

암중모색(暗中摸索)

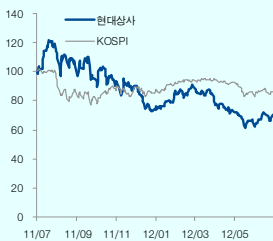
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (7/2)	22,150원
상승여력	49.0%
시가총액	495십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	38,500원/19,350원
일평균 거래대금 (60일)	16억원
	6.97%
외국인지분율	현대중공업 외 1 인
주요주주	22.39%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	7.0 -15.6 -5.7
상대주가(%p)	6.0 -7.5 -7.0
당사추정 EPS	3,193원
컨센서스 EPS	3,455원
컨센서스 목표주가	32,740원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 주가 반등 계기를 모색 중
- 2분기 및 연간 영업실적도 비교적 안정적 성장 가능
- Commodity 가격의 추가 급락 가능성은 크지 않아
- 청도조선소 문제도 올해 10월이면 종결된다

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	3,634	54	47	58	2,098	-189.1	12.2	3.8	10.7	27.5
2011	5,031	88	68	92	3,026	44.2	7.6	1.9	9.9	26.0
2012F	5,980	93	71	98	3,194	5.6	6.9	1.5	8.3	20.0
2013F	6,069	81	69	85	3,107	-2.7	7.1	1.3	8.8	16.7
2014F	6,466	94	80	98	3,563	14.7	6.2	1.1	7.4	16.6

* 2010년은 K-GAAP 개별, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

주가 반등 계기를 모색 중

지난 3개월간 현대상사 주가는 대단히 부진한 수익률을 기록했는데, 이제는 상승 반전의 계기를 맞이 할 것이라 판단한다. 그동안의 주가 하락 이유는 1) 유럽연합(EU)의 경기침체와 미국과 중국 등 G2의 경기 둔화에 따른 트레이딩 부문의 영업실적 악화 우려, 2) 세계 경기 침체로 commodity 가격 하락에 따른 E&P 수익 감소 우려, 3) 청도조선소 관련 지분법손실과 그리스 Evalend와의 소송건 등이 반영된 결과다. 세가지 악재는 향후 점진적 개선이 가능할 것인바, 주가 재평가 작업이 진행될 것이라 판단한다.

2분기 및 연간 영업실적도 비교적 안정적 성장 가능

2분기 영업실적은 비교적 양호한 수준이 예상돼 주가에는 긍정적인 영향을 제공할 것이다. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기비 10.0%, 30.9% 증가한 1조 4,460억원과 263억원으로 영업이익률은 1.8%로 전년동기비 0.3%p 호전될 전망이다. 대외 환경이 그리 좋지 못한 가운데에서도 범현대그룹과의 시너지 창출을 통해 양호한 영업실적이 가능할 것이고, 올해 연간으로도 매출액과 영업이익은 각각 5조 9,803억원과 935억원으로 전년비 9.8%, 6.3% 증가가 가능할 것이다. 이는 역시 현대중공업을 비롯한 범현대그룹과의 시너지 창출이 지속될 것이기 때문이고, 올해는 외형 확대보다는 수익성 개선에 초점을 맞춘 영업전략을 펼칠 것이라 판단한다.

Commodity 가격의 추가 급락 가능성은 크지 않아

부실은행 직접지원과 국제 직매입 등 진일보된 유럽연합(EU) 정상회의 결과로 인해 그동안 종합상사들의 공통 약재였던 commodity 가격의 추가 급락은 제한적일 것이라 판단한다. 물론, 상품가격의 급등을 논하는 것은 아니지만, 상품가격의 급락세가 진정되면서 그동안 과매도권까지 하락한 종합상사 주가에 긍정적인 영향을 제공할 수 있을 것이다. 한편, 현대상사의 E&P 수익규모가 지난해 442억원에서 올해에도 연간 450~490억원으로 매우 안정적 흐름을 보여줄 것이다. 이는 생산광구의 2/3정도가 장기공급계약으로 상품가격 변동에 따른 영향이 크지 않기 때문이다.

청도조선소 문제도 올해 10월이면 종결된다

셋째, 청도조선소 문제도 이제는 해결의 마지막 수순을 밟고 있다. 그동안 오랫동안 악재로 작용해왔던 청도조선소 부실 문제도 올해 10월이면 종료될 전망이다. 올해 연초 7척 중 상반기 중 3척을 인도해 현재 수주 잔량은 4척이고, 이번 달에 2척을 인도하고, 10월 이내 나머지 2척마저도 딜리버리가 완료될 전망이다. 지난해 연간 356억원의 지분법손실이 발생했으나, 올해에는 그 규모가 보수적으로 평가해도 150억원 정도로 크게 축소될 것이다. 현재 청도조선소는 현대중공업의 건설 및 풍력 장비(굴삭기, 밀로더, 농기계 등)에 사용될 철강 마분지 제단 작업용으로 활용하고 있고, 10월 이후에는 대규모 인력 구조조정을 단행해 비용구조의 개선이 기대된다. 이에 따라 추가적인 신규 사업을 진행하지 않더라도 내년부터는 지분법손실이 적어도 50억원 수준으로 크게 감소되어, 추가적인 악재로서의 효력은 소멸되어 갈 것이다.

그리스 에버랜드社와의 소송건은 최근 양측의 합의로 순조롭게 해결된 상태다. 소송가액은 2,400만달러(300억원 규모)인데, 이미 150억원의 충당금을 설정해 놓은 상태였으며, 지난 4월에 원만한 합의가 이뤄져 2~3분기 중에 대략 100억원의 환입이 있을 전망이다.

매수의견과 목표주가 3.3만원 유지

현대상사의 투자의견과 목표주가는 기존 매수와 33,000원을 유지한다. 현대상사의 주가는 올해와 내년 수익예상 기준 P/E 각각 6.9배, 7.1배에 거래되고 있어, 주가는 여전히 매력적인 수준이다. 안정적인 영업실적 호조세, 청도조선소의 정상화, E&P사업에서의 리스크가 없다는 점 등을 감안할 때 비중확대 해도 좋다는 판단이다.

가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 7,465억원이고, 주당가치는 33,000원으로 평가된다. 목표주가 33,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 10.3배, 10.6배 수준이다.

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	4,552	3,965	4,563	4,356	
EBITDA	981	855	983		
EV/EBITDA	4.6	4.6	4.6		시장평균(5.8배) 대비 20% 할인율 적용
2. 투자자산가치	1,824	1,744	1,904	1,798	순자산가액대비 20% 할인율
3. 해외자원가치	1,626	1,626	1,626	1,626	수익인식 광구 제외
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,002	7,336	8,094	7,780	
5. 조정순차입금	517	-190	-365	282	
6. 청도조선소 부실	50	0	0	33	
7. 주주가치 (=4-5-6)	7,435	7,526	8,459	7,465	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	33,296	33,703	37,881	33,499	
현재주가 (원)	22,150	22,150	22,150	22,150	
상승여력	50.3	52.2	71.0	51.2	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 현대상사 분기별 실적 전망

(억원, %, \$/bbl, 원/\$)	2011				2012F				10	11	12F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	12,625	13,149	13,268	15,446	13,003	14,460	15,903	16,437	36,338	54,488	59,803
기계 / 플랜트	5,943	5,587	4,776	5,265	5,676	6,144	5,723	5,601	14,398	21,571	23,144
철 강	5,098	5,620	5,985	5,887	4,654	6,180	7,172	6,263	16,502	22,590	24,269
화 학	1,421	1,822	2,360	3,886	2,524	2,005	2,831	4,140	3,958	9,489	11,499
전자 / 정보통신	52	62	51	57	40	67	60	60	211	222	227
기 타 (상품+자원)	111	58	97	351	109	64	116	373	1,270	617	662
매출총이익	358	382	341	331	324	426	423	354	1,114	1,412	1,527
조정영업이익	228	201	289	161	240	263	241	190	541	879	935
세전이익	224	200	221	141	236	260	239	92	510	787	827
순이익	169	240	211	56	203	225	206	79	469	676	713
수익성											
GP	2.8	2.9	2.6	2.1	2.5	2.9	2.7	2.2	3.1	2.6	2.6
OP	1.8	1.5	2.2	1.0	1.8	1.8	1.5	1.2	1.5	1.6	1.6
RP	1.8	1.5	1.7	0.9	1.8	1.8	1.5	0.6	1.4	1.4	1.4
NP	1.3	1.8	1.6	0.4	1.6	1.6	1.3	0.5	1.3	1.2	1.2
성장성 (YoY)											
매출액	80.2	50.7	32.1	46.2	3.0	10.0	19.9	6.4	41.0	49.9	9.8
영업이익	112.7	26.2	162.5	-2.2	5.3	30.9	-16.6	18.5	-12.5	62.4	6.3
세전계속이익	54.4	2.2	119.0	106.7	5.1	29.9	8.1	-34.8	흑전	54.1	5.1
순이익	26.6	31.5	133.7	-10.4	20.2	-6.3	-2.3	42.1	흑전	44.2	5.6
기본가정											
세계GDP	3.8	3.7	3.9	3.8	3.5	3.3	3.4	3.6	5.1	3.8	3.5
국제유가	94.6	102.3	89.5	94.1	103.1	104.0	102.0	101.0	79.5	95.1	102.5
원/달러 (평균)	1,119.8	1,083.2	1,085.1	1,144.0	1,131.1	1,140.0	1,110.0	1,100.0	1,156.3	1,108.1	1,120.3
원/달러 (기말)	1,096.7	1,067.7	1,178.1	1,151.8	1,132.0	1,115.0	1,085.0	1,070.0	1,138.9	1,153.3	1,070.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 현대상사의 E&P 가치분석

구 분	생산						소계
	석유/가스		LNG	LNG	석탄/광물	LNG	
E&P 총 가치 3,658억원	베트남 11-2광구		오만 KOLNG	카타르 라스라판	호주 드레이크 유연탄	예멘 LNG	
지분율	4.9		1.0	0.4	2.5	3.0	
총투자금액	293		14	35	78	1,381	
매장량(단위)	2,300만(배럴)	1,800만(톤)	14조(CF)	6,300만(톤)	4,900만(톤)	약 2억(톤)	
연평균생산량	100만배럴	78만톤	650만톤	650만톤	500만톤	690만톤	
생산개시	2007(23년)		2000(17년)	1999(10년)	1983(8년)	2009(25년)	
잔여기간	23	23	17	10	8	25	
가격	80(\$/배럴)	6.25(\$/mmbtu)	6.25(\$/mmbtu)	6.25(\$/mmbtu)	96(\$/톤)	6.25(\$/mmbtu)	
가정 환율	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
매출액(연평균, 억원)	600	4,412	36,766	36,766	3,500	39,028	121,071
총비용(연평균, 40%)	300	2,206	18,383	18,383	1,750	25,368	66,390
총수익(연평균, 세율 30%)	210	1,544	12,868	12,868	1,225	9,562	38,277
현대상사 총수익(연평균)	10	75	129	51	31	287	583
할인율	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
현재가치 합(억원)	101	745	1,161	368	194	2,891	5,459
현대상사 현재가치 합(억원)	101	452	1,147	333	116	1,510	3,658

자료 : 현대종합상사, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,634	5,031	5,980	6,069	6,466
증가율 (%)	41.0	38.4	18.9	1.5	6.5
매출원가	3,522	4,890	5,828	5,916	6,304
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.4	97.5	97.5
매출총이익	111	141	153	152	162
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.6	2.5	2.5
증가율 (%)	-1.4	26.8	8.1	-0.1	6.2
판매관리비	57	67	83	83	89
조정영업이익 (GP-SG&A)	54	74	69	69	73
조정영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.2	1.1	1.1
증가율 (%)	-12.5	37.0	-6.4	0.0	5.7
기타영업손익	0	14	24	11	21
EBITDA	58	92	98	85	98
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.8	1.6	1.4	1.5
증가율 (%)	-11.0	58.1	6.8	-12.9	15.1
영업이익	54	88	93	81	94
영업이익률 (%)	1.5	1.7	1.6	1.3	1.5
증가율 (%)	-12.5	62.4	6.3	-13.5	16.1
금융손익	0	-8	-2	-2	-2
기타영업외손익	1	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-4	-1	-10	1	0
세전계속사업이익	51	79	83	80	92
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.4	1.3	1.4
증가율 (%)	흑전	54.1	5.1	-2.7	14.7
법인세비용	4	11	11	11	13
계속사업이익	47	68	71	69	80
당기순이익	47	68	71	69	80
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.2
증가율 (%)	흑전	44.2	5.6	-2.7	14.7
지배주주지분 순이익	47	68	71	69	80
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	-1	0	0
총포괄이익	0	141	70	69	80

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	55	58	74	44	13
당기순이익	47	68	71	69	80
유형자산 상각비	0	1	1	1	1
무형자산 상각비	4	3	3	3	3
외환손익	2	0	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	-39	-13	0	-34
기타	17	26	9	-29	-37
투자활동으로인한현금흐름	-65	3	-18	37	15
투자자산의 감소(증가)	-28	-3	7	10	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-2	-2
기타	-36	8	-24	29	37
재무활동으로인한현금흐름	-43	76	-57	-71	-81
차입금의 증가(감소)	-9	448	-9	-60	-70
사채의증가(감소)	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-6	0	-11	-11
기타	-84	-367	-48	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-53	138	-1	11	-52
기초현금	120	67	205	204	214
기말현금	67	205	204	214	162

* 2010년은 K-GAAP 개별, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	721	1,354	1,609	1,621	1,677
현금성자산	67	205	204	214	162
단기투자자산	40	6	18	18	18
매출채권	337	858	1,133	1,134	1,229
재고자산	247	130	154	154	167
기타유동자산	30	155	100	100	100
비유동자산	297	403	392	379	396
유형자산	2	3	3	3	4
무형자산	45	56	53	50	47
투자자산	234	235	228	218	238
기타비유동자산	16	109	108	108	108
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,756	2,001	2,000	2,073
유동부채	716	1,291	1,479	1,440	1,462
단기차입금	0	437	440	400	350
매입채무	548	560	854	855	927
유동성장기부채	48	49	0	0	0
기타유동부채	120	244	186	186	186
비유동부채	109	139	136	116	99
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	55	35	15
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	31	31	33
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	824	1,430	1,615	1,556	1,561
지배주주지분	194	327	386	444	512
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	8	76	75	75	75
이익잉여금	89	154	214	272	341
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	194	327	386	444	512

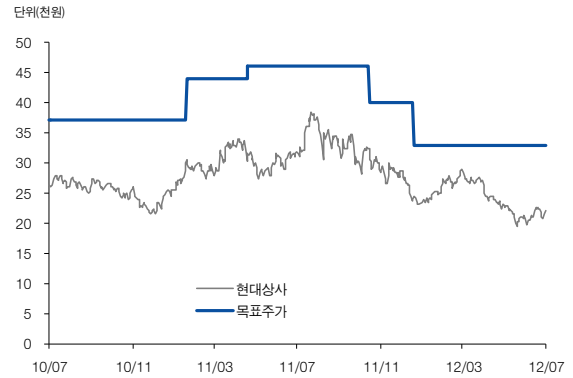
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	3,194	3,107	3,563
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	3,194	3,107	3,563
BPS(지분총계 기준)	6,670	12,131	14,908	17,659	20,856
BPS(지배지분 기준)	6,670	12,131	14,908	17,659	20,856
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	6.9	7.1	6.2
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	6.9	7.1	6.2
PBR(지분총계 기준)	3.8	1.9	1.5	1.3	1.1
PBR(지배지분 기준)	3.8	1.9	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	10.7	9.9	8.3	8.8	7.4
배당수익률	1.0	2.2	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	5.6	-2.7	14.7
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	5.6	-2.7	14.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	20.0	16.7	16.6
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	20.0	16.7	16.6
ROA	5.1	4.9	3.8	3.5	3.9
안정성 (%)					
부채비율	425.4	437.6	418.6	350.5	304.5
순차입금비율	24.4	120.5	84.0	57.1	46.1
이자보상비율	7.8	5.8	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/07/02	BUY	37,000	12/05/09	BUY	33,000
10/08/17	BUY	37,000	12/07/03	BUY	33,000
10/12/08	BUY	37,000			
11/01/05	BUY	37,000			
11/01/20	BUY	44,000			
11/02/15	BUY	44,000			
11/03/03	BUY	44,000			
11/04/20	BUY	46,000			
11/07/18	BUY	46,000			
11/10/17	BUY	40,000			
11/12/21	BUY	33,000			
12/01/20	BUY	33,000			

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 HMC 투자증권의 업종 투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC 투자증권의 종목 투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가 대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가 대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가 대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.