



▲ 조선/기계

Analyst 김현
02. 6098-6699
hyun.kim@meritz.co.kr

RA 최치현

02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 455,000 원

현재주가 (6.12) 412,000 원

상승여력 10.4%

KOSPI 2,357.87pt

시가총액 49,607억원

발행주식수 1,204만주

유동주식비율 65.32%

외국인비중 16.64%

52주 최고/최저가 432,000원 / 347,500원

평균거래대금 613.2억원

주요주주(%)

정몽준(외6인) 21.32%

케이씨씨 7.01%

주가상승률(%)

1개월

6개월

12개월

절대주가 8.56

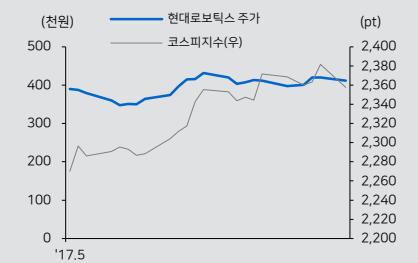
상대주가 5.64

5.64

3.64

9.35

13.04

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015											
2016											
2017E	15,769.6	1,000.6	650.5	54,025	N/A	454,899	7.6	0.9	7.4	11.9	149.2
2018E	15,647.7	956.5	621.9	51,653	-4.4	502,220	8.0	0.8	7.2	10.8	129.0
2019E	16,956.9	1,184.1	813.2	67,539	30.8	565,428	6.1	0.7	5.9	12.7	115.7

현대로보틱스 267250

마지막 퍼즐을 맞추다

- ✓ 지주회사 요건 충족을 위해 자회사 주주의 보유지분을 공개매수하는 유상증자 결정
- ✓ 일반 공개매수 방식으로 1조 7,693억원의 유상증자, 공개매수 가격은 현대중공업 175,159원, 현대일렉트릭 316,617원, 현대건설기계 317,647원
- ✓ 현대로보틱스의 신주발행가액은 7월 7일 확정, 공개매수 수량 변동에 따라 신주발행 주식수는 변경 – 대주주 지분소유가 주 목적임을 감안할 필요가 있음
- ✓ 발행가 확정까지 주가 변동성 심하겠지만, 지주회사로의 성장 잠재력은 더욱 확고

지주회사 전환을 위해 3개 계열사 주주들의 보유지분을 공개매수키로 함

4월 1일 인적분할, 5월 10일 분할 후 신규·변경상장한 현대중공업 그룹 4개사의 지주회사는 현대로보틱스다. 현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 3개 계열사의 지분을 13.37% 보유하고 있다. 지주회사 행위제한 요건을 만족하기 위해 상장 자회사 지분을 20% 이상 보유해야 하므로 추가 지분확보는 필수적이었다. 현대로보틱스는 12일 공시에서 1조 7,693억원의 유상증자를 결정했다. 3개 자회사 주주들이 소유 주식을 현물출자하면 현대로보틱스가 신주를 발행하여 배정하는 방식이다.

현대로보틱스 신주발행가액은 확정 전, 3개 자회사 공개매수가격은 확정

현대중공업 보통주 820만주, 현대일렉트릭 53만주, 현대건설기계 52만주를 공개매수하며, 출자에 참여한 주주들에게 신주 4,382,817주를 주당 403,687원에 배정한다. 공개매수 가격은 현대중공업 175,159원, 현대일렉트릭 316,617원, 현대건설기계 317,647원이다. 인적분할이 결정된 이후부터 예정된 대주주 지분소유(자회사 지분을 현대로보틱스에 출자, 지주회사인 현대로보틱스의 신주를 받는 과정)을 일반 주주의 권리보호를 위한 일반공모 공개매수 방식을 적용하여 진행하게 된다.

7월 7일까지 주가 변동성은 심할 전망이나, 더욱 확고해질 성장 잠재력

증자가 완료되면 대주주 정몽준 아산재단 이사장의 지분율은 26.19~28.45%로 예상, 지주사에 대한 지배력을 확고해진다. 현대로보틱스는 자회사를 23.52~27.87% 지배, 지주회사 요건을 충족하게 된다. 그룹의 핵심 지주회사로서의 가치는 지분교환이 마무리되면 본격적으로 재평가될 전망이다.

지주회사 전환을 위해 3개 계열사 주주들의 보유지분을 공개매수

4월 1일 인적분할 후 신규·변경상장한 현대중공업 그룹의 지주사는 현대로보티스다. 현대중공업, 현대일렉트릭엔에너지시스템, 현대건설기계 지분을 각각 13.37% 보유하고 있다. 현대로보티스는 12일 공시에서 1조 7,693억원의 유상증자를 결정했다. 3개 자회사 주주들이 소유 주식을 현물출자하면 현대로보티스가 신주를 발행하여 배정하는 방식이다. '독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2' 지주회사 행위제한 요건을 충족하기 위해(상장 자회사 지분 20% 이상 보유), '자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제133조'에 따른 공개매수 방식을 통해 추가 지분을 확보하는 과정이다.

현물출자에 동의한 자회사 주주들의 주식이 공개매수 계획에 미달 시 각 응모주식 수를 모두 현금 매수하게 된다. 유상증자의 절차는 일반공모증자 방식으로 진행되나 청약과 신주배정 대상이 자회사 주주 중 공개매수에 응한 주주들로 한정된다. 현대로보티스는 현대중공업 보통주 820만주, 현대일렉트릭 53만주, 현대건설기계 52만주를 공개매수하며, 현물출자에 참여한 주주들에게 신주 4,382,817주를 주당 403,687원에 배정한다. 각 사별 현물출자 가격은 최근일(6월 9일) 종가(A), 1주 일 평균(B), 1개월 평균(C) 주가의 산술평균($D=(A+B+C)/3$)과 최근일 종가 중 낮은 가격($E=\min(A, D)$)으로 할인없이 적용된다. 현대로보티스 신주발행가액은 2017년 7월 5일~7일의 가중산술평균주가에 할인율을 적용하지 않고 확정된다.

자회사들의 개별 공개매수 청약 경쟁률은 타사의 신주 배정에 영향을 미치지 않으므로, 계열사별로 확정된 공개매수가격과 종가와의 괴리에 따라 각 사별로 청약 경쟁률은 차이가 발생한다. 현대로보티스 신주발행가액과 각 사별 공개매수 수량 변동에 따라 신주발행주식수는 변경된다.

표1 현대로보티스의 유상증자 향후 일정

내용	예정일
신주 발행가 확정일	2017년 7월 7일
일반공모 청약 시작일	2017년 7월 12일
일반공모 청약 종료일	2017년 7월 31일
납입일	2017년 8월 2일
신주 상장 예정일	2017년 8월 14일

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 현대로보티스의 자회사 공개매수 예정수량 및 가격

(주, 원, %)	현대중공업	현대일렉트릭	현대건설기계
발행 주식수	56,665,426	3,710,107	3,584,046
공개매수 예정 보통 주식수	8,200,000	530,000	520,000
6월 12일 종가	177,000	324,500	353,500
공개매수 가격	175,159	316,617	317,647
12일 종가 대비 괴리를	-1.1%	-2.5%	-11.3%

주: 현물출자 가격은 상법 시행령 제14조(현물출자 검사의 면제) 2항에 따라 결정

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대로보틱스 신주발행가액은 확정 전, 3 개 자회사 공개매수가격은 확정

인적분할이 결정된 지난 11월 15일 이후부터 분할 상장 후 예정된 대주주의 지분 스왑(자회사 지분을 현대로보틱스에 현물출자, 지주회사인 현대로보틱스의 신주를 받는 과정)을 타 주주 권리보호를 위한 일반공모 공개매수 방식을 적용한 것이다.

향후 예상 가능한 시나리오는 Case I) 최대주주만이 공개매수에 응할 경우, Case II) 최대주주는 전량 공개매수에 참여하고, 잔여 예정수량이 기타주주로 100% 청약될 경우(경쟁률 1:1), Case III) 공개매수에 응할 수 있는 전체 주식 수 중 계열사(현대미포조선)가 보유한 주식, 자사주, 현대로보틱스가 보유한 계열사 주식을 제외한 전체 주주들이 모두 청약에 참여할 경우로 판단한다.

표3 현대로보틱스의 일반공모 공개매수 시, Case 별 최대주주 및 계열사 보유주식수 추정 – Case I), II), III) 가정

현대중공업 그룹의 최대주주와 지주회사(현대로보틱스)의 회사별 보유 주식수 및 지분율					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	현대로보틱스 보유주식수	현대로보틱스 지분율
현대중공업	56,665,426	5,754,350	10.15	7,573,391	13.37
현대일렉트릭	3,710,107	376,759	10.15	495,859	13.37
현대건설기계	3,584,046	363,958	10.15	479,011	13.37
현대로보틱스	12,040,421	1,222,699	10.15	1,664,931	13.83

Case I) 최대주주만이 공개매수에 응할 경우					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	지주회사 보유주식수	지주회사 지분율
현대중공업	56,665,426	-	-	13,327,741	23.52
현대일렉트릭	3,710,107	-	-	872,618	23.52
현대건설기계	3,584,046	-	-	842,969	23.52
현대로보틱스	15,119,105	4,301,383	28.45	1,664,931	11.01

Case II) 최대주주는 전량 공개매수 청약 신청, 잔여 공개매수 예정수량은 기타주주들로 100% 청약이 이루어질 경우(경쟁률 1:1 기준)					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	지주회사 보유주식수	지주회사 지분율
현대중공업	56,665,426	-	-	15,773,391	27.84
현대일렉트릭	3,710,107	-	-	1,025,859	27.65
현대건설기계	3,584,046	-	-	999,011	27.87
현대로보틱스	16,423,238	4,301,383	26.19	1,664,931	10.14

Case III) 공개매수에 응할 수 있는 전체 주식 중 1) 계열사 보유 주식, 2) 자사주, 3) 현대로보틱스 보유 주식을 제외한 전체 주주들이 모두 청약을 신청할 경우					
(주, %)	발행 주식수	최대주주 보유주식수	최대주주 지분율	지주회사 보유주식수	지주회사 지분율
현대중공업	56,665,426	4,694,321	8.28	15,773,391	27.84
현대일렉트릭	3,710,107	307,033	8.28	1,025,859	27.65
현대건설기계	3,584,046	295,567	8.25	999,011	27.87
현대로보틱스	16,423,238	1,791,144	10.91	1,664,931	10.14

주1: 공개매수 가격은 현대중공업 1주당 175,159원, 현대일렉트릭 1주당 316,617원, 현대건설기계 1주당 317,647원

주2: 현대로보틱스의 신주 발행가액은 1주당 403,687원으로 가정, 확정 발행가액은 2017년 7월 7일 결정

주3: Case III의 경우 계열회사(현대미포조선) 보유 주식 또는 자사주가 공개매수 청약을 신청할 경우 신규 순환출자에 해당

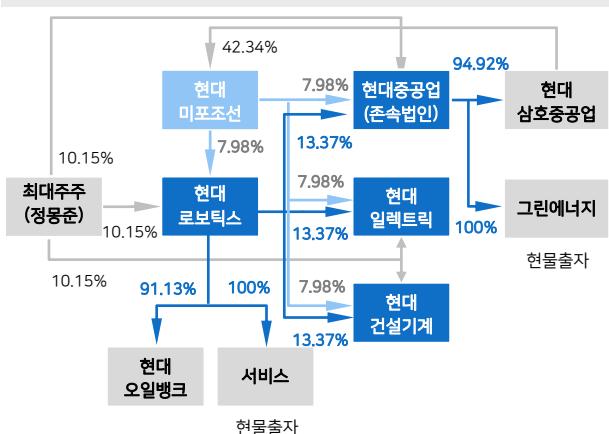
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

7월 7일까지 주가 변동성은 심할 전망이나, 더욱 확고해질 성장 잠재력

Case I)의 경우는 대주주에겐 가장 유리한 경우로 현대로보티스에 대한 대주주 지분율은 28.45%, 현대로보티스가 확보할 자회사 지분율은 23.52%로 추정된다. Case II)는 대주주의 현대로보티스 지분율은 26.19%로 낮아지나, 현대로보티스의 자회사 지분율은 27.65~27.87%로 높아진다. Case III)는 지분스왑을 통해 지주회사의 지배력을 확고히 하려는 대주주에게는 가장 부정적인 경우다. 기타주주들이 모두 공개매수에 응할 경우, 대주주의 지분율은 10.91%에 불과하다.

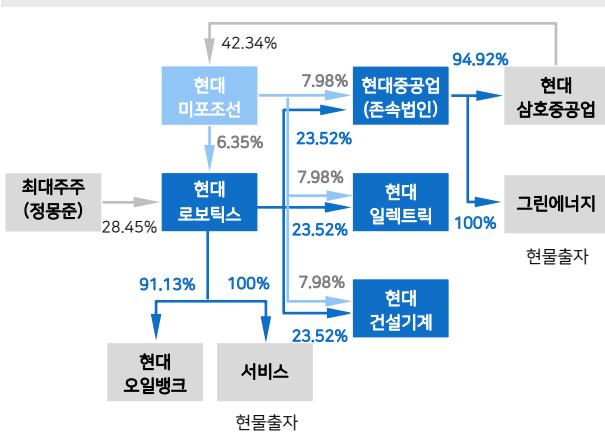
따라서, Case III)의 가능성은 낮추는 것이 지배구조 변화에 유리할 수 있으며, 3개 자회사의 종가가 공개매수가격을 크게 상회하여 현물출자의 메리트가 없는 경우 등이 해당된다고 판단한다. 발행가액이 확정되는 7월 7일까지 주가의 변동성은 계열사 별로 심할 전망이지만, 지분스왑이 마무리되면 지주회사로서 성장 잠재력은 밸류에이션 매력을 더욱 확고히 할 전망이다.

그림1 현대중공업 그룹의 지배구조 현황



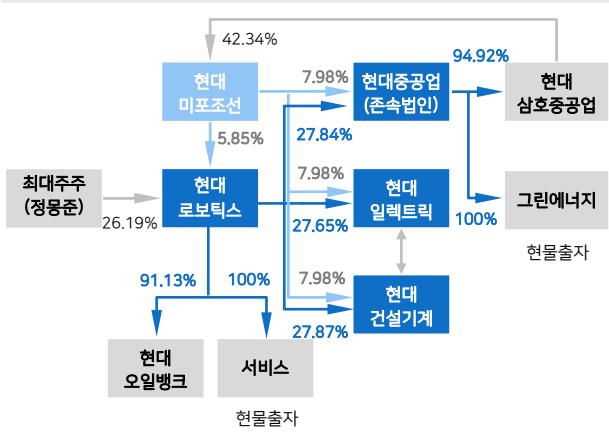
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Case I) 현대중공업 그룹의 지배구조 변화



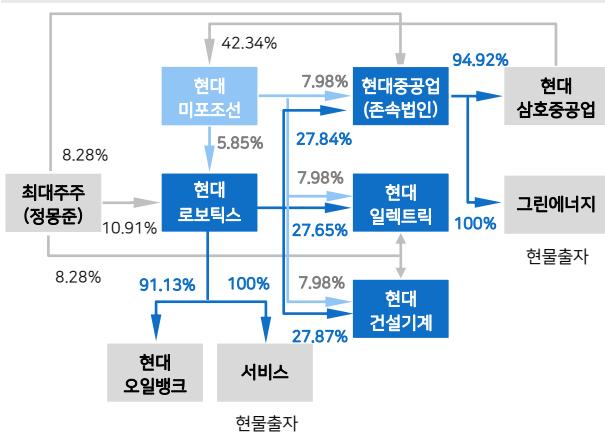
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Case II) 현대중공업 그룹의 지배구조 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Case III) 현대중공업 그룹의 지배구조 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

현대로보틱스(267250)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액			15,769.6	15,647.7	16,956.9
매출액증가율 (%)		N/A	-0.8	8.4	
매출원가		14,295.9	14,221.8	15,264.1	
매출총이익		1,473.7	1,425.9	1,692.8	
판매비와관리비		473.1	469.4	508.7	
영업이익		1,000.6	956.5	1,184.1	
영업이익률 (%)		6.3	6.1	7.0	
금융수익		-98.0	-95.4	-89.2	
종속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익		-35.3	-31.9	-31.9	
세전계속사업이익		867.3	829.2	1,063.0	
법인세비용		216.8	207.3	249.8	
당기순이익		650.5	621.9	813.2	
지배주주지분 순이익		650.5	621.9	813.2	

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름			383.7	907.8	703.4
당기순이익(손실)			650.5	621.9	813.2
유형자산감가상각비			185.6	184.0	182.8
무형자산상각비			18.1	17.3	16.7
운전자본의 증감			-603.6	-42.7	-430.3
투자활동 현금흐름			-343.0	-260.7	-354.2
유형자산의 증가(CAPEX)			-250.0	-249.5	-249.4
투자자산의 감소(증가)			-68.2	8.1	-86.6
재무활동 현금흐름			194.2	-455.3	-302.4
차입금증감			300.0	-350.0	-150.0
자본의증가			0.0	0.0	0.0
현금의증가			893.7	191.8	46.8
기초현금			0.0	893.7	1,085.5
기말현금			893.7	1,085.5	1,132.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		4,852.5	5,013.7	5,717.9	
현금및현금성자산		893.7	1,085.5	1,132.3	
매출채권		1,329.1	1,318.9	1,539.6	
재고자산		2,462.6	2,443.5	2,852.4	
비유동자산		8,797.7	8,835.1	8,969.0	
유형자산		7,186.8	7,252.3	7,318.9	
무형자산		433.6	416.3	399.6	
투자자산		1,043.0	1,035.0	1,121.5	
자산총계		13,650.2	13,848.8	14,686.9	
유동부채		5,291.6	5,024.4	5,158.8	
매입채무		2,108.4	2,092.1	2,267.2	
단기차입금		2,770.7	2,720.7	2,670.7	
유동성장기부채		300.0	100.0	100.0	
비유동부채		2,881.4	2,777.4	2,720.1	
사채		0.0	0.0	0.0	
장기차입금		2,367.5	2,267.5	2,167.5	
부채총계		8,173.0	7,801.9	7,878.9	
자본금		60.2	60.2	60.2	
자본잉여금		0.0	0.0	0.0	
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	0.0	
이익잉여금		650.5	1,220.2	1,981.3	
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	
자본총계		5,477.2	6,046.9	6,808.0	

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS			1,309,723	1,299,594	1,408,334
EPS(지배주주)			54,025	51,653	67,539
CFPS			100,014	96,162	114,905
EBITDAPS			100,014	96,162	114,905
BPS			454,899	502,220	565,428
DPS			0	5,000	5,000
배당수익률(%)			0.0	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER			7.6	8.0	6.1
PCR			4.1	4.3	3.6
PSR			0.3	0.3	0.3
PBR			0.9	0.8	0.7
EBITDA			1,204.2	1,157.8	1,383.5
EV/EBITDA			7.4	7.2	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			11.9	10.8	12.7
EBITDA 이익률			7.6	7.4	8.2
부채비율			149.2	129.0	115.7
금융비용부담률			0.7	0.7	0.6
이자보상배율(X)			9.5	9.1	11.8
매출채권회전율(X)			11.9	11.8	11.9
재고자산회전율(X)			6.4	6.4	6.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 13일 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, 최치현)

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 이용하시는 분은 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	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대로보티스(267250) 투자등급변경 내용