

현대상사
(011760)

불확실성은 해소되고 새로운 현금흐름이 창출될 전망



정연우 769.3076
cyw92@daishin.com

BUY
[매수, 유지]
유통업종

현재가 22,500

목표주가 ▲ 41% 31,700

| | |
|-------------|---------------------------------|
| KOSPI | 1891.77 |
| 시가총액 | 502 십억원 |
| 시가총액비중 | 0.0% |
| 자본금(보통주) | 112 십억원 |
| 52주 최고/최저 | 38,500 원 / 19,350 원 |
| 120일 평균거래대금 | 9 억원 |
| 외국인지분율 | 7.0% |
| 주요주주 | 현대중공업 외 1 인 22.4% 케이씨씨 12.0% |

| 주가수익률(%) | 1W | 1M | 3M | 12M |
|----------|-----|------|-------|-------|
| 절대수익률 | 6.4 | 12.5 | -15.3 | -26.9 |
| 상대수익률 | 4.3 | 6.0 | -8.3 | -21.5 |



투자포인트

- 목표주가 31,700원으로 하향 조정하나 상승 여력 충분, 매수 의견 유지
- 청도조선소 미인도 선박 관련 소송 해결, 10월이면 건조중인 선박 모두 인도 예정
- 예멘 LNG 배당, 금지금 관련 소송 승소에 따른 새로운 현금흐름 창출될 전망

Comment

목표주가 31,700 원으로 하향 조정하나 상승 여력 충분, 매수 의견 유지

업황 부진에 따른 실적 전망치의 하향 조정, 현대중공업 그룹과의 시너지 효과가 기대치를 하회함에 따른 PER multiple 조정(트레이딩 부문 PER 기준 10배에서 9배로 하향)으로 목표주가를 31,700원으로 하향 조정한다.

다만 2011년 하반기 이후 과도한 주가하락으로 목표주가까지 상승여력이 충분하고 그동안 주가 상승의 발목을 잡아왔던 청도조선소 불확실성이 대부분 해소되었다는 점, 2012년 하반기 예멘 LNG 배당 시작과 금지금 소송 승소에 따라(세금 환급 가능) 기업가치를 끌어올릴 수 있는 새로운 현금흐름이 창출된다는 점 감안할 때 매수 여력은 충분하다는 판단이다.

청도조선소 관련 불확실성 해소

청도조선소는 크게 두가지, 미인도 선박 소송과 선박 제조 과정에서의 손실 발생 가능성이 불확실성으로 작용해왔는데 소송은 합의를 통해 해결되었고 건조중인 선박도 10월이면 모두 인도될 예정이어서 더 이상 주가에 부정적 영향을 주지 않을 전망이다.

오히려 소송은 합의를 통해 90억원의 총당금이 환입되면서 2분기 실적에 긍정적으로 작용할(표 1 참조, 영업이익의 부분에는 60억원 총당금 환입) 전망이며, 현재 건조중인 선박은 총 4척이 남았는데 7월에 2척이 인도되면 더 이상 제조 과정에서의 손실은 문제되지 않을 전망이다. 선박 인도와 동시에 현대중공업 건설장비 임가공 사업이 본격화될 예정이어서 고정비용을 상쇄할 수 있다는 점도 긍정적인 부분으로 판단된다.

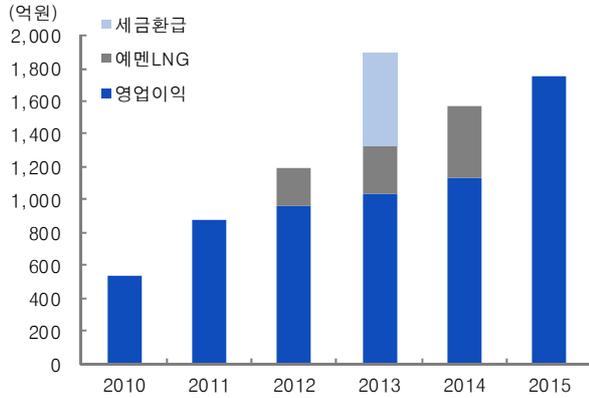
새로운 현금흐름 창출되기 시작, 기업가치의 레벨업 가능

손익에는 기여하지 못하지만 예멘 LNG의 배당이 시작되는 것은 기업가치를 한단계 레벨업 시켜줄 수 있는 부분으로 판단된다. 2014년까지는 대여금의 회수 방식으로 회계처리하여 손익에 영향을 주지 못하지만, 2012~2014년까지 최소 950억원 이상의 현금유입될 것으로 추정되며 2015년부터는 매년 500억원 수준의 배당수익이 발생할 수 있기 때문이다.

또한 2009년 금지금 관련 세금으로 520억원을 반영했었는데, 1심 행정소송에서 승소함으로써 세금 환급 가능성이 높아졌다는 점도 긍정적인 부분이다. 2013년 상반기면 모든 소송이 완료

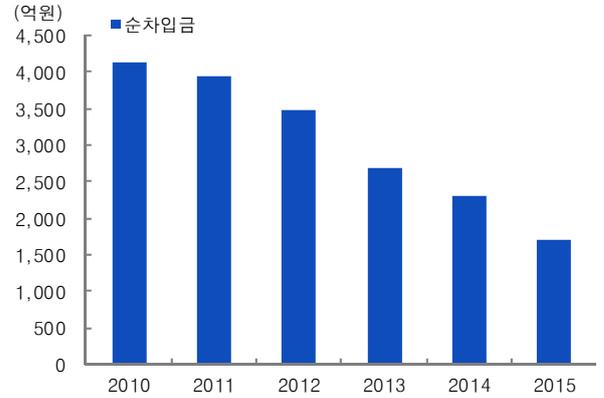
될 것으로 예상되는데, 동사는 500억원 이상의 세금을 환급 받을 수 있는 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

그림 1. 2013년부터 현금유입액 급증



자료: 현대상사, 대신증권 리서치센터

그림 2. 연간 순차입금 급감하기 시작



자료: 현대상사, 대신증권 리서치센터

표 1. 현대상사 실적 테이블

(단위: 억원, %)

| | 직전 추정치 | | | | 변경 추정치 | | | | 11A | 12F | 13F |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | | | |
| 매출액 | 13,003 | 15,269 | 15,747 | 13,261 | 13,003 | 13,837 | 14,473 | 12,868 | 50,308 | 54,182 | 61,764 |
| (%, yoy) | 3.0% | 16.1% | 18.7% | 18.6% | 3.0% | 5.2% | 9.1% | 14.2% | 38.4% | 7.7% | 14.0% |
| 기계/플랜트 | 5,676 | 6,285 | 5,492 | 4,370 | 5,676 | 5,308 | 4,919 | 4,291 | 20,391 | 20,193 | 22,272 |
| 철강 | 4,654 | 6,463 | 7,032 | 6,299 | 4,654 | 5,142 | 5,865 | 5,180 | 21,636 | 20,842 | 22,786 |
| 화학 | 2,524 | 2,369 | 3,068 | 2,453 | 2,524 | 3,280 | 3,541 | 3,299 | 7,803 | 12,644 | 16,183 |
| 전자/정보통신 | 40 | 65 | 53 | 54 | 40 | 50 | 53 | 60 | 222 | 203 | 213 |
| 기타 | 109 | 87 | 101 | 85 | 109 | 57 | 96 | 39 | 256 | 301 | 310 |
| 영업이익 | 240 | 255 | 278 | 240 | 240 | 260 | 226 | 242 | 879 | 967 | 1,031 |
| (%, yoy) | 2.4% | 30.7% | -4.0% | 61.0% | 2.4% | 33.3% | -21.9% | 50.6% | 61.5% | 10.0% | 6.6% |
| (%, 이익률) | 1.8% | 1.7% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 1.6% | 1.9% | 1.7% | 1.8% | 1.7% |
| 기계/플랜트 | 87 | 107 | 110 | 87 | 87 | 80 | 74 | 86 | 482 | 326 | 404 |
| 철강 | 37 | 52 | 70 | 63 | 37 | 41 | 53 | 52 | 186 | 183 | 223 |
| 화학 | -4 | 12 | 15 | 12 | -4 | -3 | 4 | 3 | 26 | 0 | 16 |
| 전자/정보통신 | 22 | 33 | 27 | 27 | 22 | 27 | 29 | 33 | 154 | 111 | 117 |
| 기타 | 98 | 52 | 56 | 51 | 98 | 115 | 67 | 68 | 30 | 347 | 270 |
| 지분법평가액 | -48 | -5 | -5 | -5 | -48 | -25 | 8 | 8 | -188 | -57 | 29 |
| 청도조선소 | -57 | -31 | -10 | -10 | -57 | -40 | -15 | -15 | -252 | -127 | -47 |
| 세전이익 | 188 | 219 | 241 | 204 | 188 | 196 | 196 | 211 | 599 | 791 | 1,512 |
| (%, yoy) | -4.1% | 44.1% | 12.1% | 흑진 | -4.1% | 29.8% | -8.8% | 502.9% | 66.2% | 32.1% | 91.2% |
| (%, 이익률) | 1.4% | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.6% | 1.2% | 1.5% | 2.4% |
| 순이익 | 155 | 200 | 221 | 187 | 155 | 165 | 169 | 182 | 488 | 672 | 1,302 |
| (%, yoy) | 9.9% | 4.7% | 7.8% | 흑진 | 9.9% | -13.6% | -17.6% | 흑진 | 56.8% | 37.7% | 93.8% |
| (%, 이익률) | 1.2% | 1.3% | 1.4% | 1.4% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.4% | 1.0% | 1.2% | 2.1% |

자료: 대신증권 리서치센터

주: K-IFRS 별도 기준에 종속회사, 관계기업은 지분법평가를 통해 손익에 반영

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

| | 2010A | 2011A | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 36,338 | 50,308 | 54,182 | 61,764 | 70,999 |
| 영업이익 | 544 | 879 | 967 | 1,031 | 1,138 |
| 세전순이익 | 473 | 787 | 848 | 1,483 | 1,044 |
| 총당기순이익 | 431 | 676 | 729 | 1,273 | 897 |
| 지배지분순이익 | 431 | 676 | 729 | 1,273 | 897 |
| EPS | 1,930 | 3,026 | 3,263 | 5,703 | 4,017 |
| PER | 13.3 | 7.6 | 7.0 | 4.0 | 5.7 |
| BPS | 8,563 | 14,633 | 17,396 | 22,599 | 26,117 |
| PBR | 3.0 | 1.6 | 1.3 | 1.0 | 0.9 |
| ROE | 25.5 | 26.1 | 20.4 | 28.5 | 16.5 |

주: 영업이익은 회사별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

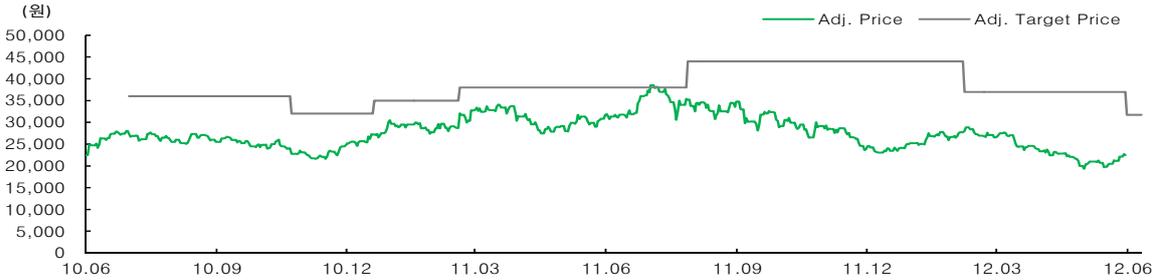
자료: 현대상사, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 정연우)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



| | | | | | | | | | |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 12.06.20 | 12.02.27 | 11.08.17 | 11.03.10 | 11.01.09 | 10.11.14 | 10.11.12 | 10.09.15 | 10.07.21 |
| 투자의견 | Buy |
| 목표주가 | 31,700 | 37,000 | 44,000 | 38,000 | 35,000 | 32,000 | 32,000 | 36,000 | 36,000 |
| 제시일자 | | | | | | | | | |
| 투자의견 | | | | | | | | | |
| 목표주가 | | | | | | | | | |
| 제시일자 | | | | | | | | | |
| 투자의견 | | | | | | | | | |
| 목표주가 | | | | | | | | | |

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상