



현대중공업지주 (267250)

2Q Review. 하반기 세가지 변화

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

Buy(유지)

목표주가(유지): 87,000원

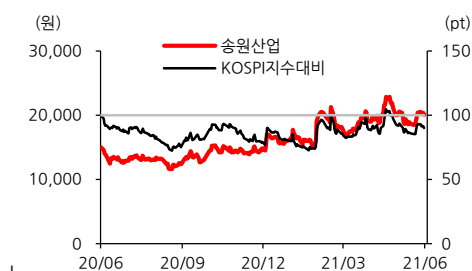
현재 주가(6/7)	69,700원
상승여력	▲30.7%
시가총액	4,776억원
발행주식수	24,000천주
52 주 최고가 / 최저가	22,850 / 11,600원
90 일 일평균 거래대금	95.8억원
외국인 지분율	17.1%
주주 구성	
송원물산 (외 8 인)	35.6%
RedTulipInvestments (외 1 인)	9.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.2	13.7	37.2	32.7
상대수익률(KOSPI)	-4.9	6.3	18.8	-16.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	18,911	26,573	30,061	30,119
영업이익	-597	1,340	1,749	1,770
EBITDA	181	2,211	2,641	2,662
지배주주순이익	-609	288	724	719
EPS	-7,622	3,644	9,167	9,106
순차입금	8,359	10,904	11,958	12,933
PER	-7.4	19.1	7.6	7.7
PBR	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	70.8	7.4	6.6	6.9
배당수익률	6.5	5.3	5.3	5.3
ROE	-8.1	4.1	10.2	9.5

주가 추이



2Q Review: 조선 일회성 제거 시, 정상적인 이익 수준

2Q 영업이익은 1,846억원(QoQ -66%, YoY +77%)으로 컨센서스 3,437억원을 하회했다. 2Q 일회성(유가 +900억원, 조선 -1,900억원) 제거 시, 분기 이익 체력은 2,850억원 수준이었다.

1) 오일뱅크(지분 74%): OP 2,657억원을 기록했는데, 정유 909억원, 화학 737억원, 운할기유 921억원을 기록했다.

=> 3Q OP 2,122억원 추정: 정유 이익은 대부분 유가 상승 효과로 감익 예상되며, 화학은 BZ/PX 회복에 높은 이익 지속, 운할 실적은 글로벌 재가동 시작에 소폭 감익될 것이기 때문

2) 건설기계(지분 33%)/일렉(지분 37%)/글로벌(62%)/로봇(100%): 합산 OP 1,236억원(QoQ +53억원)을 기록했다. 건설기계는 재료비 인상에도 경기회복 기대감에 강세지속, 일렉트릭은 성수기 진입 및 수익성 중심 선별 수주효과로, 글로벌서비스 유류/친환경 매출 증가세 지속되었기 때문이다. 로봇틱스는 디스플레이용 FPD로봇 부진에 3분기 연속 적자인데, 신규 솔루션사업 정착시 실적 개선 기대된다.

3) 한국조선해양(지분 31%): 2Q 후반기 상승에 따른 충당금 인식 등 -1.1조원의 일회성 비용이 발생하며 지배순이익 -6,287억원을 기록했기 때문인데, 향후 후반기 조정시, 이익으로 돌아올 것이다.

=> -1,943억원 손실이 동사(지주) 매출/영업/순이익에 반영됨

하반기 3가지 변화

1) 정유 시장 개선: 정제유 수요는 회복세이며, 연말로 갈수록 휘발유/항공유 수요 정상화를 기대한다.

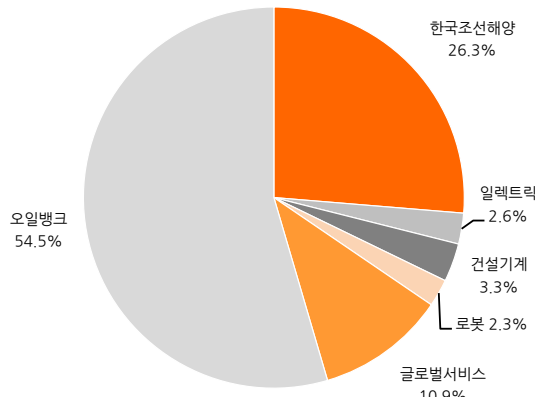
2) HPC 완공: 11월부터 연 매출 2조원 이상의 "특수 NCC"가 가동될 예정이다. 기존 NCC 보다 원가 경쟁성 높아, 영업이익률은 시황에 따라 15~35%(OP 3000~7000억원) 수준일 것으로 기대된다.

3) 한국조선해양 상장: 올 하반기(3Q 예상) 상장 예정이다. 계획되어 있었고, 현재 지분법 자회사라 분할 영향은 제한적일 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 8.7만원(유지)

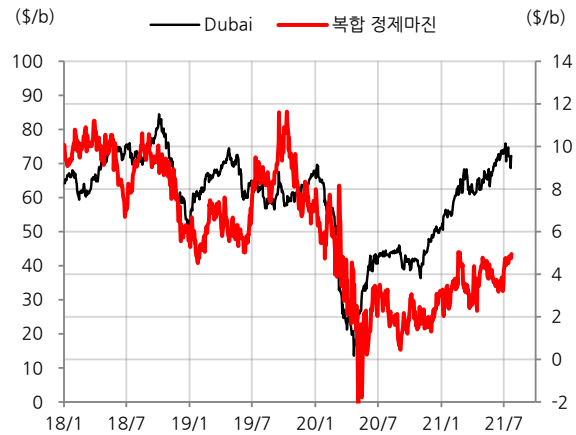
실적은 예상치를 부합했고, SOTP Valuation 변화 없어 TP를 유지한다. 실적과 함께 중간배당도 발표했는데, DPS 1,850원(시가배당률 2.7%)을 지급한 것으로 보아 연말에도 최소 1,850원의 추가 배당이 예상된다.

[그림1] 현대중공업주 NAV 내 기여도 분석(SOTP)



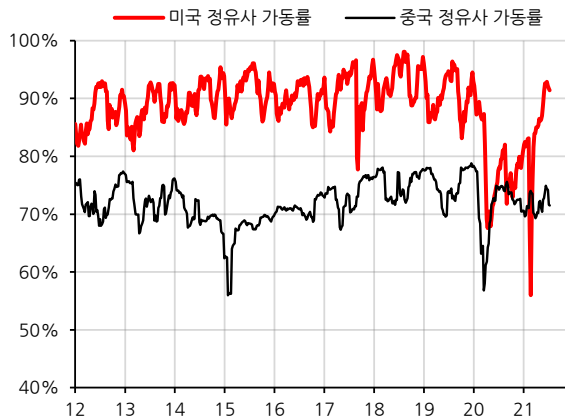
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 정제마진 회복 중. 유가는 유지 예상



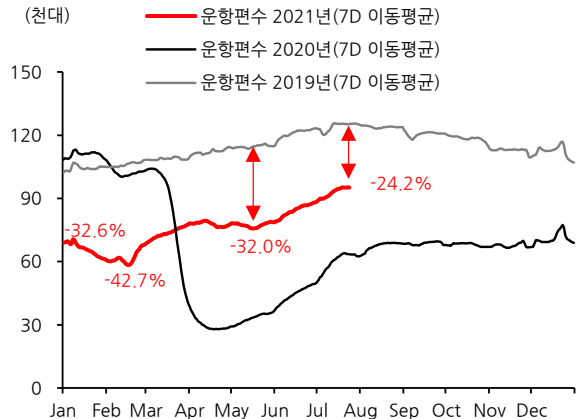
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 정유 가동률: 미국(수요 회복), 중국(수출 쿼터 소진)



자료: 한화투자증권 리서치센터

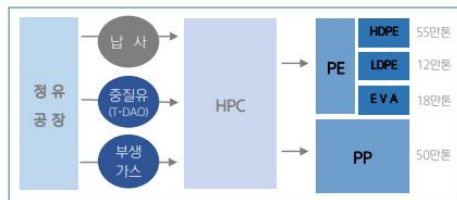
[그림4] 글로벌 항공 운항편수, 회복 중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] HPC 프로젝트, 2021.11. 상업가동 목표

• 공정 및 제품 개요

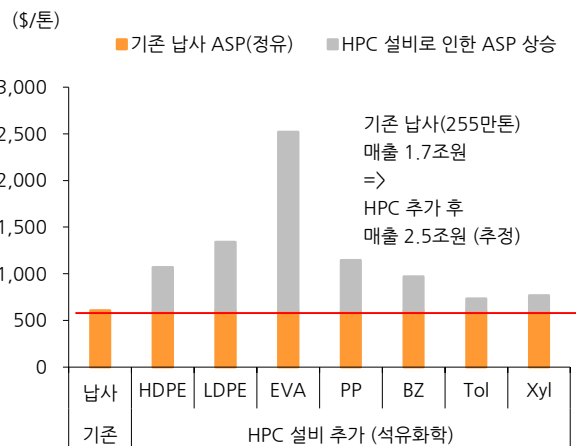


• 공정 진행율 : 94% (21.6월말 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] HPC 추가로 인한 ASP 추가 효과 (2Q21 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 현대중공업지주 SOTP Valuation

(단위: 십억 원)

	지분율	장부가	'21 EBITDA	평가액	비고
투자자산가치(+)				9,532.4	
현대오일뱅크	74.1%	2,403.5	1,468.1	5,995.4	8.1조원 평가(사우디 아람코: 17.0% = 1.37조원에 매각)
한국조선해양	31.0%	3,713.0		2,891.4	
현대건설기계	33.1%	427.8		358.2	시가총액(7/23) x 지분율
현대일렉트릭	36.1%	323.3		287.3	
영업가치(+)				1,458.8	
현대중공업지주			13.6	256.0	8배 적용, 2021년 매출 5,000억원, OPM 11%
현대글로벌서비스	62.0%	125.3	159.3	1,202.8	1.94조원 평가(사모펀드: 38.0% = 0.65+0.15조원에 매각) 2022년 매출 2조원, OPM 20%
순차입금(-)				967.6	지주 + 글로벌서비스 (4Q20) -글로벌서비스 지분매각
총 기업가치(=)				10,023.6	투자자산가치+영업가치-순차입금
조정 기업가치				6,014.1	할인율 40% 적용
주식수(천주)				70,668	유통주식수
주당 NAV(원)				85,104	
목표주가				87,000	
현재주가(원)				69,700	07월 23일 종가 기준
상승여력				25%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

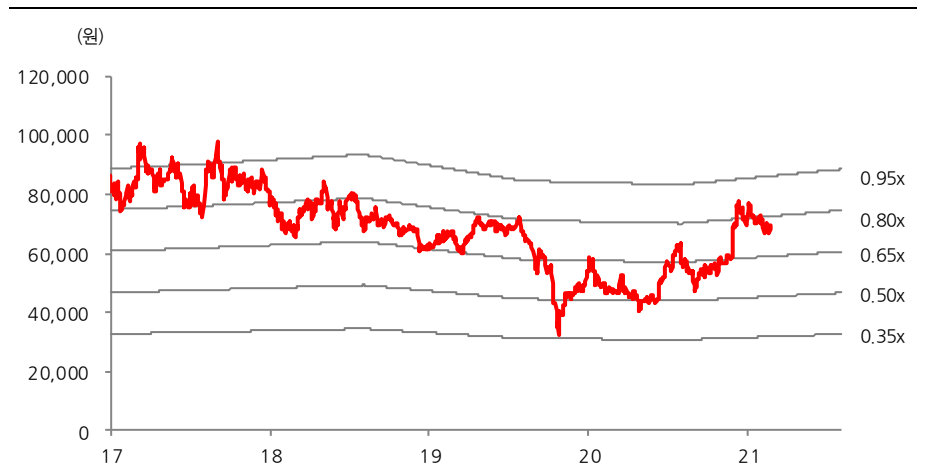
[표2] 현대중공업지주 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,716.3	4,005.8	4,577.9	4,611.0	5,872.8	6,333.9	6,256.1	6,666.9	26,630.3	18,911.0	26,572.9	30,061.0
QoQ(%)	-15.8%	-29.9%	14.3%	0.7%	31.8%	4.2%	9.7%	4.0%				
YoY(%)	-11.9%	-41.3%	-29.9%	-32.0%	6.3%	58.0%	51.7%	56.6%	-2.3%	-29.0%	40.5%	13.1%
지주+로봇	39.7	75.5	126.6	87.7	46.5	58.0	77.0	74.5	263.4	329.5	256.0	311.0
오일뱅크	4,416.6	2,551.7	3,327.7	3,393.9	4,536.5	4,944.0	5,496.4	5,604.5	21,116.9	13,689.9	20,581.4	23,140.0
글로벌서비스	271.3	230.5	244.4	262.8	237.8	268.9	299.9	311.5	808.8	1,009.0	1,118.1	1,379.4
일렉트릭	386.4	535.5	398.0	491.4	380.7	423.6	410.3	544.1	1,771.1	1,811.3	1,758.7	1,991.2
건설기계	636.3	668.4	624.1	688.7	964.9	952.6	712.6	736.4	2,852.1	2,617.5	3,366.5	3,439.4
기타/연결/중공업	-34.0	-55.9	-143.0	-313.5	-90.9	-316.8	-50.0	-50.0	-182.0	-546.3	-507.7	-200.0
영업이익	-487.2	104.3	101.1	-315.3	534.3	184.6	308.5	312.3	666.6	-597.1	1,339.7	1,749.5
OPM(%)	-8.5%	2.6%	2.2%	-6.8%	8.8%	2.9%	4.4%	4.3%	2.5%	-3.2%	5.0%	5.8%
QoQ(%)	적전	흑전	-3.1%	적전	흑전	-65.5%	67.1%	1.2%				
YoY(%)	적전	-48.4%	-53.9%	적전	흑전	76.9%	205.1%	흑전	-22.6%	적전	흑전	30.6%
로보틱스	-0.7	0.0	0.3	-5.0	-6.7	-4.9	-0.5	0.2	18.3	-5.4	-11.8	7.8
OPM(%)	-1.8%	0.0%	0.2%	-5.7%	1.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.9%	-1.6%	3.3%	5.5%
오일뱅크	-563.2	13.2	35.2	-78.6	412.8	265.7	212.2	214.4	522.0	-593.4	1,105.1	1,267.7
*재고평가손익	-563.2	-208.3	62.7	55.0	150.0	90.0	11.6	-12.1	39.7	-653.8	239.4	
OPM(%)	-12.8%	0.5%	1.1%	-2.3%	9.1%	5.4%	3.9%	3.8%	2.5%	-4.3%	5.4%	5.5%
글로벌서비스	31.2	43.4	48.4	33.6	23.7	29.4	41.8	44.8	108.5	156.6	139.7	184.0
일렉트릭	4.3	18.3	29.4	20.7	17.5	26.5	23.9	28.8	-156.7	72.7	96.7	104.8
건설기계	10.7	42.0	26.3	12.7	79.7	70.7	41.0	34.1	157.8	91.6	225.4	225.1
기타/연결/중공업	30.5	-12.5	-38.5	-298.7	7.3	-202.8	-10.0	-10.0	16.7	-319.2	-215.5	-40.0
당기순이익	-360.4	-13.0	34.7	-451.1	294.4	21.8	174.5	176.0	115.3	-789.7	666.7	1064.9
지배순이익	-230.8	-11.3	2.5	-369.6	151.5	-126.5	130.9	132.0	173.2	-609.2	287.9	724.1

자료: 현대중공업지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 현대중공업지주 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	26,630	18,911	26,573	30,061	30,119
매출총이익	1,830	570	2,693	3,287	3,311
영업이익	667	-597	1,340	1,749	1,770
EBITDA	1,347	181	2,211	2,641	2,662
순이자손익	-251	-200	-237	-263	-294
외화관련손익	-34	79	-37	0	0
지분법손익	40	84	-26	-26	-26
세전계속사업손익	203	-1,053	996	1,420	1,410
당기순이익	115	-790	667	1,065	1,058
지배주주순이익	173	-609	288	724	719
증가율(%)					
매출액	-2.3	-29.0	40.5	13.1	0.2
영업이익	-22.6	적전	흑전	30.6	1.2
EBITDA	-1.2	-86.5	1,119.6	19.5	0.8
순이익	-59.4	적전	흑전	59.7	-0.7
이익률(%)					
매출총이익률	6.9	3.0	10.1	10.9	11.0
영업이익률	2.5	-3.2	5.0	5.8	5.9
EBITDA 이익률	5.1	1.0	8.3	8.8	8.8
세전이익률	0.8	-5.6	3.7	4.7	4.7
순이익률	0.4	-4.2	2.5	3.5	3.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	1,206	887	128	1,557	1,667
당기순이익	115	-790	667	1,065	1,058
자산상각비	680	778	871	892	892
운전자본증감	230	1,060	-1,389	-107	7
매출채권 감소(증가)	-52	362	-1,084	-125	-9
재고자산 감소(증가)	442	872	-769	-143	-10
매입채무 증가(감소)	-270	-451	703	146	10
투자현금흐름	-1,640	-1,818	-2,426	-2,342	-2,374
유형자산처분(취득)	-1,072	-2,197	-2,111	-2,020	-2,040
무형자산 감소(증가)	-101	-35	-33	-38	-40
투자자산 감소(증가)	-479	384	16	-23	-24
재무현금흐름	1,364	950	1,456	1,108	1,108
차입금의 증가(감소)	19	1,181	1,646	1,400	1,400
자본의 증가(감소)	-270	-270	-408	-292	-292
배당금의 지급	-270	-270	-408	-292	-292
총현금흐름	1,259	355	1,606	1,664	1,660
(-)운전자본증감(감소)	-816	-889	1,242	107	-7
(-)설비투자	1,245	2,211	2,156	2,020	2,040
(+)자산매각	73	-21	12	-38	-40
Free Cash Flow	902	-988	-1,779	-501	-413
(-)기타투자	575	-200	446	260	270
잉여현금	328	-788	-2,225	-762	-683
NOPLAT	379	-433	1,010	1,312	1,328
(+) Dep	680	778	871	892	892
(-)운전자본투자	-816	-889	1,242	107	-7
(-)Capex	1,245	2,211	2,156	2,020	2,040
OpFCF	49	62	66	86	82

주1: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,935	8,049	9,268	9,897	10,356
현금성자산	2,939	2,594	1,774	2,120	2,545
매출채권	2,863	2,244	3,314	3,439	3,448
재고자산	3,877	3,022	3,807	3,950	3,960
비유동자산	15,780	18,510	19,808	21,208	22,640
투자자산	5,079	5,675	5,766	6,001	6,244
유형자산	8,409	10,680	12,085	13,305	14,545
무형자산	2,152	2,009	1,957	1,903	1,851
자산총계	25,716	26,559	29,077	31,106	32,997
유동부채	8,022	6,336	7,606	7,782	7,823
매입채무	3,726	3,139	3,880	4,026	4,036
유동성이자부채	3,556	2,521	2,994	2,994	2,994
비유동부채	5,809	9,125	10,393	11,814	13,237
비유동이자부채	5,115	8,432	9,684	11,084	12,484
부채총계	13,831	15,461	17,999	19,596	21,059
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,172	5,193	5,193	5,193	5,193
이익잉여금	3,183	2,213	2,105	2,536	2,963
자본조정	-445	-472	-472	-472	-472
자기주식	-490	-490	-490	-490	-490
자본총계	11,885	11,098	11,078	11,510	11,937

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	2,127	-7,622	3,644	9,167	9,106
BPS	98,141	88,804	87,432	92,899	98,305
DPS	3,700	3,700	3,700	3,700	3,700
CFPS	15,458	4,443	20,336	21,066	21,016
ROA(%)	0.7	-2.3	1.0	2.4	2.2
ROE(%)	2.2	-8.1	4.1	10.2	9.5
ROIC(%)	2.9	-3.0	6.0	7.0	6.6
Multiples(x, %)					
PER	31.8	-7.4	19.1	7.6	7.7
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	4.4	12.8	3.4	3.3	3.3
EV/EBITDA	8.3	70.8	7.4	6.6	6.9
배당수익률	5.5	6.5	5.3	5.3	5.3
안정성(%)					
부채비율	116.4	139.3	162.5	170.3	176.4
Net debt/Equity	48.2	75.3	98.4	103.9	108.3
Net debt/EBITDA	425.6	4,610.8	493.1	452.7	485.8
유동비율	123.8	127.0	121.9	127.2	132.4
이자보상배율(배)	2.3	n/a	4.9	5.7	5.3
자산구조(%)					
투하자본	62.5	65.3	70.6	70.5	70.2
현금+투자자산	37.5	34.7	29.4	29.5	29.8
자본구조(%)					
차입금	42.2	49.7	53.4	55.0	56.5
자기자본	62.1	66.0	68.7	72.5	76.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 07월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대중공업지주 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2021.04.07	2021.04.07	2021.04.29	2021.06.24	2021.07.26	
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	전우제	350,000	87,000	87,000	87,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Buy	70,000	-14.93	-3.00
2021.04.29	Buy	87,000		

[종목 투자 등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대 수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사 분석 자료의 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 06월 30일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융 투자 상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%