

매수(유지)

목표주가: 547,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/23)	2,312
주가(5/23)	397,000
시가총액(십억원)	4,780
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	397,000/347,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	87,991
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/15.4
주요주주(%)	현대미포조선 외 4 인
정몽준	11.2
	10.2

현대오일뱅크, 정유업계의 군계일학

본질가치에 집중해야

지주 전환 이전 현대오일뱅크를 둘러싼 우려가 있었지만 본질가치가 핵심이다. 현대오일뱅크에 대한 오너일가의 낮은 지분율 10.2%를 고려할 때 초기 지분스왑(현물출자)이 필수 불가결하다. 지주체제가 완성되면 1) 계열사 연결이익/배당, 2) 현대미포조선 보유 계열사 지분 8% 매입, 3) 중장기 브랜드로얄티 수취 등 NAV 개선 요인이 이어진다는 점에서 점진적 매수를 권한다.

정유사 re-rating 시기의 최대 수혜주

현대오일뱅크는 국내 정유사 중 정유부문의 이익기여도가 가장 높은 순수 정유회사로 최고 수준의 고도화 비율과 중질유탈황 설비를 갖춰 수익성 또한 가장 높다. 그러나 지주사 전환 이전 일부 우려로 인해 본질가치가 가려져 있지만 적정가치는 6.7~9.1조원(100% 지분 기준)이다. 올해 정제마진이 개선되며 국내 정유사가 re-rating 될 것으로 예상되는데 현대오일뱅크도 예외일 수는 없다.

투자의견 매수, 목표주가 547,000원

영업가치 2,657억원, 투자자산 7.5조원, 자사주 6,410억원, 순차입금 1.7조원을 반영한 적정 시가총액은 6.7조원이다. 현대오일뱅크 지분가치는 보수적으로 SK 이노베이션과 S-Oil의 평균 PBR 1.3배를 적용해 6.1조원으로 산정했다(지분율 91.1% 기준). 현대오일뱅크의 높은 정제마진, 설비 고도화, ROE(19%)를 고려할 때 S-Oil과 비교 가능하다. S-Oil의 PBR 1.7배에 할인율 30%을 적용한 PBR은 1.2배로 우리의 목표PBR 1.3배와 큰 차이가 없다.

정유/화학

이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

보험/지주회사

윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

최슬아 3276-5782
seulachoi@truefriend.com

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	12,117	17,621	17,906	18,422	18,577
영업이익(십억원)	1,008	1,367	1,445	1,711	1,731
세전이익(십억원)	897	1,344	1,421	1,712	1,737
순이익(십억원)	519	740	787	967	982
EBITDA(십억원)	NM	NM	NM	NM	NM
순차입금(십억원)	4,480	4,234	3,487	2,661	1,778
영업이익률(%)	8.3	7.8	8.1	9.3	9.3
ROE(%)	13.0	16.1	14.6	15.2	13.3
배당수익률(%)	NM	NM	NM	NM	NM
EPS(원)	51,942	78,215	83,049	101,400	102,993
(EPS 증가율, %)	NM	51	6	22	2
BPS(원)	400,875	485,975	569,340	669,027	774,490
DPS(원)	NM	NM	NM	NM	NM
PER(x)	7.6	5.1	4.8	3.9	3.9
PBR(x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

리포트 작성 목적

- 현대오일뱅크의 정유 업계 내 위치 분석
- 펀더멘털에 기반한 현대오일뱅크의 기업가치 산출
- 현대로보틱스의 지주 전환 이슈 점검

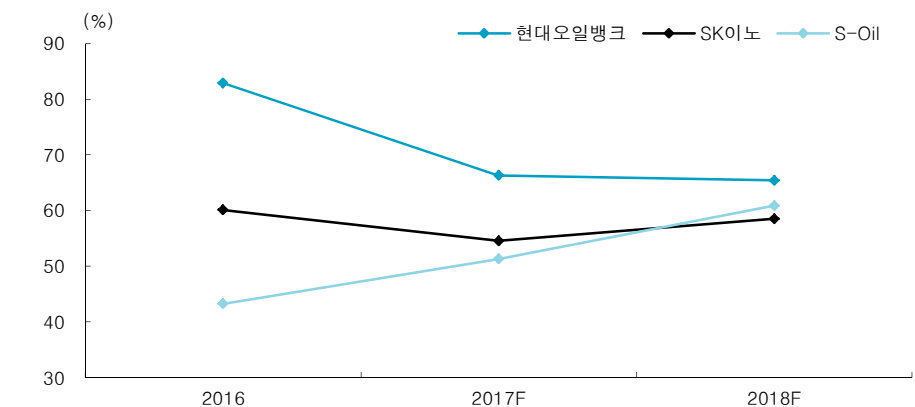
I. 현대오일뱅크 분석

현대오일뱅크, 정유업계의 군계일학

가장 순수한 정유회사

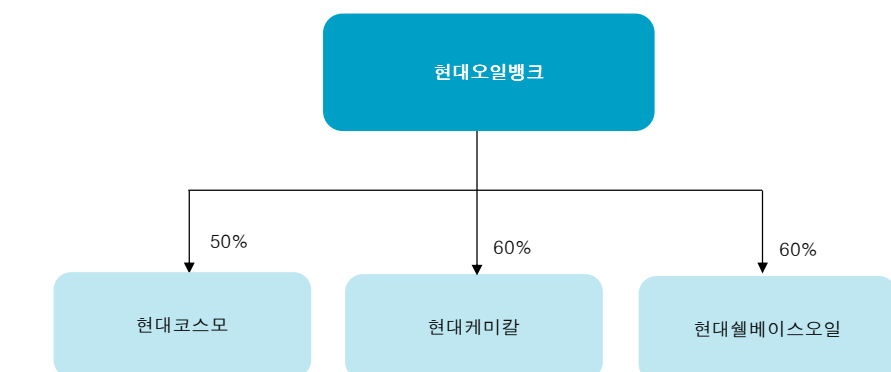
현대로보틱스는 수익구조 관점에서 가장 순수한 정유사다. 작년 4분기에 신규 가동한 condensate splitter를 제외하더라도 정유부문 비중은 S-Oil과 SK이노베이션 대비 높은 수준을 이어갈 것이다. 이는 윤활유와 석유화학 부문을 지분투자 형태로 영위함에 따라 정유부문의 집중도가 상대적으로 높기 때문이다. 윤활유 부문은 Shell과 50:50의 JV 투자로 지분법 대상이고, PX와 Benzene이 주력인 화학부문은 Cosmo Oil의 지분이 40%이며, 신규 가동된 condensate splitter는 롯데케미칼이 40%의 지분을 가지고 있다.

[그림 1] 국내 정유사: 전사 영업이익 대비 정유부문 이익 기여도



자료: 한국투자증권

[그림 2] 현대오일뱅크 지분 소유 현황



자료: 한국투자증권

〈표 1〉 현대오일뱅크 자회사 생산설비 현황

(단위: kbpd)

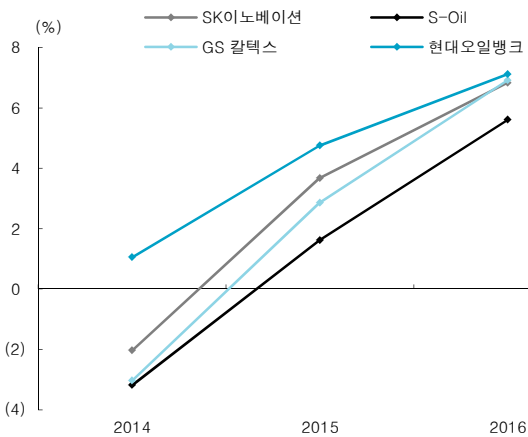
공정과 시설	생산능력
현대셀베이스오일	
LBO 생산시설	
- 윤활기유생산공정(LBO)	20
현대코스모	
BTX 공정(KMTA)	
- 벤젠 생산	250
- 파라자일렌 생산	1,180
현대케미칼	
상압증류공정	130
아로마틱공정	43
LPG 공정	5
항공유공정	31
납사공정	70
경유공정	18

자료: 한국투자증권

최고 수준의 고도화비율

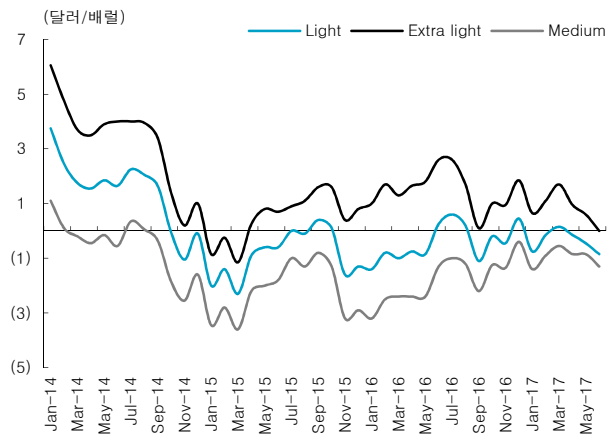
현대오일뱅크의 다른 장점은 고도화비율이 39.1%에 달해 정유부문의 수익성이 타 정유사 대비 높다는 점이다. 원재료인 유가보다 저렴하게 판매되는 Bunker-C 비중이 최소화되어 제품 믹스에 따른 차별화된 마진이 지속될 수 밖에 없다. 또한 S-Oil과 달리 중질유탈항 설비를 갖춰 원유도입을 다각화할 수 있다는 것도 원재료 비용을 낮출 수 있다는 점에서 상대적 우위를 점하고 있다. 예를 들어 올해 평균 사우디 OSP(Official Selling Price; 원유공식판매가격)는 medium이 light 대비 배럴당 평균 0.6달러 낮았는데, 두 유종을 단순 비교 시 정제마진을 0.6달러 높이는 효과가 있다.

[그림 3] 국내 정유업체 정유부문 영업마진 추이



자료: 한국투자증권

[그림 4] 사우디아라비아 아시아향 OSP 추이



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 현대오일뱅크 생산 설비 현황

(단위: kbpd)

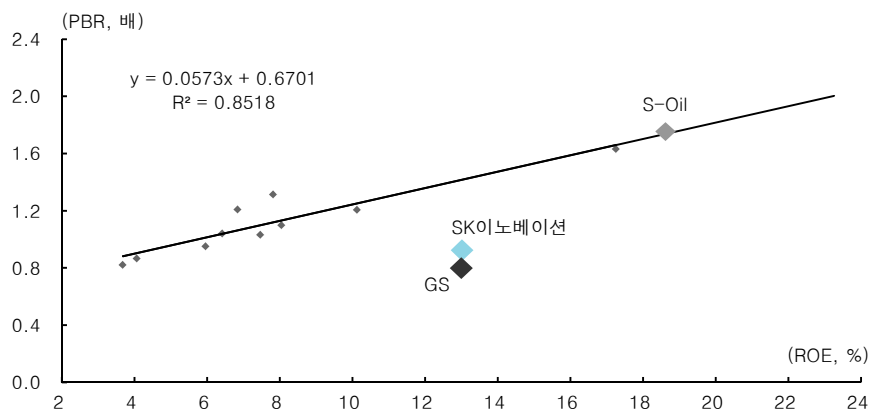
공정과 시설	생산능력
현대오일뱅크	
상압증류공정(CDU)	390
감압증류공정(VDU)	78
LPG 분리시설(LEP)	18
납사/Mogas* 처리시설	
- 납사탈황공정(NHT)	32
- 납사개질공정(PLT)	24
- Mogas 탈황공정(MHT)	34
- 알킬레이트생산공정(ALK)	18
- Mogas 메톡스공정(MMX)	10
등/경유 처리시설	
- 등유탈황공정(KHT/KGHT)	60
- 경유탈황공정(GHT)	124
- 등유메톡스공정(KMX)	22
중질유 탈황/분해시설	
- 수첨분해공정(HCR)	42
- 열분해공정(DCU)	36.5
- 중질유탈황공정(ARDS)	85
- 유동층접촉분해공정(RFCC)	74

자료: 한국투자증권

가장 수익성 높은 정유사가 저평가된 상황

현대오일뱅크가 타 정유사 대비 순수한 정유사로 정유부문 수익 기여도가 가장 높음에도 불구하고 시장의 평가는 지나치게 보수적이다. 2017년 현대오일뱅크의 순이익은 9,520억원(지배주주 순이익 8,333억원), ROE는 19.2%(지배주주 기준 18.4%)로 예상된다. SK이노베이션(ROE 13.6%, PBR 0.83배), S-Oil(ROE 18.9%, PBR 1.7배)과 비교할 때 S-Oil에 가까운 평가가 가능하다.

〈그림 5〉 정유 global peers: ROE - PBR 분석



주: 블룸버그 컨센서스 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

정유사 re-rating 시기의 최 대 수혜주

또 올해에는 국내 정유사들이 해외 peer 대비 크게 저평가된 점이 해소되며 re-rating 될 것이다. 국내 정유사 중 정유부문 수익이 가장 높은 현대오일뱅크도 예외일 수는 없다. 2016년 1분기 이후 원유 가격이 큰 폭으로 상승하며 시장의 관심은 원유 E&P 사업의 비중이 높은 업체에 집중됐다. 그러나 WTI 선물 곡선 상 작년과 같은 유가 상승을 기대하기 어려운 상황이라면, 상대적으로 회복세가 돋보이는 순수 정유사에 대한 관심이 높아질 것이다.

〈표 3〉 현대오일뱅크 실적추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,533	2,814	2,727	3,812	4,285	4,281	4,337	4,533	11,885	17,435	17,720	18,236
영업이익	202	323	124	317	355	317	326	339	966	1,338	1,416	1,682
영업이익률 (%)	8.0	11.5	4.5	8.3	8.3	7.4	7.5	7.5	8.1	7.7	8.0	9.2
순이익	181	240	103	167	268	220	232	232	692	952	1,004	1,200
증가율 (% YoY)												
매출액	(27.8)	(14.3)	(15.0)	26.5	69.2	52.1	59.0	18.9	(8.6)	46.7	1.6	2.9
영업이익	106.4	37.9	(2.5)	86.1	75.8	(1.8)	163.4	7.1	53.4	38.5	5.9	18.8
순이익	59.8	59.8	101.4	36.1	48.3	(8.6)	124.7	38.9	58.0	37.7	5.4	19.6
증가율 (% QoQ)												
매출액	(16.0)	11.1	(3.1)	39.8	12.4	(0.1)	1.3	4.5				
영업이익	18.5	60.0	(61.6)	155.8	11.9	(10.6)	2.9	4.0				
순이익	47.7	32.9	(57.1)	61.6	60.9	(18.1)	5.6	(0.2)				

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 현대오일뱅크 부문별 실적

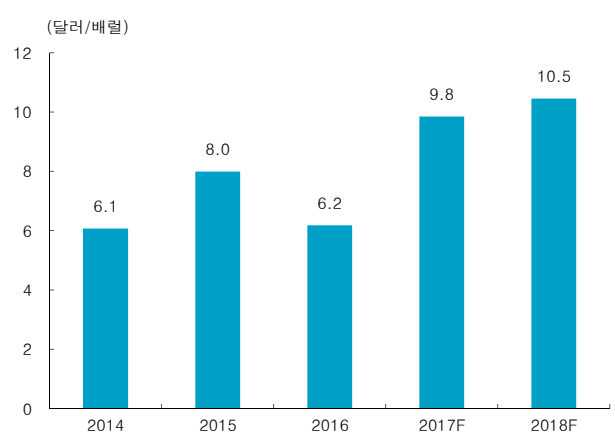
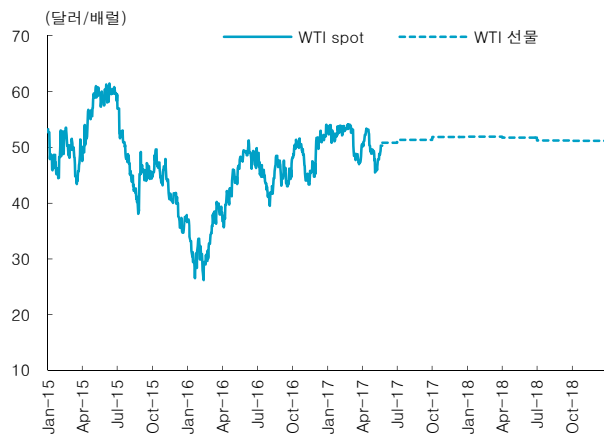
(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,533	2,814	2,727	3,812	4,285	4,281	4,337	4,533	11,885	17,435	17,720	18,236
정유	2,366	2,752	2,664	3,460	3,311	3,305	3,289	3,499	11,242	13,404	13,723	14,159
유평유	121	129	125	124	137	132	137	144	499	550	569	581
석유화학 및 기타	47	(67)	(62)	228	836	844	910	890	144	3,481	3,427	3,496
영업이익	202	323	124	317	355	317	326	339	966	1,338	1,416	1,682
정유	177	285	95	244	230	217	185	255	800	887	926	1,177
유평유	22	24	23	23	25	27	28	27	92	106	105	106
석유화학 및 기타	3	14	6	50	100	73	114	58	73	345	385	399
영업이익률 (%)	8.0	11.5	4.5	8.3	8.3	7.4	7.5	7.5	8.1	7.7	8.0	9.2
정유	7.5	10.4	3.5	7.1	6.9	6.6	5.6	7.3	7.1	6.6	6.7	8.3
유평유	18.5	18.5	18.5	18.5	18.2	20.5	20.1	18.5	18.5	19.3	18.4	18.3
석유화학 및 기타	5.7	(21.0)	(10.2)	21.9	12.0	8.6	12.5	6.5	50.6	9.9	11.2	11.4

자료: 한국투자증권

[그림 6] WTI spot 및 선물 가격

[그림 7] 연간 정제마진 추이



자료: 블룸버그, 한국투자증권

자료: 페트로넷, 한국투자증권

〈표 5〉 정유업체 global peers

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
SK이노베이션	14,091	14.9	8.2	4.9	NM	105.1	92.8	0.8	0.8	0.9	5.3	10.1	18.1	3.7	4.4	6.0
S-Oil	10,354	14.6	8.2	7.5	NM	90.9	30.5	1.7	1.5	1.7	12.3	20.5	23.2	3.0	7.3	6.7
GS	5,705	9.8	6.4	4.7	NM	63.7	71.0	0.8	0.7	0.8	8.1	12.1	18.2	3.0	3.0	2.4
평균		13.1	7.6	5.7	NM	86.6	64.8	1.1	1.0	1.1	8.5	14.2	19.8	3.2	4.9	5.0
해외																
Exxon Mobil	349,913	20.2	38.2	20.9	(49.3)	(51.2)	110.2	1.9	2.2	2.0	9.4	4.6	9.6	3.7	3.6	3.7
Petrochina	198,046	22.4	129.3	20.1	(67.8)	(78.9)	485.0	0.7	0.8	0.7	3.0	0.7	3.4	2.1	0.8	2.2
BP	120,999	NA	1031.3	18.0	NM	NM	5490.2	1.0	1.3	1.3	(6.2)	0.1	6.6	7.7	6.8	6.7
Sinopec	104,030	14.6	12.8	12.6	(32.4)	43.1	14.3	0.7	0.8	0.9	5.1	6.7	7.5	3.8	3.2	4.6
Petrobras	55,928	NA	NA	11.0	NM	NM	NM	0.3	0.8	0.7	(12.4)	(5.9)	5.4	0.0	0.0	3.3
CNOOC	52,399	15.0	NA	14.3	(66.7)	(97.8)	5530.0	0.8	1.0	0.9	5.3	0.2	6.3	6.1	3.2	4.1
Reliance	65,406	10.3	11.1	13.7	4.7	17.1	1.6	1.1	1.3	1.5	11.3	12.0	11.2	1.2	0.8	0.9
ONGC	34,535	14.3	13.0	10.7	(30.8)	(23.0)	47.6	1.5	1.0	1.1	10.4	7.7	10.5	3.1	2.8	3.8
Repsol	25,241	NA	13.8	11.1	NM	NM	17.2	0.5	0.6	0.7	(5.0)	5.8	6.4	NA	5.0	5.4
PTTEP	10,868	NA	37.9	14.8	NM	NM	131.6	0.6	1.0	0.9	(8.7)	2.9	6.2	5.2	2.2	3.3
Thai Oil	4,518	11.1	6.9	9.7	NM	74.2	(24.1)	1.5	1.4	1.3	13.9	21.3	14.5	4.1	5.1	4.5
Tonon	15,035	NA	NA	8.4	NM	NM	NM	0.6	0.7	0.8	(13.6)	(16.2)	10.3	3.7	3.4	2.9
IRPC	3,027	9.3	10.0	10.1	NM	4.3	5.6	1.2	1.2	1.2	13.1	12.4	12.6	5.1	3.9	4.0
평균		14.7	130.4	13.5	(40.4)	(14.0)	1073.6	0.9	1.1	1.1	2.0	4.0	8.5	3.8	3.2	3.8

주: 2017년 5월 23일 종가 기준, 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

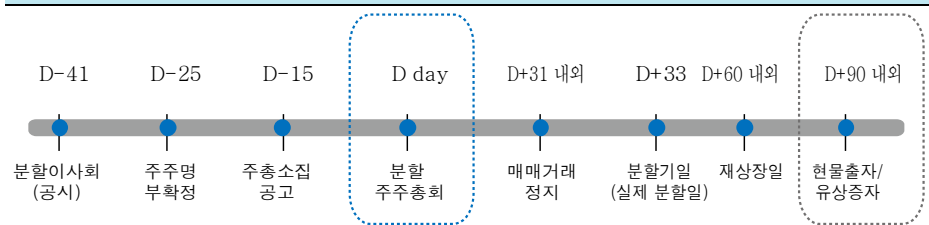
2. 지주 전환 이슈 점검

지주회사 전환을 위한 지분스왑 과정

6월 1~2주 지분스왑 예상

우리는 6월 10일을 전후해 오너-현대로보틱스 간 지분스왑(현물출자/유상증자)이 이루어질 것으로 예상한다. 일부에서는 현대로보틱스의 주가 상승으로 지분스왑 시기가 연기될 것으로 보지만, 현대로보틱스에 대한 오너일가 지분이 10.2%에 불과하다는 점에서 지분스왑은 빠르게 진행될 것이다. 현재와 같은 불안정한 지배구조를 장기간 유지할 경우 의미있는 지분을 취득하는 주주가 등장할 수 있기 때문이다. 대부분의 지주전환 사례와 같이 지분스왑은 5월 10일 재상장 후 한달이 되는 6월 1~2주에 진행될 가능성이 높다.

[그림 8] 지주회사 전환 발표 이후 현물출자까지 기간



자료: 한국투자증권

현대미포조선이 보유한 현대로보틱스 지분 8%의 향방

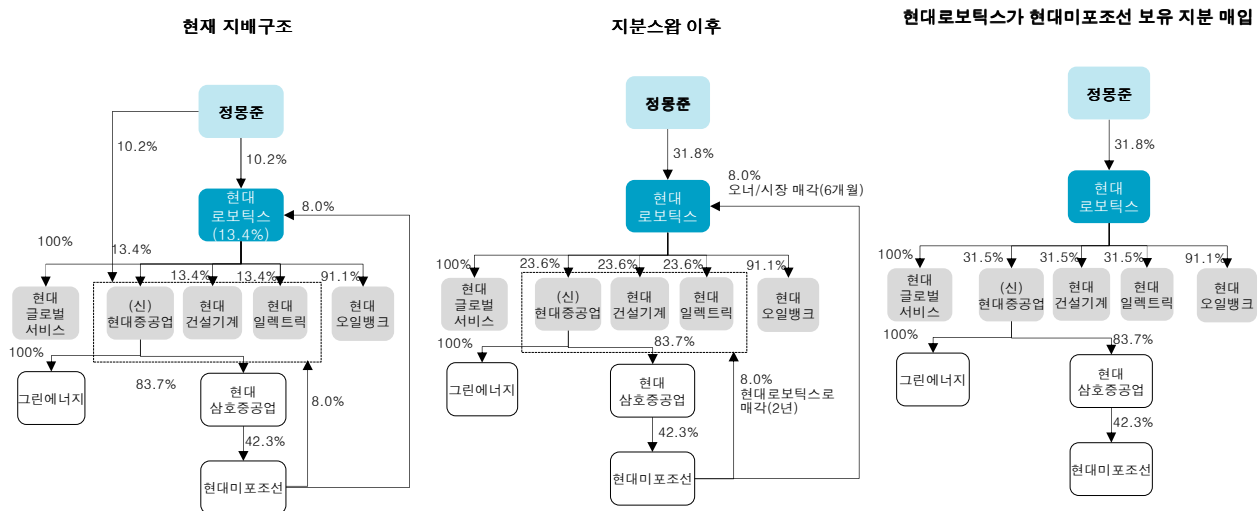
현대로보틱스 8% 지분 오버행 우려 과해

현재 현대미포조선이 보유하고 있는 현대로보틱스 지분 8.0%는 신규순환출자에 해당돼 6개월 이내에 처분해야 한다. 현대미포조선이 지분스왑 이전에 장내 매도할 것이라는 우려가 있지만 우리는 부정적이다. 오너일가 지분이 10.2%에 불과한 상황에서 8%의 지분을

장내 매도하는 것은 경영권 확보 차원에서 부담이 크기 때문이다. 매도가 불가피하다면 장기 보유가 가능한 전략적 투자자가 우선이 될 것이다.

현대미포조선 입장에서도 실익이 별로 없다. 오너-현대로보틱스 간 지분스왑이 마무리되면 1) 계열사 연결이익/배당 반영, 2) 현대미포조선 보유 지분 8% 매입, 3) 계열사 배당 수익, 4) 브랜드 로얄티 수취 등으로 현대로보틱스 주가는 리레이팅될 가능성이 높다. 그룹 입장에서도 현대로보틱스 가치가 정당하게 평가 받은 시기에 매도해 충분한 재원을 확보하는 것이 유리하다.

[그림 9] 향후 지배구조개편 방향



자료: Dart, 한국투자증권

이 같은 예측에도 불구하고 현대로보틱스 지분 장내 매도가 현실화 된다면 우리는 적극 매수에 나설 것을 권하는데, 많은 투자자가 오버행 지분 처분을 기다리는 상황에서 주가는 매각 시점을 변곡점으로 반등, 빠르게 안정화 구간에 진입하기 때문이다. 따라서 일부에서 제기하는 지분스왑 이전 지분 매각, 주가 부진 의견에 대해서는 부정적이다. 지난 2월 신동주 회장의 롯데쇼핑 지분 5% 매각에서 확인하듯이 기업가치의 방향성이 뚜렷하면 주가는 단기 조정 후 본질가치를 회복한다.

[그림 10] 롯데쇼핑 주가 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

현대오일뱅크, 현대로보틱스의 지주 전환을 위한 지렛대

현대오일뱅크, 현대로보틱스 지주 전환을 위한 지렛대

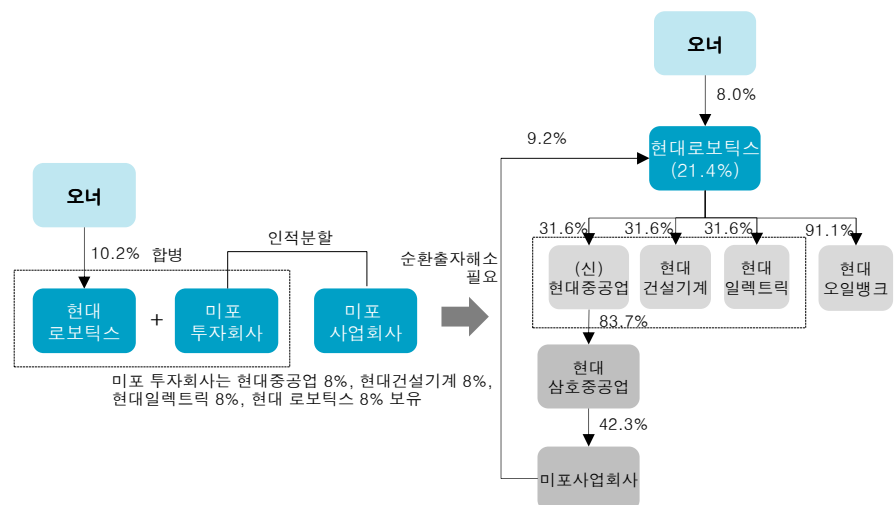
현대미포조선이 보유한 현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분 8%는 기존 순환출자에 해당돼 유예기간을 포함, 총 4년(2년+2년) 내에 해소해야 한다. 신 정부의 지주회사 지분 요건이 상장사 30%, 비상장사 50%로 강화될 공산이 커 현대로보틱스는 지분스왑 후 해당 지분을 머지않은 시점에 매입할 가능성이 높다. 현재 3개 사 지분 매입을 위해서는 약 9,537억원이 필요한데, 자회사 기업가치가 우상향 기조에 있다면 지분 매입 시기를 늦추는 게 실익이 없기 때문이다. 지분스왑 후 현대로보틱스에 대한 오너일가 지분이 31.8%로 높아진다는 점에서 현대로보틱스로서는 계열사 지분을 충분히 확보하고 자회사가 배당을 늘리는 방안이 유리하다.

우리는 기존과 같이 현대오일뱅크의 특별배당이 지분 매입 재원으로 쓰일 가능성을 열어 두고 있다. 현대오일뱅크의 지배주주자본 4.5조원, 이익잉여금 2.5조원을 고려할 때 특별배당 재원이 충분하다고 판단하기 때문이다. 현대오일뱅크는 이미 설비 고도화를 마쳐 추가 투자가 필요하지 않다는 점에서 특별배당 결정에 큰 어려움이 없다. 완전 자회사에 상응하는 지분 91.1%를 보유해 배당소득세 부담도 상대적으로 적다.

현대미포조선이 보유한 계열사 지분(현대중공업 8%, 현대로보틱스 8%, 현대일렉트릭 8%, 현대건설기계 8%)을 인적분할해 현대로보틱스와 합병하는 방안도 제기될 수 있다. 그러나 현재 오너일가의 현대로보틱스 지분이 10.2%에 불과한 상황에서 현대로보틱스-현대미포조선 투자회사가 합병할 경우 오너일가의 지분이 8%로 낮아져 희석된다는 점에서 후순위로 판단한다. 현대삼호중공업과 현대로보틱스 간 순환출자가 유지된다는 점도 고려할 필요가 있다.

현대로보틱스가 지분 매입을 위해 금융권에서 약 1조원을 차입할 수도 있으나, 이자비용을 감안할 때 실현 가능성은 높지 않다. 정확한 방향을 예단할 수 없지만 현대로보틱스의 지분 확보가 현실화되면 이익체력과 배당재원이 개선된다는 점에서 긍정적으로 평가한다.

[그림 11] 현대미포조선 투자회사 인적분할 후 현대로보틱스 합병



자료: 현대중공업, 한국투자증권

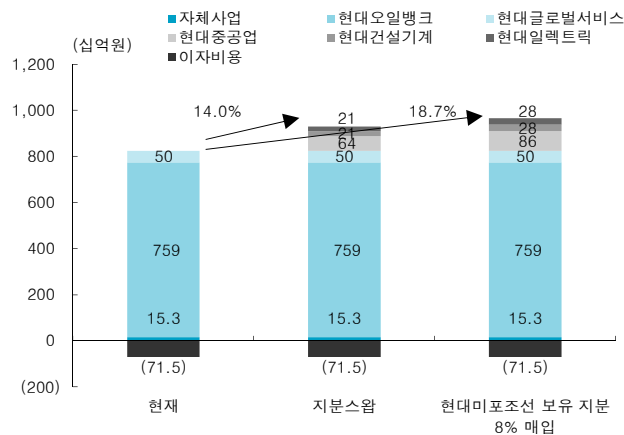
지주 전환 이후 리레이팅 본격화

지배주주 순이익 7,420억원,
PER 6.5배

현대로보틱스의 2017년 매출은 17.6조원(+45.4% YoY), 영업이익은 1.4조원(+35.6%), 지배주주 순이익은 7,402억원(+42.6%)으로 추정한다. 최근 주가 상승에도 올해 PER은 6.5배에 불과해 지주회사 중 밸류에이션 매력에 높다. 지배주주 순이익이 오너일가의 지분 스왑 시 8,455억원 현대미포조선이 보유한 자회사 지분 8% 매입 시 8,812억원으로 증가한다는 점에서 실적 추정치는 상향될 전망이다. 투자자산은 8.6조원에서 9.9조원으로 늘어날 전망이다.

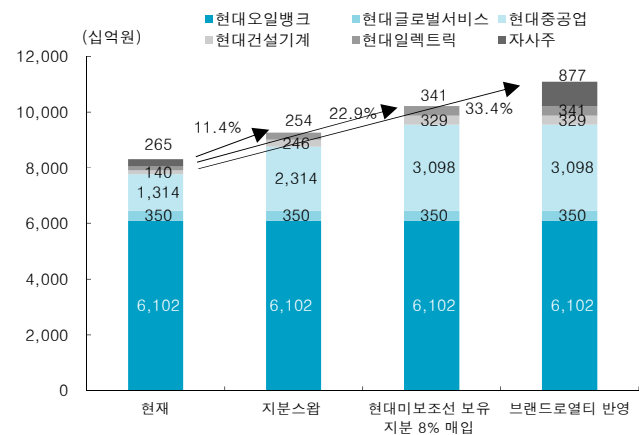
오너일가의 현대로보틱스 지분이 30% 내외로 상승하면 브랜드 로열티 수취가 가능하다는 점도 NAV 상승 요인이다. 현대중공업 그룹의 연간 매출을 47.6조원, 브랜드수수료를 30bp로 가정하면 현대로보틱스의 브랜드 로열티는 8,767억원으로 추정된다(10% 할인율 가정). 이러한 과정이 지분스왑을 변곡점으로 순차적으로 진행될 것으로 예상된다는 점에서 우리는 현 구간에서 투자에 나서야 한다고 생각한다.

[그림 12] 현대로보틱스의 이익구조 분해



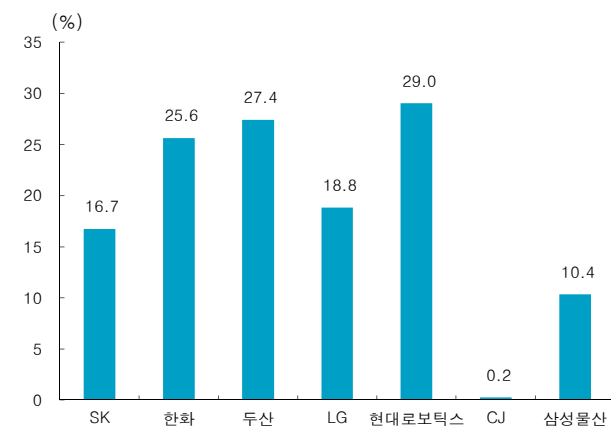
주: 세전이익 기준
자료: 현대중공업, 한국투자증권

[그림 13] 추가 개편 이후 현대로보틱스의 NAV 변화



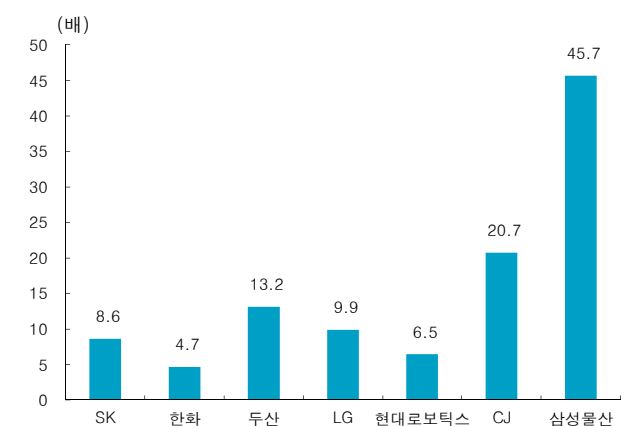
자료: 현대중공업, 한국투자증권

[그림 14] 지주사 할인율 비교



주: 지분가치에 할인율 적용
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 15] 지주사 PER 비교



자료: Quantwise, 한국투자증권

3. Valuation

투자의견 매수, 목표주가 547,000원

현대오일뱅크 지분 91.1%의
적정가치 6.1조원

현대오일뱅크 지분가치를 작년 4분기 지배주주자본 5.2조원에 PBR 1.3배를 적용한 6.1조원(지분을 91.1% 기준)으로 산정했다. PBR 1.3배는 SK이노베이션과 S-Oil의 평균이다. 완전 자회사 격인 현대오일뱅크에 대한 인위적 할인에 부정적이지만 상장 이후 30% 할인을 가정해도 큰 차이가 없다. 현대오일뱅크 상장 시 높은 정제마진, 설비 고도화, ROE를 고려할 때 S-Oil과 비교 가능할 것이다. S-Oil의 PBR 1.7배에 30% 할인을 적용하면 1.2배로 우리가 적용한 1.3배와 유사하다. 극히 보수적으로 PBR 1배를 적용해도 현대로보틱스의 지분가치는 4.7조원으로 현 시가총액 4.8조원과 유사하다. 계열사 지분, 현대글로벌서비스, 자체사업 가치 등이 반영되지 않은 수준이다.

현대로보틱스에 대한 목표주가 547,000원을 유지한다. 영업가치 2,657억원, 상장주식 1.1조원, 비상장 주식 6.4조원, 자사주 6,410억원, 순차입금 1.7조원을 반영한 적정 시가총액은 6.7조원(NAVS 560,000원)이나 변동 폭이 10% 이하여서 현 목표주가를 유지한다. 목표주가 기준 상승여력은 42.1%로 지분스왑 이후 NAV 개선 요인이 발생할 것으로 판단한다.

〈표 16〉 현대로보틱스 NAV

(단위: 십억원)

	시가총액/장부가액	지분율	Worst	Base	Best	Assumption
영업가치(A)			190	266	380	
영업이익			15	15	15	Worst는 2017년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 50% 할인 Base는 2017년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 30% 할인 Best는 2017년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 24.8배 적용
적정 PER			12	17	25	
투자자산가치 (C)			6,703	8,211	11,046	
상장 관계회사 주식			1,118	1,118	1,598	Worst, Base: 30% 할인 적용 / Best: 20% 할인적용
(신)현대중공업	9,803	13.4	920	920	1,314	
현대일렉트릭	1,078	13.4	101	101	144	
현대건설기계	1,041	13.4	98	98	140	
비상장 관계회사 주식			4,944	6,452	8,808	
현대글로벌서비스	125	100.0	250	350	500	Worst는 2017년 추정 실적에 PER 5배 Base는 2017년 추정 실적에 PER 7배 Best는 2017년 추정 실적에 PER 10배
현대오일뱅크	5,152	91.1	4,694	6,102	8,308	Worst는 2017년 자기자본에 GS의 PBR 0.7배 적용 Base는 20107년 자기자본에 S-oil/SK이노베이션의 평균PBR 1.3배 Best는 2017년 자기자본에 글로벌 peer의 ROE/PBR regression PBR 1.77배 적용
유형자산가치			641	641	641	
투자부동산						
매각예정비유동자산						
자기주식	4,780	13.4	641	641	641	
순차입금 (E)			1,739	1,739	1,739	
차입금			2,042	2,042	2,042	
현금성자산			302	302	302	
NAV (F)=(A)+(B)+(D)-(E)			5,153	6,737	9,686	
보통주식수 (G)			12,040,422	12,040,422	12,040,422	
보통주 자사주			1,613,416	1,613,416	1,613,416	
NAVS (H)=(F)/(G)			428,000	560,000	804,000	
현재주가			397,000	397,000	397,000	
상승여력(%)			7.8%	41.1%	102.5%	
할인율			7.2%	29.1%	50.6%	

주: 현대글로벌서비스 장부가는 2016년 4Q 장부가 기준, 현대오일뱅크 장부가는 4Q Forward 지배주주 자본 기준
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

지주회사 및 경영컨설팅 서비스업 및 산업용 로봇제조업을 영위하는 회사. 현대중공업의 투자, 로봇 사업부문을 인적 분할해 신설된 법인. 현대오일뱅크 지분 91.3% 보유.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,835	4,915	5,535	6,476	7,515
현금및현금성자산	659	1,019	1,678	2,523	3,447
매출채권	1,284	1,309	1,309	1,309	1,309
재고자산	1,892	2,496	2,467	2,504	2,558
비유동자산	8,686	8,918	9,216	9,508	9,794
투자주식	975	994	994	994	994
유/무형자산	7,574	7,792	8,091	8,383	8,668
기타 비유동자산	137	132	132	132	132
자산총계	12,521	13,833	14,751	15,985	17,309
유동부채	4,546	5,120	5,084	5,147	5,232
단기차입금	2,471	2,902	2,863	2,912	2,983
선수금	105	112	112	112	112
매입채무	1,971	2,078	2,076	2,089	2,102
비유동부채	3,148	2,862	2,812	2,782	2,752
장기차입금	2,668	2,352	2,302	2,272	2,242
기타	480	511	511	511	511
부채총계	7,694	7,982	7,896	7,929	7,984
자본금	60	60	60	60	60
기타자본항목	3,815	4,117	4,117	4,117	4,117
이익잉여금	-	15	15	15	15
비지배지분	951	1,045	1,126	1,222	1,324
자본총계	4,827	5,851	6,855	8,055	9,325
부채 및 자본총계	12,521	13,833	14,751	15,985	17,309
부채비율	159%	136%	115%	98%	86%

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익	NM	NM	NM	NM	NM
유형자산감가상각비	NM	NM	NM	NM	NM
무형자산상각비	NM	NM	NM	NM	NM
자산부채변동	NM	NM	NM	NM	NM
기타	NM	NM	NM	NM	NM
투자활동현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
유형자산투자	NM	NM	NM	NM	NM
유형자산매각	NM	NM	NM	NM	NM
투자자산순증	NM	NM	NM	NM	NM
무형자산순증	NM	NM	NM	NM	NM
기타	NM	NM	NM	NM	NM
재무활동현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
자본의증가	NM	NM	NM	NM	NM
차입금의순증	NM	NM	NM	NM	NM
배당금지급	NM	NM	NM	NM	NM
기타	NM	NM	NM	NM	NM
기타현금흐름	NM	NM	NM	NM	NM
현금의증가	NM	NM	NM	NM	NM

주: K-IFRS (연결) 기준,
최종 분할비율은 5/10 확정됨에 따라 주당 가치는 변경될 수 있음

손익계산서

(단위: 십억원)

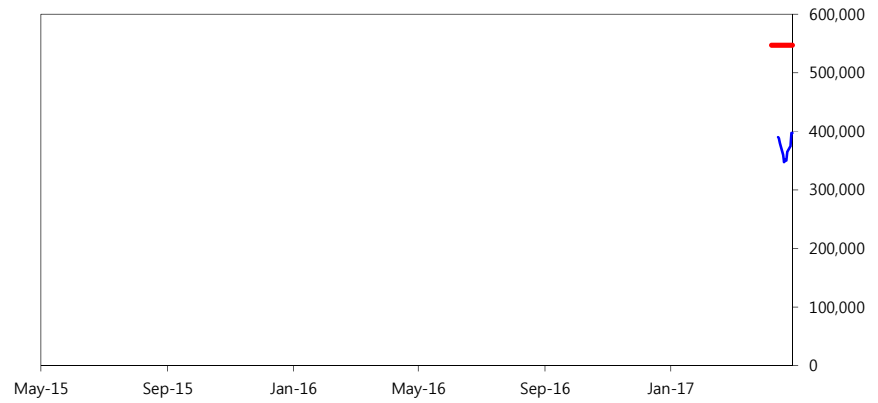
	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	12,117	17,621	17,906	18,422	18,577
매출원가	10,596	15,625	15,819	16,050	16,180
매출총이익	1,521	1,996	2,086	2,372	2,398
매출총이익률	12.6	11.3	11.7	12.9	12.9
판매관리비	513	629	641	661	666
판매비율	4.8	4.0	4.1	4.1	4.1
영업이익	1,008	1,367	1,445	1,711	1,731
영업이익률	8.3	7.8	8.1	9.3	9.3
영업외손익	(111)	(108)	(111)	(89)	(84)
금융수익	0	(27)	(23)	(9)	(4)
금융비용	0	(43)	(43)	(44)	(45)
기타이익	0	64	58	67	68
세전계속사업이익	897	1,344	1,421	1,712	1,737
법인세비용	272	403	421	491	497
법인세율	30.3	29.9	29.6	28.7	28.6
당기순이익	625	942	1,000	1,221	1,240
비지배주주 순이익	46	119	125	150	152
지배주주 순이익	519	740	787	967	982
EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM

주요 투자지표

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	51,942	78,215	83,049	101,400	102,993
BPS	400,875	485,975	569,340	669,027	774,490
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	NM	45.4	1.6	2.9	0.8
영업이익증가율	NM	35.6	5.7	18.4	1.2
순이익증가율	NM	50.6	6.2	22.1	1.6
EPS증가율	NM	50.6	6.2	22.1	1.6
EBITDA증가율	NM	NM	NM	NM	NM
수익성(%)					
영업이익률	8.3	7.8	8.1	9.3	9.3
순이익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EBITDA Margin	NM	NM	NM	NM	NM
ROA	5.0	6.8	6.8	7.6	7.2
ROE	13.0	16.1	14.6	15.2	13.3
배당수익률	NM	NM	NM	NM	NM
배당성향	NM	NM	NM	NM	NM
안정성					
순차입금(십억원)	4,480	4,234	3,487	2,661	1,778
차입금/자본총계비율(%)	92.8	72.4	50.9	33.0	19.1
Valuation(X)					
PER	7.64	5.08	4.78	3.92	3.85
PBR	0.99	0.82	0.70	0.59	0.51
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대로보틱스(267250)	2017.05.04	매수	547,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 24일 현재 현대로보틱스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대로보틱스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.