

현대중공업(009540)

매수(유지)

목표주가: 187,000원(유지)

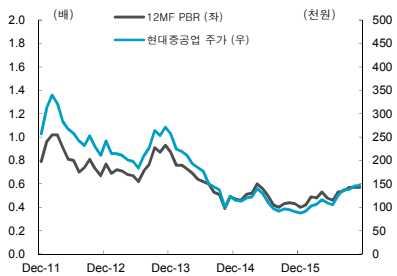
Stock Data

KOSPI(11/15)	1,968
주가(11/15)	146,500
시가총액(십억원)	11,134
발행주식수(백만)	76
52주 최고/최저가(원)	155,500/81,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,343
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/14.8
주요주주(%)	정몽준 외 20인 21.3
	국민연금 7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.3)	43.6	57.4
상대주가(%p)	2.4	43.6	57.6

12MF PBR 추이



자료: WISEIn 컨센서스

회사 분할로 독자생존과 re-rating

4개 핵심 사업부 인적분할, 2개 사업부 현물출자 방식 분사

전일 현대중공업은 4개 사업부 조선해양(가칭 현대중공업)/전기전자(현대일렉트릭앤에너지시스템)/건설기계(현대건설기계)/로봇투자(현대로보틱스) 사업부의 분할 결정을 발표했다[표 1]. 규모가 작은 그린에너지와 서비스 사업은 현물출자 방식으로 분할할 계획이다. 4개 주요 사업부는 인적분할을 택함으로써 전기전자에 5천억원, 건설장비에 4천억원, 로봇투자 사업부에 1.7조원의 순차입금을 배정하게 된다. 분할 기일은 2017년 4월 1일, 인적분할을 통한 재상장은 5월 10일이다.

현대로보틱스에 오일뱅크 지분과 현대중공업 자사주 편입

현대로보틱스에 현대오일뱅크 지분과 오일뱅크가 가진 차입금 2조원, 기존 현대중공업의 자사주 13.4%가 편입된다. 그 외 주식은 모두 현대중공업에 잔존한다. 이로 인해 현대로보틱스가 나머지 3개 회사의 지분 13%를 보유한 상태에서 향후 실질적인 사업 지주사 역할을 할 전망이다. 참고로 현대중공업의 최대주주인 정몽준 회장은 10.2% 지분을 보유하고 있다. 현재 현대중공업 주주는 향후 4개 회사의 주식을 보유하게 되는 개념이다.

현대중공업 존속회사의 재무비율 크게 개선

이번 분할로 현대중공업은 3.4조원의 차입금 감소와 2.1조원의 순차입금 감소는 물론, 상반기 부채비율 117%에서 100% 미만으로 줄일 수 있게 되었다. 이는 동종업계 최상위 수준의 재무비율이다. 이제 조선/육해양 플랜트/엔진 등 본연의 사업에 충실할 수 있는 여건이 마련되었다. 엔진사업도 3분기 누계 영업이익이 2,410억원에 달할 정도로 우량 사업이다. 훌륭한 cash cow로서 이익 기여도가 컸던 오일뱅크와 분리되며 지속 성장 가능성에 의문이 제기될 수 있지만, 생존을 위한 전제조건은 체력구비라는 점에서 긍정적으로 평가된다. 조선업 시황은 2017년 하반기부터 점차 회복될 것으로 예상하는데, 2017년 분할 후 다운사이징에 따른 수익구조 개선과 강화된 체력으로 시장 회복의 수혜를 입을 것이다.

Valuation: 밸류에이션 정상화 예상

분할을 통해 추구하는 바는 모든 사업부의 독자생존과 효율적 성장이다. 별도기준으로 무려 7개 사업부를 보유한 현대중공업은 복합기업으로서 불황에는 최악으로 치달지 않는다는 장점은 있었으나 과도하게 많은 사업부에서 파생되는 비효율성으로 밸류에이션 할인이 지속됐다. 선제적 구조조정과 사업재편으로 밸류에이션 정상화가 예상된다. 분할로 새롭게 태어날 현대중공업과 현대로보틱스를 매수할 수 있는 기회로 판단한다. 분할 후 회사들 가치를 합산한 적정 주당가치는 기존 목표주가와 유사한 수준으로 산출된다[3p 참조].

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	52,582	(3,249)	(1,769)	(32,049)	NM	(2,231)	NM	NM	0.5	(10.9)	-
2015A	46,232	(1,540)	(1,350)	(24,349)	NM	(472)	NM	NM	0.5	(9.3)	-
2016F	39,985	1,498	838	12,733	NM	2,542	11.5	9.2	0.7	5.7	0.7
2017F	38,744	1,570	930	14,131	11.0	2,613	10.4	7.8	0.6	5.8	0.7
2018F	40,818	1,609	941	14,285	1.1	2,660	10.3	7.1	0.6	5.5	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
seungkyun.kang@truefriend.com

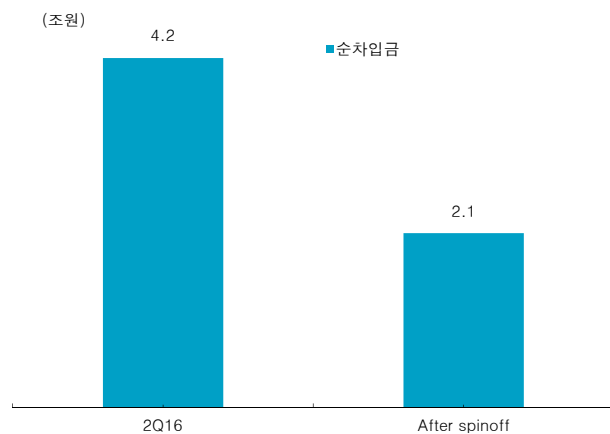
<표 1> 분할회사의 분할 후 상태 비교

(단위: 십억원)

분할 후 상태	현대중공업	현대일렉트릭엔 에너지시스템	현대건설기계	현대로보틱스
자산	22,097	1,997	1,595	4,388
자본	11,299	740	715	2,248
부채	10,798	1,258	881	2,141
자본금	283	19	18	60
2015 매출	19,137	2,687	1,844	466
분할비율	0.75	0.05	0.05	0.16
1. 유동자산	9,219	1,392	1,006	580
1) 현금및 현금성자산	1,592	180	240	360
2) 매출채권 등 기타	7,627	1,212	766	220
2. 비유동자산	12,878	605	589	3,808
1) 투자자산	3,596	-	10	3,768
2) 유형자산	8,550	468	468	16
3) 무형자산	106	58	111	21
4) 기타비유동자산	627	79	1	2
부채	10,798	1,258	881	2,141
1. 유동부채	8,611	490	337	1,082
1) 단기차입금	1,494	107	43	551
2) 매입채무 등 기타	7,117	383	294	530
2. 비유동부채	2,188	768	544	1,059
1) 장기차입금	1,037	260	110	548
2) 사채	283	300	374	505
3) 기타부채	868	209	60	6
자본	11,299	740	715	2,248
1) 자본금	283	19	18	60
2) 자본잉여금	843	651	629	2,341
3) 기타포괄손익 누계액	1,106	70	68	0
4) 기타	9,066	0	0	(153)
자산총계	22,097	1,997	1,595	4,388

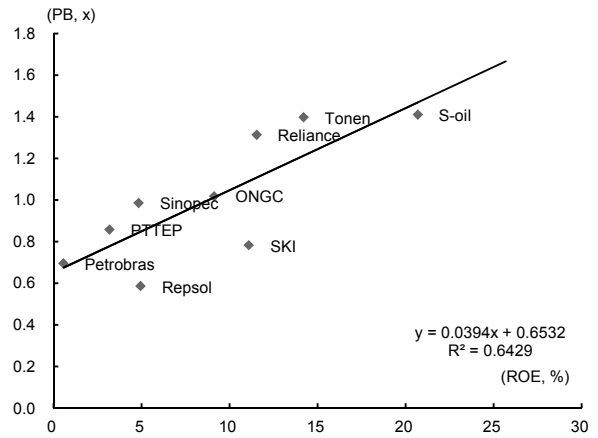
주: 현대로보틱스의 투자자산에 현대오일뱅크 포함. 2016년 3분기 기준 재무상태표
 자료: 현대중공업

[그림 1] 현대중공업 별도기준 순차입금 변화



자료: 현대중공업, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 정유사 PBR-ROE



자료: Bloomberg

현대중공업의 적정가치 산정을 분할 후 존속회사와 분할설립회사 가치를 구분해 산정한 뒤 합산하는 방식으로 구해 보았다. 현대중공업이 보유한 삼호중공업 가치도 합산했다. 현대일렉트릭엔에너지시스템과 현대건설기계는 올 들어 강한 턴어라운드로 영업이익익률 8%대를 시현하고 있으며 ROE는 각각 20.2%, 11.9%로 추정된다. 그러나 작은 외형을 감안해 PBR 0.7배를 일률 적용했다. 현대로보틱스는 현대오일뱅크의 ROE가 14%를 시현하고

있고 실질적인 사업지주사 역할에 따른 할증을 부여해 PBR 1.3배를 적용했다. 이 경우 주당 가치는 188,000원으로 현재 목표주가와 유사하다.

<표 2> 현대중공업 적정가치 산정

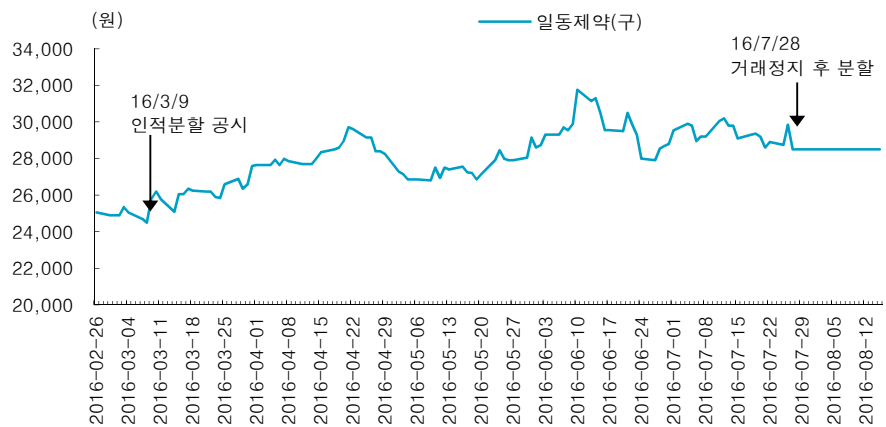
(단위: 십억원)

	현대중공업	현대일렉트릭엔 에너지시스템	현대건설기계	현대로보틱스	삼호중공업 (94.92%)	합계
자본	11,299	740	715	2,248	3,910	18,910
PBR(X)	0.7	0.7	0.7	1.3	0.6	
목표 시가총액	7,909	518	500	2,922	2,346	14,195
적정 주당가치 (원)						187,775

주: 현대중공업은 2016년 3분기 기준 현대삼호중공업 지분 94.92% 보유
자료: 한국투자증권

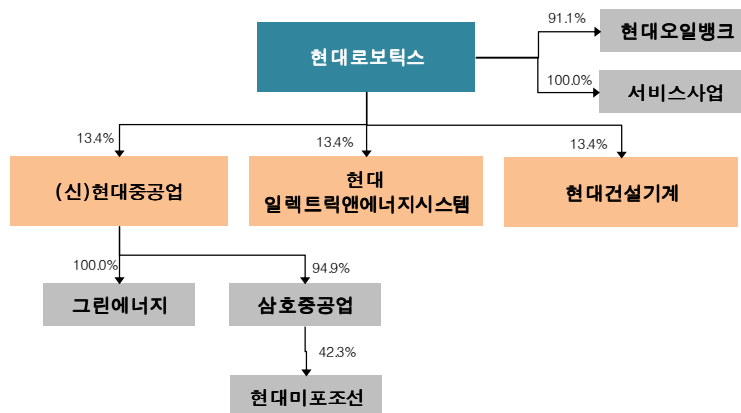
지난 5년간 있었던 인적분할 사례는 신세계(신세계백화점, 이마트), NHN(네이버, NHN엔터테인먼트), 일동제약, 샘표 등의 사례가 있었다. 신세계와 NHN 사례는 각자도생을 통한 경쟁력 제고를 위한 분할이었고 그 외 대부분 사례는 궁극적으로 지주사 전환이 목표였다.

[그림 3] 인적분할 당시 일동제약 주가



자료: FnGuide

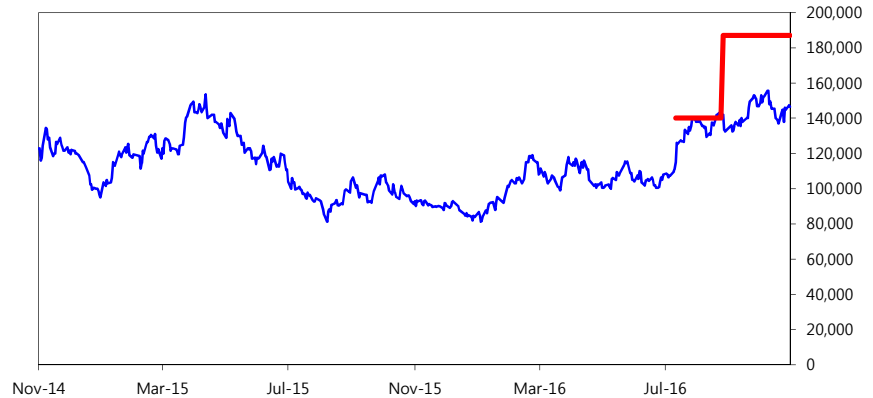
[그림 4] 현대중공업그룹 지분현황



자료: 현대중공업, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대중공업(009540)	2014.12.31	중립	-
	2016.07.27	매수	140,000 원
	2016.09.11	매수	187,000 원



Compliance notice

- 당사는 2016년 11월 15일 현재 현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

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 (2016.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※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.