

현대상사
(011760)

“ **지난 4분기 실적은 부진할 수 있지만, 2012년 개선 기대감은 여전히 유효** ”



정연우 769.3076
cyw92@daishin.com

투자포인트

- 목표주가 하향 조정하나 현주가 대비 상승 여력 충분, 종합상사 중 가장 저평가
- 4분기 실적 부진은 이미 주가에 반영되어 큰 영향 없을 것으로 판단
- 영업부문 구조적인 성장, 청도조선소 부실 축소, 예멘LNG 현금배당 시작 등 2012년 개선 요인 유효

Comment

목표주가 37,000 원으로 하향 조정하나 상승 여력 충분, 매수 의견 유지

현대상사의 4분기 실적이 당초 예상치를 하회할 것으로 추정되고 무역 부문 업황 개선이 늦어지고 있어 목표주가를 하향 조정하나, 현주가 대비 상승여력이 30%를 초과하고 2012년 실적 개선 기대감은 여전히 매수 의견을 유지한다. 동사는 현대중공업 그룹과의 시너지 효과에 따른 실적 개선 요인과 청도조선소 부실 축소에 따른 기업가치 상승 요인이 있음에도 불구하고 종합상사들 중 가장 저평가된 기업으로 투자메리트가 충분하다는 판단이다.(현주가는 청도조선소 손실을 반영한 실적을 기준으로 해도 PER 8배 수준에서 거래 중)

2011년 4분기 실적은 부진할 수 있지만,

당초 예상 및 시장 컨센서스 대비 2011년 4분기 실적은 부진할 수 있다는 판단이다. 다른 기업들과는 달리 동사는 3월 중순 경 작년 4분기 실적이 발표될 것으로 예상되는데, 매출과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 또한 연결 실적과 함께 발표될 청도조선소 역시 건조중인 선박 가격 하락으로 지난해 4분기에 손실폭이 커지면서 실적 부진 요인으로 작용할 전망이다.(표1 참조)

다만 4분기 영업 부문 실적 부진은 펀드멘탈 문제 보다는 연간 목표치 달성에 따른 매출과 이익 반영 속도 조절이 큰 영향을 준 것으로 판단되고 청도조선소 손실 부분도 이미 지난해 하반기에 충분히 알려져서 주가 하락시에 반영된 것으로 판단하고 있다.

2012년 개선 기대감은 여전히 유효

2011년 4분기의 실적 기대치 미달보다는 2012년의 개선 기대감이 크다는 점에 주목할 필요가 있다. 외부 영업환경은 여전히 비우호적일 수 있지만, 동사는 구조적인 성장 국면에 진입해 있어 2012년에도 15% 이상의 매출 및 영업이익 신장이 가능할 것으로 추정하고 있다.

또한 영업외 부문에서도 그동안 주가 상승 발목을 잡아왔던 청도조선소 부실은 이제 건조중인 선박이 5척으로 줄어들면서 리스크가 줄어들고 있어 더 이상 부담 요인으로 작용하지 않을 전망이다. 그 외 예멘LNG 역시 2012년부터 현금유입이 발생할 것이라는 점에 변함이 없을 것이기 때문이다.

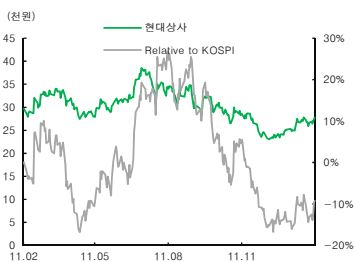
BUY
[매수, 유지]
유통업종

현재가 27,900

목표주가 ▲ 33% **37,000**

KOSPI	2019.89
시가총액	6,197 억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	1,116 억원
52주 최고/최저	38,500 원 / 23,050 원
120일 평균거래대금	39 억원
외국인지분율	5.6%
주요주주	현대중공업 22.4% 케이씨씨 12.0%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	4.1	10.1	-2.8	-3.0
상대수익률	4.3	6.3	-13.6	-6.3



2011년 4분기 실적 비교(K-IFRS 별도 기준)

(단위: 억원, %)

구분	확정치		대신증권 추정치			컨센서스 4Q11
	4Q10	3Q11	4Q11(F)	YoY	QoQ	
매출액	10,564	13,268	11,180	5.8	-15.7	13,847
영업이익	164	289	149	-9.2	-48.4	209
순이익	62	211	60	-4.4	-71.8	28

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	25,775	36,338	50,222	58,568	69,248
영업이익	618	541	868	993	1,184
세전순이익	-416	510	740	866	1,058
총당기순이익	-526	469	679	795	971
지배지분순이익	-526	469	679	795	971
EPS	-2,354	2,098	3,043	3,560	4,347
PER	NA	12.2	9.1	7.8	6.4
BPS	6,569	8,563	11,356	14,666	18,763
PBR	3.2	3.0	2.4	1.9	1.5
ROE	-30.1	27.7	30.6	27.4	26.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 현대상사, 대신증권 리서치센터

표 1. 종속회사, 관계회사 실적을 반영한 현대상사 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	11F	12F	13F
매출액	12,624	13,149	13,268	11,180	14,290	15,269	15,747	13,261	50,222	58,568	69,248
(%, yoy)					13.2%	16.1%	18.7%	18.6%		16.6%	18.2%
기계/플랜트	5,942	5,987	4,776	3,800	6,537	6,285	5,492	4,370	20,105	22,684	27,221
철강	5,098	5,620	5,985	5,361	5,735	6,463	7,032	6,299	22,064	25,529	28,721
화학	1,421	1,822	2,360	1,887	1,847	2,369	3,068	2,453	7,490	9,737	12,659
전자/정보통신	552	62	50	51	55	65	53	54	216	227	238
기타	111	58	97	81	116	87	101	85	346	389	409
영업이익	234	195	289	149	220	255	278	240	868	993	1,184
(%, yoy)					-5.9%	30.7%	-4.0%	61.0%		14.5%	19.2%
(%, 이익률)	1.9%	1.5%	2.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
기계/플랜트	13	143	56	38	85	107	110	87	366	389	498
철강	41	45	-34	43	46	52	70	63	95	231	287
화학	5	13	10	8	9	12	15	12	35	49	63
전자/정보통신	27	39	20	20	27	33	27	27	106	113	119
기타	31	-44	238	40	52	52	56	51	266	211	216
지분법평가액	-28	-49	-6	-125	-5	-5	-5	-5	-207	-19	21
청도조선소	-38	-38	-1	-188	-31	-31	-10	-10	-265	-82	-47
세전이익	197	152	215	-31	183	219	241	204	533	847	1,079
(%, yoy)					-7.1%	44.1%	12.1%	흑전		58.9%	27.4%
(%, 이익률)	1.6%	1.2%	1.6%	-0.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.1%	1.4%	1.6%
순이익	141	191	205	-66	168	200	221	187	472	776	992
(%, yoy)					19.1%	4.7%	7.8%	흑전		64.4%	27.8%
(%, 이익률)	1.1%	1.5%	1.5%	-0.6%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	0.9%	1.3%	1.4%

자료: 대신증권 리서치센터

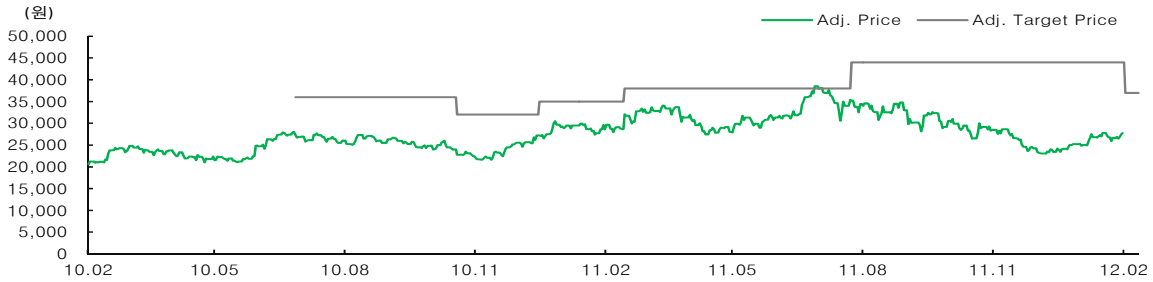
주: K-IFRS 별도 기준에 종속회사, 관계기업은 지분법평가를 통해 손익에 반영

▶ 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	12.02.28	11.08.17	11.03.10	11.01.09	10.11.14	10.11.12	10.09.15	10.07.21		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	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