

2013년 4월 22일
Update

종합상사

현대상사(011760) | BUY

목표주가(12M): 46,200원

현재주가(4월21일): 25,200원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,906.75	
52주최고/최저(원)	27,500/19,150	
시가총액(십억원)	562.7	
시가총액비중(%)	0.05	
발행주식수(천주)	22,329.8	
60일 평균거래량(천주)	86.0	
60일 평균거래대금(십억원)	2.2	
12년 배당금(원)	500	
13년 배당금(예상,원)	500	
외국인 지분율(%)	5.93	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(3.1)	21.7 7.9
상대	(0.8)	23.6 11.4

Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	5,789.0	5,972.7
영업이익(십억원)	61.6	64.9
순이익(십억원)	74.3	74.9
EPS(원)	3,330	3,357
BPS(원)	21,192	24,053

Stock Price



Analyst 이상우

☎ 02-3771-7771

✉ tinycare@hanafn.com

RA 김우철

☎ 02-3771-7520

✉ kwooc1004@hanafn.com

걱정거리는 하나 둘씩 사라집니다

관련사로부터의 매출감소요인 해소

지난 4월 18일, 현대차그룹은 광고, 물류분야에서 계열사간 거래를 대폭 축소해 중소기업에 직 발주하거나 경쟁입찰로 전환기로 했다. 그 동안 현대글로벌비스의 상사분야 사업확장에 따른 사업축소가 우려되던 현대상사의 현대/기아차관련 사업축소 위협은 해소된 것으로 판단된다. 현대상사의 자동차관련 사업은 상사 특유의 전문성이 요구되는 해외사업분야였기 때문에, 이번 발표는 현대상사의 사업축소 우려를 해소하였으며, 이제 남은 것은 청도현대조선의 실적정상화다.

1Q13 PREVIEW: 매출 1조 3,169억원, 영업이익 70억원, 세전이익 187억원 전망

현대상사 1Q13 실적은 K-IFRS연결기준 매출 1조 3,169억원, 영업이익 70억원, 세전이익 187억원으로 추정한다. 전 분기 및 전년동기대비 영업이익이 급감한 것처럼 보일 수 있으나 2013년부터 K-IFRS연결실적으로 발표되면서 그 동안 영업이익에 반영되어있던 자원개발관련 손익이 영업외손익으로 변경 적용되었고, 청도현대조선관련 손익이 영업이익에 반영된 결과다. 즉, 영업이익 단순비교는 무의미해졌다.

투자의견 BUY, 목표주가 46,200원 유지

현대상사의 투자의견 BUY 및 목표주가 46,200원을 유지한다. 우크라이나 추가 전동차 수주가 진행될 경우 3Q13부터 트레이딩 분야의 이익증가가 기대된다. 이외에도 방글라데시, 에콰도르 등 참여중인 해외 전동차 프로젝트 수주여부에 따라 트레이딩 분야의 이익반영 역시 증가할 것으로 전망되기 때문이다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	5,448.9	5,468.4	5,387.5	5,677.6	5,958.1
영업이익	십억원	52.8	28.8	38.7	50.2	58.2
세전이익	십억원	59.9	64.6	86.8	101.0	138.1
순이익	십억원	43.9	51.6	69.3	80.7	110.3
EPS	원	1,965	2,309	3,105	3,613	4,941
증감율	%	(8.5)	17.5	34.5	16.3	36.7
PER	배	11.7	9.0	8.1	7.0	5.1
PBR	배	1.3	1.1	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	6.7	6.6	5.6	3.9
ROE	%	15.1	13.0	15.7	16.0	19.1
BPS	원	17,381	18,278	21,263	23,900	27,866
Net DER	%	39.1	38.2	37.9	24.4	12.8

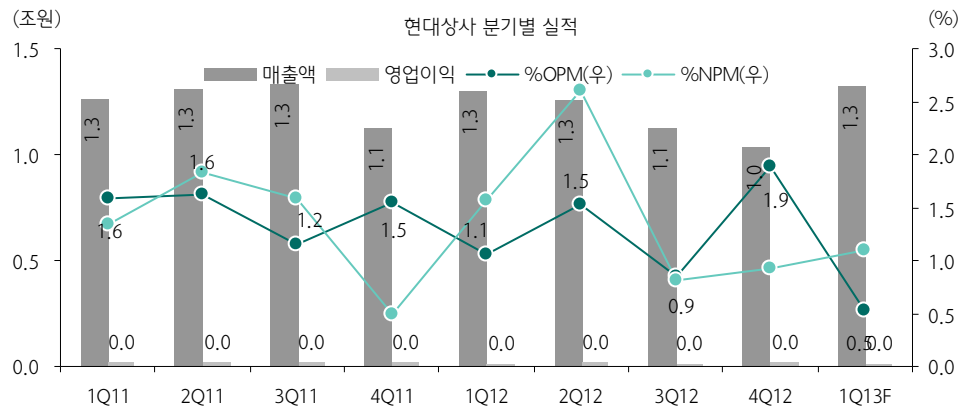
자료: 하나대투증권

1
1Q13 PREVIEW

1Q13 PREVIEW: 매출 1조 3,169억원, 영업이익 70억원, 세전이익 187억원 전망

현대상사 1Q13 실적은 K-IFRS연결기준 매출 1조 3,169억원, 영업이익 70억원, 세전이익 187억원으로 추정한다. 전 분기 및 전년동기대비 영업이익이 급감한 것처럼 보일 수 있으나 2013년부터 K-IFRS연결실적으로 발표되면서 그 동안 영업이익에 반영되어있던 자원개발 관련 손익이 영업외손익으로 변경 적용되었고, 청도현대조선관련 손익이 영업이익에 반영된 결과다. 즉 영업이익 단순비교는 무의미해졌다.

그림 1. 1Q13 분기실적 전망: 매출 1조 3,169억원, 영업이익 70억원, 세전이익 187억원 전망



주: 4Q12년까지 K-IFRS 별도기준이며, 2013년부터 K-IFRS 연결실적임
자료: 하나대투증권

표 1. 현대상사 분기실적 전망

(십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	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	1,316.9	1,288.5	1,423.8	1,358.3
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	7.0	8.7	10.8	12.3
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	18.7	20.8	22.3	24.9
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	14.4	16.7	18.3	20.1
%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	0.5	0.7	0.8	0.9
%NPM(우)	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	1.3	1.3	1.5

주: 4Q12년까지 K-IFRS 별도기준이며, 2013년부터 K-IFRS 연결실적임
자료: 하나대투증권

2

VALUATION

투자 의견 BUY, 목표주가 46,200원 유지

현대상사의 투자 의견 BUY 및 목표주가 46,200원을 유지한다. 우크라이나 추가 전동차 수주가 진행될 경우 3Q13부터 트레이딩 분야의 이익증가가 기대된다. 이외에도 방글라데시, 에콰도르 등 참여중인 해외 전동차 프로젝트 수주여부에 따라 트레이딩 분야의 이익반영 역시 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 현재주가는 2013년 실적 전망치 기준 PER 8.1x, PBR 1.2x 수준으로, 향후 YLNG 이익반영이 본격화되는 2016년 실적을 감안할 경우 목표가 46,200원은 PER 7.7x, PBR 1.4x수준이다. 이미 배당금 등으로 현금유입이 되고 있는 YLNG가치는 현대상사 밸류에이션에 반영되어야 하는 가치로, 지금도 YLNG가치를 감안한 현대상사 주가는 저평가된 것으로 판단된다.

표 2. 현대상사 VALUATION

구분		x	금액(십억원)	가형
사업부문 가치 ①	EBITDA (2013F)	EV/EBITDA	833	
TRADING	75	8.5	635	토요타츠쇼 적용
자원개발	31	8.5	267	토요타츠쇼 적용
기타(청도현대조선)	-14	5.0	-69	
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	504	
대우조선해양	0.0%	1	0	20%할인
YLNG	3.0% ^{주)}	630	504	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			1,337	
- 순차입금			306	2013(F)
- 우선주 시가				
보통주 주주 가치			1,030	
보통주 총주식수 (천주)			22,330	
보통주 발행주식수 (천주)			22,330	
우선주 발행주식수 (천주)			-	
자사주 주식수 (천주)			-	
BW전환가능 주식수 (천주)			-	
목표주가			46,200	

주: YLNG관련 지분율은 3%이나, 지분율 기준 연간배당금을 향후 20년 생산가정 현재가치할인(할인율 5%)했을 때 가치를 5,040억으로 추정
 자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,448.9	5,468.4	5,387.5	5,677.6	5,958.1
매출원가	5,310.4	5,333.4	5,248.2	5,522.2	5,790.6
매출총이익	138.4	135.0	139.3	155.4	167.5
판매비	85.6	106.2	100.5	105.2	109.3
영업이익	52.8	28.8	38.7	50.2	58.2
금융손익	(12.0)	(6.6)	(3.9)	(2.7)	(1.4)
종속/관계기업손익	19.2	21.5	31.5	31.6	58.1
기타영업외손익	(0.2)	20.9	20.5	21.9	23.3
세전이익	59.9	64.6	86.8	101.0	138.1
법인세	18.0	12.9	17.4	20.2	27.6
계속사업이익	41.9	51.6	69.4	80.8	110.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.9	51.6	69.4	80.8	110.5
비배주주순이익	(2.0)	0.1	0.1	0.1	0.2
지배주주순이익	43.9	51.6	69.3	80.7	110.3
지배주주표팔이익	198.2	35.1	59.2	70.6	100.5
NOPAT	50.1	56.9	72.6	82.9	111.6
EBITDA	81.0	92.6	112.2	124.1	162.7
성장성(%)					
매출액증가율	45.9	0.4	(1.5)	5.4	4.9
NOPAT증가율	0.9	13.5	27.6	14.2	34.6
EBITDA증가율	21.6	14.4	21.1	10.6	31.1
영업이익증가율	17.4	(45.5)	34.5	29.5	15.9
(지배주주)순이익증가율	(8.5)	17.5	34.5	16.3	36.7
EPS증가율	(8.5)	17.5	34.5	16.3	36.7
수익성(%)					
매출총이익률	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8
EBITDA이익률	1.5	1.7	2.1	2.2	2.7
영업이익률	1.0	0.5	0.7	0.9	1.0
계속사업이익률	0.8	0.9	1.3	1.4	1.9

투자지표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,965	2,309	3,105	3,613	4,941
BPS	17,381	18,278	21,263	23,900	27,866
CFPS	2,833	1,017	4,356	3,074	3,409
EBITDAPS	3,626	4,148	5,022	5,557	7,286
SPS	244,018	244,893	241,268	254,263	266,822
DPS	500	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	11.7	9.0	8.1	7.0	5.1
PBR	1.3	1.1	1.2	1.1	0.9
PCFR	8.1	20.4	5.8	8.2	7.4
EV/EBITDA	8.2	6.7	6.6	5.6	3.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	15.1	13.0	15.7	16.0	19.1
ROA	2.4	2.6	3.6	4.0	5.3
ROIC	18.0	10.3	11.9	12.5	16.3
부채비율	438.4	367.1	316.7	283.9	245.1
순부채비율	39.1	38.2	37.9	24.4	12.8
이자보상배율(배)	2.6	1.4	0.8	1.1	1.2

자료: 하나대투증권

Country Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	8.8	7.7	8.5	30.0	13.2
Emerging Market	10.9	9.8	10.6	15.6	11.1
World	13.3	11.9	12.9	10.6	11.6

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,557.6	1,430.7	1,363.0	1,428.8	1,493.8
금융자산	361.5	354.3	329.9	346.4	363.7
현금성자산	355.6	313.9	329.6	346.0	363.3
매출채권 등	804.2	809.8	828.8	873.1	915.9
재고자산	261.6	201.0	201.2	206.1	210.8
기타유동자산	130.3	65.6	3.1	3.3	3.4
비유동자산	521.5	484.0	621.5	623.8	654.8
투자자산	289.3	263.0	309.5	342.3	401.5
금융자산	164.3	149.7	164.7	165.9	167.1
유형자산	51.5	43.6	48.7	44.6	66.0
무형자산	67.9	68.0	64.8	63.0	62.2
기타비유동자산	112.7	109.3	198.5	174.0	125.1
자산총계	2,079.0	1,914.8	1,984.5	2,052.6	2,148.7
유동부채	1,523.4	1,368.8	1,286.9	1,301.5	1,314.7
금융부채	559.7	574.2	503.5	476.0	448.5
매입채무 등	760.4	703.6	694.5	731.9	767.9
기타유동부채	203.4	91.1	88.9	93.6	98.2
비유동부채	169.4	136.0	221.4	216.4	211.4
금융부채	117.3	86.4	171.8	166.8	161.8
기타비유동부채	52.2	49.6	49.6	49.6	49.6
부채총계	1,692.9	1,504.9	1,508.3	1,517.9	1,526.0
지배주주지분	388.1	408.1	474.8	533.7	622.2
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)	(19.1)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	156.9	141.0	130.4	119.8	109.2
이익잉여금	134.7	174.6	232.8	302.3	401.4
비지배주주지분	(1.9)	1.8	1.4	1.0	0.4
자본총계	386.2	409.9	476.2	534.7	622.6
순금융부채	151.2	156.6	180.7	130.5	79.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	71.7	28.0	100.4	70.8	77.2
당기순이익	43.9	51.6	69.3	80.7	110.3
조정	30.6	(2.1)	19.1	20.0	2.7
감가상각비	9.1	21.5	21.4	20.4	23.2
외환거래손익	0.1	3.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(19.3)	(21.5)	(31.5)	(31.6)	(58.1)
기타	40.6	(5.4)	29.1	31.1	37.6
자산/부채의 변동	(16.2)	(25.5)	33.2	(7.1)	(6.9)
투자활동현금흐름	44.4	(46.3)	(88.3)	(10.7)	(16.2)
투자자산감소(증가)	54.4	(30.8)	(6.4)	(32.8)	(59.3)
유형자산감소(증가)	(2.6)	0.7	(11.6)	(2.0)	(30.4)
기타투자활동	(7.4)	(16.2)	(70.2)	24.1	73.5
재무활동현금흐름	79.9	(12.9)	3.6	(43.7)	(43.7)
금융부채증가(감소)	85.5	(1.7)	14.7	(32.5)	(32.6)
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	199.2	(41.7)	15.7	16.5	17.3
Unlevered CFO	63.3	22.7	97.3	68.7	76.1
Free Cash Flow	(468.0)	27.7	(17.8)	74.6	74.8

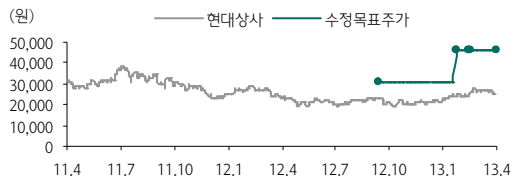
Sector Aggregates	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	8.9	8.0	8.6	59.1	11.4
Emerging Market	7.0	6.7	7.0	9.0	4.5
World	10.6	9.8	10.4	4.2	8.2

* MSCI Energy Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 현대상사

날짜	투자 의견	수정 목표주가
13.4.22	BUY	46,200 원
13.3.8	BUY	46,200 원
13.3.7	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



투자 의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용 기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중 축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용 기준
Overweight(비중 확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중 축소)	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 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2013년 4월 22일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이상우)는 2013년 4월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.