

## 예멘 현금 조기 유입과 청도현대조선의 향후 리스크 감소가 긍정적

- 4Q11 Preview: 영업이익은 컨센서스와 비슷할 전망
  - 영업이익은 2Q11, 3Q11 평균과 비슷한 수준일 것으로 예상
  - 4Q11 세전이익에는 청도현대조선의 연간 손실 300억원(=고정비 100억원 + 선박 건조 지연에 의한 (변동비-매출액) 200억원)이 일시에 반영될 전망
- 예멘 관련 cash flow는 예정보다 1년 앞당겨진 2012년부터 조기 유입되어 긍정적
  - HYLNG(예멘 자원 투자법인)가 현대상사에게 지급하는 방식이 대여금 상환인지 배당금인지에 따라, 현대상사 손익계산서는 변동되지만, cash flow는 동일하여, 자원가치는 동일
  - 2015년 이후 cash flow는 모두 손익계산서의 세전이익으로 반영될 전망
- 현대그룹과의 시너지로 인한 매출액 증가 추세는 이어질 전망
  - 2010년 2.4조원 → 2011년 3.4조원 → 2012년 4.1조원으로 증가할 전망
- 청도현대조선 관련 리스크는 2013년 이후 대폭 감소할 전망
  - 2011년 연간 환산 건조량은 9.0척, 2012년은 1.7척에 해당
  - 2012년 예상 손실은 = 연간 고정비 100억원 + (1.7/9.0) \* (선박 건조 지연에 의한 (변동비-매출액) 200억원) = 137.8억원
  - 2012년 최대 예상 손실은 300억원=고정비 100억원+계약 취소로 매출액 미발생 200억원
  - Evaland 관련 충당금은 150억원이므로, 승소 시 150억원 이익, 패소 시 150억원 손실 예상
  - 현대중공업 중국 공장의 건설기계 관련 매출액이 발생하면, 청도조선 손실 규모는 감소할 전망
- 투자 의견 HOLD → BUY로 상향
  - 과거 6개월간 주가는 청도현대조선 손실 리스크로 하락했지만, 향후 리스크는 감소할 전망
  - 예멘 LNG로부터의 현금흐름 현실화 가능성이 높아져, 기업가치 증가에 기여할 것으로 판단

### 시장 Consensus 대비

Above	
In-line	0
Below	

### BUY(상향)

목표주가(12M, 유지)	33,000원
현재주가(01/20)	25,200원

### Key Data

(기준일: 2012. 1.20)

KOSPI(pt)	1,949.9
KOSDAQ(pt)	512.2
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	562.7
52주 최고/최저(원)	39,100 / 22,000
52주 일간 Beta	0.24
발행주식수(천주)	22,330
평균거래량(3M, 천주)	121
평균거래대금(3M, 백만원)	3,147
외국인 지분율(%)	5.6
주요주주 지분율(%)	
현대중공업외 2인	30.7
KCC	12.0
국민연금공단	7.6

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	-12.8	-32.4	-17.2
KOSPI대비상대수익률	-3.1	-20.8	-22.9	-9.8

### Earnings Summary (IFRS 개별)

계산기(12월) (단위: 십억원)	4Q11E			시장 전망치	1Q12E			2011E		2012E	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	1,473.0	11.0	39.4	1,394.7	1,631.5	10.8	29.2	5,377.2	48.0	6,521.8	21.3
영업이익	22.3	-22.8	35.9	22.2	24.5	9.5	-0.9	96.1	44.2	98.3	2.3
세전이익	-10.7	-148.6	-258.0	17.0	20.8	-293.7	-7.3	53.8	9.2	70.2	30.5
순이익	-10.2	-148.4	-264.6	12.2	19.8	-293.7	16.8	51.8	15.4	66.7	28.9
OP Margin	1.5	-0.7	0.0	1.6	1.5	0.0	-0.5	1.8	0.0	1.5	-0.3
NP Margin	-0.7	-2.3	-0.7	0.9	1.2	1.9	-0.1	1.0	-0.3	1.0	0.1
EPS(원)	-457	-148.4	-264.6	547	885	-293.7	16.8	2,319	15.4	2,989	28.9
BPS(원)	10,604	9.3	0.76	11,209	11,490	8.3	26.9	10,604	76.2	13,593	28.2
ROE(%)	-4.3	-2.1	-7.5	4.9	7.7	12.0	-0.7	21.9	-11.5	22.0	0.1
PER(X)	-	-	-	46.1	28.5	-	-	10.9	-	8.4	-
PBR(X)	2.4	-	-	2.2	2.2	-	-	2.4	-	1.9	-

자료: 유진투자증권, 주: EPS, ROE는 annualized 기준



**도표 1 Valuation**

(1) 무역부문 가치 ('12F, '13F 평균)	십억원	677
순이익 ('12F)	십억원	67
적용 PER ('12F): Bloomberg KOSPI 당해년 예상 평균	배	9.1
순이익 ('13F, 교보생명 지분법손익 제외)	십억원	96
적용 PER ('13F): Bloomberg KOSPI 차기년 예상 평균	배	7.8
(2) 향후 이익에 반영될 자원가치 (예멘 마리브 광구)		192
기업가치 = (1)+(2)	십억원	870
발행주식수	주	22,329,802
적정주가	원/주	38,959
<b>목표주가</b>	<b>원/주</b>	<b>33,000</b>
현재주가(1.20)	원/주	25,200
목표주가 upside potential	%	31.0%

자료: 유진투자증권

**도표 2 청도현대조선 선박 인도 & 건조 현황**

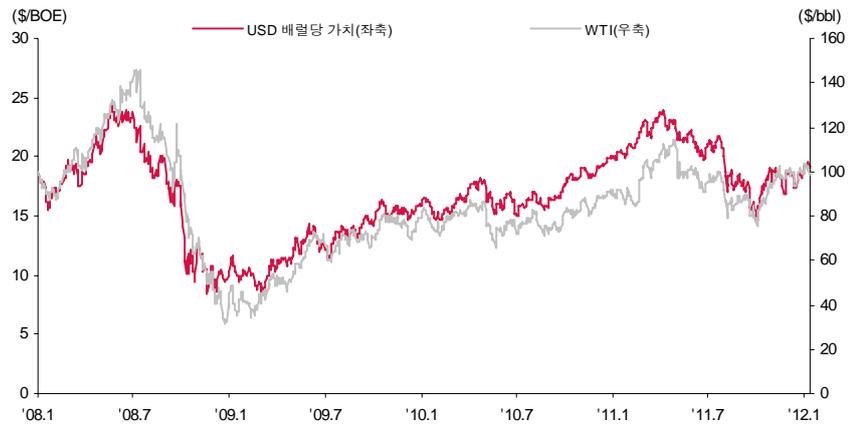
시기	인도선박	신규계약	건조척수(기초)	인도척수	건조척수(기말)
2005	중국向 2.6K Bulker外 5건	21	21 <sup>1)</sup>	6	15
2006	독일向 6K MPC外 3건	12	27	4	23
2007	한국向 2.6K General Cargo外 2건	0	23	3	20
2008	그리스向 5.6K Chemical TKR外 3건	10	30	4	26
2009	그리스向 Bunkering TKR外 5건	4	30	6	24
2010	그리스向 5.6K Chemical TKR外 7건	0	24	8	16
2011	러시아向 5K General Cargo外 8건	0	16	9	7
2012	러시아向 5K General Cargo外 6건	0	7 <sup>2)</sup>	7	0
	합계	47	0	47	0

주1: 조선소 인수 시, 승계선박 10척 포함

주2: 현재 미인도 잔량 7척의 평균 공정률은 약 76%(100% 건조선박 1척 포함)

자료: 현대상사, 유진투자증권

**도표 3 매장 1 배럴당 가치**



자료: Bloomberg, 유진투자증권



**도표 4 현대상사 자원가치**

		비생산 광구		생산광구	
		예멘 마리브 18	오만	카타르	베트남 11-2
생산시작	(년)	2014	2000	1999	2008
생산기간	(년)	20	18	17	19
매장량	(TCF)	9.6	11.0	24.0	0.0
	(만톤)	20,160	23,100	50,400	0
	(만BOE)	174,989	101,556	97,390	20,605
배럴당 가치	(\$/BOE)	15.0	15.0	15.0	15.0
총 매장 에너지 가치	(십억\$)	18.4	15.2	14.6	3.1
비 컨소시엄 배분비율		65%	0%	0%	65%
컨소시엄 배분비율		35%	100%	100%	35%
컨소시엄 중 지분률		3.0%	1.0%	0.4%	4.9%
KRW/USD	(원/\$)	1,100	1,100	1,100	1,100
매장량 확률단계		100%	100%	100%	100%
Discount		9%	0%	0%	0%
광구 가치	(십억원)	192	168	64	58
생산 / 향후 생산 광구가치 합계	(십억원)	<b>192</b>			<b>290</b>
총 광구 가치 합계	(십억원)				<b>480</b>

자료: 유진투자증권

**도표 5 예멘 LNG 광구로부터의 예상 현금흐름 (현대상사 추정)**

	단위	2012F	2013F	2014F	2015F	2015 이후
YLNG	백만달러	632	355	926	1,307	1,307
HYLNG (3%)	백만달러	60	34	76	88	88
현대상사 예상 현금흐름 (51%)	백만달러	31	17	39	45	45
	십억원	<b>33.9</b>	<b>19.0</b>	<b>42.7</b>	<b>49.8</b>	<b>49.8</b>

자료: 현대상사



**도표 6 수익 추정 모델(IFRS 개별 기준): 현대상사**

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	10	11F	12F
KRW curncy (average)	원/달러	1,119	1,083	1,084	1,145	1,150	1,150	1,100	1,100	1,157	1,108	1,125
YoY	%	-2.2	-7.3	-8.2	1.0	2.8	6.2	1.4	-3.9	-9.4	-4.2	1.6
QoQ	%	-1.3	-3.2	0.1	5.6	0.4	0.0	-4.3	0.0			
철강가격: 미국, 중국 HR 수입가격 평균. USD (=P)	\$/톤	684	734	711	665	665	665	665	665	585	698	665
YoY	%	24.6	15.5	20.7	17.4	-2.8	-9.4	-6.5	0.0	23.9	19.4	-4.8
QoQ	%	20.7	7.3	-3.1	-6.5	0.0	0.0	0.0	0.0			
Crude Steel 생산량 : Korea (=Q)	백만톤	16,461	17,406	16,659	16,434	16,598	16,764	16,932	17,101	58,008	66,960	67,396
YoY	%	24.5	15.5	21.0	3.1	0.8	-3.7	1.6	4.1	19.7	15.4	0.7
QoQ	%	3.3	5.7	-4.3	-1.4	1.0	1.0	1.0	1.0			
P*Q. KRW	십억원	12,593	13,830	12,846	12,513	12,694	12,821	12,386	12,510	39,296	51,780	50,409
YoY	%	51.7	23.7	34.0	22.3	0.8	-7.3	-3.6	0.0	35.5	31.8	-2.6
QoQ	%	23.1	9.8	-7.1	-2.6	1.4	1.0	-3.4	1.0			
Dubai	\$/bbl	101	110	107	106	106	104	103	103	78	106	104
YoY	%	32.6	41.7	44.6	25.7	5.2	-5.7	-3.4	-3.4	26.4	35.9	-2.0
QoQ	%	19.4	9.6	-3.1	-0.8	-0.1	-1.8	-0.7	-0.8			
매출액	십억원	1,262	1,315	1,327	1,473	1,632	1,634	1,627	1,629	3,634	5,377	6,522
전자, 전기	십억원	5	6	5	5	5	6	5	5	21	22	22
철강(자연 증가+현대그룹)	십억원	510	562	598	672	712	714	708	710	1,650	2,342	2,843
기계, 플랜트	십억원	594	559	478	544	610	610	610	610	1,447	2,174	2,438
화학	십억원	142	182	236	236	289	289	289	289	396	796	1,154
YoY	%	80.2	50.7	32.2	39.4	29.2	24.3	22.6	10.6	41.0	48.0	21.3
전자, 전기	%	-8.9	30.5	-11.3	9.5	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	3.6	0.0
철강(자연 증가+현대그룹)	%	101.8	33.2	31.5	29.1	39.7	27.0	18.3	5.6	23.1	41.9	21.4
기계, 플랜트	%	71.7	68.0	20.2	46.3	2.6	9.1	27.6	12.1	44.2	50.2	12.1
화학	%	120.9	51.3	164.4	93.9	103.0	58.3	22.2	22.2	128.6	101.2	44.9
현대 계열 vs. 비현대												
현대중공업 관련	십억원	243	243	243	243	303	303	303	303	802	970	1,213
현대/기아차 관련	십억원	108	108	108	108	113	113	113	113	570	430	452
현대제철 관련	십억원	300	300	300	300	300	300	300	300	670	1,200	1,200
현대하이스코 관련	십억원	38	38	38	38	75	75	75	75	157	150	300
현대로템 관련	십억원	73	73	73	73	100	100	100	100	0	290	400
현대오일뱅크 관련	십억원	83	83	83	83	135	135	135	135	200	330	540
현대 계열	십억원	843	843	843	843	1,026	1,026	1,026	1,026	2,399	3,370	4,104
비 현대 계열	십억원	420	472	484	631	606	608	601	603	1,235	2,007	2,418
매출총이익	십억원	36	38	34	42	46	46	47	46	111	150	185
<b>영업이익</b>	<b>십억원</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>61</b>	<b>96</b>	<b>98</b>
전자, 전기	십억원	3	4	2	3	3	3	3	3	11	11	11
철강(자연 증가+현대그룹)	십억원	4	4	-3	5	6	6	6	6	13	11	23
기계, 플랜트	십억원	13	14	6	13	14	14	14	14	31	46	58
화학	십억원	0	1	1	1	2	2	2	2	2	4	6
영업이익률	%	2.0	1.5	2.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8	1.5
전자, 전기	%	51.6	62.1	40.1	51.1	51.1	51.1	51.1	51.1	53.7	51.8	51.1
철강(자연 증가+현대그룹)	%	0.8	0.8	-0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.8
기계, 플랜트	%	2.2	2.6	1.2	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1	2.1	2.4
화학	%	0.3	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6

주1: 2010년 수치들은 IFRS로 환산한 당사 추정치

주2: 현대 계열 관련 매출액은 당사 추정

주3: 에덴LNG 관련 이익은 포함되지 않음 (대여금 회수 방식의 경우, 손익계산서에 미치는 영향 없을 것으로 예상되기 때문)

자료: 현대상사, Bloomberg, 유진투자증권



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유기증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급**

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)  
 상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경 후
• STRONG BUY : 추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY : 추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD : 추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE : 추천기준일 증가대비 0%미만



변경 전
• STRONG BUY : 추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
• HOLD : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만
• REDUCE : 추천기준일 증가대비 +5%미만

과거 2년간 투자이건 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자이건	목표가(원)
20090603	BUY	20,000
20090814	BUY	20,000
20110307	BUY	32,000
20110517	BUY	32,000
20110622	BUY	37,000
20110817	BUY	37,000
20110926	HOLD	33,000
20111012	HOLD	33,000
20111115	HOLD	33,000
20120125	BUY	33,000

