

## 예멘 현금흐름 발생과 청도조선 리스크 감소가 주가 상승 요인

- 3Q12 Preview: 영업이익은 컨센서스보다 작을 전망
  - 이유는 철강 무역 부문이 매출액의 절반을 차지하는데, 철강 가격(상하이 수입가격 기준)이 11.6%qoq, 20.1%yoy 하락했기 때문
  - 2Q12에 1회성 영업이익 150억원을 고려하더라도, 3Q12 영업이익은 전분기에 비해 감소했을 것으로 판단
- 투자의견 유지 이유 (1): 예멘 광구 현금흐름이 2012년말에 50~100억원 발생할 전망이며, 2013년 이후에는 연간 200억원 이상일 것으로 예상
  - 예멘 현금흐름은 2015년까지는 재무제표에 대여금을 상환 받는 방식으로 인식하기 때문에 손익계산서에는 반영이 안되지만, 기업가치에는 포함하는 것이 적절
  - 예멘 지분 가치는 2,160억원인 것으로 판단(도표 2)
- 투자의견 유지 이유 (2): 청도현대조선 관련 리스크는 향후 대폭 감소할 전망
  - 총 47척 계약 선박 중 잔여 건조 선박은 2012년 10월 초 기준 2척뿐 (도표 3)
  - 1척은 2012년 10월 중순에 인도 예정, 나머지 1척은 10월말에 완료되어, 2013년 초 이전에 인도될 것으로 예상
  - 청도현대조선 순손실은 1H12 90억원이었으며, 2H12에 30~40억원일 것으로 예상
  - 2013년 이후 청도현대조선 순손실은 선박 건조 물량이 없으므로, 고정비인 100억원일 전망
- 투자의견 유지 이유 (3): 국제 철강가격 10월 이후 상승 전환되어, 철강 이익 회복 전망
- 향후 연결기준 재무제표에 반영될 추가 세전손익은 연간 100억원(=예멘 200억원-청도현대조선 100억원)으로 예상되어, 연결 기준 주가는 개별보다 더 저평가, 향후 상승할 전망

### 시장 Consensus 대비

Above	
In-line	
Below	0

### BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	33,000원
현재주가(10/5)	22,900원

### Key Data (기준일: 2012. 10. 5)

KOSPI(pt)	1,995.2
KOSDAQ(pt)	535.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	511.4
52주 최고/최저(원)	33,000 / 18,800
52주 일간 Beta	0.89
발행주식수(천주)	22,330
평균거래량(3M, 천주)	70
평균거래대금(3M, 백만원)	1,536
외국인 지분율(%)	5.9
주요주 지분율(%)	
현대중공업외 2인	30.7
KCC	12.0
국민연금관리공단	8.6

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	3.9	-6.0	-18.7
KOSPI대비 상대수익률	-1.4	-2.5	-4.3	-38.4

### Earnings Summary (IFRS 개별 기준)

계산기(12월) (단위: 십억원)	3Q12F			시장 전망치	4Q12F			2011	2012F		2013F	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	1,289.3	2.9	-2.8	1,441.3	1,289.2	0.0	14.4	5,030.8	5,132.1	2.0	5,516.2	7.5
영업이익	17.2	-57.7	-40.5	22.3	26.3	52.9	70.6	89.2	108.3	21.4	89.6	-17.2
세전이익	16.0	-57.7	-27.4	16.4	24.3	51.5	72.4	78.7	101.8	29.5	82.3	-19.2
순이익	14.4	-55.8	-31.6	18.0	21.9	51.5	292.2	67.6	89.3	32.2	70.0	-21.7
OP Margin	1.3	-1.9	-0.8	4.0	2.0	0.7	0.7	1.8	2.1	0.3	1.6	-0.5
NP Margin	1.1	-1.5	-0.5	1.2	1.7	0.6	1.2	1.3	1.7	0.4	1.3	-0.5
EPS(원)	2,585	-55.8	-31.6	3,224	3,918	51.5	292.2	3,026	4,000	32.2	3,134	-21.7
BPS(원)	17,123	3.9	54.8	17,283	18,103	5.7	23.7	14,633	18,103	23.7	21,237	17.3
ROE(%)	15.1	-20.4	-19.1	18.7	21.6	6.5	14.8	20.7	22.1	1.4	14.8	-7.3
PER(X)	9.0	-	-	7.2	5.8	-	-	7.6	5.7	-	7.3	-
PBR(X)	1.4	-	-	1.3	1.3	-	-	1.6	1.3	-	1.1	-

주: EPS, ROE는 annualized 기준, 자료: 유진투자증권



도표 1 중국 HR 상하이 수입 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2 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>	4	3
합계		47	0	44	3

주1: 조선소 인수 시, 승계선박 10척 포함

주2: 2012년 10월 초 기준 잔여 물량은 2척, 10월 중순에 1척 인도, 나머지 1척은 10월말에 완공되어, 2013년 초에 인도될 가능성

자료: 현대상사, 유진투자증권



**도표 3 현대상사 자원가치**

		생산광구				합계
		예멘 마리브 18광구	오만	카타르	베트남 11-2	
매장량	TCF	9.6	11.0	24.0		
	만BOE	174,989	101,556	97,390	20,605	
매장량 확률단계	%	100%	100%	100%	100%	
배럴당 가치	\$/BOE	15.0	15.0	15.0	15.0	
총 에너지 가치	십억 USD	18.4	15.2	14.6	3.1	
비 컨소시엄 배분비율	%	65%	0%	0%	65%	
컨소시엄 배분비율	%	35%	100%	100%	35%	
지분률	%	3.0%	1.0%	0.4%	4.9%	
생산시작	년	2014	2000	1999	2008	
생산기간	년	20	18	17	19	
Discount	%	0%	0%	0%	0%	
KRW/USD	원/\$	1,120	1,120	1,120	1,120	
<b>광구별 가치</b>	<b>십억원</b>	<b>216</b>	<b>171</b>	<b>65</b>	<b>59</b>	<b>511</b>

자료: 유진투자증권



**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  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급**

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

• 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

