



현대중공업지주 (267250)

4Q Review: 대규모 일회성(-). 주주환원 정책에 진심

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 87,000원

현재 주가(2/7)	49,450원
상승여력	▲75.9%
시가총액	39,062억원
발행주식수	78,993천주
52 주 최고가 / 최저가	77,600 / 46,000원
90 일 일평균 거래대금	102.82억원
외국인 지분율	16.8%

주주 구성	
정몽준 (외 13 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	10.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.9	-20.0	-28.3	-3.0
상대수익률(KOSPI)	-3.8	-12.4	-12.3	9.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	28,159	40,820	41,353	43,421
영업이익	1,085	1,791	2,007	2,107
EBITDA	1,948	2,883	3,099	3,254
지배주주순이익	-132	694	796	843
EPS	-1,675	8,781	10,071	10,668
순차입금	13,526	14,752	14,621	14,754
PER	-32.9	5.6	4.9	4.6
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.2	6.5	6.0	5.7
배당수익률	10.1	7.5	7.5	7.5
ROE	-2.0	10.7	11.6	11.4

주가 추이



4Q Review: 총당금 발생해 아쉬운 실적

4Q 영업이익은 647억원으로 컨센서스 4,550억원을 대폭 하회했다.

기대치 하회 요인은: 1) 그룹 통상임금 관련 총당금(OP: -2,588억원, NP: -3031억원), 2) 12월 유가 조정으로 인해 재고효과가 약 +870억원에 그쳤기 때문으로 추정한다.

통상임금 총당금은 지난 12월 대법원 임금 소송 결과에 따라 설정된 금액이며, 언론보도에 따르면, 파기환송심에 따라 결과 및 금액은 조정 될 가능성이 있다.

2022년 실적 개선을 기대

2022년 실적 개선은 확실해 보인다.

1) **현대오일뱅크(1):** 이미 유가는 12월(73.2\$/b) => 2/4일(90.2\$/b)로 급등했으며, 정제마진도 이동수단 정상화에 따른 개선세가 나타나고 있기 때문이다. 최근 천연가스 상승으로, 가스를 연료로 사용하는 경쟁 정유사들의 가동률 저하 및 정제유 대체 수요도 발생중이다.

2) **현대오일뱅크(2):** 12월 완공된 HCP(NCC)의 가동은 예상보다 늦은 3~4월 본격 가동할 계획이다. NCC Down-Cycle에도 원가경쟁력을 통해 2,000~3,000억원의 이익 증대 효과가 기대된다.

3) **현대두산인프라코어(8월 연결):** 8월 인수완료된 두산인프라코어의 2022년 가이던스는 매출액 4.9조원, 영업이익 3,687억원이다. (2021년 OP: 2,645억원)

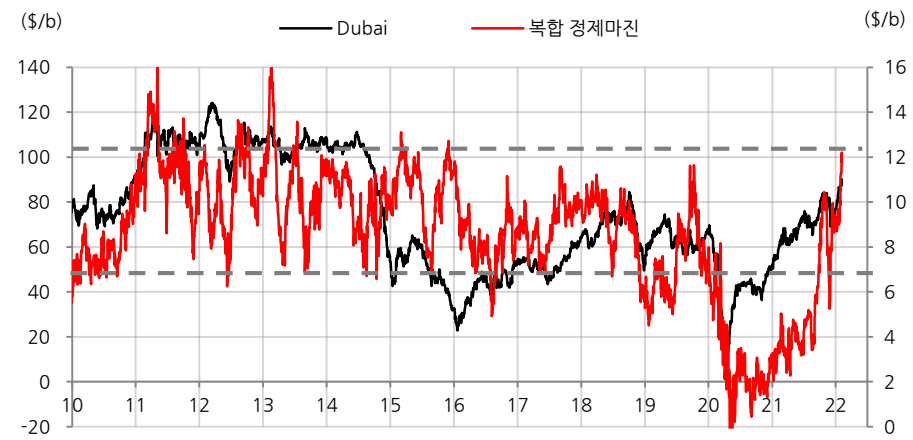
4) **2021년 일회성 비용 제거:** 지난 2Q 및 4Q에 발생한 대규모 일회성 비용만 제거해도 2022년 실적은 YoY 크게 개선될 예정이다. 지주에 반영된 주요 일회성은: 2Q 후판가 상승에 따른 총당금(-1,943억원)과 4Q 통상임금 총당금 등(-2,588억원) 등이다.

주주환원 정책에 진심: 시가배당률 11.2%

2021년 배당금은 기-지급한 중간배당 1,850원(3.7%) 외에도 기말배당 3,700원(7.5%)이 추가 지급될 것이라 공시되었다. 글로벌서비스 매각 차익 등 특수 이익이 발생해 배당을 추가 지급한 것으로 파악된다.

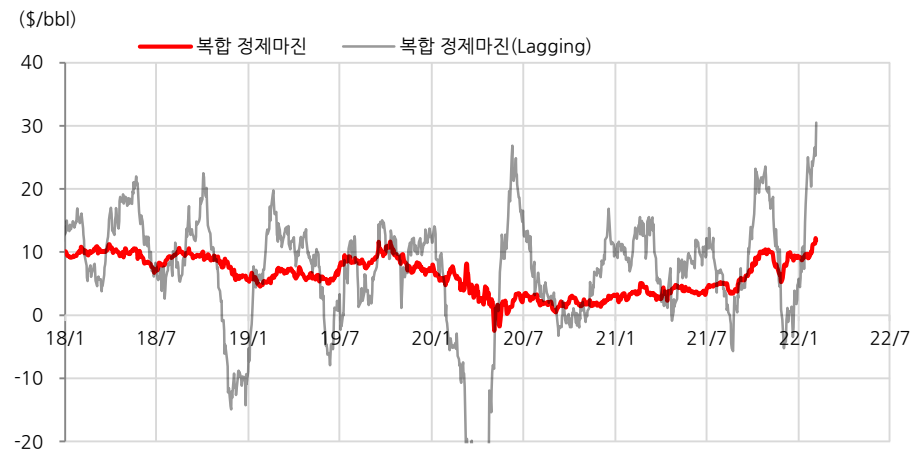
2022년 배당은 정상화(3,700원) 예상되나, 이 회사는 주주환원에 정말 진심이라는 점이 한번 더 확인되었다.

[그림1] 유가/정제마진 동반 상승세



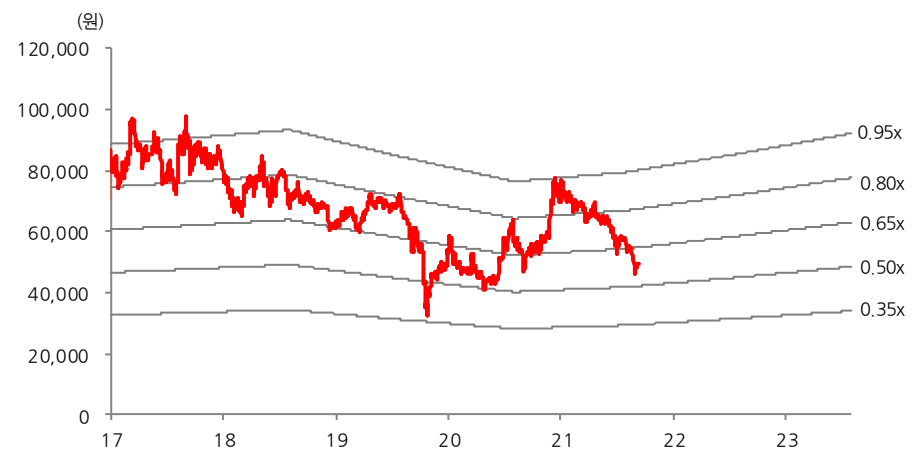
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Spot 정제마진(1Q22 ↗)과 Lagging 정제마진(1Q22 ↑↑)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대중공업지주 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 신사업(1): 바이오디젤 신설(2023)



[표1] 현대중공업지주 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22EP	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	6,075.5	6,330.3	7,277.5	8,475.4	10,277.9	10,417.7	9,933.2	10,191.5	28,158.7	40,820.3	41,353.3
지주+로봇	46.5	58.0	72.9	45.3	43.0	47.0	52.0	62.0	222.7	204.0	248.0
오일뱅크	4,536.5	4,944.0	5,181.5	5,944.5	7,272.3	7,305.8	7,368.7	7,330.8	20,606.5	29,277.6	29,317.5
글로벌서비스	237.8	268.9	270.1	310.8	290.7	288.7	282.5	323.3	1,087.6	1,185.1	1,247.9
두산인프라코어			642.2	1,036.0	1,307.0	1,332.0	1,033.0	1,110.0	1,678.2	4,782.0	4,829.8
일렉트릭	380.7	423.6	394.1	607.6	432.0	493.1	433.8	684.7	1,806.0	2,043.6	2,145.7
건설기계	964.9	952.6	813.8	820.8	982.9	1,001.2	813.3	730.7	3,552.0	3,528.0	3,704.3
기타/연결/조선	-90.9	-316.8	-97.0	-289.6	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0	-794.3	-200.0	-140.0
영업이익	534.3	184.6	301.7	64.7	525.3	411.3	386.5	467.7	1,085.4	1,790.8	2,006.6
OPM (%)	8.8%	2.9%	4.1%	0.8%	5.1%	3.9%	3.9%	4.6%	3.9%	4.4%	4.9%
QoQ (%)	흑전	-65.4%	63.4%	-78.6%	711.9%	-21.7%	-6.0%	21.0%			
YoY (%)	흑전	77.0%	198.6%	흑전	-1.7%	122.8%	28.1%	622.8%	흑전	65.0%	12.1%
로보틱스	-6.7	-4.9	20.7	-11.2	-2.0	0.3	0.5	1.6	-2.1	0.4	6.4
OPM (%)	-14.4%	-8.4%	28.4%	-24.7%	-4.7%	0.5%	1.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
오일뱅크	412.8	265.7	173.1	290.8	320.4	176.5	250.9	311.7	1,142.4	1,059.4	1,175.6
*재고평가손입	150.0	90.0	42.0	87.0	100.0	6.2	-11.1	-11.0	369.0	84.1	-21.1
OPM (%)	9.1%	5.4%	3.3%	4.9%	4.4%	2.4%	3.4%	4.3%	5.5%	3.6%	4.0%
글로벌서비스	23.7	29.4	21.8	38.1	32.6	34.4	32.3	38.9	113.0	138.2	148.0
두산인프라코어			25.5	11.8	105.5	121.0	55.0	51.0	37.3	332.5	339.2
일렉트릭	17.5	26.5	7.4	-41.7	20.5	30.5	20.8	40.3	9.7	112.1	117.7
건설기계	79.7	70.7	43.0	-11.7	68.3	68.7	47.2	44.2	181.8	228.3	239.7
기타/연결/조선	7.3	-202.8	10.2	-211.4	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-396.7	-80.0	-20.0
지배순이익	151.5	-126.5	3.7	-161.1	211.8	155.8	143.4	182.6	-132.3	693.6	795.6
순이익률(%)	2.5%	-2.0%	0.1%	-1.9%	2.1%	1.5%	1.4%	1.8%	-0.5%	1.7%	1.9%

자료: 현대중공업지주, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대오일뱅크 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22EP	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	4,536.5	4,944.0	5,181.5	5,944.5	7,272.3	7,305.8	7,368.7	7,330.8	20,606.5	29,277.6	29,317.5
정유	4,285.8	4,751.1	5,159.5	6,122.4	6,218.9	6,148.9	6,189.7	6,193.1	20,318.8	24,750.5	24,584.6
석유화학	879.3	982.5	1,047.5	1,042.6	1,198.2	1,564.3	1,723.8	1,673.9	3,951.9	6,160.2	7,033.9
유탄기유	307.7	281.7	231.1	315.4	264.8	261.1	240.6	231.9	1,135.9	998.4	851.7
기타/연결조정+OCI	-988.6	-1,131.1	-1,323.6	-1,603.8	-409.6	-668.5	-785.4	-768.0	-5,047.1	-2,631.6	-3,152.7
영업이익	412.8	265.7	173.1	290.8	320.4	176.5	250.9	311.7	1,142.4	1,059.4	1,175.6
OPM (%)	9.1%	5.4%	3.3%	4.9%	4.4%	2.4%	3.4%	4.3%	5.5%	3.6%	4.0%
정유	211.3	90.9	62.8	200.3	228.8	99.6	121.2	151.8	565.3	601.4	601.0
OPM (%)	4.9%	1.9%	1.2%	3.3%	3.7%	1.6%	2.0%	2.5%	2.8%	2.4%	2.4%
석유화학	102.2	73.7	46.0	35.1	60.6	51.5	113.5	143.2	257.0	368.9	519.8
OPM (%)	11.6%	7.5%	4.4%	3.4%	5.1%	3.3%	6.6%	8.6%	6.5%	6.0%	7.4%
유탄기유	103.0	92.1	59.9	46.4	40.9	35.4	26.1	26.7	301.4	129.1	94.8
OPM (%)	33.5%	32.7%	25.9%	14.7%	15.4%	13.6%	10.9%	11.5%	26.5%	12.9%	11.1%
기타/연결조정+OCI	-18.7	-5.3	-10.6	-3.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-38.3	-40.0	-40.0
OPM (%)	28.7%	23.9%	22.4%	18.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	23.1%	16.0%	16.0%

자료: 현대중공업지주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	18,911	28,159	40,820	41,353	43,421
매출총이익	570	2,521	3,879	4,122	4,328
영업이익	-597	1,085	1,791	2,007	2,107
EBITDA	181	1,948	2,883	3,099	3,254
순이자손익	-200	-254	-300	-307	-309
외화관련손익	79	-104	0	0	0
지분법손익	84	40	-28	-28	-29
세전계속사업손익	-1,053	514	1,423	1,632	1,729
당기순이익	-790	186	1,067	1,224	1,296
지배주주순이익	-609	-132	694	796	843
증가율(%)					
매출액	-29.0	48.9	45.0	1.3	5.0
영업이익	적전	흑전	65.0	12.1	5.0
EBITDA	-86.5	974.3	48.0	7.5	5.0
순이익	적전	흑전	473.8	14.7	5.9
이익률(%)					
매출총이익률	3.0	9.0	9.5	10.0	10.0
영업이익률	-3.2	3.9	4.4	4.9	4.9
EBITDA 이익률	1.0	6.9	7.1	7.5	7.5
세전이익률	-5.6	1.8	3.5	3.9	4.0
순이익률	-4.2	0.7	2.6	3.0	3.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	887	-351	717	1,940	1,748
당기순이익	-790	186	1,067	1,224	1,296
자산상각비	778	862	1,092	1,092	1,147
운전자본증감	1,060	-1,843	-1,129	-10	-305
매출채권 감소(증가)	362	-1,307	-1,056	-48	-316
재고자산 감소(증가)	872	-2,588	-1,341	-61	-401
매입채무 증가(감소)	-451	1,206	1,227	55	367
투자현금흐름	-1,818	-1,904	-1,536	-1,549	-1,623
유형자산처분(취득)	-2,197	-2,095	-1,200	-1,200	-1,260
무형자산 감소(증가)	-35	-31	-38	-40	-42
투자자산 감소(증가)	384	29	-31	-33	-34
재무현금흐름	950	1,675	162	-92	-92
차입금의 증가(감소)	1,181	2,045	600	200	200
자본의 증가(감소)	-270	-408	-438	-292	-292
배당금의 지급	-270	-408	-438	-292	-292
총현금흐름	355	1,989	1,846	1,949	2,054
(-)운전자본증감(감소)	-889	3,116	1,129	10	305
(-)설비투자	2,211	2,143	1,200	1,200	1,260
(+)자산매각	-21	17	-38	-40	-42
Free Cash Flow	-988	-3,253	-521	700	446
(-)기타투자	-200	-1,466	266	276	287
잉여현금	-788	-1,787	-788	424	159
NOPLAT	-433	571	1,343	1,505	1,580
(+) Dep	778	862	1,092	1,092	1,147
(-)운전자본투자	-889	3,116	1,129	10	305
(-)Capex	2,211	2,143	1,200	1,200	1,260
OpFCF	-976	-3,825	106	1,387	1,162

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
유동자산	8,049	14,386	16,168	16,620	17,416
현금성자산	2,594	2,269	1,643	1,975	2,042
매출채권	2,244	5,217	6,273	6,321	6,637
재고자산	3,022	6,625	7,967	8,028	8,429
비유동자산	18,510	22,248	22,633	23,029	23,442
투자자산	5,675	5,869	6,107	6,355	6,613
유형자산	10,680	13,305	13,505	13,705	13,915
무형자산	2,009	3,074	3,020	2,968	2,914
자산총계	26,559	36,634	38,801	39,648	40,858
유동부채	6,336	12,410	13,689	13,800	14,224
매입채무	3,139	6,059	7,286	7,342	7,709
유동성이자부채	2,521	5,049	5,049	5,049	5,049
비유동부채	9,125	12,225	12,858	13,091	13,326
비유동이자부채	8,432	10,746	11,346	11,546	11,746
부채총계	15,461	24,635	26,547	26,891	27,550
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,193	5,193	5,193	5,193	5,193
이익잉여금	2,213	1,718	1,974	2,477	3,027
자본조정	-472	-647	-647	-647	-647
자기주식	-490	-490	-490	-490	-490
자본총계	11,098	11,999	12,254	12,757	13,308

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-7,622	-1,675	8,781	10,071	10,668
BPS	88,804	80,334	83,565	89,936	96,904
DPS	3,700	5,550	3,700	3,700	3,700
CFPS	4,443	25,180	23,368	24,675	25,998
ROA(%)	-2.3	-0.4	1.8	2.0	2.1
ROE(%)	-8.1	-2.0	10.7	11.6	11.4
ROIC(%)	-3.0	3.0	6.0	6.4	6.7
Multiples(x, %)					
PER	-7.4	-32.9	5.6	4.9	4.6
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	12.8	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	70.8	9.2	6.5	6.0	5.7
배당수익률	6.5	10.1	7.5	7.5	7.5
안정성(%)					
부채비율	139.3	205.3	216.6	210.8	207.0
Net debt/Equity	75.3	112.7	120.4	114.6	110.9
Net debt/EBITDA	4,610.8	694.5	511.7	471.8	453.5
유동비율	127.0	115.9	118.1	120.4	122.4
이자보상배율(배)	n/a	3.7	5.1	5.6	5.8
자산구조(%)					
투하자본	65.3	72.9	75.0	73.8	73.5
현금+투자자산	34.7	27.1	25.0	26.2	26.5
자본구조(%)					
차입금	49.7	56.8	57.2	56.5	55.8
자기자본	50.3	43.2	42.8	43.5	44.2

[Compliance Notice]

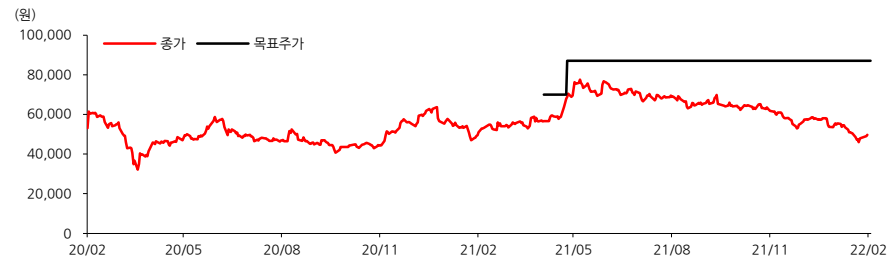
(공표일: 2022년 02월 08일)

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
일 시	2022.02.08					
투자의견	Buy					
목표가격	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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%