

실적은 부진했지만 긍정적 이슈는 유효하다

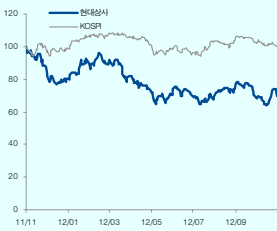
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (11/14)	20,500원
상승여력	41.5%
시가총액	469십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	30,000원/19,150원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	6.03%
주요주주	현대중공업22.39%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.7 3.4 -5.0
상대주가(%p)	3.0 5.8 -3.6
당사추정 EPS	3,007원
컨센서스 EPS	3,580원
컨센서스 목표주가	32,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 3분기 실적, 당초 예상치를 크게 하회한 부진한 실적
- 4분기에도 뚜렷한 개선은 쉽지 않을 것
- 수익예상 하향과 목표주가 2,9만원으로 하향 조정
- 실적보다는 긍정적인 이슈들에 주목할 때

	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	4,704	92	67	102	3,007	-0.6	7.0	1.4	7.5	18.9
2013F	5,228	71	57	80	2,561	-14.8	8.2	1.2	9.6	14.1
2014F	5,864	79	64	87	2,868	12.0	7.3	1.1	8.7	14.1

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

3분기 실적, 당초 예상치를 크게 하회한 부진한 실적

현대상사의 3분기 영업실적은 당초 당사 전망치를 크게 하회하며 부진했다. 3분기 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 15.4%, 59.6% 감소한 1조 1,222억원과 117억원을 기록했다. 영업이익률도 1.0%로 전년동기비 1.2%p 악화됐다. 이처럼 영업실적이 크게 부진했던 이유는 글로벌 경기침체에 따른 무역부문(철강, 화학, 기계 및 플랜트 등)의 물동량 축소와 마진 축소 때문이었다. 한편, 자원개발 부문에서 카타르 라스라판 LNG 수익의 일부분이 다음 분기로 이월된 효과도 작용했다. 세전이익과 순이익도 영업이익의 큰 폭 감소로 전년동기비 각각 48.8%, 56.4% 감소해 당초 예상치를 크게 하회했다. <표1 참조>

4분기에도 뚜렷한 개선은 쉽지 않을 것

글로벌 경기침체에 따른 무역부문의 실적은 당분간 부진한 흐름이 지속될 전망이다. 현대상사의 4분기 영업실적도 전분기에 이어 부진한 모습이 지속될 것이다. 글로벌 경기침체로 무역부문의 전반적인 물량 감소와 마진 축소 때문이다. 4분기 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 8.7%, 0.8% 감소한 1조 285억원과 159억원을 기록할 전망이다. <표3 참조>

<표1> 현대상사 2012년 3분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q11	2Q12	3Q12(p)	(YoY)	(QoQ)	3Q12	대비	3Q12	대비
매출액	1,326.8	1,253.3	1,122.2	-15.4%	-10.5%	1,265.1	-11.3%	1,273.5	-11.9%
영업이익	28.9	40.7	11.7	-59.6%	-71.3%	21.2	-44.8%	18.3	-35.9%
세전이익	22.1	37.9	11.3	-48.8%	-70.2%	18.4	-38.6%	16.2	-30.4%
당기순이익	21.1	32.7	9.2	-56.4%	-71.8%	15.9	-42.1%	12.8	-28.0%

자료: 현대상사, WISEFn, HMC투자증권

수익예상 하향과 목표주가 2.9만원으로 하향 조정

현대상사에 대해 매수의견을 유지하나, 목표주가를 기존 32,000원에서 29,000원으로 하향 조정한다. 목표주가를 낮춘 이유는 글로벌 경기침체를 반영한 수익예상을 하향했기 때문이다. 가치 합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 6,627억원이고, 주당가치는 29,000원으로 평가된다. 목표주가 29,000원은 내년 수익예상 기준 P/E는 10.1배 수준이다. 현대상사의 실적 부진이 다소 불만족스럽지만 여전히 긍정적인 접근이 가능하다는 판단이다. 이는 청도현대조선소의 정상화, 예멘 LNG의 투자 회수의 시작, 우크라이나 전동차 추가 수주 가능성, 금지금 관련 과징금 환입 가능성 때문이다. <표2 참조>

<표2> 적정주가가치 산출 근거

(억원 천주, 원 %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	5,303	4,202	4,557	4,386	
EBITDA	1,016	805	873		
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)	7,903	6,722	7,237	6,919	
5. 조정순차입금	185	303	224	283	
6. 청도조선소 부실	50	0	0	8	
7. 주가가치 (=4-5-6)	7,668	6,419	7,013	6,627	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	34,339	28,748	31,406	29,680	
현재주가 (원)	20,500	20,500	20,500	20,500	
상승여력	67.5	40.2	53.2	44.8	

자료: HMC투자증권

실적보다는 긍정적인 이슈들에 주목할 때

긍정적인 이슈는 크게 4가지를 들 수 있다. 첫째, 그동안 악재로 작용해왔던 청도조선소 부실 문제도 완료 단계에 접어들고 있다. 올해 연초 7척 중 6척을 인도했고, 나머지 1척은 2013년 1월 중에 달리버리가 완료될 전망이다. 지난해 연간 356억원의 지분법손실이 발생했으나 올해에는 150억원 정도로 크게 축소되고, 내년부터는 지분법손실이 50~70억원 수준으로 줄어들어, 악재로서의 효력은 소멸될 것이다.

둘째, 예멘 LNG의 경우 올해부터 현금흐름이 발생하지만 2015년까지 대어금(1,353억원) 회수 방식으로 진행되고 그 이후 배당금으로 유입될 것이다. 올해 생산차질로 인해 당초 현금흐름이 발생하지 않을 것으로 예상됐지만, 75억원 정도의 투자 회수가 이뤄질 전망이다.

셋째, 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.

넷째, 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.

〈표3〉 현대상사 분기별 실적 전망

(억원, %, \$/bbl, 원/\$)	2012F				2013F				11	12F	13F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	13,003	12,533	11,222	10,285	12,866	14,209	12,919	12,291	50,308	47,044	52,285
기계 / 플랜트	5,676	5,559	3,902	3,926	5,181	5,602	4,124	4,274	20,606	19,063	19,181
철 강	4,654	5,592	5,018	4,800	4,248	5,635	5,304	5,226	21,961	20,065	20,413
화 학	2,524	1,810	2,156	1,187	2,302	1,823	2,279	1,294	6,903	7,677	7,699
전자 / 정보통신	40	60	49	52	36	60	51	56	222	202	203
기 타 (상품+자원)	109	58	94	320	99	58	99	349	617	581	606
매출총이익	324	367	265	287	297	411	309	353	1,412	1,243	1,371
조정영업이익	143	186	96	145	127	207	112	178	742	569	625
영업이익	240	407	117	159	154	229	133	193	879	924	710
세전이익	236	379	113	60	150	225	129	197	787	788	702
순이익	203	327	92	49	122	184	105	161	676	672	572
수익성											
GPM	2.5	2.9	2.4	2.8	2.3	2.9	2.4	2.9	2.8	2.6	2.6
조정OPM	1.1	1.5	0.9	1.4	1.0	1.5	0.9	1.5	1.5	1.2	1.2
OPM	1.8	3.3	1.0	1.6	1.2	1.6	1.0	1.6	1.7	2.0	1.4
RPM	1.8	3.0	1.0	0.6	1.2	1.6	1.0	1.6	1.6	1.7	1.3
NPM	1.6	2.6	0.8	0.5	1.0	1.3	0.8	1.3	1.3	1.4	1.1
성장성 (YoY)											
매출액	3.0	-4.7	-15.4	-8.7	-1.1	13.4	15.1	19.5	38.4	-6.5	11.1
조정영업이익	-28.9	-13.4	-37.3	-16.5	-10.7	11.6	16.8	23.0	37.0	-23.3	9.8
영업이익	5.3	102.4	-59.4	-0.8	-35.8	-43.7	13.7	20.9	62.4	5.1	-23.2
세전계속이익	5.1	89.3	-48.7	-57.4	-36.4	-40.6	14.2	228.3	54.1	0.2	-11.0
순이익	20.2	36.3	-56.2	-12.3	-39.9	-43.8	14.2	228.3	44.2	-0.6	-14.8
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	92.2	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	1,133.0	1,100.0	1,115.0	1,111.0	1,107.0	1,070.0	1,108.1	1,129.0	1,100.8
원/달러 (기말)	1,132.0	1,145.0	1,114.0	1,110.0	1,110.0	1,105.0	1,100.0	1,050.0	1,153.3	1,100.0	1,050.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,634	5,031	4,704	5,228	5,864
증가율 (%)	41.0	38.4	-6.5	11.1	12.2
매출원가	3,522	4,890	4,580	5,091	5,706
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.4	97.4	97.3
매출총이익	111	141	124	137	158
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.6	2.6	2.7
증가율 (%)	-1.4	26.8	-11.9	10.2	15.1
판매관리비	57	67	67	75	85
조정영업이익 (GP-SG&A)	54	74	57	62	73
조정영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.2	1.2	1.2
증가율 (%)	-12.5	37.0	-23.3	9.8	17.1
기타영업손익	0	14	35	8	6
EBITDA	58	92	102	80	87
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.8	2.2	1.5	1.5
증가율 (%)	-11.0	58.1	10.6	-20.8	8.4
영업이익	54	88	92	71	79
영업이익률 (%)	1.5	1.7	2.0	1.4	1.3
증가율 (%)	-12.5	62.4	5.1	-23.2	11.4
금융손익	0	-8	-4	-2	-2
기타영업외손익	1	0	0	0	0
증속/관계기업관련손익	-4	-1	-10	1	1
세전계속사업이익	51	79	79	70	79
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.7	1.3	1.3
증가율 (%)	흑전	54.1	0.2	-11.0	12.0
법인세비용	4	11	12	13	15
계속사업이익	47	68	67	57	64
당기순이익	47	68	67	57	64
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.4	1.1	1.1
증가율 (%)	흑전	44.2	-0.6	-14.8	12.0
지배주주지분 순이익	47	68	67	57	64
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	-1	0	0
총포괄이익	0	141	66	57	64

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	55	58	60	-10	39
당기순이익	47	68	67	57	64
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	-13	-76	-32
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	126	-72	-22
기초현금	120	67	205	331	259
기말현금	67	205	331	259	237

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

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	721	1,354	1,240	1,346	1,398
현금성자산	67	205	331	259	237
단기투자자산	40	6	0	0	0
매출채권	337	858	819	979	1,046
재고자산	247	130	90	108	115
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
기타금융융자자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,756	1,525	1,613	1,678
유동부채	716	1,291	985	1,043	1,053
단기차입금	0	437	483	443	413
매입채무	548	560	500	597	638
유동성장기부채	48	49	2	2	2
기타유동부채	120	244	1	1	1
비유동부채	109	139	158	142	144
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	87	67	67
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	21	25	27
기타금융융자부채	0	0	0	0	0
부채총계	824	1,430	1,143	1,185	1,197
지배주주지분	194	327	382	428	481
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	210	256	309
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	194	327	382	428	481

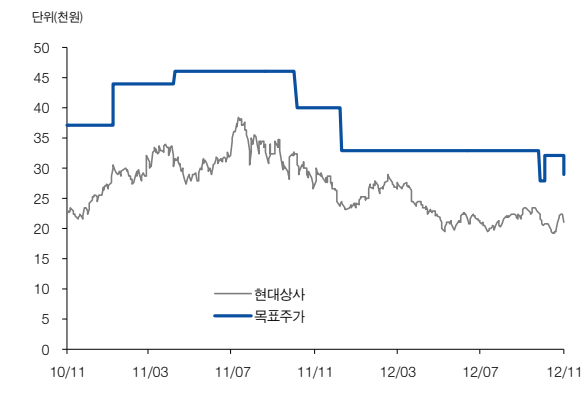
(단위: 원,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	3,007	2,561	2,868
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	3,007	2,561	2,868
BPS(자본총계 기준)	6,670	12,131	14,877	17,308	19,985
BPS(지배자본 기준)	6,670	12,131	14,877	17,308	19,985
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	7.0	8.2	7.3
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	7.0	8.2	7.3
PBR(자본총계 기준)	3.8	1.9	1.4	1.2	1.1
PBR(지배자본 기준)	3.8	1.9	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	10.7	9.9	7.5	9.6	8.7
배당수익률	1.0	2.2	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	-0.6	-14.8	12.0
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	-0.6	-14.8	12.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	18.9	14.1	14.1
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	18.9	14.1	14.1
ROA	5.1	4.9	4.1	3.6	3.9
안정성 (%)					
부채비율	425.4	437.6	299.2	276.7	248.9
순차입금비율	24.4	120.5	76.2	70.7	61.3
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	12/10/09	BUY	28,000
11/01/05	BUY	37,000	12/10/17	BUY	32,000
11/01/20	BUY	44,000	12/11/15	BUY	29,000
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 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 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.