

2017/09/05

현대일렉트릭(267260)

좋은 증자! 나쁜 증자?

■ 2,863억원 공사: 1) 해외생산법인 인수, 2) CAPEX

현대일렉트릭은 어제 9월4일(월) 2,860억원 규모 유상증자 결정을 공시했다. 1차 이유는 현대건설기계와 마찬가지로 인적분할 하면서 두고 온 해외 생산 법인 인수이고, 2차는 그 외의 CAPEX 투자이다. 특이점은, 미국 알라바마 생산법인은 아직 가져오지 못하고 불가리아 법인과 중국 생산법인(자체 현금) 인수는 363억원으로 작은데 비해, 시설자금 투자가 무려 2천원, 기타자금(글로벌 전산 구축 및 영업망 강화)이 500억원에 달한다는 점이다.

■ CAPEX: 범용 저압 변압기와 중저압 차단기에 투자에 대한 의지

당장 기존 현금과 363억원의 유상증자 재원을 통해 인수하는, 불가리아 법인의 매출 400억원과 20억원 영업이익이 더해지고 중국 법인의 매출 1,500억원이 추가된다(2016년 기준). 그 외에 2,500억원에 달하는 CAPEX 투자가 좋은 유상증자일지 아닐지의 교과서적인 고민이 향후 동사 주가를 좌우한다.

동사는 고부가가치 아이টে에 비해 무게 중심을 두지 않았던 저압 변압기, 중저압 차단기 등의 양산품에 향후 성장 드라이브를 걸며, 동시에 공장효율화를 통해 초고압 변압기의 원가 절감을 도모한다는 가이드언스이다.

이를 통해 2021년 초고압 변압기에서 2천억원, 중저압 범용품에서 3천억원 매출 증가를 도모한다는 중장기 전략이다. 당사는 좋은 증자가 될 가능성이 높다고 판단한다. 다만...

■ 기계적 목표주가 하향 조정: 적정 PBR 1.8배에서 1.3배로 하향

다만, 무려 38%의 주식 증가에 따른 희석요인으로 기계적 적정주가 조정이 불가피하다. 아래 <표1>과 같이 동사 목표주가를 희석에 따른 FWD 2년 ROE의 25% 하향 조정으로, 기존 타겟 PBR 1.8배의 42만원에서 1.3배의 34만원으로 내린다. 여기에는 시간 제한상, 그리고 좀 더 고민이 필요해 실적에는 인수 해외 생산 법인의 실적과 향후 CAPEX에 성장을 반영하지 않았음을 밝힌다. 당장은 유상증자만의 이벤트를 주가에 반영해야 하기 때문이기도 하다.

그러나, 5월 주식거래 이후 고점에서 무려 22%의 주가 하락이 이미 진행되었고, 앞서 밝힌 바와 같이 당사는 성장을 위한 CAPEX 투자의 "좋은 증자"로 판단하기 때문에, 이벤트를 매수 기회로 활용할 것을 제안한다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

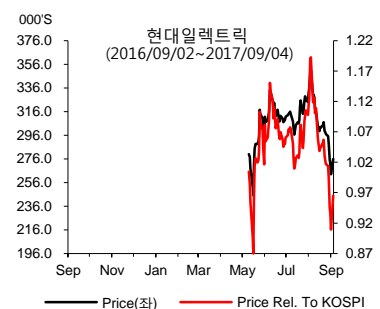
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000원
종가(2017/09/04)	276,000원

Stock Indicator

자본금	19십억원
발행주식수	371만주
시가총액	1,024십억원
외국인지분율	5.8%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	34,486원
BPS(2017E)	230,936원
ROE(2017E)	22.5%
52주 주가	245,000~351,000원
60일평균거래량	33,120주
60일평균거래대금	10.2십억원

Price Trend



VALUATION: 타겟 PB 1.3배, TP 34만원으로 하향

<표 1> 현대일렉트릭 목표주가 42 만원에서 34 만원으로 하향 ROE 12.4% → 9.4%로 25% 낮아져 목표주가 34 만원으로 하향 조정

계정	2016년	2017년	2018년	2019년	계정	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS	24,501	25,982	32,299	34,687	매출액	2,172	2,052	2,321	2,456
BPS	204,954	230,936	263,235	297,922	영업이익	206	160	184	196
EPS_유증_후	24,501	23,259	23,359	25,086	지배주주순이익	91	96	120	129
BPS_유증_후	204,954	221,127	244,486	269,572	EPS	24,501	25,982	32,299	34,687
PBR(고)		1.57			EPS_유증	24,501	23,259	23,359	25,086
PBR		1.20							
PBR(저)		1.10							
ROE	12.0%	11.8%	13.1%	12.4%					
ROE_유증	12.0%	8.5%	9.6%	9.3%					
적용ROE	12%	12.4%	9.4%						
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y						
COE(고)		7.9%							
COE(평)		10.4%							
적용ROE = FWD +0~1Y		12.4%	→ 9.4%	-하향폭 24%					
적용COE		7.0%	~ 7.0%						
		↑ LS산전	↑ 유상증자에도 동일						
Target PBR		1.80	→ 1.30	-하향폭 28%					
적용 BPS = 2017년		230,936	263,235						
		기존	→ 조정						
목표주가		420,000	→ 340,000	-하향폭 19%					
증가(09.04)		276,000	276,000						
상승여력		52%	23%						

자료: 하이투자증권 리서치

PER Cross-Check

	FWD 1Y	FWD 2Y
EPS	25,982	29,141
유증 후 EPS	23,259	23,309

③ 타겟 PER 10	260,000	291,000
15	390,000	437,000
20	520,000	583,000
④ 타겟 PER 10	233,000	233,000
15	349,000	350,000
20	465,000	466,000

④/③-1 하향정도폭 -11% -20%

<표 2> 현대중공업 공사에서 알 수 있는 2 개의 중속사 중 중국 생산법인 인수 + 불가리아 법인 인수(자체 자금)

2Q17 현대중공업 주석에 밝힌 중속사

(백만원)

부문	지분율(%)	기업명	자산	부채	자본	매출	반기순이익
중전기	100	중국 생산법인: 현대중공업 전기유한공사	139,937	99,866	40,071	43,572	-3,144
중전기	100	미국 생산법인: HPT	161,349	119,541	41,808	49,866	-622
해외 생산법인 합산			301,286	219,407	81,879	93,438	-3,766

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 현대일렉트릭 유상증자 공시

1. 유상증자

1. 신주의 종류와 수	보통주식 (주)	1,420,000
	기타주식 (주)	-
2. 1주당 액면가액 (원)		5,000
3. 증자전 발행주식총수 (주)	보통주식 (주)	3,710,107
	기타주식 (주)	-
4. 자금조달의 목적	시설자금 (원)	200,000,000,000
	운영자금 (원)	-
	타법인 증권 취득자금 (원)	36,300,000,000
	기타자금 (원)	50,000,000,000
5. 증자방식	주주배정후 실권주 일반공모	

※ 기타주식에 관한 사항

정관의 근거	-
주식의 내용	-
기타	-

6. 신주 발행가액	확정발행가	보통주식 (원)	-		
		기타주식 (원)	-		
	예정발행가	보통주식 (원)	195,500	확정예정일	2017년 11월 06일
		기타주식 (원)	-	확정예정일	-
7. 발행가 산정방법			23. 기타 투자판단에 참고할 사항 (1) 신주발행가액의 산정 근거 참조		
8. 신주배정기준일			2017년 09월 28일		
9. 1주당 신주배정주식수 (주)			0.3107496397		
10. 우리사주조합원 우선배정비율 (%)			20		
11. 청약예정일	우리 사주조합	시작일	2017년 11월 09일		
		종료일	2017년 11월 09일		
	구주주	시작일	2017년 11월 09일		
		종료일	2017년 11월 10일		
12. 납입일			2017년 11월 17일		
13. 실권주 처리계획			23. 기타 투자판단에 참고할 사항 (2) 신주의 배정방법 참조		
14. 신주의 배당기산일			2017년 01월 01일		
15. 신주권교부예정일			2017년 11월 27일		
16. 신주의 상장예정일			2017년 11월 28일		
17. 대표주관회사(직접공모가 아닌 경우)			NH투자증권(주), 한국투자증권(주), KB증권(주)		
18. 신주인수권양도여부			예		
- 신주인수권증서의 상장여부			예		
- 신주인수권증서의 매매 및 매매의 중개를 담당할 금융투자업자			NH투자증권(주), 한국투자증권(주), KB증권(주)		
19. 이사회결의일(결정일)			2017년 09월 04일		
- 사외이사 참석여부	참석 (명)		3		
	불참 (명)		0		
- 감사(감사위원) 참석여부			참석		
20. 증권신고서 제출대상 여부			예		
21. 제출을 면제받은 경우 그 사유			-		
22. 공정거래위원회 신고대상 여부			미해당		

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,403	1,581	1,741	1,927
현금 및 현금성자산	180	307	324	319
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	757	1,008	1,116	1,289
재고자산	466	266	301	319
비유동자산	588	608	630	641
유형자산	444	444	444	444
무형자산	-	-	-	-
자산총계	1,991	2,190	2,370	2,567
유동부채	515	590	622	675
매입채무	271	369	408	471
단기차입금	156	133	113	96
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	715	743	772	787
사채	-	-	-	-
장기차입금	519	519	519	519
부채총계	1,230	1,333	1,394	1,462
지배주주지분	-	857	977	1,105
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	-	-	-	-
이익잉여금	-	96	216	345
기타자본항목	742	742	742	742
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	760	857	977	1,105

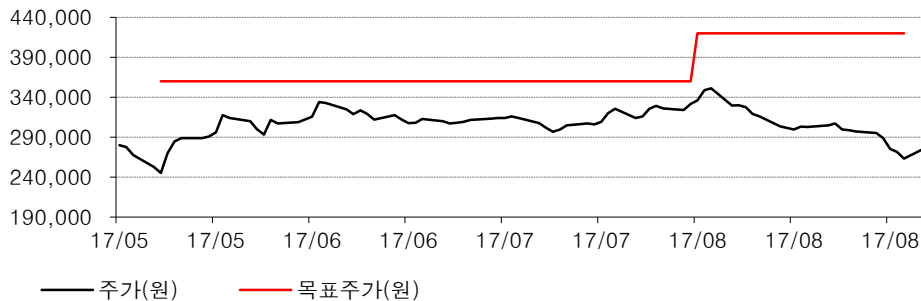
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,795	2,052	2,321	2,456
증가율(%)	-	14.3	13.1	5.8
매출원가	1,412	1,701	1,921	2,032
매출총이익	383	351	400	425
판매비와관리비	215	191	216	229
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	168	160	184	196
증가율(%)	-	-5.1	15.2	6.5
영업이익률(%)	9.4	7.8	7.9	8.0
이자수익	-	3	0	0
이자비용	-	16	2	2
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-	-17	-20	-20
세전계속사업이익	168	129	162	174
법인세비용	37	32	42	45
세전계속이익률(%)	9.4	6.3	7.0	7.1
당기순이익	118	96	120	129
순이익률(%)	6.6	4.7	5.2	5.2
지배주주귀속 순이익	118	96	120	129
기타포괄이익	-	-	-	-
총포괄이익	118	96	120	129
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-	662	171	219
당기순이익	118	96	120	129
유형자산감가상각비	-	40	40	40
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-	-204	-61	-51
유형자산의 처분(취득)	-	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-	-164	-21	-11
재무활동 현금흐름	-	-23	-20	-17
단기금융부채의증감	-	-23	-20	-17
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-	127	17	-5
기초현금및현금성자산	-	180	307	324
기말현금및현금성자산	180	307	324	319

주요투자지표	2016E	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS		34,486	32,299	34,687
BPS		230,936	263,235	297,922
CFPS		48,796	43,080	45,468
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		8.0	8.5	8.0
PBR		1.2	1.0	0.9
PCR		5.7	6.4	6.1
EV/EBITDA	#VALUE!	6.9	5.9	5.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE		22.5	13.1	12.4
EBITDA 이익률	9.4	9.7	9.6	9.6
부채비율	161.8	155.6	142.7	132.2
순부채비율	65.1	40.2	31.5	26.7
매출채권회전율(x)	4.7	2.3	2.2	2.0
재고자산회전율(x)	7.7	5.6	8.2	7.9

자료 : 현대일렉트릭, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대일렉트릭)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-09-05	Buy	340,000	1년		
2017-08-02	Buy	420,000	1년	-27.4	-16.4
2017-05-16	Buy	360,000	6개월	-13.7	-7.2

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당사는 현대일렉트릭과 계열사 관계에 있습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	