

2018. 7. 31



## ▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6098-6699

hyun.kim@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

현대중공업지주(267250)	Buy	490,000원
-----------------	-----	----------

## 관심종목

현대건설기계(267270)	Buy	170,000원
현대일렉트릭(267260)	Buy	84,000원

# 현대중공업그룹

## YES 라고 외칠 시기

- ✓ 그룹 전반에 제기되는 우려 - 1) 실적 노이즈, 2) 지배구조 개편, 3) 성장동력 불확실
- ✓ 1) 2Q 실적: 조선부문 보수적인 총당금 설정, 오일뱅크의 사업 특성과 글로벌서비스 수주 Flow를 고려하면 양호한 수익성 시현으로 해석. 하반기 실적 개선 확실할 것
- ✓ 2) 지배구조: 3가지 잔여 과제가 해소될 3Q, Risk-Off 이후의 기업가치 재평가 가능
- ✓ 3) 성장 동력: 정유+석유화학, 친환경 서비스, 로봇+ICT Vs. 조선부문 시황 회복
- ✓ 현대중공업지주는 확실한 기업가치를 보유한 Hybrid 기업, Conviction Buy의 시기

## Risk: 실적 불확실성, 지배구조 이슈, 성장동력 미비에 대한 우려

현대중공업그룹은 Top-tier 조선 3개사와 중전기, 건설기계, 정유+화학, 친환경 서비스라는 경기 민감 업종의 대표 기업들로 구성되어 있다. 대외변수 불확실성과 내부 지배구조 개편, 경영합리화 과정의 노이즈가 기업가치 할인 요인으로 장기간 반영 중이다. 경기 민감 산업의 특성상, 기존 사업의 부진은 신규 성장동력의 확보 노력으로 이어진다. 2017년 4월 분할 이후, 국내 1위 중공업 그룹에 대한 시장의 기대는 어느덧 실망감으로 변했다. 계열사들의 연이은 실적 부진과 지배구조 개편 과정에서 주주 가치 훼손, Old Business에 대한 저성장 우려 때문이다.

## 2Q 실적은 보이는 것보다 양호한 내용, Risk-off가 확인될 하반기

2분기 계열사들의 경영실적은 표면상으로는 부진했다. 그러나 조선부문은 원가 상승을 반영한 보수적인 총당금 설정이 적자 폭 확대를 유발, 선가 상승과 수주 회복을 통해 빠른 개선이 유력하다. 정유부문은 종속회사(현대셀베이스오일)의 공동지배회사로의 변경과 타사대비 변동성이 적은 재고평가손익 이슈를 제외하면 양호한 실적으로 보인다. 중전기부문은 흑자전환에 성공했으며, 건설기계부문은 시황 회복에 따른 지속적인 실적 개선세가 재확인되었다. 신 성장동력인 친환경은 규제도입 시기가 가까워지면서 신규 수주확대로 이어졌다. Old Business는 저점을 통과하는 모습이 확인되었고, New Business의 성장성은 하반기 입증될 전망이다.

## 현대중공업지주, '정유+조선+중공업' Hybrid 기업의 잠재력 발현 예상

그룹 지배구조 개편은 3분기에 긴 여정의 마침표를 찍는다. 금산분리 이슈는 DGB 금융지주의 하이증권 대주주 적격승인 시 해소된다. 기존 순환출자 해소와 함께 조선 계열사 전반에 걸친 재무구조 개선으로 이어진다. 증손자 고리 해소는 관련 계열사(지주, 중공업, 미포, 삼호) 주주들의 주주 가치 훼손을 최소화하는 방법이 제시될 전망이다. 당사는 '삼호중공업 인적분할+합병'과 같이, 시장이 합리적이라고 판단할 수 있는 해소 방안을 제시하길 기대한다. 대표적인 Hybrid 기업으로서 Old와 New Business의 시너지를 발현하는 현대중공업지주의 모습을 예상한다.

## 반복되는 Risk 부각: 1) 실적 우려, 2) 지배구조 이슈, 3) 성장동력 불투명

조선, 중공업, 중전기, 건설기계, 정유·석유화학, 친환경 등 경기 민감 업종으로만 구성된 그룹, 실적 불확실성은 현재의 Risk

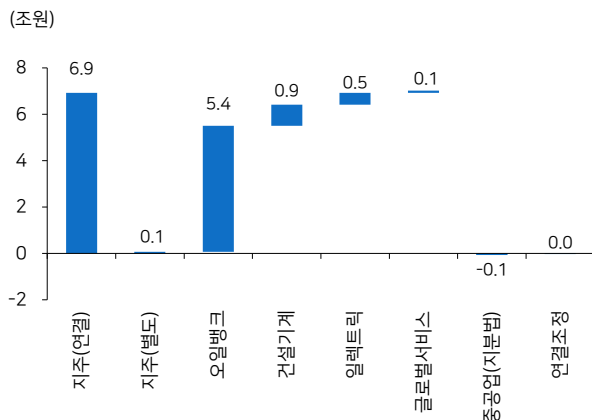
### 1-1) 인적분할을 통한 지배구조 개편 이후, 기대보다 실적 우려가 확대되는 모습

현대중공업그룹은 2017년 4월 1일을 분할기일로 하여 5월 10일 현대중공업(존속법인 변경상장), 현대중공업지주(舊 현대로보틱스), 현대건설기계, 현대일렉트릭 4개사로 재상장했다. 2017년 6월 12일 이사회를 통해 현대중공업지주는 3개 자회사 주주들과 지분을 교환(Swap)하는 현물출자유상증자를 결정, 2017년 8월 지주회사의 자회사 지분을 요건을 충족했다. 2017년 7월 신규순환출자를 해소(현대미포조선이 보유했던 현대로보틱스 주식 7.98% 매각)했고, 2017년 11월 현대일렉트릭과 현대건설기계의 유·무상증자와 2018년 3월 현대중공업의 유상증자에 현대중공업지주가 참여했다.

현대중공업지주는 현대일렉트릭(중전기), 현대건설기계, 현대오일뱅크(정유, 석유화학), 현대글로벌서비스(친환경) 등 31개 연결계열회사(현대셀베이스오일 제외 기준)와 1개의 지분법 대상(현대중공업 - 현대삼호중공업, 현대미포조선 조선 3사)으로 구성되어 있다. 그룹은 조선, 중공업, 중전기, 건설기계, 정유·석유화학, 친환경 서비스라는 경기 민감 업종의 대표적인 기업들로 구성된 셈이다. 무역 분쟁 우려, 달러 강세와 유가라는 대외적인 불확실성 속에서 그룹 내부적으로는 지배구조 개편과 계열사별 경영합리화 과정의 잡음이 이중고로 작용하고 있다.

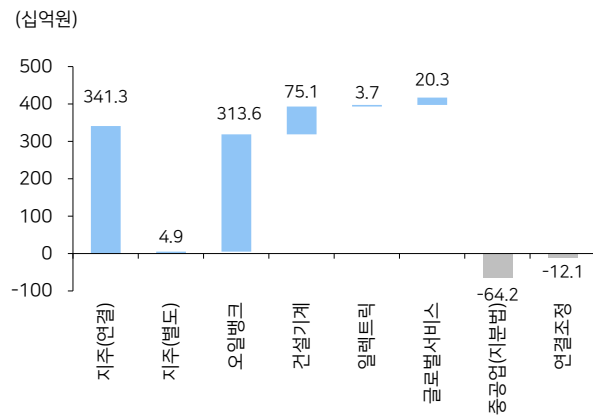
분할 출범 이후 국내 1위 중공업 그룹에 대한 시장의 기대감은 1년여의 시간이 흐르면서 실망감으로 변해왔다. 주력 계열사들의 연이은 실적 부진이 기업가치의 할인요인으로 작용했다. 2분기 계열사의 경영실적도 표면상으로는 시장 예상치를 하회하는 부진한 실적이었다. 현대중공업은 강제가격 인상에 따른 신규 충당금 설정과 Downsizing 비용이 2,992억원 반영되면서 영업적자가 확대되었다. 현대오일뱅크는 타 정유사 대비 채고평가이익이 적기 때문에, 영업이익률 하락세를 나타냈다. 이로 인해 현대중공업지주의 주가는 실적 발표 이후 약세를 지속하고 있다.

그림1 현대중공업지주의 2분기 연결 및 개별 회사별 매출액



자료: 현대중공업지주, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 현대중공업지주의 2분기 연결 및 개별 회사별 영업이익



자료: 현대중공업지주, 메리츠증권증권 리서치센터

### 1-2) 2Q 실적은 부진한 내용이 아님, 오히려 분기 저점을 확인한 실적으로 판단

2Q 정유 매출 기여도 77.4%, OP 기여도 75.1%로 '지주=정유'라는 인식 확대, 2Q 중공업의 일회성 비용과 오일뱅크 재고평가손익 감안시 저점을 확인한 실적

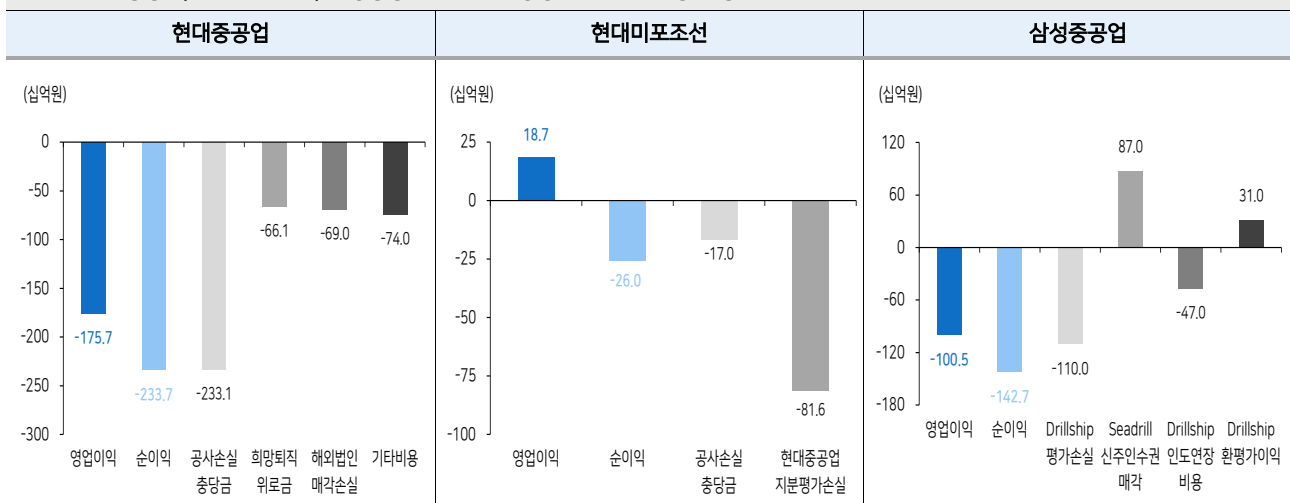
2분기 현대중공업지주의 매출액 구성비는 정유화학 비중은 77.4%, 건설기계 13.1%, 전기전자 7.2%, 친환경(글로벌서비스) 1.3%, 로봇(로보틱스) 1.0%로 정유화학의 비중이 절대적이었다. 사업별 영업이익 구성비는 지분법대상(현대중공업)과 연결조정 배제 기준으로 정유화학(현대오일뱅크) 75.1%, 건설기계 18.0%, 친환경(글로벌서비스) 4.9%, 로봇(로보틱스) 1.2%, 전기전자 0.9% 순이다.

사실상 정유·석유화학의 비중이 3/4을 넘어서면서 종합 중공업그룹의 지주회사인 현대중공업지주는 "지주=정유·석유화학"으로 인식되어 왔다. 조선·중공업 사업부문은 실적의 불확실성을 증대시키는 Risk 요인, 친환경서비스는 잠재력은 있어 보이나 실적에 반영되어 기업 가치를 제고시키기에 걸음마 단계로 평가되는 셈이다.

2분기 현대중공업지주의 연결 매출액은 6조 9,354억원(+65.9% YoY), 영업이익 3,413억원(+60.8% YoY), 당기순이익은 1,737억원(-54.7% YoY)을 기록했다. 2017년 2분기 수입배당금에 대한 익금불산입률 특례로 이연법인세부채 환입이 1,892억원 반영되었음을 감안하면 매출과 영업이익, 순이익은 모두 전년대비 증가했다. 시장 눈높이가 현대중공업 영업적자 1천억원, 정유부문 영업이익 4,500억원 수준이었기에 2분기 지주 영업이익이 눈높이를 하회한다고 평가될 수도 있다.

지분법대상 현대중공업(지분율 27.74%)은 2분기 공사손실충당금과 퇴직 위로금 합산 2,992억원이 영업손익에 반영되었고, 해외법인 매각손실과 기타비용이 영업외손익에 1,434억원 반영되었다. 이로 인해 현대중공업지주의 2분기 지분법손실은 예상보다 500억원 증가한 642억원이 반영되었다. S-Oil과 SK이노베이션은 2분기 재고평가이익이 2천억원 전후 반영되었지만, 재고평가손익 변동이 적은 현대오일뱅크는 큰 폭의 이익개선이 없었다. 현대건설기계는 시장 예상을 10% 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했고, 현대일렉트릭은 3분기만에 수익성 악화에서 벗어나 턴어라운드에 성공했다. 겉보기와는 달리 내용은 분기 저점을 확인한 실적이다.

그림3 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업의 2Q18 경영실적 및 일회성 비용 내역



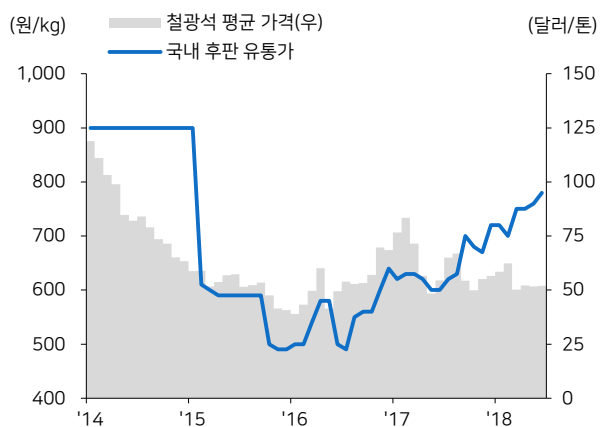
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2Q 조선부문의 충당금 설정은 하반기 11%, 19년 6% 후반가 인상을 감안한 보수적 설정

현대중공업이 향후 현대중공업지주의 연결대상으로 편입된다면, 조선부문의 실적 개선 여부가 지주 실적에 주요 변수로 작용하게 된다. 2분기 현대중공업은 하반기 후반가격 예상 인상률 11%, 2019년 6%를 가정하여 본사 950억원, 미포 170억원, 삼호 1,211억원을 충당금으로 설정했다. 1분기의 충당금 설정이 2018년 9%, 2019년 5%의 인상률 수준임을 감안하면, 원가를 보수적으로 반영했다고 판단한다. 6월 국내 후판 유통가격은 톤당 78만원으로 연초대비 8.3% 상승된 수준이다. 하반기 후판가 협상이 마무리되면 충당금 환입도 기대할 수 있다. Downsizing 불확실성을 제외시, 분기 기준 조선부문의 수익성은 2분기가 저점일 가능성이 높다.

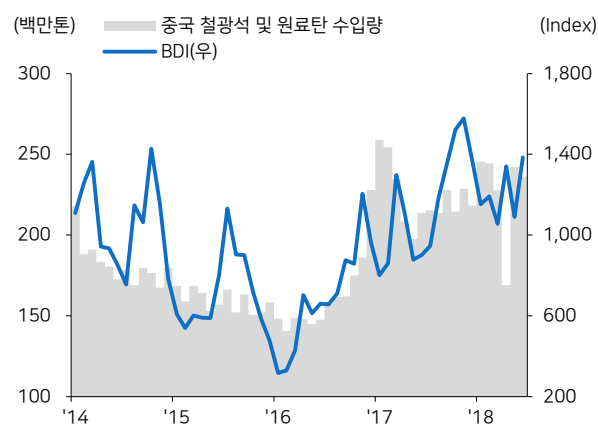
결국, 현대중공업그룹은 조선 3사의 Downsizing이 마무리되고 수익 개선이 나타나야 하며, 현대건설기계와 현대일렉트릭이 분사 후 독립 경영을 통해 튼튼한 체력 구축이 확인되어야 한다. 현대오일뱅크는 그룹 Cash-cow의 역할과 함께 신사업투자와 증설효과를 하반기부터 실적으로 입증해야 한다.

그림4 국내 후판 유통가 및 철광석 평균 가격 추이



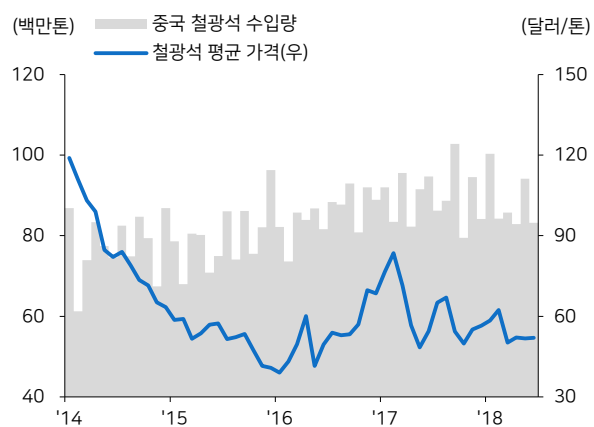
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 철광석 및 원료탄 수입량과 BDI 추이



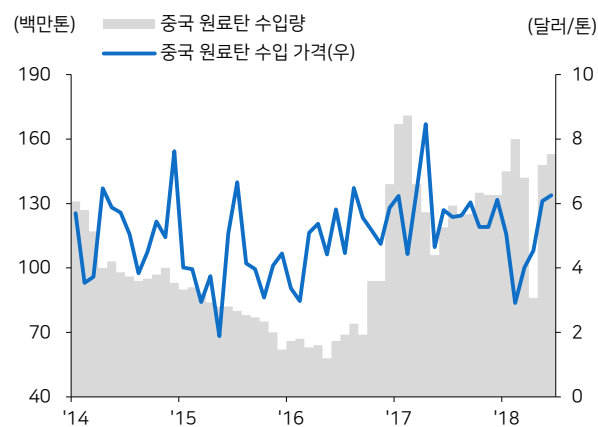
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국 철광석 수입량과 철광석 평균 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 원료탄 수입량과 원료탄 수입 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 지주 매출액 28.24 조원,  
영업이익 1.44 조원, 순이익 0.98  
조원 예상. 정유부문 이익기여는  
17년 96.7%, 18년 84.3%, 19년  
71.7%로 비정유부문 개선 기대

## 2-1) 지배구조 개편, 비정유부문의 이익 기여도 증가 예상

현대중공업그룹의 지배구조 개편 과정에서 계열회사별 경영 합리화 노력은 반복적인 일회성 손실과 잡음으로 이어졌다. 유상증자를 포함한 재무구조 개선 과정에서 주주가의 훼손에 대한 우려가 부각되었다. 3분기 중 지배구조 개편의 잔여 과제 결과물이 확정되고 현대오일뱅크의 IPO 일정과 규모가 구체화되면서, 주주 가치 훼손에 대한 우려는 잦아들 전망이다.

2분기말 기준 현대중공업그룹의 지배구조 체계가 유지된다는 가정 하에, 현대중공업지주의 손익을 추정하면 2020년까지 정유부문의 매출·영업이익 의존도는 점진적으로 낮아진다. 2018년 현대중공업지주의 매출액은 28조 2,350억원, 영업이익 1조 4,362억원, 당기순이익 9,760억원, 지배주주지분 순이익 7,222억원으로 예상한다. 정유부문의 영업이익 기여도는 2017년 96.7%에서 2018년 84.3%, 2019년 71.7%, 2020년 67.0%로 전망한다. 정유부문은 연간 1.2조원 이상의 영업이익을 유지하며, 글로벌서비스는 2020년 영업이익 1,834억원을 예상한다.

표1 현대중공업지주의 I/S(손익계산서) 추정 - 2Q18 지배구조 체계 하의 기준

(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>1. 총매출액</b>	<b>12,163.0</b>	<b>18,700.0</b>	<b>28,235.0</b>	<b>32,462.2</b>	<b>34,092.0</b>
1-1) 로보틱스	254.7	529.4	540.1	791.9	941.2
1-2) 정유	11,885.3	16,376.2	22,303.5	25,999.8	27,228.0
1-3) 현대일렉트릭		846.6	1,979.7	2,146.0	2,256.7
1-4) 현대건설기계		997.6	3,374.7	3,420.3	3,454.8
1-5) 현대글로벌서비스		238.1	417.8	590.7	767.9
<b>2. 영업이익</b>	<b>964.7</b>	<b>1,303.6</b>	<b>1,436.2</b>	<b>1,736.1</b>	<b>1,906.7</b>
2-1) 로보틱스	13.5	277.5	267.5	486.7	622.2
2-2) 정유	965.7	1,260.5	1,211.1	1,245.0	1,276.6
2-3) 현대일렉트릭		31.7	-8.2	83.6	114.9
2-4) 현대건설기계		44.7	235.0	241.2	242.6
2-5) 현대글로벌서비스		60.1	95.5	142.6	183.4
<b>3. 매출원가</b>	<b>10,595.8</b>	<b>16,662.5</b>	<b>25,633.4</b>	<b>29,333.5</b>	<b>30,707.2</b>
매출원가율	87.1%	89.1%	90.8%	90.4%	90.1%
<b>4. 판관비</b>	<b>513.1</b>	<b>734.0</b>	<b>1,165.3</b>	<b>1,392.6</b>	<b>1,478.0</b>
5. 이자손익		-115.7	-172.1	-168.9	-156.4
5-1) 이자수익		12.5	26.7	27.1	28.5
5-2) 이자비용		128.2	198.9	196.1	184.9
6. 외환손익		25.9	34.0	32.4	30.6
6-1) 외환수익		269.7	278.4	308.0	317.2
6-2) 외환비용		243.8	244.4	275.6	286.6
7. 기타		435.4	-86.2	-78.1	-70.4
<b>8. 종속 및 관계기업손익</b>			<b>72.2</b>	<b>83.1</b>	<b>95.5</b>
9. 법인세차감전순이익		1,649.3	1,284.2	1,604.6	1,806.1
<b>10. 당기순이익</b>		<b>1,356.8</b>	<b>976.0</b>	<b>1,227.5</b>	<b>1,381.7</b>

주: 로보틱스는 배당금 포함 별도 기준, 연결조정 반영 이전 기준이며 정유, 일렉트릭, 건설기계, HGS는 연결 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

## 2-2) 지배구조 개편 이후, 계열회사의 재무건전성은 개선 중

분할 후 4개 사 모두 유상증자를 단행, 계열사 모두 지배구조 개편 이후 재무구조 건전성을 확보

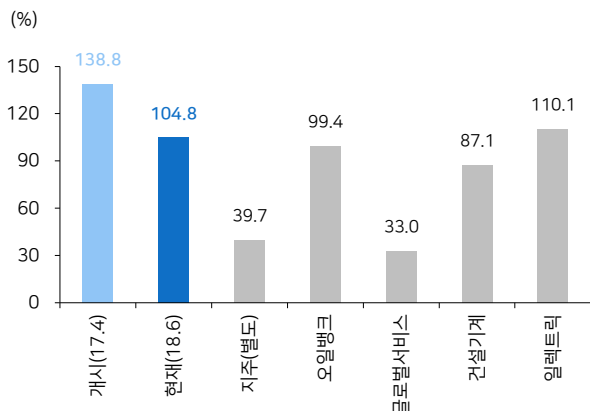
2017년 분할 당시, 분할 4개사의 예상 부채비율은 현대중공업지주(舊 현대로보틱스) 95.2%, 현대일렉트릭 170.0%, 현대건설기계 123.2%, 현대중공업 95.6%였다(분할전 현대중공업 부채비율 106.1%).

분할 이후 현대중공업지주는 현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 주주들의 보유지분에 대해 1조 7,264억원의 현물출자 유상증자를 단행, 지주회사 행위요건을 충족했다. 현대일렉트릭은 유·무상증자를 결정하여 2,641억원을 조달했고 현대건설기계도 유·무상증자로 3,788억원을 조달했으며, 현대중공업도 1조 2,350억원의 유상증자를 마무리했다. 경영효율화와 독립적 경영을 통한 사업경쟁력 강화라는 분할 목적의 순기능은 분명 존재하나, 분할 이후 4개 계열사 모두 주주들로부터 직접 자본을 조달하면서 순기능을 희석시켰다.

현대중공업의 2분기 연결 부채비율은 129.7%(매각예정부채 제외 시 86.6%), 순차입금비율은 3.4%로 분할 개시 재무제표 대비 각각 42.7%p, 43.5%p 하락했다. 현대일렉트릭의 2분기 기준 연결 부채비율은 129%(-17%p YoY), 차입금비율은 65%(-15%p YoY)로 개선되었으며, 현대건설기계의 연결 부채비율은 94%(-44%p YoY), 차입금비율은 59%(-34%p YoY)를 기록하며 분할 후 재무구조는 확연히 개선되었다.

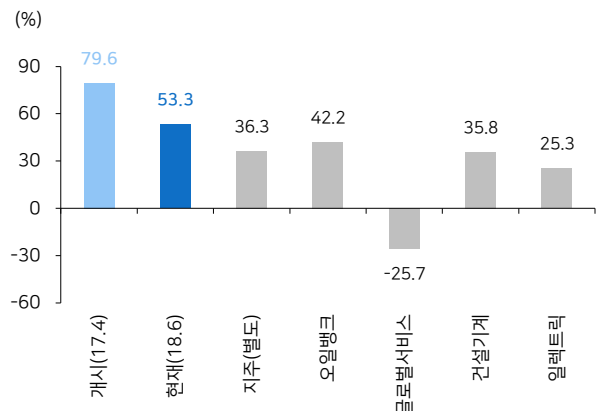
개시 기준 현대중공업지주의 연결 부채비율은 138.8%였으나, 2분기말 104.8%로 하락하였고, 순차입금 비율도 연결기준 53.3%, 별도기준 36.3%로 안정적이다. 분할 이후 1년여간 지속되어 온 재무구조 개선의 과정은 마무리 수준이며, 추가적인 주주 가치의 훼손 리스크는 제한적이다. 지배구조 개편의 잔여 과제를 마무리함에 있어서 그룹이 시장 우려를 해소시킬 방안을 제시해야 하는 이유도, 인적분할이 사업경쟁력 강화와 주주가치 제고에 긍정적임을 입증해야 하기 때문이다.

그림8 현대중공업지주의 연결회사별 부채비율



주: 개시(17.4) 및 현재(18.6)는 연결기준, 계열사는 별도기준 부채비율  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 현대중공업지주의 연결회사별 순차입금 비율



주: 개시(17.4) 및 현재(18.6)는 연결기준, 계열사는 별도기준 순차입금 비율  
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 현대중공업지주의 연결회사별 재무상태 추이(연결기준)

(십억원, %)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
<b>현대오일뱅크</b>				
자본총계	4,916	4,815	5,133	5,004
부채총계	4,887	5,345	6,129	6,062
현금성자산	326	220	207	311
순차입금	2,361	2,529	2,694	2,634
부채비율(%)	99.4	111.0	119.4	121.1
순차입금비율(%)	48.0	52.5	52.5	52.6
<b>현대중공업지주</b>				
자본총계	6,267	9,804	10,226	10,662
부채총계	7,363	9,868	10,984	11,226
현금성자산	752	1,066	1,185	1,043
순차입금	4,137	5,165	5,130	5,368
부채비율(%)	117.5	100.7	107.4	105.3
순차입금비율(%)	66.0	52.7	50.2	50.3
<b>현대일렉트릭</b>				
자본총계	782	805	1,040	1,014
부채총계	1,144	1,164	1,054	1,248
현금성자산	186	193	241	395
순차입금	440	422	272	218
부채비율(%)	146.3	144.6	101.3	123.1
순차입금비율(%)	56.3	52.4	26.2	21.5
<b>현대건설기계</b>				
자본총계	781	814	1,171	1,510
부채총계	1,081	1,039	1,058	1,293
현금성자산	203	193	426	169
순차입금	503	490	245	222
부채비율(%)	138.4	127.6	90.4	85.6
순차입금비율(%)	64.4	60.2	20.9	14.7
<b>현대글로벌서비스</b>				
자본총계	153	167	166	177
부채총계	40	36	43	53
현금성자산	N/A	N/A	39	43
순차입금	N/A	N/A	-39.0	-42.7
부채비율(%)	25.9	21.8	25.9	24.3
순차입금비율(%)	N/A	N/A	-	-

주: 현대중공업지주와 현대오일뱅크는 현대셀베이스오일의 공동기업 분류 전 재무제표 기준

자료: 메리츠증권리서치센터



### 2-3) 지배구조 개편의 잔여과제 - 3Q 해결책 확인을 통해 우려 해소될 전망

## 지배구조 개편의 잔여과제

- 1) 금융자회사 분리(3Q 해소)
- 2) 미포의 현대중공업 지분 매각  
- 지주 매입 유력(3Q 구체화)
- 3) 증손자고리 해소(3Q 구체화)

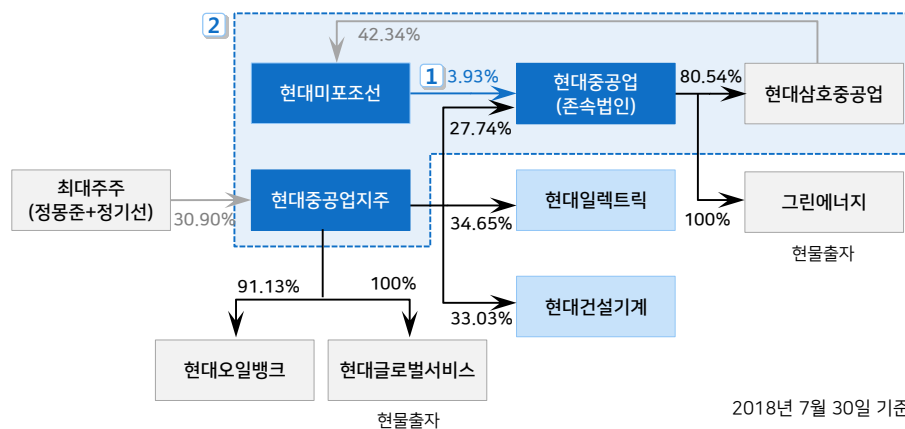
현 시점에서 남아있는 지배구조 잔여과제는 1) 금융자회사 주식소유 해소, 2) 증손자회사의 국내 계열회사 주식소유(미포조선의 현대중공업 지분 3.93%) 해소, 3) 손자-증손자회사간 지분 보유 해소 이슈다.

일반 지주회사인 현대중공업지주는 금융회사를 손자회사로 지배할 수 없으므로 현대미포조선이 보유한 하이투자증권의 2019년 4월 이전에 처분해야 한다. 2017년 11월 9일 이사회에서 4,500억원에 매각기로 결정한 이후, 오는 9월 30일까지 이를 해결할 계획이다. DGB금융지주가 인수 예정자이며, 지난 주 하이투자증권의 자회사 편입 승인 심사와 관련된 서류를 보완 제출했다고 알려져 있다. 금융위원회가 대주주 적격 승인을 확정하면, 금융자회사 주식소유 이슈는 해소된다. 이를 통해 현대미포조선은 '4,700억원+ $\alpha$ '의 유동성이 유입되며 연결 금융부채가 급감하면서 더욱 우량한 재무구조를 확보한다.

지주사의 증손자회사인 현대미포조선은 계열사 주식을 소유할 수 없으므로 보유중인 현대중공업 지분 3.93%를 2019년 4월 이전에 처분해야 한다. 현재 현대중공업은 지주의 연결대상이 아닌 지분법대상이다(지분율 27.74%). 20% 이상의 지분을 보유하고 있어 법률상으로는 연결 편입에 문제가 없지만 추후 지주회사 행위요건의 강화 가능성이 있음을 감안하면, 지주의 중공업 지분 확대가 합리적 의사결정으로 판단한다.

현대중공업지주의 연결 자회사인 현대오일뱅크의 연내 상장을 고려 시, 지주가 현대미포조선이 보유한 현대중공업 지분을 매입할 가능성이 높다고 본다. 이 경우 현대중공업 주주에게는 오버행 우려를 해소시키는 긍정적인 이슈다. 현대미포조선 주주에게는 시장가치를 기준으로 한 매각으로 유동성이 확보되고, 지배구조 개편 과정에서의 불확실성이 완전히 해소되는 이벤트로 작용한다. 현대중공업지주는 안정적인 지배구조를 확립하게 된다.

그림10 현대중공업 그룹 지배구조도 - 1) 중공업 3.93% 지분매각, 2) 증손자고리 해소가 잔여 과제



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 2-4) 증손자고리 해소 - Meritz Scenario: 삼호의 인적분할 후 미포와의 합병

증손자고리 해소의 가능 시나리오

- 1) 중공업+삼호의 합병
  - 2) 삼호+미포의 단순 합병
  - 3) 중공업의 미포지분(42%) 매입
  - 4) 지주의 미포지분(42%) 매입
- 중공업 No Action, 1), 3)은 X

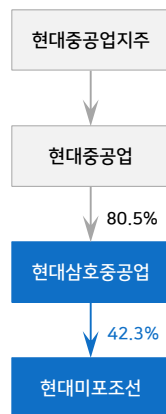
남아있는 지배구조의 잔여과제 중 가장 다양한 시나리오가 언급되는 이슈는 손자-증손자회사간 지분 보유 해소다. 지주회사의 손자회사인 현대삼호중공업은 국내 계열회사에 100% 출자하거나 혹은 출자할 수 없다. 따라서, '지주-현대중공업-현대삼호중공업-현대미포조선'으로 이어진 증손자회사 구조의 변경이 2019년 4월 이전에 마무리되어야 한다.

다양한 시나리오가 전개될 수 있지만 시장은 크게 4가지의 가능성을 높게 보고 있다. 증손자회사 구조 변경을 위해 한 단계를 축소하는 과정, 즉 계열사간 합병의 가능성이 존재한다. 이는 1) 현대중공업과 현대삼호중공업이 합병을 하거나, 2) 현대삼호중공업과 현대미포조선이 합병하는 경우다. 현대삼호중공업이 보유하고 있는 현대미포조선 지분(42.34%)을 3) 현대중공업지주가 매입, 자회사로 편입하거나, 4) 현대중공업이 매입하여 지주의 손자회사로 편입하는 방법도 가능하다.

지난 7월 10일 그룹 IR과 25일 현대중공업지주의 2분기 실적발표 컨퍼런스 콜을 종합하면, 지배구조 개편의 과정에서 현대중공업은 'No Action'임은 명확하다. 따라서, 4가지 시나리오 중 현대중공업과 현대삼호중공업의 합병이나 현대삼호중공업이 보유한 현대미포조선 지분을 현대중공업이 매입할 가능성은 없다고 본다.

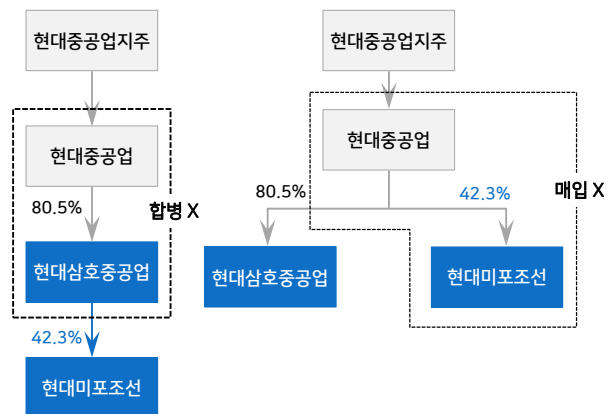
결국 현대중공업지주가 현대삼호중공업이 보유한 현대미포조선 지분을 매입하여 자회사로 편입하거나, 현대삼호중공업과 현대미포조선의 합병 가능성이 남는다. 2017년 6월 현대중공업지주는 공개매수를 통한 현물출자 유상증자를 단행하여 지배력을 확보, 주주들로부터 자금을 지원받은 셈이다. 현대오일뱅크 IPO의 과정에서 구주매출을 통한 현금유입이 기대되는 상황은 분명하나, 주주가치 제고와 그룹의 사회적 책임 이슈 등을 고려하면 현대중공업지주의 지분 매입의 가능성은 낮아 보인다. 오히려 구주매출을 통해 유입된 유동성을 현대중공업지주 주주들에게 배당함으로써, 주주가치 제고에 주력할 개연성이 높다고 판단한다.

그림11 현대중공업그룹, 손자-증손자회사간 지분 보유 해소 필요



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 현대중공업 NoAction 고려 시, 불가능한 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Meritz Scenario

- 1) 삼호중공업의 인적분할
  - 미포지분 보유한 투자회사(A)와 조선사업 영위회사(B)로 분할
- 2) (A)와 미포조선의 합병
  - 미포주주의 Risk 해소 방안

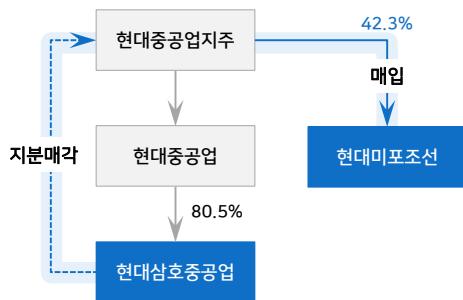
### 2-4) Meritz Scenario: 삼호의 인적분할 후, 지분보유 투자회사와 미포와의 합병

현대삼호중공업과 현대미포조선이 단순 합병할 경우, 현대미포조선 주주에게는 불확실한 시황 하에서 또 하나의 조선업체가 추가될 뿐만 아니라 합병에 반대하는 주주들에게 반대매수 청구권에 상응하는 자금 유출의 리스크를 안게 된다. LNGC, 초대형컨테이너선 및 VLCC 등 대형선박 건조가 중심인 현대삼호중공업과 5만톤급 MR Tanker, CT, LPGC, Feeder 컨테이너선 등 중형선을 건조하는 현대미포조선이 단순 합병하면 사업 시너지 효과는 기대하기 어렵다. 전라남도 영암에 위치한 현대삼호중공업 Yard와 울산에 위치한 현대미포조선 Yard의 물리적, 화학적 결합도 쉽지 않다.

따라서, 관련 계열사의 주주가치 훼손을 최소화하고 시장 참여자 전반이 합리적인 방안으로 평가할 수 있는 방법은 <그림 14>와 같이 현대삼호중공업의 인적분할과 이후 삼호투자회사와 현대미포조선과의 합병이라고 판단한다. 현대삼호중공업은 2017년 7월에 지분 15.15%를 Pre-IPO하여 4천억원의 유동성을 확보했고, 이는 시장에서 평가한 기업가치가 2.64조원 수준임을 의미한다. 만약, 현대삼호중공업을 현대미포조선 지분 42.34%를 보유한 삼호중공업투자회사(A)와 조선사업을 영위하는 사업회사(B)로 인적분할을 한다면, 자산/부채배분을 고려해도 분할 비율은 명확하게 산정될 수 있다.

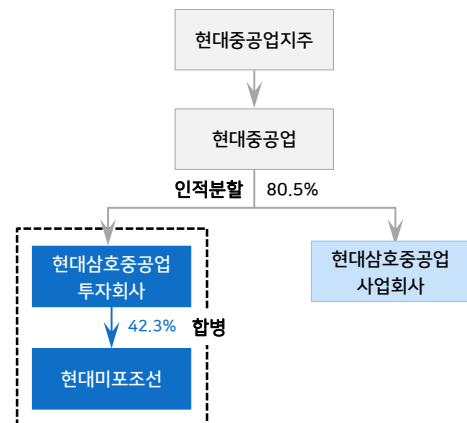
분할 이후 현대삼호중공업투자회사(A)와 현대미포조선을 합병한다면, 현대미포조선 주주에게는 합병 시너지를 기대하기 어려운 삼호 사업부문(B)의 불확실성이 제거된다. 현대미포조선의 우량한 사업경쟁력과 재무구조가 유지된다는 점에서 긍정적인 방안이라고 판단한다. 현대중공업 주주 입장에서는 현대미포조선 지분과 현대삼호중공업사업회사(B)의 지분을 보유하게 되며, 현대미포조선은 기존주주와 현대삼호중공업이던 주주명부가 기존주주와 현대중공업으로 변경되는 셈이다.

그림13 현대중공업지주의 현대미포조선 지분매입, 가능성 낮음



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 Meritz Scenario - 삼호의 인적분할 이후 미포와의 합병



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대삼호중공업의 Pre-IPO로  
기업가치의 시장평가 완료, 절차  
상의 걸림돌은 없다고 판단

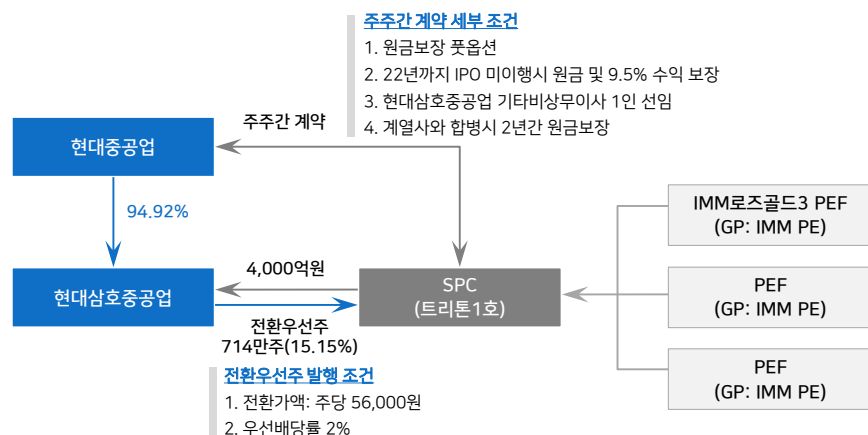
2017년 7월 현대중공업은 재무구조 개선을 위해, 현대삼호중공업의 상장 전 투자 유치(Pre-IPO)를 통해 4천억원을 조달했다. 초기 조달 목표는 3천억원이었으나 조선 경기가 바닥을 지났다는 심리가 시장에 확대되면서, 수요가 증가해 조달규모가 4천억원으로 증가했다. 전환상환우선주를 714만주 발행하여 IMM PE가 인수하는 구조로, 현대삼호중공업에 대한 현대중공업의 지분율은 94.9%에서 80.5%로 낮아졌다(IMM PE 지분율 15.15%).

현대중공업과 SPC 주주간 계약에는 위험 회피 보장(Downside Protection) 조항이 담겨 있다. 계약 세부조건에는 투자를 받고 2~3년 안에 상장 작업을 착수해야 하며, 2022년까지 상장되지 않으면 '투자원금+9.5%'의 수익을 보장하는 조건이 포함되어 있다. 또한 IPO 이외에 상장계열사인 현대중공업 또는 현대미포조선과 합병할 경우 2년간 원금을 보장하기로 약정되어 있다.

따라서, 현대삼호중공업이 2022년까지 IPO를 하지 않고, 인적분할 이후 현대미포조선과 부분합병을 진행하더라도 계약 상의 걸림돌은 없다고 판단한다. 현대삼호중공업 지분구성은 현대중공업 80.54%, 트리톤1호유한회사(IMM PE) 15.15%, 우리사주조합 1.38%, 소액주주 2.93%로 되어 있다. 당사 시나리오처럼 현대삼호중공업이 인적분할을 결정함에 있어서도 절차상의 문제점은 없다.

현대삼호중공업의 인적분할과 현대미포조선과의 부분합병이 진행된다면, 현대중공업과 현대미포조선 주주 모두에게 리스크가 해소될 전망이다. 현대중공업지주는 현대오일뱅크 IPO로 유입될 유동성을 기말배당에 투입함으로써 주주가치 제고라는 기업의 사회적 책임에도 부합할 수 있다.

그림15 현대삼호중공업 Pre-IPO 개요



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대중공업지주의 예상 ROE 18E 9.2%, 19E 10.5%, 현재 주가는 PBR 0.45 배 수준의 절대 저평가

38~49 만원의 주가흐름을 적정 Band 로 제시

### 3) 성장동력: 친환경+로봇사업+오일뱅크, 이를 배제해도 Valuation 低평가 구간

2017년 4월 분할 이후 지배구조의 개편 과정은 이제 마무리만 남았다. 지배구조 개편의 불확실성이 해소되고 비정유부문의 성장성과 현대글로벌서비스의 친환경부문 잠재력이 가시화된다면, 현대중공업지주는 극단적인 저평가구간에서 벗어날 수 있다. 2018년 현대중공업지주의 예상 영업이익 1조 4,362억원, 당기순이익 9,760억원을 반영한 자본총계는 11조 2,430억원으로 추정된다.

2018년 BPS는 자본총계 기준 690,324원, 지배주주 기준 506,620원, ROE는 9.2%로 전망한다. 적정 PBR 산정을 위한  $(ROE-g)/(COE-g)$ 의 2018~19년 값은 1.5~1.7이다( $\beta=0.89$ ,  $g=2.0\%$  기준). 지주사에 대한 할인율을 50%로 가정하면, 현대중공업지주의 적정주가는 375,000~490,000원 밴드로 전망한다. 현대오일뱅크(지분율 91.13%)의 지분가치가 2.95조원만 반영되었음을 감안하면, 현대오일뱅크 IPO가 구체화되면서 Valuation 매력은 충분히 부각될 수 있다.

표3 현대중공업지주 Valuation Table

(십억원, 원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Total Assets</b>	<b>21,210.1</b>	<b>22,140.6</b>	<b>23,608.9</b>	<b>24,617.4</b>
Net Assets	10,225.9	11,243.0	12,438.3	13,751.1
<b>Total Sales</b>	<b>18,700.0</b>	<b>28,235.0</b>	<b>32,462.2</b>	<b>34,092.0</b>
매출원가율(%)	89.1%	90.8%	90.4%	90.1%
COGS	16,662.4	25,633.4	29,333.5	30,707.2
<b>Operating Profit</b>	<b>1,303.6</b>	<b>1,436.2</b>	<b>1,736.1</b>	<b>1,906.7</b>
Non-operating Profit	307.2	(152.1)	(131.5)	(100.7)
<b>Net Profit</b>	<b>1,352.6</b>	<b>976.0</b>	<b>1,227.5</b>	<b>1,381.7</b>
OPM(%)	7.0	5.1	5.3	5.6
Net Margin(%)	7.2	3.5	3.8	4.1
(십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>COE(%)</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.8</b>
Rf(%)	1.5	1.5	1.5	1.5
Risk Premium(%)	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta(52weeks)	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>ROE(%)</b>	<b>12.5</b>	<b>9.2</b>	<b>10.5</b>	<b>10.6</b>
Net Margin(%)	7.2	3.5	3.8	4.1
Asset Turnover	0.9	1.3	1.4	1.4
Leverage	2.1	2.0	1.9	1.8
<b>BPS(원) - 자본총계 기준 (A)</b>	<b>627,873</b>	<b>690,324</b>	<b>763,712</b>	<b>844,318</b>
<b>BPS(원) - 지배주주지분 기준 (B)</b>	<b>459,750</b>	<b>506,620</b>	<b>560,412</b>	<b>618,962</b>
$(ROE-g)/(COE-g)$ (C)	2.2	1.5	1.7	1.8
Fair Value(원) - $(A) \times (C) \times 50\%$	677,837	511,868	666,971	754,112
<b>Target Price(원) - 지배주주 기준</b>	<b>496,335</b>	<b>375,653</b>	<b>489,424</b>	<b>552,832</b>
<b>(B) x (C) X 50% - Fair Value 대비 50% 할인적용</b>				

주1: ROE는 Dupont Analysis 적용, Beta는 52주 기준 0.89 적용, 영구성장률 2.0% 적용 기준

주2: Net Assets = Paid-in Capital + Capital Surplus + Capital Adjustment + Retained Earnings

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표4 현대중공업지주 사업부문별 실적 추정

(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>1-1) 로보틱스(별도)</b>					
합산 매출액	254.7	542.5	605.3	753.0	838.6
합산 영업이익	13.5	290.6	332.7	447.7	519.6
<b>1-2) 현대중공업(지분법)</b>					
당기순이익	0.0	(374.1)	(239.9)	140.4	369.9
지분법	0.0	(163.0)	(65.2)	38.9	102.6
<b>2) 정유부문(연결)</b>					
합산매출액	11,885.3	16,376.2	22,303.5	25,999.8	27,228.0
영업이익	965.7	1,260.5	1,211.1	1,245.0	1,276.6
합산 영업이익률(%)	8.1%	7.7%	5.4%	4.8%	4.7%
A) 현대오일뱅크 매출액	11,783.5	14,005.0	19,638.7	23,101.7	24,130.6
A) 현대오일뱅크 영업이익	459.7	848.5	1,054.7	1,094.9	1,123.7
A) 현대오일뱅크 OPM(%)	3.9%	6.1%	5.4%	4.7%	4.7%
B) 현대케미칼 매출액	570.9	3,373.6	4,275.1	4,499.2	4,700.8
B) 현대케미칼 영업이익		267.0	117.1	108.7	111.7
B) 현대케미칼 OPM(%)		7.9%	2.7%	2.4%	2.4%
C) 현대셀베이스오일 매출액	498.9	708.6	796.5	800.4	832.0
C) 현대셀베이스오일 영업이익		123.7	109.2	119.4	121.9
C) 현대셀베이스오일 OPM(%)		17.5%	13.7%	14.9%	14.6%
D) 현대OCI 매출액			139.9	148.6	151.2
D) 현대OCI 영업이익			12.9	16.4	15.9
D) 현대OCI OPM(%)			9.3%	11.0%	10.5%
<b>3) 현대일렉트릭(연결)</b>					
매출액		1,908.2	1,979.7	2,146.0	2,256.7
영업이익		105.8	-8.2	83.6	114.9
법인세차감전순이익		37.8	5.6	74.9	114.4
당기순이익		26.0	4.2	57.3	87.5
<b>4) 현대건설기계(연결)</b>					
매출액		2,531.1	3,374.7	3,420.3	3,454.8
영업이익		137.8	235.0	241.2	242.6
법인세차감전순이익		102.2	217.4	222.5	228.1
당기순이익		71.9	166.3	170.2	174.5
<b>5) 현대글로벌서비스(연결)</b>					
매출액		238.1	417.8	590.7	767.9
영업이익		60.1	95.5	142.6	183.4
영업이익률(%)		25.3%	22.9%	24.1%	23.9%
<b>TOTAL</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
매출액	12,163.0	18,700.0	28,235.0	32,462.2	34,092.0
매출원가	10,595.8	16,662.5	25,633.4	29,333.5	30,707.2
판관비	513.1	734.0	1,165.3	1,392.6	1,478.0
영업이익	964.7	1,303.6	1,436.2	1,736.1	1,906.7
법인세차감전순이익	884.0	1,649.3	1,284.2	1,604.6	1,806.1
당기순이익	625.4	1,356.8	976.0	1,227.5	1,381.7

주: 현대셀베이스오일은 2018년부터 연결에서 제외 기준 / 자료: 메리츠증권리서치센터 추정

## 확인될 성장동력: 1) 현대글로벌서비스(친환경), 2) 로보틱스, 3) 현대오일뱅크

현대글로벌서비스는 박용부품, 기술서비스, 육상발전, 보증대행이 주요 사업, 17년 OPM 25.3%, 친환경부문은 하반기 본격 반영

### 1-1) 현대글로벌서비스, 선박 환경규제 시행의 최대 수혜

현대중공업지주가 100% 출자한 현대글로벌서비스(장부가치 1,253억원)는 2016년 12월에 출범한 신설법인이다. 현대중공업의 조선, 엔진기계, 전기전자사업부에서 서비스 사업을 영위한 후, 선박용 및 육상 발전의 서비스 사업을 주 영업목적으로 출범했다. 사업부문은 기술서비스, 부품서비스, 보증서비스, 육상발전서비스이며 편의상 박용부품, 육상발전, 보증대행, 기술서비스(병커링 포함)로 구분한다.

1) 기술서비스: 선박의 성능개선 및 에너지 효율을 향상하는 서비스, 환경규제 Rule 변경에 따른 Solution 제공, 구조강도해석과 모형시험 등 기술 지원, 현대중공업 조선·엔진사업부와 전기전자부문의 유지보수, 선박의 경제운항솔루션을 제공하는 Online Prime 등이 주 업무이다.

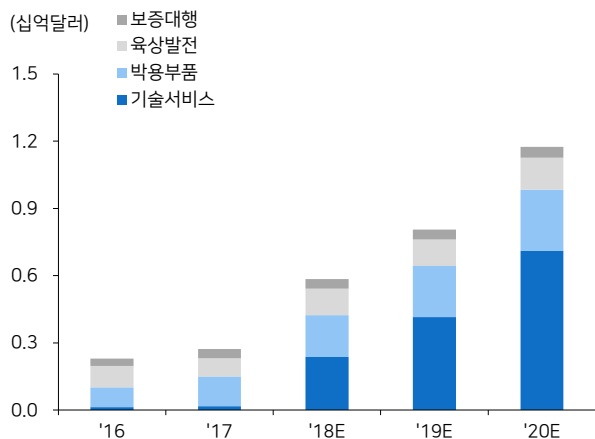
2) 부품서비스(박용부품): 2/4-Stroke 엔진, Turbo-charger, Propeller 및 Shaft, Pump 등 엔진과 기자재, 전기전자, 환경기계와 관련된 부품을 공급한다.

3) 보증서비스(보증대행): 현대중공업그룹이 건조한 선박에 대한 보증서비스를 제공하고 Lifetime Service를 통해 그룹 이외의 선박에 대한 비중을 확대한다.

4) 육상발전서비스: 현대중공업 엔진사업부문이 전세계 44개국 이상에 공급한 발전소의 원활한 운영을 위한 부품조달, 기술지원 및 O&M Service를 제공한다.

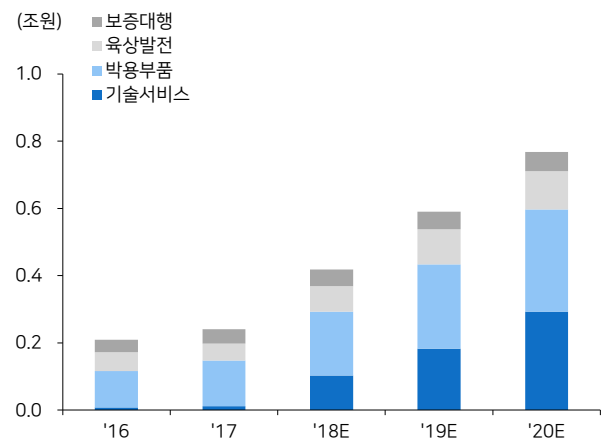
2017년 현대글로벌서비스의 별도 매출액은 2,381억원, 영업이익 601억원, 영업이익률 25.3%로 추정된다. 친환경부문이 개화되기 전으로 전체 매출에서 박용부품의 비중이 57.1%로 절대적이다. 선박의 환경규제 시기가 다가오면서 기술서비스부문의 매출 증가가 기대되며, 이 부분이 글로벌서비스의 성장동력으로 보인다.

그림16 현대글로벌서비스의 사업부별 신규 수주액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림17 현대글로벌서비스의 사업부별 매출액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

'계약-건조-보증-운항관리-정비-수리-Retrofit-폐선'의 Lifetime 서비스 제공 가능한 유일한 업체

현대중공업그룹은 전세계에서 운항중인 선박의 14%를 건조하였으며, 전체 Main Engine의 24%를 공급해왔다. Total Solution Provider를 표방한 현대글로벌서비스(HGS)의 사업 목표에 맞게, 선박의 계약-건조-인도의 기존 조선 사업영역에 추가하여 보증-운항-정비-수리-Retrofit-Scrap의 생애주기를 관리할 수 있는 역량이 있다. 국내외 타 조선업체와 비교 시 엔진, 프로펠러 등 축·구동체계의 일괄제작이 가능한 유일한 조선업체라는 점에서 성장 잠재력은 분명히 존재한다.

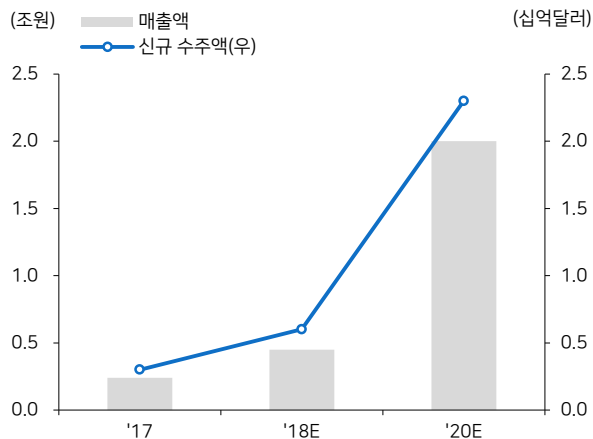
2020년 이후 연매출 2조원이라는 담대한 목표를 설정했지만, 2분기까지는 목표달성 여부를 확인하기엔 어려운 현실이다. 당사는 현대글로벌서비스의 2018년 매출액을 4,178억원(+75.5% YoY), 영업이익은 955억원(+58.8% YoY)을 예상한다.

표5 현대글로벌서비스(HGS)의 사업부문별 실적 전망

(십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>238.1</b>	<b>417.8</b>	<b>590.7</b>	<b>767.9</b>
1) 박용부품	136.0	189.9	251.0	303.8
2) 육상발전	46.9	76.0	103.9	114.5
3) 보증대행	44.1	49.4	53.1	56.9
4) 기술서비스+병커링	11.1	102.5	182.8	292.8
<b>영업이익</b>	<b>60.1</b>	<b>95.5</b>	<b>142.6</b>	<b>183.4</b>
1) 박용부품	50.0	57.4	75.3	91.1
2) 육상발전	6.8	18.6	25.4	28.1
3) 보증대행	2.2	4.3	5.3	5.7
4) 기술서비스+병커링	1.1	15.2	36.6	58.6
<b>영업이익률(%)</b>	<b>25.3%</b>	<b>22.9%</b>	<b>24.1%</b>	<b>23.9%</b>
1) 박용부품(%)	36.8%	30.2%	30.0%	30.0%
2) 육상발전(%)	14.6%	24.5%	24.5%	24.5%
3) 보증대행(%)	5.0%	8.7%	10.0%	10.0%
4) 기술서비스+병커링(%)	10.0%	14.9%	20.0%	20.0%

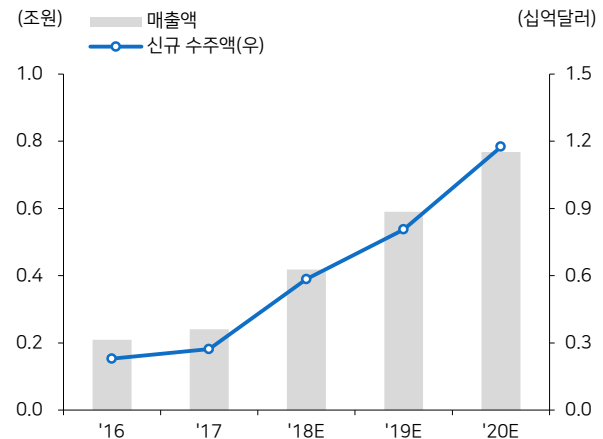
주: 2017년은 별도기준 추정 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림18 현대글로벌서비스의 사업목표



자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 현대글로벌서비스의 매출액, 신규 수주액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정



### 1-2) 현대글로벌서비스, 2019년 매출액 5,907억원, 영업이익 1,426억원 전망

17~20년 연평균 47.3%의 매출 성장 전망, 18년 신규 수주액 중 친환경부문 2.37억달러 예상

2020년까지 현대중공업그룹의 선박 인도척수는 3,428척, 중속엔진의 누적생산은 12,464대로 추정한다. 2018년 신규 수주액은 5.8억달러로 예상하며, 부문별로는 박용부품 1.86억달러, 육상발전 1.19억달러, 보증대행 0.42억달러, 기술서비스(친환경) 2.37억달러로 전망한다. 2020년까지 연평균(CAGR) 47.3%의 매출 성장을 전망하며 2019년 매출액 5,907억원, 영업이익 1,426억원을 예상한다.

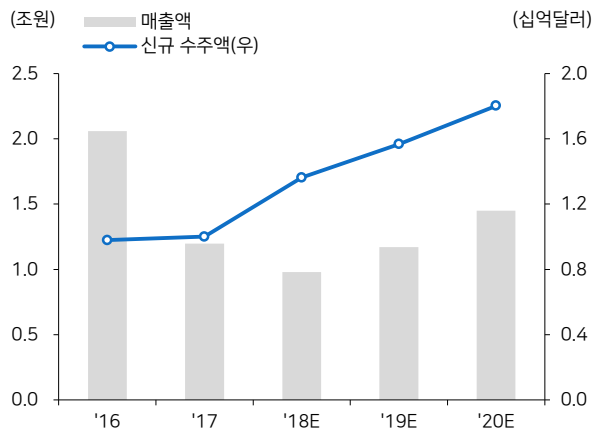
표6 현대글로벌서비스의 연결기준 사업부문별 매출액, 신규 수주액 전망

(척, 백만달러, 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
HHI Group 인도척수	172	171	194	182	143	125	90	96
HHI Group 누적인도	2,427	2,598	2,792	2,974	3,117	3,242	3,332	3,428
Group 조선수주	20,948.0	10,806.0	12,417.0	5,914.0	9,852.0	13,176.0	14,493.6	15,943.0
HHI 엔진수주	2,425.0	1,996.0	1,860.0	979.0	1,001.0	1,363.0	1,567.5	1,802.6
Group 조선매출	17,152.2	16,886.4	16,941.4	14,847.2	10,044.8	9,954.1	10,448.3	11,839.3
HGS 신규 수주액					272.0	584.0	806.2	1,175.6
HGS 매출액					240.3	417.8	590.7	767.9
<b>1) 박용부품</b>								
수주액					131.9	186.0	229.0	273.1
매출액					135.6	189.9	251.0	303.8
<b>2) 육상발전</b>								
수주액					81.0	118.8	117.3	143.0
매출액					50.5	76.0	103.9	114.5
<b>3) 보증대행</b>								
수주액					41.7	42.4	45.3	48.7
매출액					42.7	49.4	53.1	56.9
<b>4) 기술서비스</b>								
수주액					17.5	236.9	414.6	710.8
매출액					11.5	102.5	182.8	292.8

주: 수주 단위는 백만달러, 매출 단위는 십억원

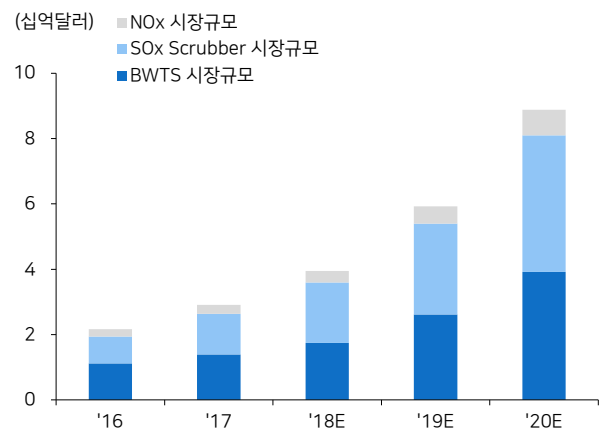
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림20 현대중공업 엔진사업부 매출 및 수주 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림21 친환경 설비 시장규모 추이 및 전망



자료: Visiongain, IMO, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

18년 박용부품 매출 1,899억원,  
육상발전 매출 760억원 추정

현대글로벌서비스의 박용부품 사업부문은 엔진기계·전기전자 장비 Spare Parts와 선체 및 보조기기 기자재 판매, BWTS(Ballast Water Treatment System) 및 SCR(Selective Catalyst Reduction, NOx 규제용) 등의 유지/보수 부품 판매를 주력으로 영위한다. 전세계 BWTS 시장규모는 2016년 11.2억달러에서 2020년 39.2억달러로 추정되며, SOx 및 NOx 관련 시장규모는 2016년 합산 10.5억달러에서 2020년 49.6억달러로 전망된다.

현대글로벌서비스의 시장점유율을 6%로 가정하고 박용부품의 비중을 현대중공업 엔진판매의 10%로 가정하면, 2018년 박용부품 신규 수주는 1.86억달러로 예상된다. 박용부품의 수주분이 2년간 매출에 인식된다는 기준을 가정하면, 2018년 박용부품 매출액을 1,899억원으로 전망한다. 육상발전 부문은 현대중공업 엔진사업부 매출의 12%가 중형/발전엔진이고 2년간 인식된다고 가정 시, 2018년 매출액은 760억원으로 추정한다.

표7 현대글로벌서비스의 박용부품 사업부 매출 및 수주 전망

(십억원, 백만달러, 천, 기)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
HHI 엔진수주	2,425.0	1,996.0	1,860.0	979.0	1,001.0	1,363.0	1,567.5	1,802.6
HHI 엔진매출	2,313.0	2,110.0	2,414.0	2,060.0	1,197.0	980.1	1,170.2	1,450.6
대형엔진 매출	1,804.1	1,666.9	1,907.1	1,462.6	778.1	735.1	877.6	1,087.9
Group 조선수주	20,948.0	10,806.0	12,417.0	5,914.0	9,852.0	13,176.0	14,493.6	15,943.0
HHI Group 인도척수	172	171	194	182	143	125	90	96
HHI Group 누적인도	2,427	2,598	2,792	2,974	3,117	3,242	3,332	3,428
BWTS 신규시장	620.0	744.0	892.8	1,116.0	1,395.0	1,743.8	2,615.6	3,923.4
SOx Scrubber시장			550.0	825.0	1,237.5	1,856.3	2,784.4	4,176.6
NOx 신규시장	124.0	148.8	178.6	223.2	279.0	348.8	523.1	784.7
<b>HGS 친환경 Retrofit 수주</b>	<b>4.5</b>	<b>5.4</b>	<b>9.7</b>	<b>13.0</b>	<b>17.5</b>	<b>236.9</b>	<b>414.6</b>	<b>710.8</b>
힘센엔진 신규 생산	688	684	776	728	572	500	360	384
힘센엔진 누적 생산	8,460	9,144	9,920	10,648	11,220	11,720	12,080	12,464
박용부품 판매	231.3	211.0	241.4	206.0	119.7	98.0	117.0	145.1
<b>HGS 박용부품 수주추정</b>	<b>58.3</b>	<b>69.1</b>	<b>77.4</b>	<b>87.7</b>	<b>131.9</b>	<b>186.0</b>	<b>229.0</b>	<b>273.1</b>
<b>HGS 박용부품 매출추정</b>	<b>59.8</b>	<b>75.2</b>	<b>91.5</b>	<b>108.2</b>	<b>135.6</b>	<b>189.9</b>	<b>251.0</b>	<b>303.8</b>

주: 수주 단위는 백만달러, 매출 단위는 십억원 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표8 현대글로벌서비스의 육상발전 사업부 매출 및 수주 전망

(십억원, 백만달러, 기)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
HHI 엔진수주	2,425.0	1,996.0	1,860.0	979.0	1,001.0	1,363.0	1,567.5	1,802.6
HHI 엔진매출	2,313.0	2,110.0	2,414.0	2,060.0	1,197.0	980.1	1,170.2	1,450.6
육상발전플랜트 수주	4,285.0	6.0	5.0	1.0	-	-	-	-
육상발전플랜트 인도	1,720.4	1,076.2	1,886.4	3,010.5	2,988.9	1,610.2	4.4	2.2
중형/발전엔진 매출	300.7	253.2	289.7	288.4	143.6	117.6	140.4	174.1
<b>HGS 육상발전 수주추정</b>	<b>125.1</b>	<b>101.5</b>	<b>92.4</b>	<b>95.9</b>	<b>81.0</b>	<b>118.8</b>	<b>117.3</b>	<b>143.0</b>
<b>HGS 육상발전 매출추정</b>	<b>69.2</b>	<b>60.5</b>	<b>54.8</b>	<b>56.0</b>	<b>50.5</b>	<b>76.0</b>	<b>103.9</b>	<b>114.5</b>

주: 수주 단위는 백만달러, 매출 단위는 십억원 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

18년 보증대행 매출 494억원,  
기술서비스 매출 1,025억원 추정

보증대행은 그룹이 건조한 선박의 Warranty, Feedback, Lifetime Service를 유무상으로 제공하는 사업부문이다. 이에 그룹 조선부문 매출액의 인도척수 당 평균 건조단가를 기준으로 인도 후 5년부터 누적인도척수에 비례하여 매출액의 0.03%를 적용, 사업부문의 매출액을 추정하였다. 2018년 보증대행 부문의 매출액은 494억원으로 예상한다.

잠재력이 가장 높은 기술서비스부문은 환경규제 강화와 관련한 Total Solution, 성능개선 및 효율 향상 서비스, 정기·긴급 유지보수, 기술지원을 영위한다. 선박의 건조부터 폐선까지의 Lifetime을 관리하는 사업부문의 특성상, No.1 조선그룹의 경쟁력을 기반으로 친환경 Retrofit 부문의 수주점유율을 2018년 6%에서 매년 1%p 증가한다고 가정했다. 친환경 수주분은 향후 5년간 균등 배분하여 인식하고 정기보수는 5년마다 적용됨을 가정, 조선/전기전자부문은 5년전 해당 매출액의 0.5%, 엔진/기타는 5년전의 2.0%를 기술서비스부문 매출로 반영했다. 그룹이 제작하지 않는 기자재 53% 중 10%를 2019년부터 추가됨을 가정, 기술서비스부문의 매출액은 2018년 1,025억원에서 2020년 2,928억원으로 증가할 전망이다.

표9 현대글로벌서비스의 보증대행 사업부 매출 및 수주 전망

(십억원, 백만달러, 척)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
HHI 엔진수주	2,425.0	1,996.0	1,860.0	979.0	1,001.0	1,363.0	1,567.5	1,802.6
HHI 엔진매출	2,313.0	2,110.0	2,414.0	2,060.0	1,197.0	980.1	1,170.2	1,450.6
Group 조선수주	20,948.0	10,806.0	12,417.0	5,914.0	9,852.0	13,176.0	14,493.6	15,943.0
Group 조선매출	17,152.2	16,886.4	16,941.4	14,847.2	10,044.8	9,954.1	10,448.3	11,839.3
HHI Group 누적인도	2,427	2,598	2,792	2,974	3,117	3,242	3,332	3,428
HGS 보증대행 수주추정	26.1	28.6	29.6	32.5	41.7	42.4	45.3	48.7
HGS 보증대행 매출추정	25.4	29.3	33.0	36.9	42.7	49.4	53.1	56.9

주: 수주 단위는 백만달러, 매출 단위는 십억원 / 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표10 현대글로벌서비스의 기술서비스 사업부 매출 및 수주 전망

(십억원, 백만달러, 척)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
HHI Group 인도척수	172	171	194	182	143	125	90	96
HHI Group 누적인도	2,427	2,598	2,792	2,974	3,117	3,242	3,332	3,428
HHI Group 조선수주	20,948.0	10,806.0	12,417.0	5,914.0	9,852.0	13,176.0	14,493.6	15,943.0
BWTS 신규시장	620.0	744.0	892.8	1,116.0	1,395.0	1,743.8	2,615.6	3,923.4
SOx Scrubber시장			550.0	825.0	1,237.5	1,856.3	2,784.4	4,176.6
NOx 신규시장(+a)	124.0	148.8	178.6	223.2	279.0	348.8	523.1	784.7
HGS 친환경 Retrofit 수주추정	4.5	5.4	9.7	13.0	17.5	236.9	414.6	710.8
친환경 Retrofit 매출	0.0	0.9	2.0	3.9	6.5	10.0	56.5	138.3
유상 A/S 매출(백만달러) - 조선/전기전자	40.2	45.9	51.0	57.5	63.6	68.4	73.2	78.7
유상 A/S 매출(백만달러) - 엔진/기타	21.6	24.1	26.4	29.4	32.1	34.3	41.3	50.0
D/T(Digital Transformation) 신사업(백만달러)					0.0	0.0	20.0	35.0
기타 서비스(백만달러)					0.0	0.0	10.0	20.0
HGS 기술서비스 합산 매출추정	3.5	4.7	5.6	7.6	11.5	102.5	182.8	292.8

주: 수주 단위는 백만달러, 매출 단위는 십억원 / 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

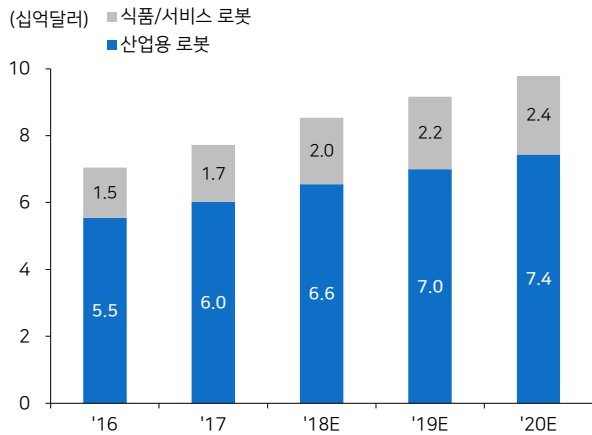
산업용 로봇과 LCD 용 로봇이 캐시카우, 제후를 통한 서비스 로봇시장 진입은 긍정적 결정, 18년 매출액 2,926억원 전망

## 2) 로봇사업, 2018년 매출액 2,926억원, 2019년 3,264억원 예상

글로벌서비스가 조선 경쟁력에 힘입은 성장동력이라면, 로보틱스의 로봇부문은 그룹 외부에서 사업기회를 발굴할 수 있는 독립적 성장동력이다. 주력인 산업용·LCD용 로봇이 Cash-cow이지만, 자동차와 LCD업계의 투자 변화에 따라 부침이 발생할 수밖에 없다. 다관절 로봇과 같은 High-end화를 단기간에 기대하기는 어렵지만, 로봇의 Package 시스템화를 통한 수익성 확보는 충분히 접근 가능하다. 생산 자동화와 Smart Factory 구축을 통해 원가 절감을 지속하고, KUKA와 제휴하여 서비스 로봇시장에 진입할 계획을 설정한 점은 긍정적인 방향으로 판단된다.

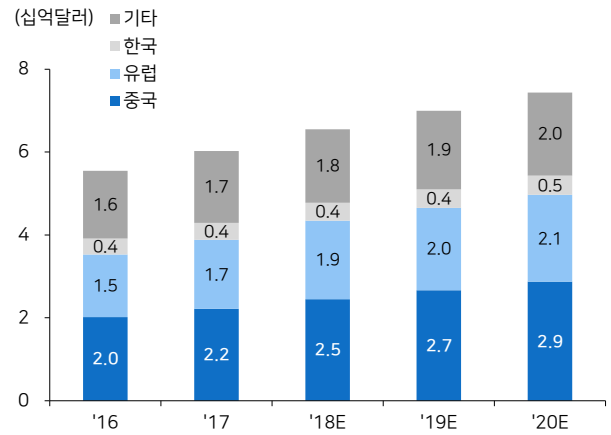
현대로보틱스의 산업용 로봇 내수 점유율은 60%이며 2019년 서비스 로봇 시장에 신규 진입함을 가정하면(점유율 20% 가정), 로봇부문 매출은 2018년 2,926억원에서 2019년 3,264억원(+11.6% YoY)으로 성장이 예상된다.

그림22 글로벌 산업용 및 식품/서비스 로봇 시장규모 추이



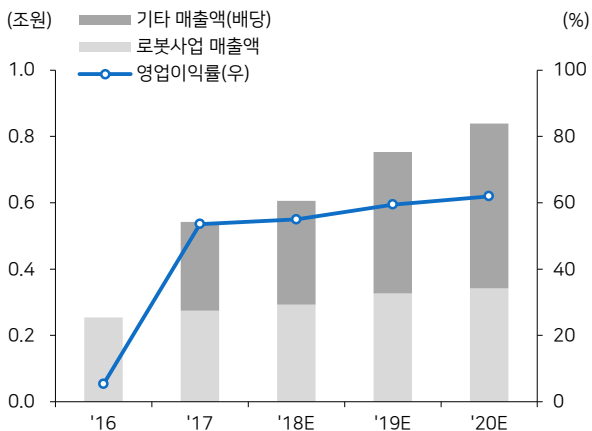
자료: 후지경제보고서, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림23 국가별 산업용 로봇 시장규모 추이



자료: 후지경제보고서, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림24 로보틱스 사업부 별도 기준 매출액 및 영업이익률 추이

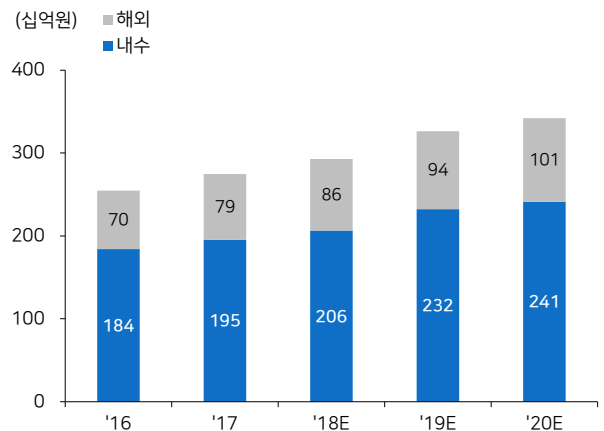


주1: 기타 매출액은 자회사 현대오일뱅크의 배당금

주2: 현대오일뱅크 지분은 구주매출 16%를 가정한 75%, 배당성향 60% 가정

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림25 로보틱스 사업부 별도 기준 내수 및 해외 매출액 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

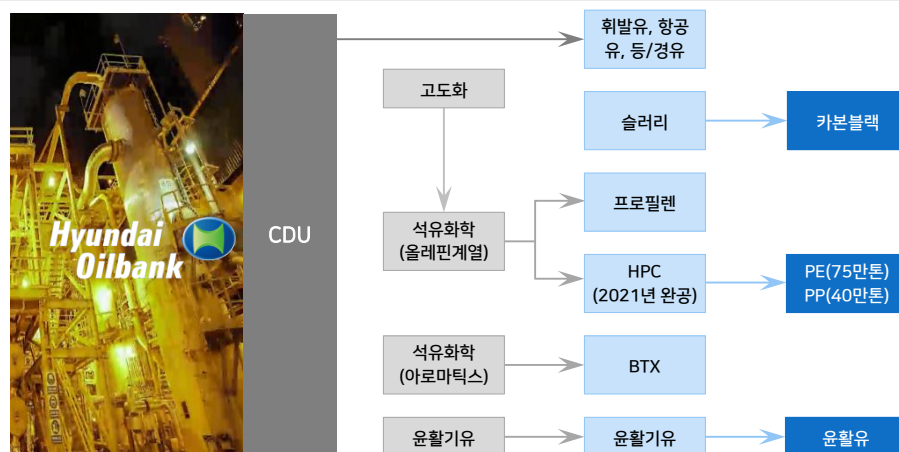
7월 11일 현대오일뱅크의 상장 예비심사 청구 완료, 연내 상장은 예정대로 진행될 전망

### 3-1) 현대오일뱅크, IPO 를 통한 기업가치 재확인 기대

현대중공업지주는 그룹 경영 정상화의 마무리 단계이자 지배구조 개편의 과정으로 현대오일뱅크의 IPO를 계획해 왔다. 그러나, 윤활유·윤활기유를 생산하는 SK루브리컨츠가 상장을 철회, 현대오일뱅크 상장에 대한 우려가 부각되었다. 현대오일뱅크는 심사 과정에서의 불확실성을 해소하기 위해 연결중속회사였던 현대셀베이스 오일(지분율 60%)을 공동지배회사로 변경, 지분법대상으로 재분류하면서 7월 11일 상장예비심사 청구를 완료했다. 연내 상장은 무리 없이 진행될 전망이다.

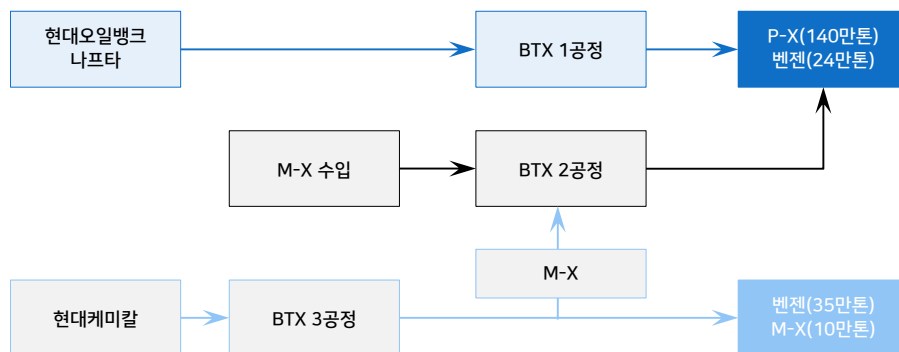
현대오일뱅크는 단순원유정제능력(CDU) 기준으로 국내 4위의 정유사이며, 수직 계열화를 통해 안정적인 원료 공급과 제품 판매처 확보를 달성했다. 경쟁사 대비 원유 정제능력은 상대적으로 낮지만, 국내 최고 수준의 고도화설비 능력을 갖춰 높은 수익성을 유지하고 있다. 고도화설비를 통해 원유를 1차 정제한 후 병커C유 등 잔사유를 고부가가치 제품으로 재생산해 안정적 수익성을 확보할 수 있다.

그림26 현대오일뱅크 사업 개요 1



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 현대오일뱅크 사업 개요 2



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 3-2) 현대오일뱅크의 경쟁력, 높은 수익성과 배당성향

현대오일뱅크 정제능력은 S-Oil의 90% 수준, 고도화율은 업계 최고 수준인 40.6%

현대케미칼 본격적 실적 반영으로 석유화학부문 수익 성장, 3년 평균 배당성향 47.4%, 17년 배당 성향 73.9%

국내 정유사와 비교할 수 있는 현대오일뱅크의 핵심 경쟁력은 높은 수익성과 주주 친화적인 배당성향으로 요약된다. 국내 정유 4사를 비교했을 때, 현대오일뱅크의 기본 정제능력은 일 52만배럴로 가장 낮은 수준에 속한다. 기본 정제능력은 1위사인 SK이노베이션의 47%, S-Oil의 90% 수준인 반면, 2018년 고도화 비율은 40.6%로 정유사 중 가장 높다.

현대오일뱅크의 2017년 연간 영업이익은 1조 2,605억원으로, 동기간 1조 3,733억원의 영업이익을 기록한 S-Oil과 비슷한 수준이다. 매출액은 현대오일뱅크가 16조 3,762억원, S-Oil은 20조 8,914억원으로 수익성 측면에서 현대오일뱅크가 충분한 경쟁력을 보유하고 있음을 확인할 수 있다. 특히 현대케미칼의 실적이 2017년 온기로 반영되면서 석유화학부문의 수익(영업이익 3,824억원)도 경쟁사 S-Oil과 동등한 수준으로 성장했다.

2015~17년 3년간 현대오일뱅크의 평균 배당성향은 47.4%로 S-Oil의 동기간 평균 배당성향 54.8%에 육박했다. 2017년 지배주주지분 순이익 8,618억원 중 6,372억원을 배당, 배당성향은 73.9%로 경쟁사의 배당성향 대비 훨씬 높은 수준이다. 현대중공업지주는 수익을 창출한 자회사는 주주에게 배당으로 환원하는 것을 원칙으로 삼고 있어, 현대오일뱅크가 상장을 하더라도 주주친화적인 배당성향은 유지할 전망이다. 높은 EBITDA 창출능력은 미래의 배당으로 이어질 개연성이 충분하다.

표11 국내 정유사 생산능력 비교

(만배럴/일, 만톤/년, %)		SK이노베이션	GS칼텍스	S-Oil	현대오일뱅크
정유	기본정제	111.5	77.5	58.0	52.0
	고도화설비	17.2	26.8	22.4	21.1
	고도화비율(%)	15.4	34.6	38.6	40.6
화학	P-X	278.3	135.0	180.0	118.0
윤활유	윤활기유	7.2	2.6	4.1	2.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 국내 정유 3사 2017년 기준 경영실적 및 배당성향 비교

(십억원, %)	현대오일뱅크	SK이노베이션	S-Oil
매출액	16,376.2	46,260.9	20,891.4
영업이익	1,260.5	3,234.4	1,373.3
- 정유	848.5	1,502.1	684.0
- 석유화학	382.4	1,377.2	341.4
- 윤활기유	123.7	504.9	427.9
EBITDA	1,596.8	4,134.4	1,667.4
배당성향(%)	73.9	35.4	55.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

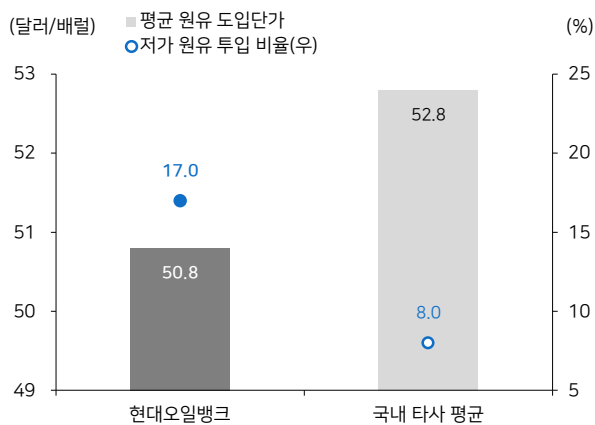
저가 원유 투입 비율이 높아 원가 경쟁력 확보+고도화 비율 확대를 유발

현대오일뱅크의 평균 원유 도입단가는 50.8달러 수준으로 국내 타사 평균 도입단가인 52.8달러 대비 다소 저렴하다. 이는 현대오일뱅크의 저가 원유 투입 비율은 17%에 달하는 반면, 타사 평균은 8% 수준이란 점에서 차이가 발생한다. 상대적으로 저가 원유 투입 비율이 높다는 점이 고도화 비율 확대에 이어졌다.

2012년 현대오일뱅크의 지역별 원유 도입 비중은 중동이 91%로 원유의 대부분을 차지했으나, 2017년 기준 중동 72%, 중남미(멕시코) 14%, 유럽(러시아) 11%로 원유 도입선이 다변화되었다. 상대적으로 저렴한 멕시코, 러시아산 원유의 비중이 증가하면서 평균 원유 도입단가가 낮아졌다.

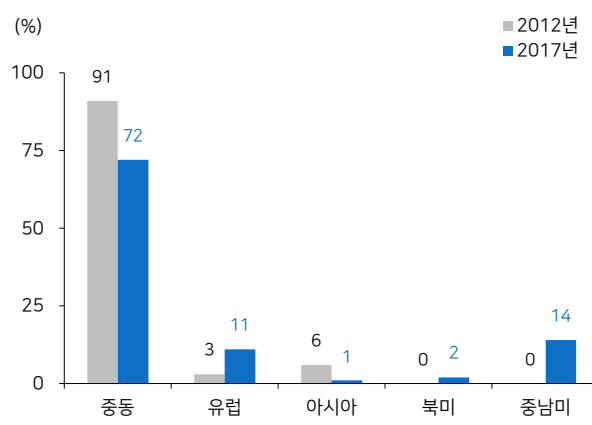
반면 저품질 및 고유황 원유 도입의 확대는 병커C유 생산비중 확대에 이어졌고, 역마진의 병커C유를 재활용하기 위해 현대오일뱅크는 고도화 설비 투자를 늘려왔다. '원유 도입선 다양화 → 평균 원유 도입단가 하락 → 고도화 설비 투자 확대 → 수익성 개선 → 원유 도입선 추가 확대'란 선순환 과정으로 전개된 셈이다.

그림28 평균 원유 도입단가 및 저가 원유 투입 비율 비교



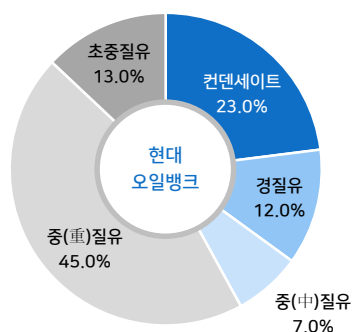
자료: 현대오일뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림29 현대오일뱅크 지역별 원유 도입 비중 추이



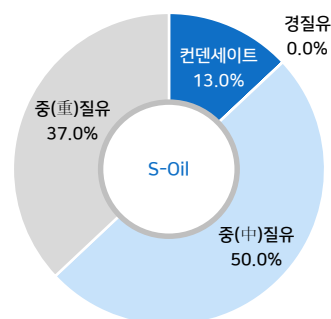
자료: 현대오일뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림30 현대오일뱅크 유종별 도입 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 S-Oil 유종별 도입 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

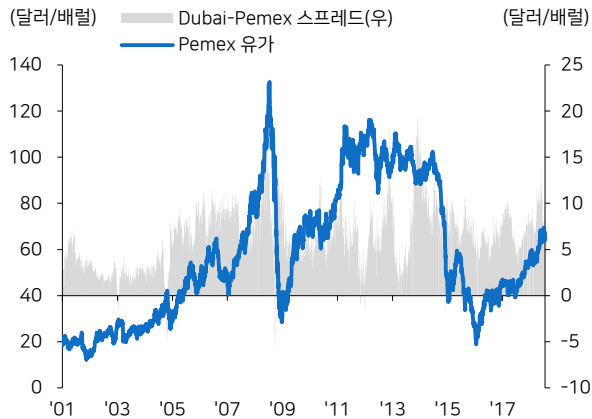


재고평가손익의 변동 폭이 작음,  
하반기 매출액 12.1조원,  
영업이익 6,149억원 전망

현대오일뱅크가 도입하는 멕시코산 Pemex 원유는 7월 19일 기준 Dubai유 대비 배럴당 6.1달러 저렴하다. Dubai유를 주로 사용하는 S-Oil(사우디산 80% 추정) 대비 원가 경쟁력을 확보하고 있다. 반면, 현대오일뱅크의 평균 원유 저장 기간은 15일 정도로 짧아서 타 정유사 대비 재고평가손익의 변동 폭이 작다. 유가 상승기에 경쟁사 대비 수익 개선의 폭이 작아 보이는 이유다.

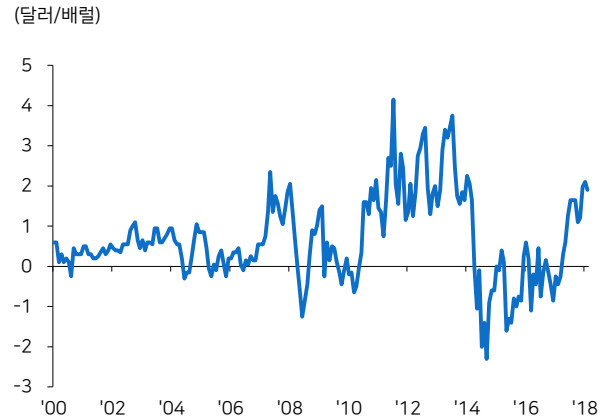
2분기 S-Oil과 SK이노베이션의 재고평가이익이 평균 2,092억원 반영된 반면, 현대오일뱅크는 1분기와 유사한 5.8%의 영업이익률을 기록했다. 2017년 하반기에 정기보수가 시행된 점과 증설효과를 감안하면, 하반기 매출 성장은 확실하다. 하반기 정유부문 합산 매출액 12.09조원, 영업이익 6,149억원을 예상한다.

그림32 Dubai와 Pemex 유가 추이 비교



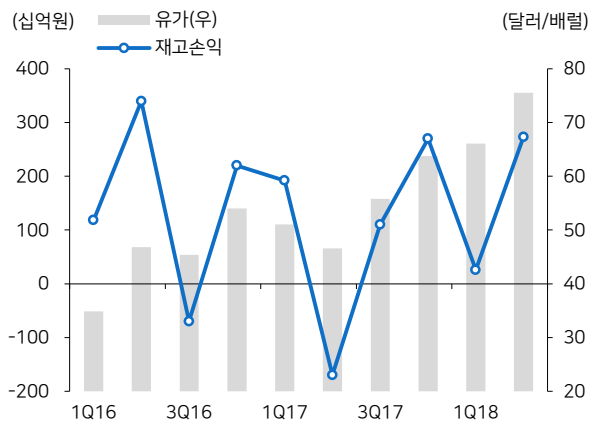
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 OSP Light 가격 추이



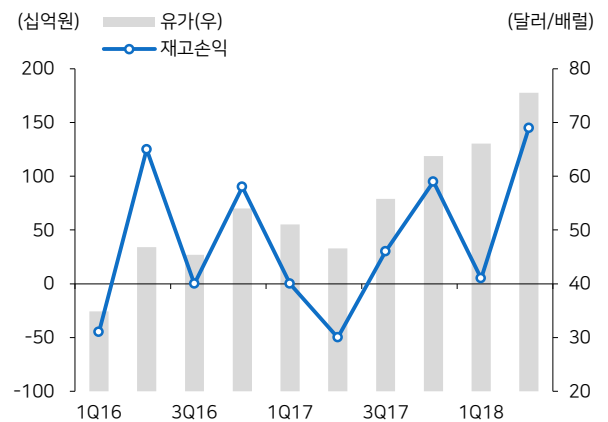
주: OSP Light는 사우디 Aramco가 국내 정유사에 파는 경질유 가격  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 SK이노베이션 재고손익과 유가 추이



주: 유가는 두바이유 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 S-Oil 재고손익과 유가 추이



주: 유가는 두바이유 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Peer Group 18E ROE 12.9%,  
PBR 1.5 배 수준, 배당성향 51%,  
예상 배당수익률 4.4%

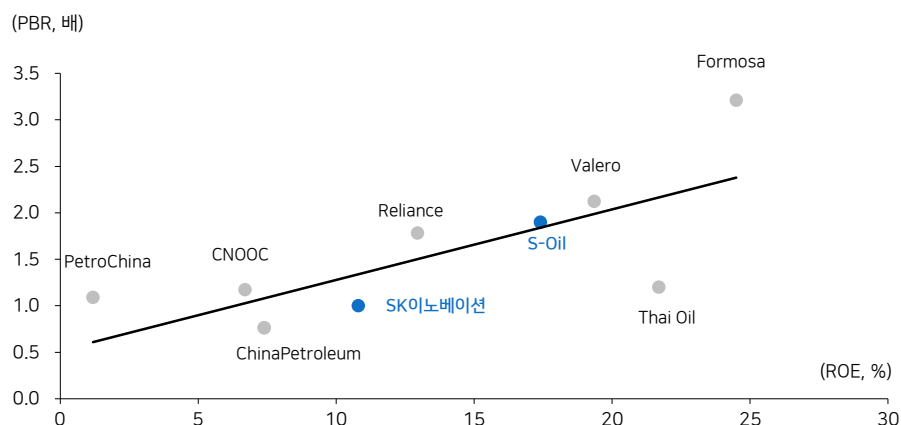
현대오일뱅크 17년 배당성향  
73.9%, ROE 18.2%

Peer 대비 평균 PBR 적용, S-Oil  
대비 20% 할인 적용 시 적정  
시가총액 8~10 조원 예상

국내 경쟁사와 Major를 포함한 16개 Peer Group의 배당성향은 2017년 56.9%, 2018년 예상은 51.2% 수준이다(Bloomberg). Peer Group의 2017년 평균 배당 수익률은 4.1%, 2018년 예상 배당수익률은 4.4% 수준이다. 현대오일뱅크의 발행 주식수는 2억 4,508만주이며 2017년 배당액은 주당 2,600원이다. 단순 계산으로 IPO 후 시가총액이 S-Oil의 80% 수준인 10조원이라고 가정하면, 주당 41,000 원의 주가 수준이 된다. 이는 2017년 배당수익률이 6.3%에 해당되는 수준이다.

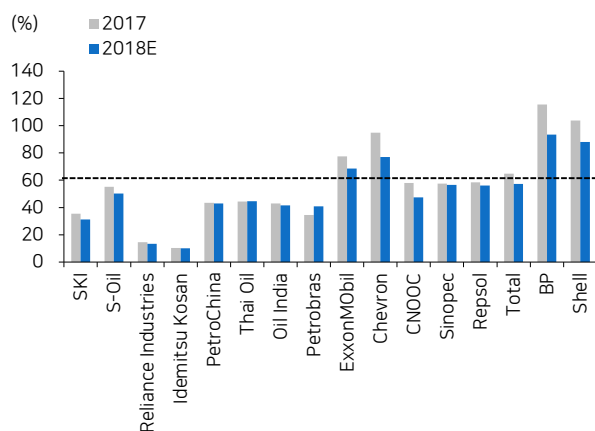
Peer의 2018년 예상 ROE는 평균 12.9%이며, 주가는 평균 PBR 1.5배 수준을 형성하고 있다. 현대오일뱅크의 2017년말 지배지분 기준 자본총계는 4.73조원, ROE는 18.2% 수준이다. 경쟁사 대비 낮은 정제능력과 매출 규모를 고려해도, 2018년 예상 자본총계 5.6조원에 PBR 1.35~1.5배를 적용하면 IPO 시 적정 시가총액은 7.5~8.4조원으로 추정한다. 이는 현대중공업지주의 현대오일뱅크 지분 가치(지분을 91.13%)가 장부가 2.95조원에서 크게 증가함을 의미한다.

그림36 글로벌 정유업체 ROE-PBR 비교



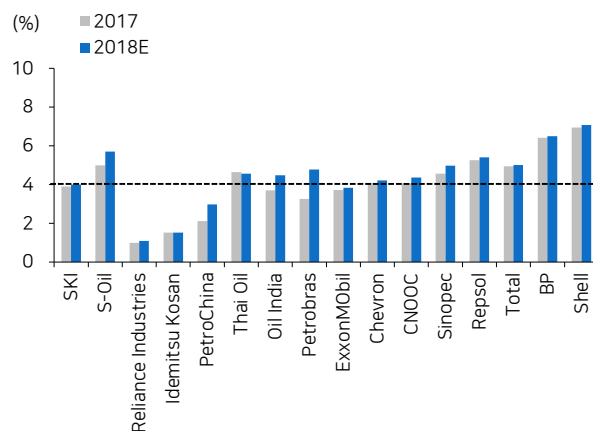
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 글로벌 정유업체 배당성향 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 글로벌 정유업체 배당수익률 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

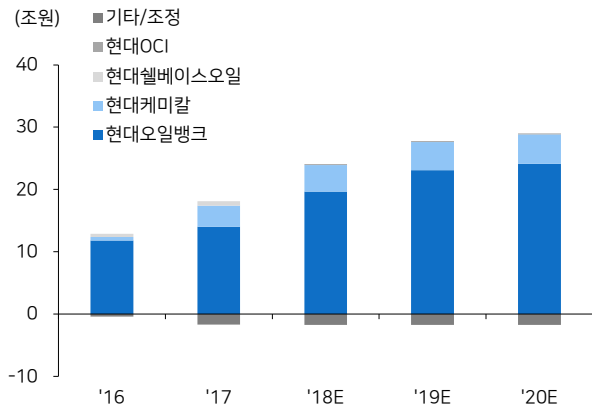
현대중공업지주의 현대오일뱅크 지분 장부가치 2.95 조원에 불과, 현대오일뱅크 IPO로 배당주로서 지주가치 재평가 유력할 것

### 3-3) 현대오일뱅크의 IPO, 현대중공업지주의 배당 확대로 이어질 것

현대중공업지주의 현대오일뱅크 보유 지분율은 91.13%이며, 장부가치는 2.95조 원 수준에 불과하다. 8조원에 현대오일뱅크의 IPO가 진행되고 현대중공업지주의 보유 지분 중 16%의 구주매출을 가정하면, 1.3조원 수준의 유동성 유입이 가능하다. 2분기말 연결 기준 현대중공업지주의 현금 및 현금성자산은 1조 264억원, 별도 기준 순차입금은 2조 629억원이다(지주, 오일뱅크 합산 3조 9,960억원).

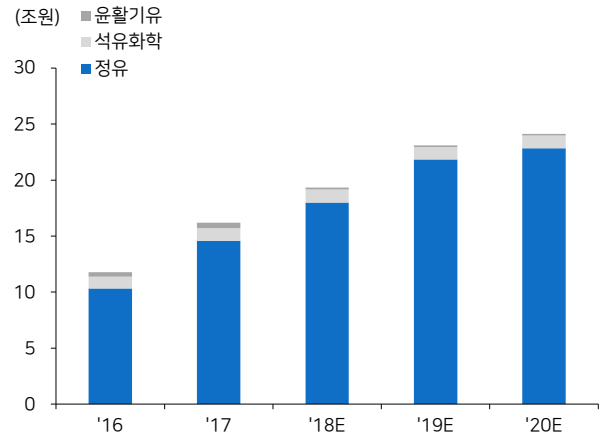
1분기 별도 기준 차입금 중 전단채 3천억원, 유동성사채가 1,500억원 수준으로, 현대오일뱅크 IPO를 통해 유입될 현금의 상당부분이 축적 가능하다. 7월 개최된 IR 행사와 실적 컨퍼런스 콜에서 회사가 언급한 적극적인 배당 정책은 충분히 가능하다고 판단한다. 3분기 중 현대오일뱅크 IPO 시기와 가치 평가가 구체화되면 배당주로서의 현대중공업지주의 가치 재평가로 이어짐은 자명할 전망이다.

그림39 현대오일뱅크 연결 회사별 매출액 추이



주: 현대셀베이스오일은 2018년부터 연결대상 제외, 지분법 편입 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 현대오일뱅크 별도 사업부 매출액 추이



주: 현대셀베이스오일은 2018년부터 연결대상 제외, 지분법 편입 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**현대중공업지주(267250)**

Buy, 적정주가 490,000 원

일회성 이슈로 가려진 2Q 실적,  
쇼크가 아니라 분기 실적의  
저점이 확인된 내용

**YES 라고 외칠 시기**

2분기 연결 매출액 6조 9,354억원(+65.9% YoY), 영업이익 3,413억원(+60.8% YoY), 당기순이익 1,737억원(-54.7% YoY)을 기록했다. 영업이익 컨센서스 5,263억원과 비교하면 외견상으로는 예상치를 크게 하회한 실적이다. 그러나, 1) 지분법 대상인 현대중공업이 공사손실충당금과 퇴직 위로금 관련 일회성 비용을 2,992억원 반영한 점, 2) 변동 폭이 작은 현대오일뱅크의 재고평가손익, 3) 현대셀베이스오일이 지분법 대상으로 분류된 실적임을 감안하면, 당사 예상치 4,150억원에 부합하며 오히려 분기 기준 저점을 확인한 실적으로 판단한다.

일회성 비용으로 가려진 2분기 실적보다 주목해야 할 부분은 지주회사의 행위제한 요건 3가지의 해결방안을 3분기 중에 발표한다는 점이다. 분할 후 호실적에도 기업가치를 높여왔던 지배구조의 불확실성은 3분기 전후로 해소가 기대되며, 주가는 기업가치를 온전히 반영할 전망이다. 조선 계열사 수익성은 2분기가 저점으로 판단되며 현대일렉트릭의 흑자전환과 현대오일뱅크의 증설효과를 감안, 3분기 연결 매출액 7.48조원, 영업이익 3,868억원의 실적을 예상한다. 지배구조 개편의 퍼즐이 모두 맞춰진 이후, 주주친화적인 배당 정책과 유통주식수 증대의 과정이 예정되어 있다. 향후 정유회사가 아닌 'Hybrid 지주회사'로의 재탄생을 기대한다.

**표13 현대중공업지주 2Q18 Review**

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,935.4	4,179.6	65.9	6,290.7	10.2	6,774.6	2.4
영업이익	341.3	212.3	60.8	328.0	4.1	526.3	-35.2
세전이익	271.7	188.6	44.1	292.3	-7.0	549.0	-50.5
지배순이익	297.6	356.6	-68.7	185.9	-39.9	335.8	-11.4

주: 현대셀베이스오일은 지분법 적용 후 수정된 실적

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표14 현대중공업지주의 영업실적 추이 및 전망**

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	4,410.8	4,197.5	4,415.8	5,676.1	6,290.7	6,935.4	7,475.9	7,533.0	7,780.2	8,182.2	8,148.3	8,351.5	18,700.2	28,235.0	32,462.2
영업이익	368.9	251.1	552.2	131.6	328.0	341.3	386.8	380.1	416.8	446.2	438.5	434.6	1,303.7	1,436.2	1,736.1
세전이익	407.3	205.9	944.3	91.9	292.3	271.6	355.4	364.8	396.8	411.3	413.2	383.2	1,649.3	1,284.2	1,604.6
순이익	313.9	395.1	863.4	-215.6	236.0	173.7	279.5	286.7	303.6	314.7	316.1	293.2	1,356.8	976.0	1,227.5
매출액증가율 YoY	67.9	46.4	58.9	45.3	42.6	65.2	69.3	32.7	23.7	18.0	9.0	10.9	53.5	51.0	15.0
QoQ	12.9	-4.8	5.2	28.5	10.8	10.2	7.8	0.8	3.3	5.2	-0.4	2.5			
영업이익증가율 YoY	61.3	-21.4	354.1	-58.8	-11.1	35.9	-29.9	188.9	27.1	30.7	13.4	14.4	31.8	10.2	20.9
QoQ	15.6	-31.9	119.9	-76.2	149.3	4.1	13.3	-1.8	9.7	7.1	-1.7	-0.9			
영업이익률	8.4	6.0	12.5	2.3	5.2	4.9	5.2	5.0	5.4	5.5	5.4	5.2	7.0	5.1	5.3
순이익률	7.1	9.4	19.6	-3.8	3.8	2.5	3.7	3.8	3.9	3.8	3.9	3.5	7.3	3.5	3.8

주: 2017년 실적은 현대셀베이스오일 지분법 적용 전 실적, 2017년 1분기 실적은 분할 전 경영실적을 당시 연결기준으로 소급해 작성

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대중공업지주의 예상 ROE 18E 9.2%, 19E 10.5%, 현재 주가는 PBR 0.45 배 수준의 절대 저평가

적정주가 490,000 원 제시

현대중공업지주의 2018년 예상 영업이익은 1조 4,362억원, 당기순이익은 9,760억원을 예상한다. 이를 반영한 연결 자본총계는 11조 2,430억원으로 추정한다. 2018년 BPS는 자본총계 기준 690,324원, 지배주주 기준 506,620원, ROE는 9.2%로 전망한다. 2018~19년 예상  $(ROE-g)/(COE-g)$ 의 값은 1.5~1.7이다 ( $\beta=0.89$ ,  $g=2.0\%$ ). 내재된 이익 창출능력에 지주회사에 대한 할인율을 50%로 적용하면, 현대중공업지주의 적정주가는 375,000~490,000원 밴드로 예상한다.

SOTP(Sum of the Parts) Valuation을 활용하여 2018년 예상 EBITDA 5배수로 영업가치를 평가하고 현대오일뱅크의 IPO를 통한 추가 현금유입을 배제, 현대중공업 지분 가치를 30% 할인 적용하면 490,000원이 적정주가로 산출된다. 이는 2019년 예상 자본총계 기준 PBR 0.65배, 지배지분 기준 PBR 0.85배 수준이다.

표15 현대중공업지주 Valuation Table – 적정주가 490,000원

(십억원, 원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
COE(%)	6.8	6.8	6.8	6.8
Rf(%)	1.5	1.5	1.5	1.5
Risk Premium(%)	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta(52weeks)	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	12.5	9.2	10.5	10.6
Net Margin(%)	7.2	3.5	3.8	4.1
Asset Turnover	0.9	1.3	1.4	1.4
Leverage	2.1	2.0	1.9	1.8
BPS(원) – 자본총계 기준 (A)	627,873	690,324	763,712	844,318
BPS(원) – 지배주주지분 기준 (B)	459,750	506,620	560,412	618,962
(ROE-g)/(COE-g) (C)	2.2	1.5	1.7	1.8
Fair Value(원) – (A) x (C) x 50%	677,837	511,868	666,971	754,112
Target Price(원) – 지배주주 기준	496,335	375,653	489,424	552,832

(B) x (C) X 50% – Fair Value 대비 50% 할인적용

주1: ROE는 Dupont Analysis 적용, Beta는 52주 기준 0.89 적용, 영구성장률 2.0% 적용 기준

주2: Net Assets = Paid-in Capital + Capital Surplus + Capital Adjustment + Retained Earnings

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표16 현대중공업지주의 SOTP Valuation – 적정주가 490,000원

(십억원, 천주, 원)	구분	금액	비고
1. 본사 영업가치(A)	Total	10,029.1	EBITDA 5배수 적용
	EBITDA	2,005.8	2018년 예상 기준
2. 자회사 가치(B)	현대중공업	1,672.0	7월 20일 종가 기준
3. 순차입금(C)	순차입금	3,996.0	2Q18 로보틱스와 오일뱅크 합산 기준
4-1. Fair Value(D)	(D=A+B-C)	7,705.0	자회사가치 할인 미적용 기준
	주식수(천주)	14,622	(자기주식 166.5만주 제외)
	적정주가	526,959	
4-2. Fair Value(D)	(D=A+B*0.7-C)	7,203.4	자회사가치 30% 할인 적용 기준
	적정주가	492,655	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**현대일렉트릭(267260)**

Buy, 적정주가 84,000 원

조선 계열사의 수주 증가로 4Q 매출 회복 예상, 본격적인 실적 개선은 2019년 전망

**실적 개선의 트리거는 조선부문 수주 회복**

현대일렉트릭은 2분기 매출액 5,075억원(+3.3% YoY), 영업이익 37억원(-87.9% YoY), 당기순이익 233억원(+7.4% YoY)을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환에 성공했다. 영업이익의 턴어라운드는 알라바마 법인 인수와 중동 법인 설립으로 해외법인 연결 매출액이 646억원 증가했고, 지체상금 해소와 국내 물량 증가로 Product Mix가 개선되었기 때문이다. 알라바마 법인의 염가매수 차익 103억원과 외화관련이익이 194억원 반영되면서 세전이익도 턴어라운드 성공했다.

인력효율화를 위한 비용이 80억원 발생했음에도 흑자를 기록했다는 점에서 수익성 저점을 확인할 수 있다. 상반기 조선 계열사 수주가 2017년 연간 수주액의 67%인 1,067억원으로 회복된 점이 긍정적이다. 조선 계열사 수주가 선박용 발전기, 배전반 수주로 이어지는 시차를 고려하면, 4분기부터 매출 회복이 기대된다.

성장 동력인 ICT솔루션에서 반기 영업이익률 4% 수준을 기록한 점도 실적 회복에 고무적인 요소다. 시장 초기에 대형 수주 선점을 위한 공격적인 수주 전략에서 질적 성장을 위한 수익성 추구 전략으로의 선회가 예상된다. 중동·아시아 지역의 회전기기 수주 회복과 ICT솔루션의 성장, 조선용 물량 증가에 따른 본격적인 실적 개선은 2019년으로 예상된다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 Target PBR을 0.8배로 하향하여 84,000원을 제시한다.

**표17 현대일렉트릭 2Q18 Review**

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	507.5	491.2	3.3	430.1	18.0	486.8	4.3
영업이익	3.7	30.6	-87.9	-30.8	흑전	7.9	-53.0
세전이익	27.5	28.6	-3.7	-36.1	흑전	6.2	346.4
지배순이익	23.3	21.7	7.4	-27.6	흑전	6.6	253.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표18 현대일렉트릭의 영업실적 추이 및 전망**

(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		458.7	491.2	469.0	489.4	430.1	507.5	492.7	549.4	498.4	536.6	536.4	574.5	1,908.3	1,979.7	2,146.0
영업이익		43.4	30.6	30.3	1.5	-30.8	3.7	9.5	9.4	17.6	20.2	21.0	24.7	105.8	-8.2	83.5
세전이익		15.4	28.6	29.5	-35.7	-36.1	27.5	7.2	6.9	15.2	17.7	19.2	22.8	37.8	5.6	74.9
순이익		11.7	21.7	22.7	-30.1	-27.6	23.3	4.2	4.3	11.6	13.5	14.7	17.5	26.0	4.2	57.3
매출액증가율	YoY	8.4	9.3	16.2	-5.8	-6.2	3.3	5.0	12.3	15.9	5.7	8.9	4.6	6.3	3.7	8.4
	QoQ	-11.7	7.1	-4.5	4.3	-12.1	18.0	-2.9	11.5	-9.3	7.7	0.0	7.1			
영업이익증가율	YoY	-23.9	1.0	-13.8	-96.8	적전	-87.8	-68.7	536.7	흑전	443.7	121.6	163.6	-37.1	적전	흑전
	QoQ	-5.0	-29.5	-0.9	-95.2	적전	흑전	155.1	-1.4	88.3	14.8	4.0	17.3			
영업이익률		9.5	6.2	6.5	0.3	-7.2	0.7	1.9	1.7	3.5	3.8	3.9	4.3	5.5	-0.4	3.9
순이익률		2.6	4.4	4.8	-6.1	-6.4	4.6	0.9	0.8	2.3	2.5	2.7	3.0	1.4	0.2	2.7

주: 2017년 1분기 실적은 분할 전 경영실적을 당시 연결기준으로 소급해 작성

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

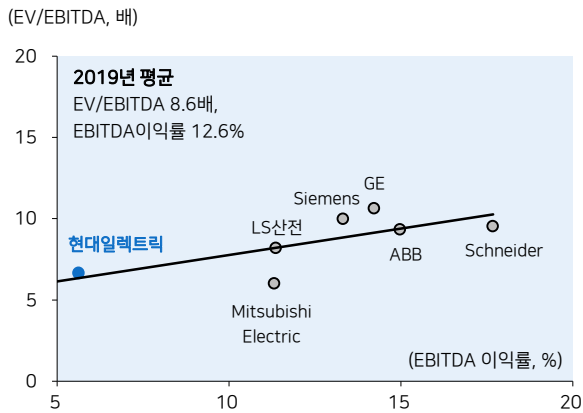
표19 글로벌 전력기기 Peer 업체 Valuation

(배, %)	PER			PBR			ROE			EV/EBITDA			EBITDA 이익률		
	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E
현대일렉트릭	49.9	142.3	10.5	1.1	0.6	0.5	1.4	0.4	5.3	15.3	21.7	6.7	6.5	1.9	5.6
LS산전	17.4	15.3	13.7	2.0	1.8	1.6	11.6	12.7	12.8	8.6	8.6	8.2	10.5	11.5	11.4
ABB	21.6	16.7	14.6	3.5	3.1	2.9	16.4	18.2	20.1	12.4	10.4	9.3	13.2	14.3	15.0
Siemens	14.2	15.8	14.6	2.3	2.2	2.0	16.8	13.9	13.9	11.6	11.1	10.0	13.1	12.5	13.3
GE	13.5	13.9	12.4	2.1	2.7	2.8	-13.3	13.0	11.0	15.0	11.8	10.6	-3.0	13.0	14.2
Schneider	17.3	15.5	14.1	2.1	2.0	1.8	10.7	12.4	13.1	11.2	10.3	9.5	16.2	17.1	17.7
Mitsubishi Electric	12.1	12.3	12.3	1.5	1.5	1.3	12.6	12.5	11.6	7.8	6.3	6.0	9.5	11.1	11.3
업종평균	20.9	33.1	13.2	2.1	2.0	1.9	8.0	11.9	12.5	11.7	11.5	8.6	9.4	11.6	12.6

주: 현대일렉트릭 2017년 실적은 2~4분기 누계 기준

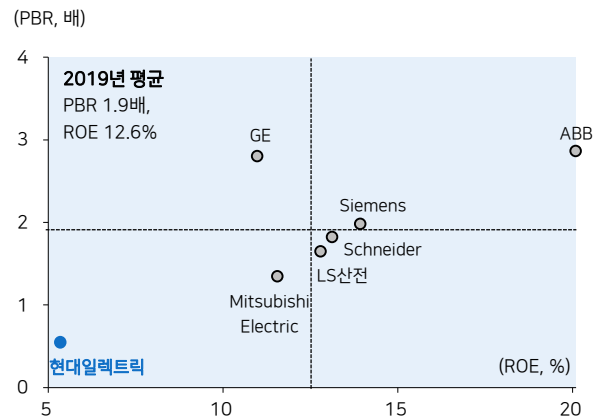
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림41 글로벌 전력기기 업체 EV/EBITDA 및 EBITDA 이익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림42 글로벌 전력기기 업체 ROE 및 PBR



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터



**현대건설기계(267270)**

Buy, 적정주가 170,000 원

18년 중국시장 판매 8천대,  
연말 인도 공장 생산능력 1만대  
감안하면 Peak-out 은 기우

**Peak-out 을 논하기엔 아직 이른다**

현대건설기계는 2분기 연결 매출액 9,227억원(+35.1% YoY), 영업이익 752억원(+110.1% YoY), 당기순이익 477억원(+78.0% YoY), 지배지분 순이익 334억원(+24.6% YoY)의 호실적을 기록했다. 중국, 인도 및 신흥국의 인프라 투자 확대로 주력 제품인 중대형 굴삭기 시장이 확대된 점이 주된 요인이다. 북미를 포함한 선진국 시장에서의 판매도 성장세를 지속했다.

6월 중국 굴삭기 시장에서 판매대수가 401대(+53.6% YoY), 점유율 3.2%(−1.3%p MoM)을 기록하며 경쟁력에 대한 우려가 부각되었다. 이는 재고 소진에 따른 판매량 둔화로, 현재 중국 강소법인은 월 1천대 수준의 생산능력을 확보해 하반기에는 판매 정상화가 기대된다. 2018년 중국 굴삭기 시장은 사상 최고치인 연간 19만대에 이를 가능성이 높다. 이로 인해, 2018년 이후 중국을 포함한 신흥시장의 Peak-out 우려가 업종 전반에 걸쳐 주가 약세의 요인으로 작용하고 있다.

중국 시장이 역성장 하더라도 인도에서 보완할 수 있다고 예상한다. 6월 인도 시장의 성장 둔화는 부가세 이슈와 雨期에 따른 일시적 판매 지연으로 판단된다. 인도 시장이 4분기까지 호황이란 점과 인도 푸네 공장의 생산능력이 연말까지 연 1만대 수준으로 증설된다는 점에서, 하반기 판매 회복이 유력하다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 Target PBR을 1.2배로 하향하여 170,000원을 제시한다.

**표20 현대건설기계 2Q18 Review**

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	922.7	683.2	35.1	930.5	-0.8	947.1	-2.6
영업이익	75.2	35.8	110.1	61.8	21.7	70.4	6.8
세전이익	61.9	33.8	83.1	61.0	1.4	65.8	-5.9
지배순이익	33.4	26.8	24.6	30.5	9.5	37.2	-10.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표21 현대건설기계의 영업실적 추이 및 전망**

(십억원, %)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액		644.4	683.2	613.2	590.3	930.5	922.7	772.3	749.2	933.5	928.2	743.6	814.9	2,531.1	3,374.7	3,420.3
영업이익		42.6	35.8	44.2	15.2	61.8	75.2	57.3	40.7	62.4	69.5	57.9	51.3	137.8	235.0	241.2
세전이익		32.4	33.8	42.7	-6.7	61.0	61.9	56.4	38.1	61.6	64.4	53.7	42.8	102.2	217.4	222.5
순이익		25.3	26.8	32.6	-12.8	49.8	47.7	43.2	25.7	47.1	49.3	41.0	32.8	71.9	166.3	170.2
매출액증가율	YoY	46.4	45.5	46.9	61.6	44.4	35.1	25.9	26.9	0.3	0.6	-3.7	8.8	49.5	33.3	1.4
	QoQ	76.4	6.0	-10.2	-3.7	57.6	-0.8	-16.3	-3.0	24.6	-0.6	-19.9	9.6			
영업이익증가율	YoY	46.9	13.6	24.6	-1.2	45.1	110.2	29.5	167.1	1.0	-7.6	1.1	26.2	23.7	70.5	2.6
	QoQ	176.6	-16.0	23.6	-65.6	306.1	21.7	-23.9	-29.0	53.5	11.4	-16.6	-11.4			
영업이익률		6.6	5.2	7.2	2.6	6.6	8.2	7.4	5.4	6.7	7.5	7.8	6.3	5.4	7.0	7.1
순이익률		3.9	3.9	5.3	-2.2	5.3	5.2	5.6	3.4	5.0	5.3	5.5	4.0	2.8	4.9	5.0

주: 2017년 1분기 실적은 분할 전 경영실적을 당시 연결기준으로 소급해 작성

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

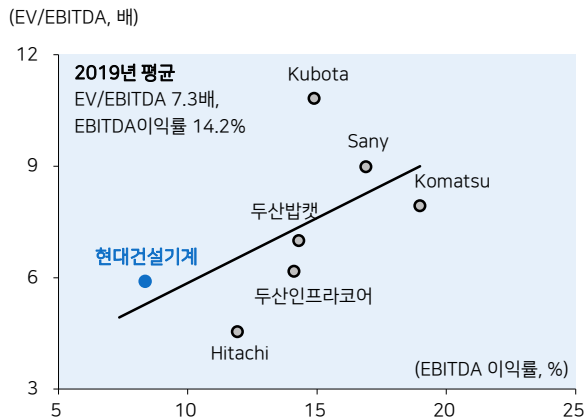
표22 글로벌 건설기계 Peer 업체 Valuation

(배, %)	PER			PBR			ROE			EV/EBITDA			EBITDA 이익률		
	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E	17	18E	19E
현대건설기계	22.1	9.7	9.4	1.4	0.9	0.8	4.0	9.8	9.2	14.3	6.4	5.9	7.1	8.3	8.4
두산밥캣	11.4	11.2	10.2	0.9	0.9	0.8	8.8	7.8	8.1	9.4	7.4	7.0	14.9	14.3	14.3
두산인프라코어	10.8	6.6	6.1	1.2	1.1	0.9	10.1	16.8	15.5	7.4	6.4	6.2	13.9	14.4	14.1
Caterpillar	16.8	13.0	11.7	5.5	5.0	3.4	15.5	40.3	33.8	10.7	7.7	7.0	16.0	20.8	21.2
Komatsu	16.3	16.8	13.0	1.9	1.8	1.7	12.1	11.4	14.2	11.0	10.7	7.9	11.4	15.3	19.0
Sany	24.5	17.6	13.7	2.6	2.5	2.2	11.2	14.6	16.5	14.3	10.4	9.0	16.1	16.7	16.9
Hitachi	10.3	11.6	9.2	1.2	1.2	1.1	11.6	11.0	12.1	4.8	5.0	4.5	10.5	11.0	11.9
John Deere	17.9	14.9	12.1	4.4	4.1	3.3	20.2	28.6	28.3	7.3	9.4	8.0	19.4	14.1	15.4
Kubota	16.9	15.8	14.7	1.9	1.7	1.6	11.4	11.0	11.0	14.0	11.5	10.8	13.9	14.6	14.9
업종평균	16.0	12.8	10.9	1.6	1.4	1.3	9.9	11.8	12.4	10.7	8.2	7.3	12.6	13.5	14.2

주1: Caterpillar, John Deere는 Outlier로 업종 평균에서 제외 / 주2: 현대건설기계 2017년 실적은 2~4분기 누계 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

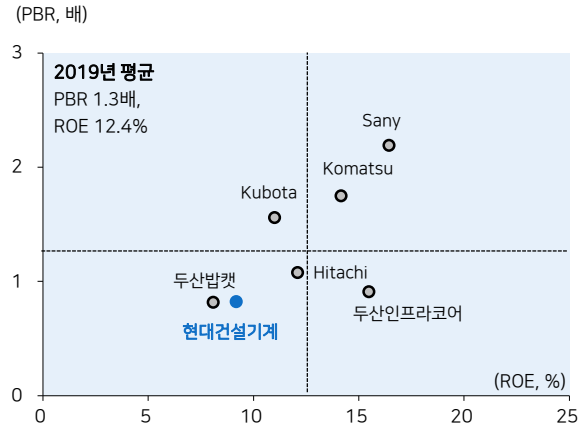
그림43 글로벌 건설기계 업체 EV/EBITDA 및 EBITDA 이익률



주: Caterpillar, John Deere는 Outlier로 업종 평균에서 제외

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 글로벌 건설기계 업체 ROE 및 PBR



주: Caterpillar, John Deere는 Outlier로 업종 평균에서 제외

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대중공업지주 (267250)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,289.4	28,235.0	32,462.2	34,092.0	
매출액증가율 (%)		97.6	15.0	5.0	
매출원가	12,784.0	25,633.4	29,333.6	30,707.2	
매출총이익	1,505.4	2,601.6	3,128.7	3,384.8	
판매관리비	570.5	1,165.3	1,392.6	1,478.0	
영업이익	934.8	1,436.2	1,736.1	1,906.7	
영업이익률	6.5	5.1	5.3	5.6	
금융손익	393.8	-138.2	-136.5	-125.8	
중속/관계기업손익	20.6	72.3	83.1	95.5	
기타영업외손익	-107.2	-86.2	-78.1	-70.4	
세전계속사업이익	1,242.0	1,284.2	1,604.6	1,806.1	
법인세비용	199.1	308.2	377.1	424.4	
당기순이익	1,042.9	976.0	1,227.5	1,381.7	
지배주주지분 순이익	932.3	722.2	908.4	1,022.4	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	875.8	1,181.3	997.4	1,442.5	
당기순이익(손실)	1,042.9	976.0	1,227.5	1,381.7	
유형자산상각비	270.3	375.9	377.8	376.9	
무형자산상각비	54.0	43.9	41.7	39.6	
운전자본의 증감	-147.7	-108.2	-534.1	-229.5	
투자활동 현금흐름	-643.8	-1,094.7	-930.9	-591.0	
유형자산의증가(CAPEX)	-759.0	-750.0	-675.0	-607.5	
투자자산의감소(증가)	-3,274.6	-246.1	-284.5	-31.6	
재무활동 현금흐름	375.6	65.2	-253.2	-565.0	
차입금의 증감	6,596.7	65.2	-253.2	-491.9	
자본의 증가	6,856.7	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	604.7	151.8	-186.8	286.5	
기초현금	580.2	1,184.9	1,336.7	1,149.9	
기말현금	1,184.9	1,336.7	1,149.9	1,436.4	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,030.2	8,179.9	9,017.7	9,699.2	
현금및현금성자산	1,184.9	1,336.7	1,149.9	1,436.4	
매출채권	2,899.6	2,609.6	3,000.3	3,150.9	
재고자산	3,342.0	3,509.1	4,034.4	4,237.0	
비유동자산	13,179.9	13,960.7	14,591.1	14,918.2	
유형자산	7,537.0	7,911.2	8,208.4	8,438.9	
무형자산	2,159.7	2,154.3	2,112.6	2,073.0	
투자자산	3,295.3	3,624.8	4,004.7	4,145.4	
자산총계	21,210.1	22,140.6	23,608.9	24,617.4	
유동부채	6,554.7	6,936.2	7,386.7	7,289.0	
매입채무	2,110.5	1,793.9	2,062.5	2,166.0	
단기차입금	1,568.0	1,618.0	1,456.2	1,310.6	
유동성장기부채	1,396.2	1,896.2	1,996.2	1,846.6	
비유동부채	4,429.5	3,961.4	3,783.9	3,577.3	
사채	1,913.8	1,573.8	1,473.8	1,373.8	
장기차입금	1,647.9	1,497.9	1,397.9	1,297.9	
부채총계	10,984.2	10,897.6	11,170.6	10,866.3	
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	
자본잉여금	6,775.3	6,775.3	6,775.3	6,775.3	
기타포괄이익누계액	186.0	227.1	268.0	308.8	
이익잉여금	945.5	1,667.7	2,503.0	3,415.7	
비지배주주지분	2,738.2	2,991.9	3,311.1	3,670.3	
자본총계	10,225.9	11,243.0	12,438.3	13,751.1	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	1,326,302	1,733,632	1,993,184	2,093,251	
EPS(지배주주)	86,529	44,345	55,773	62,777	
CFPS	124,439	108,669	127,558	138,326	
EBITDAPS	116,864	113,959	132,356	142,649	
BPS	459,750	506,620	560,412	618,962	
DPS	0	0	5,000	7,500	
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.5	2.3	
Valuation(Multiple)					
PER	4.4	7.4	5.9	5.2	
PCR	3.1	3.0	2.6	2.4	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	
EBITDA	1,259.1	1,856.0	2,155.6	2,323.3	
EV/EBITDA	11.2	7.2	6.3	5.7	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	9.2	10.5	10.6	
EBITDA 이익률	8.8	6.6	6.6	6.8	
부채비율	107.4	96.9	89.8	79.0	
금융비용부담률	0.9	0.7	0.6	0.5	
이자보상배율(x)	7.3	7.2	8.9	10.3	
매출채권회전율(x)	4.9	10.3	11.6	11.1	
재고자산회전율(x)	4.3	8.2	8.6	8.2	

## 현대일렉트릭 (267260)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,449.6	1,979.7	2,146.0	2,256.7	
매출액증가율 (%)			36.6	8.4	5.2
매출원가	1,254.6	1,770.2	1,850.0	1,925.1	
매출총이익	195.0	209.5	296.0	331.6	
판매관리비	132.6	217.8	212.5	216.7	
영업이익	62.4	-8.2	83.6	114.9	
영업이익률	4.3	-0.4	3.9	5.1	
금융손익	-25.1	-6.7	-13.5	-5.7	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-15.0	20.5	4.9	5.1	
세전계속사업이익	22.4	5.6	74.9	114.4	
법인세비용	8.1	1.3	17.6	26.9	
당기순이익	14.3	4.3	57.3	87.5	
지배주주지분 순이익	14.3	4.3	57.3	87.5	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-4.4	101.8	49.2	70.8	
당기순이익(손실)	14.3	4.3	57.3	87.5	
유형자산상각비	21.6	31.5	23.2	22.0	
무형자산상각비	10.1	15.0	13.8	12.7	
운전자본의 증감	-94.3	64.2	-37.1	-35.1	
투자활동 현금흐름	-71.6	-57.8	-23.3	-17.4	
유형자산의증가(CAPEX)	-38.2	-37.0	-29.9	-28.4	
투자자산의감소(증가)	-2.6	-1.0	-0.3	-0.2	
재무활동 현금흐름	108.6	149.0	50.3	52.0	
차입금의 증감	517.6	149.0	50.3	52.0	
자본의 증가	976.5	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	32.0	193.1	76.1	105.3	
기초현금	209.4	241.4	434.4	510.6	
기말현금	241.4	434.4	510.6	615.9	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,490.5	1,748.5	1,918.2	2,096.1	
현금및현금성자산	241.4	434.4	510.6	615.9	
매출채권	829.0	787.5	853.7	897.7	
재고자산	357.6	393.4	426.4	448.4	
비유동자산	604.1	626.7	620.4	619.1	
유형자산	471.6	477.1	483.7	490.2	
무형자산	55.5	60.5	55.8	51.6	
투자자산	2.6	3.6	3.9	4.1	
자산총계	2,094.6	2,375.2	2,538.6	2,715.2	
유동부채	588.8	1,123.3	1,166.1	1,196.4	
매입채무	152.9	208.8	226.4	238.1	
단기차입금	90.7	296.7	376.7	356.7	
유동성장기부채	127.1	20.1	240.1	262.1	
비유동부채	465.6	207.6	270.8	329.6	
사채	299.8	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	0.0	50.0	100.0	150.0	
부채총계	1,054.5	1,330.9	1,436.9	1,526.1	
자본금	51.0	51.0	51.0	51.0	
자본잉여금	925.5	925.5	925.5	925.5	
기타포괄이익누계액	62.9	62.9	62.9	62.9	
이익잉여금	15.6	19.9	77.2	164.7	
비지배주주지분	0.3	0.3	0.3	0.3	
자본총계	1,040.1	1,044.4	1,101.7	1,189.2	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	231,798	193,976	210,276	221,119	
EPS(지배주주)	2,284	416	5,616	8,572	
CFPS	17,071	5,746	12,288	15,158	
EBITDAPS	15,043	3,739	11,809	14,656	
BPS	101,885	102,301	107,916	116,488	
DPS	0	0	0	0	
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	
Valuation(Multiple)					
PER	49.9	142.3	10.5	6.9	
PCR	6.7	10.3	4.8	3.9	
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	
PBR	1.1	0.6	0.5	0.5	
EBITDA	94.1	38.2	120.5	149.6	
EV/EBITDA	15.3	21.7	6.7	5.0	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	0.4	5.3	7.6	
EBITDA 이익률	6.5	1.9	5.6	6.6	
부채비율	101.4	127.4	130.4	128.3	
금융비용부담률	1.0	1.3	1.5	1.5	
이자보상배율(x)	4.3	-0.3	2.7	3.4	
매출채권회전율(x)	1.7	2.4	2.6	2.6	
재고자산회전율(x)	4.1	5.3	5.2	5.2	

## 현대건설기계 (267270)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,886.8	3,374.7	3,420.3	3,454.8	
매출액증가율 (%)			78.9	1.4	1.0
매출원가	1,537.2	2,819.1	2,854.2	2,884.0	
매출총이익	349.5	555.6	566.1	570.8	
판매관리비	254.3	320.6	324.9	328.2	
영업이익	95.2	235.0	241.2	242.6	
영업이익률	5.0	7.0	7.1	7.0	
금융손익	-14.7	-18.8	-20.6	-17.1	
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-10.7	1.3	1.9	2.6	
세전계속사업이익	69.8	217.4	222.5	228.1	
법인세비용	23.2	51.1	52.3	53.6	
당기순이익	46.6	166.3	170.2	174.5	
지배주주지분 순이익	46.6	121.4	125.2	129.2	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	7.5	-71.7	185.2	203.2	
당기순이익(손실)	46.6	166.3	170.2	174.5	
유형자산상각비	17.8	42.4	42.1	41.7	
무형자산상각비	20.7	2.4	2.4	2.3	
운전자본의 증감	-102.0	-287.1	-35.2	-21.6	
투자활동 현금흐름	-104.6	-473.6	-68.0	-56.7	
유형자산의증가(CAPEX)	-26.2	-152.0	-47.7	-46.3	
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	
재무활동 현금흐름	225.1	205.0	-5.0	-144.7	
차입금의 증감	673.8	205.0	-5.0	-144.7	
자본의 증가	1,073.5	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	130.3	-36.0	110.2	-0.1	
기초현금	295.7	426.0	390.0	500.2	
기말현금	426.0	390.0	500.2	500.1	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,553.5	2,227.7	2,404.4	2,444.7	
현금및현금성자산	426.0	390.0	500.2	500.1	
매출채권	363.1	526.5	533.6	539.0	
재고자산	691.2	829.4	840.6	849.1	
비유동자산	675.2	874.3	875.4	875.5	
유형자산	539.0	648.6	654.2	658.8	
무형자산	121.6	153.2	150.8	148.5	
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	
자산총계	2,228.7	3,102.0	3,279.8	3,320.2	
유동부채	785.6	937.9	904.1	868.8	
매입채무	178.3	318.8	323.1	326.4	
단기차입금	214.6	219.6	199.6	179.6	
유동성장기부채	258.5	258.5	238.5	218.5	
비유동부채	272.1	515.7	552.2	448.7	
사채	139.7	139.7	139.7	0.0	
장기차입금	61.0	261.0	296.0	331.0	
부채총계	1,057.7	1,453.6	1,456.3	1,317.5	
자본금	49.4	49.4	49.4	49.4	
자본잉여금	1,024.1	1,024.1	1,024.1	1,024.1	
기타포괄이익누계액	65.6	70.4	75.2	80.0	
이익잉여금	45.0	166.4	291.6	420.8	
비지배주주지분	-0.8	350.6	395.6	440.9	
자본총계	1,170.9	1,648.5	1,823.5	2,002.7	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	309,647	341,696	346,311	349,806	
EPS(지배주주)	7,649	12,294	12,673	13,084	
CFPS	22,560	28,667	29,315	29,472	
EBITDAPS	21,936	28,328	28,921	29,022	
BPS	118,638	131,416	144,573	158,142	
DPS	0	0	0	0	
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	
Valuation(Multiple)					
PER	22.1	9.7	9.4	9.1	
PCR	7.5	4.2	4.1	4.0	
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	
PBR	1.4	0.9	0.8	0.8	
EBITDA	133.7	279.8	285.6	286.6	
EV/EBITDA	14.3	6.4	5.9	5.5	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	9.8	9.2	8.6	
EBITDA 이익률	7.1	8.3	8.4	8.3	
부채비율	90.3	88.2	79.9	65.8	
금융비용부담률	0.8	0.8	0.9	0.8	
이자보상배율(x)	6.7	8.6	7.9	8.6	
매출채권회전율(x)	5.2	7.6	6.5	6.4	
재고자산회전율(x)	2.7	4.4	4.1	4.1	

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 31일 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)

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 이용하시는분은 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	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 현대중공업지주 (267250) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	455,000	김현	-9.3	-5.1	
2017.06.13	기업브리프	Buy	455,000	김현	-10.1	-5.1	
2017.06.22	기업브리프	Buy	455,000	김현	-11.6	-5.1	
2017.07.26	산업브리프	Buy	475,000	김현	-8.0	-2.4	
2017.08.02	산업브리프	Buy	545,000	김현	-13.9	-10.8	
2017.08.21	산업브리프	Buy	545,000	김현	-18.8	-10.8	
2017.11.01	산업브리프	Buy	620,000	김현	-35.0	-29.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	620,000	김현	-34.8	-26.6	
2018.01.17	산업브리프	Buy	620,000	김현	-32.7	-21.3	
2018.06.11	산업분석	Buy	580,000	김현	-39.7	-33.5	
2018.07.31	산업브리프	Buy	490,000	김현	-	-	

## 현대일렉트릭 (267260) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	360,000	김현	-13.3	-7.2	
2017.07.26	산업브리프	Buy	400,000	김현	-18.2	-17.1	
2017.08.02	산업브리프	Buy	400,000	김현	-19.1	-12.2	
2017.08.21	산업브리프	Buy	400,000	김현	-30.4	-12.2	
2017.11.01	산업브리프	Buy	350,000	김현	-34.2	-29.9	
2018.01.17	산업브리프	Buy	160,000	김현	-46.1	-19.7	
2018.07.31	산업브리프	Buy	84,000	김현	-	-	

## 현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.26	산업분석	Buy	362,000	김현	-4.7	5.2	
2017.07.26	산업브리프	Buy	390,000	김현	-3.8	5.8	
2017.08.02	산업브리프	Buy	445,000	김현	-10.8	-3.4	
2017.08.21	산업브리프	Buy	445,000	김현	-13.7	-3.4	
2017.11.01	산업브리프	Buy	445,000	김현	-13.2	0.7	
2018.01.17	산업브리프	Buy	250,000	김현	-33.5	-16.8	
2018.07.31	산업브리프	Buy	170,000	김현	-	-	