

**현대상사**  
(011760)

**3분기 실적은 부진하겠지만,  
향후 긍정적 모멘텀에 주목할 시점**



정연우 769,3076  
cyw92@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

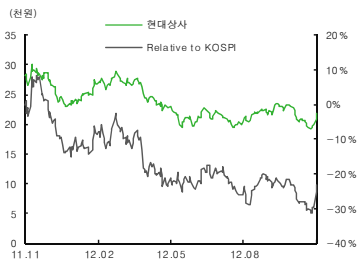
유통업종

현재가 21,900

목표주가 (유지) 31,700

KOSPI	1928.17
시가총액	4,890 억원
시가총액비중	0.0%
자본금(보통주)	1,116 억원
52주 최고/최저	30,000 원 / 19,150 원
120일 평균거래대금	18 억원
외국인지분율	5.9%
주요주주	현대중공업 외 1 인 22.4% 케이씨씨 12.0%

주기수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	14.4	-4.4	6.8	-25.8
상대수익률	12.7	-1.0	4.5	-25.8



투자포인트

- 투자의견 매수, 목표주가 31,700원 유지
- 3분기 실적은 당초 예상치 및 시장 컨센서스를 하회할 전망
- 4분기 이후 실적 개선, 예멘 LNG 배당 시작, 청도조선소 불확실성 해소 등 긍정적 이슈에 주목할 시점

Comment

투자의견 매수, 목표주가 31,700 원 유지

10월말 전자점 수준까지 하락했던 동사 주가는 최근 들어 가파른 상승세를 보여주고 있는데, 3분기 실적은 부진하겠지만 향후 긍정적 모멘텀에 주목할 시점이라는 판단에서 투자의견 매수 및 목표주가 31,700원을 유지한다.

3분기 실적은 이미 발표된 다른 상사기업들과 마찬가지로 당초 예상치보다 부진할 것으로 추정된다. 다만 일회성 성격의 비용이 많이 반영된 점 감안하면 당초 예상치와는 큰 차이가 없을 수 있고 4분기 이후부터는 상사 부문의 실적 개선과 예멘 LNG의 배당 시작, 청도조선소의 불확실성 감소 등을 감안할 때 주가 상승 추세는 지속될 것으로 판단된다. 현주가는 2013년 실적 기준으로 PER 6.5배 수준(일회성이익 제거)인데 예멘 LNG로부터의 배당이 이익으로 간주될 수 있는 점 감안하면 실제 PER은 4.5배 수준으로 극히 저평가되어 있다는 판단이다.

3분기 실적은 당초 예상치를 하회할 전망

3분기 실적은 매출액, 영업이익 모두 전년 대비 줄어들고 특히 영업이익은 38% 이상 감익되면서 기존 추정치를 크게 하회할 것으로 전망된다. 글로벌 경기 부진이 가장 큰 원인이었지만, 수익기여도가 컸던 우크라이나 철도차량 공급 사업이 일단락되었고 변압기 부문 영업 차질도 영향을 준 것으로 판단된다. 다만 이러한 부분은 기존에 예상되었던 사항인데 그 외에도 일부 자원개발부문 배당이 4분기로 이연된 점과 외환관련 손실이 발생하면서 3분기 실적은 예상치를 하회했던 것으로 판단된다.

3분기 실적 보다는 향후 긍정적 모멘텀에 주목할 시점

예상치를 하회했던 3분기 부진 요인이 대부분 일회성 성격이 컸다는 점에서 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 오히려 그 부분보다는 향후 긍정적 모멘텀에 주목할 시점이라는 판단인데, 일부 이익이 이연되면서 4분기 실적은 예상보다 개선될 수 있고 예멘 LNG, 청도조선소 등에서의 불확실성이 줄어들 수 있다는 점이 주목받을 것으로 판단된다.

예멘 LNG의 경우 2012년 4분기부터 배당을 통한 현금유입이 시작될 예정이고 2013년에는 연간 최소 300억원 이상의 배당이 가능해 동사 현금흐름 개선에 크게 기여할 것으로 판단된다. 예멘 LNG 배당은 대여금의 회수 방식으로 회계처리하여 당분간 손익에 영향을 주지 못하

지만, 2015년까지 1,300억원 이상의 현금이 유입될 것으로 추정되고 그 이후부터는 400~500억원의 배당수익이 발생할 것으로 전망된다.

청도조선소는 크게 미인도 선박 관련된 소송 불확실성과 기수주 잔량에 대한 제조 과정에서의 손실 발생 가능성이 불안요인으로 작용해왔는데 소송은 이미 합의를 통해 해결되었고 지난 10월을 기점으로 모든 수주 잔량에 대한 건조가 마무리되면서 더 이상 예상치 못한 비용 발생 요인이 사라졌기 때문이다. 앞으로 일정 수준의 고정비 발생이 남아있어 완전히 해결되었다고는 할 수 없겠지만, 선박 건조가 모두 마무리되면서 향후 활용방안에 대한 여러가지 방안이 가능하다는 점에서 더 이상은 주가에 부담요인으로 작용하지 않을 것이라는 판단이다.

표 1. 현대상사 실적 테이블

(단위: 억원, %)

	작전 추정치				변경 추정치				11A	12F	13F
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12			
매출액	13,003	12,533	12,967	11,720	13,003	12,533	12,669	11,283	50,308	49,489	52,451
(%, yoy)	3.0%	-4.7%	-2.3%	4.0%	3.0%	-4.7%	-4.5%	0.1%	38.4%	-1.6%	6.0%
기계/플랜트	5,676	4,474	4,298	3,882	5,676	4,474	4,059	3,678	20,391	17,886	17,571
철강	4,654	5,467	5,805	5,180	4,654	5,467	5,805	4,983	21,636	20,910	22,401
화학	2,524	2,407	2,714	2,529	2,524	2,407	2,655	2,474	7,803	10,061	11,825
전자/정보통신	40	49	43	51	40	49	43	51	222	184	193
기타	109	136	106	78	109	136	106	97	256	448	462
영업이익	240	407	223	194	240	407	177	209	879	1,033	926
(%, yoy)	2.4%	108.9%	-22.9%	20.6%	2.4%	108.9%	-38.9%	30.1%	61.5%	17.5%	-10.4%
(%, 이익률)	1.8%	3.3%	1.7%	1.7%	1.8%	3.3%	1.4%	1.9%	1.7%	2.1%	1.8%
기계/플랜트	87	93	82	54	87	93	57	51	482	288	296
철강	37	38	41	31	37	38	41	30	186	146	180
화학	-4	2	3	3	-4	2	3	2	26	3	12
전자/정보통신	22	35	24	28	22	35	24	28	154	110	109
기타	98	240	74	78	98	240	53	97	30	487	329
세전이익	236	379	195	165	188	379	148	181	787	949	1,407
(%, yoy)	5.1%	89.2%	-11.9%	17.4%	5.1%	89.2%	-32.8%	28.1%	66.2%	20.6%	48.3%
(%, 이익률)	1.8%	3.0%	1.5%	1.4%	1.8%	3.0%	1.2%	1.6%	1.6%	1.9%	2.7%
순이익	203	327	167	141	203	327	127	153	676	815	1,209
(%, yoy)	20.2%	36.3%	-20.7%	153.2%	20.2%	36.3%	-39.6%	173.5%	56.8%	20.6%	48.3%
(%, 이익률)	1.6%	2.6%	1.3%	1.2%	1.6%	2.6%	1.0%	1.4%	1.3%	1.6%	2.3%

주: K-IFRS 별도 기준 작성  
 자료: 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	36,338	50,308	49,489	52,452	58,715
영업이익	544	879	1,038	926	1,089
세전순이익	473	787	949	1,407	1,025
지배지분순이익	431	676	815	1,209	880
EPS	1,930	3,026	3,651	5,414	3,942
PER	13.3	7.6	6.0	4.0	5.6
BPS	8,563	14,633	17,784	22,697	26,140
PBR	3.0	1.6	1.2	1.0	0.8
ROE	25.5	26.1	22.5	26.7	16.1

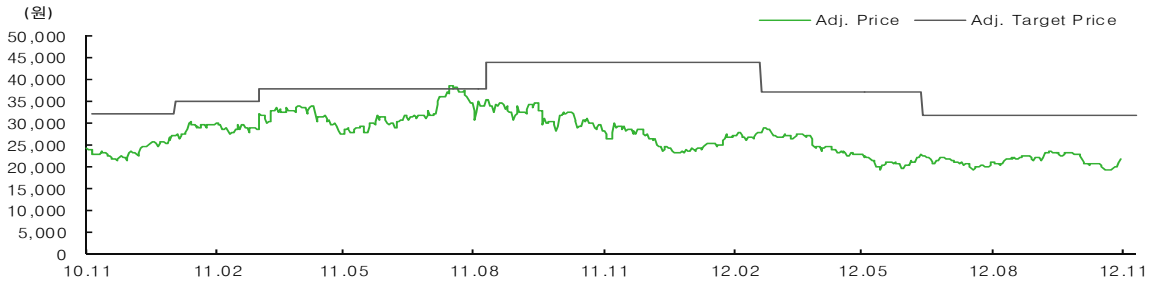
주: K-IFRS 별도 기준  
 자료: 현대상사, 대신증권 리서치센터

▶ 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	12.11.07	12.06.19	12.02.27	11.08.17	11.03.10	11.01.09	10.11.14	10.11.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	31,700	31,700	37,000	44,000	38,000	35,000	32,000	32,000		
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