

현대중공업지주(267250)

어려운 IPO 여건에서 최선의 결과

현대오일뱅크 기업가치 9조원, PBR 1.85배

현대중공업지주는 오일뱅크 지분 19.9%를 아람코로 매각한다. 최종 매각금액이 정해지기 전이지만 언론에 알려진 1.8조원을 기준시 현대오일뱅크의 기업가치는 9조원, PBR 1.85배 수준이다(3분기 지배주주 자본 4조 8,635억원). 최근 유가 하락, 실적 부진, peer 멀티플 하락 등 어려운 IPO 여건하에서 현대중공업지주는 최선의 결과를 이끌어 낸 것으로 보인다. IPO 흥행을 위해 몸값을 낮춰야 하는 상황을 피하면서 당면 과제인 재무구조 개선과 현대오일뱅크에 대한 밸류에이션 노이즈를 해소했다. 무엇보다 현대중공업그룹에 불리한 여건하에서 아람코가 현대오일뱅크의 가치를 높게 인정했다는 점에서 의미가 크다(현대오일뱅크 1.85배, S-Oil PBR 1.69배, SK이노베이션 0.89배).

부진한 4분기 실적을 딛고 1분기부터 실적 정상화 기조

전일 매출액 및 손익구조 변동 공시를 통해 확인한 현대오일뱅크의 4분기 영업이익은 -1,752억원으로 우리 추정치 -603억원을 큰 폭 하회했다. 전년 말 급격한 유가 하락으로 적자 전환이 불가피했다. 그러나 최근 유가 반등과 정제마진 개선에 힘입어 1월 실적을 바닥으로 현대오일뱅크의 영업이익은 빠르게 개선될 것으로 전망한다. Dubai 기준 유가는 12월 말 50달러/배럴을 바닥으로 최근 61달러/배럴로 22% 상승했다. 한달 후행 정제마진도 4분기 평균인 -0.2달러/배럴에서 최근 10달러/배럴을 상향 돌파했다. 아시아 스팟 정제마진도 역시 조만간 개선될 전망이다. 2월부터 역내 정기보수가 집중되며 공급은 감소하는 반면, 유가하락에 일시적으로 경색되었던 구매심리도 유가 안정과 함께 회복할 것으로 판단한다.

일시적으로 급락했던 아시아 정제마진이 1분기 정상화된 이후에도 정제마진의 구조적 개선 가능성이 열려있다. WTI 공급의 병목현상 해결로 하반기에는 Dubai 대비 WTI의 상대적 강세가 두드러지며 10년간 잃어버렸던 아시아 정유사의 원가 경쟁력이 회복될 전망이다(2019/1/16 ‘오늘의 악재가 내일의 호재’ 참조). 또한 2020년부터 본격적으로 시행될 국제해사기구(IMO)의 선박 황 함유량 규제 역시 등경유 마진을 큰 폭으로 개선될 것으로 전망한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	14,300	843	934	74,413	NM	1,154	5.1	11.7	0.8	12.5	0.0
2018F	26,321	975	486	33,269	(55.3)	1,074	11.4	10.9	0.8	6.4	5.3
2019F	25,637	1,670	702	48,018	44.3	1,766	7.6	6.5	0.7	8.9	5.5
2020F	25,852	2,450	1,040	71,112	48.1	2,548	5.1	4.7	0.6	12.3	5.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 500,000원(유지)

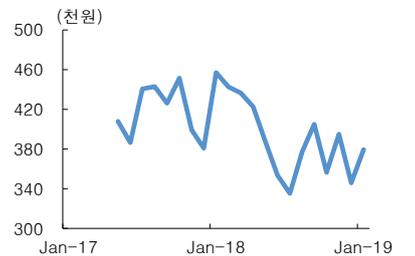
Stock Data

KOSPI(1/28)	2,177
주가(1/28)	379,500
시가총액(십억원)	6,181
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	488,000/326,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,502
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/21.3
주요주주(%)	정몽준 외 6인 33.3
	국민연금 9.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.7	15.7	(18.7)
KOSPI 대비(%p)	3.0	20.8	(3.3)

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

지분가치, 지분율, 차입금 재조정 후 적정가치 517,000원

전일 뉴스로 현대오일뱅크 IPO 기대감, 단기 모멘텀은 소멸됐다. 그러나 오랜 기간 지속된 오일뱅크 밸류에이션 노이즈 해소로 향후 현대중공업지주 주가는 실적에 기반한 시장 평가가 이루어질 전망이다. 4분기 실적은 매우 부진하지만 최근 유가 안정세를 고려하면 1분기부터 실적 정상화가 예상된다. 지분 매각 후 현대오일뱅크 지분율 조정(91.1% → 71.2%), 순차입금 조정(2.4조원 → 6,128억원, 세금효과 미반영), 할인율 30%를 적용한 현대중공업지주의 적정가치는 517,000원이다.

<표 1> 현대중공업지주 NAV

(단위: 십억원, 원, %)

	시가총액/ 장부가액	지분율	Worst	Base	Best	가정
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 25배 적용
적정 PER(배)			12	17	25	
투자자산가치(B)			6,943	8,004	10,601	
상장 관계회사 주식			2,617	2,617	2,991	Worst/Base: 30% 할인, Best: 20% 할인 적용
(신)현대중공업	10,085	31.7	2,236	2,236	2,555	
현대일렉트릭	529	36.2	134	134	153	
현대건설기계	1,068	33.0	247	247	282	
비상장 관계회사 주식			4,326	5,387	7,611	
현대글로벌서비스	207	100.0	480	900	1,200	Worst는 2018년 영업이익 600억원에 PER 8배 Base는 2018년 영업이익 600억원에 PER 15배 Best는 2018년 영업이익 600억원에 PER 20배
현대오일뱅크	9,000	71.2	3,846	4,487	6,411	Worst는 시가총액 9조원, 40% 할인 적용 Base는 시가총액 9조원, 30% 할인 적용 Best는 시가총액 9조원, 0% 할인 적용
유형자산가치(C)			632	632	632	
자기주식			632	632	632	
순차입금(D)			613	613	613	3Q18 별도 기준 현대중공업지주 순차입금에서 1.8조원 현금 유입 가정
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)			7,240	8,412	11,176	
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)			445,000	517,000	686,000	
현재주가			379,500	379,500	379,500	
상승여력			(17.3)	(36.2)	(80.8)	
할인율			(14.7)	(26.6)	(44.7)	

주: 1. 1월 28일 종가 기준, 2. 지분율은 3분기 말 기준, 현대오일뱅크 지분율은 사우디 아람코사에 19.9% 매각 후 기준
 자료: 현대중공업지주, FnGuide, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

지주회사 및 경영컨설팅 서비스업 및 산업용 로봇제조업을 영위하는 회사. 현대중공업의 투자, 로봇 사업부문을 인적 분할해 신설된 법인. 현대오일뱅크 지분 71.2% 보유(사우디 아람코사에 지분 19.9% 매각 후 기준).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	7,827	14,407	14,033	14,151
현금성자산	-	1,126	2,073	2,019	2,036
매출채권및기타채권	-	3,157	5,811	5,660	5,708
재고자산	-	3,302	6,078	5,920	5,970
비유동자산	-	13,061	18,256	18,273	18,656
투자자산	-	3,480	6,406	6,240	6,292
유형자산	-	7,234	7,529	7,825	8,121
무형자산	-	2,159	3,975	3,871	3,904
자산총계	-	20,889	32,664	32,306	32,807
유동부채	-	6,529	17,313	16,273	15,455
매입채무및기타채무	-	3,124	5,750	5,601	5,648
단기차입금및단기사채	-	1,568	1,098	862	815
유동성장기부채	-	1,371	960	754	713
비유동부채	-	4,258	4,989	4,967	4,998
사채	-	1,914	1,914	1,914	1,914
장기차입금및금융부채	-	1,497	1,515	1,534	1,552
부채총계	-	10,787	22,302	21,240	20,454
지배주주지분	-	7,488	7,665	8,061	8,795
자본금	-	81	81	81	81
자본잉여금	-	6,775	6,775	6,775	6,775
기타자본	-	(500)	(500)	(500)	(500)
이익잉여금	-	947	1,141	1,550	2,298
비지배주주지분	-	2,614	2,696	3,006	3,558
자본총계	-	10,102	10,362	11,067	12,354

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	815	7,282	1,024	1,349
당기순이익	-	1,013	572	1,018	1,600
유형자산감가상각비	-	257	0	0	0
무형자산상각비	-	54	99	97	97
자산부채변동	-	(147)	6,421	(356)	(874)
기타	-	(362)	190	265	526
투자활동현금흐름	-	(655)	(5,145)	(100)	(462)
유형자산투자	-	(721)	(308)	(308)	(308)
유형자산매각	-	12	12	12	12
투자자산순증	-	(8)	(2,846)	184	(35)
무형자산순증	-	(17)	(1,915)	7	(130)
기타	-	79	(88)	5	(1)
재무활동현금흐름	-	396	(1,189)	(978)	(870)
자본의증가	-	427	0	0	0
차입금의순증	-	0	(811)	(370)	(17)
배당금지급	-	0	0	(292)	(292)
기타	-	(31)	(378)	(316)	(561)
기타현금흐름	-	(1)	0	0	0
현금의증가	-	554	947	(54)	17

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

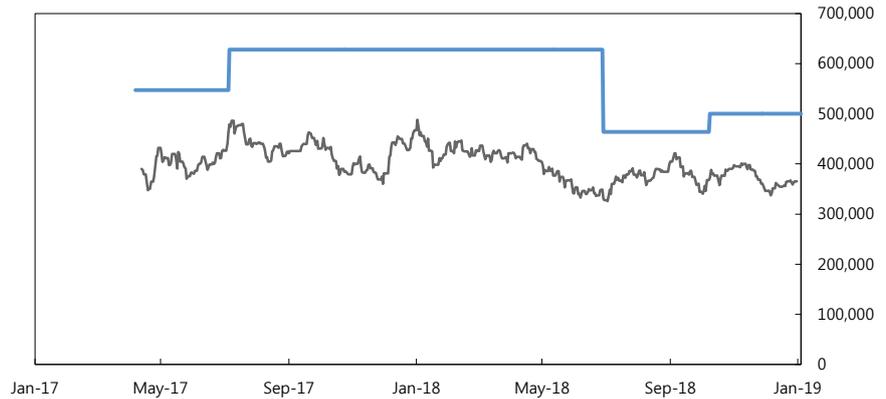
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	14,300	26,321	25,637	25,852
매출원가	-	12,890	24,281	22,869	22,294
매출총이익	-	1,409	2,040	2,768	3,558
판매관리비	-	566	1,065	1,099	1,108
영업이익	-	843	975	1,670	2,450
금융수익	-	773	361	320	320
이자수익	-	11	31	40	40
금융비용	-	377	588	565	558
이자비용	-	123	228	205	198
기타영업외손익	-	(107)	(82)	(80)	(81)
관계기업관련손익	-	67	97	31	31
세전계속사업이익	-	1,199	763	1,375	2,162
법인세비용	-	186	191	358	562
연결당기순이익	-	1,013	572	1,018	1,600
지배주주지분순이익	-	934	486	702	1,040
기타포괄이익	-	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	-	993	552	997	1,580
지배주주지분포괄이익	-	917	469	688	1,027
EBITDA	-	1,154	1,074	1,766	2,548

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	74,413	33,269	48,018	71,112
BPS	-	489,844	500,706	525,007	570,091
DPS	-	0	20,000	20,000	20,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	-	NM	84.1	(2.6)	0.8
영업이익증가율	-	NM	15.6	71.2	46.8
순이익증가율	-	NM	(47.9)	44.3	48.1
EPS증가율	-	NM	(55.3)	44.3	48.1
EBITDA증가율	-	NM	(6.9)	64.4	44.2
수익성(%)					
영업이익률	-	5.9	3.7	6.5	9.5
순이익률	-	6.5	1.8	2.7	4.0
EBITDA Margin	-	8.1	4.1	6.9	9.9
ROA	-	4.8	2.1	3.1	4.9
ROE	-	12.5	6.4	8.9	12.3
배당수익률	-	0.0	5.3	5.5	5.5
배당성향	-	0.0	60.1	41.7	28.1
안정성					
순차입금(십억원)	-	5,183	3,347	3,035	3,000
차입금/자본총계비율(%)	-	63.4	54.0	47.2	42.1
Valuation(X)					
PER	-	5.1	11.4	7.6	5.1
PBR	-	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	-	11.7	10.9	6.5	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대중공업지주 (267250)	2017.05.04	매수	547,000원	-26.9	-15.3
	2017.08.02	매수	628,000원	-34.0	-22.3
	2018.07.26	매수	464,000원	-19.3	-9.2
	2018.11.05	매수	500,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 28일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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 높게 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 돕기 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.