



2017/09/18

# 현대일렉트릭(267260)

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

좋은 유상증자라면, 2019년 적정주가는 60만원 이상

Buy (Maintain)

## ■ 2,863억원 유상증자에서 2,500억원의 시설투자 및 R&D

현대일렉트릭 주가는 1차로 8월초 352,000원에서 9월4일 276,000원까지 하락한 이후, 2차로 유상증자 때문에 지난주 수요일 231,500원까지 추가 하락했다. 지난주 이를 연속 반등에 성공했는데, PBR 1배의 지지선이 확인되었다고 평가한다. 1차 추가 하락 사유는 인적 분할에 따른 오버슈팅 종료, 너무 조용한 뉴스에서 비롯되었다고 판단한다. 유상증자로 비롯된 2차 추가 하락은, 자금조달의 목적이 익히 예견된 해외 법인 인수는 363억원에 불과했고, 2,000억원 시설투자와 500억원 R&D로 드러났기 때문이다<표1>.

## ■ 계획을 절반 할인해도, 2019년 EPS +86%, 적정주가 67만원

2017년부터 실적이 잡히는 불가리아 법인과 중국 양주 법인 때문에 매출은 1,500억원 안팎 늘지만 영업이익은 소폭 적자여서, 손익 영향은 미미하다<표2>. 주가 트리거는 시설투자와 R&D이다. 사측은 시설투자에서 ① 중저압차단기 공장 증설(700억원)을 통해서 5년 후 매출 3,000억원 증가, 2019년부터 매출이 잡힌다(동사는 1,500억원 매출 증가 가정). Valuation에 더 중요한 부분은 ② 스마트 공장 구축(1,100억원)을 통한 원가 절감이다. 사측은 15% 원가 개선을 가이던스했고, 언론보도는 10%로 정리했다. 당사는 이를 할인해 모델에는 2019년부터 5%p의 원가율 개선 효과를 가정했고<표3>. 이를 바탕으로 2019년의 VALUATION을 도출해보았다. 2019년 EPS는 기존 34,700원에서 64,000원으로 86% 늘어나고<표3>, PBR 및 PER VALUATION 모두에서 적정주가는 무려 67만원~69만원이 도출된다<표4>.

계획은 계획일 뿐이지만, 회사의 목표를 절반 할인한 원가 개선효과로도 엄청난 기업가치 제고가 가능하다는 판단이다. 이번 자료에서는 해외법인 인수와 원가 절감을 일부 반영해 실적 예상을 조정하지만, 2019년을 당겨서 목표 주가를 상향 조정하지는 않는다.

## ■ 투자 이유: 바닥 지지, 산업재, 신시장 성장 vs. 3분기 나쁘지 않을 것

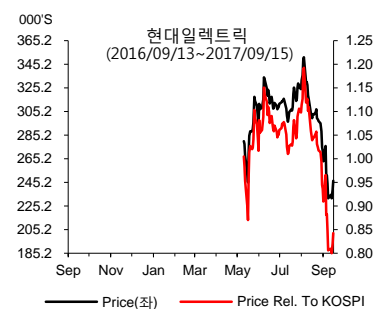
① PBR 1.0배 바닥 지지선을 확인했고, ② 산업재 회복 사이클, ③ ESS 및 EMS 신시장 성장에 베풀 이유 있다. ④ 3분기는 조업일수가 작지만 2분기에 부진에 따른 기저효과가 있고, 하반기의 확정적 매출은 9,500억원으로 상반기보다 양호할 전망이다. ⑤ 고려아연 후속으로 ESS 수주들도 기대해 본다.

|                |          |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M)      | 340,000원 |
| 종가(2017/09/15) | 246,500원 |

### Stock Indicator

|            |                  |
|------------|------------------|
| 자본금        | 19십억원            |
| 발행주식수      | 371만주            |
| 시가총액       | 915십억원           |
| 외국인지분율     | 5.5%             |
| 배당금(2016E) | -                |
| EPS(2017E) | 33,209원          |
| BPS(2017E) | 229,974원         |
| ROE(2017E) | 21.8%            |
| 52주 주가     | 231,500~351,000원 |
| 60일평균거래량   | 33,482주          |
| 60일평균거래대금  | 9.9십억원           |

### Price Trend



## 유상증자를 통한 조달 자금의 사용계획

<표 1> 현대일렉트릭이 밝힌 2,863 억원 유상증자 사용 계획: 시설투자, 원가개선, 그리고 ESS/EMS 집중 및 신제품 개발

| 구분      | 내용               | 사용 금액        | 시점          | 기대 효과: 2019년~                     |
|---------|------------------|--------------|-------------|-----------------------------------|
| 시설투자    | 변압기 스마트 공장 구축    | 1,100        | 2017년~2018년 | 원가 10%~15% 개선 → 당사 5% 개선 가정       |
|         | 중저압차단기 공장 건립     | 700          | 2017년~2018년 | 매출 17년 2,000 → 21년 5,000          |
|         | 운영 시스템 개선        | 200          | 2018년~2019년 | 당사 19년 1,500억원, 20년 3,000억원 증가 가정 |
|         |                  | <b>2,000</b> |             | 2019년부터 연매출 2천억원△ 증가 주장           |
| R&D     | 유럽 연구소 설립        | 500          | 2017년말      | - ESS, EMS 분야에 초점                 |
|         | 고압차단기 인프라 확충     |              | 2018년       | - 고압차단기 신제품에서                     |
|         | 신뢰성 센터           |              | 2018년       | 연매출 700억원△ 증가 기대                  |
|         |                  | <b>500</b>   |             |                                   |
| 해외법인 인수 | 불가리아 법인 지분 99.1% | 363          | 2017년말      | 매출 2천억원△ 증가                       |
|         | 중국 양주 법인         | 자체 자금 400    | ...         | 영업이익 소폭 감소: 중국 부진                 |
|         |                  | <b>363</b>   |             |                                   |

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 연내 인수할 2개 해외 생산법인의 실적 기여: 이익단 기대할 바는 없음:

|                    |      | (단위: 백만\$, 십억원) |           |
|--------------------|------|-----------------|-----------|
| 법인                 |      | 2016년           | 2017년 상반기 |
| 불가리아 법인            | 매출   | 35.0            | 19.8      |
|                    | 영업이익 | 0.7             | 1.1       |
|                    | OPM  | 1.9%            | 5.3%      |
| 중국 양주 법인           | 매출   | 103.0           | 38.0      |
|                    | 영업이익 | -2.0            | -1.7      |
|                    | OPM  | -1.9%           | -4.4%     |
| 2개 법인 합산의<br>원화 환산 | 매출   | 160.1           | 65.9      |
|                    | 영업이익 | -1.5            | -0.7      |
|                    | OPM  | -1.0%           | -1.1%     |

자료: 하이투자증권 리서치

## 시설투자 계획을 절반 반영한 2019년 실적 영향과 VALUATION 변화

<표 3> 현대일렉트릭 실적 예상치 및 유상증자/시설투자 후 2019년의 실적 변화:  
 해외 생산법인 인수에 따른 매출 증가 2018년 1,500억원 & 시설투자에 따른 매출증가 2019년에 1,500억원 반영  
 2019년 원가율 5%p 개선을 모델에 반영

| 계정       |      |      |         |         |         |         | (십억원)   |         |         |         | →       | (십억원)   |         |            |
|----------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|
|          | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17    | 2Q17    | 3Q17    | 4Q17    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    |         | 2017    | 2018    | 2019 TO-BE |
| 매출액      | 475  | 599  | 459     | 491     | 478     | 624     | 2,172   | 2,052   | 2,321   | 2,456   | 2,052   | 2,471   | 2,756   |            |
| 영업이익     | 37   | 42   | 43      | 31      | 31      | 55      | 206     | 160     | 184     | 196     | 155     | 183     | 346     |            |
| 금융/기타영업외 | -33  | 34   | -14     | -2      | -9      | -6      | -14     | -31     | -22     | -22     | -31     | -22     | -22     |            |
| 세전사업이익   | 4    | 76   | 29      | 29      | 22      | 49      | 193     | 129     | 162     | 174     | 124     | 161     | 324     |            |
| 순이익      | 3    | 59   | 22      | 21      | 17      | 36      | 91      | 96      | 120     | 129     | 93      | 119     | 240     |            |
| 지배주주순이익  | 3    | 59   | 22      | 21      | 17      | 36      | 91      | 96      | 120     | 129     | 93      | 119     | 240     |            |
| 영업이익률    | 7.7% | 7.0% | 9.4%    | 6.2%    | 6.4%    | 8.8%    | 9.5%    | 7.8%    | 7.9%    | 8.0%    | 7.5%    | 7.4%    | 12.5%   |            |
| 지배주주순이익률 | 0.5% | 9.9% | 4.7%    | 4.4%    | 3.5%    | 5.8%    | 4.2%    | 4.7%    | 5.2%    | 5.2%    | 4.5%    | 4.8%    | 8.7%    |            |
| EPS(원)   |      |      | 5,866   | 5,782   | 4,497   | 9,838   | 24,501  | 25,982  | 32,299  | 34,687  | 25,020  | 32,204  | 64,568  |            |
| BPS(원)   |      |      | 210,820 | 216,601 | 221,098 | 230,936 | 204,954 | 230,936 | 263,235 | 297,922 | 229,974 | 262,178 | 326,746 |            |
| PER(배)   |      |      |         | 11.2    | 9.8     | 7.4     |         | 10.9    | 7.6     | 7.1     | 11.5    | 7.7     | 3.8     |            |
| PBR(배)   |      |      |         | 1.4     | 1.4     | 1.1     |         | 1.1     | 0.9     | 0.8     | 1.1     | 0.9     | 0.8     |            |

자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 현대일렉트릭 계획의 절반 정도의 원가 개선효과가 2019년 발현될 경우 2019년 적정주가는 67만원  
 그러나 공식 목표주가는 34만원을 아직 유지

| 계정               | 2017년   | 2018년       | 2019년    | → 2019년 TO-BE | 계정                     | 2017년   | 2018년   | 2019년  | → 2019년 TO-BE          |
|------------------|---------|-------------|----------|---------------|------------------------|---------|---------|--------|------------------------|
| EPS_유증_후         | 23,259  | 23,359      | 25,086   | 46,325        | 매출액                    | 2,052   | 2,321   | 2,456  | 2,756                  |
| BPS_유증_후         | 221,127 | 244,486     | 269,572  | 290,836       | 영업이익                   | 160     | 184     | 196    | 343                    |
| PBR(고)           | 1.59    |             |          |               | 지배주주순이익                | 96      | 120     | 129    | 238                    |
| PBR              | 1.07    |             |          |               | EPS                    | 25,982  | 32,299  | 34,687 | 64,056                 |
| PBR(저)           | 1.02    |             |          |               | EPS_유증                 | 23,259  | 23,359  | 25,086 | 46,325                 |
| ROE_유증           | 8.5%    | 9.6%        | 9.3%     | 15.9%         | <b>PER Cross-Check</b> |         |         |        | <b>PER Cross-Check</b> |
| 적용ROE            | 12.4%   | 9.4%        |          | 15.9%         | FWD 1Y                 |         | FWD 2Y  |        | FWD 1Y                 |
| ↓ 당해 0Y, 다음해 1Y  | +0~1Y   | +0~1Y       |          |               | 유증 후 EPS               | 23,259  | 23,309  |        | 46,325                 |
| COE(고)           | 7.8%    |             |          |               | <b>타겟 PER 10</b>       | 233,000 | 233,000 |        | 463,000                |
| COE(평)           | 11.6%   |             |          |               | 15                     | 349,000 | 350,000 |        | 695,000                |
| 적용ROE = FWD +0~1 | 12.4%   | → 9.4%      | -하향폭 24% | 15.9%         | 20                     | 465,000 | 466,000 |        | 927,000                |
| 적용COE            | 7.0%    | ~ 7.0%      |          | ~ 7.0%        |                        |         |         |        |                        |
|                  | ↑ LS산전  | ↑ 유상증자에도 동일 |          |               |                        |         |         |        |                        |
| Target PBR       | 1.80    | → 1.30      | -하향폭 28% | → 2.30        |                        |         |         |        |                        |
| 적용 BPS = 2017년   | 230,936 | 263,235     |          | 290,836       |                        |         |         |        |                        |
|                  | 기존      | → 유증 반영     |          | → 목표 달성 시     |                        |         |         |        |                        |
| 목표주가             | 420,000 | → 340,000   | -하향폭 19% | → 670,000     |                        |         |         |        |                        |
| 종가(09.15)        | 246,500 | 246,500     |          | 246,500       |                        |         |         |        |                        |
| 상승여력             | 70%     | 38%         |          | 172%          |                        |         |         |        |                        |

자료: 하이투자증권 리서치

**K-IFRS 연결 요약 재무제표**

| 재무상태표      | (단위:십억원) |       |       |       |
|------------|----------|-------|-------|-------|
|            | 2016E    | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산       | 1,403    | 1,578 | 1,774 | 2,113 |
| 현금 및 현금성자산 | 180      | 303   | 266   | 309   |
| 단기금융자산     | -        | -     | -     | -     |
| 매출채권       | 757      | 1,008 | 1,188 | 1,446 |
| 재고자산       | 466      | 266   | 320   | 357   |
| 비유동자산      | 588      | 608   | 642   | 665   |
| 유형자산       | 444      | 444   | 444   | 444   |
| 무형자산       | -        | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 1,991    | 2,186 | 2,416 | 2,778 |
| 유동부채       | 515      | 590   | 654   | 745   |
| 매입채무       | 271      | 369   | 434   | 529   |
| 단기차입금      | 156      | 133   | 113   | 96    |
| 유동성장기부채    | -        | -     | -     | -     |
| 비유동부채      | 715      | 743   | 789   | 820   |
| 사채         | -        | -     | -     | -     |
| 장기차입금      | 519      | 519   | 519   | 519   |
| 부채총계       | 1,230    | 1,333 | 1,443 | 1,565 |
| 지배주주지분     | -        | 853   | 973   | 1,212 |
| 자본금        | 19       | 19    | 19    | 19    |
| 자본잉여금      | -        | -     | -     | -     |
| 이익잉여금      | -        | 93    | 212   | 452   |
| 기타자본항목     | 742      | 742   | 742   | 742   |
| 비지배주주지분    | -        | -     | -     | -     |
| 자본총계       | 760      | 853   | 973   | 1,212 |

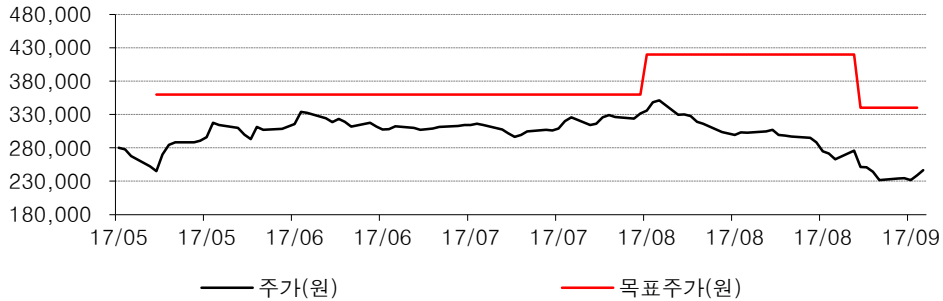
| 포괄손익계산서     | (단위:십억원%) |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|
|             | 2016E     | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액         | 1,795     | 2,052 | 2,471 | 2,756 |
| 증가율(%)      | -         | 14.3  | 20.4  | 11.5  |
| 매출원가        | 1,412     | 1,706 | 2,057 | 2,154 |
| 매출총이익       | 383       | 346   | 413   | 602   |
| 판매비와관리비     | 215       | 191   | 230   | 257   |
| 연구개발비       | -         | -     | -     | -     |
| 기타영업수익      | -         | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -         | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 168       | 155   | 183   | 346   |
| 증가율(%)      | -         | -8.0  | 18.5  | 88.5  |
| 영업이익률(%)    | 9.4       | 7.5   | 7.4   | 12.5  |
| 이자수익        | -         | 3     | 0     | 0     |
| 이자비용        | -         | 16    | 2     | 2     |
| 지분법이익(손실)   | -         | -     | -     | -     |
| 기타영업외손익     | -         | -17   | -20   | -20   |
| 세전계속사업이익    | 168       | 124   | 161   | 324   |
| 법인세비용       | 37        | 31    | 42    | 84    |
| 세전계속이익률(%)  | 9.4       | 6.0   | 6.5   | 11.7  |
| 당기순이익       | 118       | 93    | 119   | 240   |
| 순이익률(%)     | 6.6       | 4.5   | 4.8   | 8.7   |
| 지배주주귀속 순이익  | 118       | 93    | 119   | 240   |
| 기타포괄이익      | -         | -     | -     | -     |
| 총포괄이익       | 118       | 93    | 119   | 240   |
| 지배주주귀속총포괄이익 | -         | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        | (단위:십억원) |       |       |       |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
|              | 2016E    | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름    | -        | 658   | 181   | 345   |
| 당기순이익        | 118      | 93    | 119   | 240   |
| 유형자산감가상각비    | -        | 40    | 40    | 40    |
| 무형자산상각비      | -        | -     | -     | -     |
| 지분법관련손실(이익)  | -        | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    | -        | -204  | -73   | -63   |
| 유형자산의 처분(취득) | -        | -40   | -40   | -40   |
| 무형자산의 처분(취득) | -        | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | -        | -164  | -33   | -23   |
| 재무활동 현금흐름    | -        | -23   | -20   | -17   |
| 단기금융부채의증감    | -        | -23   | -20   | -17   |
| 장기금융부채의증감    | -        | -     | -     | -     |
| 자본의증감        | -        | -     | -     | -     |
| 배당금지급        | -        | -     | -     | -     |
| 현금및현금성자산의증감  | -        | 123   | -38   | 44    |
| 기초현금및현금성자산   | -        | 180   | 303   | 266   |
| 기말현금및현금성자산   | 180      | 303   | 266   | 309   |

| 주요투자지표                 |         |         |         |         |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                        | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| 주당지표(원)                |         |         |         |         |
| EPS                    |         | 33,209  | 32,204  | 64,568  |
| BPS                    |         | 229,974 | 262,178 | 326,746 |
| CFPS                   |         | 47,518  | 42,986  | 75,350  |
| DPS                    | -       | -       | -       | -       |
| Valuation(배)           |         |         |         |         |
| PER                    |         | 7.4     | 7.7     | 3.8     |
| PBR                    |         | 1.1     | 0.9     | 0.8     |
| PCR                    |         | 5.2     | 5.7     | 3.3     |
| EV/EBITDA              | #VALUE! | 6.5     | 5.7     | 3.2     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| ROE                    |         | 21.8    | 13.1    | 21.9    |
| EBITDA 이익률             | 9.4     | 9.5     | 9.0     | 14.0    |
| 부채비율                   | 161.8   | 156.2   | 148.4   | 129.1   |
| 순부채비율                  | 65.1    | 40.8    | 37.6    | 25.2    |
| 매출채권회전율(x)             | 4.7     | 2.3     | 2.3     | 2.1     |
| 재고자산회전율(x)             | 7.7     | 5.6     | 8.4     | 8.1     |

자료 : 현대일렉트릭, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대일렉트릭)



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

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(매수): 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 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

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