2013년 3월 8일
Update

종합상사

현대상사(011760) | BUY

목표주가(12M): 46,200원
현재주가(3월7일): 24,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)			2,004.40
52주최고/최저(원)			27,650/19,150
시가총액(십억원)			556.0
시가총액비중(%)			0.05
발행주식수(천주)			22,329.8
60일 평균거래량(천주)			94.7
60일 평균거래대금(십억원)			2.2
11년 배당금(원)			500
12년 배당금(예상,원)			500
외국인 지분율(%)			5.50
주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.4	11.7	(8.8)
상대	(3.4)	7.8	(9.9)

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	4,808.9	5,226.1
영업이익(십억원)	83.6	86.8
순이익(십억원)	72.5	93.6
EPS(원)	3,246	4,029
BPS(원)	15,486	19,075

Stock Price

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

숨겨진 가치주, 현대상사

현대상사 4Q12: 매출 1조 413억원, 영업이익 197억원 (OPM 1.9%)

현대상사 4Q12 실적은 매출 1조 413억원(-7.2%QoQ, -7.6%YoY), 영업이익 197억원(+105.4%QoQ, 13.2%YoY)로 당사추정치(매출 1조 761억원, 영업이익 124억원)중 영업이익이 약 59.2% 미달했다. 4Q12 회계기준변경으로 과거 환입되었던 청도조선 관련 충당금 중 일부가 영업이익에 계상되었으며, 일부 트레이딩관련 충당금 및 회계기준 변경에 따른 이익증가가 함께 진행되면서 약 50억원의 추가이익이 발생했다.

1H13 현대상사: 긍정적 이벤트로 가득

현대상사의 2013년은 여러 이벤트를 기대한다. 우선 YLNG(예멘) 증산, 판가변동 등 이슈가 1Q12중 결정될 예정으로 현재 전망중인 배당금(연간 500억 규모) 이상의 현금유입 가능성이 점쳐지며, 우크라이나 전동차 수주가 1H13 성사될 것으로 전망되고 있어, 기계 트레이딩 실적 개선이 예상된다. 그 동안 기업가치 하락의 주된 이유였던 청도현대조선의 잔여선박 인도가 모두 완료되면서, 선박건조 관련 불확실성은 모두 해소된 상황이다. 향후 진행될 것으로 보이는 청도현대조선 고정비 절감노력 또한 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 46,200원 유지

현대상사의 투자의견 BUY, 목표주가 46,200원을 유지한다. 당사 추정 기업가치의 45%를 점하고 있는 YLNG의 가치증가요인이 기대되고 있어, 향후 추가모멘텀 확보도 가능할 것으로 전망된다. 목표주가 46,200원은 YLNG관련 이익이 반영될 시점인 2015년 EPS 5,414원기준 PER 8.5배다.

Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	5,030.8	4,717.2	5,119.1	5,568.5	5,995.6
영업이익	십억원	74.2	62.1	71.1	83.4	128.3
세전이익	십억원	78.7	83.9	97.4	109.0	151.1
순이익	십억원	68.7	71.3	77.9	87.2	120.9
EPS	원	3,077	3,192	3,489	3,904	5,414
증감율	%	35.2	3.7	9.3	11.9	38.7
PER	배	7.5	6.5	7.1	6.4	4.6
PBR	배	1.6	1.1	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	8.2	5.6	6.2	5.6	3.9
ROE	%	26.0	19.5	17.9	17.2	20.1
BPS	원	14,633	18,025	21,020	24,430	29,350
Net DER	%	70.3	35.3	28.1	22.3	16.8

자료: 하나대투증권

표 1. 현대상사 4Q12 실적

(십억원)	3Q12	4Q12P	%QoQ	당사추정	괴리율(%)	컨센서스
매출액	1,126.6	1,041.3	-7.6	1,076.1	-3.2	1,138.7
영업이익	17.4	19.7	13.2	12.4	59.2	14.2
세전이익	14.1	11.1	-21.6	8.3	33.9	12.0
순이익	5.6	9.6	71.9	6.7	43.7	10.8

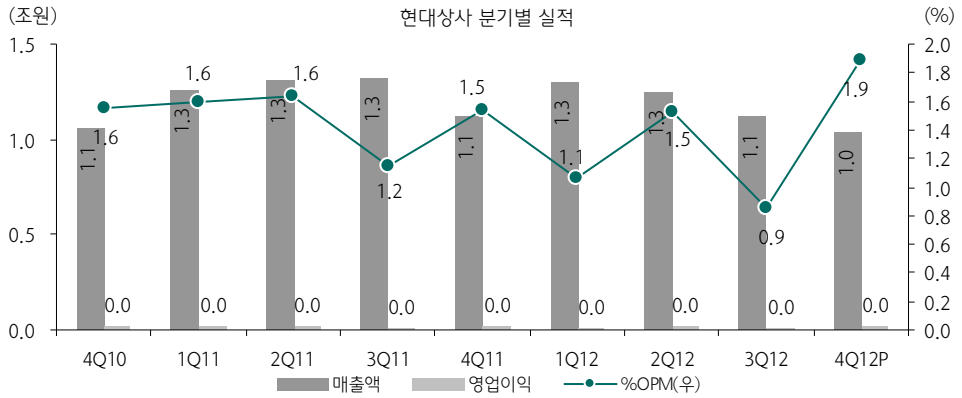
자료: 현대상사, 하나대투증권

표 2. 현대상사 분기실적 추정

(십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
매출액	700.8	872.6	1,004.0	1,056.4	1,262.5	1,314.9	1,326.8	1,126.6	1,300.3	1,253.3	1,122.2	1,041.3	1,172.5	1,318.0	1,295.7	1,332.8
영업이익	10.7	16.0	11.0	16.4	20.0	21.4	15.3	17.4	13.8	19.1	9.6	19.7	11.5	18.7	19.2	21.7
세전이익	14.5	19.6	10.1	6.8	22.4	20.0	22.1	14.1	23.6	37.9	11.3	11.1	17.5	25.5	25.8	28.6
순이익	13.4	18.2	9.0	6.2	16.9	24.0	21.1	5.6	20.3	32.7	9.2	9.6	12.8	20.6	21.2	23.3
%OPM(우)	1.5	1.8	1.1	1.6	1.6	1.6	1.2	1.5	1.1	1.5	0.9	1.9	1.0	1.4	1.5	1.6
%NPM	1.9	2.1	0.9	0.6	1.3	1.8	1.6	0.5	1.6	2.6	0.8	0.9	1.1	1.6	1.6	1.7

자료: 현대상사, 하나대투증권

그림 1. 현대상사: 3Q12 저점으로 실적개선



자료: 현대상사, 하나대투증권

표 3. 현대상사 VALUATION

구분		x	금액(십억원)	가정
사업부문 가치 ①	EBITDA (2013F)	EV/EBITDA	884	
TRADING	72	9.1	653	토요타츠쇼 적용
자원개발	33	9.1	301	토요타츠쇼 적용
기타	- 14	5.0	- 69	
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	463	
대우조선해양	0.0%	1	0	20%할인
YLNG	100.0%	579	463	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			1,347	
- 순차입금			314	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	

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**5,030.8**	**4,717.2**	**5,119.1**	**5,568.5**	**5,995.6**
매출원가	4,889.6	4,595.2	4,975.9	5,408.9	5,787.5
매출총이익	141.2	121.9	143.2	159.7	208.1
판관비	67.0	59.9	72.1	76.3	79.9
영업이익	**74.2**	**62.1**	**71.1**	**83.4**	**128.3**
금융손익	(7.9)	(20.1)	(7.4)	(7.0)	(6.6)
종속/관계기업손익	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	13.7	41.8	33.7	32.6	29.5
세전이익	**78.7**	**83.9**	**97.4**	**109.0**	**151.1**
법인세	11.1	12.6	19.5	21.8	30.2
계속사업이익	67.6	71.3	77.9	87.2	120.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**67.6**	**71.3**	**77.9**	**87.2**	**120.9**
포괄이익	141.1	71.7	78.0	87.3	121.0
(지분법제외)순이익	**68.7**	**71.3**	**77.9**	**87.2**	**120.9**
지배주주표괄이익	141.1	71.7	78.0	87.3	121.0
NOPAT	88.1	88.3	83.8	92.8	126.2
EBITDA	90.5	107.5	110.8	121.4	170.2
성장성(%)					
매출액증가율	38.4	(6.2)	8.5	8.8	7.7
NOPAT증가율	88.9	0.3	(5.1)	10.7	36.0
EBITDA증가율	65.2	18.8	3.0	9.5	40.2
(조정)영업이익증가율	37.0	(16.3)	14.6	17.2	53.9
(지분법제외)순익증가율	35.2	3.7	9.3	11.9	38.7
(지분법제외)EPS증가율	35.2	3.7	9.3	11.9	38.7
수익성(%)					
매출총이익률	2.8	2.6	2.8	2.9	3.5
EBITDA이익률	1.8	2.3	2.2	2.2	2.8
(조정)영업이익률	1.5	1.3	1.4	1.5	2.1
계속사업이익률	1.3	1.5	1.5	1.6	2.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	**1,353.7**	**1,459.8**	**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	943.4	1,023.8	1,113.7	1,199.1
재고자산	130.2	143.6	145.6	147.7	149.7
기타유동자산	134.0	86.0	88.7	91.5	94.4
비유동자산	**402.8**	**408.2**	**453.0**	**504.8**	**590.0**
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	54.4	55.9	57.2
기타비유동자산	108.5	108.3	144.5	195.5	257.4
자산총계	**1,756.5**	**1,868.1**	**2,010.6**	**2,170.5**	**2,360.0**
유동부채	**1,290.9**	**1,320.9**	**1,396.2**	**1,479.9**	**1,559.4**
금융부채	486.8	483.7	487.7	492.0	496.2
매입채무 등	653.2	662.1	719.0	781.9	841.8
기타유동부채	150.9	175.1	189.6	205.9	221.4
비유동부채	**138.8**	**144.7**	**145.0**	**145.1**	**145.3**
금융부채	117.3	117.3	117.3	117.3	117.3
기타비유동부채	21.5	27.4	27.7	27.9	28.0
부채총계	**1,429.7**	**1,465.6**	**1,541.2**	**1,625.0**	**1,704.6**
지배주주지분	**326.7**	**402.5**	**469.4**	**545.5**	**655.4**
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	213.9	280.7	356.7	466.4
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**326.7**	**402.5**	**469.4**	**545.5**	**655.4**
순금융부채	229.6	142.0	131.9	121.6	110.4

투자지표

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	3,077	3,192	3,489	3,904	5,414
BPS	14,633	18,025	21,020	24,430	29,350
CFPS	2,303	2,953	3,091	3,422	5,299
EBITDAPS	4,053	4,815	4,961	5,435	7,622
SPS	225,295	211,250	229,248	249,377	268,504
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	7.5	6.5	7.1	6.4	4.6
PBR	1.6	1.1	1.2	1.0	0.8
PCFR	10.0	7.0	8.1	7.3	4.7
EV/EBITDA	8.2	5.6	6.2	5.6	3.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	26.0	19.5	17.9	17.2	20.1
ROA	4.9	3.9	4.0	4.2	5.3
ROIC	27.8	16.0	14.6	14.6	17.6
부채비율	437.6	364.1	328.4	297.9	260.1
순부채비율	70.3	35.3	28.1	22.3	16.8
이자보상배율(배)	5.8	1.2	1.3	1.6	2.4

자료: 하나대투증권

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	**58.2**	**83.0**	**74.9**	**82.0**	**123.6**
당기순이익	68.7	71.3	77.9	87.2	120.9
조정	7.4	40.4	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	36.7	31.5	33.8	42.2
자산/부채의 변동	(39.2)	4.0	(13.6)	(15.5)	(15.0)
투자활동현금흐름	**3.1**	**(27.8)**	**(55.4)**	**(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)	15.9	(43.6)	(60.2)	(71.3)
재무활동현금흐름	**76.3**	**(14.2)**	**(7.2)**	**(6.8)**	**(7.0)**
금융부채증가(감소)	81.9	(3.1)	3.9	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	65.9	69.0	76.4	118.3
Free Cash Flow	(391.8)	100.2	27.1	26.9	27.5

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	8.7	7.6	8.4	15.9	12.7
Emerging Market	10.8	9.7	10.6	13.1	10.9
World	13.0	11.6	12.7	9.9	11.6

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

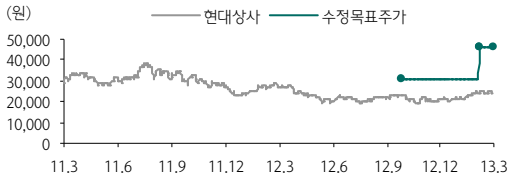
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	8.9	8.0	8.7	35.4	11.2
Emerging Market	7.1	6.8	7.0	9.0	4.1
World	10.6	9.8	10.5	4.9	8.4

* MSCI Energy Industry Group

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▸현대상사

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



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현주가 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. 투자의견의 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 3월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이상우)는 2013년 3월 8일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.