

새로운 희망과 가능성을 논할 때

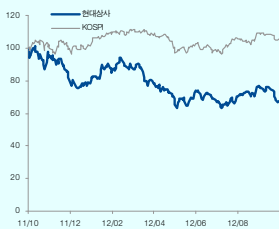
Analyst 박종렬

02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (10/16)	20,700원
상승여력	54.6%
시가총액	462십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	32,350원/19,350원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
	5.82%
외국인지분율	현대중공업 외 1인
주요주주	22.39%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-11.0 -0.5 -15.5
상대주가(%p)	-7.9 -6.8 -13.3
당사추정 EPS	3,716원
컨센서스 EPS	3,617원
컨센서스 목표주가	30,800원
※ K-IFRS 개별 기준	

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 긍정적 접근이 필요한 이유, 주가 재평가 가능성 충분
- 3분기 영업실적, 글로벌 경기침체로 다소 부진
- 청도현대조선소 문제도 완료단계
- 긍정적인 이슈들 (예멘LNG, 우크라이나 전동차, 금지금 관련)

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	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	5,266	115	83	124	3,716	22.8	5.6	1.3	7.2	22.9
2013F	5,801	107	83	116	3,721	0.1	5.6	1.1	7.6	19.2
2014F	6,472	117	92	125	4,127	10.9	5.0	0.9	6.8	18.1

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

긍정적 접근이 필요한 이유, 주가 재평가 가능성 충분

지난 6개월간 현대상사 주가는 대단히 부진한 수익률을 기록했는데, 상승 반전의 계기를 마련하고 있다는 판단이다. 그동안의 주가 하락 이유는 1) 세계 경기침체에 따른 트레이딩 부문의 영업실적 악화 우려, 2) 청도현대조선소 관련 지분법손실 때문이었다. 청도조선소 문제도 완료 단계에 접어들고 있고, 비록 적은 규모이기는 하나 올해부터 예멘LNG 투자 회수도 시작되고, 우크라이나 전동차 추가 수주 가능성과 금지금 관련 소송도 조만간 긍정적인 결과가 도출될 수 있다는 점이 긍정적이다. 또한, valuation 매력을 감안할 때, 주가 재평가 가능성은 충분하다.

3분기 영업실적, 글로벌 경기침체로 다소 부진

3분기 영업실적은 전반적인 글로벌 경기침체로 인해 다소 부진할 전망이다. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기비 4.6%, 26.6% 감소한 1조 2,651억원과 212억원으로 영업이익률은 1.7%로 전년동기비 0.5%p 둔화될 전망이다. 영업이익 감소 폭이 클 것으로 본 이유는 지난해 3분기 발생했던 105억원의 순회환거래이익 때문이다. 지난 9월부터 월간 실적이 호조를 보이고 있고, 상품가격도 반등하고 있어 4분기 영업실적은 긍정적인 전망이다. 지난해까지의 높은 성장에 비해 올해 들어 성장률이 크게 둔화되면서 범현대그룹과의 시너지 창출이 종료된 것이 아닌가 하는 우려감이 있을 수 있지만, 외형확대 보다는 수익성 개선에 초점을 맞춘 영업전략과 글로벌 경기침체에 따른 영향이 더욱 크게 작용한 것으로 판단한다. 즉, 향후에도 범현대그룹과의 시너지 창출이 지속적으로 가능할 것이라 본다. <표3 참조>

청도현대조선소 문제도 완료단계

그동안 악재로 작용해왔던 청도조선소 부실 문제도 완료 단계에 접어들고 있다. 올해 연초 7척 중 6척을 인도했고, 나머지 1척은 2013년 1월 중에 딜리버리가 완료될 전망이다. 지난해 연간 356억원의 지분법손실이 발생했으나 올해에는 150억원 정도로 크게 축소되고, 내년부터는 지분법손실이 50~70억원 수준으로 줄어들어, 악재로서의 효력은 소멸될 것이다. <표1 참조>

〈표1〉 선박 인도 및 건조진행 현황

시기	인도선박	신규계약	건조척수 (기초)	인도척수	건조척수 (기말)
2005	중국 向 2,6K Bulker 外 5 건	21	21	6	15
2006	독일 向 6K MPC 外 3 건	12	27	4	23
2007	한국 向 2,6K General Cargo 外 2 건	-	23	3	20
2008	그리스 向 5,6K Chemical TKR 外 3 건	10	30	4	26
2009	그리스 向 Bunkering TKR 外 5 건	4	30	6	24
2010	그리스 向 5K Chemical TKR 外 7 건	-	24	8	16
2011	러시아 向 5K General Cargo 外 8 건	-	16	9	7
2012	러시아 向 General Cargo 外 6 건	-	7	6	1
총합		47	-	46	1

자료: HMC투자증권

긍정적인 이슈들

현대상사 주가에 긍정적인 이슈들이 발생하고 있는데, 이를 설명하면 다음과 같다. 첫째, 예멘 LNG의 경우 올해부터 현금흐름이 발생하지만 2015년까지 대여금(1,353억원) 회수방식으로 진행되고 그 이후 배당금으로 유입될 것이다. 올해 생산차질로 인해 당초 현금흐름이 발생하지 않을 것으로 예상됐지만, 75억원 정도의 투자 회수가 이뤄질 전망이다.

둘째, 우크라이나 전동차의 추가 수주 가능성이 높다. 현대상사는 지난 2009년 12월 90량의 전동차를 현대로템과 수주해 수출을 완료한 바 있는데, 우크라이나 정부의 좋은 반응으로 추가 수주가 가능해 보인다. 지난번 수주금액이 3억달러 이었는데, 향후 추가 수주는 두배 수준인 6억달러이고 그 시기는 내년 상반기 중으로 예상된다.

셋째, 금지금 관련 소송건도 적어도 내년 1분기 중에 완료될 전망이다. 지난 6월 20일 1심에서 승소한 바 있고, 2~3심 판결이 내년 2월내에 완료돼 600억원 가량의 현금 유입도 기대할 수 있다.

매수의견과 목표주가 3.2만원으로 상향

현대상사에 대해 매수의견을 유지하며, 목표주가를 기존 28,000원에서 32,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향한 이유는 수익예상의 상향과 조정순차입금의 감소 때문이다. 현대상사의 주가는 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 공히 5.6배에 거래되고 있어, 여전히 매력적인 수준이다. 청도현대조선소의 정상화, 예멘 LNG의 투자 회수의 시작, 우크라이나 전동차 추가 수주 가능성 등을 고려할 때 긍정적인 접근이 가능하다.

가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 7,185억원이고, 주당가치는 32,000원으로 평가된다. 목표주가 32,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 8.6배, 7.8배 수준이다. <표2 참조>

〈표2〉 적정주주가치 산출 근거

(억원 천주, 원 %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	6,464	6,076	6,541	6,141	
EBITDA	1,238	1,164	1,253		
EV/EBITDA	5.2	5.2	5.2		시장평균(5.8배) 대비 10% 할인율 적용
2. 투자자산가치	974	894	1,054	907	순자산가액대비 20% 할인율
3. 해외자원가치	1,626	1,626	1,626	1,626	수익인식 광구 제외
4. 기업가치 (=1+2+3)	9,064	8,596	9,221	8,674	
5. 조정순차입금	1,608	1,456	1,184	1,481	
6. 청도조선소 부실	50	0	0	8	
7. 주주가치 (=4-5-6)	7,406	7,141	8,036	7,185	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	33,167	31,978	35,990	32,176	
현재주가 (원)	20,700	20,700	20,700	20,700	
상승여력	60.2	54.5	73.9	55.4	

자료: HMC투자증권

〈표3〉 현대상사 분기별 실적 전망

(억원, %, \$/bbl, 원/\$)	2012F				2013F				11	12F	13F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	13,003	12,533	12,651	14,473	12,866	14,209	14,489	16,449	50,308	52,661	58,014
기계 / 플랜트	5,676	5,559	4,499	4,933	5,181	5,602	4,775	5,233	21,571	20,667	20,791
철 강	4,654	5,592	5,573	5,516	4,248	5,635	5,916	5,851	22,590	21,336	21,650
화 학	2,524	1,810	2,425	3,641	2,302	1,823	2,574	3,868	9,489	10,400	10,568
전자 / 정보통신	40	60	53	53	36	60	56	56	222	207	208
기 타 (상품+자원)	109	58	101	329	99	58	107	349	617	596	613
매출총이익	324	367	348	419	314	414	402	479	1,412	1,459	1,609
조정영업이익	143	186	171	218	144	211	195	247	742	717	797
영업이익	240	407	212	287	225	291	237	316	879	1,147	1,069
세전이익	236	379	184	163	197	263	208	296	787	963	964
순이익	203	327	159	141	170	226	180	255	676	830	831
수익성											
GPM	2.5	2.9	2.8	2.9	2.4	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8
조정OPM	1.1	1.5	1.4	1.5	1.1	1.5	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
OPM	1.8	3.3	1.7	2.0	1.8	2.0	1.6	1.9	1.7	2.2	1.8
RPM	1.8	3.0	1.5	1.1	1.5	1.8	1.4	1.8	1.6	1.8	1.7
NPM	1.6	2.6	1.3	1.0	1.3	1.6	1.2	1.6	1.3	1.6	1.4
성장성 (YoY)											
매출액	3.0	-4.7	-4.6	28.5	-1.1	13.4	14.5	13.7	38.4	4.7	10.2
조정영업이익	-28.9	-13.4	12.0	25.4	0.9	13.6	14.1	13.4	37.0	-3.3	11.1
영업이익	5.3	102.4	-26.6	78.5	-6.1	-28.6	11.4	10.2	62.4	30.4	-6.8
세전계속이익	5.1	89.3	-16.6	15.9	-16.4	-30.8	13.1	81.3	54.1	22.4	0.2
순이익	20.2	36.3	-24.7	152.5	-16.5	-30.8	13.1	81.3	44.2	22.8	0.1
기본가정											
세계GDP	3.2	3.3	3.0	3.1	3.1	3.0	3.2	3.1	3.8	3.0	3.1
국제유가	103.1	93.3	92.0	94.0	93.0	95.0	97.0	102.3	95.1	95.6	97.0
원/달러 (평균)	1,131.1	1,152.0	1,130.0	1,129.0	1,115.0	1,111.0	1,107.0	1,070.0	1,108.1	1,135.5	1,100.8
원/달러 (기말)	1,132.0	1,140.9	1,128.0	1,121.0	1,110.0	1,105.0	1,100.0	1,050.0	1,153.3	1,121.0	1,050.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표4〉 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 드레이튼 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 : 현대상사, HMC투자증권

〈표5〉 자원개발 현황

구분	사업명	지분율	수익실현	배당기간	기준가격	진행사항
생 산	베트남 11-2	4.9%	매출액	2007~2028 년	가스:장기판매계약 콘덴:입찰	- 2007 년 양산 개시
	카타르 LNG	0.4%	배당금수익	2001~2024 년	JCC	- 1999 년 양산 개시
	오만 LNG	1.0%	지분법이익	2002~2024 년	JCC	- 2000 년 양산 개시
	호주 Drayton	2.5%	매출액	1983~2016 년	FOB Newcastle	- 1983 년 양산 개시
	예멘 LNG	3.0%	-	2012~2015 (투자원금 회수) 2015~2034 년	JCC, HHI	- 2009 년 양산 개시
개 발	암바토비 니켈	0.5%	-	2019~2039 년		- 2012 년 양산 개시

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표6〉 자원개발 수익 현황

사업명 (억원)	구분	2009	2010	2011
베트남 11-2	매출이익	29	43	55
카타르 LNG	배당금수익	119	125	173
오만 LNG	지분법이익	154	154	185
호주 Drayton	매출이익	8	23	29
합계 (수익인식)		310	345	442

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,634	5,031	5,266	5,801	6,472
증가율 (%)	41.0	38.4	4.7	10.2	11.6
매출원가	3,522	4,890	5,120	5,640	6,288
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.2	97.2	97.2
매출총이익	111	141	146	161	184
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.8	2.8	2.8
증가율 (%)	-1.4	26.8	3.3	10.3	14.4
판매관리비	57	67	74	81	92
조정영업이익 (GP-SG&A)	54	74	72	80	93
조정영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
증가율 (%)	-12.5	37.0	-3.3	11.1	16.1
기타영업손익	0	14	43	27	24
EBITDA	58	92	124	116	125
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.8	2.4	2.0	1.9
증가율 (%)	-11.0	58.1	34.8	-6.0	7.6
영업이익	54	88	115	107	117
영업이익률 (%)	1.5	1.7	2.2	1.8	1.8
증가율 (%)	-12.5	62.4	30.4	-6.8	9.5
금융손익	0	-8	-9	-11	-11
기타영업외손익	1	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-4	-1	-10	1	1
세전계속사업이익	51	79	96	96	107
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.8	1.7	1.7
증가율 (%)	흑전	54.1	22.4	0.2	10.9
법인세비용	4	11	13	13	15
계속사업이익	47	68	83	83	92
당기순이익	47	68	83	83	92
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4
증가율 (%)	흑전	44.2	22.8	0.1	10.9
지배주주지분 순이익	47	68	83	83	92
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	-1	0	0
총포괄이익	0	141	82	83	92

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	55	58	-82	17	59
당기순이익	47	68	83	83	92
유형자산 상각비	0	1	1	1	1
무형자산 상각비	4	3	8	8	7
외환손익	2	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	-39	-171	-75	-41
기타	17	26	-4	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-65	3	60	9	-20
투자자산의 감소(증가)	-28	-3	114	10	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-2	-2
기타	-36	8	-53	1	1
재무활동으로인한현금흐름	-43	76	6	-71	-41
차입금의 증가(감소)	-9	448	65	-60	-30
사채의증가(감소)	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-6	-11	-11	-11
기타	-84	-367	-48	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-53	138	-16	-45	-3
기초현금	120	67	205	188	144
기말현금	67	205	188	144	141

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

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	721	1,354	1,469	1,599	1,691
현금성자산	67	205	188	144	141
단기투자자산	40	6	0	0	0
매출채권	337	858	1,153	1,311	1,396
채고자산	247	130	127	145	154
기타유동자산	30	155	0	0	0
비유동자산	297	403	285	267	280
유형자산	2	3	3	3	3
무형자산	45	56	50	42	35
투자자산	234	235	122	112	132
기타비유동자산	16	109	110	110	110
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,756	1,753	1,865	1,971
유동부채	716	1,291	1,189	1,245	1,267
단기차입금	0	437	483	443	413
매입채무	548	560	703	799	852
유동성장기부채	48	49	2	2	2
기타유동부채	120	244	1	1	1
비유동부채	109	139	167	151	153
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	87	67	67
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	30	34	36
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	824	1,430	1,355	1,396	1,420
지배주주지분	194	327	398	470	551
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	8	76	76	76	76
이익잉여금	89	154	226	298	378
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	194	327	398	470	551

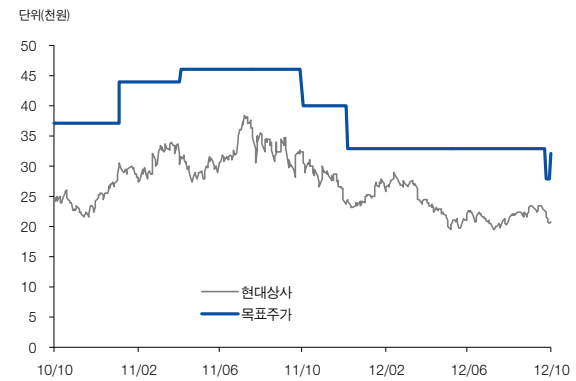
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	3,716	3,721	4,127
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	3,716	3,721	4,127
BPS(자본총계 기준)	6,670	12,131	15,586	19,177	23,112
BPS(자본지분 기준)	6,670	12,131	15,586	19,177	23,112
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	5.6	5.6	5.0
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	5.6	5.6	5.0
PBR(자본총계 기준)	3.8	1.9	1.3	1.1	0.9
PBR(지배지분 기준)	3.8	1.9	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA(Reported)	10.7	9.9	7.2	7.6	6.8
배당수익률	1.0	2.2	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	22.8	0.1	10.9
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	22.8	0.1	10.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	22.9	19.2	18.1
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	22.9	19.2	18.1
ROA	5.1	4.9	4.7	4.6	4.8
안정성 (%)					
부채비율	425.4	437.6	340.6	297.0	257.8
순차입금비율	24.4	120.5	108.9	89.0	71.0
이자보상배율	7.8	5.8	N/A	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
10/12/08	BUY	37,000	12/10/10	BUY	28,000
11/01/05	BUY	37,000	12/10/17	BUY	32,000
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			
12/05/09	BUY	33,000			
12/07/03	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.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 HMC 투자증권의 업종 투자 의견은 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 투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 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.