

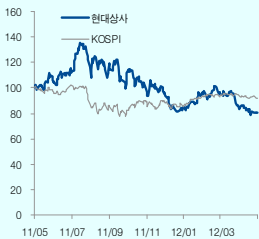
현 가격대에서 매도할 이유 없다

Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (5/8)	22,900원
상승여력	44.1%
시가총액	5,144억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	38,500원/22,400원
일평균 거래대금 (60일)	31억원
	6.81%
외국인지분율	현대중공업 외 1인
주요주주	22.37%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-6.5 -16.1 -19.2
상대주가(%p)	-3.6 -14.6 -21.8
당사추정 EPS	3,443원
컨센서스 EPS	3,560원
컨센서스 목표주가	37,250원
※ K-IFRS 개별 기준	

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 최근 주가가 하락한 원인 분석
- 추가 하락보다는 반등 가능성에 무게
- 청도조선소 약재도 아젠 해결의 수순을 밟고 있어
- 매수의견과 목표주가 3.3만원 유지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	3,634	54	47	58	2,098	-189.1	12.2	3.8	10.7	27.5
2011	5,031	88	68	92	3,026	44.2	7.6	1.9	9.9	26.0
2012F	6,092	110	77	114	3,443	13.8	6.7	1.5	10.1	21.4
2013F	5,979	109	78	113	3,502	1.7	6.5	1.2	9.0	18.4
2014F	6,316	114	83	118	3,721	6.3	6.2	1.1	8.5	16.8

* 2010년은 K-GAAP 개별, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

최근 주가가 하락한 원인 분석

현대상사 주가가 최근 대단히 부진한 수익률을 기록했는데, 이제는 반전의 계기를 맞이할 것이라 판단한다. 그동안의 주가 하락 이유는 1) 유럽연합의 경기침체와 중국의 경기 둔화에 따른 트레이딩 부문의 영업실적 둔화 우려, 2) 종합상사 공통적인 약재인 해외 자원부국들의 전방위적 영업규제 강화와 이에 따른 수익성 훼손 우려, 3) 청도조선소 관련 지분법손실과 그리스 Evalend와의 소송건 등이 반영된 결과다. 세가지 약재가 향후 개선될 것이며, 이에 따른 주가 재평가 작업이 진행될 것이라 판단한다.

추가 하락보다는 반등 가능성에 무게

향후 현대상사 주가는 추가적인 하락보다 반등 가능성이 높아 보인다. 이는 앞서 거론한 약재 요인이 점진적 해소될 것이기 때문이다. 먼저 영업실적의 호조가 긍정적이다. 1분기 영업실적은 우려와는 달리 매우 안정적인 흐름을 보여줄 것이다. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기비 6.8%, 6.2% 증가한 1조 3,481억원과 242억원으로 영업이익률은 1.8%로 전년동기 수준을 유지할 전망이다. 대외 환경이 그리 좋지 못한 가운데에서도 양호한 실적 수준을 기록할 것이고, 올해 연간으로도 매출액과 영업이익은 각각 6조 921억원과 1,095억원으로 전년비 11.8%, 24.6% 증가가 가능할 것이다. 이처럼 양호한 실적을 예상하는 이유는 역시 현대중공업을 비롯한 범현대그룹과의 시너지 창출이 지속될 것이기 때문이고, 올해는 외형 확대보다는 수익성 개선에 초점을 맞춘 영업전략을 펼칠 것이라 판단한다.

둘째, 종합상사들의 공통 약재인 해외 자원강국들의 전방위적 영업규제에서 현대상사는 비교적 자유롭기 때문이다. 중국, 인도네시아, 호주 등에서 진행되고 있는 자원세와 수출관세 부과, 지분을 제한 등의 규제 대상이 아니기 때문인데, 현대상사의 경우 생산광구가 베트남, 카타르, 오만, 예멘, 호주 등의 광구를 보유하고 있다. 호주 Drayton(유연탄) 광구도 수억규모가 크지 않아 세금 부과 대상이 아니다. 현대상사의 E&P 수익규모가 지난해 442억원에서 올해에는 연간 420~460억원으로 매우 안정적 흐름을 보여줄 것이다. E&P사업에서 큰 모멘텀은 없지만 안정적인 수익창출은 가능해 할인 당할 이유는 없다.

청도조선소 악재도 이전 해결의 수순을 밟고 있어

셋째, 청도조선소 악재도 이전 해결 단계이기 때문이다. 오랫동안 악재로 작용해왔던 청도조선소 부실 문제도 이제는 해결의 마지막 수순을 밟고 있는 것으로 보인다. 현재 수주 잔량은 4척이고, 올해 10월 내로 딜리버리가 완료될 전망이다. 지난해 연간 356억원의 지분법손실이 발생했으나, 올해에는 그 규모가 대략 100~150억원으로 크게 축소될 것이다. 현재 청도조선소는 현대중공업의 건설 및 풍력 장비(굴삭기, 밀로더, 농기계 등)에 사용될 철강 마분지 제단 작업용으로 활용하고 있고, 10월 이후에는 대규모 인력 구조조정을 단행해 비용구조의 개선이 기대된다. 이에 따라 추가적인 신규 사업을 진행하지 않더라도 내년부터는 지분법손실이 적어도 20~30억원 수준으로 크게 감소되어, 향후 주가상승에 악재로서의 효력은 소멸될 것이다.

그리스 에버랜드社와의 소송건은 최근 양측의 합의로 순조롭게 해결된 상태다. 소송가액은 2,400만달러(300억원 규모)인데, 이미 150억원의 충당금을 설정해 놓은 상태였으며, 이번에 원만한 합의로 2~3분기 중에 대략 100억원의 환입이 있을 전망이다.

매수의견과 목표주가 3.3만원 유지

현대상사의 투자의견과 목표주가는 기존 매수와 33,000원을 유지한다. 현대상사의 주가는 올해와 내년 수익예상 기준 P/E 각각 6.7배, 6.5배에 거래되고 있어, 주가는 여전히 매력적인 수준이다. 안정적인 영업실적 호조세, 청도조선소의 정상화, E&P사업에서의 리스크가 없다는 점 등을 감안할 때 비중확대 해도 좋다는 판단이다.

가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 7,458억원이고, 주당가치는 33,000원으로 평가된다. 목표주가 33,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 9.4배, 8.9배 수준이다.

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	7,078	7,028	7,323	7,061	
EBITDA	1,142	1,134	1,181		
EV/EBITDA	6.2	6.2	6.2		시장평균 적용
2. 투자자산가치	1,884	1,804	1,964	1,857	순자산가액대비 20% 할인율
3. 해외자원가치	1,626	1,626	1,626	1,626	수익인식 광구 제외
4. 기업가치 (=1+2+3)	10,588	10,458	10,913	10,545	
5. 조정순차입금	3,495	2,170	2,100	3,053	
6. 청도조선소 부실	50	0	0	33	
7. 주주가치 (=4-5-6)	7,043	8,288	8,813	7,458	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	31,540	37,116	39,465	33,399	
현재주가 (원)	22,900	22,900	22,900	22,900	
상승여력	37.7	62.1	72.3	45.8	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 현대상사 분기별 실적 전망

(억원, %, \$/bbl, 원/\$)	2011				2012F				10	11	12F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	12,625	13,149	13,268	15,447	13,481	14,663	15,109	17,668	36,338	54,489	60,921
기계 / 플랜트	5,943	5,587	4,776	6,907	6,109	6,740	6,950	7,421	14,398	23,213	27,221
철 강	5,098	5,620	5,985	5,925	5,241	5,782	5,962	6,366	16,502	22,628	23,352
화 학	1,421	1,822	2,360	1,631	1,607	1,610	1,655	1,758	3,958	7,234	6,630
전자 / 정보통신	52	62	51	55	58	56	56	58	211	220	229
기 타 (상품+자원)	111	58	97	123	125	124	126	132	1,270	389	507
신규					340	350	361	1,932	0	0	2,983
매출총이익	358	382	341	331	374	507	372	536	1,114	1,412	1,789
조정영업이익	228	201	289	161	242	308	208	337	541	879	1,095
세전이익	224	200	221	141	241	292	191	291	510	787	1,014
순이익	169	240	211	56	183	221	144	220	469	676	769
수익성											
GP	2.8	2.9	2.6	2.1	2.8	3.5	2.5	3.0	3.1	2.6	2.9
OP	1.8	1.5	2.2	1.0	1.8	2.1	1.4	1.9	1.5	1.6	1.8
RP	1.8	1.5	1.7	0.9	1.8	2.0	1.3	1.6	1.4	1.4	1.7
NP	1.3	1.8	1.6	0.4	1.4	1.5	1.0	1.2	1.3	1.2	1.3
성장성 (YoY)											
매출액	80.2	50.7	32.1	46.2	6.8	11.5	13.9	14.4	41.0	49.9	11.8
영업이익	112.7	26.2	162.5	-2.2	6.2	53.2	-28.0	109.5	-12.5	62.4	24.6
세전계속이익	54.4	2.2	119.0	106.7	7.4	45.7	-13.7	106.2	흑전	54.1	28.9
순이익	26.6	31.5	133.7	-10.4	8.0	-7.7	-31.5	295.1	흑전	44.2	13.8
기본가정											
세계GDP	3.8	3.7	3.9	3.8	3.5	3.6	3.7	3.9	5.1	3.8	3.7
국제유가	94.6	102.3	89.5	94.1	103.1	100.0	99.0	102.0	79.5	95.1	99.8
원/달러 (평균)	1,119.8	1,083.2	1,085.1	1,144.0	1,131.1	1,115.0	1,110.0	1,100.0	1,156.3	1,108.1	1,113.0
원/달러 (기말)	1,096.7	1,067.7	1,178.1	1,151.8	1,132.0	1,110.0	1,090.0	1,070.0	1,138.9	1,153.3	1,070.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 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

COMPANY NOTE

자료 : 현대중합상사, HMC투자증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	3,634	5,031	6,092	5,979	6,316
증가율 (%)	41.0	38.4	21.1	-1.9	5.6
매출원가	3,522	4,890	5,913	5,804	6,133
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.1	97.1	97.1
매출총이익	111	141	179	174	183
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.9	2.9	2.9
증가율 (%)	-1.4	26.8	26.7	-2.7	5.1
판매관리비	57	67	89	86	90
조정영업이익 (GP-SG&A)	54	74	89	88	93
조정영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
증가율 (%)	-12.5	37.0	20.7	-1.4	4.9
기타영업손익	0	14	20	21	21
EBITDA	58	92	114	113	118
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9
증가율 (%)	-11.0	58.1	24.3	-0.7	4.2
영업이익	54	88	110	109	114
영업이익률 (%)	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
증가율 (%)	-12.5	62.4	24.6	-0.7	4.5
금융손익	0	-8	-6	-5	-4
기타영업외손익	1	0	0	0	0
증속/감계기입관련손익	-4	-1	-2	0	0
세전계속사업이익	51	79	101	103	110
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7
증가율 (%)	흑전	54.1	28.9	1.7	6.3
법인세비용	4	11	25	25	27
계속사업이익	47	68	77	78	83
당기순이익	47	68	77	78	83
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
증가율 (%)	흑전	44.2	13.8	1.7	6.3
지배주주지분 순이익	47	68	77	78	83
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	0	0	0
총포괄이익	0	141	77	78	83

(단위:십억원)					
현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	55	58	-228	135	40
당기순이익	47	68	77	78	83
유형자산 상각비	0	1	1	1	1
무형자산 상각비	4	3	3	3	3
외환손익	2	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	-39	-312	53	-48
기타	17	26	3	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-65	3	2	8	-22
투자자산의 감소(증가)	-28	-3	0	10	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-2	-2	-2
기타	-36	8	3	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-43	76	30	-71	-81
차입금의 증가(감소)	-9	448	90	-60	-70
사채의증가(감소)	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-6	-11	-11	-11
기타	-84	-367	-49	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-53	138	-197	72	-63
기초현금	120	67	205	8	80
기말현금	67	205	8	80	17

* 2010년은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개발 기준

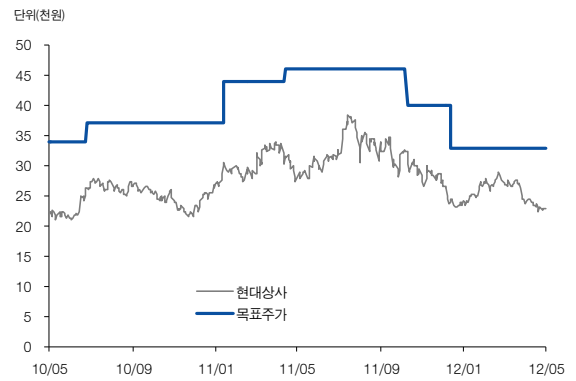
(단위:십억원)					
재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	721	1,354	2,067	2,000	2,064
현금성자산	67	205	8	80	17
단기투자자산	40	6	0	0	0
매출채권	337	858	1,697	1,573	1,686
채고자산	247	130	207	192	206
기타유동자산	30	155	155	155	155
비유동자산	297	403	400	387	404
유형자산	2	3	3	4	4
무형자산	45	56	52	49	46
투자자산	234	235	235	225	245
기타비유동자산	16	109	109	109	109
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,756	2,467	2,387	2,468
유동부채	716	1,291	1,884	1,759	1,786
단기차입금	0	437	487	447	397
매입채무	548	560	1,151	1,067	1,144
유동성장기부채	48	49	0	0	0
기타유동부채	120	244	245	245	245
비유동부채	109	139	191	169	151
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	107	87	67
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	34	31	34
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	824	1,430	2,075	1,928	1,937
지배주주지분	194	327	392	459	531
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	8	76	76	76	76
이익잉여금	89	154	220	287	358
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	194	327	392	459	531

(단위: 원배,%)					
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	3,443	3,502	3,721
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	3,443	3,502	3,721
BPS(자본총계 기준)	6,670	12,131	15,226	18,372	21,727
BPS(지배자본 기준)	6,670	12,131	15,226	18,372	21,727
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	6.7	6.5	6.2
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	6.7	6.5	6.2
PBR(자본총계 기준)	3.8	1.9	1.5	1.2	1.1
PBR(지배자본 기준)	3.8	1.9	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	10.7	9.9	10.1	9.0	8.5
배당수익률	1.0	2.2	2.2	2.2	2.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	13.8	1.7	6.3
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	13.8	1.7	6.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	21.4	18.4	16.8
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	21.4	18.4	16.8
ROA	5.1	4.9	3.6	3.2	3.4
안정성 (%)					
부채비율	425.4	437.6	528.6	419.6	364.5
순차입금비율	24.4	120.5	162.4	109.8	93.7
이자보상배율	7.8	5.8	6.7	6.9	8.1

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/06/07	BUY	34,000	12/01/20	BUY	33,000
10/07/02	BUY	37,000	12/05/09	BUY	33,000
10/08/17	BUY	37,000			
10/12/08	BUY	37,000			
11/01/05	BUY	37,000			
11/01/20	BUY	44,000			
11/02/15	BUY	44,000			
11/03/03	BUY	44,000			
11/04/20	BUY	46,000			
11/07/18	BUY	46,000			
11/10/17	BUY	40,000			
11/12/21	BUY	33,000			

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.