




종합상사 | Overweight

2013년 2월 13일 • Industry In-depth

2013년, 회심(悔心)의 일격(一擊)!

철광석 및 철강제품 가격상승: 종합상사업체의 전반적인 실적개선 기대
일본 원자력발전소 재가동 여부: 2013년 에너지 가격예상의 최대 변수
업종 Top Picks: LG상사, 현대상사

 **Analyst 이상우** 02-3771-7771 • tinycare@hanafn.com
RA 김우철 02-3771-7520 • kwooc1004@hanafn.com





	일본상사 3Q12실적: 1)트레이딩 개선 2)커머디티 이익감소
5	<p>일본 종합상사 3Q12 실적: 기대 이상의 실적선방5</p> <p>1) 철강/금속.....6</p> <p>2) 화학.....8</p> <p>3) 기계.....8</p> <p>4) 에너지9</p> <p>5) 최근 신규투자 흐름: 1)세일가스/오일, 2)리스업 확대10</p>
	커머디티, 중국발 혼풍이 불어올 것인가?
11	<p>1) 철광석 및 철강제품 가격상승: 상사업체의 전반적인 실적개선으로 연결되나? ..11</p> <p>2) 석탄: 중국 화력발전량은 여전히 증가.....13</p> <p>3) 미국 석탄수출 정제, 호주 석탄수출 증가.....15</p>
	일본 원자력발전소 재가동: 2013년 에너지가격의 최대 변수
16	<p>1) 일본 원자력발전소 재가동 여부: 2013년 에너지 가격예상의 최대 변수16</p> <p>2) 원자력발전소 재가동: 화석연료 사용량 감소로 연결될 것17</p>
	한국상사 2013년은 무엇보다 중요한 EVENT PLAY!
19	<p>대형 EVENT는 2013년 상사업종 최대 관심사.....19</p>
	Top Picks and Coverages
20	<p>1) 대우인터내셔널(047050).....21</p> <p>2) SK네트웍스(001740).....24</p> <p>3) LG상사(001120).....27</p> <p>4) 현대상사(011760).....30</p> <p>5) GS글로벌(001250)33</p>

종합상사
Overweight

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
LG상사	BUY	66,000원
현대상사	BUY	46,200원



Analyst 이상우
☎ 02-3771-7771
✉ tinycare@hanafn.com

RA 김우철
☎ 02-3771-7520
✉ kwooc1004@hanafn.com

상사: 2013년, 회심(悔心)의 일격(一擊)

철광석 및 철강제품 가격상승: 종합상사업체의 전반적인 실적개선 기대

일본 종합상사들의 3Q12(일본 분기기준)실적은 전분기 대비 증가하는 모습을 보였다. 2Q12(일본분기)에서 저점을 보여줬던 실적은 철강부문의 부진에도 불구하고, 에너지와 기계부문의 실적증가가 전분기 대비 개선되는 모습을 기록했다. 최근 철강가격 및 철광석 가격상승이 상당히 가파르다. 1)호주 사이클론 시즌돌입으로 인한 중국 재고확대, 2)인도 철광석 수출 감소, 3)중국 철강재고 하락 및 출하량 증가가 맞물린 것으로 평가된다. 아직까지 중국 경기개선에 대한 뚜렷한 시그널은 없지만, 최근 가격상승으로 1Q13 철강관련 실적개선으로 연결될 가능성이 높아진 것만은 사실이다.

일본 원자력발전소 재가동 여부: 2013년 에너지 가격예상의 최대 변수

일본 원전 운전정지 장기화로 전력회사 경영악화뿐 아니라 일반 국민생활에도 악영향을 미치고 있어, 4월 중 구체적인 안전기준안을 마련, 7월에는 기준안을 실시할 것으로 예정하고 있다. 일본 원전 재가동 가능성은 2013년 하절기 예상할 수 있는 상황으로 판단된다. 따라서 2013년 하반기 에너지 가격변동가능성이 예상되고 있다.

업종 Top Picks: LG상사, 현대상사

2013년 상사업종은 중요 이벤트 위주의 투자가 필요하다. 대우인터내셔널(미안마 가스전), SK네트웍스의 MMX PORT X 완공 등 대형이벤트뿐 아니라, 현대상사의 해외 전동차 공급 증가 및 금지금 관련 소송 종료, LG상사의 오만8광구 매장량 재평가 등 눈여겨봐야 할 이슈들이 1Q13에 집중되고 있어, 분기별로도 2013년 종목간의 매력도는 차이가 발생할 것으로 전망한다.

Financial Data

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	68,907.3	66,491.1	69,124.8	72,292.1	74,457.3
영업이익	십억원	793.5	732.4	918.8	1,308.7	1,374.9
세전이익	십억원	804.1	770.5	979.6	1,425.8	1,567.4
순이익	십억원	666.4	550.5	760.2	1,104.3	1,214.5
EPS	원	2,236	1,803	2,449	3,558	3,913
증감율	%	(2.4)	(19.4)	35.9	42.9	8.2
PER	배	12.1	16.7	11.0	7.6	6.9
PBR	배	1.1	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	11.7	13.0	10.6	7.8	7.2
ROE	%	10.2	7.3	9.0	11.7	11.4
BPS	원	16,159	17,980	19,855	22,535	25,458
Net DER	%	107.1	80.0	63.0	50.5	41.1

주: 업종합산은 대우인터내셔널, SK네트웍스, LG상사, 현대상사, GS글로벌 총 5개 기업 합산임.
자료: 하나대투증권

Summary

Catalyst

- 대형 투자이벤트 현실화: 해외 자원투자, 프로젝트 수주
- 커머디티 가격 상승: 철광석, 석탄, LNG, 원유
- 재무구조 개선: 비영업 투자자산 매각

증장기 전망

- 철강업황의 개선가능성에 관심. 국내 종합상사 트레이딩의 철강비중 높음
- 미국, 유럽, 중국 등 소비지 국가들의 경기개선 기대감 확대

Market Risks

- 유럽, 중국 경기개선 속도 둔화
- 커머디티업체들의 생산량 조절 실패

종목 투자 Point

- 대우인터내셔널: 미얀마 가스전의 상업생산 성공
- SK네트웍스: 1)내수위주의 안정적 성장, 2)MMX 철광석 수출개시
- LG상사: 석탄보다 원유에 집중해야 하는 2013년
- 현대상사: 1)철도차량 수주증가, 2)금지금 세금환입, 3)YLNG재평가
- GS글로벌: 디케이티 관련 시간을 벌다

Top Picks

- LG상사 (001120, BUY, TP 66,000원)
- 현대상사 (011760, BUY, TP 46,200원)

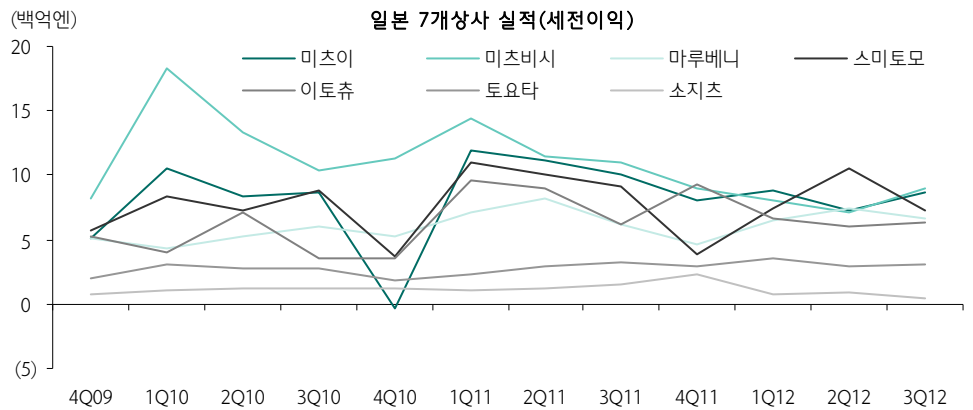
1

일본상사 3Q12실적:
1)트레이딩 개선
2)커머디티 이익감소

일본 종합상사 3Q12 실적: 기대 이상의 실적선방

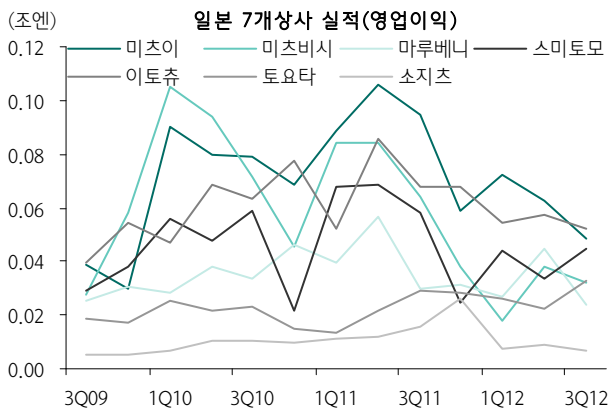
일본 종합상사들의 3Q12(일본 분기기준)실적은 전분기 대비 증가하는 모습을 보였다. 2Q12(일본분기)에서 저점을 보여줬던 실적은 철강부문의 부진에도 불구하고, 에너지와 기계부문의 실적증가가 전분기 대비 개선되는 모습을 기록했다. 여전한 점은 커머디티 가격부진에 대한 요인은 일본 종합상사들도 한국 종합상사 이상의 실적감소로 이어지고 있다는 점이다.

그림 1. 일본 종합상사, 전분기 대비 실적개선 기록



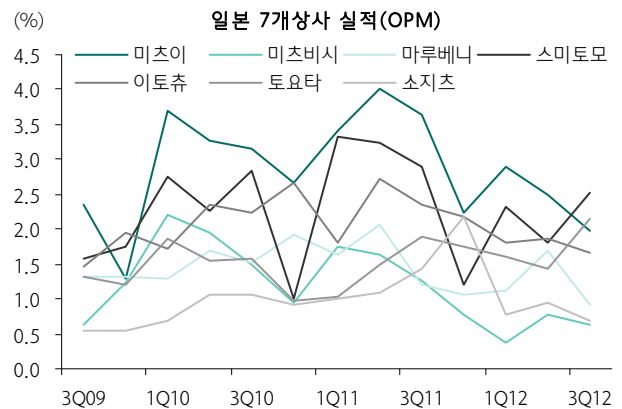
자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 이토츠키, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

그림 2. 트레이딩 부진은 여전히 지속 중



자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 이토츠키, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

그림 3. 기계/에너지비중 높았던 업체 위주로 실적 개선



자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 이토츠키, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

1. 철강/금속

전반적인 일본 종합상사들의 철강/금속 실적은 지난 2Q12의 저점에서 거의 변함없는 수준이다. 일본 종합상사 실적 중 금속부분에는 철광석, 석탄, 비철금속이 모두 포함되고 있는데, 대부분의 커머디티 가격 부진으로 해외 자원투자기업들의 실적이 급격히 악화되었기 때문이다. 하지만 일본 고로업체들의 강재출하량은 증가추세로 전환되고 있는 것뿐 아니라, 철광석/석탄 생산량이 증가하고 있는 점은 업황개선에 대한 신호로 판단할 수 있다.

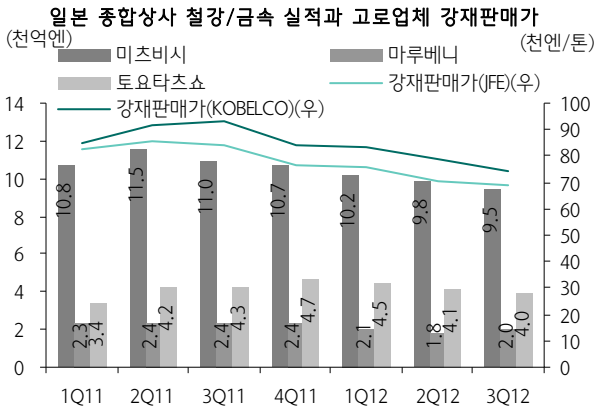
표 1. 일본 종합상사 철강/금속부문 분기실적

(단위: 억엔)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	%QoQ	%YoY
매출	16,493	18,093	17,587	17,782	16,743	15,789	15,461	-2.1	-12.1
미츠비시	10,762	11,528	10,960	10,745	10,185	9,813	9,482	-3.4	-13.5
마루베니	2,312	2,375	2,350	2,367	2,061	1,842	2,016	9.5	-14.2
도요타츠쇼	3,419	4,190	4,277	4,670	4,497	4,135	3,963	-4.2	-7.3
순이익	1,334	1,247	1,029	864	549	437	434	-0.6	-57.8
미츠비시	577	520	357	268	60	73	81	11.5	-77.3
미츠이	624	539	519	426	284	205	208	1.4	-60.0
마루베니	88	149	96	159	165	128	105	-17.7	9.7
스미토모	45	39	58	11	40	31	40	28.9	-31.1
철강매출	20,181	22,176	21,646	21,183	19,944	19,782	7,774	-60.7	-64.1
신닛테츠	8,519	8,997	8,898	8,354	8,236	8,020		-100.0	-100.0
스미킨	3,069	3,853	3,837	3,975	3,419	3,517		-100.0	-100.0
JFE	6,637	7,082	6,689	6,736	6,367	6,332	5,985	-5.5	-10.5
KOBELCO	1,956	2,244	2,222	2,118	1,922	1,913	1,789	-6.5	-19.5
강재출하량(만톤)	1,718	1,802	1,771	1,811	1,784	1,837	761	-58.6	-57.0
신닛테츠	740	728	720	721	746	750		-100.0	-100.0
스미킨	225	288	300	313	278	286		-100.0	-100.0
JFE	609	632	595	630	617	655	614	-6.3	3.2
KOBELCO	144	154	156	147	143	146	147	0.7	-5.8
판매가격(천엔/톤)									
신닛테츠	85.8	89.8	87.6	81.5	80.0	75.6		-100.0	-100.0
스미킨	-	-	103.1	99.8	94.7	94.4		-100.0	-100.0
JFE	82.4	85.6	84.1	76.2	75.7	70.1	68.7	-2.0	-18.3
KOBELCO	85.2	91.8	92.9	84.0	83.4	78.9	74.5	-5.6	-19.8
석탄생산(백만톤)	14.1	15.5	15.5	14.2	13.6	15.3	18.2	19.0	17.4
미츠비시	11.4	12.0	11.6	10.9	10.1	11.8	14.1	19.5	21.6
미츠이	1.7	2.4	2.7	2.4	2.4	2.5	2.7	8.0	0.0
스미토모	1.0	1.1	1.2	0.9	1.1	1.0	1.4	40.0	16.7
철광석생산(백만톤)	12.7	14.8	14.4	14.3	13.5	16.1	14.7	-8.7	2.1
미츠비시	1.6	1.8	1.7	1.5	1.6	1.8	1.8	0.0	5.9
미츠이	10.7	11.7	12.2	11.2	11.4	12.4	12.6	1.6	3.3
스미토모	0.4	1.3	0.5	1.6	0.5	1.9	0.3	-84.2	-40.0
동생산(천톤)	30.7	30.1	34.8	34.2	28.6	27.7	28.6	3.2	-17.8
미츠비시	3.2	2.5	3.3	6.1	6.5	5.8	6.4	10.3	93.9
미츠이	12.5	14.6	16.5	17.1	11.1	10.9	12.2	11.9	-26.1
스미토모	15.0	13.0	15.0	11.0	11.0	11.0	10.0	-9.1	-33.3

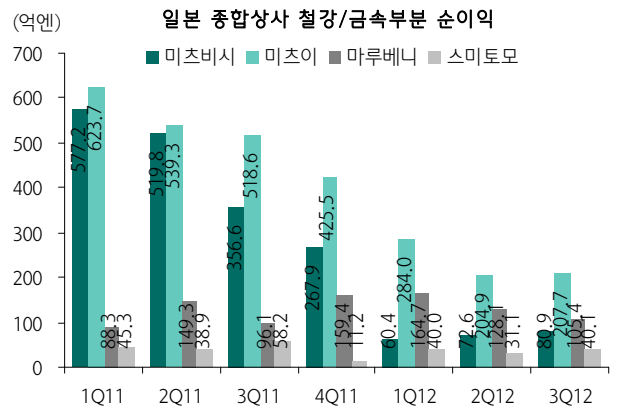
자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 신닛테츠스미킨, JFE HOLDINGS, KOBELCO, 하나대투증권

그림 4. 내수 강재판매가는 지속하락



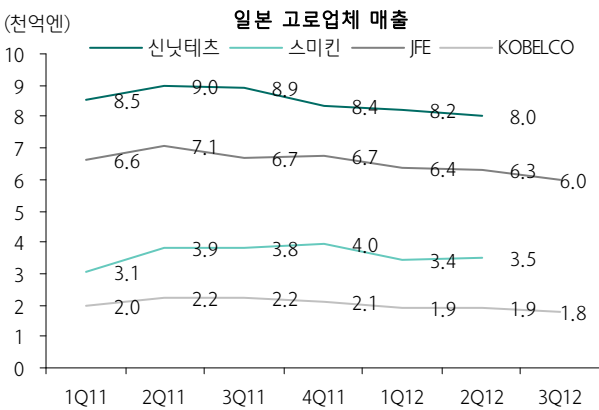
자료: 미츠비시상사, 마루베니, 토요타츠쇼, JFE HOLDINGS, 신닛테츠스미킨, KOBELCO, 하나대투증권

그림 5. 이익 감소는 어느 정도 진정



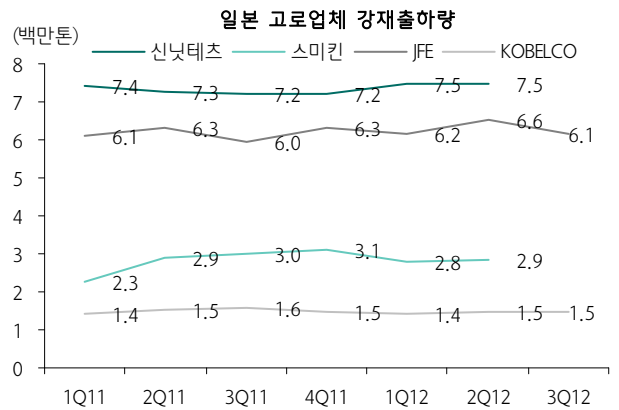
자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 하나대투증권

그림 6. 판매가 부진에 따른 매출액은 감소



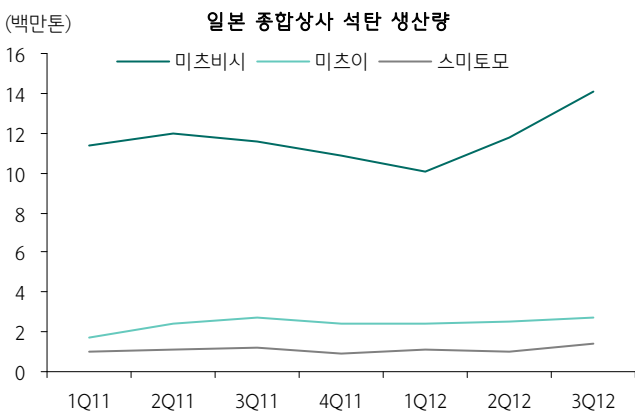
주: 신닛테츠스미킨은 3Q12실적발표일이 2/14임
자료: 신닛테츠스미킨, KOBELCO, 하나대투증권

그림 7. 강재출하량은 증가추세



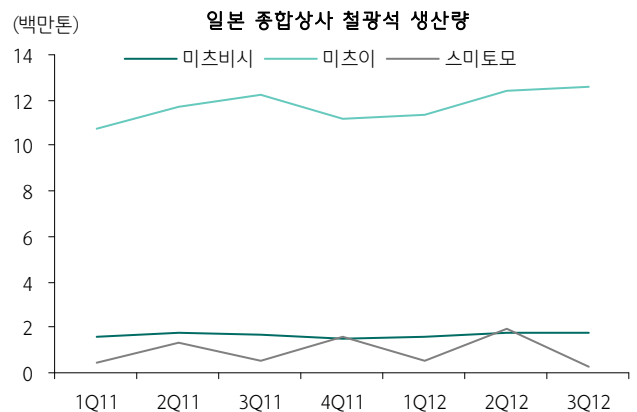
주: 신닛테츠스미킨은 3Q12실적발표일이 2/14임
자료: 신닛테츠스미킨, KOBELCO, 하나대투증권

그림 8. 석탄 생산량 급증



자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 스미토모상사, 하나대투증권

그림 9. 철광석 생산량 역시 증가추세



자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 스미토모상사, 하나대투증권

2. 화학

여전히 부진한 화학부분의 실적개선은 요원한 상황이다. 유럽/중국/아시아 등 대부분의 수요지에서의 수요감소로 인한 취급량 감소 및 판매가격 하락이 개선되기에는 이르기 때문이다.

표 2. 일본 종합상사 화학부문 분기실적

(단위: 억엔)

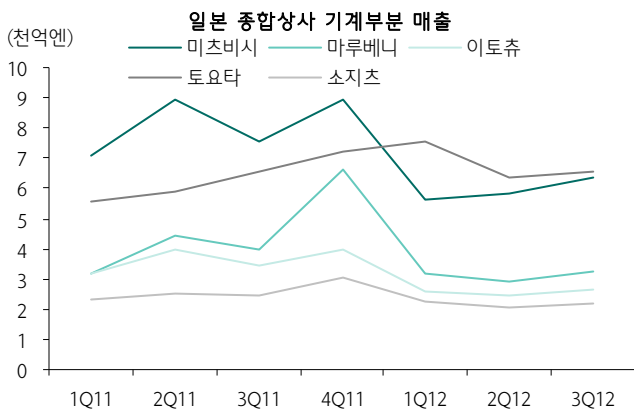
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	%QoQ	%YoY
매출	12,503	12,697	12,168	12,783	12,419	12,706	13,347	5.0	9.7
미츠비시	5,701	5,652	5,316	5,517	5,555	5,564	5,959	7.1	12.1
마루베니	2,521	2,506	2,302	2,269	2,219	2,382	2,603	9.3	13.1
토요타	2,657	2,945	2,863	2,971	3,192	3,359	3,366	0.2	17.6
소지츠	1,625	1,595	1,687	2,026	1,452	1,401	1,418	1.2	-15.9
순이익	184	123	169	61	102	70	42	-39.9	-75.2
미츠비시	115	64	135	57	72	65	49	-25.0	-64.0
미츠이	48	28	25	-11	11	-21	-19	-7.0	-177.4
마루베니	21	31	9	15	19	26	13	-50.9	37.7

자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

3. 기계

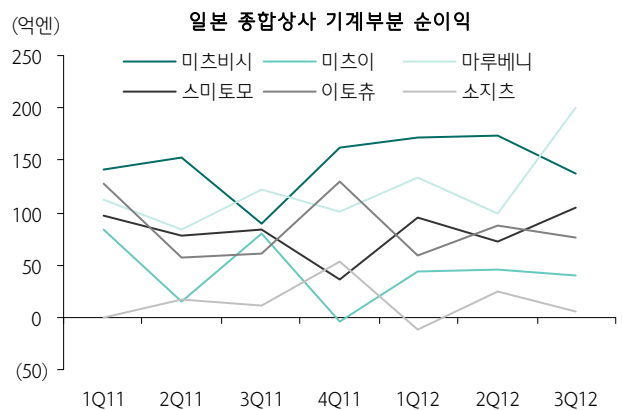
이번 일본 종합상사 3Q12 실적의 중심은 기계 트레이딩 증가다. 해외 일본 자동차판매 증가 및 플랜트 수출증가로 인해 매출 증가는 물론 이익 증가가 함께 진행되었다. 특히 토요타츠쇼의 경우 매출면에서 2012년 중 가장 높은 분기매출을 기록했다. 그만큼 최근 환율 하락에 따른 일본 자동차업체의 해외 수출증가는 눈여겨봐야 하는 부분이다.

그림 10. 기계 매출증가가 진행 중



자료: 미츠비시상사, 마루베니, 이토추, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

그림 11. 마루베니의 이익증가 진행 중



자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 이토추, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

표 3. 일본 종합상사 화학부문 분기실적 (단위: 억엔)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	%QoQ	%YoY
매출	21,303	25,761	24,024	29,787	21,159	19,510	21,021	7.7	-12.5
미츠비시	7,077	8,937	7,566	8,938	5,600	5,799	6,386	10.1	-15.6
마루베니	3,163	4,433	3,982	6,638	3,184	2,897	3,218	11.1	-19.2
이토추	3,187	3,974	3,475	3,965	2,575	2,432	2,656	9.2	-23.6
토요타	5,560	5,903	6,527	7,221	7,529	6,353	6,562	3.3	0.5
소지츠	2,316	2,514	2,475	3,025	2,271	2,027	2,199	8.5	-11.1
순이익	563	403	446	479	490	505	566	12.3	27.1
미츠비시	142	152	89	161	171	174	137	-21.2	53.4
미츠이	85	16	80	- 3	43	46	40	-12.7	-49.4
마루베니	112	84	122	100	133	99	201	103.3	65.1
스미토모	98	78	83	37	95	73	106	44.8	27.5
이토추	127	57	61	129	59	88	76	-13.8	25.8
소지츠	- 1	16	11	54	- 12	24	6	-74.3	-45.4

자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 이토추, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

4. 에너지

에너지부문 실적은 상대적으로 견조했다. 이토추의 2012년부터의 실적발표 변경으로 인해 매출액은 감소된 것으로 보이나, 실제 매출은 전분기 대비 증가했으며, 순이익 역시 2Q12 대비 증가했다. 상대적으로 견조했던 에너지자원가격으로 인해 분기별 실적은 개선세로 전환된 것으로 파악된다. 미츠비시상사는 탐광관련 비용의 반영이 실적감소의 주 이유다.

표 4. 일본 종합상사 에너지부문 분기실적 (단위: 억엔)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	%QoQ	%YoY
매출	31,471	32,986	32,258	34,597	24,400	24,056	24,392	1.4	-24.4
미츠비시	11,031	11,083	12,759	10,772	11,727	11,704	11,753	0.4	-7.9
마루베니	7,748	8,468	7,824	10,011	8,635	8,800	8,896	1.1	13.7
이토추	10,220	10,823	8,961	11,090	1,518	1,373	1,403	2.2	-84.3
소지츠	2,472	2,612	2,713	2,724	2,521	2,180	2,340	7.3	-13.8
순이익	1,605	1,802	1,384	1,497	1,617	967	1,054	9.0	-23.8
미츠비시	301	353	339	214	543	389	266	-31.5	-21.3
미츠이	385	489	466	541	563	226	412	82.3	-11.6
마루베니	125	131	88	66	126	91	93	1.7	5.9
스미토모	280	372	167	79	129	93	98	5.3	-41.4
이토추	479	394	278	471	246	184	161	-12.1	-42.0
소지츠	36	64	47	127	9	- 16	24	-250.9	-48.5

자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 스미토모상사, 이토추, 토요타츠쇼, 소지츠, 하나대투증권

5. 최근 신규투자 흐름: 1)세일가스/오일, 2)리스업 확대

일본 종합상사들은 최근 신규투자의 흐름을 1)자원 및 2)기타사업으로 나눠 진행 중에 있다. 특히 자원분야는 그 동안 진행하던 석탄, 철광석, LNG 뿐 아니라, 미국 지역의 세일가스/오일에 투자를 지속하고 있는 것이 가장 큰 특징이다. 자원보다 더 눈여겨봐야 할 부분은 기타사업으로, IPP, 기관차, 항공기, FPSO리스 등 금융업으로의 사업확대를 피하고 있다는 점이다.

표 5. 일본 종합상사 분기별 신규투자

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	%QoQ	%YoY
계	5,300	3,900	11,900	6,960	4,400	8,900	3,700	-58.4	-68.9
미츠비시	1,200	1,500	7,400	3,260	2,100	2,500	1,900	-24.0	-74.3
미즈이	1,600	700	800	2,800	1,100	4,000	1,100	-72.5	37.5
마루베니	-	1,200	1,000	400	-	1,500	200	-86.7	-80.0
이토추	2,500	500	2,700	500	1,200	900	500	-44.4	-81.5

자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 이토추, 하나대투증권

표 6. 일본 종합상사 연간 신규투자 규모

	2007	2008	2009	2010	2011	~3Q12
계	10,000	17,600	7,560	13,100	28,060	17,000
미츠비시	7,500	7,000	2,700	3,700	13,360	6,500
미즈이	-	3,300	1,500	5,000	5,900	6,200
마루베니	-	3,200	560	1,600	2,600	1,700
이토추	2,500	4,100	2,800	2,800	6,200	2,600

자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 이토추, 하나대투증권

표 7. 일본 종합상사별 최근 투자사업

	자원	기타
미츠비시상사	<ul style="list-style-type: none"> 미국 세일가스 호주원료탄/일본탄사업 인도네시아 동기세노로LNG 호주 BROWSE LNG 	<ul style="list-style-type: none"> 북미IPP, 인니 지열발전 북해 해저송전사업 항공기 리스사업
미츠이물산	<ul style="list-style-type: none"> CODELCO 동개발프로젝트 카세로니스 동광산 개발 호주 BROWSE LNG 세일가스/오일 개발 석유/가스/석탄프로젝트 확장 호주 철광석확장 	<ul style="list-style-type: none"> 캐나다 풍력/태양광 기관차/화차/FPSO리스
마루베니	<ul style="list-style-type: none"> 칠레 ANTUCOYA 동광산 호주 ROY HILL 철광석광산 캐나다 아로엠티 알루미늄 제련소 미국 EAGLE FORD 세일오일/가스 	<ul style="list-style-type: none"> 영국 SEAJACKS 해상풍력설치 브라질 FPSO용선사업
이토추	<ul style="list-style-type: none"> IMEA 확장 아제르바이잔 ACG확장 미국 도라몬도사 콜롬비아 석탄권익 일브라질철광석 추가취득 미국 SAMSON MAULES CREEK 탄광 남아프리카 PLATREEF(백금족) 	

자료: 미츠비시상사, 미츠이물산, 마루베니, 이토추, 하나대투증권

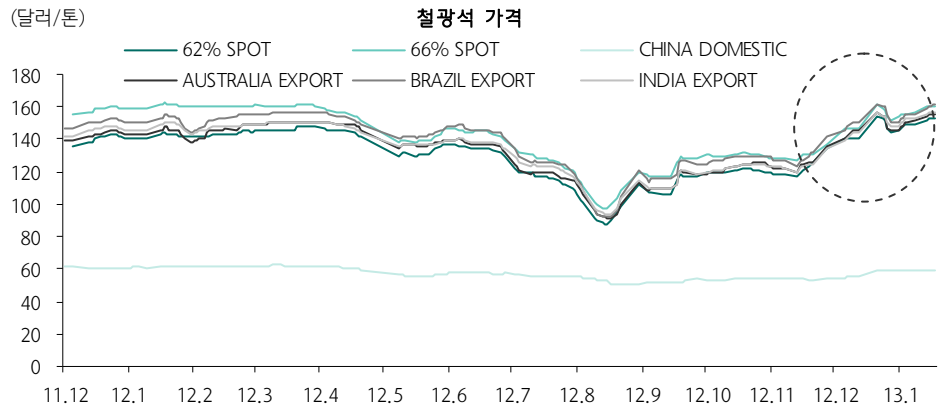
2

커머디티,
중국발 혼풍이
불어올 것인가?

철광석 및 철강제품 가격상승: 상사업체의 전반적인 실적개선으로 연결되나?

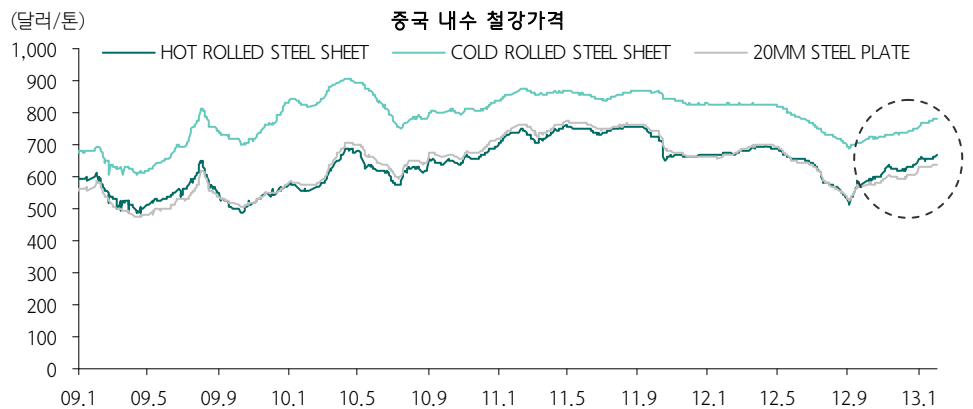
2012년 11월부터 중국 철강가격 상승 및 철광석 가격상승이 상당히 가파르다. 1)호주 사이클론 시즌돌입으로 인한 중국 재고확대, 2)인도 철광석 수출 감소, 3)중국 철강재고 하락 및 출하량 증가가 맞물린 것으로 평가된다. 아직까지 중국 경기개선에 대한 뚜렷한 시그널은 없지만, 최근 가격상승으로 1Q13 철강관련 실적개선으로 연결될 가능성이 높아진 것만은 사실이다.

그림 12. 철광석 가격 급등: 1)호주 사이클론, 2)인도 철광석 수출감소 효과?



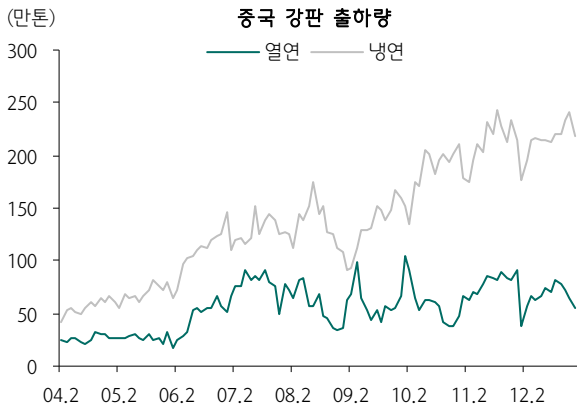
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 13. 중국 내수 철강가격도 회복 중



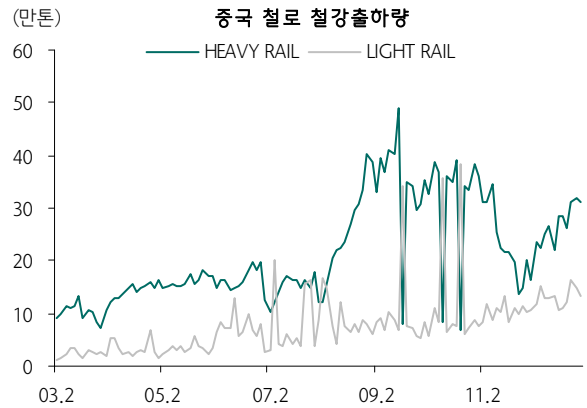
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 14. 중국 냉연강판 출하량 증가



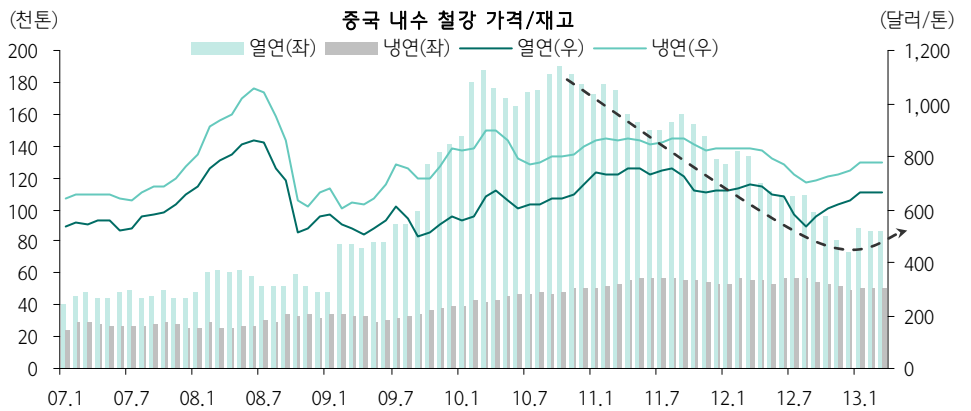
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 15. 중국 철도투자 재개에 따른 철로 출하량 역시 증가



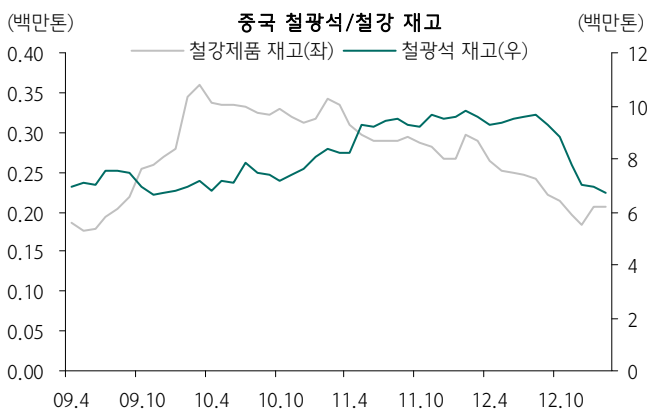
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 16. 최근 철강재고 감소는 진정되는 추세



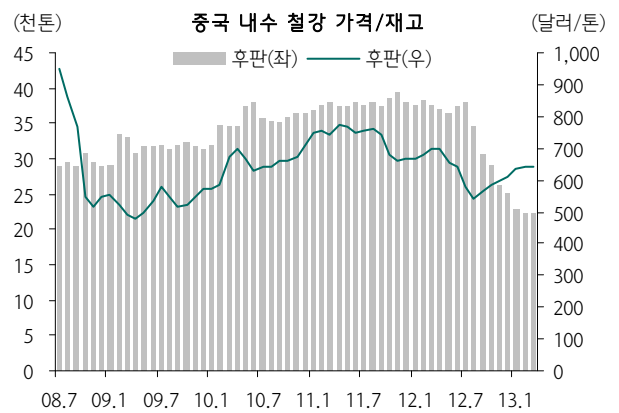
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 17. 철광석재고는 지속감소



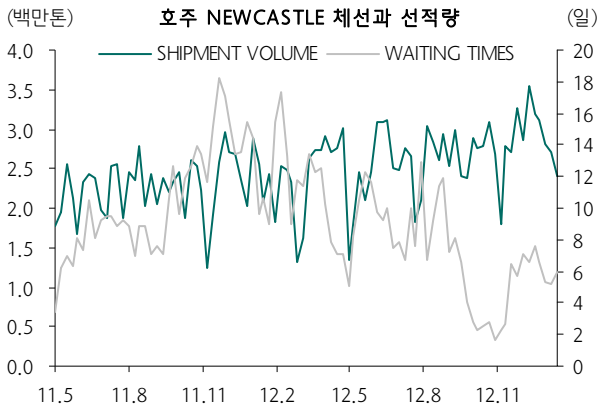
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 18. 최근 후판가격 반등



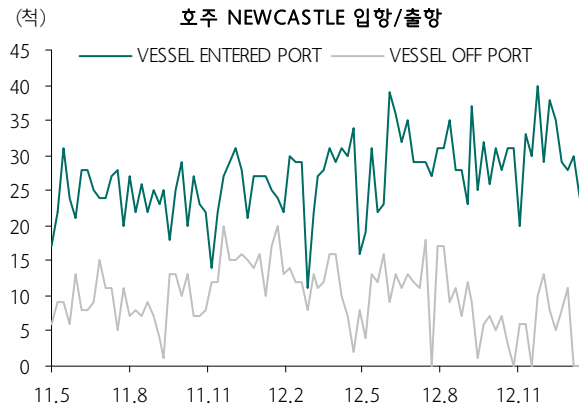
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 19. 1월 들어 선적량 및 체선기간 증가



자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 20. 호주 NEW CASTLE 출항선박 급감

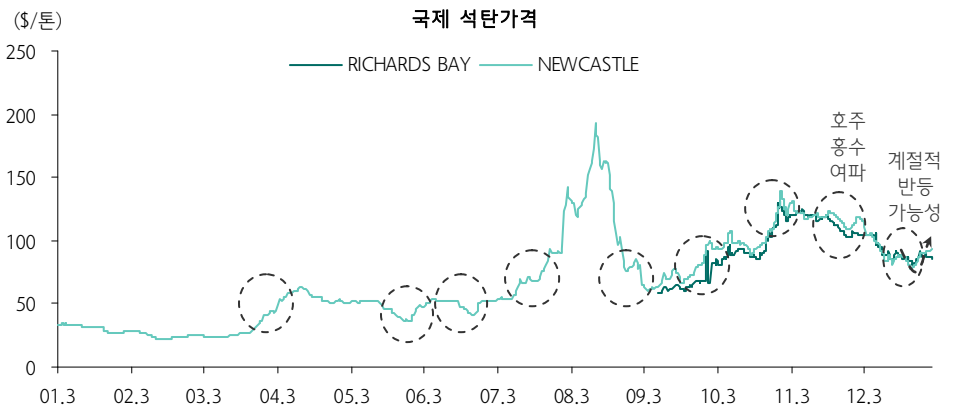


자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

석탄: 중국 화력발전량은 여전히 증가

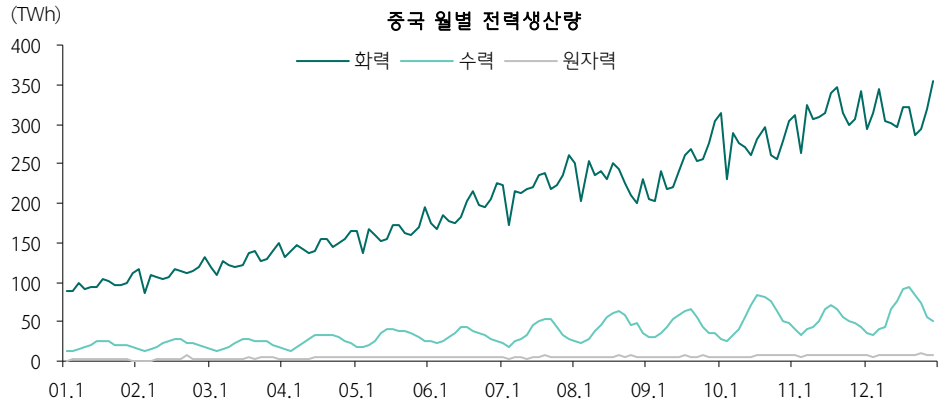
석탄가격은 4Q~1Q 계절적 요인으로 인해 매년 상승했던 것이 사실이다. 하지만, 석탄(원료탄이 아닌) 수요의 가장 절대적 요인인 중국 석탄화력발전의 견조함은 석탄가격에 대해 부정적으로 인식할 필요성이 없을 것으로 전망한다. 따라서 당사는 석탄가격에 대해 톤당 \$85~95 박스권 움직임이 지속될 것으로 전망한다.

그림 21. 석탄가격, 계절적 상승은 매년 반복



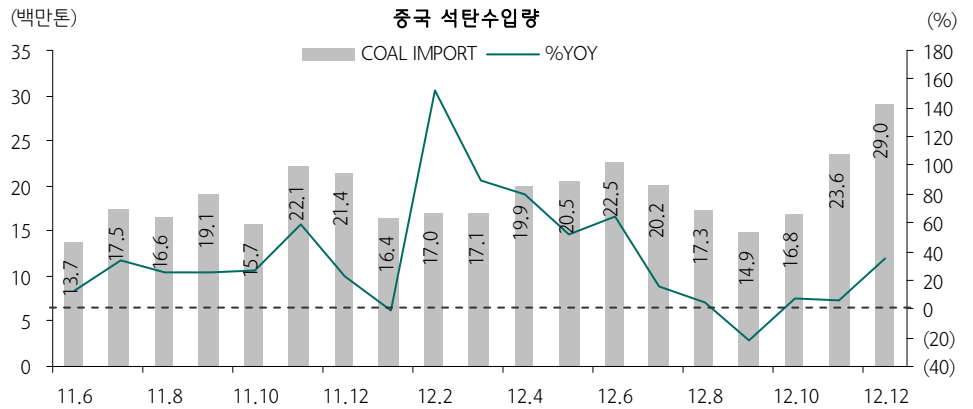
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 22. 중국 전력생산은 여전히 화력중심 성장



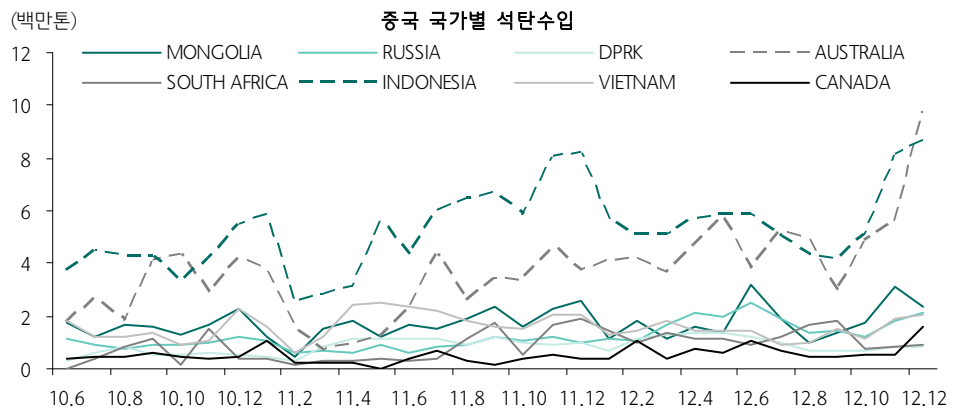
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 23. 중국 석탄수입량은 증가추세



자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 24. 중국 석탄수입 중 호주, 인도네시아 수입 급증

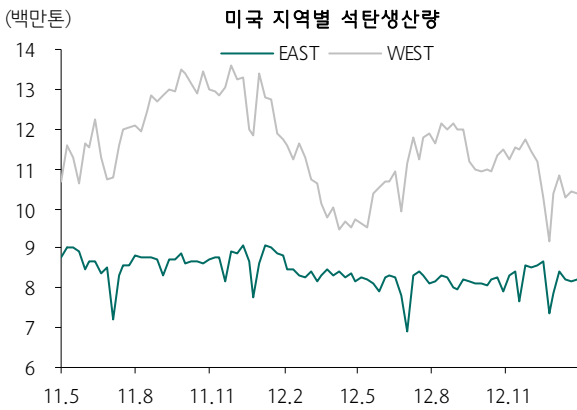


자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

미국 석탄수출 정체, 호주 석탄수출 증가

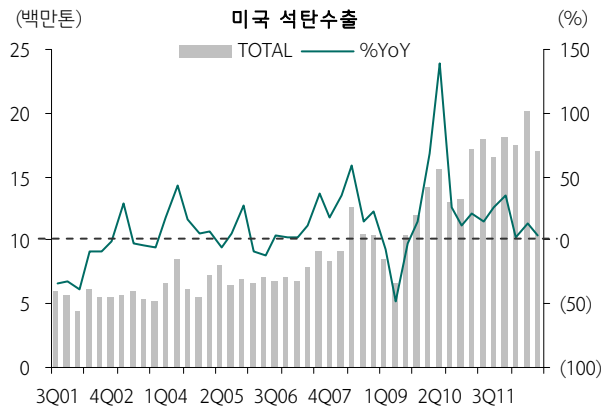
2012년 석탄가격 하락을 이끌었던 대표적 요인인 미국 석탄수출은 증가세가 다소 줄어든 것으로 전망된다. 미국 석탄생산량 역시 동부 서부 모두 증가세가 주춤한 상태에서 수출이 어느 정도 정체되면서, 미국산 석탄 수출증가에 따른 가격부진은 당분간 기대하기 힘들 것으로 전망한다. 또한 아시아 석탄수출에 집중하던 호주 석탄수출이 증가하고 있으며, 중국/인도 등 대수요 국가의 수요증가가 발전량 증가와 함께 맞물리면서, 추가 공급증가 가능성 보다는 수요증가를 보다 기대해야 하는 시점으로 평가된다.

그림 25. 미국 석탄생산량은 유지



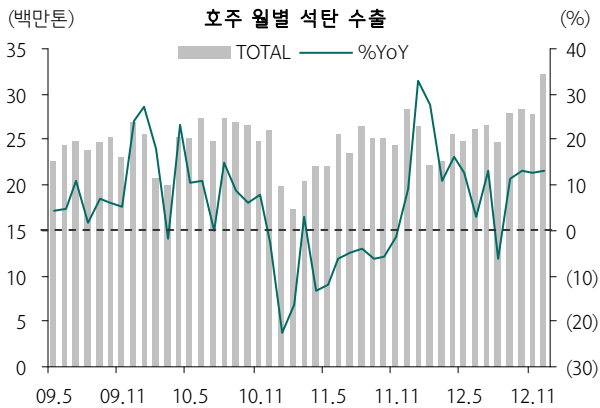
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 26. 석탄 수출증가세 주춤



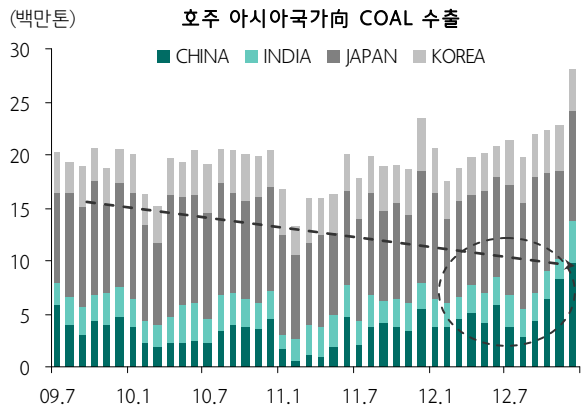
자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 27. 호주 석탄수출 증가에 주목



자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 28. 중국/인도향 석탄수출 증가가 가장 주요



자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

3

일본 원자력발전소 재가동: 2013년 에너지 가격의 최대 변수

일본 원자력발전소 재가동 여부: 2013년 에너지 가격예상의 최대 변수

2013년 2월 9일, 일본 원자력규제위원회는 원자력발전소의 新안전기준 골자안을 발표했다. 노심용융 등 심각한 사고대응책을 강화했으며, 예상외의 자연재해, 테러공격, 활성단층 등에 대비한 안전설비를 다양화하는 것을 골자화했다. 하지만, 이번 대책은 자연재해뿐 아니라 테러공격 대비책까지 포함하고 있어, 이를 모두 완성하기까지에는 시간은 약 3~5년, 비용은 총 1조엔 정도가 필요할 것으로 예상되고 있다.

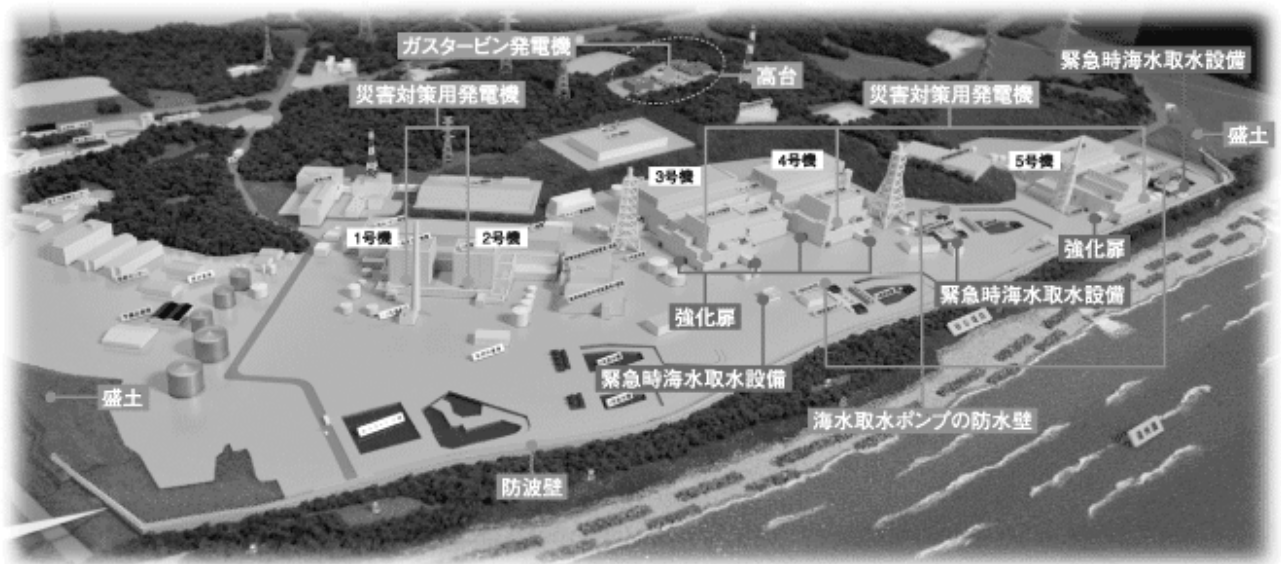
하지만, 원전 운전정지 장기화로 전력회사 경영악화뿐 아니라 일반 국민생활에도 악영향을 미치고 있어, 4월 중 구체적인 안전기준안을 마련, 7월에는 기준안을 실시할 것으로 예정하고 있다. 이미 일본 전력회사들은 원전 재가동을 위한 안전강화 대책들을 진행 중에 있으며, 특히 쓰나미로 인한 대책들은 방파제 건설등을 통해 상당부분 진행된 상태로, 민주당→자민당으로의 정권교체 이후 제기되고 있는 원전 재가동 가능성은 2013년 하절기 예상할 수 있는 상황으로 판단된다.

당사는 지난 2월 4일, 일본 전력업체 중 나고야 소재 추부전력 기업탐방을 진행했다. 추부전력도 역시, 1)자민당으로의 정권교체, 2)원자력안전기준 최종안 발표(7월 중순) 등 여러 변화요인은 있으나, 7월까지의 전면적인 원전 재가동은 쉽지 않을 것으로 언급했다. 따라서 3Q13까지 천연가스 급격한 변동은 없을 것으로 전망한다.

그림 29. 추부전력 하마오카원전 쓰나미 대책: 1)방파제, 2)높은 지역의 가스터빈발전기

●津波対策の実施イメージ(浜岡原子力発電所ジオラマ模型)

主な対策を、浸水防止対策1は●、浸水防止対策2は●、緊急時対策の強化は●で表示しています。

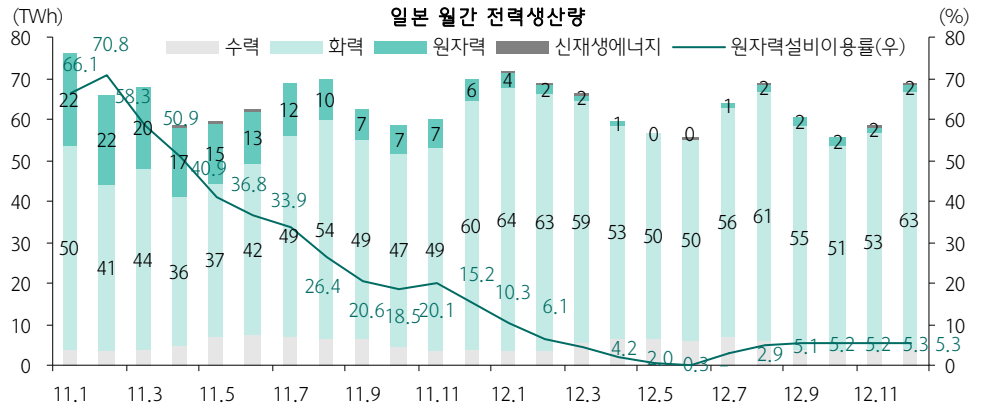


자료: 추부전력, 하나대투증권

원자력발전소 재가동: 화석연료 사용량 감소로 연결될 것

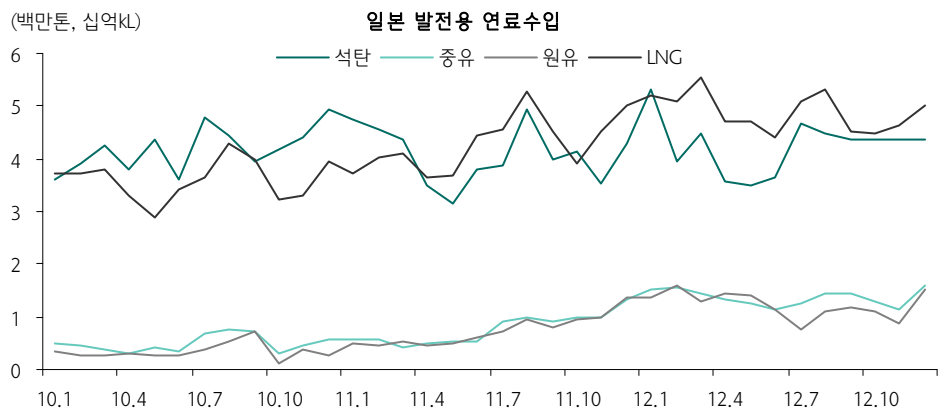
일본 전력상황은 2011년 3월 동일본대지진 이후 원자력발전의 이용률이 지속적으로 감소하면서, 부족분을 화력발전으로 충당하고 있다. 이에 따른 일본의 석탄, LNG등 화석연료 수입량은 급증했다. 2012년 전력부족에 대응하기 위한 간사이전력 오오이(大飯)원자력발전소를 재가동하며 현재 원자력발전소 가동률은 약 5.3%에 그치고 있다. 하지만 앞에서 언급한 것처럼 원자력 발전소의 재가동이 진행될 경우, 발전 연료수입량은 감소할 것으로 전망하고 있다. 특히 원유/중유 및 LNG의 수입감소가 단기간에 진행될 가능성이 있어, 동일본대지진 이후 상승했던 일본 천연가스 수입단가 역시 2Q13 이후 급감할 가능성도 존재한다.

그림 30. 일본 월간 전력생산량: 원전의 부족분을 화력발전으로 충당



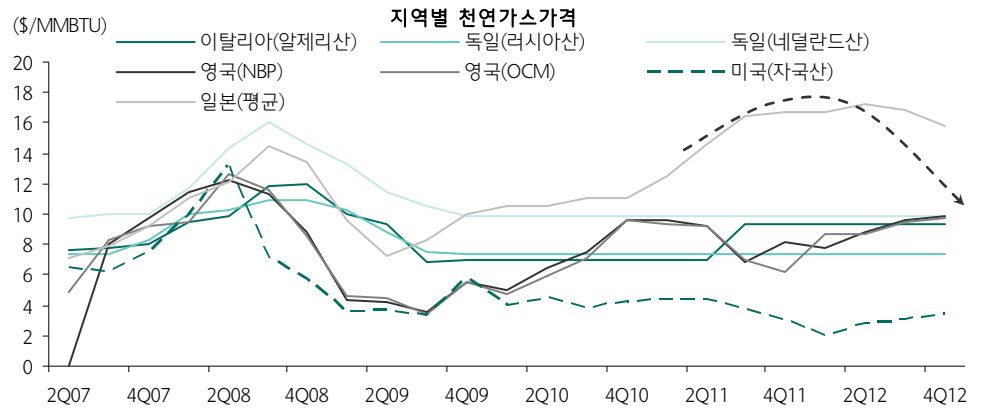
자료: 일본 전기산업연합회, 하나대투증권

그림 31. 일본 연료수입: LNG와 원유/중유 위주의 수입증가



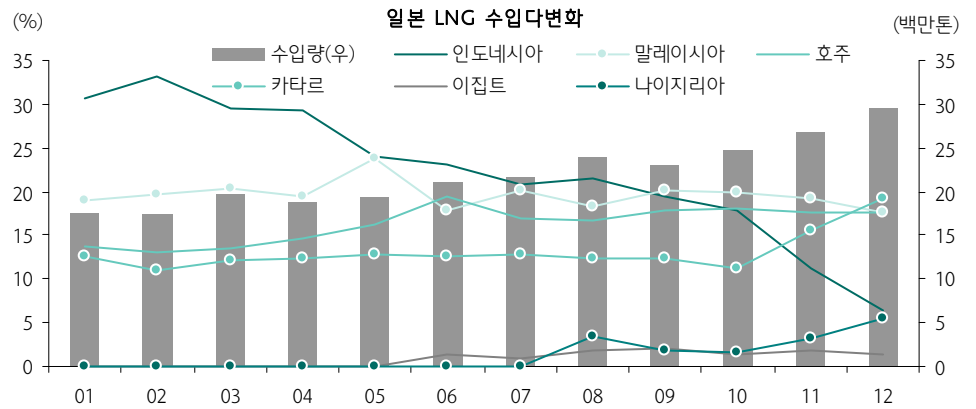
자료: 일본 전기산업연합회, 하나대투증권

그림 32. 전세계 천연가스 가격: 일본 천연가스 수입가격 하락전망



자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

그림 33. 일본 천연가스 수입: 인니/말련 감소, 카타르, 나이지리아 증가



자료: BLOOMBERG, 하나대투증권

4

한국상사
2013년은
무엇보다 중요한
EVENT PLAY!

대형 EVENT는 2013년 상사업종 최대 관심사

2013년 상사업종은 중요 이벤트 위주의 투자가 중요하다 판단된다. 우선 미얀마 가스전 상업생산에 따른 4Q13부터의 이익증가가 예상되는 대우인터내셔널이다. 장기간 기대해왔던 미얀마 가스전의 현실화는 다른 어떤 이벤트보다도 중요한 이슈다. 현재 5월로 예상되는 미얀마가스전 생산 이후 이익증가가 정상화되는 시점은 향후 대우인터내셔널이 본격적인 해외 자원투자에 뛰어 들 수 있는 시점으로 판단된다.


SK네트웍스의 MMX PORT X 완공여부도 주목해야 할 부분이다. 국내 종합상사 중 철광석 관련 대형 투자를 진행했던 SK네트웍스는 그 동안 브라질 내수판매박에 진행할 수 없어 철광석 가격상승에 따른 수혜를 전혀 보지 못했으나, 4Q13으로 전망되는 MMX PORT X완공으로 해외 수출이 가능해지며 지분법 이익증가가 예상되고 있다.

이 뿐 아니라, 현대상사의 해외 전동차 공급 증가 및 금지금 관련 소송 종료, LG상사의 오만8광구 매장량 재평가 등 눈여겨봐야 할 이슈들이 1Q13에 집중되고 있어, 분기별로도 2013년 종목간의 매력도는 차이가 발생할 것으로 전망한다.

표 8. 2013년, 각 상사별 대형 이벤트

업체	시기	내용
대우인터내셔널	2Q13	• 미얀마가스전 상업생산
	미정	• 마산백화점 매각
SK네트웍스	4Q13	• MMX PORT X 완공 및 철광석 수출개시
LG상사	1Q13	• 오만8광구 중산 및 매장량 재평가
	1Q13	• 중국 완투고 석탄 중산
	1Q13	• 카자흐스탄 NW KONY, ADA 유전 생산개시
현대상사	1Q13	• 금지금 소송 종료
	연중	• 해외 전동차공급

자료: 하나대투증권



Top Picks and
Coverages

대우인터내셔널(047050)	▶ 21
SK 네트워크스(001740)	▶ 24
LG 상사(001120)	▶ 27
현대상사(011760)	▶ 30
GS 글로벌(001250)	▶ 33

대우인터내셔널(047050) | BUY

목표주가(12M): 48,000원(하향)

현재주가(2월12일): 36,100원

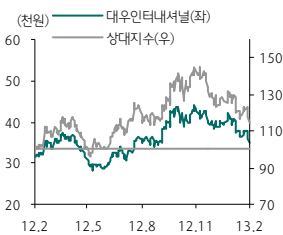
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.79		
52주최고/최저(원)	43,950/28,350		
시가총액(십억원)	4,110.9		
시가총액비중(%)	0.35		
발행주식수(천주)	113,876.3		
60일 평균거래량(천주)	374.9		
60일 평균거래대금(십억원)	14.6		
11년 배당금(원)	200		
12년 배당금(예상.원)	200		
외국인 지분율(%)	6.39		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(10.2)	2.4	13.0
상대	(7.7)	2.4	15.4

Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	19,026.1	21,167.4
영업이익(십억원)	274.5	453.0
순이익(십억원)	252.3	454.4
EPS(원)	2,216	3,990
BPS(원)	20,345	24,169

Stock Price



Analyst 이상우

☎ 02-3771-7771

✉ tinycare@hanafn.com

RA 김우철

☎ 02-3771-7520

✉ kwooc1004@hanafn.com

미안마, 미안마

미안마, 2013년 모든 이슈를 덮어버릴 메가톤급 이벤트

대우인터내셔널의 2013년은 지난 수년간 논란의 중심에 있던 미안마 해상가스전에서의 이익발생에 달려있다. 2013년 5월, 미안마 가스전 생산개시로 드디어 미안마 가스전의 생산이 개시된다는 점은 대우인터내셔널의 높은 주가수준을 설명하던 근거의 현실화에 높은 의미를 부여해야 한다.

향후, 회사의 성장방향을 명확히 제시할 필요성 높아짐

결국 대우인터내셔널에 기대하는 성장방향은 포스코그룹으로서의 계열사 시너지효과뿐 아니라 미안마 이후의 지분투자를 어떤 방향으로 이끌어 가는지에 대해서다. 현재 진행중인 호주 유연탄(나라브리), 마다가스카르 니켈(암바토비) 외에 의미 있는 해외투자 건을 성사시킬 경우, 현 수준 이상의 목표주가 상승 또한 가능할 것으로 전망된다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 48,000원으로 하향조정

대우인터내셔널의 투자 의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 60,200원에서 20.3% 하향 조정한 48,000원으로 수정제시한다. 여전히 개선되지 못하고 있는 철강/화학업황에서 큰 폭의 이익증가를 기대하긴 이른 상황인데다, 미안마 프로젝트에서의 이익이 2013년 말이나 되어야 실적에 반영될 것으로 전망되기 때문이다. 목표주가 48,000원은 미안마 프로젝트가 성공적으로 진행되었을 경우의 기대 EPS 4,800원에 PER 10배를 적용해 추산한 값으로, 2014년부터 충분히 달성 가능할 것으로 전망된다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	19,457.2	17,571.1	18,553.1	20,005.2	20,603.7
영업이익	십억원	162.6	151.9	228.6	521.5	493.0
세전이익	십억원	152.6	292.1	396.5	704.6	686.4
순이익	십억원	212.9	217.9	308.7	548.5	534.4
EPS	원	2,072	2,001	2,710	4,817	4,693
증감율	%	94.9	(3.4)	35.5	77.7	(2.6)
PER	배	14.0	19.8	12.9	7.3	7.5
PBR	배	1.6	2.0	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	23.2	43.2	26.7	12.5	13.0
ROE	%	5.8	10.5	12.6	18.3	14.7
BPS	원	18,485	19,662	23,360	29,164	34,845
Net DER	%	236.4	152.1	109.8	86.6	71.0

자료: 하나대투증권

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 48,000원으로 하향조정

대우인터내셔널의 투자 의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 60,200원에서 20.3% 하향 조정된 48,000원으로 수정 제시한다. 여전히 개선되지 못하고 있는 철강/화학업황에서 큰 폭의 이익증가를 기대하긴 이른 상황인데다, 미얀마 프로젝트에서의 이익이 2013년 말이나 되어야 실적에 반영될 것으로 전망되기 때문이다. 목표주가 48,000원은 미얀마 프로젝트가 성공적으로 진행되었을 경우의 기대 EPS 4,800원에 PER 10배를 적용해 추산한 값으로, 2014년부터 충분히 달성 가능할 것으로 전망된다.

표 1. 대우인터내셔널 2013년 실적추정치 변경

(단위: 십억원)

	기존치	하향치	변동폭(%)	컨센서스
매출액	21,546.9	18,553.1	- 13.9	19,026.1
영업이익	464.5	228.6	- 50.8	274.5
세전이익	447.3	396.5	- 11.4	326.2
순이익	307.6	305.3	- 0.7	252.3

자료: 하나대투증권

표 2. 대우인터내셔널 목표주가 추정

	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
BPS	19,662	23,360	29,164	34,845	40,642
EPS	2,001	2,710	4,817	4,693	4,809
PER(저)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
PER(고)	7.0	12.0	10.0	10.0	10.0
PBR	2.4	2.1	1.6	1.4	1.2
PER	24.0	17.7	10.0	10.2	10.0
목표가(저)	10,005	13,552	24,083	23,463	24,044
목표가(고)	14,008	32,526	48,165	46,925	48,087

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
매출액	19,457.2	17,571.1	18,553.1	20,005.2	20,603.7	
매출원가	18,451.2	16,657.5	17,519.7	18,619.2	19,215.6	
매출총이익	1,006.0	913.7	1,033.5	1,386.0	1,388.2	
판매비	840.8	785.2	828.1	887.7	918.4	
조정영업이익	165.2	128.5	205.4	498.3	469.8	
기타영업손익	(2.6)	23.4	23.2	23.2	23.2	
영업이익	162.6	151.9	228.6	521.5	493.0	
금융손익	(144.9)	140.2	167.9	183.1	193.4	
종속/관계기업손익	135.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
세전이익	152.6	292.1	396.5	704.6	686.4	
법인세	54.8	76.6	91.2	162.1	157.9	
계속사업이익	97.9	215.5	305.3	542.5	528.6	
중단사업이익	112.8	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	210.7	215.5	305.3	542.5	528.6	
비지배주주순이익	(2.2)	(2.4)	(3.4)	(6.0)	(5.8)	
지배주주순이익	212.9	217.9	308.7	548.5	534.4	
NOPAT	303.6	112.1	176.0	401.6	379.6	
EBITDA	323.2	183.5	259.4	551.8	523.1	
성장성(%)						
매출액증가율	21.1	(9.7)	5.6	7.8	3.0	
EBITDA증가율	(18.7)	(43.2)	41.3	112.7	(5.2)	
(조정)영업이익증가율	(16.0)	(22.2)	59.9	142.6	(5.7)	
(지배주주)순이익증가율	98.7	2.3	41.7	77.7	(2.6)	
EPS증가율	94.9	(3.4)	35.5	77.7	(2.6)	
수익성(%)						
매출총이익률	5.2	5.2	5.6	6.9	6.7	
EBITDA이익률	1.7	1.0	1.4	2.8	2.5	
(조정)영업이익률	0.8	0.7	1.1	2.5	2.3	
계속사업이익률	1.1	1.2	1.6	2.7	2.6	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
주당지표(원)						
EPS	2,072	2,001	2,710	4,817	4,693	
BPS	18,485	19,662	23,360	29,164	34,845	
CFPS	(9,889)	2,776	1,868	3,467	4,481	
EBITDAPS	3,144	1,686	2,278	4,846	4,594	
SPS	189,278	161,385	162,924	175,675	180,931	
DPS	200	200	200	200	200	
주기지표(배)						
PER	14.0	19.8	12.9	7.3	7.5	
PBR	1.6	2.0	1.5	1.2	1.0	
PCFR	NA	14.3	18.7	10.1	7.8	
EV/EBITDA	23.2	43.2	26.7	12.5	13.0	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
재무비율(%)						
ROE	5.8	10.5	12.6	18.3	14.7	
ROA	1.2	2.3	2.9	4.9	4.5	
ROIC	5.5	1.9	3.1	6.8	5.8	
부채비율	366.1	354.4	304.2	244.9	202.7	
순부채비율	236.4	152.1	109.8	86.6	71.0	
이자보상배율(배)	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates		PER(x)			EPS증가율(%)	
		2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea		10.3	8.6	8.5	32.1	19.7
Emerging Market		12.2	10.8	10.7	2.7	13.7
World		14.0	12.6	12.5	3.3	10.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
유동자산	5,154.0	6,120.0	6,434.0	6,865.6	7,093.4	
금융자산	577.4	1,007.6	1,053.7	1,102.0	1,152.7	
현금성자산	402.7	886.3	930.6	977.1	1,026.0	
매출채권 등	3,148.6	3,885.1	4,101.4	4,418.1	4,553.4	
재고자산	1,231.7	980.9	1,018.9	1,065.2	1,098.7	
기타유동자산	196.3	246.4	260.1	280.3	288.7	
비유동자산	3,750.2	4,087.5	4,367.5	4,661.4	5,004.9	
투자자산	1,805.2	1,988.5	1,996.4	2,004.6	2,013.0	
금융자산	197.8	381.1	389.0	397.2	405.6	
유형자산	460.8	434.5	410.0	387.2	366.0	
무형자산	1,135.5	1,356.7	1,607.8	1,915.8	2,271.7	
기타비유동자산	348.7	307.8	353.3	353.8	354.2	
자산총계	8,904.2	10,207.5	10,801.5	11,527.0	12,098.3	
유동부채	4,625.0	4,382.1	4,028.9	4,178.9	4,243.2	
금융부채	3,282.2	2,361.5	1,907.9	1,911.2	1,913.0	
매입채무 등	1,292.1	1,627.0	1,717.7	1,851.6	1,907.1	
기타유동부채	50.7	393.6	403.2	416.1	423.1	
비유동부채	2,368.8	3,579.1	4,100.1	4,006.4	3,858.6	
금융부채	2,008.6	2,444.4	2,468.3	2,481.1	2,483.2	
기타비유동부채	360.3	1,134.7	1,631.7	1,525.3	1,375.4	
부채총계	6,993.9	7,961.2	8,128.9	8,185.3	8,101.9	
지배주주지분	1,907.3	2,239.0	2,660.2	3,321.1	3,968.0	
자본금	515.9	515.9	515.9	515.9	515.9	
자본잉여금	75.7	75.7	75.7	75.7	75.7	
자본조정	(0.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄이익누계	356.3	490.1	625.4	760.6	895.9	
이익잉여금	960.1	1,157.3	1,443.2	1,968.9	2,480.5	
비지배주주지분	3.0	7.2	12.4	20.5	28.4	
자본총계	1,910.4	2,246.2	2,672.6	3,341.7	3,996.4	
순금융부채	4,515.7	3,417.2	2,933.6	2,893.2	2,838.0	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
영업활동현금흐름	(923.7)	198.9	83.4	253.9	361.3	
당기순이익	212.9	217.9	308.7	548.5	534.4	
조정	(5.8)	(108.9)	(121.5)	(63.2)	(77.9)	
감가상각비	25.6	31.6	30.8	30.3	30.1	
외환거래손익	45.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(135.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	58.9	(140.5)	(152.3)	(93.5)	(108.0)	
자산/부채의 변동	(1,052.4)	28.7	(177.0)	(246.4)	(124.9)	
투자활동현금흐름	(660.8)	(57.0)	(83.4)	(93.9)	(143.3)	
투자자산감소(증가)	(235.4)	(129.9)	(9.7)	(10.0)	(10.2)	
유형자산감소(증가)	(108.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타투자활동	(316.5)	72.9	(73.8)	(83.9)	(133.1)	
재무활동현금흐름	1,534.5	341.7	44.3	(113.5)	(169.1)	
금융부채증가(감소)	1,554.8	(485.0)	(429.6)	16.1	3.9	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(0.1)	847.3	496.7	(106.8)	(150.3)	
배당지급	(20.2)	(20.6)	(22.8)	(22.8)	(22.8)	
현금의 증감	(48.9)	483.6	44.3	46.5	48.9	
Unlevered CFO	(1,016.6)	302.3	212.7	394.8	510.2	
Free Cash Flow	(1,463.0)	874.7	233.2	(227.1)	(220.0)	

Sector Aggregates		PER(x)			EPS증가율(%)	
		2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea		11.4	8.3	8.2	(46.8)	37.1
Emerging Market		7.8	7.1	7.1	(14.4)	9.6
World		10.9	10.3	10.2	(9.5)	5.5

* MSCI Energy Industry Group

SK네트웍스(001740) | BUY

목표주가(12M): 11,000원(하향)
현재주가(2월12일): 7,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.79
52주최고/최저(원)	11,550/7,590
시가총액(십억원)	1,886.2
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	248,187.6
60일 평균거래량(천주)	651.5
60일 평균거래대금(십억원)	5.4
11년 배당금(원)	150
12년 배당금(예상, 원)	150
외국인 지분율(%)	11.32
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.7) (19.4) (34.2)
상대	(6.1) (19.4) (31.8)

Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	28,754.8	30,073.1
영업이익(십억원)	307.9	329.8
순이익(십억원)	153.5	224.3
EPS(원)	618	903
BPS(원)	13,382	14,027

Stock Price



Analyst 이상우
☎ 02-3771-7771
✉ tinycare@hanafn.com

RA 김우철
☎ 02-3771-7520
✉ kwooc1004@hanafn.com

MMX 철광석 수출 기대

2013년, SK네트웍스의 강점은 내수 위주의 사업포트폴리오

SK네트웍스는 지난 4Q12 대규모 총당금설정을 통해 그 동안의 숨겨진 부실을 일시에 털어버리는 용단을 내렸다. 연말 총당금 설정으로 IM(핸드폰유통), E&C(주유소) 뿐 아니라 패션, 워커히 등 특별한 사업악화요소가 없는 내수 위주의 사업 포트폴리오가 더욱 강점으로 다가올 가능성이 높다. 따라서, SK네트웍스를 현재 주가수준에서는 검토해야 할 종목으로 평가받는 주요 요인이다.

MMX, 4Q13부터는 철광석 수출이 가능할 전망

그 동안 SK네트웍스의 약점 중 하나였던 해외 자원투자 부진을 일시에 해결해줄 브라질 MMX의 PORT X 공사가 기존 1Q13에서 4Q13으로 지연된 점은, 종합상사 이익의 한 축인 투자이익 관련 부분이 1년간 지연된다는 악재로 해석된다. 하지만, 항만 완공이후 SK네트웍스는 철광석 관련 종목으로 포지셔닝 할 수 있는 기회가 될 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 11,000원으로 하향조정

SK네트웍스의 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 14,200원에서 22.5%하향조정 한 11,000원으로 수정제시한다. 총당금 이외의 특별한 수익증가요인이 없는 현실에서 여전히 부진한 철강/화학 트레이딩 감소에 따른 영업이익 감소가 전망되기 때문이다. 또한 MMX PORT X 공사지연으로 인한 초기 이익전망치의 하향이 불가피하다. 목표주가 11,000원은 2013년 실적기준 PER 22.4배다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	27,535.6	27,945.0	28,167.0	28,399.0	28,191.2
영업이익	십억원	346.0	254.6	312.9	352.1	376.3
세전이익	십억원	218.6	69.6	154.2	229.3	281.7
순이익	십억원	145.8	12.3	122.0	181.5	223.0
EPS	원	587	49	491	731	898
증감율	%	(19.6)	(91.6)	893.8	48.7	22.9
PER	배	17.2	170.9	15.5	10.4	8.5
PBR	배	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	9.3	11.6	8.5	6.8	5.8
ROE	%	4.6	0.4	3.3	4.8	5.6
BPS	원	13,013	14,490	14,864	15,526	16,357
Net DER	%	50.1	45.6	38.4	30.3	22.2

자료: 하나대투증권

투자 의견 BUY, 목표주가 11,000원으로 수정 제시

SK네트웍스의 투자 의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 14,200원에서 22.5%하향조정 한 11,000원으로 수정 제시한다. 총당금 이외의 특별한 수익증가요인이 없는 현실에서 여전히 부진한 철강/화학 트레이딩 감소에 따른 영업이익 감소가 전망되기 때문이다. 또한 MMX PORT X 공사 지연으로 인한 초기 이익전망치의 하향이 불가피하다. 목표주가 11,000원은 2013년 실적기준 PER 22.4배다.

표 1. SK네트웍스 2013년 실적추정치 하향 (단위: 십억원)

	기존치	하향치	변동폭(%)	컨센서스
매출액	28,358.3	28,167.0	- 0.7	28,754.8
영업이익	440.5	312.9	- 29.0	307.9
세전이익	317.5	154.2	- 51.4	215.0
순이익	244.5	118.7	- 51.4	153.5

자료: 하나대투증권

표 2. SK네트웍스 VALUATION

구분		x	금액(십억원)	가정
사업부문 가치 ①	EBITDA (2013F)	EV/EBITDA	4,830	
IM	177	12.0	2,119	해외상사 평균
E&C	126	12.0	1,507	
T&I	91	12.0	1,088	
패션	41	12.0	493	
워커힐	22	12.0	261	
기타	-80	8.0	- 638	
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	287	
MMX	13.8%	2,023	223	20%할인
NORTHERN COPPER INDUSTRIAL	39.0%	203	63	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			5,116	
- 순차입금			2,395	2012(F)
- 우선주 시가			0	
보통주 주주 가치			2,721	
보통주 총주식수 (천주)			248,415	
보통주 발행주식수 (천주)			248,301	
우선주 발행주식수 (천주)			114	
자사주 주식수 (천주)				
BW전환가능 주식수 (천주)			-	
목표주가			10,954	

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	27,535.6	27,945.0	28,167.0	28,399.0	28,191.2
매출원가	25,647.4	25,983.8	26,141.8	26,305.1	26,056.7
매출총이익	1,888.2	1,961.1	2,025.2	2,093.9	2,134.5
판매비	1,529.4	1,743.2	1,782.6	1,823.2	1,848.8
조정영업이익	358.8	218.0	242.6	270.7	285.7
기타영업손익	(12.8)	36.6	70.3	81.4	90.6
영업이익	346.0	254.6	312.9	352.1	376.3
금융손익	(131.9)	(157.0)	(142.9)	(129.6)	(115.6)
종속/관계기업손익	4.5	(27.9)	(15.8)	6.8	21.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	218.6	69.6	154.2	229.3	281.7
법인세	76.8	57.7	35.5	52.7	64.8
계속사업이익	141.8	11.9	118.7	176.5	216.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	141.8	11.9	118.7	176.5	216.9
비지배주주순이익	(4.0)	(0.3)	(3.3)	(4.9)	(6.1)
지배주주순이익	145.8	12.3	122.0	181.5	223.0
NOPAT	227.3	38.9	228.7	276.4	306.0
EBITDA	444.3	324.8	392.1	450.5	486.4
성장성(%)					
매출액증가율	14.0	1.5	0.8	0.8	(0.7)
EBITDA증가율	19.1	(26.9)	20.7	14.9	8.0
(조정)영업이익증가율	33.3	(39.3)	11.3	11.6	5.5
(지배주주)순이익증가율	(19.6)	(91.6)	893.8	48.7	22.9
EPS증가율	(19.6)	(91.6)	893.8	48.7	22.9
수익성(%)					
매출총이익률	6.9	7.0	7.2	7.4	7.6
EBITDA이익률	1.6	1.2	1.4	1.6	1.7
(조정)영업이익률	1.3	0.8	0.9	1.0	1.0
계속사업이익률	0.5	0.0	0.4	0.6	0.8

투자지표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	587	49	491	731	898
BPS	13,013	14,490	14,864	15,526	16,357
CFPS	827	715	641	779	786
EBITDAPS	1,789	1,308	1,579	1,814	1,959
SPS	110,896	112,545	113,439	114,373	113,536
DPS	150	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	17.2	170.9	15.5	10.4	8.5
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PCFR	12.2	11.8	11.9	9.8	9.7
EV/EBITDA	9.3	11.6	8.5	6.8	5.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	4.6	0.4	3.3	4.8	5.6
ROA	1.4	0.1	1.0	1.4	1.8
ROIC	4.8	0.8	4.4	5.4	6.1
부채비율	239.4	233.8	226.9	216.3	202.9
순부채비율	50.1	45.6	38.4	30.3	22.2
이자보상배율(배)	2.5	1.7	2.1	2.4	2.6

자료: 하나대투증권

Country Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	10.3	8.6	8.5	32.1	19.7
Emerging Market	12.2	10.8	10.7	2.7	13.7
World	14.0	12.6	12.5	3.3	10.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	5,039.0	5,580.7	5,757.8	5,951.5	6,118.4
금융자산	1,309.3	1,435.4	1,574.0	1,726.5	1,894.3
현금성자산	1,257.2	1,382.9	1,521.2	1,673.3	1,840.6
매출채권 등	2,251.9	2,488.7	2,523.5	2,560.9	2,563.5
재고자산	1,331.6	1,352.1	1,353.4	1,354.6	1,353.5
기타유동자산	146.2	304.4	306.9	309.4	307.1
비유동자산	6,070.8	6,547.2	6,414.9	6,338.1	6,262.9
투자자산	1,953.1	2,110.6	2,101.9	2,128.4	2,170.3
금융자산	503.8	689.2	696.3	716.1	737.0
유형자산	3,631.8	3,570.1	3,522.7	3,470.2	3,430.3
무형자산	152.5	145.7	150.9	156.1	161.2
기타비유동자산	333.4	720.9	639.4	583.3	501.0
자산총계	11,109.8	12,127.9	12,172.7	12,289.5	12,381.3
유동부채	5,510.3	6,422.0	6,476.0	6,531.7	6,521.2
금융부채	1,650.3	2,129.2	2,147.8	2,166.7	2,185.7
매입채무 등	3,756.9	4,125.8	4,159.4	4,194.5	4,165.1
기타유동부채	103.1	167.0	168.7	170.5	170.4
비유동부채	2,326.0	2,072.6	1,972.6	1,872.6	1,772.6
금융부채	1,801.6	1,651.6	1,551.6	1,451.6	1,351.6
기타비유동부채	524.4	421.0	421.0	421.0	421.0
부채총계	7,836.4	8,494.6	8,448.6	8,404.3	8,293.8
지배주주지분	3,231.2	3,597.9	3,690.8	3,855.2	4,061.5
자본금	648.7	648.7	648.7	648.7	648.7
자본잉여금	879.8	879.2	879.2	879.2	879.2
자본조정	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	47.9	440.1	448.3	468.4	488.9
이익잉여금	1,654.9	1,629.9	1,714.7	1,858.9	2,044.7
비지배주주지분	42.2	35.4	33.3	30.0	26.1
자본총계	3,273.4	3,633.3	3,724.1	3,885.2	4,087.5
순금융부채	1,638.8	1,656.2	1,429.1	1,175.6	906.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	290.8	204.5	269.3	293.2	284.1
당기순이익	145.8	12.3	122.0	181.5	223.0
조정	332.0	366.4	318.4	298.4	281.0
감가상각비	93.8	98.2	95.1	91.6	89.0
외환거래손익	31.1	101.9	100.4	100.3	99.7
지분법손익	3.0	27.9	15.8	(6.8)	(21.0)
기타	204.1	138.3	107.1	113.3	113.3
자산/부채의 변동	(23.6)	4.9	(15.7)	(17.1)	(41.8)
투자활동현금흐름	(371.1)	(269.5)	(12.4)	(22.7)	1.5
투자자산감소(증가)	(68.5)	(157.8)	8.3	(27.0)	(42.3)
유형자산감소(증가)	(94.5)	(22.0)	(32.7)	(23.6)	(33.1)
기타투자활동	(208.2)	(89.6)	11.9	27.8	76.9
재무활동현금흐름	404.8	190.7	(118.6)	(118.4)	(118.2)
금융부채증가(감소)	442.1	328.9	(81.3)	(81.2)	(81.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(101.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(37.2)	(37.2)	(37.2)	(37.2)	(37.2)
현금의 증감	237.4	125.7	138.3	152.1	167.3
Unlevered CFO	205.3	177.6	159.3	193.4	195.1
Free Cash Flow	(99.8)	(338.5)	365.0	368.7	373.2

Sector Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.4	10.3	10.2	41.7	10.6
Emerging Market	19.5	16.3	15.9	7.4	19.6
World	20.0	17.4	17.3	7.3	15.2

* MSCI Retailing Industry Group

LG상사(001120) | BUY

목표주가(12M): 66,000원
현재주가(2월12일): 42,600원

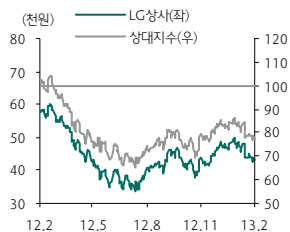
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.79		
52주최고/최저(원)	60,200/33,700		
시가총액(십억원)	1,651.1		
시가총액비중(%)	0.15		
발행주식수(천주)	38,760.0		
60일 평균거래량(천주)	239.7		
60일 평균거래대금(십억원)	11.0		
11년 배당금(원)	500		
12년 배당금(예상.원)	500		
외국인 지분율(%)	11.17		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.2)	4.9	(27.2)
상대	(9.6)	5.0	(24.8)

Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	13,463.9	14,096.2
영업이익(십억원)	238.3	253.4
순이익(십억원)	221.9	249.2
EPS(원)	5,725	6,430
BPS(원)	42,698	48,058

Stock Price



Analyst 이상우
☎ 02-3771-7771
✉ tinycare@hanafn.com
RA 김우철
☎ 02-3771-7520
✉ kwuoc1004@hanafn.com

석탄보다 원유

석탄도 중요하지만, 원유가 2013년 더욱 중요

LG상사의 2013년은 그 동안 투자 포인트 중 결정적 요인으로 판단되던 석탄보다는 원유에 관심을 기울여야 할 때로 판단된다. 오만8광구 매장량 재평가, 증산 및 코스트리커버리에 따른 이익증가가 예상되기 때문이다. 2012년 지분취득한 콜롬비아 GEOPARK 및 카자흐스탄 ADA, NW KONY 등 신규유전에서 발생할 지분법이익 증가가 가장 중요한 이벤트이기 때문이다.

향후 투자자산은 대기 중

LG상사가 기타 종합상사 대비 매력도가 높은 이유는 향후 실적증가를 위한 투자자산의 확보가 지속적으로 진행 중에 있다는 점이다. 2013년 유전 이슈 외에도 2014년 인도네시아 GAM탄광, 캐나다 ENSHAME탄광 등 향후 수익증가를 위한 프로젝트가 이미 준비되어 있다. 또한 현재 생산중인 중국/인니 인근의 탄광투자 또한 진행될 것으로 전망되고 있어, 2013년 약 7천억 규모의 신규투자가 어떠한 방향으로 진행될지 또한 관심사다.

투자의견 BUY, 목표주가 66,000원 유지

LG상사 투자의견 BUY 및 목표주가 66,000원을 유지한다. 2012년 지에스리테일 매각차익이라는 일회성 이익증가요인이 있었지만, 2013년 중국 완투고 증설, 신규 유전에서 지분법 이익증가와 함께 기존 비수의 투자자산인 팜오일등에서의 손실규모 축소 등도 예상되기 때문이다. 1Q13중 발표될 오만8광구 매장량 재평가결과가 긍정적일 경우, 추가 주가상승도 가능할 것으로 전망된다. 목표주가 66,000원은 2013년 실적추정치 기준 PER 11.9 배다

Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	13,986.8	12,789.3	13,574.8	14,439.1	15,678.4
영업이익	십억원	200.7	206.3	227.8	273.0	302.5
세전이익	십억원	372.4	299.9	293.6	343.5	409.7
순이익	십억원	247.8	217.8	213.7	250.0	298.1
EPS	원	6,393	5,620	5,512	6,449	7,691
증감율	%	(22.4)	(12.1)	(1.9)	17.0	19.2
PER	배	7.4	8.6	7.8	6.7	5.6
PBR	배	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	5.5	4.9	4.9	4.2	3.8
ROE	%	20.9	15.1	12.9	13.2	13.7
BPS	원	34,580	39,644	45,497	52,287	60,319
Net DER	%	56.7	50.9	38.0	27.4	18.7

자료: 하나대투증권

투자의견 BUY, 목표주가 66,000원 유지

LG상사 투자의견 BUY 및 목표주가 66,000원을 유지한다. 2012년 지에스리테일 매각차익이라는 일회성 이익증가요인이 있었지만, 2013년 중국 완투고 증설, 신규 유전에서 지분법 이익증가와 함께 기존 비수익 투자자산인 팜오일 등에서의 손실규모 축소 등도 예상되기 때문이다. 1Q13중 발표될 오만8광구 매장량 재평가결과가 긍정적인 경우, 추가 주가상승도 가능할 것으로 전망된다. 목표주가 66,000원은 2013년 실적추정치 기준 PER 11.9배다

표 1. LG상사 VALUATION

구분		x	금액(십억원)	가정
사업부문 가치 ①	EBITDA (2014F)	EV/EBITDA	3,698	
무역	86	10.7	916	해외상사 평균적용
자원개발	200	13.9	2,782	미츠비시상사 적용
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	3	
LG U+	0.0%	3,152	1	20%할인
LG패션	0.2%	887	2	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			3,701	
- 순차입금			1,146	2012(F)
- 우선주שי가				
보통주 주שי가			2,555	
보통주 총שי수 (천주)			38,659	
보통주 발행שי수 (천주)			38,760	
우선주 발행שי수 (천주)			-	
자שי주 שי수 (천주)			101	
BW전환가능 שי수 (천주)			-	
목표주가			66,092	

자료: 하나대투증권

표 2. LG상사 목표주가 66,000원은 2013년 실적추정치 기준 PER 11.9배

	2012	2013	2014	2015	2016
BPS	39,619	45,472	52,262	60,294	69,647
EPS	5,620	5,512	6,449	7,691	9,011
PER(저)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
PER(고)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
목표가(저)	28,098	27,561	32,246	38,453	45,055
목표가(고)	44,957	44,097	51,594	61,524	72,087
PBR	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
PER	11.8	12.0	10.2	8.6	7.3

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
매출액	13,986.8	12,789.3	13,574.8	14,439.1	15,678.4	
매출원가	13,357.5	12,164.9	12,910.1	13,706.3	14,886.1	
매출총이익	629.4	624.3	664.7	732.8	792.4	
판매비	466.9	427.5	452.9	479.6	518.1	
조정영업이익	162.5	196.8	211.8	253.3	274.3	
기타영업손익	38.2	9.5	16.0	19.7	28.2	
영업이익	200.7	206.3	227.8	273.0	302.5	
금융손익	(29.2)	(131.2)	(62.1)	(56.2)	(51.6)	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	200.9	224.8	128.0	126.8	158.8	
세전이익	372.4	299.9	293.6	343.5	409.7	
법인세	110.6	69.4	67.5	79.0	94.2	
계속사업이익	261.8	230.5	226.1	264.5	315.4	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	261.8	230.5	226.1	264.5	315.4	
비지배주주손익	14.0	12.7	12.4	14.5	17.3	
지배주주순이익	247.8	217.8	213.7	250.0	298.1	
NOPAT	282.3	331.3	273.9	307.8	355.2	
EBITDA	473.1	547.9	479.9	532.2	566.7	
성장성(%)						
매출액증가율	(2.8)	(8.6)	6.1	6.4	8.6	
EBITDA증가율	(2.6)	15.8	(12.4)	10.9	6.5	
(조정)영업이익증가율	(32.0)	21.1	7.6	19.6	8.3	
(지배주주)순이익증가율	(22.4)	(12.1)	(1.9)	17.0	19.2	
EPS증가율	(22.4)	(12.1)	(1.9)	17.0	19.2	
수익성(%)						
매출총이익률	4.5	4.9	4.9	5.1	5.1	
EBITDA이익률	3.4	4.3	3.5	3.7	3.6	
(조정)영업이익률	1.2	1.5	1.6	1.8	1.7	
계속사업이익률	1.9	1.8	1.7	1.8	2.0	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
주당지표(원)						
EPS	6,393	5,620	5,512	6,449	7,691	
BPS	34,580	39,644	45,497	52,287	60,319	
CFPS	5,048	13,435	7,531	8,802	9,576	
EBITDAPS	12,206	14,136	12,381	13,731	14,622	
SPS	360,857	329,960	350,227	372,526	404,500	
DPS	500	500	500	500	500	
주기지표(배)						
PER	7.4	8.6	7.8	6.7	5.6	
PBR	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7	
PCFR	9.3	3.6	5.7	4.9	4.5	
EV/EBITDA	5.5	4.9	4.9	4.2	3.8	
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
재무비율(%)						
ROE	20.9	15.1	12.9	13.2	13.7	
ROA	5.7	4.5	4.2	4.6	5.2	
ROIC	13.3	14.8	11.3	11.9	12.8	
부채비율	264.7	232.0	205.0	181.6	162.7	
순부채비율	56.7	50.9	38.0	27.4	18.7	
이자보상배율(배)	4.2	0.9	1.3	1.6	1.8	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	10.3	8.6	8.5	32.1	19.7
Emerging Market	12.2	10.8	10.7	2.7	13.7
World	14.0	12.6	12.5	3.3	10.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
유동자산	3,113.8	3,031.7	3,192.5	3,369.8	3,602.1	
금융자산	563.5	606.1	653.3	705.7	763.8	
현금성자산	390.7	429.7	472.7	520.0	572.0	
매출채권 등	1,767.5	1,601.1	1,702.8	1,814.7	1,970.4	
재고자산	657.1	654.1	657.2	660.7	665.7	
기타유동자산	125.8	170.5	179.1	188.7	202.1	
비유동자산	1,827.2	2,167.9	2,321.8	2,509.9	2,752.0	
투자자산	1,102.5	919.1	936.2	955.0	975.4	
금융자산	456.5	273.1	290.3	309.0	329.4	
유형자산	157.2	147.3	147.5	139.0	156.9	
무형자산	506.3	863.2	923.0	999.5	760.6	
기타비유동자산	61.3	238.4	315.1	416.4	859.1	
자산총계	4,941.0	5,199.6	5,514.3	5,879.7	6,354.1	
유동부채	2,801.6	2,804.9	2,928.0	3,063.4	3,256.6	
금융부채	1,032.4	869.3	874.4	880.2	889.0	
매입채무 등	1,640.1	1,801.4	1,912.0	2,033.6	2,207.9	
기타유동부채	129.1	134.2	141.6	149.6	159.7	
비유동부채	784.5	828.5	778.5	728.5	678.5	
금융부채	756.3	806.3	756.3	706.3	656.3	
기타비유동부채	28.2	22.1	22.1	22.1	22.1	
부채총계	3,586.1	3,633.3	3,706.4	3,791.8	3,935.1	
지배주주지분	1,339.3	1,535.6	1,762.5	2,025.7	2,337.0	
자본금	193.8	193.8	193.8	193.8	193.8	
자본잉여금	102.1	64.8	64.8	64.8	64.8	
자본조정	(1.3)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	
기타포괄이익누계	147.1	181.8	214.3	246.9	279.5	
이익잉여금	897.7	1,096.1	1,290.5	1,521.1	1,799.9	
비지배주주지분	15.5	30.6	45.3	62.2	82.0	
자본총계	1,354.9	1,566.2	1,807.8	2,087.9	2,419.0	
순금융부채	768.8	796.5	687.1	571.9	452.2	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
영업활동현금흐름	216.2	621.5	339.7	384.5	410.9	
당기순이익	247.8	217.8	213.7	250.0	298.1	
조정	53.9	309.9	246.8	259.0	240.2	
감가상각비	71.4	116.8	124.1	132.5	105.4	
외환거래손익	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	(26.8)	193.1	122.7	126.5	134.8	
자산/부채의 변동	(20.7)	281.7	(3.6)	(3.8)	1.1	
투자활동현금흐름	(162.8)	(443.9)	(232.5)	(273.7)	(298.4)	
투자자산감소(증가)	37.0	179.9	(21.4)	(23.8)	(26.5)	
유형자산감소(증가)	(63.0)	(1.5)	(11.5)	(1.9)	(30.4)	
기타투자활동	(136.9)	(622.3)	(199.6)	(248.0)	(241.5)	
재무활동현금흐름	132.7	(138.5)	(64.2)	(63.5)	(60.5)	
금융부채증가(감소)	146.1	(113.1)	(44.9)	(44.2)	(41.2)	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	0.1	(6.0)	0.0	0.0	0.0	
배당지급	(13.5)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	
현금의 증감	190.7	39.1	43.0	47.3	52.0	
Unlevered CFO	195.7	520.7	291.9	341.2	371.2	
Free Cash Flow	278.5	92.3	141.7	143.0	143.8	

Sector Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.4	8.3	8.2	(46.8)	37.1
Emerging Market	7.8	7.1	7.1	(14.4)	9.6
World	10.9	10.3	10.2	(9.5)	5.5

* MSCI Energy Industry Group

현대상사(011760) | BUY

목표주가(12M): 46,200원(상향)
현재주가(2월12일): 23,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.79		
52주최고/최저(원)	28,900/19,150		
시가총액(십억원)	531.4		
시가총액비중(%)	0.05		
발행주식수(천주)	22,329.8		
60일 평균거래량(천주)	87.1		
60일 평균거래대금(십억원)	1.9		
11년 배당금(원)	500		
12년 배당금(예상.원)	500		
외국인 지분율(%)	5.41		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	9.2	15.5	(14.4)
상대	11.7	15.6	(12.0)

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	4,814.6	5,227.0
영업이익(십억원)	53.3	57.8
순이익(십억원)	73.3	80.6
EPS(원)	3,281	3,608
BPS(원)	14,289	17,119

Stock Price



Analyst 이상우
☎ 02-3771-7771
✉ tinycare@hanafn.com

RA 김우철
☎ 02-3771-7520
✉ kwooc1004@hanafn.com

그간 너무나 홀대해왔다

청도현대조선, 드디어 선박건조 종료

현대상사는 그동안 청도현대조선(중국)의 대규모 손실에 따른 주가 디스카운트가 기타 종합상사 종목 대비 컸었다. 하지만 그간 건조 중이던 선박의 인도가 모두 종료되면서 2013년부터는 고정비(약 150억원 수준) 발생에 그칠 것으로 전망되면서, 현대상사의 평가에서 청도현대조선의 차지하는 불확실성은 축소되었다.

철도차량, 향후 현대상사를 말할 수 있는 주요 아이템

2013년 현대상사의 투자포인트 중 가장 중요한 점은 철도차량 해외수주다. 우크라이나 1차 철도차량사업(3억달러)이 지난 3Q12종료되면서, 기계트레이딩 매출이 감소되었으나, 2013년에는 우크라이나 2차 사업을 비롯한 해외 전동차 수주가 이어질 것으로 전망된다. 국내 유일의 철도차량업체인 현대로템과의 공동영업이 빛을 발할 한 해가 될 것으로 전망된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 46,200원으로 상향조정

현대상사 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 30,500원에서 51.4% 상향조정한 46,200원으로 수정제시한다. 현대상사의 YLNG 프로젝트는 향후 이익증가에 결정적 영향을 미칠 것으로 전망되며, 대우인터내셔널의 미안마 프로젝트와는 다르게 이미 현 시점에서의 향후 이익도 충분히 예상 가능한 점을 감안한다면, 현 시점에서 현대상사 밸류에이션에 반영해도 충분할 것으로 판단된다. 목표주가 46,200원은 YLNG 프로젝트의 이익반영시점인 2015년 EPS 5,414원 기준 PER 8.5배 수준이다.

Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	5,030.8	4,786.2	5,119.1	5,568.5	5,995.6
영업이익	십억원	87.9	88.7	104.8	116.0	157.8
세전이익	십억원	78.7	81.1	97.4	109.0	151.1
순이익	십억원	68.7	68.9	77.9	87.2	120.9
EPS	원	3,077	3,085	3,489	3,904	5,414
증감율	%	59.5	0.3	13.1	11.9	38.7
PER	배	7.5	6.7	6.9	6.2	4.5
PBR	배	1.6	1.2	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	8.2	6.5	6.0	5.4	3.8
ROE	%	26.1	19.0	18.0	17.3	20.2
BPS	원	14,633	17,919	20,914	24,323	29,243
Net DER	%	70.3	35.7	28.2	22.4	16.9

자료: 하나대투증권

표 1. 현대상사 VALUATION

구분		x	금액(십억원)	가정
사업부문 가치 ①	EBITDA (2013F)	EV/EBITDA	885	
TRADING	87	8.2	712	토요타츠쇼 적용
자원개발	33	8.2	270	토요타츠쇼 적용
기타	-14	7.0	-97	
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	463	
대우조선해양	0.0%	1	0	20%할인
YLNG	3.0%	579	463	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			1,348	
- 순차입금			315	2012(F)
- 우선주시가				
보통주 주주가치			1,033	
보통주 총주식수 (천주)			22,330	
보통주 발행주식수 (천주)			22,330	
우선주 발행주식수 (천주)			-	
자사주 주식수 (천주)			-	
BW전환가능 주식수 (천주)			-	
목표주가			46,200	

주: YLNG는 지분율 3%이나 현대상사에 해당된 이익에 기반한 현재가치(5,790억원)을 기준으로 계산
 자료: 하나대투증권

표 2. 현대상사 목표주가는 2015년 이익수준 대비 PER 8.5배

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
BPS	17,919	20,914	24,323	29,243	35,031
EPS	3,085	3,489	3,904	5,414	6,281
PER(저)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
PER(고)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
목표가(저)	15,427	17,446	19,520	27,069	31,406
목표가(고)	30,853	34,892	39,040	54,139	62,812
PBR	2.6	2.2	1.9	1.6	1.3
PER	15.0	13.3	11.8	8.5	7.4

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
매출액	5,030.8	4,786.2	5,119.1	5,568.5	5,995.6	
매출원가	4,889.6	4,670.2	4,975.9	5,408.9	5,787.5	
매출총이익	141.2	116.0	143.2	159.7	208.1	
판매비	67.0	68.9	72.1	76.3	79.9	
조정영업이익	74.2	47.1	71.1	83.4	128.3	
기타영업손익	13.7	41.7	33.7	32.6	29.5	
영업이익	87.9	88.7	104.8	116.0	157.8	
금융손익	(7.9)	(7.7)	(7.4)	(7.0)	(6.6)	
중속/관계기업손익	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
세전이익	78.7	81.1	97.4	109.0	151.1	
법인세	11.1	12.2	19.5	21.8	30.2	
계속사업이익	67.6	68.9	77.9	87.2	120.9	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	67.6	68.9	77.9	87.2	120.9	
포괄이익	141.1	69.4	78.0	87.3	121.0	
(지분법제외)순이익	68.7	68.9	77.9	87.2	120.9	
NOPAT	74.4	75.4	83.8	92.8	126.2	
EBITDA	90.5	92.4	110.8	121.4	170.2	
성장성(%)						
매출액증가율	38.4	(4.9)	7.0	8.8	7.7	
EBITDA증가율	57.9	2.1	19.9	9.5	40.2	
(조정)영업이익증가율	33.6	(36.5)	51.0	17.2	53.9	
(지분법제외)순이익증가율	59.5	0.3	13.1	11.9	38.7	
(지분법제외)EPS증가율	59.5	0.3	13.1	11.9	38.7	
수익성(%)						
매출총이익률	2.8	2.4	2.8	2.9	3.5	
EBITDA이익률	1.8	1.9	2.2	2.2	2.8	
(조정)영업이익률	1.5	1.0	1.4	1.5	2.1	
계속사업이익률	1.3	1.4	1.5	1.6	2.0	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
주당지표(원)						
EPS	3,077	3,085	3,489	3,904	5,414	
BPS	14,633	17,919	20,914	24,323	29,243	
CFPS	2,303	3,271	3,150	3,423	5,299	
EBITDAPS	4,053	4,136	4,961	5,435	7,621	
SPS	225,295	214,343	229,248	249,377	268,504	
DPS	500	500	500	500	500	
주가지표(배)						
PER	7.5	6.7	6.9	6.2	4.5	
PBR	1.6	1.2	1.2	1.0	0.8	
PCFR	10.0	6.3	7.7	7.0	4.5	
EV/EBITDA	8.2	6.5	6.0	5.4	3.8	
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
재무비율(%)						
ROE	26.1	19.0	18.0	17.3	20.2	
ROA	4.3	3.8	4.0	4.2	5.3	
ROIC	13.4	13.7	14.7	14.7	17.7	
부채비율	437.6	369.6	330.0	299.2	261.0	
순부채비율	70.3	35.7	28.2	22.4	16.9	
이자보상배율(배)	5.8	1.7	2.0	2.2	3.0	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates		PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013	
Korea	10.3	8.6	8.5	32.1	19.7	
Emerging Market	12.2	10.8	10.7	2.7	13.7	
World	14.0	12.6	12.5	3.3	10.9	

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
유동자산	1,353.7	1,473.8	1,557.6	1,665.7	1,770.0	
금융자산	210.4	286.8	299.5	312.8	326.8	
현금성자산	204.7	245.7	258.0	270.9	284.4	
매출채권 등	879.1	957.2	1,023.8	1,113.7	1,199.1	
재고자산	130.2	143.7	145.6	147.7	149.7	
기타유동자산	134.0	86.0	88.7	91.5	94.4	
비유동자산	402.8	405.4	450.6	502.5	587.6	
투자자산	235.5	243.6	244.9	246.3	247.7	
금융자산	164.1	172.2	173.6	175.0	176.4	
유형자산	2.9	2.3	9.2	7.1	27.7	
무형자산	55.9	54.1	54.5	56.0	57.0	
기타비유동자산	108.5	105.4	142.0	193.0	255.2	
자산총계	1,756.5	1,879.2	2,008.2	2,168.1	2,357.6	
유동부채	1,290.9	1,334.2	1,396.2	1,479.9	1,559.4	
금융부채	486.8	484.4	487.7	492.0	496.2	
매입채무 등	653.2	672.3	719.0	781.9	841.8	
기타유동부채	150.9	177.5	189.6	205.9	221.4	
비유동부채	138.8	144.9	145.0	145.1	145.3	
금융부채	117.3	117.3	117.3	117.3	117.3	
기타비유동부채	21.5	27.6	27.7	27.9	28.0	
부채총계	1,429.7	1,479.1	1,541.2	1,625.0	1,704.6	
지배주주지분	326.7	400.1	467.0	543.1	653.0	
자본금	111.6	111.6	111.6	111.6	111.6	
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본조정	(15.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄이익누계	76.5	76.9	77.1	77.2	77.3	
이익잉여금	153.8	211.5	278.3	354.3	464.0	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	326.7	400.1	467.0	543.1	653.0	
순금융부채	229.6	142.7	131.9	121.6	110.4	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
영업활동현금흐름	58.2	79.6	76.3	82.0	123.6	
당기순이익	68.7	68.9	77.9	87.2	120.9	
조정	7.4	27.9	37.5	39.2	54.6	
감가상각비	3.9	3.6	6.0	5.4	12.4	
외환거래손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	3.3	24.3	31.5	33.8	42.2	
자산/부채의 변동	(39.2)	2.7	(12.3)	(15.5)	(15.0)	
투자활동현금흐름	3.1	(25.1)	(56.1)	(62.4)	(103.1)	
투자자산감소(증가)	10.9	(43.6)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	
유형자산감소(증가)	(2.0)	(0.1)	(10.1)	(0.4)	(30.0)	
기타투자활동	(5.9)	18.6	(44.2)	(60.2)	(71.3)	
재무활동현금흐름	76.3	(13.6)	(7.9)	(6.8)	(7.0)	
금융부채증가(감소)	81.9	(2.4)	3.3	4.4	4.2	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당지급	(5.6)	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(11.2)	
현금의 증감	138.1	41.0	12.3	12.9	13.5	
Unlevered CFO	51.4	73.0	70.3	76.4	118.3	
Free Cash Flow	67.6	89.0	27.7	26.9	27.5	

Sector Aggregates		PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013	
Korea	11.4	8.3	8.2	(46.8)	37.1	
Emerging Market	7.8	7.1	7.1	(14.4)	9.6	
World	10.9	10.3	10.2	(9.5)	5.5	

* MSCI Energy Industry Group

GS글로벌(001250) | BUY

목표주가(12M): 15,000원(하향)

현재주가(2월12일): 10,700원

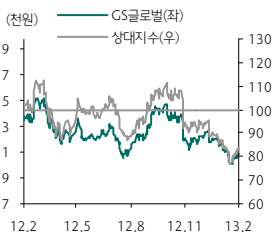
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.79		
52주최고/최저(원)	15,200/10,000		
시가총액(십억원)	241.1		
시가총액비중(%)	0.02		
발행주식수(천주)	22,533.8		
60일 평균거래량(천주)	112.7		
60일 평균거래대금(십억원)	1.3		
11년 배당금(원)	125		
12년 배당금(예상.원)	125		
외국인 지분율(%)	1.20		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(8.2)	(7.4)	(21.3)
상대	(5.6)	(7.3)	(18.9)

Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	3,898.0	4,337.0
영업이익(십억원)	39.0	56.0
순이익(십억원)	38.1	41.0
EPS(원)	1,198	1,819
BPS(원)	11,705	13,394

Stock Price



Analyst 이상우

☎ 02-3771-7771

✉ tinycare@hanafn.com

RA 김우철

☎ 02-3771-7520

✉ kwooc1004@hanafn.com

디케이티, 시간을 벌다

계열사와의 시너지는 여전히 현재진행형

GS글로벌의 실적증가에는 GS그룹 편입이후 계열사와의 시너지효과가 주요한 부분이었다. 과거 쌍용시절과는 달리, 석유제품 관련 트레이딩 증가가 기존 트레이딩 사업의 실적증가를 이끌었다. 향후에도 화학부분의 매출증가를 위한 노력은 진행될 것으로 판단되어, 장기 성장성의 한 축인 화학 트레이딩 증가는 여전히 현재진행형이다.

디케이티, 2015년까지 시간을 벌다

지난 1/15, 디케이티는 3자배정 유상증자로 약 500억원 수준의 현금이 유입되었다. GS그룹에 인수되기 이전 발행했던 고금리 차입금을 상환하는데 사용할 것으로 예상되며, 최근 석유화학 플랜트 발주 부진에 따른 디케이티의 사업성 악화가능성에도 불구하고 유동성을 선제적으로 확보하려는 노력으로 풀이된다. 생산설비 증설 등의 노력이 실제 업황개선으로 연결되기에는 추가적인 시일이 요구되지만, 기존 사업장을 HRSG 위주의 발전기자재 사업으로 재편했다는 점은 긍정적이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 15,000원으로 하향조정

GS글로벌의 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 기존 21,000원대비 28.6% 하향조정한 15,000원으로 수정제시한다. 2013년 실적증가에 주요한 축으로 전망했던 디케이티의 실적 부진이 지속되고 있으며, 트레이딩 부분의 실적증가 또한 최근 철강업황 부진으로 인해 기대하긴 이르기 때문이다. 목표주가 15,000원은 2013년 실적 추정치 기준 EPS 1,502원에 PER 10배를 적용해 산출했다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	2,896.9	3,399.5	3,710.9	3,880.3	3,988.4
영업이익	십억원	(3.6)	30.9	44.8	46.1	45.3
세전이익	십억원	(18.2)	27.8	37.9	39.5	38.5
순이익	십억원	(6.2)	24.9	33.8	35.2	34.4
EPS	원	(312)	1,103	1,502	1,563	1,525
증감율	%	NA	NA	36.2	4.0	(2.4)
PER	배	NA	10.8	7.2	6.9	7.1
PBR	배	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	449.6	12.2	9.8	8.3	9.1
ROE	%	(3.9)	10.6	13.2	12.4	10.9
BPS	원	10,001	10,727	11,988	13,310	14,595
Net DER	%	147.0	140.7	121.1	83.7	87.6

자료: 하나대투증권

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 15,000원으로 하향조정

GS글로벌의 투자 의견 BUY를 유지하나 목표주가는 기존 21,000원대비 28.6% 하향조정한 15,000원으로 수정 제시한다. 2013년 실적증가에 주요한 축으로 전망했던 디케이티의 실적 부진이 지속되고 있으며, 트레이딩 부분의 실적증가 또한 최근 철강업황 부진으로 인해 기대하긴 이르기 때문이다. 목표주가 15,000원은 2013년 실적 추정치 기준 EPS 1,502원에 PER 10배를 적용해 산출했다.

표 1. GS글로벌 2013년 실적전망치 하향 (단위: 십억원)

	기존치	변경치	변동폭(%)	컨센서스
매출액	3,888.5	3,710.9	- 4.6	
영업이익	86.3	44.8	- 48.1	
세전이익	61.0	37.9	- 37.8	
순이익	49.1	32.2	- 34.4	

자료: 하나대투증권

표 2. GS글로벌 목표주가 15,000원은 2013년 EPS 1,502원에 PER 10배 적용

	2012	2013	2014	2015	2016
BPS	10,696	11,957	13,279	14,564	16,085
EPS	1,103	1,502	1,563	1,525	1,759
PER(저)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
PER(고)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
목표가(저)	5,516	7,511	7,813	7,624	8,797
목표가(고)	11,033	15,021	15,626	15,247	17,593
PBR	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
PER	13.6	10.0	9.6	9.8	8.5

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,896.9	3,399.5	3,710.9	3,880.3	3,988.4
매출원가	2,808.7	3,274.2	3,562.8	3,725.3	3,826.9
매출총이익	88.2	125.3	148.1	155.0	161.5
판매비	77.4	95.7	103.6	109.0	114.7
조정영업이익	10.8	29.6	44.6	46.1	46.8
기타영업손익	(14.5)	1.3	0.2	0.0	(1.5)
영업이익	(3.6)	30.9	44.8	46.1	45.3
금융손익	(13.7)	(20.3)	(20.3)	(20.0)	(20.2)
중속/관계기업손익	(0.8)	3.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	13.4	13.4	13.4	13.4
세전이익	(18.2)	27.8	37.9	39.5	38.5
법인세	(2.8)	4.1	5.7	5.9	5.8
계속사업이익	(15.5)	23.7	32.2	33.5	32.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(15.5)	23.7	32.2	33.5	32.7
비지배주주손익	(9.3)	(1.2)	(1.6)	(1.7)	(1.6)
지배주주순이익	(6.2)	24.9	33.8	35.2	34.4
NOPAT	(3.8)	40.9	49.5	50.5	49.9
EBITDA	1.4	54.5	65.0	66.2	66.7
성장성(%)					
매출액증가율	75.7	17.4	9.2	4.6	2.8
EBITDA증가율	(94.7)	3,903.0	19.2	1.8	0.8
(조정)영업이익증가율	(32.9)	172.8	50.6	3.4	1.6
(지배주주)순이익증가율	NA	NA	36.2	4.0	(2.4)
EPS증가율	NA	NA	36.2	4.0	(2.4)
수익성(%)					
매출총이익률	3.0	3.7	4.0	4.0	4.0
EBITDA이익률	0.0	1.6	1.8	1.7	1.7
(조정)영업이익률	0.4	0.9	1.2	1.2	1.2
계속사업이익률	(0.5)	0.7	0.9	0.9	0.8

투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	(312)	1,103	1,502	1,563	1,525
BPS	10,001	10,727	11,988	13,310	14,595
CFPS	(7,181)	(1,354)	(70)	366	526
EBITDAPS	69	2,420	2,885	2,937	2,959
SPS	145,826	150,864	164,681	172,201	176,996
DPS	125	125	125	125	125
주가지표(배)					
PER	NA	10.8	7.2	6.9	7.1
PBR	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	NA	NA	NA	29.5	20.5
EV/EBITDA	449.6	12.2	9.8	8.3	9.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(3.9)	10.6	13.2	12.4	10.9
ROA	(1.8)	2.0	2.5	2.4	2.3
ROIC	(0.8)	6.2	7.0	7.2	6.9
부채비율	312.9	346.4	311.8	280.9	253.7
순부채비율	147.0	140.7	121.1	83.7	87.6
이자보상배율(배)	0.0	1.4	2.0	2.0	2.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	10.3	8.6	8.5	32.1	19.7
Emerging Market	12.2	10.8	10.7	2.7	13.7
World	14.0	12.6	12.5	3.3	10.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	678.4	857.3	912.9	1,025.3	990.8
금융자산	116.9	224.9	232.1	318.0	266.3
현금성자산	113.8	223.3	230.5	316.3	264.6
매출채권 등	403.2	468.6	511.3	534.9	550.1
재고자산	118.5	125.4	127.5	128.7	129.4
기타유동자산	39.8	38.4	41.9	43.8	45.0
비유동자산	387.7	410.4	428.2	381.6	465.8
투자자산	16.3	22.6	19.7	20.5	21.5
금융자산	11.1	18.8	19.7	20.5	21.5
유형자산	273.2	269.9	276.3	273.1	296.7
무형자산	61.7	64.4	66.7	69.1	71.2
기타비유동자산	36.4	53.5	65.6	18.8	76.3
자산총계	1,066.1	1,267.7	1,341.1	1,406.9	1,456.6
유동부채	682.0	852.4	883.7	901.0	912.2
금융부채	387.2	523.1	526.0	527.6	528.6
매입채무 등	261.1	289.5	314.6	328.3	337.1
기타유동부채	33.6	39.7	43.1	45.1	46.5
비유동부채	125.9	131.3	131.7	136.5	132.5
금융부채	120.1	120.1	120.1	120.1	120.1
기타비유동부채	5.7	11.2	11.6	16.4	12.4
부채총계	807.9	983.7	1,015.4	1,037.5	1,044.7
지배주주지분	224.6	241.0	269.4	299.2	328.2
자본금	56.3	56.3	56.3	56.3	56.3
자본잉여금	136.3	133.3	133.3	133.3	133.3
자본조정	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계	(9.8)	(12.4)	(15.1)	(17.7)	(20.2)
이익잉여금	42.5	64.5	95.6	128.0	159.5
비지배주주지분	33.5	43.0	56.3	70.1	83.7
자본총계	258.2	284.0	325.7	369.4	411.9
순금융부채	379.4	399.6	394.4	309.2	360.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	(131.0)	(13.3)	15.6	25.3	29.0
당기순이익	(6.2)	24.9	33.8	35.2	34.4
조정	21.4	30.5	36.8	36.9	38.3
감가상각비	5.8	6.5	6.8	6.7	8.0
외환거래손익	(2.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.8	(3.8)	0.0	0.0	0.0
기타	16.8	27.8	30.0	30.2	30.4
자산/부채의 변동	(124.1)	(43.1)	(27.5)	(19.2)	(16.0)
투자활동현금흐름	(169.0)	(8.6)	(8.5)	57.3	(74.5)
투자자산감소(증가)	(1.5)	(4.7)	2.9	(1.0)	(1.0)
유형자산감소(증가)	(166.8)	(2.3)	(12.3)	(2.7)	(30.6)
기타투자활동	(0.7)	(1.6)	0.9	61.0	(42.9)
재무활동현금흐름	367.7	131.4	0.1	3.2	(6.2)
금융부채증가(감소)	201.2	135.9	2.9	1.6	1.0
자본증가(감소)	172.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(1.7)	0.0	4.4	(4.4)
배당지급	(5.6)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
현금의 증감	69.5	109.6	7.2	85.8	(51.7)
Unlevered CFO	(142.7)	(30.5)	(1.6)	8.2	11.9
Free Cash Flow	(297.4)	(5.0)	12.9	92.0	(44.3)

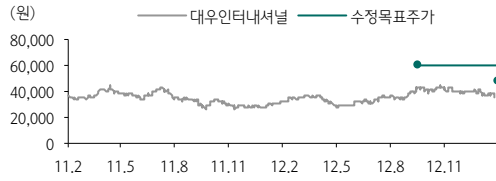
Sector Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.4	10.3	10.2	41.7	10.6
Emerging Market	19.5	16.3	15.9	7.4	19.6
World	20.0	17.4	17.3	7.3	15.2

* MSCI Retailing Industry Group

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

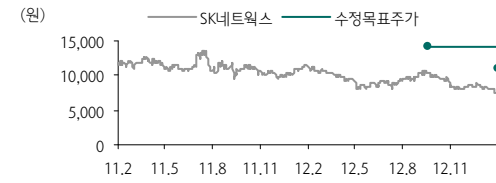
▶ 대우인터내셔널

날짜	투자의견	수정목표주가
13.2.13	BUY	48,000 원
12.10.2	BUY	60,200 원
12.10.1	BUY	60,200 원



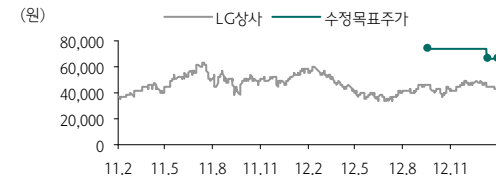
▶ SK네트웍스

날짜	투자의견	수정목표주가
13.2.13	BUY	11,000 원
12.10.2	BUY	14,200 원
12.10.1	BUY	14,200 원



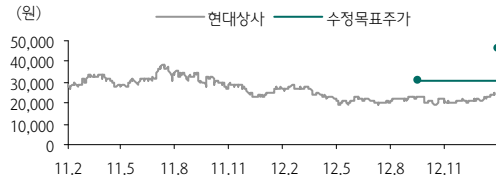
▶ LG상사

날짜	투자의견	수정목표주가
13.2.13	BUY	66,000 원
13.1.24	BUY	66,000 원
12.10.2	BUY	73,500 원
12.10.1	BUY	73,500 원



▶ 현대상사

날짜	투자의견	수정목표주가
13.2.13	BUY	46,200 원
12.10.2	BUY	30,500 원
12.10.1	BUY	30,500 원



▶ GS글로벌

날짜	투자의견	수정목표주가
13.2.13	BUY	15,000 원
12.10.2	BUY	21,000 원
12.10.1	BUY	21,000 원



투자 의견 분류 및 적용	
1. 기업 및 산업의 분류	
기업분석	
분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
산업분석	
분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능
2. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용	

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이상우)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2013년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이상우)는 2013년 2월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.