

4가지 호재가 재평가의 실마리 제공

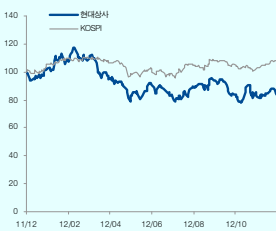
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (12/24)	20,650원
상승여력	40.4%
시가총액	457십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	28,900원/9,150원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	5.84%
주요주주	현대중공업22.36%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.5 -11.5 -8.5
상대주가(%p)	-4.4 -10.5 -12.7
당사추정 EPS	2,973원
컨센서스 EPS	3,462원
컨센서스 목표주가	31,200원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 단기 낙폭 과대로 이젠 긍정적 접근이 필요한 때
- 긍정적인 이슈는 여전히 유효, 순차적 가시화로 주가 상승 모멘텀으로 작용
- 4분기에도 뚜렷한 개선은 쉽지 않겠지만
- 매수의견과 목표주가 2.9만원 유지

	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	4,666	91	66	98	2,973	-1.8	6.9	1.4	7.9	18.8
2013F	4,893	91	74	96	3,293	10.8	6.2	1.2	7.8	17.9
2014F	5,157	93	76	98	3,401	3.3	6.0	1.0	7.3	16.0

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

단기 낙폭 과대로 이젠 긍정적 접근이 필요한 때

현대상사의 주가는 지난 10월 초 (10/8, 23,150원)를 고점으로 하락 추세를 벗어나지 못하고 있는데, 이는 지난 3분기 부진한 영업실적과 함께 경쟁사인 LG상사와 대우인터내셔널에 비해 이렇다 할 만한 주가 상승 모멘텀이 부족했기 때문이다. 그렇지만 현재 주가 수준에서는 현대상사에 대해 긍정적 접근이 필요한 때라 판단한다.

긍정적인 이슈는 여전히 유효, 순차적 가시화로 주가 상승 모멘텀으로 작용

현 시점에서 현대상사에 긍정적인 접근을 권고하는 이유는 4가지 호재가 여전히 유효할 뿐만 아니라 그 시기가 다가오고 있기 때문이다. 또한 순차적으로 가시화되면서 주가 상승 모멘텀으로 작용할 개연성이 높기 때문이다.

첫째, 청도조선소 문제는 완료 단계를 보이고 있다. 올해 연초 7척 중 6척을 인도한 바 있고, 나머지 1척도 지난 12월 20일 딜리버리가 완료됨으로써 사실상 영업은 종료됐다. 지난해 연간 356억원의 지분법 손실이 발생했으나 올해에는 150억원 정도로 크게 축소되고, 내년부터는 지분법손실이 50~70억원 수준으로 줄어들어 악재로서의 효력은 소멸될 것이다. 향후 청도조선소에 대해 근본적인 해결을 위한 다각도의 처리방안을 고심 중에 있는 것으로 보이며 긍정적인 결론을 도출할 전망이다.

둘째, 예멘 LNG의 경우 올해부터 현금흐름이 발생하지만 2015년까지 대여금(1,353억원) 회수처리 방식으로 진행되고 그 이후 배당금으로 유입될 것이다. 올해 생산차질로 인해 당초 현금흐름이 발생하지 않을 것으로 예상됐지만, 지난 12월 14일 630만\$의 투자 회수가 이뤄졌다. 올해 보다 10~15%의 증산도 이뤄질 것으로 보여 내년부터는 투자회수액이 400억원으로 크게 증대될 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 3억달러였는데, 향후 추가 수주는 두 배가 넘는 6~7억달러(194량)로 시기는 이르면 내년 1분기 늦어도 상반기 내에 가능할 전망이다.

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 유입을 기대할 수 있다.

4분기에도 영업실적의 뚜렷한 개선은 쉽지 않겠지만

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 13.0%, 8.2% 감소한 9,801억원과 148억원을 기록할 전망이다. 내년에도 세계경제 성장률 둔화에 따른 물동량 축소와 상품가격의 하향과 원화강세 등으로 무역부문의 실적 개선은 쉽지 않을 전망이다. 신입CEO에 의한 경영전략 변화와 우크라이나 전동차 수주건의 성사 여부 등은 실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다. <표2 참조>

매수의견과 목표주가 2.9만원 유지

현대상사에 대해 기존 매수의견과 목표주가 29,000원을 유지한다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 6,571억원이고, 주당가치는 29,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 4,464억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 대비 15% 할인율 적용), 2) 투자자산가치 854억원(순자산가액의 20% 할인율 적용), 3) 해외자원가치 1,510억원(예멘 LNG 반영), 4) 조정순차입금 252억원을 차감한 것이다. 목표주가 29,000원은 내년 수익에 상 기준 P/E는 8.8배 수준이다. <표1 참조>

현대상사의 영업실적의 부진이 이어지고 있지만, 최근 단기 하락폭이 큰 현재의 주가 수준을 감안하면 긍정적인 접근이 필요하다는 판단이다. 이는 청도현대조선소의 영업종료에 따른 지분법손실의 축소와 조만간 근본적인 해결책의 가시화, 내년 예멘 LNG의 투자 회수금액의 큰 폭 증가, 우크라이나 전동차 추가 수주를 통한 수익 기여도 확대, 금지금 관련 과징금 환입 가능성 때문이다.

<표1> 적정주가가치 산출 근거

(억원, 천주, 원 %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	4,531	4,458	4,565	4,464	
EBITDA	976	961	984		
EV/EBITDA	4.6	4.6	4.6		시장평균(5.8배) 대비 15% 할인율 적용
2. 투자자산가치	927	847	1,007	854	순자산가액대비 20% 할인율
3. 해외자원가치	1,510	1,510	1,510	1,510	수익인식 광구 제외
4. 기업가치 (=1+2+3)	6,967	6,815	7,081	6,828	
5. 조정순차입금	440	235	-69	252	
6. 청도조선소 부실	50	0	0	4	
7. 주가가치 (=4-5-6)	6,477	6,580	7,150	6,571	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	29,006	29,466	32,022	29,428	
현재주가 (원)	20,650	20,650	20,650	20,650	
상승여력	40.5	42.7	55.1	42.5	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 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	9,801	12,299	13,403	12,116	11,110	50,308	46,560	48,927
기계 / 플랜트	5,676	4,473	4,189	3,741	4,933	5,259	3,845	3,823	20,606	18,079	17,860
철 강	4,654	5,468	4,321	4,574	4,045	5,290	4,945	4,675	21,961	19,017	18,955
화 학	2,524	2,407	2,532	1,131	2,192	1,712	2,125	1,157	6,903	8,594	7,186
전자 / 정보통신	40	50	48	50	34	56	48	50	222	188	188
기 타 (상품+자원)	109	136	132	305	95	55	92	312	617	682	554
매출총이익	324	367	265	257	275	372	280	291	1,412	1,214	1,218
조정영업이익	143	186	96	123	117	186	102	139	742	547	543
영업이익	240	407	117	148	221	286	170	232	879	912	909
세전이익	236	379	113	51	216	283	167	237	787	779	902
순이익	203	327	92	42	176	230	136	193	676	664	735
수익성											
GPM	2.5	2.9	2.4	2.6	2.2	2.8	2.3	2.6	2.8	2.6	2.5
조정OPM	1.1	1.5	0.9	1.3	0.9	1.4	0.8	1.3	1.5	1.2	1.1
OPM	1.8	3.3	1.0	1.5	1.8	2.1	1.4	2.1	1.7	2.0	1.9
RPM	1.8	3.0	1.0	0.5	1.8	2.1	1.4	2.1	1.6	1.7	1.8
NPM	1.6	2.6	0.8	0.4	1.4	1.7	1.1	1.7	1.3	1.4	1.5
성장성 (YoY)											
매출액	3.0	-4.7	-15.4	-13.0	-5.4	6.9	8.0	13.3	38.4	-7.4	5.1
조정영업이익	-28.9	-13.4	-37.4	-29.1	-18.2	0.0	6.0	13.0	37.0	-26.2	-0.8
영업이익	5.3	102.4	-59.6	-8.2	-7.7	-29.9	45.8	56.9	62.4	3.7	-0.3
세전계속이익	5.1	89.3	-48.9	-63.8	-8.3	-25.5	48.1	363.0	54.1	-1.0	15.8
순이익	20.2	36.3	-56.4	-25.3	-13.4	-29.5	48.1	363.0	44.2	-1.8	10.8
기본가정											
세계GDP	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0	3.8	3.1	3.0
국제유가	103.1	93.3	92.2	90.4	91.0	92.0	94.0	93.0	95.1	94.7	92.5
원/달러 (평균)	1,131.1	1,152.0	1,133.0	1,090.0	1,085.0	1,077.0	1,065.0	1,053.0	1,108.1	1,126.5	1,070.0
원/달러 (기말)	1,132.0	1,145.0	1,114.0	1,065.0	1,089.0	1,075.0	1,060.0	1,051.0	1,153.3	1,065.0	1,050.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 자원개발 현황

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

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표4〉 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

〈표5〉 현대상사의 E&P 가치분석

구 분	생산					소 계	
	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

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,634	5,031	4,656	4,893	5,157
증가율 (%)	41.0	38.4	-7.5	5.1	5.4
매출원가	3,522	4,890	4,535	4,771	5,030
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.4	97.5	97.5
매출총이익	111	141	121	122	127
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.6	2.5	2.5
증가율 (%)	-1.4	26.8	-14.0	0.4	4.5
판매관리비	57	67	67	68	71
조정영업이익 (GP-SG&A)	54	74	55	54	56
조정영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.2	1.1	1.1
증가율 (%)	-12.5	37.0	-26.2	-0.8	3.8
기타영업손익	0	14	36	37	37
EBITDA	58	92	98	96	98
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.8	2.1	2.0	1.9
증가율 (%)	-11.0	58.1	6.3	-1.6	2.4
영업이익	54	88	91	91	93
영업이익률 (%)	1.5	1.7	2.0	1.9	1.8
증가율 (%)	-12.5	62.4	3.7	-0.3	2.7
금융손익	0	-8	-4	-2	-2
기타영업외손익	1	0	0	0	0
중속/관계기업관련손익	-4	-1	-10	1	1
세전계속사업이익	51	79	78	90	93
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
증가율 (%)	흑전	54.1	-1.0	15.8	3.3
법인세비용	4	11	12	17	17
계속사업이익	47	68	66	74	76
당기순이익	47	68	66	74	76
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
증가율 (%)	흑전	44.2	-1.8	10.8	3.3
지배주주지분 순이익	47	68	66	74	76
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	-3	0	0
총포괄이익	0	141	63	74	76

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	721	1,354	1,240	1,332	1,435
현금성자산	67	205	251	212	272
단기투자자산	40	6	0	0	0
매출채권	337	858	879	996	1,034
재고자산	247	130	110	125	129
기타유동자산	30	155	0	0	0
비유동자산	297	403	280	266	283
유형자산	2	3	3	3	3
무형자산	45	56	54	50	47
투자자산	234	235	116	106	126
기타비유동자산	16	109	107	107	107
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,756	1,520	1,599	1,718
유동부채	716	1,291	985	1,019	1,073
단기차입금	0	437	434	394	424
매입채무	548	560	551	624	648
유동성장기부채	48	49	0	0	0
기타유동부채	120	244	1	2	2
비유동부채	109	139	155	138	139
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	83	63	63
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	22	25	26
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	824	1,430	1,141	1,157	1,212
지배주주지분	194	327	379	441	506
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	8	76	73	73	73
이익잉여금	89	154	209	271	336
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	194	327	379	441	506

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	55	58	32	22	62
당기순이익	47	68	66	74	76
유형자산 상각비	0	1	1	1	1
무형자산 상각비	4	3	5	4	4
외환손익	2	0	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	-39	-41	-55	-18
기타	17	26	-3	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-65	3	60	9	-20
투자자산의 감소(증가)	-28	-3	120	10	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-2	-2
기타	-36	8	-59	1	1
재무활동으로인한현금흐름	-43	76	-44	-71	19
차입금의 증가(감소)	-9	448	13	-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	-46	0	0
기타현금흐름	0	1	-1	0	0
현금의증가(감소)	-53	138	46	-39	60
기초현금	120	67	205	251	212
기말현금	67	205	251	212	272

(단위: 원,%)

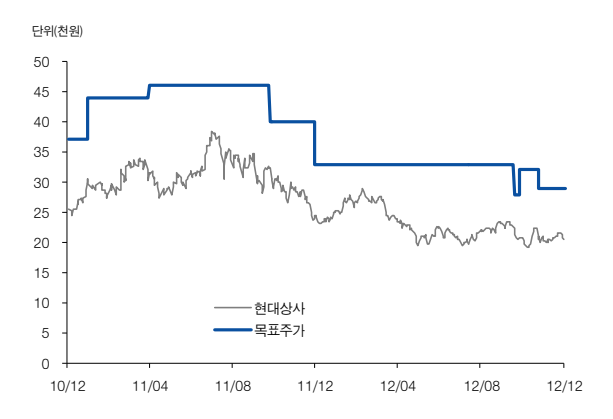
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	2,973	3,293	3,401
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	2,973	3,293	3,401
BPS(자본총계 기준)	6,670	12,131	14,539	17,509	20,574
BPS(자본지분 기준)	6,670	12,131	14,539	17,509	20,574
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	6.9	6.2	6.0
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	6.9	6.2	6.0
PBR(자본총계 기준)	3.8	1.9	1.4	1.2	1.0
PBR(자본지분 기준)	3.8	1.9	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(Reported)	10.7	9.9	7.9	7.8	7.3
배당수익률	1.0	2.2	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	-1.8	10.8	3.3
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	-1.8	10.8	3.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	18.8	17.9	16.0
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	18.8	17.9	16.0
ROA	5.1	4.9	4.1	4.7	4.6
안정성 (%)					
부채비율	425.4	437.6	301.1	262.3	239.5
순차입금비율	24.4	120.5	83.5	67.1	52.5
이자보상배율	7.8	5.8	N/A	N/A	N/A

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

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
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	12/12/26	BUY	29,000
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			
12/10/09	BUY	28,000			

▶ 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: HMC투자증권의 업종투자 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
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 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.