 인수하여 2개의 손자회사 체제 구축, 4) 현대미포조선을 분할하여 사업회사와 합병 등 다양한 가능성이 존재한다. 금융 계열사의 2년내 매각은 필수적이다.

현대중공업 경영진은 어떤 경우를 채택하더라도 주주들의 투자가치를 저해하거나, 경제민주화 흐름에 역행하는 선택을 하지 않겠다는 의지를 천명했다. 지배구조의 정리과정은 5월 10일 분할 상장으로 종료되는 것이 아니라, 각 회사들의 기업가치 평가를 통해 제 2의 과정이 전개됨을 의미한다. 인적 분할을 통해 조선·해양·플랜트에 가려졌던 비조선부문의 Discount Value 재평가 과정은 지배구조 확립을 위한 중요한 초석이다.

표7 현대중공업그룹의 지주회사 요건 및 행위제한 요건 검토

행위제한요건 내용	검토결과	충족여부	비고
지분율규제(상장 20%, 비상장 40% 이상)	1) 상장사 - 현대중공업: 13.37% - 현대일렉트릭: 13.37% - 현대건설기계: 13.37% 2) 비상장사 - 현대오일뱅크: 91.13%	미충족	지분매매, 현물출자 유상증자 등의 방법으로 지주회사가 설립된 날로부터 2년 이내 충족 예정
손자회사의 국내계열회사 주식소유 제한 (발행주식총수를 소유하고 있는 경우 예외)	현대삼호중공업 - 현대미포조선 지분 42.34% 보유	미충족	지분 매매 등의 방법으로 손자회사해당일로부터 2년 이내에 요건 충족 예정
증손회사의 국내계열회사 주식소유 제한	현대미포조선 - 현대중공업 지분 7.98% 보유 - 현대일렉트릭 지분 7.98% 보유 - 현대건설기계 지분 7.98% 보유 - 현대로보틱스 지분 7.98% 보유	미충족	지분 매매 등의 방법으로 증손회사해당일로부터 2년 이내에 요건 충족 예정
지주회사체제 내 금융회사 지배금지	하이투자증권 하이자산운용 현대선물	미충족	지주회사가 설립된 날로부터 2년 내 지분 매각 예정

주: 분할로 인해 생성되는 신규 순환출자는 분할기일 이후 6개월 이내 해소 예정(현대미포조선이 보유한 현대로보틱스 지분 7.98%가 신규 순환출자에 해당)

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

7) 투자의견

현대중공업(009540): 투자의견 Buy, 적정주가 175,000원

현대중공업(KS009540, 존속법인)에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 175,000원을 제시한다. 적정주가는 분할기일 연결기준 PBR 0.8배를 적용했다. 동종업계에서 가장 안정적인 재무구조와 낮은 차입금의존도, 엔진부문의 성장 잠재력과 수주 모멘텀을 고려시 PBR 0.9배인 197,000원까지의 상승도 기대된다.

현대로보틱스(267250): 투자의견 Buy, 적정주가 430,000원

현대로보틱스(KS267250, 신설법인)에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 430,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 분할기일 연결기준 PBR 1.0배를 적용했다. 자회사 현대오일뱅크의 현금창출능력과 지배구조 확립과정에서 부각될 지주회사 지위는 PBR 1.1배 이상으로의 Valuation Premium으로 이어질 수 있다.

현대일렉트릭에너지시스템(267260): 투자의견 Buy, 적정주가 316,000원

현대일렉트릭에너지시스템(KS267260, 신설법인)에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 316,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 연결기준 PBR 1.5배, 2017년 예상 PER 15배를 적용한 수준이다. 국내 Peer인 LS산전과 효성의 2016년 평균 ROE 10.0%(PBR 1.4배) 대비 현대일렉트릭의 2016년 ROE는 15.1%로 업계 최고 수준이다. PBR 2.0배인 421,000원까지의 상승도 가능하다.

현대건설기계(267270): 투자의견 Buy, 적정주가 362,000원

현대건설기계(KS267270, 신설법인)에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 362,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 분할기일 연결기준 PBR 1.7배, 2017년 예상 PER 15배를 적용한 수준이다. 2016년 연결 ROE는 10.6%이나, 신홍시장의 호조로 2017년 1분기 영업이익률 9.2%, 순이익률 5.6%를 기록했다.

표8 현대중공업 분할 4개 사의 종목별 투자의견, 목표주가

(원, 십억원)	현대중공업(009540)	현대로보틱스(267250)	현대일렉트릭(267260)	현대건설기계(267270)
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
5월 10일 시초가(원)	146,000	262,000	153,000	155,000
Base Case) 시가총액	9,902.9	5,167.8	1,170.3	1,294.9
적정주가	175,000	430,000	316,000	362,000
상승여력	20%	64%	107%	134%
Bull Case) 시가총액	11,140.7	5,684.6	1,560.4	1,523.4
적정주가	197,000	473,000	421,000	426,000
상승여력	35%	81%	175%	175%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대중공업(009540)

Buy, 적정주가 175,000 원

No.1의 프리미엄을 받을 시점, 적정주가 밴드 175,000~197,000 원 예상

인적분할 과정에서 순차입금
비율은 별도기준 20.0%로 개선

1분기 연결 영업이익률 3.4%,
매출 급감에도 수익성 유지

조선+해양플랜트+엔진부문에 집중, 시황 회복시 최대 수혜는 자명

현대중공업(KS009540, 존속)은 개시 별도 재무제표 기준 자본총계 11.14조원, 부채비율 99.9%, 연결 재무제표 기준 자본총계 12.38조원, 부채비율 172.4%로 분할된다. 연결기준 부채비율은 금융계열사 포함에 따른 증가이며 별도기준 부채비율 99.9%는 동종업계에서 가장 양호한 수준이다. 분할 후 별도 개시재무제표상의 순차입금은 2.23조원, 순차입금비율은 20.0%로 2016년말 대비 19.1%p 개선된다. 이는 분할회사로의 차입금 배분에 따른 차입금 감소로, 현대중공업의 인적분할의 목적인 재무구조 개선의 최대 수혜가 현대중공업(존속법인)임을 반증한다.

2017년 1분기 현대중공업(존속법인)의 연결기준 매출액은 4.81조원(-29.1% YoY)으로 급감했지만, 영업이익은 1,635억원(+1,457.1% YoY)으로 개선되었다. 분할이전 사업부문 연결 기준(공통관관비 배부 전)으로 조선부문의 영업이익률이 4.4%, 해양플랜트부문은 3.9%, 엔진부문은 27.1%를 기록했다. 안정적인 재무구조를 재확립, 조선/해양플랜트 시황 회복시 2018년까지의 매출감소와 수익성 악화의 우려에서 빠르게 벗어날 수 있다.

표9 현대중공업(존속회사)의 재무상태표

(십억원)	2016	1Q17
유동자산	19,789	19,651
현금및현금성자산	3,224	3,978
매출채권	7,369	6,006
재고자산 및 기타	9,196	9,667
비유동자산	14,153	14,063
투자주식	360	371
유무형자산	12,506	12,404
자산총계	33,942	33,714
유동부채	17,792	17,517
단기차입금	7,587	8,052
선수금	4,639	4,694
비유동부채	3,750	3,818
장기차입금	1,877	1,853
기타	1,874	1,966
부채총계	21,542	21,335
자본금	283	283
기타자본항목	-2,319	-2,715
이익잉여금	13,433	13,798
비지배지분	1,002	1,012
자본총계	12,400	12,379
부채비율	173.7%	172.4%

주: 1Q17 재무상태표는 4월 1일 개시재무제표 기준

자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

적정주가 175,000 원은 분할
연결기준 PBR 0.8 배, 재무
구조와 수주 모멘텀 반영 시
197,000 원까지 상승 가능

연결기준 PBR 0.8~0.9 배 수준인 175,000~197,000 원 밴드의 적정주가 예상

현대중공업(KS009540, 존속법인)에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 175,000원을 제시한다. 적정주가는 분할기일의 개시 연결 재무제표 기준 PBR 0.8배를 적용했다. 현대삼호중공업의 Pre-IPO 기준가(PBR 0.87배)와 현대미포조선 현재 주가 수준(PBR 0.82배)과 비교하면, 현대중공업이 저평가 받을 이유는 없다.

1분기 신규 수주액은 전년대비 125% 증가한 17.7억달러를 기록했다. 2016년 조선/해양플랜트/엔진부문 수주액 72억달러와 비교하면 최대 116억달러까지 수주가 가능한 속도다. 이는 2017년 예상 매출액 대비 최대 0.9배 수준에 해당한다. 1) 동종업계 내 가정 안정적인 재무구조, 2) 엔진부문의 성장 잠재력, 3) 수주 모멘텀을 고려하면 PBR 0.9배인 197,000원까지 주가 상승도 가능하다.

표10 현대중공업의 Historical 대차대조표, 영업실적 및 Peer Group 평균 PBR, OPM 추이

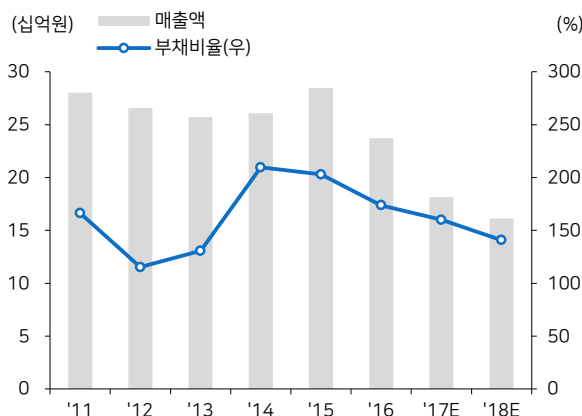
(십억원, %, 배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	분할기준	2017E	2018E
자산	29,771	30,999	35,091	34,729	32,524	33,942	33,714	31,443	29,800
부채	18,592	16,594	19,880	23,508	21,786	21,542	21,335	19,346	17,423
자본	11,179	14,405	15,210	11,220	10,738	12,400	12,379	12,097	12,377
부채비율(%)	166.3	115.2	130.7	209.5	202.9	173.7	172.4	159.9	140.8
매출액	28,002	26,583	25,698	26,068	28,471	23,713	4,808	18,156	16,123
영업이익	3,632	1,792	470	-3,248	-1,883	355	164	330	29
영업이익률(%)	13.0	6.7	1.8	-12.5	-6.6	1.5	3.4	1.8	0.2
적정 시가총액(십억원)	PBR 0.8~0.9						9,903~11,141		
적정주가 밴드(원)							175,000~197,000		
Peer 평균 PBR	2.2	1.8	1.5	0.9	0.6	1.0		1.1	1.0
Peer 평균 부채비율	215.3	236.2	304.7	358.4	339.6	300.2		265.0	247.5
Peer 평균 OPM	7.3	4.9	-1.6	-3.4	-4.7	2.6		3.6	3.9

주1: Peer는 삼성중공업, 현대미포조선, 삼성엔지니어링, 두산중공업으로 선정(삼성엔지니어링 15년 자본잠식으로 제외)

주2: 11~15년은 현대중공업 조선, 해양, 플랜트, 엔진, 금융, 그린에너지의 단순합산 기준

자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 현대중공업(존속회사)의 매출액과 부채비율 추이 및 전망

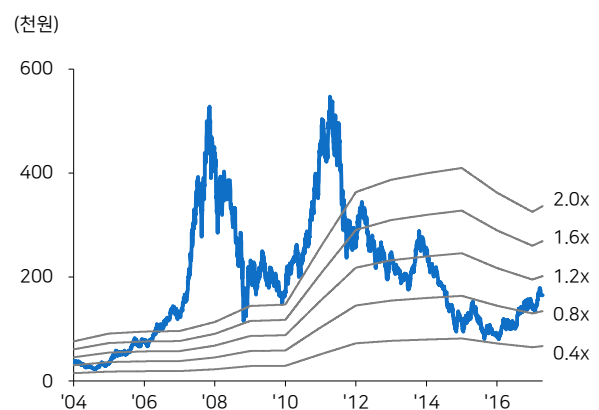


주1: 11~15년은 연결기준 조선, 해양플랜트, 엔진, 금융 등의 단순합산 기준

주2: 16년은 분할 회사 연결기준, 17~18년은 예상치

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 현대중공업(별도 기준)의 12M Trailing PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 현대중공업(존속회사)의 연결손익계산서 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	6,782	6,076	5,235	5,620	4,808	4,642	4,153	4,553	3,940	3,926	3,885	4,371	23,713	18,156	16,123
영업이익	10	176	118	50	164	96	26	44	70	-34	-23	16	355	330	29
세전이익	28	175	269	-546	182	130	69	36	70	78	11	17	-74	417	176
당기순이익	-2	138	193	-497	136	86	43	26	53	59	7	11	-168	292	130
영업이익률 (%)	0.2	2.9	2.3	0.9	3.4	2.1	0.6	1.0	1.8	-0.9	-0.6	0.4	1.5	1.8	0.2
순이익률 (%)	0.0	2.3	3.7	-8.8	2.8	1.9	1.0	0.6	1.3	1.5	0.2	0.3	-0.7	1.6	0.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 현대중공업의 사업부문별 매출액 추이 및 전망

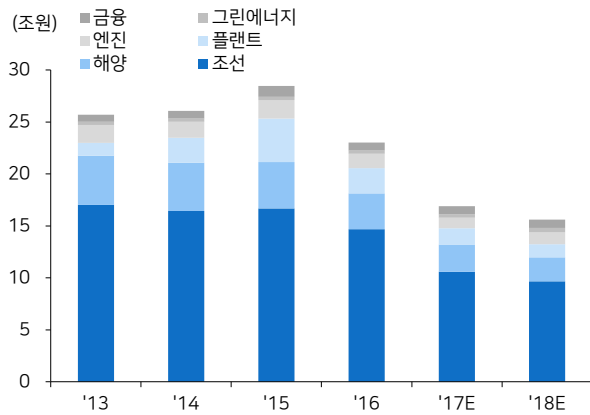
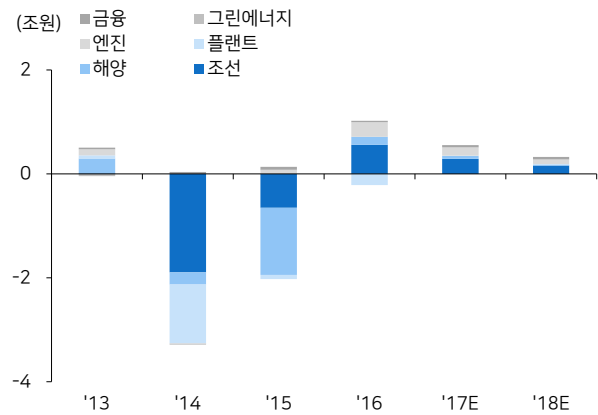
주: 현대중공업(연결 기준)의 사업부문별 매출액 기준
자료: 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

그림9 현대중공업의 사업부문별 영업이익 추이 및 전망

주: 현대중공업(연결 기준)의 사업부문별 영업이익 기준
자료: 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

현대로보틱스(267250)

Buy, 적정주가 430,000 원

자회사를 통한 안정적 영업현금 흐름 창출, 부채비율 151%

현대오일뱅크 + 로봇사업과 서비스(+α), 적정주가 밴드 430,000~473,000 원 예상

현대중공업그룹의 지주회사, 뛰어난 영업현금 창출능력 확보

현대로보틱스(267250)는 현대중공업 인적분할로 새롭게 탄생한 그룹의 지주회사다. 자회사 현대오일뱅크(지분율 91%)를 통해 안정적 영업현금흐름이 지속되며, 현대글로벌서비스(지분율 100%)와 로봇사업의 성장 잠재력도 보유하고 있다.

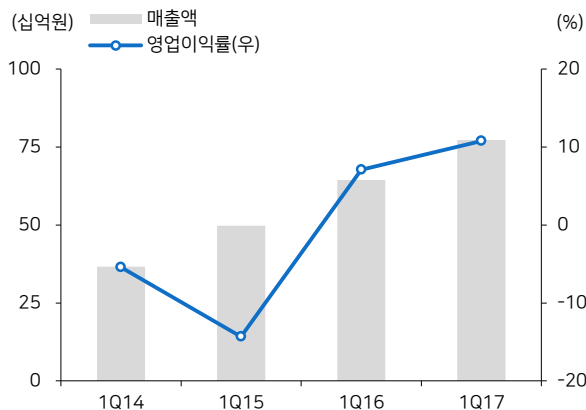
표12 현대로보틱스의 재무상태표

(십억원)	2016	1Q17
유동자산	3,835	4,284
현금및현금성자산	659	580
매출채권	1,284	1,309
재고자산 및 기타	1,892	2,395
비유동자산	8,686	8,689
투자주식	975	994
유무형자산	7,574	7,563
자산총계	12,521	12,973
유동부채	4,546	4,943
단기차입금	2,471	2,769
매입채무 및 기타	1,971	2,062
비유동부채	3,148	2,862
장기차입금	2,668	2,352
부채총계	7,694	7,805
자본금	60	60
기타자본항목	3,815	4,117
비지배지분	951	991
자본총계	4,827	5,168
부채비율	159.4%	151.0%

주: 1Q17 재무상태표는 4월 1일 개시재무제표상 재무상태표 기준

자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

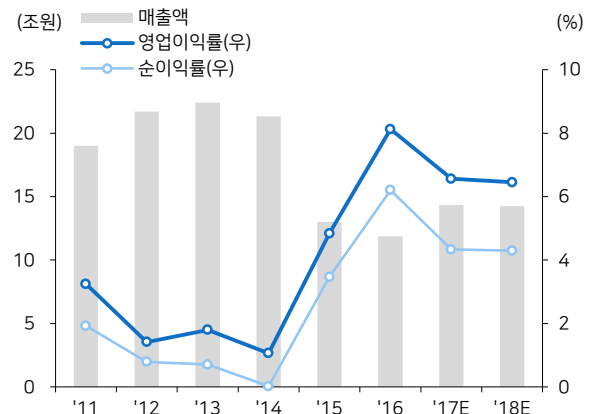
그림10 현대로보틱스(별도 기준)의 매출액 및 영업이익률 추이



주: 1Q14에는 사업분리된 컨베이어 및 프레스 사업 매출액(69억원) 포함

자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 현대오일뱅크(연결 기준)의 매출액, 이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

시초가 PBR 0.61 배, PBR 1.0 배
이상의 상승여력은 충분

현대오일뱅크의 가치만 반영해도 80%의 상승여력 보유, 지주회사의 지위는 +α

현대로보틱스(KS267250, 신설법인)에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 430,000원
을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 분할기일 연결기준 PBR 1.0배를
적용했다. 자회사 현대오일뱅크의 현금창출능력과 지배구조 확립과정에서 부각될
지주회사 지위는 PBR 1.1배 이상의 Valuation Premium으로 이어질 수 있다.

현대로보틱스의 시초가는 연결기준 PBR 0.61배(자본총계 5.17조원) 수준이다.
현대오일뱅크(2016년 ROE 16.4%)의 뛰어난 현금창출능력을 감안하면, 로봇사업
/글로벌서비스부문의 잠재력을 배제해도 PBR 1.0~1.1배 수준에서 적정주가가 형
성될 전망이다. 1) 그룹 지주회사로서의 지위, 2) 분할 후 지배구조 개편 과정에
서의 수혜, 3) 자회사 현대글로벌서비스의 성장잠재력(2021년 매출 2조원, 영업이익
익 2~3천억원 전망)이 부각되면, Peer Group(2016년 평균 부채비율 417%, 영
업이익률 6.6%, PBR 1.1배) 대비 Valuation Premium 부여는 자명한 수준이다.

표13 현대로보틱스의 Historical 대차대조표, 영업실적 및 Peer Group 평균 PBR, OPM 추이

(십억원, %, 배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	분할기준	2017E	2018E
자산	8,786	8,769	9,414	8,801	8,341	12,521	12,973	13,405	14,012
부채	6,042	5,774	6,174	5,320	3,858	7,694	7,805	8,039	8,120
자본	2,745	2,995	3,240	3,481	4,483	4,827	5,168	5,366	5,892
부채비율(%)	220.1	192.8	190.5	152.8	86.1	159.4	151.0	149.8	137.8
매출액	18,819	21,499	22,221	21,087	12,832	12,117	4,333	15,770	15,648
영업이익	595	307	404	229	629	1,008	369	981	956
영업이익률(%)	3.2	1.4	1.8	1.1	4.9	8.3	8.5	6.2	6.1
적정 시가총액(십억원)	PBR 1.0~1.1						5,168~5,685		
적정주가 밴드(원)							430,000~473,000		
Peer 평균 PBR	1.7	1.6	1.6	1.8	1.2	1.1		1.1	1.0
Peer 평균 부채비율	151.5	381.6	395.3	377.9	402.9	416.8		384.3	362.7
Peer 평균 OPM	6.1	4.9	4.4	3.9	3.3	6.6		5.9	6.2

주: Peer Group은 SK, 한화, S-Oil로 선정, 주2: 11~15년은 현대중공업 연결기준 정유부문 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 현대로보틱스의 연결손익계산서 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	2,627	2,867	2,784	3,838	4,333	3,759	3,859	3,818	4,029	3,872	3,790	3,957	12,117	15,770	15,648
영업이익	229	320	133	326	369	198	209	206	251	233	226	246	1,008	981	956
세전이익	259	293	182	163	407	141	149	147	196	182	176	180	897	845	733
당기순이익	188	203	130	105	285	109	115	113	151	140	135	136	625	621	562
영업이익률 (%)	8.7	11.1	4.8	8.5	8.5	5.3	5.4	5.4	6.2	6.0	6.0	6.2	8.3	6.2	6.1
순이익률 (%)	7.1	7.1	4.7	2.7	6.6	2.9	3.0	3.0	3.7	3.6	3.6	3.4	5.2	3.9	3.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대일렉트릭(267260)

전력인프라 투자의 수혜주, 적정주가 밴드 316,000~421,000 원 예상

Buy, 적정주가 316,000 원

동종업계 평균 부채비율 190%,
평균 OPM 7.1%를 상회하는
국내 No.1 중전기 제조업체

‘전력기기/회전기기/발전기기’의 전력망 구성에 필요한 일괄 시스템 제작 가능

현대일렉트릭에너지시스템(KS267260)은 전력 생산부터 최종 사용자에게 공급하는 ‘발전→송전→배전→소비’ 과정에 필요한 전력기기·회전기기·발전기기를 일괄 제작할 수 있는 국내 유일의 중전기 전문업체다. 분할 개시 연결재무제표 기준으로 자본총계 7,802억원, 부채비율 146.7%, 순차입금 비율은 58.0%에 불과하다.

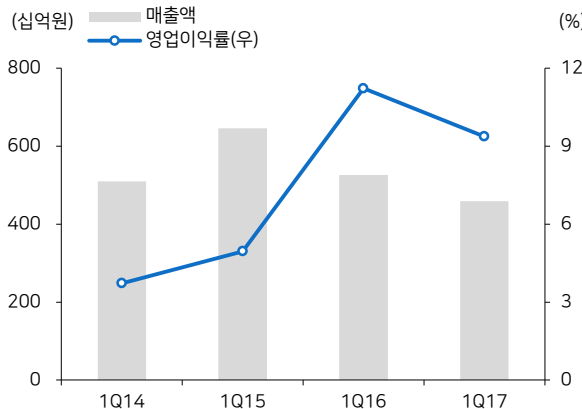
표15 현대일렉트릭의 재무상태표

(십억원)	2016	1Q17
유동자산	1,403	1,321
현금및현금성자산	180	209
매출채권	757	662
재고자산 및 기타	466	450
비유동자산	588	604
투자주식	-	-
유무형자산	522	521
자산총계	1,991	1,925
유동부채	515	631
단기차입금	156	341
매입채무 및 기타	271	209
비유동부채	715	514
장기차입금	519	320
부채총계	1,230	1,144
자본금	19	19
기타자본항목	742	762
자본총계	760	780
부채비율	161.8%	146.7%

주: 1Q17 재무상태표는 4월 1일 개시재무제표상 재무상태표 기준

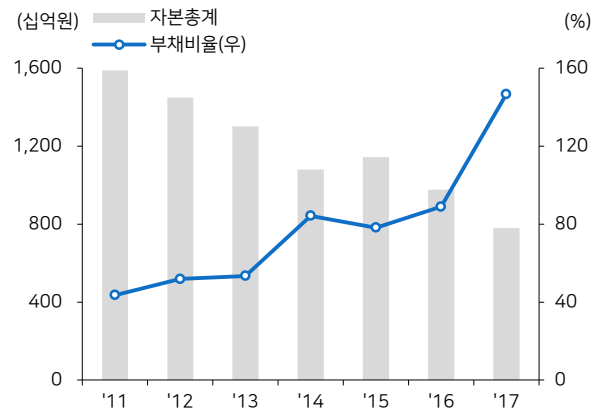
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 현대일렉트릭의 영업실적 추이



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 현대일렉트릭의 자본총계와 부채비율 추이



주: 2017년은 4월 1일 분할 기일 기준

자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

시초가는 PBR 0.73 배에 불과,
Peer 대비 1.2~1.5 배 수준의
높은 ROE 를 감안하면 PBR
1.5 배 이상의 프리미엄 기대

제품 Line-up 의 우월성 + 낮은 부채비율 + 최고수준의 수익성 = Premium

현대일렉트릭에너지시스템(KS267260, 신설법인)에 대해 투자자의견 Buy, 적정 주가 316,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 연결기준 PBR 1.5 배, 2017년 예상 PER 15배를 적용한 수준이다.

현대일렉트릭에너지시스템의 시초가 153,000원은 연결기준 PBR 0.73배 수준이다. 해외법인을 제외한 현대일렉트릭의 2016년 연결 매출액은 1조 7,953억원, 영업이익 1,682억원, 당기순이익은 1,181억원을 기록했다. 국내외 전력인프라 투자 확대와 Peer 대비 경쟁력을 감안하면, PBR 1.5~2.0배(PER 15~20배) 수준의 적정주가 형성을 예상한다.

국내 Peer인 LS산전과 효성의 2016년 평균 ROE 10.0%(Trailing PBR 1.4배) 대비 현대일렉트릭의 2016년 ROE는 15.1%로 업계 최고 수준이다. 1) 전력 수요의 증가, 2) 신재생, 복합화력 등 Grid의 변화, 3) 국내 업체 중 자체 개발 역량을 유일하게 보유하고 있는 기술 경쟁력이 수주로 확인되면서, 국내 No.1 중전기 업체의 지위가 주가에 반영되길 기대한다.

표16 현대일렉트릭의 Historical 대차대조표, 영업실적 및 Peer Group 평균 PBR, OPM 추이

(십억원, %, 배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	분할기준	2017E	2018E
자산	2,282	2,201	1,997	1,992	2,038	1,991	1,925	1,976	2,062
부채	693	752	696	911	894	1,230	1,144	1,121	1,133
자본	1,589	1,449	1,301	1,081	1,144	760	780	855	930
부채비율(%)	43.6	51.9	53.5	84.3	78.2	161.8	146.7	131.2	121.8
매출액	2,396	2,873	2,761	2,355	2,507	1,795	392	1,719	1,954
영업이익	153	-77	90	86	144	168	36	157	125
영업이익률(%)	6.4	-2.7	3.3	3.7	5.7	9.4	9.3	9.1	6.4
적정 시가총액(십억원)	PBR 1.5~2.0						1,170~1,560		
적정주가 밴드(원)							316,000~421,000		
Peer 평균 PBR	1.6	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2		1.2	1.1
Peer 평균 부채비율	244.0	249.2	267.5	251.4	212.8	189.9		170.1	153.1
Peer 평균 OPM	4.4	4.3	5.7	6.0	7.3	7.1		7.9	8.1

주: Peer Group은 LS산전, 효성으로 산정, 주2: 11~15년은 현대중공업 연결기준 전기전자부문 기준

자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 현대일렉트릭의 연결손익계산서 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	423	449	404	519	392	472	395	461	435	512	464	543	1,795	1,719	1,954
영업이익	57	30	35	46	36	50	31	39	23	30	31	41	168	157	125
세전이익	44	30	4	76	15	36	22	28	18	24	24	29	155	101	95
당기순이익	34	23	3	59	11	28	17	21	14	18	19	25	118	78	75
영업이익률 (%)	13.5	6.7	8.7	8.8	9.3	10.6	8.0	8.4	5.3	5.9	6.7	7.5	9.4	9.1	6.4
순이익률 (%)	8.0	5.0	0.6	11.4	2.9	5.9	4.4	4.6	3.2	3.6	4.0	4.5	6.6	4.5	3.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대건설기계(267270)

Buy, 적정주가 362,000 원

신흥시장의 성장 모멘텀 + 재무건전성, 적정주가 밴드 362,000~426,000 원 예상

중대형굴삭기 전문 기업

신흥국 건설기계 시장의 강자 – 연결부채비율 140.2%, 2016 년 ROE 11.3%

현대건설기계(KS267270)는 중대형 굴삭기 전세계 6~7위권의 신흥시장 강자다. 북미/유럽시장은 CNHI(Fiat그룹)와 미니굴삭기 부문 OEM 계약을 통해 신규 시장공략에 나설 계획이다. 분할 개시 연결재무제표 기준으로 자본총계 7,617억원, 부채비율 140.2%, 순차입금 비율 61.7%의 우량한 재무구조로 출범한다.

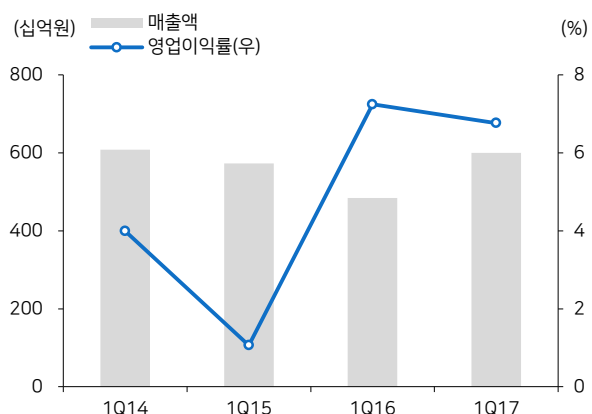
표18 현대건설기계의 재무상태표

(십억원)	2016	1Q17
유동자산	1,169	1,196
현금및현금성자산	264	296
매출채권	287	385
재고자산 및 기타	618	515
비유동자산	633	634
투자주식	-	-
유무형자산	613	614
자산총계	1,802	1,830
유동부채	542	575
단기차입금	330	351
매입채무 및 기타	209	222
비유동부채	543	493
장기차입금	466	416
부채총계	1,086	1,068
자본금	18	18
기타자본항목	699	744
자본총계	717	762
부채비율	151.4%	140.2%

주: 1Q17 재무상태표는 4월 1일 개시재무제표상 재무상태표 기준

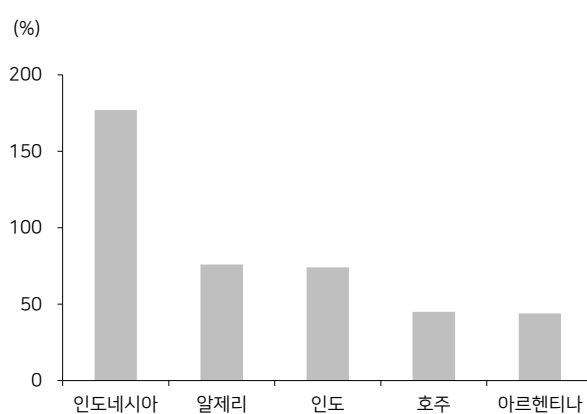
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 현대건설기계의 영업실적 추이



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 현대건설기계 주요 신흥시장의 매출액 증가율



자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

적정주가는 분할기일 기준 PBR 1.7배, 2017년 기준 PER 15배

동종업계의 2016년 기준 PBR 1.5배, 부채비율 636%, OPM 6.2%로 안정성 부각 기대

2017년 예상 ROE 11.1%, OPM 8.2%, 부채비율 128.8%로 업종 내 가장 안정적
현대건설기계(KS267270, 신설법인)에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 362,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 분할기일 연결기준 PBR 1.7배, 2017년 예상 PER 15배를 적용한 수준이다. 2016년 연결 ROE는 10.6%이나, 신홍시장의 호조로 2017년 1분기 영업이익률 9.2%, 순이익률 5.6%를 기록했다.

동남아/인도/중남미 등 신흥 건설기계 시장의 빠른 회복으로 1분기 연결 매출액 5,427억원(+23.3% YoY), 영업이익 501억원(+72.8% YoY), 당기순이익 302억원(+21.8% YoY)을 기록했다. 2017년 연결 매출액(해외법인 제외)은 1.95조원(+15.2% YoY), 영업이익 1,590억원(+42.7% YoY)의 호실적을 예상된다.

Peer Group은 2016년 기준 평균 부채비율 636%, 영업이익률 6.2%, PBR 1.5배를 기록했다. 현대건설기계의 시초가 155,000원은 개시 연결재무제표 기준 PBR 0.73배 수준에 불과, PBR 1.7배(PER 15배) 수준의 적정주가까지 높은 상승여력을 보유하고 있다.

표19 현대건설기계의 Historical 대차대조표, 영업실적 및 Peer Group 평균 PBR, OPM 추이

(십억원, %, 배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	분할기준	2017E	2018E
자산	2,833	2,959	3,275	2,581	2,213	1,802	1,830	1,859	1,973
부채	1,298	1,371	1,545	1,191	917	1,086	1,068	1,046	1,057
자본	1,534	1,588	1,731	1,390	1,296	717	762	812	916
부채비율(%)	84.6	86.4	89.2	85.7	70.8	151.4	140.2	128.8	115.3
매출액	4,263	3,791	3,290	2,867	2,225	1,693	543	1,950	2,141
영업이익	460	275	194	-33	-116	111	50	159	173
영업이익률(%)	10.8	7.3	5.9	-1.2	-5.2	6.6	9.2	8.2	8.1
적정 시가총액(십억원)	PBR 1.7~2.0						1,295~1,524		
적정주가 밴드(원)							362,000~426,000		
Peer 평균 PBR	2.3	2.0	1.5	1.8	1.2	1.5		1.6	1.5
Peer 평균 부채비율	375.9	255.1	237.6	329.2	455.1	636.3		190.9	175.3
Peer 평균 OPM	4.4	1.7	6.4	9.0	3.1	6.2		9.0	9.3

주: Peer Group은 두산인프라코어, 볼보그룹코리아(PBR은 두산인프라코어, Komatsu, Hitachi, SANY 기준)로 산정

주2: 11~15년은 현대중공업 연결기준 건설기계부문 기준

자료: Quantiwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표20 현대건설기계의 연결손익계산서 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	440	470	417	365	543	559	426	423	631	589	480	441	1,693	1,950	2,141
영업이익	29	32	36	15	50	49	32	28	56	49	36	32	111	159	173
세전이익	30	43	11	24	40	35	23	20	44	38	28	23	108	118	133
당기순이익	25	29	8	18	30	27	18	16	34	29	22	19	81	90	104
영업이익률 (%)	6.6	6.7	8.5	4.2	9.2	8.7	7.5	6.7	8.9	8.3	7.6	7.3	6.6	8.2	8.1
순이익률 (%)	5.6	6.2	2.0	5.0	5.6	4.8	4.1	3.7	5.4	5.0	4.5	4.4	4.8	4.6	4.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업(009540)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	46,231.7	39,317.3	37,594.3	35,864.3	37,836.8
매출액증가율 (%)	-12.1	-15.0	-4.4	-4.6	5.5
매출원가	44,682.0	34,752.6	33,524.3	32,249.3	34,119.8
매출총이익	1,549.7	4,564.7	4,070.0	3,614.9	3,717.0
판매비와관리비	3,089.9	2,922.8	2,443.6	2,331.2	2,416.5
영업이익	-1,540.1	1,641.9	1,626.4	1,283.8	1,300.5
영업이익률 (%)	-3.3	4.2	4.3	3.6	3.4
금융수익	-1,031.7	-416.1	-138.7	-141.7	-129.3
종속/관계기업관련손익	-55.8	69.2	65.7	39.4	37.5
기타영업외손익	786.2	-209.0	-72.9	-43.1	-47.5
세전계속사업이익	-1,841.4	1,085.9	1,480.5	1,138.4	1,161.1
법인세비용	-478.2	429.2	399.7	267.5	272.9
당기순이익	-1,363.2	656.7	1,080.7	870.9	888.3
지배주주지분 순이익	-1,349.9	545.1	890.8	725.5	747.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	27,176.0	26,036.6	25,732.0	25,120.7	26,345.2
현금및현금성자산	3,105.3	4,326.9	4,497.9	4,863.8	4,974.1
매출채권	4,280.5	4,294.7	4,200.6	4,007.3	4,227.7
재고자산	4,492.2	3,907.3	3,821.7	3,645.8	3,846.4
비유동자산	22,556.8	23,212.5	22,950.9	22,726.8	22,667.2
유형자산	16,320.0	19,011.3	19,062.0	19,032.8	18,980.0
무형자산	2,140.2	1,963.0	1,748.8	1,648.3	1,558.0
투자자산	1,896.3	970.7	928.1	885.4	934.1
자산총계	49,732.8	49,249.2	48,682.9	47,847.5	49,012.3
유동부채	23,060.6	23,237.2	22,500.9	21,642.5	21,979.2
매입채무	2,983.6	2,697.8	2,579.6	2,460.9	2,596.2
단기차입금	6,521.1	6,817.8	6,617.8	6,417.8	6,217.8
유동성장기부채	2,267.8	3,546.8	3,746.8	3,646.8	3,546.8
비유동부채	11,173.2	8,122.3	7,052.4	6,089.7	5,924.0
사채	3,997.3	3,145.8	2,295.8	1,550.8	1,450.8
장기차입금	4,055.9	2,382.8	2,282.8	2,182.8	2,082.8
부채총계	34,233.9	31,359.4	29,553.3	27,732.2	27,903.2
자본금	380.0	380.0	380.0	380.0	380.0
자본잉여금	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9	1,124.9
기타포괄이익누계액	325.4	1,937.4	2,096.5	2,211.4	2,316.9
이익잉여금	12,818.8	13,433.4	14,324.2	15,049.7	15,797.1
비지배주주지분	1,762.8	1,953.3	2,143.2	2,288.6	2,429.5
자본총계	15,499.0	17,889.8	19,129.6	20,115.3	21,109.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-574.4	2,766.7	1,556.9	1,743.6	1,288.1
당기순이익(손실)	-1,363.2	656.7	1,080.7	870.9	888.3
유형자산감가상각비	961.6	785.2	765.2	741.4	716.7
무형자산상각비	106.7	106.7	89.2	78.0	68.3
운전자본의 증감	-915.6	-8.1	-174.3	209.2	-238.5
투자활동 현금흐름	-146.9	-678.5	-124.1	-107.9	-740.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,280.7	-1,144.4	-816.0	-712.2	-663.9
투자자산의 감소(증가)	1,479.7	994.8	155.4	96.3	3.6
재무활동 현금흐름	593.7	-875.9	-1,274.7	-1,286.9	-455.0
차입금증감	-427.3	-567.5	-1,266.0	-1,278.8	-447.3
자본의증가	15.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-124.0	1,221.6	171.0	365.9	110.3
기초현금	3,229.3	3,105.3	4,326.9	4,497.9	4,863.8
기말현금	3,105.3	4,326.9	4,497.9	4,863.8	4,974.1

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	608,312	517,333	494,662	471,898	497,853
EPS(지배주주)	-17,762	7,173	11,721	9,546	9,834
CFPS	4,901	40,236	29,190	24,676	24,491
EBITDAPS	-6,209	33,338	32,642	27,674	27,440
BPS	180,738	209,690	223,504	234,562	245,784
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	20.3	14.1	17.3	16.8
PCR	17.9	3.6	5.7	6.7	6.7
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDA	-471.9	2,533.7	2,480.8	2,103.2	2,085.4
EV/EBITDA	-41.9	9.0	9.3	10.4	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.3	3.7	5.4	4.2	4.1
EBITDA 이익률	-1.0	6.4	6.6	5.9	5.5
부채비율	220.9	175.3	154.5	137.9	132.2
금융비용부담률	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	N/A	7.0	8.8	7.5	8.0
매출채권회전율(x)	11.1	9.2	8.9	8.7	9.2
재고자산회전율(x)	9.0	9.4	9.7	9.6	10.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현, 최치현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근
1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대중공업(009540) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.30	산업분석	Hold	116,300	김형근	
2016.07.26	산업분석	Buy	140,000	김현	
2016.09.01	기업브리프	Buy	170,000	김현	
				담당자 변경	
2016.10.27	기업브리프	Buy	170,000	김현	
2016.11.16	산업분석	Buy	225,000	김현	
2017.01.24	산업브리프	Buy	200,000	김현	
2017.02.10	기업브리프	Buy	200,000	김현	
2017.03.27	산업분석	Buy	230,000	김현	
2017.05.08	기업브리프	Buy	230,000	김현	