

마지막 한 고비를 넘어가라

Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

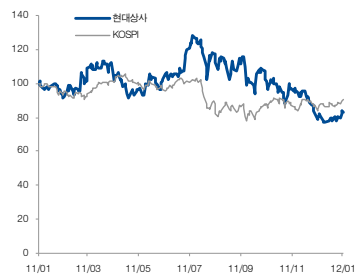
RA 김윤진

02) 3787-2276
yoonjink@hmcib.com

| | | |
|----------------|-----------------|-------------|
| 현재주가 (1/19) | 25,000원 | |
| 상승여력 | 32.0% | |
| 시가총액 | 558십억원 | |
| 발행주식수 | 22,330천주 | |
| 자본금/액면가 | 112십억원/5,000원 | |
| 52주 최고가/최저가 | 38,500원/23,050원 | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 3십억원 | |
| 외국인지분율 | 5.70% | |
| 주요주주 | 현대중공업 22.36% | |
| 주가상승률 | 1M | 3M 6M |
| 절대주가(%) | 5.9 | -17.6 -30.8 |
| 상대주가(%p) | -1.7 | -20.2 -23.1 |
| 당사추정 EPS | 2,642원 | |
| 컨센서스 EPS | 3,300원 | |
| 컨센서스 목표주가 | 36,800원 | |

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

시너지 확대에도 불구하고 청도조선소가 발목을 붙잡아

최근 2~3년 사이에 그룹사로 인수된 3개의 종합상사 중 현대상사가 시장 기대치를 충족하는 모범생의 모습을 보여줬다. 향후 1~2년간은 범 현대그룹과의 시너지 확대가 가능할 전망이다. 다만 한가지 마지막 허들이 남아있는데, 이는 다름아닌 청도조선소 지분법 손실이다. 지난해까지 적지 않은 부담을 준 것으로 보이는데, 어찌됐든 올해부터는 손실 폭이 큰 폭으로 줄어들 것이다.

기관에게 주목 받고 싶다면 실력을 키워라

시가총액이 작은 종목은 국내 기관투자자들에게 그리 우호적인 대접을 받지 못하고 있다. 특히, 동종 업체 대비 시가총액이 작을 때, 아주 특별한 경우가 아니고서는 투자대상 우선 순위에서 밀릴 수 밖에 없는 것이 현실이다. 현대상사에 대한 국내기관 투자자들의 투자 비중은 매우 작다고 할 수 있다. 이에 따라 보유하고 있는 일부 기관에서 비중을 낮추거나 편입에서 제외할 때, 주가에 미치는 영향이 매우 큰 취약한 수급 구조가 불가피한 상황이다. 결국은 정면승부 즉, 실적을 갖고 도전하는 모습을 보여줘야 기관들도 적극적인 편입을 시도할 수 있다고 본다. 필자는 이에 현대상사는 가능성이 충분히 보이는 기업이 라는 점을 강조한다.

매수의견과 목표주가 3.3만원 유지

현대상사의 투자의견과 목표주가는 기존 매수와 33,000원을 유지한다. 현대상사의 주가는 올해와 내년 수익예상 기준 P/E 각각 7.1배, 5.9배에 거래되고 있어, 최근 주가 상승에도 불구하고 여전히 매력적인 수준이다. 청도조선소의 정상화가 진행되고 있음을 반영해 부실 부분을 올해까지는 150억원, 내년에는 제로로 반영했다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 7,391억원이고, 주당가치는 33,000원으로 평가된다. 목표주가 33,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 9.4배, 7.7배 수준이다.

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) |
|-------|--------------|---------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2009 | 2,578 | 62 | -42 | -53 | 65 | -2,354 | 적전 | - | 4.6 | 8.3 | - |
| 2010 | 3,634 | 54 | 51 | 47 | 58 | 2,098 | -189.1 | 12.2 | 3.8 | 10.7 | 27.5 |
| 2011F | 5,368 | 98 | 61 | 59 | 102 | 2,642 | 25.9 | 8.7 | 2.8 | 9.6 | 27.3 |
| 2012F | 6,595 | 109 | 89 | 78 | 113 | 3,513 | 33.0 | 7.1 | 2.1 | 8.9 | 28.5 |
| 2013F | 7,665 | 124 | 107 | 95 | 128 | 4,268 | 21.5 | 5.9 | 1.6 | 7.4 | 26.8 |

* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 개별기준

〈표1〉 적정주주 가치 산출 근거

| (억원, 천주, 원, %) | 11F | 12F | 13F | 12M Forward | 비고 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 1. 사업가치 | 5,245 | 6,239 | 7,183 | 6,318 | |
| EBITDA | 846 | 1,006 | 1,159 | | |
| EV/EBITDA | 6.2 | 6.2 | 6.2 | | 시장평균 적용 |
| 2. 투자자산가치 | 1,130 | 1,130 | 1,050 | 1,123 | 순자산가액대비 20% 할인율 |
| 3. 해외자원가치 | 1,626 | 1,626 | 1,626 | 1,626 | 수익인식 광구 제외 |
| 4. 기업가치 (=1+2+3) | 8,001 | 8,995 | 9,859 | 9,067 | |
| 5. 조정순차입금 | 1,782 | 1,588 | 992 | 1,538 | |
| 6. 청도조선소 부실 | 150 | 150 | 0 | 138 | |
| 7. 주주가치 (=4-5-6) | 6,069 | 7,257 | 8,867 | 7,391 | |
| 발행주식수 | 22,330 | 22,330 | 22,330 | 22,330 | |
| 적정주가 | 27,180 | 32,498 | 39,710 | 33,099 | |
| 현재주가 (원) | 25,000 | 25,000 | 25,000 | 25,000 | |
| 상승여력 | 8.7 | 30.0 | 58.8 | 32.4 | |

자료: HMC투자증권

2011년 4분기 실적 Preview, 양호한 추세 지속될 것

현대상사의 지난해 4분기 영업실적은 지난 3분기까지의 양호한 추세가 지속될 전망이다. 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 38.6%, 57.9% 증가한 1조 4,644억원과 259억원을 기록할 전망이다. 이처럼 양호한 실적이 가능한 것은 범 현대그룹과의 시너지가 본격화되고 있기 때문이다. 사업부문별로는 자동차, 선박, 기전, 화학 부문 등 전 부문이 호조를 보인 가운데, 삼국간거래 규모도 빠르게 성장해 전체 외형확대에 긍정적 동인을 제공하고 있다. 반면, 선가 할인 조정으로 당초 예상보다 청도조선소 지분법손실이 크게 확대되어 세전이익과 순이익은 적자 전환이 불가피해 보인다.

〈표2〉 현대상사 분기별 실적 전망

| (억원, %, \$/bbl, 원/\$) | 2011F | | | | 2012F | | | | 10 | 11F | 12F |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4QF | 1QF | 2QF | 3QF | 4QF | | | |
| 매출액 | 12,625 | 13,149 | 13,268 | 14,637 | 15,379 | 16,252 | 16,705 | 17,615 | 36,338 | 53,678 | 65,952 |
| 기계 / 플랜트 | 5,943 | 5,587 | 4,776 | 6,908 | 6,649 | 7,050 | 7,248 | 7,669 | 14,398 | 23,214 | 28,616 |
| 철 강 | 5,098 | 5,620 | 5,985 | 5,926 | 5,704 | 6,048 | 6,218 | 6,579 | 16,502 | 22,629 | 24,548 |
| 화 학 | 1,421 | 1,822 | 2,360 | 1,624 | 1,550 | 1,634 | 1,677 | 1,757 | 3,958 | 7,228 | 6,617 |
| 전자 / 정보통신 | 52 | 62 | 51 | 55 | 55 | 56 | 56 | 57 | 211 | 220 | 224 |
| 기 타 (상품+자원) | 111 | 58 | 97 | 123 | 121 | 126 | 128 | 133 | 1,270 | 389 | 507 |
| 신규 | | | | | 1,300 | 1,339 | 1,379 | 1,421 | 0 | 0 | 5,439 |
| 매출총이익 | 358 | 382 | 341 | 445 | 421 | 561 | 410 | 533 | 1,114 | 1,526 | 1,925 |
| 조정영업이익 | 228 | 201 | 289 | 259 | 260 | 314 | 203 | 310 | 541 | 978 | 1,087 |
| 세전이익 | 224 | 200 | 221 | -34 | 215 | 271 | 159 | 242 | 510 | 611 | 887 |
| 순이익 | 169 | 240 | 211 | -30 | 189 | 238 | 143 | 214 | 469 | 590 | 784 |
| 수익성 | | | | | | | | | | | |
| GP | 2.8 | 2.9 | 2.6 | 3.0 | 2.7 | 3.5 | 2.5 | 3.0 | 3.1 | 2.8 | 2.9 |
| OP | 1.8 | 1.5 | 2.2 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.2 | 1.8 | 1.5 | 1.8 | 1.6 |
| RP | 1.8 | 1.5 | 1.7 | -0.2 | 1.4 | 1.7 | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 1.3 |
| NP | 1.3 | 1.8 | 1.6 | -0.2 | 1.2 | 1.5 | 0.9 | 1.2 | 1.3 | 1.1 | 1.2 |
| 성장성 (YoY) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 80.2 | 50.7 | 32.1 | 38.6 | 21.8 | 23.6 | 25.9 | 20.3 | 41.0 | 47.7 | 22.9 |
| 영업이익 | 112.7 | 26.2 | 162.5 | 57.9 | 14.3 | 56.2 | -30.0 | 19.5 | -12.5 | 80.7 | 11.2 |
| 세전계속이익 | 54.4 | 2.2 | 119.0 | 적전 | -4.2 | 35.0 | -27.9 | 흑전 | 흑전 | 19.8 | 45.0 |
| 순이익 | 26.6 | 31.5 | 133.7 | 적전 | 11.8 | -0.7 | -32.2 | 흑전 | 흑전 | 25.9 | 33.0 |
| 기본가정 | | | | | | | | | | | |
| 세계GDP | 3.8 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 3.8 | 3.9 | 4.2 | 5.1 | 3.8 | 3.9 |
| 국제유가 | 94.6 | 102.3 | 89.5 | 94.1 | 97.0 | 99.0 | 98.0 | 101.0 | 79.5 | 95.1 | 99.0 |
| 원/달러 (평균) | 1,120.4 | 1,083.9 | 1,083.0 | 1,144.8 | 1,143.0 | 1,130.0 | 1,120.0 | 1,100.0 | 1,156.3 | 1,108.1 | 1,123.0 |
| 원/달러 (기말) | 1,107.2 | 1,078.1 | 1,179.5 | 1,153.3 | 1,130.0 | 1,110.0 | 1,090.0 | 1,070.0 | 1,138.9 | 1,153.3 | 1,070.0 |

주: 2012년 3분기 세전이익의 감소 추정은 순외화자산 상태로 원화강세에 따른 영향이며, 2011년 3분기말 환율 급등에 따른 기저효과 때문임
 자료: 현대상사, HMC투자증권

청도조선소, 마지막 고비를 넘겨라

오랫동안 악재로 작용해왔던 청도조선소 부실 문제도 이제는 해결의 마지막 수순을 밟고 있는 것으로 보인다. 현재 수주 잔량은 6척이고, 올해 3분기 중 딜리버리가 완료될 전망이다. 지난해 3분기까지 78억원의 지분법손실이 발생한 상태인데, 연간으로는 대략 300억원의 지분법손실이 발생한 것으로 보인다. 현재 청도조선소는 현대중공업의 건설 및 풍력 장비(굴삭기, 밀로더, 농기계 등)에 사용될 철강 미분지 제단 작업용으로 활용하고 있어, 고정비의 상당부분을 충당해 올해에는 지분법손실이 적어도 120억원 대로 크게 감소되고, 그 이후 매년 60~70억원의 손실 정도로 축소될 것이다.

그리스 에버랜드社와의 소송건은 당초 예상보다는 판결이 더디게 진행되고 있지만, 적어도 내년 상반기 중으로는 마무리 될 것으로 보인다. 소송가액은 2,400만달러(300억원 규모)인데, 이미 150억원의 충당금을 설정해 놓은 상태라 부분 승소(50:50) 할 경우 추가적인 비용은 발생하지 않을 전망이다.

예멘LNG 수익인식 방법 변경, 기업가치에는 변화 없다

예멘LNG광구에 대한 수익인식 기준이 다소 변경된다. 2013년부터 배당을 실시할 것으로 예상되었는데, 당초 예상보다 1년 앞당겨져서 내년부터 200억원 규모의 수익이 발생할 전망이다. 다만, 수익인식 방법이 배당금이 아니라 대여금 회수라는 즉, 손익거래(수익과 비용으로 이뤄진 거래)가 아닌 교환거래(자산과 부채 그리고 자본으로 이뤄진 거래)라 손익에 미치는 영향이 없다는 점이 부정적으로 작용했던 것이다. 필자는 기업가치 평가에 있어 가치합산(SOTP)방식을 사용하고 있기에 전혀 문제될 것이 없다. 단지 투자자들의 주요 관심사인 포괄손익계산서에 임팩트를 주지 못하지만, 대여금(1,381억원) 전액이 회수된 이후에는 배당금으로 인식될 것이다.

범현대 그룹과의 시너지를 주목하라

현대중공업 그룹과의 본격적인 시너지 창출이 진행되고 있을 뿐만 아니라 범현대 그룹과의 사업 시너지도 확대되고 있다. 향후 2~3년간 범현대 그룹과 연계된 사업 확장은 지속될 전망이다.

<표3>에서 보는 바와 같이 세그먼트별 올해 3분기 누계 실적을 지난해와 비교해 보면 사업 시너지 효과를 확연히 확인할 수 있다. 먼저 주력 사업 부문인 기계/플랜트와 철강은 각각 전년동기비 44.2%, 47.9%의 외형성장률을 기록했고, 영업이익은 외형성장의 각각 2~4배가 넘는 양호한 성장률을 달성했다. 기계/플랜트 부문은 현대중공업의 변압기, 현대기아차의 승용차, 현대로템의 전동차 수출 물량 확대에 따른 것이다. 철강사업 부문은 업계 전반적인 상황이 좋지 못한 것에 비해 대단히 이례적이라 할 수 있는데, 현대제철과의 시너지 확대 때문이다. 현대제철은 올해 내수판매 부진을 수출로 전환했고, 현대제철의 내수 부진이 오히려 현대상사에게는 긍정적으로 작용한 것이다. 화학 부문도 주목할 만한데, 이는 오일뱅크와의 시너지 확대가 점진적으로 이뤄지고 있기 때문이다. 이에 따라 내년에는 큰 폭의 외형 성장이 가능할 것이다.

<표3> 범현대 그룹과의 시너지 창출을 주목하라

| (억원, %, %p) | 2010년 3분기 누계 | | | 2011년 3분기 누계 | | | 비교(증감률, %, %p) | | |
|-------------|--------------|------|-----------|--------------|------|-----------|----------------|-------|-----------|
| | 매출액 | 영업이익 | OP Margin | 매출액 | 영업이익 | OP Margin | 매출액 | 영업이익 | OP Margin |
| 기계/플랜트 | 11,305 | 157 | 1.4 | 16,305 | 328 | 2.0 | 44.2 | 109.6 | 0.6 |
| 철강 | 11,296 | 20 | 0.2 | 16,703 | 52 | 0.3 | 47.9 | 157.7 | 0.1 |
| 화학 | 2,741 | 10 | 0.4 | 5,604 | 27 | 0.5 | 104.5 | 181.3 | 0.1 |
| 전자/정보통신 | 162 | 89 | 54.9 | 165 | 86 | 52.0 | 1.8 | -3.5 | -2.9 |
| 기타 | 270 | 203 | 75.5 | 265 | 225 | 84.9 | -1.6 | 10.7 | 9.4 |
| 합 계 | 25,774 | 479 | 1.9 | 39,042 | 718 | 1.8 | 51.5 | 50.0 | -0.1 |

주: 기계/플랜트(자동차, 선박 및 중소형 플랜트), 철강(강판, 강관, 형강 제품 및 스테인레스 제품), 화학(석유, 석유화학제품 및 병커링), 전자/정보통신(전자제품의 직수출 및 브랜드 로열티), 기타(자원 및 상품)

자료: HMC투자증권

현대상사 : 기존 보유 광구에 주력과 현대자원개발(주)에 지분투자

현대상사는 1개의 유전, 3개의 가스전, 그리고 1개의 석탄 등 총 5개의 E&P site를 확보하고 있다. 지난 2009년 10월부터 상업생산을 시작한 예멘 LNG를 비롯 5개 광구 모두가 현재 상업생산 단계이다. 최근 3년간 발생한 수익을 살펴보면 2007년 233억원, 2008년 426백만, 2009년 273억원으로 유가 및 가스가격 등락에 따라 크게 변동해왔다. 현대상사 보유 E&P 가치평가는 각 광구에서 발생하는 수익을 현재가치 할인방식을 취했고, 그 가치는 3,658억원으로 평가했다. 보유하고 있는 site가 모두 정상 가동될 때 연평균 E&P수익은 583억원에 이를 전망이다.

〈표4〉 현대상사의 E&P 가치분석

| 구 분 | 생산 | | | | | | 소계 |
|------------------|------------|----------------|----------------|----------------|-------------|----------------|---------|
| | 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 |

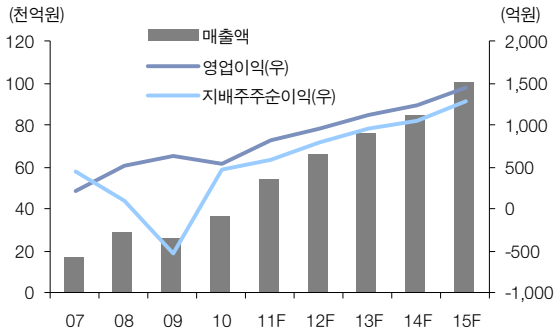
자료 : 현대중합상사, HMC투자증권

〈표5〉 현대상사의 E&P사업 현황

| | 오만 LNG | 카타르 LNG | 예멘 LNG | 베트남 11-2 | 암바토비 니켈 |
|---------|-------------------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------|
| 단계 | 생산단계 | 생산단계 | 생산단계 | 생산단계 | 개발단계 |
| 당사지분율 | 1% | 0.40% | 3.00% | 4.90% | 0.50% |
| 생산 Capa | 7.1백만톤 | 6.8백만톤 | 6.9백만톤 | 가스 55.4bcf 컨덴세이트 1.5백만배럴 | 니켈 6만톤 코발트 5천톤 |
| 생산 개시 | 2000년 | 1999년 | 2009년 | 2006년 | 2012년 |
| 배당기간 | 2002~2024 | 2001~2024년 | 2012~2015(투자원금 회수) 2034년 | 2007~2028년 | 2019~2039년 |
| 매수처 | 가스공사 OSAKA가스 기타 단기계약 | 가스공사 기타 단기계약 | 가스공사 SUEZ TOTAL | Petro Vietnam SPOT | 스미모토 한구컨소시엄 |

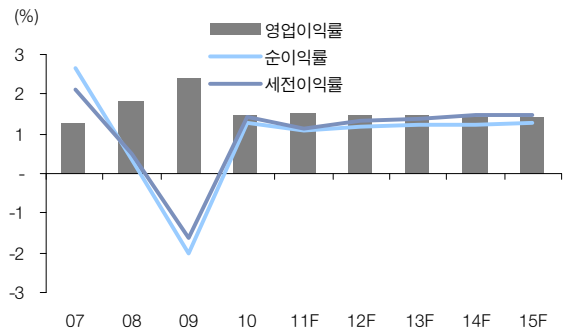
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림1〉 안정적인 외형 및 이익 성장



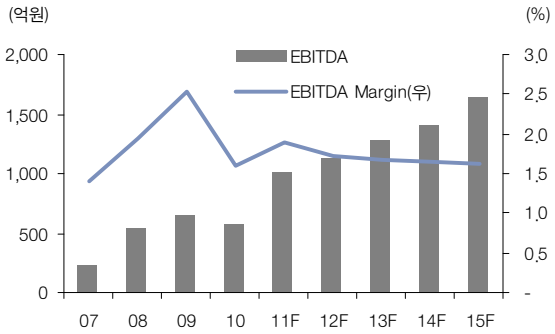
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림2〉 수익성 추이 및 전망



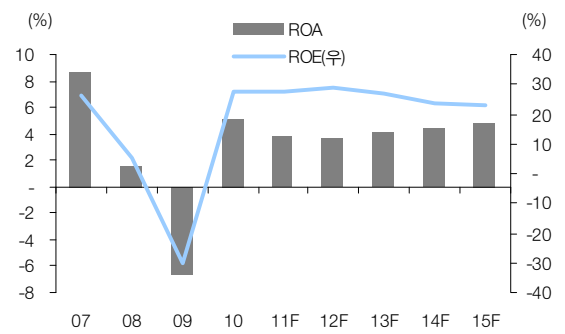
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림3〉 EBITDA, EBITDA Margin 추이 및 전망



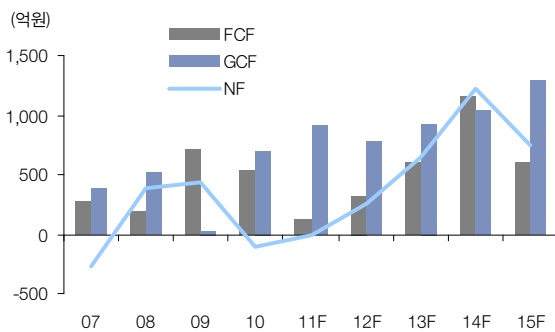
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림4〉 ROA, ROE 추이 및 전망



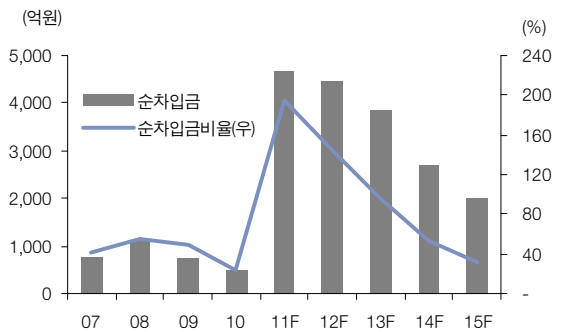
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림5〉 FCF의 안정적 증대



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림6〉 순차입금은 지속적으로 축소



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표6〉 예멘 LNG 분배금 인식 case 1(2013년부터 배당으로 인식)

| (단위:억원) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 계 |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업이익 | 900 | 1,374 | 1,381 | 1,796 | 5,450 |
| 경상이익 | 800 | 1,259 | 1,248 | 1,644 | 4,951 |
| 법인세(22%) | 176 | 277 | 275 | 362 | 1,089 |
| 당기순이익 | 624 | 982 | 974 | 1,282 | 3,862 |
| 누적현금 | 624 | 982 | 974 | 1,282 | 3,862 |
| PER | 8.4 | 5.4 | 5.4 | 4.1 | 5.8 |

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표7〉 예멘 LNG 분배금 인식 case 2(2015년부터 배당금으로 인식)

| (단위:억원) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 계 |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업이익 | 900 | 1,035 | 1,190 | 1,719 | 4,844 |
| 경상이익 | 800 | 920 | 1,058 | 1,567 | 4,345 |
| 법인세(22%) | 176 | 202 | 233 | 345 | 956 |
| 당기순이익 | 624 | 718 | 825 | 1,222 | 3,389 |
| 누적현금 | 963 | 908 | 1,252 | 1,362 | 4,485 |
| PER | 8.4 | 7.3 | 6.4 | 4.3 | 6.6 |

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표8〉 청도현대조선 손익현황

| 구분(RMB천) | '08 | '09 | '10 | 계 |
|----------------|----------|----------|---------|-----------|
| 매출액 | 481,825 | 800,780 | 399,008 | 1,681,613 |
| 매출이익 | -107,712 | -280,017 | -71,381 | -459,110 |
| 일반관리비 | 33,875 | 27,575 | 28,529 | 89,979 |
| 영업이익 | -141,587 | -307,593 | -99,909 | -549,089 |
| 당기순이익 | -303,359 | -363,059 | -98,667 | -765,085 |
| 본사지분법 손실반영(역입) | -353 | -608 | -250 | -1,211 |

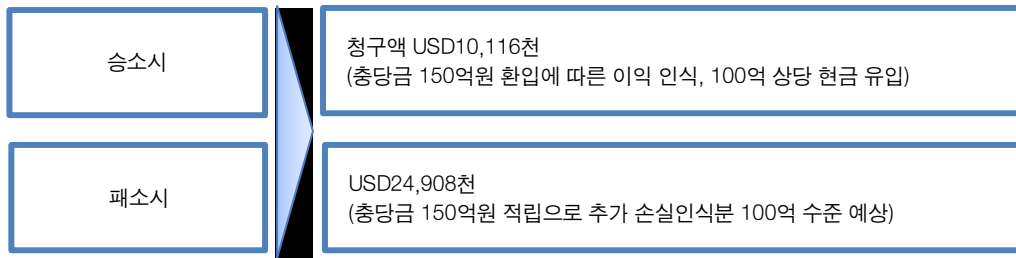
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표9〉 청도현대조선 자산현황

| 구분(RMB천) | '08 | '09 | '10 |
|----------|-----------|----------|-----------|
| 자산 | 1,050,818 | 739,727 | 796,531 |
| 부채 | 1,127,396 | 974,525 | 1,129,997 |
| 차입금 | 367,584 | 417,767 | 424,640 |
| 자본 | -76,578 | -234,789 | -333,466 |
| 자본금 | 298,823 | 503,663 | 503,663 |
| 이익잉여금 | -375,401 | -738,461 | -837,129 |

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표10〉 청도조선소 취소선박 중재 현황



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표11〉 청도조선소 선박 인도 및 건조진행 현황

| 시기 | 인도선박 | 신규계약 | 건조척수(기초) | 인도척수 | 건조척수(기말) |
|------|----------------------------|------|----------|------|----------|
| 2005 | 중국向 2.6K Bulker外 5건 | 21 | 21 | 6 | 15 |
| 2006 | 독일向 6K MPC外 3건 | 12 | 27 | 4 | 23 |
| 2007 | 한국向 2.6K General Cargo外 2건 | - | 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 | - | 24 | 8 | 16 |
| 2011 | 러시아向 5K General Cargo外 8건 | - | 16 | 9 | 7 |
| 2012 | 러시아向 5K General Cargo外 6건 | - | 7 | 7 | - |
| 총합 | | 47 | - | 47 | - |

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표12〉 현대상사 순차입금 현황 및 전망

| (억원, %) | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11F | 12F | 13F | 14F | 15F |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5,052 | 4,552 | 3,552 | 2,852 | 2,752 |
| 단기사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 1,336 | 480 | 502 | 502 | 0 | 0 | 0 |
| 단기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 | 70 | 84 | 94 | 105 | 124 |
| 사채 | 625 | 626 | 605 | 0 | 498 | 499 | 499 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 761 | 1,043 | 1,499 | 656 | 561 | 704 | 704 | 704 | 404 | 404 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금 총계 | 1,387 | 1,669 | 2,104 | 1,994 | 1,544 | 6,827 | 6,341 | 4,351 | 3,361 | 3,281 |
| 평균차입금 | 28,707 | 1,528 | 1,887 | 2,049 | 1,769 | 4,186 | 6,584 | 5,346 | 3,856 | 3,321 |
| 이자비용 | 157 | 107 | 117 | 96 | 70 | 153 | 162 | 131 | 94 | 81 |
| 조달금리 | 0,5 | 7,0 | 6,2 | 4,7 | 3,9 | 3,7 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| 현금성자산 | 777 | 908 | 978 | 1,270 | 1,071 | 2,169 | 1,876 | 483 | 666 | 1,272 |
| 이자수익 | 38 | 70 | 54 | 34 | 59 | 29 | 33 | 17 | 8 | 14 |
| 순이자비용 | 119 | 37 | 62 | 62 | 10 | 124 | 130 | 114 | 86 | 67 |
| 순차입금 | 610 | 762 | 1,127 | 724 | 473 | 4,659 | 4,465 | 3,869 | 2,695 | 2,008 |
| 자본총계 | 1,438 | 1,879 | 2,021 | 1,467 | 1,938 | 2,384 | 3,113 | 4,010 | 5,005 | 6,222 |
| 순차입금비율 | 42,4 | 40,5 | 55,8 | 49,4 | 24,4 | 195,4 | 143,4 | 96,5 | 53,8 | 32,3 |

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위:십억원)

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,578 | 3,634 | 5,368 | 6,595 | 7,665 |
| 증가율 (%) | -9.2 | 41.0 | 47.7 | 22.9 | 16.2 |
| 매출원가 | 2,465 | 3,522 | 5,215 | 6,403 | 7,444 |
| 매출원가율 (%) | 95.6 | 96.9 | 97.2 | 97.1 | 97.1 |
| 매출총이익 | 113 | 111 | 153 | 193 | 221 |
| 매출이익률 (%) | 4.4 | 3.1 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| 증가율 (%) | 4.2 | -1.4 | 37.0 | 26.2 | 14.9 |
| 판매관리비 | 51 | 57 | 72 | 97 | 110 |
| 조정영업이익 (GP-SG&A) | 62 | 54 | 81 | 96 | 111 |
| 조정영업이익률 (%) | 2.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 증가율 (%) | 19.6 | -12.5 | 49.0 | 19.0 | 16.0 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 17 | 13 | 12 |
| EBITDA | 65 | 58 | 102 | 113 | 128 |
| EBITDA 이익률 (%) | 2.5 | 1.6 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |
| 증가율 (%) | 19.0 | -11.0 | 75.2 | 11.5 | 13.0 |
| 영업이익 | 62 | 54 | 98 | 109 | 124 |
| 영업이익률 (%) | 2.4 | 1.5 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| 증가율 (%) | 19.6 | -12.5 | 80.7 | 11.2 | 13.7 |
| 금융손익 | -3 | 0 | -11 | -13 | -11 |
| 기타영업외손익 | -62 | 1 | -1 | -5 | -5 |
| 증속/관계기업관련손익 | -38 | -4 | -25 | -3 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -42 | 51 | 61 | 89 | 107 |
| 세전계속사업이익률 (%) | -1.6 | 1.4 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| 증가율 (%) | 적전 | 흑전 | 19.8 | 45.0 | 21.1 |
| 법인세비용 | 11 | 4 | 2 | 10 | 12 |
| 계속사업이익 | -53 | 47 | 59 | 78 | 95 |
| 당기순이익 | -53 | 47 | 59 | 78 | 95 |
| 당기순이익률 (%) | -2.0 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 증가율 (%) | 적전 | 흑전 | 25.9 | 33.0 | 21.5 |
| 지배주주지분 순이익 | -53 | 47 | 59 | 78 | 95 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 0 | 0 | 58 | 78 | 95 |

(단위:십억원)

(단위: 원,배,%)

| 현금흐름표 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 71 | 55 | 14 | 34 | 62 |
| 당기순이익 | -53 | 47 | 59 | 78 | 95 |
| 유형자산 상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 무형자산 상각비 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 외환손익 | 3 | 2 | 4 | 5 | 5 |
| 운전자본의 감소(증가) | 68 | -15 | -100 | -57 | -43 |
| 기타 | 49 | 17 | 47 | 3 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -28 | -65 | -15 | -9 | 4 |
| 투자자산의 감소(증가) | 4 | -28 | 92 | 0 | 10 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | 0 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 기타 | -32 | -36 | -105 | -7 | -5 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -1 | -43 | 147 | -54 | -205 |
| 차입금의 증가(감소) | -84 | -9 | 526 | -49 | -99 |
| 사채의증가(감소) | -61 | 50 | 0 | 0 | -50 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | -6 | -6 | -6 |
| 기타 | 143 | -84 | -374 | 0 | -50 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 42 | -53 | 149 | -29 | -139 |
| 기초현금 | 78 | 120 | 67 | 216 | 186 |
| 기말현금 | 120 | 67 | 216 | 186 | 47 |

| 재무상태표 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 534 | 721 | 1,715 | 1,970 | 2,047 |
| 현금성자산 | 120 | 67 | 216 | 186 | 47 |
| 단기투자자산 | 7 | 40 | 1 | 1 | 1 |
| 매출채권 | 203 | 337 | 1,252 | 1,507 | 1,700 |
| 재고자산 | 152 | 247 | 146 | 176 | 199 |
| 기타유동자산 | 53 | 30 | 100 | 100 | 100 |
| 비유동자산 | 274 | 297 | 326 | 323 | 310 |
| 유형자산 | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 무형자산 | 45 | 45 | 55 | 51 | 48 |
| 투자자산 | 206 | 234 | 141 | 141 | 131 |
| 기타비유동자산 | 23 | 16 | 127 | 127 | 127 |
| 기타금융융자자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 809 | 1,018 | 2,041 | 2,294 | 2,358 |
| 유동부채 | 594 | 716 | 1,676 | 1,854 | 1,878 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 505 | 455 | 355 |
| 매입채무 | 339 | 548 | 851 | 1,024 | 1,156 |
| 유동성장기부채 | 134 | 48 | 50 | 50 | 0 |
| 기타유동부채 | 122 | 120 | 270 | 325 | 366 |
| 비유동부채 | 68 | 109 | 127 | 128 | 79 |
| 사채 | 0 | 50 | 50 | 50 | 0 |
| 장기차입금 | 66 | 56 | 70 | 70 | 70 |
| 장기금융부채 (리스포함) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 2 | 3 | 6 | 8 | 9 |
| 기타금융융자부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 662 | 824 | 1,803 | 1,982 | 1,957 |
| 지배주주지분 | 147 | 194 | 238 | 311 | 401 |
| 자본금 | 112 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| 자본잉여금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본조정 등 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 기타포괄이익누계액 | 8 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 42 | 89 | 142 | 215 | 304 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 147 | 194 | 238 | 311 | 401 |

(단위:십억원)

(단위: 원,배,%)

| 주요투자지표 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| EPS(당기순이익 기준) | -2,354 | 2,098 | 2,642 | 3,513 | 4,268 |
| EPS(지배순이익 기준) | -2,354 | 2,098 | 2,642 | 3,513 | 4,268 |
| BPS(자본총계 기준) | 4,555 | 6,670 | 8,224 | 11,639 | 15,799 |
| BPS(지배지분 기준) | 4,555 | 6,670 | 8,224 | 11,639 | 15,799 |
| DPS | 0 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| PER(당기순이익 기준) | -9.0 | 12.2 | 8.7 | 7.1 | 5.9 |
| PER(지배순이익 기준) | -9.0 | 12.2 | 8.7 | 7.1 | 5.9 |
| PBR(자본총계 기준) | 4.6 | 3.8 | 2.8 | 2.1 | 1.6 |
| PBR(지배지분 기준) | 4.6 | 3.8 | 2.8 | 2.1 | 1.6 |
| EV/EBITDA(Reported) | 8.3 | 10.7 | 9.6 | 8.9 | 7.4 |
| 배당수익률 | 0.0 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -606.8 | -189.1 | 25.9 | 33.0 | 21.5 |
| EPS(지배순이익 기준) | -606.8 | -189.1 | 25.9 | 33.0 | 21.5 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | -30.1 | 27.5 | 27.3 | 28.5 | 26.8 |
| ROE(지배순이익 기준) | -30.1 | 27.5 | 27.3 | 28.5 | 26.8 |
| ROA | -6.7 | 5.1 | 3.9 | 3.6 | 4.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 451.3 | 425.4 | 756.2 | 636.8 | 487.9 |
| 순차입금비율 | 49.4 | 24.4 | 195.4 | 143.4 | 96.5 |
| 이자보상배율 | 6.5 | 7.8 | 6.4 | 6.7 | 9.5 |

* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 개별 기준