

# 현대중공업지주(267250)

## 현대글로벌서비스의 성장 기조 확인

1분기 기대치 대비 부진했지만, 실적 내용은 흡족

현대글로벌서비스, 실적 성장 기조 확인

글로벌서비스 적정가치 1.1 ~ 1.4조원, 오일뱅크도 시총 상향 여지 다분해

하회	부합	상회
영업이익의 컨센서스 대비를 의미		

## 매수(유지)

목표주가: 628,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(5/3)	2,487
주가(5/3)	411,000
시가총액(십억원)	6,694
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	488,000/347,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,730
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/21.7
주요주주(%)	정몽준 외 5 인
	33.3
	국민연금
	8.5

### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	5.1	5.4	4.3
PBR(x)	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	12.5	13.8	15.3
DY(%)	—	1.0	1.0
EV/EBITDA(x)	10.8	9.7	9.7
EPS(원)	74,312	75,500	96,221
BPS(원)	489,808	552,785	634,364

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.4)	(4.9)	0.0
KOSPI 대비(%)	(3.3)	(2.1)	0.0

### 주가추이



자료: WISEfn

### 윤태호

taeho3123@truefriend.com

### 이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

향후 실적 방향성을 확인하면서 실적 추정치 및 멀티플을 조정할 계획이다. 현대오일뱅크 지분 91.1% 가치 6.7조원(PBR 1.6배/100% 기준 7.3조원), 글로벌서비스 1.0조원, 상장사 지분 2.2조원, 자체사업 3,890억원, 자사주 6,840억원, 순차입금을 2.1조원을 합산한 기업가치는 9.0조원이다. 2018년 PER은 6.0배이다. 글로벌서비스 및 현대오일뱅크는 목표 시총 상향 여지가 있다는 점에서 deep value 주식으로 판단한다.

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	NA	4,198	4,416	5,676	6,286	10.7	NA	5,614
영업이익	NA	251	552	132	358	172.4	NA	389
영업이익률(%)	NA	6.0	12.5	2.3	5.7	3.4	NA	6.9
세전이익	NA	206	944	92	306	233.4	NA	413
순이익	NA	355	799	(222)	246	NM	NA	263

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 1Q18 현대로보티스 및 주요 종속회사 경영실적(연결)

(단위: 십억원)

구분	1Q18P			4Q17			1Q17		
	매출	영업이익	영업이익률(%)	매출	영업이익	영업이익률(%)	매출	영업이익	영업이익률(%)
현대로보티스	392	318	81.0	77	5	5.8	77	6	8.0
현대오일뱅크	4,773	314	6.6	4,695	402	8.6	4,285	355	8.3
현대케미칼	1,052	42	4.0	954	70	7.4	825	90	10.9
현대헬비에스오일	194	31	16.0	171	21	12.3	183	29	15.8
현대글로벌서비스	73	17	23.4	62	7	12.0	41	10	24.3
현대일렉트릭	430	(31)	(7.2)	489	2	0.3	459	43	9.5
현대건설기계	931	62	6.6	590	15	2.6	644	43	6.6

주: 현대중공업지주는 별도 기준 / 현대오일뱅크, 현대건설기계, 현대일렉트릭은 연결 기준. 현대글로벌서비스는 2017년 4분기 별도 기준, 2018년 1분기는 연결 기준

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 3〉 연결 실적 추정 테이블(계열사 연결)

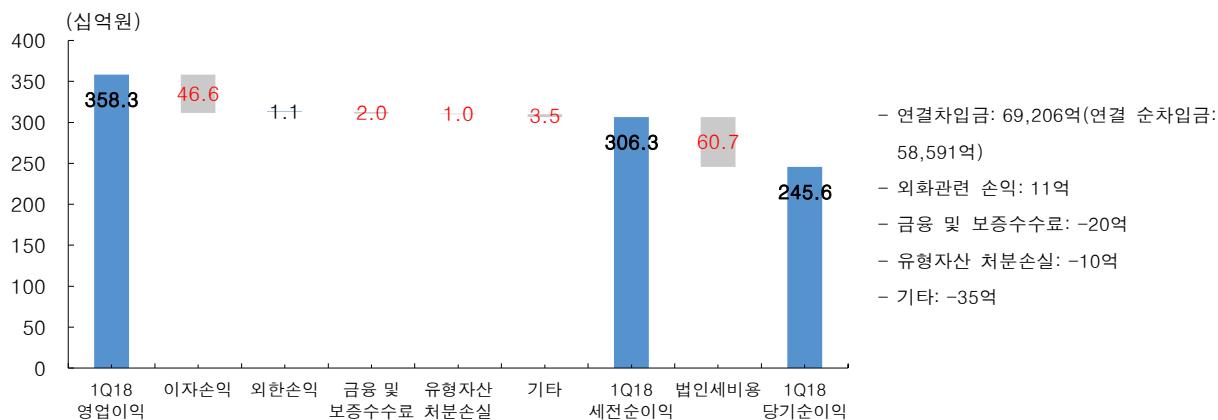
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	YoY	QoQ	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출(연결)	4,411	4,197	4,416	5,676	6,286	42.5	10.7	6,377	6,272	6,427	18,700	25,414	26,186	27,200
자체사업(로봇)	77	65	55	77	79	2.7	2.8	69	70	69	275	293	282	307
현대중공업	4,808	725	55	(158)	(37)	적전	적지	(14)	(12)	(8)	5,429	(249)	30	94
현대건설기계	644	491	469	489	430	(33.3)	(12.1)	541	528	599	2,094	2,053	2,368	2,403
현대일렉트릭	459	683	613	590	931	102.9	57.6	892	776	751	2,345	3,510	3,478	3,641
현대오일뱅크	4,285	4,058	3,339	4,695	4,773	11.4	1.7	4,750	4,763	4,874	16,376	19,172	19,289	19,773
현대글로벌서비스	41	76	59	62	73	77.6	17.9	103	111	105	238	488	592	835
영업이익(연결)	369	251	552	132	358	(2.9)	172.4	530	500	549	1,304	2,106	2,622	2,893
자체사업(로봇)	8	7	3	4	5	(40.5)	11.7	8	3	4	23	(9)	20	22
현대중공업	163	725	55	(158)	(37)	적전	적지	(14)	(12)	(8)	785	(270)	30	94
현대건설기계	43	31	30	1	(31)	적전	적전	25	27	30	105	(2,317)	151	157
현대일렉트릭	43	36	44	15	62	42.4	306.0	64	54	44	139	572	236	257
현대오일뱅크	355	230	275	402	314	(11.5)	(21.8)	445	428	483	1,261	1,637	2,141	2,269
현대글로벌서비스	10	26	17	7	17	71.2	132.1	35	32	13	60	300	142	192
영업이익률	8.4	6.0	12.5	2.3	5.7	(2.7)	3.4	8.3	8.0	8.5	7.0	8.3	10.0	10.6
자체사업(로봇)	10.9	11.0	4.9	5.8	6.3	(4.6)	0.5	11.0	4.9	5.8	8.3	(3.0)	7.0	7.1
현대중공업	3.4	100.0	100.0	100.0	100.0	96.6	0.0	100.0	100.0	100.0	14.5	108.7	100.0	100.0
현대건설기계	6.6	6.2	6.5	0.3	(7.2)	적전	적전	4.6	5.0	5.0	5.0	(112.9)	6.4	6.5
현대일렉트릭	9.5	5.2	7.2	2.6	6.6	(2.8)	4.1	7.2	7.0	5.8	5.9	16.3	6.8	7.0
현대오일뱅크	8.3	5.7	8.2	8.6	6.6	(1.7)	(2.0)	9.4	9.0	9.9	7.7	8.5	11.1	11.5
현대글로벌서비스	24.3	33.9	28.6	11.9	23.4	(0.9)	11.5	33.9	28.6	11.9	25.2	61.4	24.0	23.0
지배주주 순이익(연결)	256	355	799	(222)	186	(27.5)	흑전	361	342	213	1,188	891	1,382	1,437

주: 자체사업(로봇)에는 배당금 미반영 기준

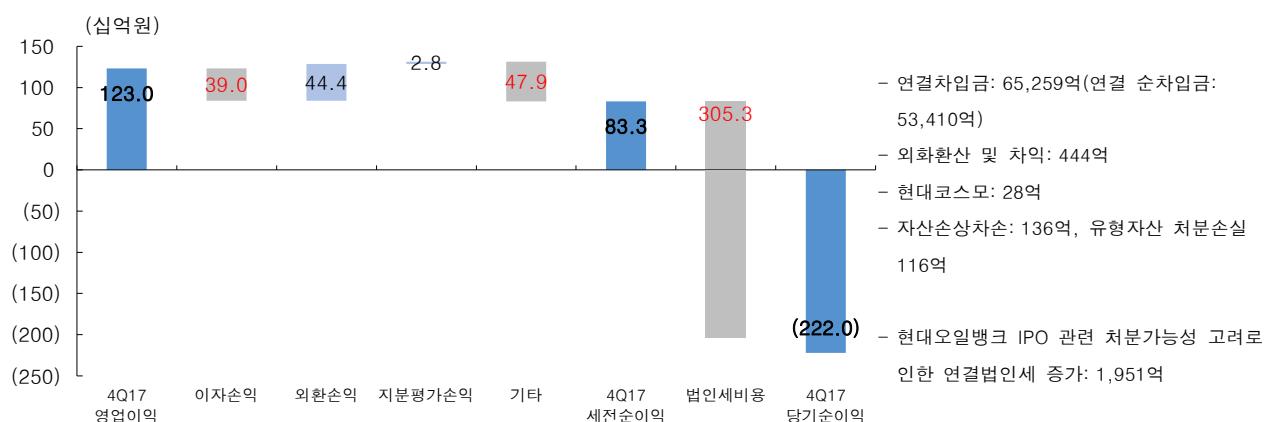
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 1] 현대중공업지주 1Q18 당기순손익 및 영업외손익(연결)



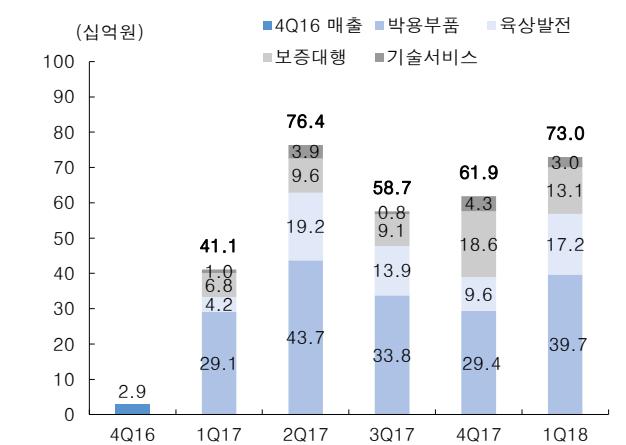
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 2] 현대중공업지주 4Q17 당기순손익 및 영업외손익(연결)



자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

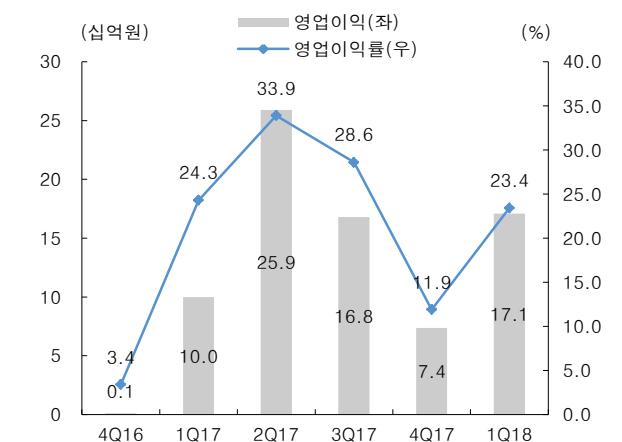
[그림 3] 현대글로벌서비스 매출 추이



주: 현대글로벌서비스는 별도기준

4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 4] 현대글로벌서비스 영업이익 추이



주: 현대글로벌서비스는 별도기준

4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

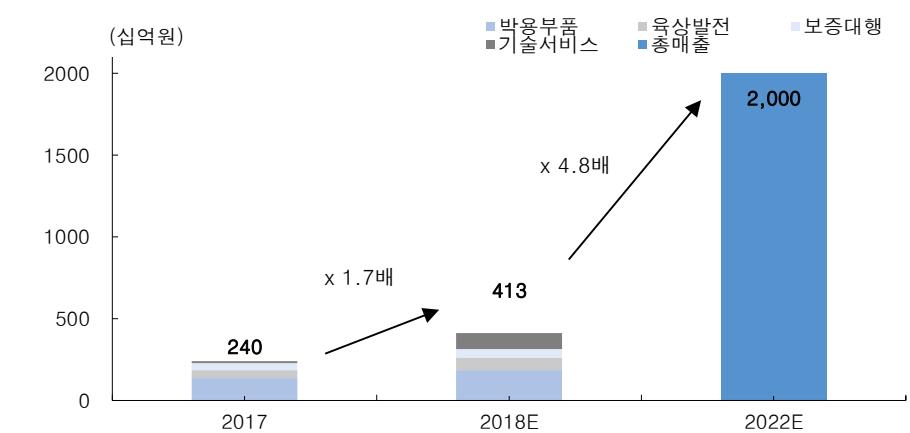
〈표 4〉 한국투자증권의 현대글로벌서비스 실적 추정치

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출	240	392	591	836	1,132	1,540
YoY		63.2%	50.7%	41.5%	35.5%	36.0%
영업이익	56	96	142	192	249	323
영업이익률	23.5%	24.5%	24.0%	23.0%	22.0%	21.0%
영업외손익	-1	-1	-1	-2	-2	-2
세전이익	55	95	140	191	248	322
법인세	15	23	35	48	62	80
순이익	40	72	105	143	186	241

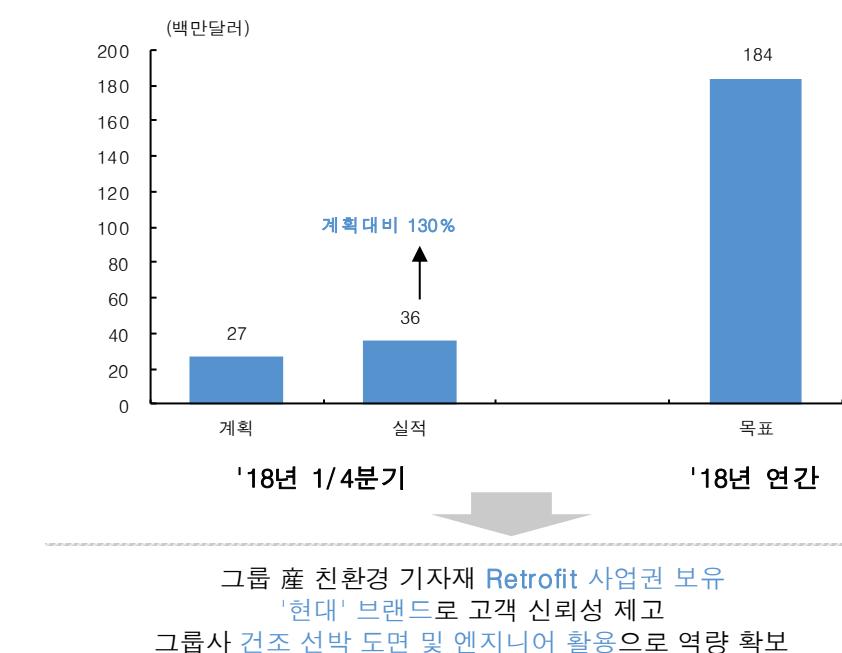
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 5] 현대글로벌서비스 매출 가이던스



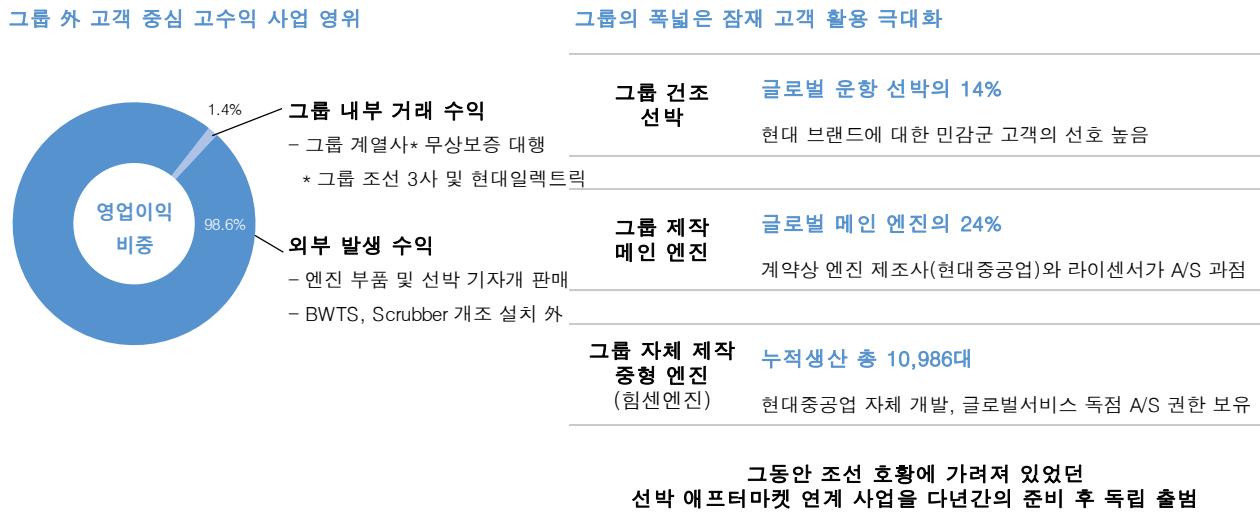
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 6] 현대글로벌서비스 친환경 retrofit사업 실적



주: BWTS, Scrubber/ 2018sus 1/4분기 수주 실적 기준, 자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 7] 현대글로벌서비스의 고수익/고성장 미래사업



주: 2017년 기준 그룹사 건조 선박 및 생산 엔진(사용연한 15년 미만) 누적. 누적 건조 선박 3,117척, 메인 엔진 누적 생산 4,030대.  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

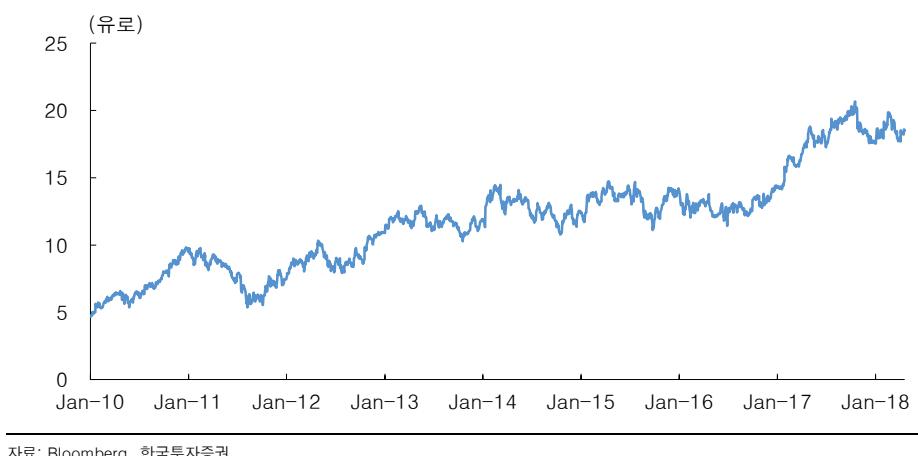
〈표 5〉 Wartsila 재무 요약

(단위: 십억원)

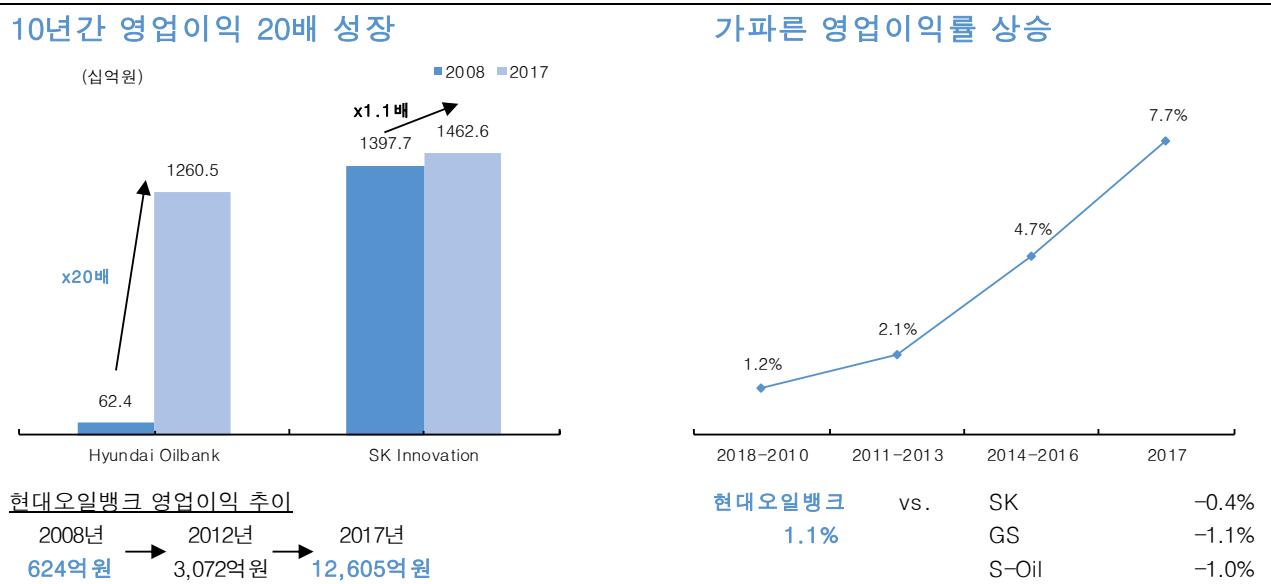
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 F	2019F
시가총액	8,471.7	6,611.8	9,059.9	10,242.7	9,676.1	10,622.4	10,725.4	13,312.7	NA	NA
현금과 현금등가물	1,196.0	947.7	377.6	585.1	776.4	444.6	620.5	486.3	NA	NA
우선주자본금&기타	39.1	45.1	36.5	59.5	60.8	52.4	43.3	30.8	NA	NA
총부채	944.8	979.2	1,116.0	965.4	880.9	922.5	798.8	794.3	NA	NA
기업가치	8,259.6	6,688.4	9,834.9	10,682.6	9,841.4	11,152.7	10,947.1	13,651.5	NA	NA
매출, Adj	6,979.9	6,487.3	6,842.5	6,697.2	6,683.2	6,319.2	6,166.4	6,284.8	7,102.5	7,618.7
성장률%, YoY	(13.4)	(7.6)	12.3	(2.5)	3.7	5.2	(4.5)	2.5	13.0	7.3
수정 영업이익, Adj			602.1	615	662	630	638	NA	NA	NA
마진(%)			12.1	11.9	12.2	12.1	12.0	NA	NA	NA
EBITDA, Adj	688.3	873.9	925.4	905.7	914.6	911.0	908.1	907.7	1,102.8	1,221.7
마진(%)	9.9	13.5	13.5	13.5	13.7	14.4	14.7	14.4	15.5	16.0
순이익, Adj	507.8	455.6	519.3	604.5	580.6	562.5	504.5	529.0	703.6	796.0
마진(%)	7.3	7.0	7.6	9.0	8.7	8.9	8.2	8.4	9.9	10.4
EPS, Adj	858.17	769.91	877.69	1,021.51	981.27	950.55	852.61	894.06	1,186.96	1,362.67
성장률%, YoY	(37.4)	(10.3)	14.0	16.4	(3.9)	(3.1)	(10.3)	4.9	32.8	14.8
영업활동 현금흐름	1,027.1	362.2	224.5	846.1	633.5	320.4	787.3	549.0	NA	NA
자본지출	(141.0)	(138.7)	(160.7)	(187.5)	(138.4)	(99.3)	(70.6)	(81.7)	(125.6)	(131.0)
잉여현금흐름	886.1	223.5	63.7	658.5	495.1	221.2	716.7	467.2	679.3	755.6
PER	14.60	15.50	19.02	16.64	19.02	19.70	23.84	26.97	20.70	17.95
PBR	3.44	2.69	3.66	3.83	3.73	3.78	3.68	4.38	4.44	4.03

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] Wartsila 주가 추이



[그림 9] 현대오일뱅크 영업이익/영업이익률 추이



[그림 10] 현대중공업 3개사 사업개요

1  현대오일뱅크		2  현대글로벌서비스		3  현대로보티스	
매출 (2017년)	16조 3,762억원		2,403억원		2,745억원
영업이익 (2017년)	1조 2,605억원		564억원		226억원
사업내용			사업용 로봇 및 자동화 설비 작업		
- 석유제품 생산 및 판매	- 선박 엔진 부품 및 기자재 판매		- 산업용 및 LCD용 로봇 판매		
- PX(합성섬유 기초원료) 생산	- 친환경 선박 개조 사업		- 부품 및 관련 서비스 제공		
- 윤활기유사업, 유류저장 사업 등	- 엔진 발전 부품 판매 및 유지보수		- 자동화 설비 및 시스템 판매		
비전 2022	"세계적인 경쟁력을 갖춘 글로벌에너지 기업"	"Global Top-tier Total Solution Provider로 도약"		"Global Top-tier 종합로봇기업으로 도약"	
	매출 40조, 영업이익 2.2조	매출 2조, 영업이익 4,030억		매출 5,500억, 영업이익 680억	

주: 2017년 연결 재무제표 기준(단, 현대중공업지주는, 별도 재무제표에서 배당수익을 제외한 실적임)  
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 6〉 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 24.8배 적용
적정PER		12	17	25	
투자자산가치 (B)		6,996	10,009	12,361	
상장 관계회사 주식		2,239	2,239	2,559	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인 적용
(신)현대중공업	8,265	27.7	1,605	1,605	1,834
현대일렉트릭	949	35.6	237	237	270
현대건설기계	1,788	31.8	398	398	455
비상장 관계회사 주식		4,757	7,769	9,802	
현대글로벌서비스	125	100.0	575	1,079	1,438
현대오일뱅크	4,590	91.1	4,182	6,691	8,364
유형자산가치 (C)		684	684	684	
자기주식		684	684	684	
순차입금 (D)		2,100	2,100	2,100	1Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금
NAV (E)=(A)+(B)+(C)-(D)		5,859	8,982	11,501	
보통주식수 (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)		360,000	551,000	706,000	
현재주가		411,000	411,000	411,000	
상승여력		-12.4%	34.1%	71.8%	
할인율		-14.2%	25.4%	41.8%	

주: 5월 3일 종가 기준.

자료: 현대중공업지주, Quantwise, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	—	8,030	14,252	14,716	15,285
현금성자산	—	1,185	2,103	2,171	2,255
매출채권및기타채권	—	3,146	5,584	5,766	5,989
재고자산	—	3,342	5,931	6,124	6,361
비유동자산	—	13,180	25,089	32,952	40,889
투자자산	—	3,295	5,848	6,039	6,273
유형자산	—	7,537	15,074	22,611	30,148
무형자산	—	2,160	3,833	3,958	4,111
자산총계	—	21,210	39,341	47,667	56,175
유동부채	—	6,555	20,959	24,291	28,308
매입채무및기타채무	—	3,112	5,524	5,704	5,924
단기차입금및단기사채	—	1,568	3,136	4,704	6,272
유동성장기부채	—	1,396	2,792	4,189	5,585
비유동부채	—	4,429	8,668	12,297	15,938
사채	—	1,914	3,828	5,741	7,655
장기차입금및금융부채	—	1,667	3,333	5,000	6,665
부채총계	—	10,984	29,627	36,588	44,246
지배주주지분	—	7,488	8,513	9,842	11,227
자본금	—	81	81	81	81
자본잉여금	—	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	—	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	—	945	1,989	3,336	4,740
비지배주주지분	—	2,738	2,846	2,983	3,126
자본총계	—	10,226	11,359	12,825	14,353

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	—	14,289	25,361	26,186	27,200
매출원가	—	12,784	22,306	22,404	23,103
매출총이익	—	1,505	3,055	3,781	4,097
판매관리비	—	571	1,118	1,160	1,204
영업이익	—	935	1,937	2,622	2,893
금융수익	—	787	635	645	647
이자수익	—	13	35	45	47
금융비용	—	393	671	941	1,212
이자비용	—	128	406	676	947
기타영업외손익	—	(107)	(257)	(265)	(276)
관계기업관련손익	—	21	(4)	29	121
세전계속사업이익	—	1,242	1,639	2,089	2,173
법인세비용	—	199	426	543	565
연결당기순이익	—	1,043	1,213	1,546	1,608
지배주주지분순이익	—	932	1,104	1,407	1,463
기타포괄이익	—	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	—	1,023	1,193	1,526	1,588
지배주주지분포괄이익	—	916	1,086	1,389	1,445
EBITDA	—	1,259	2,033	2,721	2,996

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	—	876	8,189	1,724	2,310
당기순이익	—	1,043	1,213	1,546	1,608
유형자산감가상각비	—	270	0	0	0
무형자산상각비	—	54	96	99	103
자산부채변동	—	(148)	6,580	(43)	560
기타	—	(343)	300	122	39
투자활동현금흐름	—	(644)	(12,053)	(7,953)	(7,940)
유형자산투자	—	(759)	(7,549)	(7,549)	(7,549)
유형자산매각	—	12	12	12	12
투자자산순증	—	42	(2,576)	(179)	(132)
무형자산순증	—	(17)	(1,769)	(224)	(256)
기타	—	78	(171)	(13)	(15)
재무활동현금흐름	—	376	6,428	6,398	6,392
자본의증가	—	427	0	0	0
차입금의순증	—	0	6,597	6,597	6,597
배당금지급	—	0	0	(60)	(60)
기타	—	(51)	(169)	(139)	(145)
기타현금흐름	—	(3)	0	0	0
현금의증가	—	605	2,563	169	762

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	—	74,312	75,500	96,221	100,070
BPS	—	489,808	552,785	634,364	719,399
DPS	—	0	4,100	4,100	4,100
성장성(%), YoY					
매출증가율	—	0.0	77.5	3.3	3.9
영업이익증가율	NM	NM	107.2	35.4	10.3
순이익증가율	NM	NM	18.4	27.4	4.0
EPS증가율	NM	NM	1.6	27.4	4.0
EBITDA증가율	NM	NM	61.4	33.8	10.1
수익성(%)					
영업이익률	—	6.5	7.6	10.0	10.6
순이익률	—	6.5	4.4	5.4	5.4
EBITDA Margin	—	8.8	8.0	10.4	11.0
ROA	—	4.9	4.0	3.6	3.1
ROE	—	12.5	13.8	15.3	13.9
배당수익률	—	—	1.0	1.0	1.0
배당성향	NM	0.0	5.4	4.3	4.1
안정성					
순차입금(십억원)	—	5,204	10,722	17,238	23,736
차입금/자본총계비율(%)	—	64.5	116.1	154.3	183.8
Valuation(X)					
PER	NM	5.1	5.4	4.3	4.1
PBR	NM	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	NM	10.8	9.7	9.7	11.0

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대중공업지주(267250)	2017.05.04	매수	547,000원	-26.9	-15.3
	2017.08.02	매수	628,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 4일 현재 현대중공업지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 중 립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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
- 중 립 : 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 돋기 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.