

## 1Q12 전망: 청도현대조선의 리스크 감소와 예멘 LNG 현금 유입 시작이 긍정적

- 4Q11 Review: 영업이익은 컨센서스와 당시 예상치보다 작았음
  - 4Q11 영업이익은 무역부문 170억원, 자원부문 100억원, 외환관련 -70억원, 기타 -58억원으로 추정
  - 4Q11 법인세 증가 이유는 법인세율 조정으로 인한 이연법인세 부채 증가 때문으로 추정
- 1Q12 전망: 영업이익은 전년동기와 비슷하여, 2011년 분기 평균보다 많을 전망
  - 현대그룹과의 시너지로 인한 2012년 매출액 증가 효과는 0.7조원일 전망
  - 이에 따라, 2012년 분기 평균 영업이익은 전년동기보다 많을 것으로 예상
- 청도현대조선 관련 리스크는 향후 점차 감소하여, 주가도 추가 상승할 전망
  - 별도 기준 세전이익에는 포함되지 않지만, 2011년 청도현대조선 관련 손실은 270억원(충당금 90억원+고정비 100억원 + 선박 건조 지연에 의한 변동 손실액 80억원)으로 추정
  - 2011년 연간 환산 건조량은 9.0척, 2012년에는 1.7척이 예상되어, 2012년 예상 손실은 = 연간 고정비 100억원 + (1.7/9.0) \* (선박 건조 지연에 의한 변동 손실액 80억원) = 115억원
  - 전년보다 대폭 감소
  - Evaland 소송 관련 충당금은 150억원이므로, 승소 시 150억원 이익, 패소 시 150억원 손실
  - 2013년 이후에는 현대중공업 중국 공장 건설기계 관련 매출액 발생으로, 손실 감소할 전망
- 예멘 LNG 사업가치는 1,900억원으로 판단
  - 현대상사는 HYLNG(예멘 자원 투자법인)로부터의 cash flow를 2015년까지 대여금 상환으로 인식하므로, 손익계산서에 반영되지 않지만, cash flow는 동일
  - 자원가치를 기업가치에 반영하는 것이 적절

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	
In-line	
Below	0

### BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	33,000원
현재주가(2/28)	28,800원

Key Data	(기준일: 2012.2.28)
KOSPI(pt)	2,003.7
KOSDAQ(pt)	540.4
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	643.1
52주 최고/최저(원)	39,100 / 22,000
52주 일간 Beta	0.26
발행주식수(천주)	22,330
평균거래량(3M, 천주)	137
평균거래대금(3M, 백만원)	3,518
외국인 지분율(%)	5.6
주요주주 지분율(%)	
현대중공업외 2인	30.7

### Company Performance

	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)	15.0	4.5	-16.8	0.2
주가상승률	13.0	-5.8	-29.4	-3.1
KOSPI대비상대수익률				

### Earnings Summary (IFRS 별도)

결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q11P			1Q12F		2011P	2012F		2013F	
	실적발표	예상치	차이(% , %p)	예상치	QoQ(% , %p)		예상치	YoY(% , %p)	예상치	YoY(% , %p)
매출액	1,125.8	1,473.0	-23.6	1,631.5	44.9	5,030.8	6,521.8	29.6	7,296.7	11.9
영업이익	14.2	22.3	-36.6	24.5	72.7	87.9	98.3	11.8	108.9	10.9
세전이익	14.1	-10.7	231.2	20.8	47.6	78.7	70.2	-10.7	101.1	44.0
순이익	5.6	-10.2	154.6	19.8	254.5	67.6	66.7	-1.2	96.1	44.0
OP Margin	1.3	1.5	-0.3	1.5	0.2	1.7	1.5	-0.2	1.5	0.0
NP Margin	0.5	-0.7	1.2	1.2	0.7	1.3	1.0	-0.3	1.3	0.3
EPS(원)	999	-1,828	-154.6	3,541	254.5	3,026	2,989	-1.2	4,302	44.0
BPS(원)	14,631	13,924	5.1	15,516	6.1	14,631	17,619	20.4	21,922	24.4
ROE(%)	6.8	-13.1	20.0	22.8	16.0	20.7	17.0	-3.7	19.6	2.7
PER(X)	23.1	-	-	8.1	-	9.5	9.6	-	6.7	-
PBR(X)	1.6	1.7	-	1.9	-	1.6	1.6	-	1.3	-

자료: 유진투자증권,

주: EPS, ROE는 annualized 기준



**도표 1 청도현대조선 선박 인도 & 건조 현황**

시기	인도선박	신규계약	건조척수(기초)	인도척수	건조척수(기말)
2005	중국向 2.6K Bulker外 5건	21	21 <sup>1)</sup>	6	15
2006	독일向 6K MPC外 3건	12	27	4	23
2007	한국向 2.6K General Cargo外 2건	0	23	3	20
2008	그리스向 5.6K Chemical TKR外 3건	10	30	4	26
2009	그리스向 Bunkering TKR外 5건	4	30	6	24
2010	그리스向 5.6K Chemical TKR外 7건	0	24	8	16
2011	러시아向 5K General Cargo外 8건	0	16	9	7
2012	러시아向 5K General Cargo外 6건	0	7 <sup>2)</sup>	7	0
	합계	47	0	47	0

주1: 조선소 인수 시, 승계선박 10척 포함

주2: 현재 미인도 잔량 7척의 평균 공정률은 약 76%(100% 건조선박 1척 포함)

자료: 현대상사, 유진투자증권

**도표 2 현대상사 자원가치**

		비생산 광구		생산광구	
		예멘 LNG	오만	카타르	베트남 11-2
생산시작	(년)	2014	2000	1999	2008
생산기간	(년)	20	18	17	19
매장량	(TCF)	9.6	11.0	24.0	0.0
	(만톤)	20,160	23,100	50,400	0
	(만BOE)	174,989	101,556	97,390	20,605
배럴당 가치	(\$/BOE)	15.0	15.0	15.0	15.0
총 매장 에너지 가치	(십억\$)	18.4	15.2	14.6	3.1
비 컨소시엄 배분비율		65%	0%	0%	65%
컨소시엄 배분비율		35%	100%	100%	35%
컨소시엄 중 지분률		3.0%	1.0%	0.4%	4.9%
KRW/USD	(원/\$)	1,100	1,100	1,100	1,100
매장량 확률단계		100%	100%	100%	100%
Discount		9%	0%	0%	0%
광구 가치	(십억원)	192	168	64	58
생산 / 향후 생산 광구가치 합계	(십억원)	<b>192</b>			<b>290</b>
총 광구 가치 합계	(십억원)				<b>480</b>

자료: 유진투자증권

**도표 3 예멘 LNG 광구로부터의 예상 현금흐름 (현대상사 추정)**

	단위	2012F	2013F	2014F	2015F	2015 이후
YLNG	백만달러	632	355	926	1,307	1,307
HVLNG (3%)	백만달러	60	34	76	88	88
현대상사 예상 현금흐름 (51%)	백만달러	31	17	39	45	45
	십억원	<b>33.9</b>	<b>19.0</b>	<b>42.7</b>	<b>49.8</b>	<b>49.8</b>

자료: 현대상사



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

**투자기간 및 투자등급**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경 후
• STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY: 추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD: 추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE: 추천기준일 증가대비 0%미만



변경 전
• STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
• HOLD: 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만
• REDUCE: 추천기준일 증가대비 +5%미만

