

현대중공업지주(267250)

2019/2020년에도 고배당 이어간다

상장 이후 신저가 기록

정유 업황 부진 우려, 현대중공업/대우조선해양 합병 노이즈로 현대중공업지주의 주가는 상장 이후 최저가 수준에 근접했다. 그러나 연간 배당수익률 5.9%를 고려하면 지나친 주가 수준으로 보인다. 2분기 컨퍼런스 콜을 통해서 현대중공업지주는 전년 수준의 주당배당금 18,500원을 재차 약속했다. 현대중공업지주는 3분기 중 현대오일뱅크 지분 17%를 매각해서 약 1조원 이상의 현금유입이 예상되고, 상시 재원을 기준으로 현대중공업 유상증자 참여(4,000억원 수준), 배당을 지급할 예정이기에 최소한 기준인 배당재원 2,705억원(주당배당금 18,500원) 확보에는 무리가 없다.

2020년에도 고배당 가능한가

최근 유가 급락으로 연간 실적은 예상 대비 부진할 전망이다. 현대오일뱅크의 연간 영업이익은 6,263억원(-5.3% YoY), 순이익은 3,531억원(-12.2% YoY)로 감소할 전망이다. 다만, 2020년이 변수이다. 3분기 아시아 스팟 정제마진 평균은 전분기 대비 80% 확대되었고, 2020년에는 IMO 수혜가 예상된다. 올해 급격히 하락한 유가만 연내 안정화 구간에 진입한다면 2020년에는 현대오일뱅크의 경상적 이익 체력과 이에 기초한 배당재원 확보가 가능할 전망이다. 연내 유가 정상화를 고려한 2020년 현대오일뱅크의 영업이익은 1조 7,229억원(+175.1% YoY), 지배주주 순이익은 1조 1,764억원(+233.2% YoY)으로 추정된다.

아람코가 어려운 여건에서도 17% 지분을 취득했다는 점을 고려하면 현대오일뱅크는 아람코, 현중지주, 오너일가를 위해 높은 배당성향을 유지할 것으로 보인다. 2020년 현대오일뱅크 지분을 74.1%에 기준해서 현대오일뱅크 배당성향 50%를 적용 시 현대중공업지주에 귀속되는 세전 배당금은 4,357억원, 70% 적용 시 세전 배당금은 6,102억원이다. 전술한 배당재원 2,705억원(주당 18,500원) 확보에는 무리가 없다. 보수적으로 실적 추정치를 30% 하향해도 세전 배당금은 3,000억~4,271억원이 예상되어 2020년에도 고배당은 지속될 것으로 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	14,300	843	934	74,413	NM	1,154	5.1	11.7	0.8	12.5	0.0
2018A	27,257	861	269	18,371	(75.3)	1,363	18.8	10.6	0.7	3.5	5.3
2019F	27,053	834	359	24,567	33.7	1,401	12.7	9.4	0.6	4.6	5.9
2020F	27,185	2,154	769	52,585	114.0	2,789	5.9	5.0	0.6	9.5	5.9
2021F	27,075	2,551	936	64,001	21.7	3,253	4.9	4.6	0.5	10.8	5.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 400,000원(하향)

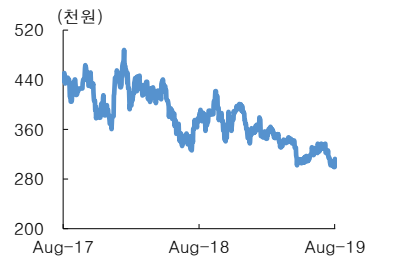
Stock Data

KOSPI(8/19)	1,940
주가(8/19)	312,500
시가총액(십억원)	5,090
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	421,500/299,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,427
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/20.6
주요주주(%)	정몽준 외 6 인 33.3
	국민연금공단 9.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(10.8)	(17.5)
KOSPI 대비(%p)	1.8	1.2	(3.9)

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

목표주가 400,000원

연초 이후 하락한 자회사 주가를 고려해서 현대중공업지주 목표주가를 기존 484,000원에서 400,000원으로 17.4% 하향 조정한다. 현대중공업 물적분할 성사 여부가 불확실 요인이지만, 아이러니하게도 현대중공업과 현대중공업지주는 물적분할 발표 이후 시장 우려로 주가가 하락했다. 최근에는 사업개편 성사 여부가 다시 주가 하락의 빌미가 되었다. 주가 변동은 분할/합병의 재무적 영향, 시너지 효과보다는 시장의 심리적 요인이 큰 것으로 보인다. 상기 노이즈를 감안해도 현재 현대중공업지주가 2019/2020년에도 배당수익률 5.9%를 감내 가능하다는 점에서 충분히 매수로 접근할 가격이다.

〈표 1〉 연결 실적 추정(계열사 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	YoY	QoQ	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F
매출(연결)	6,291	6,935	6,602	7,428	6,491	6,824	(1.6)	5.1	6,765	6,973	27,257	27,053	27,185	27,075
자재사업(로봇)	79	67	57	64	45	71	7.1	57.4	59	60	267	236	258	254
현대중공업	3,057	3,137	3,242	3,711	3,275	3,923	25.1	19.8	3,523	4,052	13,146	14,772	14,875	17,235
현대일렉트릭	430	507	440	563	418	405	(20.2)	(3.0)	437	568	1,940	1,828	2,144	2,185
현대건설기계	930	923	710	670	798	840	(8.9)	5.3	740	734	3,234	3,113	3,455	3,392
현대오일뱅크	4,778	5,435	5,173	6,117	5,141	5,320	(2.1)	3.5	5,408	5,464	21,504	21,332	20,618	20,274
현대글로벌서비스	73	88	117	137	135	167	90.8	24.1	181	193	415	676	850	1,032
영업이익(연결)	328	341	356	(164)	144	202	(40.8)	39.8	185	302	861	834	2,154	2,551
자재사업(로봇)	5	5	4	11	5	7	40.8	27.8	4	6	25	23	25	25
현대중공업	(109)	(164)	29	(252)	35	39	흑전	11.8	1	49	(496)	123	274	535
현대일렉트릭	(31)	4	(76)	3	(32)	(81)	적전	적지	(6)	10	(101)	(109)	45	73
현대건설기계	62	75	37	35	63	50	(32.9)	(19.7)	44	41	209	198	242	237
현대오일뱅크	283	314	240	(175)	101	154	(50.8)	53.2	144	227	661	626	1,723	1,997
현대글로벌서비스	17	20	18	17	17	24	16.7	40.2	25	25	73	91	113	135
영업이익률	5.2	4.9	5.4	(2.2)	2.2	3.0	(2.0)	0.7	2.7	4.3	3.2	3.1	7.9	9.4
자재사업(로봇)	6.3	7.4	7.5	17.5	11.9	9.7	2.3	(2.2)	7.5	9.7	9.5	9.6	9.7	9.7
현대중공업	(3.6)	(5.2)	0.9	(6.8)	1.1	1.0	6.2	(0.1)	0.0	1.2	(3.8)	0.8	1.8	3.1
현대일렉트릭	(7.2)	0.7	(17.4)	0.5	(7.7)	(19.9)	(20.6)	(12.3)	(1.5)	1.7	(5.2)	(6.0)	2.1	3.3
현대건설기계	6.6	8.1	5.2	5.2	7.9	6.0	(2.1)	(1.9)	5.9	5.6	6.5	6.3	7.0	7.0
현대오일뱅크	5.9	5.8	4.6	(2.9)	2.0	2.9	(2.9)	0.9	2.7	4.2	3.1	2.9	8.4	9.8
현대글로벌서비스	23.4	23.2	15.6	12.6	12.6	14.2	(9.0)	1.6	13.7	13.0	17.6	13.4	13.3	13.1
지배주주 순이익(연결)	186	112	260	(289)	70	98	(12.4)	38.9	77	114	269	359	769	936

주: 자재사업(로봇)에는 배당금 미반영 기준
 자료: 한국투자증권

〈표 2〉 현대오일뱅크: 부문별 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	4,778	5,435	5,173	6,117	5,141	5,320	5,408	5,464	5,229	5,113	5,104	5,172	21,504	21,332	20,618
정유	4,185	4,693	4,500	5,141	4,547	4,905	4,841	4,963	4,780	4,703	4,679	4,790	18,519	19,256	18,951
석유화학(현대케미칼)	1,052	1,064	1,052	985	924	703	856	789	738	698	714	671	4,153	3,272	2,820
카본블랙(현대 OCI)	24	35	40	37	48	44	44	44	44	44	44	44	136	179	175
영업이익	283	314	240	(175)	101	154	144	227	354	358	465	546	661	626	1,723
정유	233	281	202	(141)	75	108	110	194	325	331	437	521	575	486	1,615
석유화학(현대케미칼)	19	22	25	(50)	6	25	13	10	6	5	5	3	16	54	19
카본블랙(현대 OCI)	2	3	5	5	9	7	7	7	7	7	7	7	15	30	28
영업이익률	5.9	5.8	4.6	(2.9)	2.0	2.9	2.7	4.2	6.8	7.0	9.1	10.6	3.1	2.9	8.4
정유	5.6	6.0	4.5	(2.7)	1.6	2.2	2.3	3.9	6.8	7.0	9.3	10.9	3.1	2.5	8.5
석유화학(현대케미칼)	1.8	2.0	2.4	(5.1)	0.7	3.5	1.5	1.3	0.8	0.7	0.7	0.4	0.4	1.6	0.7
카본블랙(현대 OCI)	7.1	9.1	13.2	12.5	18.9	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	10.9	16.8	16.0
당기순이익(지배주주)	209	184	182	(173)	56	91	73	133	237	240	319	381	402	353	1,176

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 3〉 한국투자증권의 현대글로벌서비스 실적 추정치

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F
매출	240	415	676	850
% YoY	-	72.5	63.0	25.8
영업이익	60	73	91	113
영업이익률(%)	25.2	17.6	13.4	13.3
영업외손익	(1)	2	2	2
세전이익	55	75	97	115
법인세	15	21	24	29
순이익	40	54	73	87

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 4〉 현대중공업지주 NAV

(단위: 십억원, 원, %)

	시가총액/ 장부가액/순이익	지분율	Worst	Base	Best	가정
영업가치(A)			280	392	560	
영업이익			23	23	23	2019년 예상 영업이익 226억원에 worst는 글로벌 peer 멀티플 50% 할인, base는 글로벌 peer 멀티플 30% 할인, best는 글로벌 peer 멀티플 평균 25배 적용
적정 PER(배)			12	17	25	
투자자산가치(B)			5,702	7,001	9,118	
상장 관계회사 주식			1,521	1,774	2,028	Worst는 40% 할인, base는 30% 할인, best는 20% 할인 적용
한국조선해양	7,290	31.0	1,354	1,579	1,805	
현대일렉트릭	249	36.1	54	63	72	
현대건설기계	569	33.1	113	132	151	
비상장 관계회사 주식			4,181	5,227	7,090	
현대글로벌서비스	73	100.0	584	730	1,095	2019년 예상 순이익 730억원에 worst는 PER 8배, base는 PER 15배, best는 PER 20배 적용
현대오일뱅크	8,088	74.1	3,597	4,497	5,995	Worst는 시가총액 8.1조원, 40% 할인 적용 Base는 시가총액 8.1조원, 25% 할인 적용 Best는 시가총액 8.1조원, 0% 할인 적용
자기주식(C)			520	520	520	
순차입금(D)			1,460	1,460	1,460	2Q19 별도 기준 현대중공업지주 순차입금에서 1.1조원 현금 유입 가정
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)			5,042	6,453	8,738	
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)			310,000	396,000	537,000	
현재주가			312,500	312,500	312,500	
상승여력			-0.8%	26.7%	71.8%	
할인율			-0.8%	21.1%	41.8%	

주: 1. 8월 19일 종가 기준, 2. 현대오일뱅크 지분율은 사우디 아람코사에 17% 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 74.1% 보유.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,827	8,884	8,298	8,339	8,305
현금성자산	1,126	1,100	1,353	1,359	1,354
매출채권및기타채권	3,157	2,717	2,697	2,710	2,699
재고자산	3,302	4,330	3,517	3,534	3,520
비유동자산	13,061	14,464	15,174	16,016	16,799
투자자산	3,480	4,148	4,117	4,137	4,120
유형자산	7,234	7,886	8,646	9,455	10,265
무형자산	2,159	2,092	2,076	2,086	2,078
자산총계	20,889	23,348	23,473	24,355	25,104
유동부채	6,529	8,660	8,548	8,371	7,780
매입채무및기타채무	3,124	3,593	4,058	4,350	4,603
단기차입금및단기사채	2,351	4,193	3,954	4,214	4,475
유동성장기부채	588	356	0	0	0
비유동부채	4,258	4,133	4,127	4,131	4,128
사채	1,914	1,938	1,938	1,938	1,938
장기차입금및금융부채	1,497	1,387	1,387	1,387	1,387
부채총계	10,787	12,794	12,675	12,502	11,908
지배주주지분	7,488	7,727	7,817	8,315	8,981
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	6,775	4,783	4,783	4,783	4,783
기타자본	(500)	(543)	(543)	(543)	(543)
이익잉여금	947	3,302	3,391	3,889	4,554
비지배주주지분	2,614	2,827	2,981	3,538	4,216
자본총계	10,102	10,554	10,797	11,853	13,196

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	815	668	2,432	1,944	2,061
당기순이익	1,013	284	513	1,326	1,613
유형자산감가상각비	257	421	488	556	623
무형자산상각비	54	81	79	80	79
자산부채변동	(147)	(113)	1,292	(494)	(851)
기타	(362)	(5)	60	476	597
투자활동현금흐름	(655)	(1,785)	(1,184)	(1,396)	(1,404)
유형자산투자	(721)	(890)	(1,271)	(1,365)	(1,433)
유형자산매각	12	23	23	0	0
투자자산순증	(8)	(680)	125	61	98
무형자산순증	(17)	(41)	(64)	(90)	(71)
기타	79	(197)	3	(2)	2
재무활동현금흐름	396	1,093	(995)	(542)	(663)
자본의증가	427	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	(571)	286	286
배당금지급	0	0	(271)	(271)	(271)
기타	(31)	1,093	(153)	(557)	(678)
기타현금흐름	(1)	(2)	0	0	0
현금의증가	554	(26)	253	7	(5)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

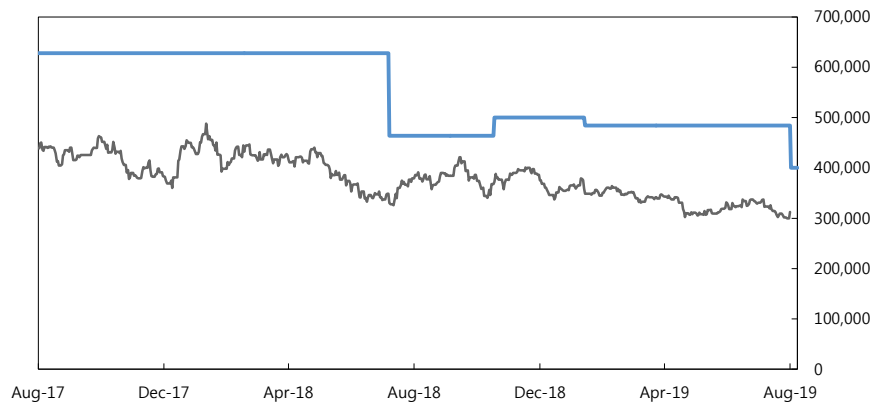
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	14,300	27,257	27,053	27,185	27,075
매출원가	12,890	25,360	25,040	23,848	23,349
매출총이익	1,409	1,896	2,013	3,337	3,726
판매관리비	566	1,035	1,180	1,183	1,175
영업이익	843	861	834	2,154	2,551
금융수익	773	407	357	360	360
이자수익	11	25	29	31	32
금융비용	377	639	548	559	568
이자비용	123	225	220	231	240
기타영업외손익	(107)	(292)	(103)	(245)	(244)
관계기업관련손익	67	93	93	81	81
세전계속사업이익	1,199	431	634	1,791	2,180
법인세비용	186	147	120	466	567
연결당기순이익	1,013	284	513	1,326	1,613
지배주주지분순이익	934	269	359	769	936
기타포괄이익	(20)	1	1	1	1
총포괄이익	993	285	514	1,326	1,614
지배주주지분포괄이익	917	280	360	769	936
EBITDA	1,154	1,363	1,401	2,789	3,253

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	74,413	18,371	24,567	52,585	64,001
BPS	489,844	504,527	509,996	540,615	581,483
DPS	0	18,500	18,500	18,500	18,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	90.6	(0.7)	0.5	(0.4)
영업이익증가율	NM	2.2	(3.2)	158.4	18.4
순이익증가율	NM	(71.2)	33.7	114.0	21.7
EPS증가율	NM	(75.3)	33.7	114.0	21.7
EBITDA증가율	NM	18.2	2.8	99.1	16.6
수익성(%)					
영업이익률	5.9	3.2	3.1	7.9	9.4
순이익률	6.5	1.0	1.3	2.8	3.5
EBITDA Margin	8.1	5.0	5.2	10.3	12.0
ROA	4.8	1.3	2.2	5.5	6.5
ROE	12.5	3.5	4.6	9.5	10.8
배당수익률	0.0	5.3	5.9	5.9	5.9
배당성향	0.0	100.7	75.3	35.2	28.9
안정성					
순차입금(십억원)	5,183	6,442	5,621	5,898	6,190
차입금/자본총계비율(%)	63.4	74.7	67.7	64.1	59.7
Valuation(X)					
PER	5.1	18.8	12.7	5.9	4.9
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.7	10.6	9.4	5.0	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대중공업지주 (267250)	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	-25.1	-19.8
	2019.02.01	매수	484,000원	-31.6	-24.8
	2019.08.19	매수	400,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 19일 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
- 중립 : 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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
- 중립 : 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.