



현대중공업지주 (267250)

1년 후 달라져 있을 것

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 87,000원

현재 주가(10/28)	63,200원
상승여력	▲37.7%
시가총액	49,924억원
발행주식수	78,993천주
52 주 최고가 / 최저가	77,600 / 42,900원
90 일 일평균 거래대금	125.65억원
외국인 지분율	17.5%

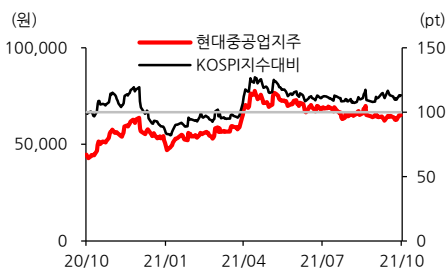
주주 구성	
정몽준 (외 13 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	10.5%
국민연금공단 (외 1 인)	9.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.1	-8.3	-6.9	41.7
상대수익률(KOSPI)	-1.2	-1.3	-1.5	13.4

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	18,911	27,632	32,345	32,224
영업이익	-597	1,520	1,897	1,815
EBITDA	181	2,470	2,789	2,707
지배주주순이익	-609	260	818	763
EPS	-7,622	3,289	10,353	9,661
순차입금	8,359	11,206	11,428	11,688
PER	-7.4	19.2	6.1	6.5
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	70.8	6.6	5.9	6.2
배당수익률	6.5	5.9	5.9	5.9
ROE	-8.1	3.8	11.7	10.2

주가 추이



3Q OP 3,018억원 기록 => 4Q OP 4,992억원 추정

3Q OP는 3,018억원(QoQ +64%, YoY +199%)으로, 실적 회복에 성공했지만, 컨센서스를 -17% 하회했다. 컨테이너 스피리터(MX/납사)를 저율가동(50~60%)했으며, 제품 Mix(등유/GroupII 윤활)가 경쟁사 대비 부진했기 때문이다. 한편, 두산인프라코어 실적이 8월부터 연결 반영되어 실적 개선에 기여했다.

4Q OP는 4,992억원을 추정한다. 10월 정제마진은 이미 3Q 대비 +4.3\$/b 상승, 유가는 기초재고 대비 +12.4\$/b나 상승했기 때문이다.

부진

주가적으로는 지주사 Discount를 받으며 상승 제한을 겪었고,

실적은 급격히 개선되는 모습이나, 올해 실적은 경쟁 정유사들 대비 부진한 것은 사실이다. 높은 고도화율에도 불구하고, 중질-원유를 사용하기 때문에 휘발유 비중이 적으며, 설비의 20%가 시황이 부진한 MX 위주의 컨테이너 스피리터이기 때문이다. 또한, 조선 자회사의 충당금 인식 등, 끊임없는 일회성 비용이 발생했다.

=> 코로나 이후, 경쟁사들과의 실적 차이는 회복 가능해보이는데:

1) 등유/경유 회복이 뚜렷하게 시작되고 있으며, 2) PX 시황이 섬유 수요 개선과 PTA 증설/가동으로 회복 전망되기 때문이다. 3) 또한, 조선 충당금은 후판 가격 안정화 시, 일부 환입된다.

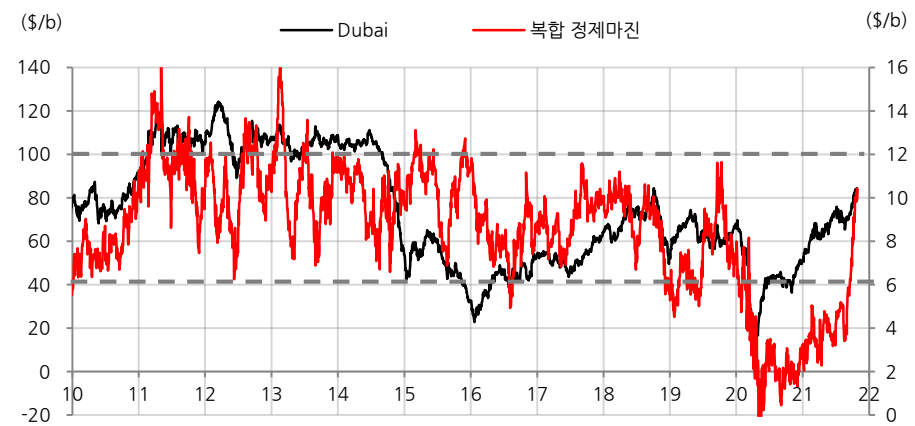
1년 후 달라져 있을 것

2022년 EPS는 3배 이상 개선될 전망이다. 현재 시가배당률은 5.9%로, 이익 상승 시 배당 여력도 확대된다. 실적 개선 근거는:

1) 전반적인 정제시황 개선 외에도, 2) 정유 제품 Mix 차이에 따른 부진이 해소될 것이고, 3) 고수익 HPC 프로젝트가 12월부터 가동되며 4,000억원 이상의 추가 이익이 기대된다. 4) '21년에 반영된 외환차손 및 일회성 비용(자회사) 약 7,000억원 제거되는 것도 중요한 EPS 개선 요인이다.

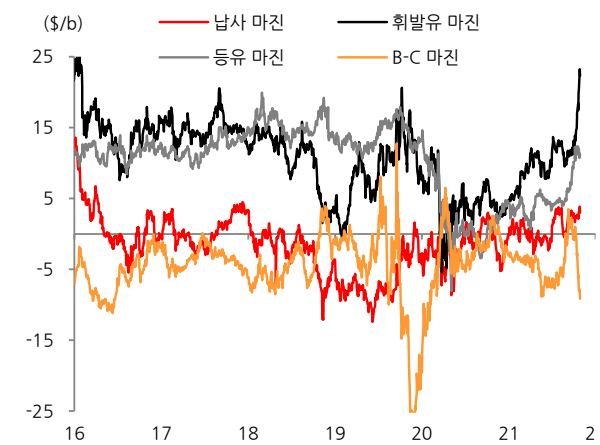
2022년 목표로 현대오일뱅크 상장도 진행중인데, 애초에 지주사로 분류되어 있었기 때문에 추가 Discount가 발생할 이유도 없다. 오히려 현대오일뱅크가 제값을 받으며 기업가치의 상승을 기대할 수 있겠다.

[그림1] 유가/정제마진 동반 상승세



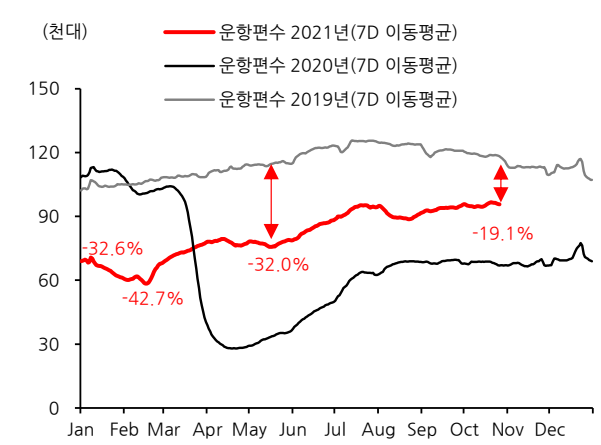
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 휘발유 강세, 항공유도 최근 회복



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 글로벌 항공 운항편수 (2019년 대비 81%까지 회복)



자료: 한화투자증권 리서치센터

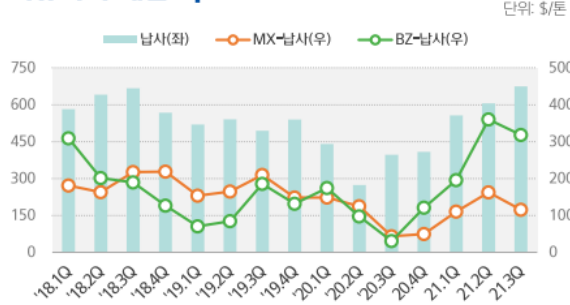
[그림4] 현대중공업지주 S-Oil 시가총액 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 현대케미칼 (3Q OP: 310 억원)

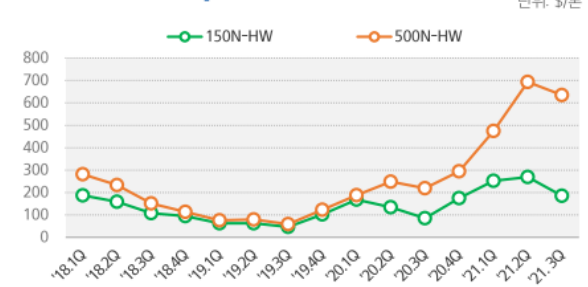
석유화학 제품 Spread



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대셀베이스오일 (3Q OP: 599 억원)

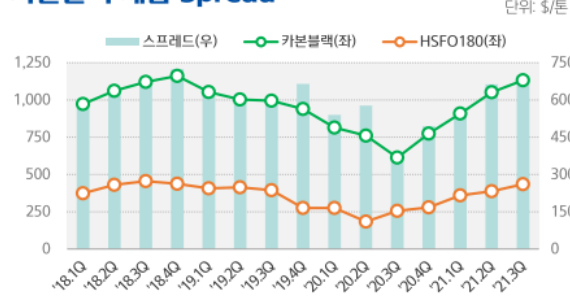
윤활기유 제품 Spread



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 현대오씨아이 (3Q OP: 150 억원)

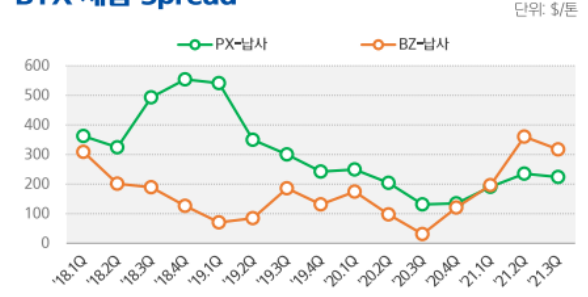
카본블랙 제품 Spread



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 현대코스모 (3Q OP: -124 억원)

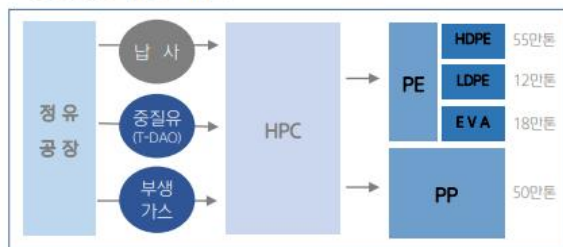
BTX 제품 Spread



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] HPC: 2021년 12월부터 실적반영 (연매출 2조원)

• 공정 및 제품 개요



• 공정 진행율 : 100% (21.9월말 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

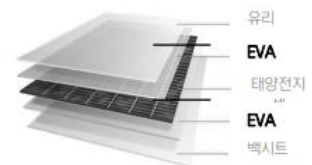
[그림10] HPC 주요 다운스트림: EVA & MBTE

EVA 에틸렌 초산 비닐

[태양광 모듈]

투과성과 접착력이 우수
(태양전지 보호 필름)

* EVA : Ethylene Vinyl Acetate



• EVA 시장

- 21년 현재 강세 시장 지속 중이며, HPC 프로젝트 가동 후 EVA 18만톤 생산 계획



자료: 한화투자증권 리서치센터

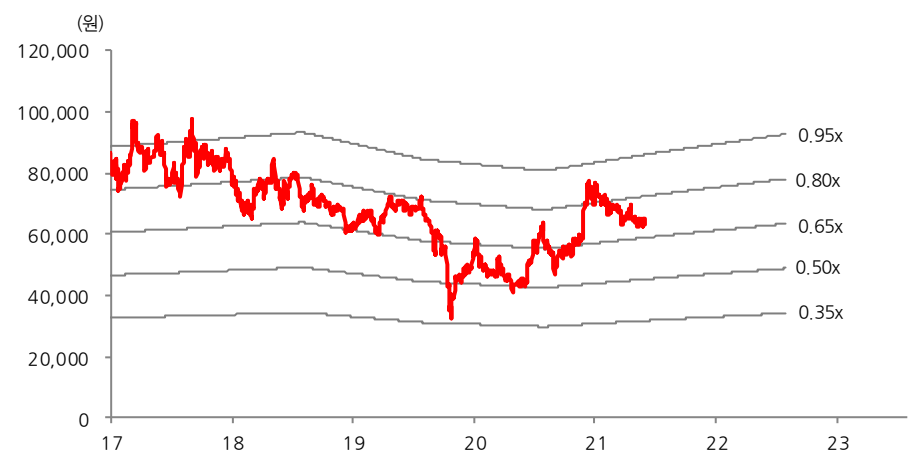
[표1] 현대중공업지주 SOTP Valuation

(단위: 십억 원)

	지분율	장부가	평가액	비고
투자자산가치(+)			8,782.3	
현대오일뱅크	74.1%	2,403.5	5,995.4	8.1조원 평가(사우디 아람코: 17.0% = 1.37조원에 매각)
한국조선해양	31.0%	3,713.0	2,234.2	
현대건설기계	33.1%	427.8	277.6	시가총액(10/28) x 지분율
현대일렉트릭	36.1%	323.3	275.0	
영업가치(+)			1,454.7	
현대중공업지주			251.9	2021년 예상 매출에 PSR 1배 적용
현대글로벌서비스	62.0%	125.3	1,202.8	1.94조원 평가(사모펀드: 38.0% = 0.65+0.15조원에 매각) 2022년 매출 2조원, OPM 20%
순차입금(-)			1,842.2	지주 + 글로벌서비스
총 기업가치(=)			8,394.8	투자자산가치+영업가치-순차입금
조정 기업가치			5,036.9	할인율 40% 적용
주식수(천주)			78,993	유통주식수
주당 NAV(원)			63,764	할인율 40% 적용
목표주가			87,000	(현재 목표주가)
현재주가(원)			63,200	10월 28일 종가 기준
상승여력			38%	
시가배당률			5.9%	DPS 3,700원 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 현대중공업지주 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대중공업지주 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	5,716.3	4,005.8	4,577.9	4,611.0	6,075.5	6,330.3	7,277.5	7,948.4	18,911.0	27,631.7	32,345.2
지주+로봇	39.7	75.5	126.6	87.7	46.5	58.0	72.9	74.5	329.5	251.9	311.0
오일뱅크	4,416.6	2,551.7	3,327.7	3,393.9	4,536.5	4,944.0	5,181.5	6,294.2	13,689.9	20,956.2	25,959.4
글로벌서비스	271.3	230.5	244.4	262.8	237.8	268.9	270.1	291.5	1,009.0	1,068.3	1,140.6
일렉트릭	386.4	535.5	398.0	491.4	380.7	423.6	394.1	595.0	1,811.3	1,793.4	1,941.2
건설기계	636.3	668.4	624.1	688.7	964.9	952.6	813.8	733.3	2,617.5	3,464.5	3,152.9
기타/연결/중공업	-34.0	-55.9	-143.0	-313.5	-90.9	-316.8	545.1	-40.0	-546.3	97.4	-160.0
영업이익	-487.2	104.3	101.1	-315.3	534.3	184.6	301.8	499.2	-597.1	1,519.9	1,897.0
OPM (%)	-8.5%	2.6%	2.2%	-6.8%	8.8%	2.9%	4.1%	6.3%	-3.2%	5.5%	5.9%
QoQ (%)	적전	흑전	-3.1%	적전	흑전	-65.5%	63.5%	65.4%			
YoY (%)	적전	-48.4%	-53.9%	적전	흑전	76.9%	198.5%	흑전	적전	흑전	24.8%
로보틱스	-0.7	0.0	0.3	-5.0	-6.7	-4.9	20.7	0.2	-5.4	9.3	7.8
OPM (%)	-1.8%	0.0%	0.2%	-5.7%	-14.4%	-8.4%	28.4%	0.3%	-1.6%	3.7%	2.5%
오일뱅크	-563.2	13.2	35.2	-78.6	412.8	265.7	173.1	404.6	-593.4	1,256.2	1,504.5
*재고평가손입	-563.2	-208.3	62.7	55.0	150.0	90.0	42.0	150.0	-653.8	432.0	-37.0
OPM (%)	-12.8%	0.5%	1.1%	-2.3%	9.1%	5.4%	3.3%	6.4%	-4.3%	6.0%	5.8%
글로벌서비스	31.2	43.4	48.4	33.6	23.7	29.4	21.8	35.8	156.6	110.7	138.4
일렉트릭	4.3	18.3	29.4	20.7	17.5	26.5	7.4	42.0	72.7	93.4	106.2
건설기계	10.7	42.0	26.3	12.7	79.7	70.7	43.0	26.5	91.6	219.9	180.1
기타/연결/중공업	30.5	-12.5	-38.5	-298.7	7.3	-202.8	35.8	-10.0	-319.2	-169.7	-40.0
지배순이익	-230.8	-11.3	2.5	-369.6	151.5	-126.5	-7.0	241.7	-609.2	259.8	817.8
순이익률 (%)	-4.0%	-0.3%	0.1%	-8.0%	2.5%	-2.0%	-0.1%	3.0%	-3.2%	0.9%	2.5%

자료: 현대중공업지주, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현대오일뱅크 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	4,416.6	2,551.7	3,327.7	3,393.9	4,536.5	4,944.0	5,181.5	6,294.2	13,689.9	20,956.2	25,959.4
정유	3,973.7	2,108.6	3,178.4	3,230.4	4,285.8	4,751.1	5,159.4	5,340.9	12,491.0	19,537.2	21,592.8
석유화학	837.0	662.7	651.4	579.1	879.3	982.5	1,047.5	1,178.9	2,730.2	4,088.2	6,412.5
윤활기유	180.1	150.0	150.0	140.6	307.7	281.7	231.1	256.7	620.7	1,077.2	980.3
현대오씨아이	48.8	28.3	41.5	45.3	52.3	59.8	67.0	48.4	163.9	227.5	191.7
영업이익	-563.2	13.2	35.2	-78.6	412.8	265.7	173.1	404.6	-593.4	1,256.2	1,504.5
OPM (%)	-12.8%	0.5%	1.1%	-2.3%	9.1%	5.4%	3.3%	6.4%	-4.3%	6.0%	5.8%
정유	-476.9	-18.6	-19.4	-110.9	211.3	90.9	62.8	245.7	-625.8	610.7	453.5
OPM (%)	-12.0%	-0.9%	-0.6%	-3.4%	4.9%	1.9%	1.2%	4.6%	-5.0%	3.1%	2.1%
석유화학	-104.7	38.8	42.3	-10.6	102.2	73.7	46.0	74.5	-34.2	296.4	724.3
OPM (%)	-12.5%	5.9%	6.5%	-1.8%	11.6%	7.5%	4.4%	6.3%	-1.3%	7.2%	11.3%
윤활기유	23.5	20.2	15.8	35.7	103.0	92.1	59.9	67.9	95.2	322.9	260.9
OPM (%)	13.0%	13.5%	10.5%	25.4%	33.5%	32.7%	25.9%	26.5%	15.3%	30.0%	26.6%
현대오씨아이	4.3	18.3	29.4	20.7	17.5	26.5	23.9	28.8	72.7	96.7	104.8
OPM (%)	24.4%	23.0%	14.9%	30.2%	28.7%	23.9%	22.4%	12.0%	23.4%	22.0%	12.0%

자료: 현대중공업지주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	26,630	18,911	27,632	32,345	32,224
매출총이익	1,830	570	2,903	3,552	3,464
영업이익	667	-597	1,520	1,897	1,815
EBITDA	1,347	181	2,470	2,789	2,707
순이자손익	-251	-200	-221	-237	-262
외화관련손익	-34	79	-43	0	0
지분법손익	40	84	-19	-16	-16
세전계속사업손익	203	-1,053	1,068	1,604	1,496
당기순이익	115	-790	683	1,203	1,122
지배주주순이익	173	-609	260	818	763
증가율(%)					
매출액	-2.3	-29.0	46.1	17.1	-0.4
영업이익	-22.6	적전	흑전	24.8	-4.3
EBITDA	-1.2	-86.5	1,262.7	12.9	-2.9
순이익	-59.4	적전	흑전	76.1	-6.7
이익률(%)					
매출총이익률	6.9	3.0	10.5	11.0	10.7
영업이익률	2.5	-3.2	5.5	5.9	5.6
EBITDA 이익률	5.1	1.0	8.9	8.6	8.4
세전이익률	0.8	-5.6	3.9	5.0	4.6
순이익률	0.4	-4.2	2.5	3.7	3.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	1,206	887	597	1,754	1,727
당기순이익	115	-790	683	1,203	1,122
자산상각비	680	778	951	892	892
운전자본증감	230	1,060	-1,426	7	33
매출채권 감소(증가)	-52	362	-1,221	-15	6
재고자산 감소(증가)	442	872	-2,126	-23	9
매입채무 증가(감소)	-270	-451	1,286	20	-8
투자현금흐름	-1,640	-1,818	-2,485	-1,711	-1,724
유형자산처분(취득)	-1,072	-2,197	-2,177	-1,400	-1,400
무형자산 감소(증가)	-101	-35	-31	-38	-40
투자자산 감소(증가)	-479	384	-4	-28	-29
재무현금흐름	1,364	950	1,830	1,108	1,108
차입금의 증가(감소)	19	1,181	2,199	1,400	1,400
자본의 증가(감소)	-270	-270	-408	-292	-292
배당금의 지급	270	270	408	292	292
총현금흐름	1,259	355	2,211	1,747	1,693
(-)운전자본증감(감소)	-816	-889	1,849	-7	-33
(-)설비투자	1,245	2,211	2,223	1,400	1,400
(+)자산매각	73	-21	15	-38	-40
Free Cash Flow	902	-988	-1,846	316	287
(-)기타투자	575	-200	-151	245	255
잉여현금	328	-788	-1,695	71	32
NOPLAT	379	-433	1,026	1,423	1,361
(+) Dep	680	778	951	892	892
(-)운전자본투자	-816	-889	1,849	-7	-33
(-)Capex	1,245	2,211	2,223	1,400	1,400
OpFCF	629	-976	-2,096	922	887

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,935	8,049	11,693	12,925	14,066
현금성자산	2,939	2,594	2,679	3,858	4,998
매출채권	2,863	2,244	3,482	3,498	3,492
재고자산	3,877	3,022	5,156	5,179	5,170
비유동자산	15,780	18,510	19,609	20,383	21,169
투자자산	5,079	5,675	5,635	5,864	6,102
유형자산	8,409	10,680	12,012	12,612	13,212
무형자산	2,152	2,009	1,961	1,907	1,855
자산총계	25,716	26,559	31,302	33,308	35,235
유동부채	8,022	6,336	8,779	8,839	8,873
매입채무	3,726	3,139	4,532	4,553	4,545
유동성이자부채	3,556	2,521	3,254	3,254	3,254
비유동부채	5,809	9,125	11,321	12,742	14,164
비유동이자부채	5,115	8,432	10,631	12,031	13,431
부채총계	13,831	15,461	20,100	21,582	23,037
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,172	5,193	5,193	5,193	5,193
이익잉여금	3,183	2,213	2,076	2,602	3,073
자본조정	-445	-472	-641	-641	-641
자기주식	-490	-490	-490	-490	-490
자본총계	11,885	11,098	11,201	11,727	12,198

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	2,127	-7,622	3,289	10,353	9,661
BPS	98,141	88,804	84,937	91,590	97,551
DPS	3,700	3,700	3,700	3,700	3,700
CFPS	15,458	4,443	27,995	22,118	21,437
ROA(%)	0.7	-2.3	0.9	2.5	2.2
ROE(%)	2.2	-8.1	3.8	11.7	10.2
ROIC(%)	2.9	-3.0	6.0	7.5	6.9
Multiples(x, %)					
PER	31.8	-7.4	19.2	6.1	6.5
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	4.4	12.8	2.3	2.9	2.9
EV/EBITDA	8.3	70.8	6.6	5.9	6.2
배당수익률	5.5	6.5	5.9	5.9	5.9
안정성(%)					
부채비율	116.4	139.3	179.4	184.0	188.9
Net debt/Equity	48.2	75.3	100.0	97.5	95.8
Net debt/EBITDA	425.6	4,610.8	453.6	409.7	431.8
유동비율	123.8	127.0	133.2	146.2	158.5
이자보상배율(배)	2.3	n/a	5.9	6.7	5.9
자산구조(%)					
투하자본	62.5	65.3	69.3	66.6	64.2
현금+투자자산	37.5	34.7	30.7	33.4	35.8
자본구조(%)					
차입금	42.2	49.7	55.3	56.6	57.8
자기자본	57.8	50.3	44.7	43.4	42.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 10월 29일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대중공업지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.04.07	2021.04.07	2021.04.29	2021.06.24	2021.07.26	2021.10.29
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	전우제	350,000	87,000	87,000	87,000	87,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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

[종목 투자등급]

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

[산업 투자의견]

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 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%