

2017. 6. 22



▲ 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) 455,000 원

현재주가 (6.21) 391,000 원

상승여력 16.4%

KOSPI 2,357.53pt

시가총액 47,078억원

발행주식수 1,204만주

유동주식비율 65.32%

외국인비중 15.23%

52주 최고/최저가 432,000원 / 347,500원

평균거래대금 559.4억원

주요주주(%)

정몽준(외6인) 21.32%

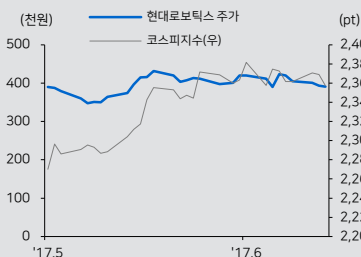
케이씨씨 7.01%

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 7.27 0.26 0.26

상대주가 8.62 3.93 10.09

주가그래프



현대로보틱스 267250

Fact만 보면 된다

- ✓ 21일 공시를 통해 현대미포조선이 보유 중인 현대로보틱스 지분 7.98% 매도 결정
- ✓ 현대로보틱스는 지주회사 요건 충족을 위해 현대중공업·현대일렉트릭·현대건설기계 주주의 자사 보유지분을 공개 매수하는 1조 7,693억원의 유상증자를 12일 결정
- ✓ 이번 현대미포조선 지분매각은 기존 순환출자 고리 강화를 차단하고, 신규 순환출자 고리 해소가 목적, 법리적 기준에서 기타 주주들의 권리보호를 위한 최선의 선택
- ✓ 주가는 이익과 성장성의 함수, 사업지주회사 가치는 지배구조 개편 이후 반영 기대

현대미포조선이 보유한 현대로보틱스 지분 7.98% 블록딜로 매각 공시

현대미포조선은 21일 공시를 통해 보유 중인 현대로보틱스 지분 7.98%를 시간외 대량매매로 매각하기로 했다. 현대미포조선의 지분 정리에 대한 시장 컨센서스는 1) 우호적투자자에 매각하여 안정적 의결권 유지, 2) 최대주주 및 특수관계인에 매각하여 지배력 강화, 3) 블록딜 매각 등 다양했었다. 여러 가능성 중 주가에 다소 부정적일 수 있는 시장內 매각을 결정함에 따라, 해석의 차이가 발생할 수 있다.

기존 순환출자 고리의 강화를 차단하고 신규 순환출자 고리 해소가 목적

이번 지분매각은 1) '현대로보틱스→현대중공업→현대삼호중공업→현대미포조선→현대로보틱스'의 신규 순환출자 고리를 10월 1일 이전에 해소해야 하는 공정거래법 준수, 2) 유상증자 후 현대로보틱스의 현대중공업 지분율이 증가하면서 기존 순환출자 고리가 강화, 인적분할·지배구조 개편 취지의 희석 우려 해소, 3) 그룹 계열사 일반 주주들의 유상증자 참여 여부에 대한 합리적 의사결정을 위해, 주가 영향 최소화가 목적으로 판단한다. 유상증자(지분 Swap) 과정에서 대주주의 유·불리 여부를 떠나, 발생 가능한 법리적 의무를 충족하기 위한 선택으로 본다.

유상증자(지분 Swap) 후 사업지주회사로의 펀더멘털이 주가에 반영될 것

유상증자 발행가격은 7월 5~7일 가중평균주가로 결정된다. 일반공모는 7월 12~31일로 주가 변동성은 단기간에는 커질 수 있다. 성장성이 큰 로봇사업과 글로벌서비스사업을 영위하고, 7년만에 중간배당을 실시하는 현대오일뱅크를 보유한 사업지주회사로서의 가치는 변화가 없다. 긴 호흡으로 펀더멘털을 보면 답은 명확하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015											
2016											
2017E	15,769.6	1,000.6	650.5	54,025	N/A	454,899	7.2	0.9	7.4	11.9	149.2
2018E	15,647.7	956.5	621.9	51,653	-4.4	502,220	7.6	0.8	7.2	10.8	129.0
2019E	16,956.9	1,184.1	813.2	67,539	30.8	565,428	5.8	0.7	5.9	12.7	115.7

현대미포조선이 보유한 현대로보틱스 지분 7.98% 블록딜로 매각, 기존 순환출자 고리의 강화를 차단하고 신규 순환출자 고리 해소가 목적

현대미포조선은 보유 중인 현대로보틱스 지분 96만540주(지분율 7.98%)에 대한 시간 외 대량매매(블록딜)를 공시했다. 블록딜의 할인율 밴드는 6월 21일 종가인 391,000원 대비 1~7%(1주당 363,750~387,000원)로 제시됐다.

현대미포조선이 보유한 현대로보틱스의 지분은 신규 순환출자에 해당, 분할 기일 이후 6개월 이내인 10월 1일 이전까지 매각이 예정되어 있었다. 현대미포조선의 지분 정리에 대한 시장 컨센서스는 1) 우호적투자자에 매각하여 안정적 의결권 유지, 2) 최대주주 및 특수관계인에 매각하여 지배력 강화, 3) 블록딜 매각 등 다양했었다. 여러 가능성 중 주가에 다소 부정적일 수 있는 시장내 매각을 결정함에 따라, 해석의 차이가 발생할 수 있다. 지분 매각이 현대로보틱스의 주가에 영향을 미칠 수 있기 때문에 예상보다 빠른 지분 매각을 결정했다고 판단한다.

이번 지분 매각은 1) '현대로보틱스→현대중공업→현대삼호중공업→현대미포조선→현대로보틱스'의 신규 순환출자 고리를 해소해야 하는 공정거래법 규정 준수, 2) 유상증자 후 현대로보틱스의 현대중공업에 대한 지분율이 증가(13.37%에서 최대 27.84%)하면서 기존 순환출자 고리가 강화, 인적분할·지배구조 개편 취지의 희석 우려를 해소, 3) 현대중공업·현대일렉트릭·현대건설기계 주주들의 유상증자 참여 여부에 대한 합리적 의사결정을 위해, 주가 영향의 최소화가 목적으로 판단한다. 유상증자(지분 Swap) 과정에서 대주주의 유·불리 여부를 떠나, 발생 가능한 법리적 의무를 충족하기 위한 선택으로 본다.

공정거래법 상 자산이 5조원 이상인 상호출자제한기업집단(대기업집단)의 경우, 신규 순환출자 고리를 만들거나 기존 고리를 강화할 수 없도록 규정하고 있다. 합병·분할과정에서 새로 생기거나 강화된 순환출자 고리에 대해서는 6개월 내에 해소토록 유예기간을 허용하고 있다. 기한 내 해소하지 못하면 공정거래위원회는 주식 처분 명령 등 시정조치와 함께 법 위반과 관련된 주식 취득액의 10% 이내에서 과징금을 부과할 수 있고, 계열 출자회사 대표의 검찰 고발도 가능하다.

과거 현대차그룹의 경우 현대제철과 현대하이스코 합병으로 순환출자 고리가 강화되면서, 공정거래위원회의 유권해석에 따라 추가 출자분을 처분해야 했다. 옛 삼성물산과 제일모직의 합병 과정에서 순환출자 고리가 강화되었고 강화된 만큼의 삼성SDI 보유 합병 삼성물산 지분을 처분해야 한다고 통보했던 사례도 있다.

현대로보틱스의 유상증자 일반공모가 마무리되고 납입일(8월 2일)이 경과하면, 공정위가 규정하고 있는 기존 순환출자 고리 강화에 해당된다. 이에 따라 현대미포조선이 10월 1일 이전에 현대로보틱스 지분을 전량 매각해야 하는 상황에서, 공정거래법 준수를 위해 매각 가능한 시기는 사실상 8월 이전인 셈이다. 현대로보틱스의 유상증자 신주 발행이 결정기간이 7월 5~7일이고 일반공모 청약 기간이 7월 12~31일인 점을 감안하면, 7월 5일 이전이 현실적인 매각 시기로 추정된다.

따라서, 현대중공업·현대일렉트릭·현대건설기계 주주의 유상증자 참여 여부에 대한 합리적 의사결정을 위해, 주가 영향을 최소화하기 위해서는 가능한 빨리 매각해야 했다고 본다. 다만, 공정거래법 상 기존 순환출자 고리 강화에 대한 유권해석과 이에 대한 대응이 유상증자 발표 이후 나타난 점은 다소 아쉽다.

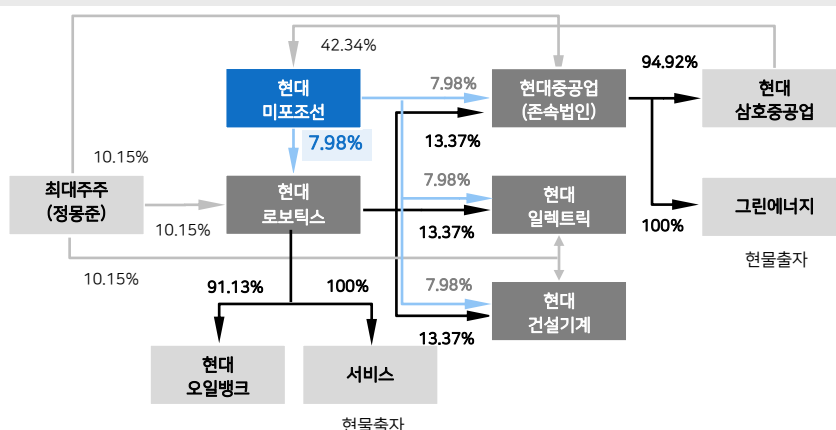
현대로보틱스의 유상증자가 마무리되면 현대중공업 그룹은 지배구조 개편을 위한 잔여 과제 중 1) 지주회사 지분을 규제(상장사 20% 이상)와 2) 현대미포조선이 보유한 현대로보틱스 지분의 신규 순환출자 문제를 해결한다. 남은 과제는 1) 조선 3사의 출자구조 개선(중손자회사에 대한 보유지분 100% 혹은 0% 규제)과 2) 현대미포조선이 보유한 3개 자회사 3사 지분(각 7.98%) 매각이다.

표1 현대로보틱스의 유상증자 향후 일정

내용	예정일
신주 발행이 확정일	2017년 7월 7일
일반공모 청약 시작일	2017년 7월 12일
일반공모 청약 종료일	2017년 7월 31일
납입일	2017년 8월 2일
신주 상장 예정일	2017년 8월 14일

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 현대중공업 그룹의 지배구조 현황



주: 하늘색 음영으로 표시한 현대미포조선이 보유한 현대로보틱스 지분 7.98%가 매각 대상
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

지분매각으로 현대미포조선의 재무구조는 큰 폭의 개선 예상 – 주주가치 제고

지주회사 체제로의 지배구조 개편 과정에서, 발생 가능한 노이즈에 대한 우려가 확대될 가능성은 낮다. 새 정부 출범 이후 공정거래 확립을 위한 엄격한 기준 적용이 예상되는 가운데, 지배구조 개편 과정에서 관련 주주들이나 이해관계자가 수용하기 어려운 결정을 내리기는 힘들다. 관련 계열사 주주들의 권익을 최대한 보호하고 법리적 의무를 충실히 수행하는 수준에서 빠른 의사결정이 유력하다.

이번 블록딜을 통해 현대미포조선으로 유입이 예상되는 현금은 3,493~3,718억원으로 추정된다. 현대미포조선의 별도기준 1분기 말 총차입금은 1조 1,796억원, 순차입금은 7,313억원이다. 할인을 밴드에서 보수적으로 7%를 적용하면 현대미포조선의 예상 현금유입은 3,493억원이다.

매각 대금을 차입금 상환에 전액 사용할 것으로 예상됨에 따라, 현대미포조선의 순차입금은 3,820억원까지 감소한다. 1분기 말 94.7%를 기록했던 부채비율은 79.3%로 감소하며, 순부채비율은 32.1%에서 16.8%로 줄어든 수 있다. 이번 지분 매각이 현대미포조선의 주주들에게는 재무구조 개선을 통한 기업가치 제고라는 측면에서 분명 긍정적이다.

표2 현대로보틱스 매각에 따른 현대미포조선의 재무구조 개선 효과

(십억원)	연결 기준		별도 기준	
	1Q17	지분 매각 후	1Q17	지분 매각 후
총차입금	5,268.7	4,919.4	1,179.6	830.3
현금및현금성자산	506.4	506.4	390.7	390.7
단기금융자산	4,313.8	4,313.8	57.6	57.6
순차입금	448.5	99.2	731.3	382.0
자산총계	9,774.2	9,424.9	4,433.9	4,084.6
부채총계	7,393.8	7,044.6	2,156.3	1,807.1
자본총계	2,380.3	2,380.3	2,277.5	2,277.5
부채비율(%)	310.6	295.9	94.7	79.3
순부채비율(%)	18.8	4.2	32.1	16.8

주1: 현대로보틱스 지분 매각가는 보수적으로 할인을 7%를 적용한 주당 363,630원을 적용(매각 대금 3,493억원)

주2: 지분 매각 대금을 전액 차입금 상환을 가정

자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

유상증자(지분 Swap) 후 사업지주회사로의 펀더멘털이 주가에 반영될 것

이번 지분매각으로 신규 순환출자 고리는 해소되었고, 남은 수순은 7월말까지의 현대로보틱스 유상증자다. 현대로보틱스의 유상증자 발행가격은 7월 5~7일의 가중평균주가로 결정된다. 신주발행주식수는 <[현대중공업 현물출자 주식수(최대 820만주) x 현물출자가격(175,159원)]+[현대일렉트릭 현물출자 주식수(최대 53만주) x 현물출자가격(316,617원)]+[현대건설기계 현물출자 주식수(최대 52만주) x 현물출자가격(317,647원)] / 현대로보틱스 신주발행가액>으로 산정된다.

주가가 7월 5~7일까지 약세를 기록한다면 신주발행가 하락으로 현대로보틱스의 신주발행주식수는 증가한다. 밑의 Case I)처럼 최대주주만이 공개매수에 응한다면 최대주주 지분율은 예상대비 증가할 수 있다. 신주발행가액이 확정되면 12~31일 일반 공모기간의 주가 흐름도 중요하다. 1) 현대중공업·현대일렉트릭·현대건설기계 주가가 공개매수가격을 크게 상회하거나, 2) 현대로보틱스의 주가가 3사 대비 상대적으로 약세를 나타내면 일반 주주가 공개매수에 응할 개연성은 낮아질 수도 있다.

성장성이 큰 로봇사업과 글로벌서비스사업을 영위하고, 7년만에 중간배당을 실시하는 현대오일뱅크를 보유한 사업지주회사로서의 가치는 변화가 없다. 주가의 변동성은 단기간에 커질 수 있지만, 긴 호흡으로 펀더멘털을 보면 답은 명확하다.

표3 현대로보틱스의 일반공모 공개매수 시, Case 별 최대주주 및 계열사 보유주식수 추정 - Case I), II) 가정

현대중공업 그룹의 최대주주와 지주회사(현대로보틱스)의 회사별 보유 주식수 및 지분율					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	현대로보틱스 보유주식수	현대로보틱스 지분율
현대중공업	56,665,426	5,754,350	10.15	7,573,391	13.37
현대일렉트릭	3,710,107	376,759	10.15	495,859	13.37
현대건설기계	3,584,046	363,958	10.15	479,011	13.37
현대로보틱스	12,040,421	1,222,699	10.15	1,664,931	13.83
Case I) 최대주주만이 공개매수에 응할 경우					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	지주회사 보유주식수	지주회사 지분율
현대중공업	56,665,426	-	-	13,327,741	23.52
현대일렉트릭	3,710,107	-	-	872,618	23.52
현대건설기계	3,584,046	-	-	842,969	23.52
현대로보틱스	15,119,105	4,301,383	28.45	1,664,931	11.01
Case II) 최대주주는 전량 공개매수 청약 신청, 잔여 공개매수 예정수량은 기타주주들로 100% 청약이 이루어질 경우(경쟁률 1:1 기준)					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	지주회사 보유주식수	지주회사 지분율
현대중공업	56,665,426	-	-	15,773,391	27.84
현대일렉트릭	3,710,107	-	-	1,025,859	27.65
현대건설기계	3,584,046	-	-	999,011	27.87
현대로보틱스	16,423,238	4,301,383	26.19	1,664,931	10.14

주1: 공개매수 가격은 현대중공업 1주당 175,159원, 현대일렉트릭 1주당 316,617원, 현대건설기계 1주당 317,647원

주2: 현대로보틱스의 신주 발행가액은 1주당 403,687원으로 가정, 확정 발행가액은 2017년 7월 7일 결정

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대로보틱스(267250)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액			15,769.6	15,647.7	16,956.9
매출액증가율 (%)			N/A	-0.8	8.4
매출원가			14,295.9	14,221.8	15,264.1
매출총이익			1,473.7	1,425.9	1,692.8
판매비와관리비			473.1	469.4	508.7
영업이익			1,000.6	956.5	1,184.1
영업이익률 (%)			6.3	6.1	7.0
금융수익			-98.0	-95.4	-89.2
종속/관계기업관련손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			-35.3	-31.9	-31.9
세전계속사업이익			867.3	829.2	1,063.0
법인세비용			216.8	207.3	249.8
당기순이익			650.5	621.9	813.2
지배주주지분 순이익			650.5	621.9	813.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산			4,852.5	5,013.7	5,717.9
현금및현금성자산			893.7	1,085.5	1,132.3
매출채권			1,329.1	1,318.9	1,539.6
재고자산			2,462.6	2,443.5	2,852.4
비유동자산			8,797.7	8,835.1	8,969.0
유형자산			7,186.8	7,252.3	7,318.9
무형자산			433.6	416.3	399.6
투자자산			1,043.0	1,035.0	1,121.5
자산총계			13,650.2	13,848.8	14,686.9
유동부채			5,291.6	5,024.4	5,158.8
매입채무			2,108.4	2,092.1	2,267.2
단기차입금			2,770.7	2,720.7	2,670.7
유동성장기부채			300.0	100.0	100.0
비유동부채			2,881.4	2,777.4	2,720.1
사채			0.0	0.0	0.0
장기차입금			2,367.5	2,267.5	2,167.5
부채총계			8,173.0	7,801.9	7,878.9
자본금			60.2	60.2	60.2
자본잉여금			0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액			0.0	0.0	0.0
이익잉여금			650.5	1,220.2	1,981.3
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			5,477.2	6,046.9	6,808.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름			383.7	907.8	703.4
당기순이익(손실)			650.5	621.9	813.2
유형자산감가상각비			185.6	184.0	182.8
무형자산상각비			18.1	17.3	16.7
운전자본의 증감			-603.6	-42.7	-430.3
투자활동 현금흐름			-343.0	-260.7	-354.2
유형자산의 증가(CAPEX)			-250.0	-249.5	-249.4
투자자산의 감소(증가)			-68.2	8.1	-86.6
재무활동 현금흐름			194.2	-455.3	-302.4
차입금증감			300.0	-350.0	-150.0
자본의증가			0.0	0.0	0.0
현금의증가			893.7	191.8	46.8
기초현금			0.0	893.7	1,085.5
기말현금			893.7	1,085.5	1,132.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS			1,309,723	1,299,594	1,408,334
EPS(지배주주)			54,025	51,653	67,539
CFPS			100,014	96,162	114,905
EBITDAPS			100,014	96,162	114,905
BPS			454,899	502,220	565,428
DPS			0	5,000	5,000
배당수익률(%)			0.0	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER			7.2	7.6	5.8
PCR			3.9	4.1	3.4
PSR			0.3	0.3	0.3
PBR			0.9	0.8	0.7
EBITDA			1,204.2	1,157.8	1,383.5
EV/EBITDA			7.4	7.2	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			11.9	10.8	12.7
EBITDA 이익률			7.6	7.4	8.2
부채비율			149.2	129.0	115.7
금융비용부담률			0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)			9.5	9.1	11.8
매출채권회전율(x)			11.9	11.8	11.9
재고자산회전율(x)			6.4	6.4	6.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 22일 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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

현대로보틱스(267250) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2017.05.08	기업브리프	Buy	430,000	김현	(원) 500,000 400,000 300,000 200,000 100,000 0 '17.5 '17.5 '17.5 '17.5 '17.6 '17.6 '17.6 '17.6 현대로보틱스 주가 적정주가
2017.05.26	산업분석	Buy	455,000	김현	
2017.06.13	기업브리프	Buy	455,000	김현	
2017.06.22	기업브리프	Buy	455,000	김현	