

변방(邊方)에서 중원(中原)으로

Analyst 박종렬

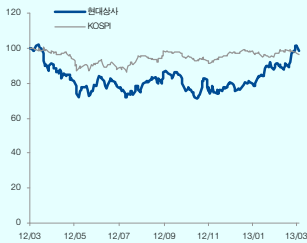
02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (3/19)	26,150원		
상승여력	49.1%		
시가총액	596십억원		
발행주식수	22,330천주		
자본금/액면가	112십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	27,650원/19,150원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	5.69%		
주요주주	현대중공업 22.36%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.9	24.8	14.1
상대주가(%p)	8.6	26.3	16.2
당사추정 EPS (2013F)	5,496원		
컨센서스 EPS (2013F)	5,161원		
컨센서스 목표주가	35,000원		

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

종합상사 변방주에서 핵심주로의 발돋움은 시작됐다

가
가 가 가
가 가 가
7 ,
가
3
가 가
가

에멘LNG의 증산, diversion, 판가 재협상 등으로 올해부터 E&P 수익 극대화

LNG , 가
730 , 12.3% 가
diversion
가 가 가
가 2015 2015

목표주가 3.9만원으로 상향, valuation 매력 가장 우수

가
P/E 4.8 , 6.1 가
가 33,000 39,000
가 LNG 가
LNG 2015 가
3,552 가 가 39,000
P/E 7.1 , 9.1

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	3,634	54	51	47	58	2,098	-189.1	12.2	3.8	10.7	27.5
2011	5,031	74	79	68	78	3,026	44.2	7.6	1.9	11.6	26.0
2012P	4,717	62	84	72	68	3,218	6.4	6.4	1.4	11.7	20.2
2013F	5,101	71	151	123	76	5,496	70.8	4.8	1.3	11.8	27.9
2014F	5,589	79	117	95	84	4,269	-22.3	6.1	1.1	10.3	17.7

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

적극적인 편입을 권고하는 4가지 이유

네 가지 호재, 순차적으로 가시
화하면서 주가 상승 모멘텀으로
작동

가 가 . 가 가
가 가
가 가 . 가
가 가 .
가 가 .

LNG
가가 . E&P 446 0.9% 가 ,
72.7% 가 770 . LNG 374
가 .

가
12 가

(金地金)
3 가 . 2010 2 4
2003~2004 가가 가가
2009 524 .
가 4 7 .
580 가 3 .

목표주가 3.9만원으로 상향, 매수 유지

에멘LNG 광구 재평가와 수익
예상 상향

KOSPI 26.3%p . 가 24.8% ,
. P/E 4.8 ,6.1 가 가
가 33,000 39,000 .
가 LNG 가 .

가 (SOTP) 가 (12 Forward) 8,727
 , 가 39,000 가 . 1) 가 4,550 (EV/EBITDA multiple
 5.8), 2) 가 887 (가 20%), 3) 가
 3,552 (LNG 가) 4) 262 .
 가 39,000 P/E 7.1 , 9.1 . < 1 >
 LNG 가 가 3,552 . LNG
 353 가 가 . 730
 , diversion 가 가
 가 .

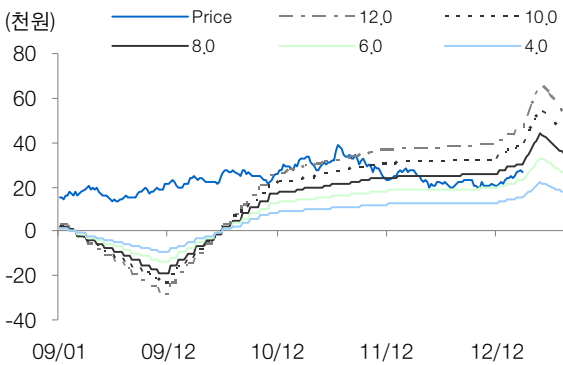
<표1> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	12P	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	3,972	4,436	4,891	4,550	
EBITDA	685	765	843		
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8		시장평균(5.8배) 적용
2. 투자자산가치	927	847	1,007	887	순자산가액대비 20% 할인율
3. 해외자원가치	3,552	3,552	3,552	3,552	예멘LNG광구 현가할인 <표3 참조>
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,451	8,835	9,450	8,989	
5. 조정순차입금	645	358	-25	262	
6. 청도조선소 부실	50	0	0	0	
7. 주주가치 (=4-5-6)	7,756	8,477	9,475	8,727	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	34,734	37,964	42,431	39,081	
현재주가 (원)	26,150	26,150	26,150	26,150	
상승여력	32.8	45.2	62.3	49.4	

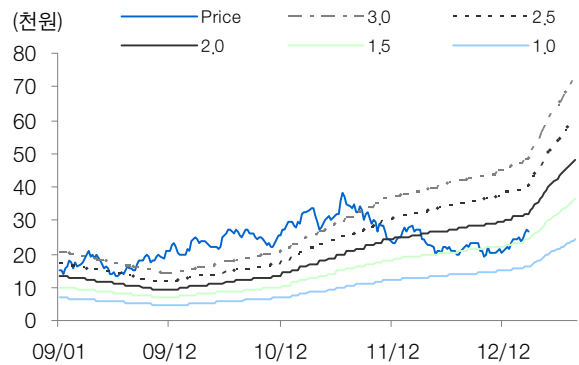
자료: HMC투자증권

<그림2> PER Band Chart



자료: Wisefn, HMC투자증권

<그림3> PBR Band Chart



자료: Wisefn, HMC투자증권

<표2> 종합상사 업종 Valuation

종목명 종목코드		대우인테네셔널 A047050	LG상사 A001120	SK네트웍스 A001740	현대상사 A011760
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
현재주가 (원) (3/19)		40,250	41,100	7,760	26,150
목표주가 (원)		53,000	59,000	10,000	39,000
상승여력 (%)		31.7	43.6	28.9	49.1
시가총액 (십억원)		4,488	1,593	1,926	584
매출액 (십억원)	12	17,571	12,789	27,945	4,717
	13F	18,505	12,235	25,744	5,101
	14F	19,930	12,457	26,318	5,589
영업이익 (십억원)	12	182	250	305	62
	13F	219	268	276	71
	14F	225	273	255	79
지배주주지분 순이익 (십억원)	12	211	223	20	72
	13F	226	233	136	123
	14F	360	294	121	95
EBITDA (십억원)	12	212	294	423	68
	13F	253	315	374	76
	14F	260	317	359	84
EPS_P (원)	12	1,943	5,743	81	3,218
	13F	1,983	6,010	547	5,496
	14F	3,161	7,594	488	4,269
PER_P (배)	12	20.4	8.4	103.8	6.4
	13F	17.7	7.9	14.7	4.8
	14F	11.1	6.3	16.5	6.1
PBR_P (배)	12	2.1	3.6	0.7	1.4
	13F	1.7	2.5	0.7	1.3
	14F	1.5	1.8	0.6	1.1
EV/EBITDA (배)	12	37.3	11.0	10.5	11.7
	13F	31.6	11.7	11.7	11.8
	14F	29.6	12.9	12.3	10.3
ROE_P(배)	12	10.3	15.7	0.6	20.2
	13F	9.8	14.7	4.3	27.9
	14F	14.1	16.2	3.7	17.7
매출액 증감률 (% YoY)	12	-9.7	-8.6	1.5	-6.2
	13F	5.3	-4.3	-7.9	8.1
	14F	7.7	1.8	2.2	9.6
영업이익 증감률 (% YoY)	12	11.8	24.5	-11.8	-16.4
	13F	20.3	7.1	-9.5	15.0
	14F	3.0	2.1	-7.5	11.2
EPS_P 증감률 (% YoY)	12	-6.2	-10.2	-86.1	6.4
	13F	2.0	4.7	571.3	70.8
	14F	59.4	26.3	-10.7	-22.3
EBITDA Margin (%)	12	1.2	2.3	1.5	1.5
	13F	1.4	2.6	1.5	1.5
	14F	1.3	2.5	1.4	1.5

자료: HMC투자증권

종합상사 실적과 주가 전망

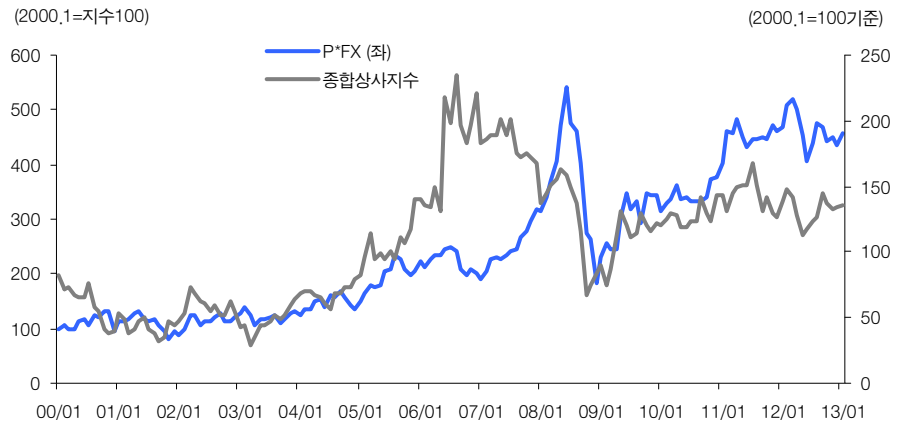
올해도 종합상사의 전반적인 영업실적은 좋지 않아

영업실적의 Key factor인 key factor $P(\text{가}) \times Q(\text{가}) \times FX(\text{ / 가 })$
 $P \times Q \times FX$, 부정적인 흐름이 , $P(\text{가})$ 가
 지속될 전망 , 가 가 .
 (Q) 가 가 , / (FX)
 가 . 2013 E&P 가
 . E&P
 LG 가가 , 가
 . 가 가

업황 모멘텀이 개선되기 전까지는 현대상사에 집중할 필요

상품가격과 환율 등 가격변수가 가 commodity 가 . ,
 부정적이라 종합상사 종목들이 주식 가 , E&P 가 . ,
 시장에서 주목 받지 못하고 있다 가 가 가 가
 $=f\{\text{Earning}(E\&P \text{ 가}), \text{Environment}(\text{가})\}$,
 . E&P ,
 가 가 . 2013 가 가
 가 가 가 가 가
 LG ,
 가가 가 .

〈그림4〉 P×FX와 종합상사지수 추이



주: 종합상사지수는 대우인터네셔널, LG상사, SK네트웍스, 현대상사의 시가총액을 기준
 자료: HMC투자증권

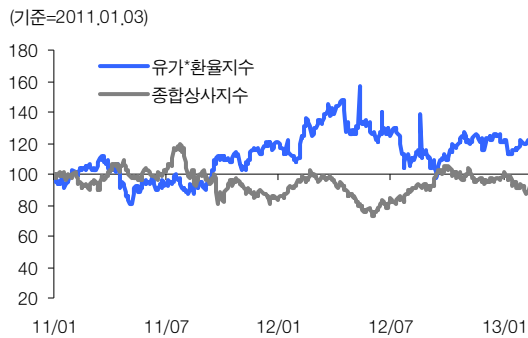
올해 상품가격은 약보합세에 머물 가능성 높아

상품가격의 추가 하락 크지 않을 것
 1
 Commodity 가 . 2013
 가

올해는 생산물량(Q)이 증대되는 업체에 집중할 필요가 있다

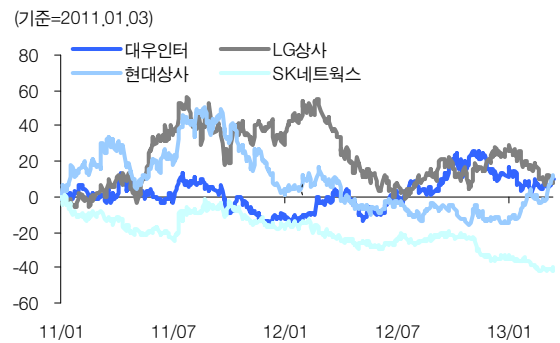
세계경제의 회복이 불확실할수록 Q가 증대되는 업체에 집중
 $P(\text{가}) \times FX(/)$ 가 E&P $P \times Q()$
 $\times FX$ 가 E&P
 implication E&P Q가 가 LG
 가 가

<그림5> P×FX와 종합상사지수 추이



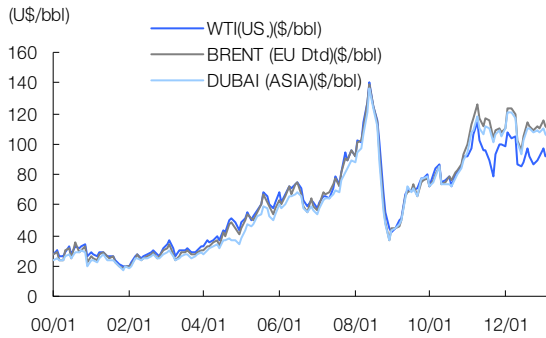
자료 : KRX, Wisefn, HMC투자증권

<그림6> 주요 업체의 상대수익률



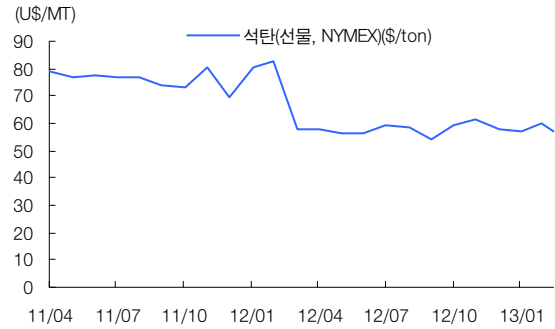
자료 : KRX, Wisefn, HMC투자증권

<그림7> WTI, Brent, Dubai유 가격 추이



자료 : Thomson Reuters, HMC투자증권

<그림8> 석탄가격 추이



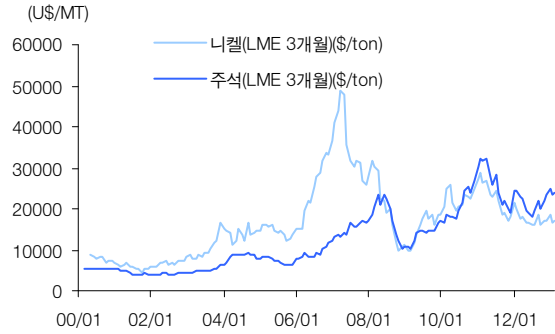
자료 : Bloomberg, HMC투자증권

<그림9> 구리, 아연가격 추이



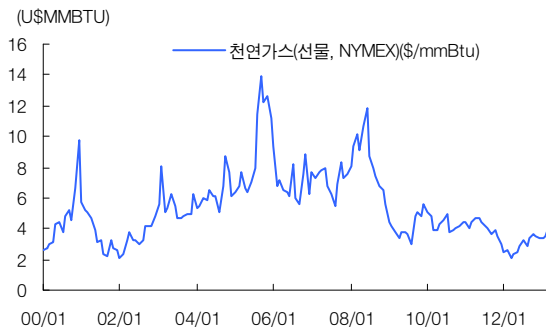
자료 : Thomson Reuters, HMC투자증권

<그림10> 니켈, 주석가격 추이



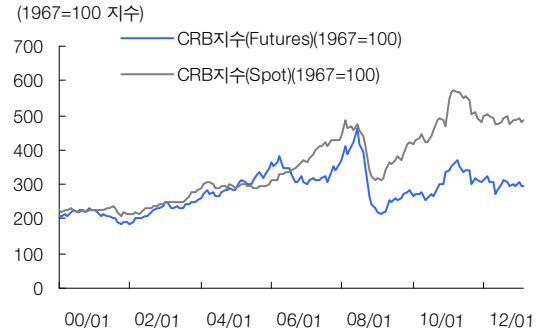
자료 : Thomson Reuters, HMC투자증권

<그림11> 천연가스 가격 추이



자료 : Thomson Reuters, HMC투자증권

<그림12> CRB지수 추이



자료 : Thomson Reuters, HMC투자증권

예멘LNG를 통해 올해부터 E&P 수익 급증

당분간 기존 보유 광구에 주력, 현대자원개발(주)에 지분투자도 병행

신규 투자는 현대자원개발(주)에 1,345억 원, 16개 E&P site
 지분투자 형식 . 2009 10 LNG 5 개
 , 2012 2019 가 .
 3 2010 345 , 2011 442 , 2012 378 개
 가 가 . E&P 2009
 , 2/3 가 가
 .
 E&P 가 가 가 , 가
 5,345 가 . site가 가 E&P 750
 . LNG 2015
 가 3,552 가 .
 E&P ,
 E&P
 , 10%

〈표3〉 현대상사의 E&P 가치분석

구 분	석유	LNG	LNG	석탄/광물	LNG	소계
E&P 총 가치 5,345억원	베트남 11-2광구	오만 KOLNG	카타르 라스라판	호주 드레이크 유역	예멘 LNG	
지분율	4.9	1.0	0.4	2.5	3.0	
총투자금액	293	14	35	78	1,353	
매장량(단위)	2,300만(배럴)	14조(CF)	6,300만(톤)	4,900만(톤)	약 2억(톤)	
연평균생산량	100만배럴	650만톤	650만톤	500만톤	730만톤	
생산개시	2007(23년)	2000(17년)	1999(10년)	1983(8년)	2009(25년)	
잔여기간	16	12	12	4	22	
가격	90(\$/배럴)	8.00(\$/mmbtu)	11.00(\$/mmbtu)	70(\$/톤)	6.60(\$/mmbtu)	
가정 환율	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	
매출액(연평균, 억원)	990	51,766	71,178	3,850	47,963	175,747
총비용(연평균, 40%)	396	20,706	28,471	1,540	31,176	82,290
총수익(연평균, 세율 30%)	416	21,742	29,895	1,617	11,751	65,420
현대상사 총수익(연평균)	20	217	120	40	353	750
할인율	10%	10%	10%	10%	10%	
현재가치 합(억원)	201	1,961	854	256	3,552	6,825
현대상사 현재가치 합(억원)	201	1,947	819	178	2,199	5,345

자료 : 현대종합상사, HMC투자증권

〈표4〉 자원개발 현황

구분	사업명	지분율	수익실현	배당기간	기준가격	진행사항
생 산	베트남 11-2	4.9%	매출액	2007~2028년	가스·장기판매계약 콘덴·입찰	- 2007년 양산 개시
	카타르 LNG	0.4%	배당금수익	2001~2024년	JCC	- 1999년 양산 개시
	오만 LNG	1.0%	지분법이익	2002~2024년	JCC	- 2000년 양산 개시
	호주 Drayton	2.5%	매출액	1983~2016년	FOB Newcastle	- 1983년 양산 개시
	예멘 LNG	3.0%	先 대여금 상환 後 배당금 수익	2012~2015 (투자원금 회수) 2015~2034년	JCC, HHI	- 2009년 양산 개시
개 발	암바토비 니켈	0.5%	-	2019~2039년	-	- 2012년 양산 개시

주 : JCC(Japanesee Crude Coctail) : 일본 원유도입 복합 단가
 HHI(Henry Hub Index) : 미국 걸프해안의 천연가스의 표준가격
 FOB Newcastle: Newcastle항 분선인도 가격 (6,300kcal / kg GAR)
 자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표5〉 자원개발 수익 현황

사업명 (억원)	구분	2009	2010	2011	2012
베트남 11-2	매출이익	29	43	55	26
카타르 LNG	배당금수익	119	125	173	129
오만 LNG	지분법이익	154	154	185	215
호주 Drayton	매출이익	8	23	29	8
합계 (수익인식)		310	345	442	378

자료 : 현대상사, HMC투자증권

증산, 물량diversion, 판가 재협상 등으로 예멘LNG 수익 큰 폭 증대

예멘LNG 수익 큰 폭 증가로	2009	LNG	600
2015년부터 손익에 반영될 수 있을 것	(1,353)	2015	2016
	730	5.8%	650
		12.3%	가 730
			가
			LNG 374
	(68)	가	diversion
		가	(가 5)
	598	가	2015
	2015		

<표6> 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명	지분율(%)	수익인식(억원)	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F
베트남 11-2광구	4.9	매출이익	29	43	55	26	20	20	20	19
오만 KOLNG	1.0	지분법	154	154	185	215	211	211	211	205
카타르 라스라판	0.4	배당금	119	125	173	129	118	118	118	114
호주 드레이튼 유연탄	2.5	매출이익	8	23	29	8	48	47	47	46
에멘 LNG	3.0	배당금				68	374	598	622	614
합계			310	345	442	446	770	994	1,018	999
증감률 (% YoY)				11.3	28.1	0.9	72.7	29.0	2.4	-1.9
연간 생산량										
베트남 11-2광구		만배럴	100	100	100	100	100	100	100	100
오만 KOLNG		만톤	650	650	650	650	650	650	650	650
카타르 라스라판		만톤	650	650	650	650	650	650	650	650
호주 트레이튼 유연탄		만톤	500	500	500	500	500	500	500	500
에멘 LNG		만톤	690	690	690	650	730	730	730	730
가격 변수										
유가(WTI, 평균)		\$/bbl	62.0	79.5	95.1	94.2	92.5	94.1	95.6	96.8
천연가스(JCC)		\$/mmbtu	6.0	7.0	9.0	10.0	9.8	10.0	10.2	10.3
천연가스(HHI)		\$/mmbtu	3.7	3.7	4.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1
천연가스(에멘)		\$/mmbtu	2.9	2.9	2.9	2.9	4.3	7.0	7.4	7.6
석탄		\$/MT	60.0	80.0	90.0	95.0	93.3	94.9	96.5	97.7
원/달러 (평균)		원/\$	1276.4	1156.3	1108.1	1126.9	1044.5	1026.3	1010.0	970.0

자료 : 현대종합상사, HMC투자증권

청도조선소 악재의 해소 단계

사실상 영업종료, 향후 근본적 해결을 위한 다양한 방안 모색 중

지분법손실 축소와 해결방안 모색
으로 기업가치 할인요소 해소 중

2003

7

가

12

가

2011 356

200

50~100

)

50

가

〈표7〉 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

〈표8〉 청도현대조선 손익현황 (단위: USD천)

	2010	2011	2012(E)
매출액	60,248	10,201	10,523
매출이익	-10,779	-24,323	-12,656
일반관리비	4,308	5,124	4,682
영업이익	-15,087	-29,447	-17,338
당기순이익	-14,900	-26,754	-20,922

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표9〉 청도현대조선 자산현황 (단위: USD천)

	2010	2011	2,012
자산	120,273	101,885	59,006
부채	170,624	181,563	121,186
자본	-50,351	-79,678	-62,180
자본금	72,696	70,124	121,163
이익잉여금	-123,047	-149,802	-183,344

자료 : 현대상사, HMC투자증권

프로젝트 사업을 통해 불황을 극복한다

범현대 그룹과의 시너지는 계속된다

향후 범현대 그룹과의 시너지

창출에 주목

2~3

< 10 >

2012

2010 1

가

〈표10〉 사업부문별 매출액, 영업이익, 영업이익률 비교

(단위: 억원, %, %p)

	2012년			2011년			비교 (증감률, %, %p)		
	매출액	영업이익	OP Margin	매출액	영업이익	OP Margin	매출액	영업이익	OP Margin
기계/플랜트	19,158	290	1.5	20,391	382	1.9	-6.0	-24.2	-0.4
철강	18,255	77	0.4	21,636	210	1.0	-15.6	-63.4	-0.6
화학	9,047	-5	-0.1	7,803	11	0.1	15.9	적전	-0.2
전자/정보통신	178	105	58.7	222	120	54.0	-19.7	-12.7	4.7
자원개발	135	26	19.5	134	56	41.8	0.1	-53.3	-22.3
기타	399	128	32.0	121	-38	-31.4	229.6	흑전	63.4
합 계	47,172	621	1.3	50,308	742	1.5	-6.2	-16.3	-0.2

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

자료: HMC투자증권

전동차와 플랜트에서 대규모 수주를 통해 불황을 극복한다

총 7건의 프로젝트 사업관련
 수주 진행 중 우크라이나 전동차
 를 비롯해 적어도 2건 이상 낙찰
 가능할 것

가
 가
 가 가
 ,
 가가
 4
 70 가 2.5
 가 . 2.5 , 4
 194 6~7 . 3~4
 . 2 가 ,
 가 가 . 2010 12 90
 10 , 가
 가가
 (, ,) 3 ,
 , . 가
 ,
 valuation .

〈그림13〉 전동차 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림14〉 발전설비 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림15〉 해양플랜트 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림16〉 정유설비 플랜트 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

영업실적 전망

지난해 매출액과 영업이익은 전년비 각각 6.2%, 16.4% 감소

글로벌 경기 침체와 부정적인 매크로 변수로 지난해 실적 부진
가 , ,
4 7,172 620 6.2%, 16.4%

올해 영업실적의 턱어라운드 가능하다

프로젝트 수주와 금지금 과징금 환입 등으로 실적 큰 폭 개선
가
가
7
가
8.1%, 15.0% 가 5 1,014 713
가 79.4% , 580 3

<표11> 현대상사 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2012				2013F				12	13F	14F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	13,003	12,533	11,222	10,413	12,297	13,340	12,689	12,688	47,172	51,014	55,890
기계 / 플랜트	5,676	4,473	4,189	4,820	4,801	4,106	4,031	4,971	19,158	17,909	18,386
철강	4,654	5,468	4,321	3,812	3,937	5,019	4,158	3,932	18,255	17,046	17,496
화학	2,524	2,407	2,532	1,584	2,134	2,209	2,436	1,635	9,047	8,414	8,640
전자 / 정보통신	40	50	48	40	33	45	45	41	178	164	167
기타 (상품+자원)	109	136	132	157	92	125	127	162	534	506	519
프로젝트 사업	0	0	0	0	1,300	1,836	1,891	1,948	0	6,975	10,683
매출총이익	324	367	265	263	296	399	303	321	1,219	1,319	1,460
영업이익	143	186	96	196	139	216	118	239	621	713	793
세전이익	236	379	113	111	178	254	597	477	839	1,506	1,170
순이익	203	327	92	96	145	207	487	389	718	1,227	953
수익성											
GPM	2.5	2.9	2.4	2.5	2.4	3.0	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
OPM	1.1	1.5	0.9	1.9	1.1	1.6	0.9	1.9	1.3	1.4	1.4
RPM	1.8	3.0	1.0	1.1	1.4	1.9	4.7	3.8	1.8	3.0	2.1
NPM	1.6	2.6	0.8	0.9	1.2	1.6	3.8	3.1	1.5	2.4	1.7
성장성 (YoY)											
매출액	3.0	-4.7	-15.4	-7.6	-5.4	6.4	13.1	21.9	-6.2	8.1	9.6
영업이익	-28.9	-13.4	-37.4	12.9	-2.4	16.4	23.7	22.0	-16.4	15.0	11.2
세전계속이익	5.1	89.3	-48.9	-20.9	-24.6	-32.9	428.7	327.8	6.7	79.4	-22.3
순이익	20.2	36.3	-56.4	72.9	-28.8	-36.6	428.8	303.1	6.4	70.8	-22.3
기본가정											
세계GDP	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0	3.1
국제유가	103.1	93.3	92.2	88.2	91.0	92.0	94.0	93.0	94.2	92.5	94.1
원/달러 (평균)	1,131.1	1,152.0	1,133.0	1,090.3	1,056.0	1,045.0	1,040.0	1,037.0	1,126.9	1,044.5	1,026.3
원/달러 (기말)	1,132.0	1,145.0	1,114.0	1,070.6	1,061.0	1,056.0	1,047.0	1,045.0	1,070.6	1,045.0	1,016.0

주 : 세전이익의 변동 폭이 큰 것은 금지금 과징금 환입(580억원)을 금년 3분기에 반영했기 때문임
자료 : 현대상사, HMC투자증권

비 영업부문의 개선으로 주가 할인을 제거될 것

청도현대조선소 지분법손실
 축소와 비 영업부문 개선
 약재 해소로 더 이상 할인될
 이유 없다

2011 356

50~70

2~3

2010 2

2003~2004

가

가

2009

524

24 2

가

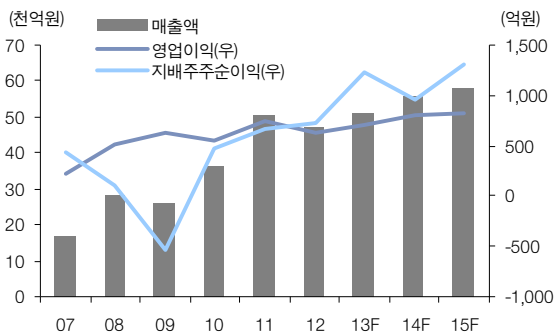
4

7

580 가

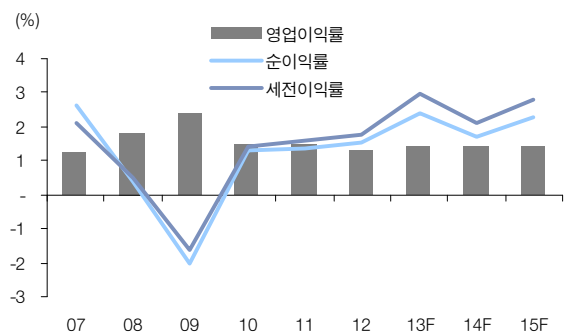
3

<그림17> 안정적인 외형 및 이익 성장



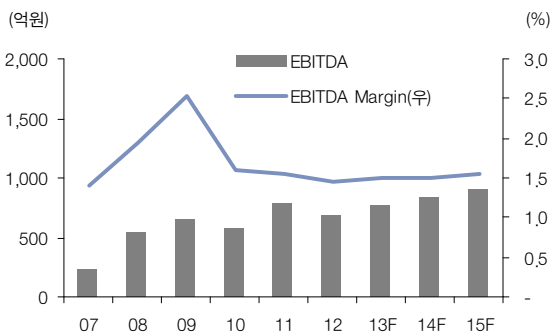
자료 : 현대상사, HMC투자증권

<그림18> 수익성 추이 및 전망



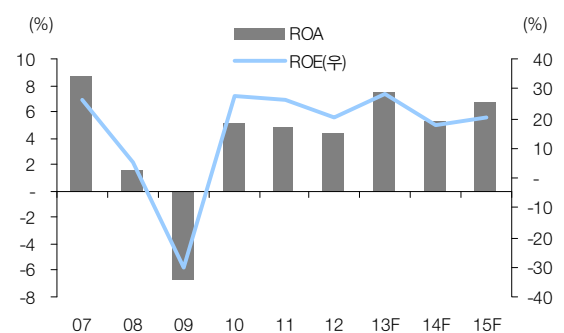
자료 : 현대상사, HMC투자증권

<그림19> EBITDA, EBITDA Margin 추이 및 전망



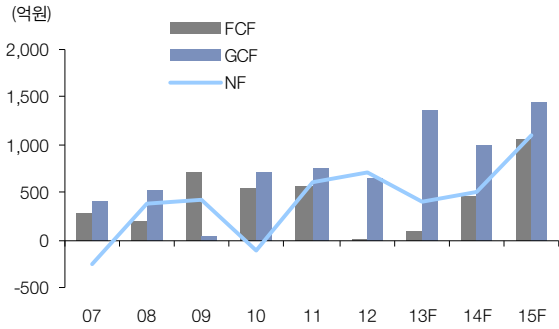
자료 : 현대상사, HMC투자증권

<그림20> ROA, ROE 추이 및 전망



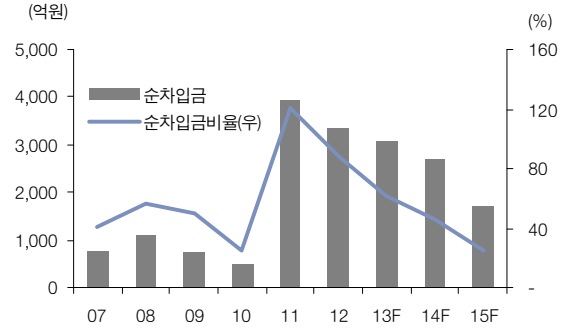
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림21〉 FCF의 안정적 증대



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림22〉 순차입금은 지속적으로 축소



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표12〉 현대상사 순차입금 현황 및 전망

(단위: 억원, %)

	06	07	08	09	10	11	12P	13F	14F	15F
단기차입금	0	0	0	0	0	4,372	4,335	3,935	4,235	3,935
단기사채	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	1,336	480	491	0	0	0	0
단기금융부채	0	0	0	2	4	4	9	11	11	11
사채	625	626	605	0	498	499	499	499	499	399
장기차입금	761	1,043	1,499	656	561	674	834	634	634	634
장기금융부채	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
차입금 총계	1,387	1,669	2,104	1,994	1,544	6,041	5,677	5,079	5,380	4,980
평균차입금	28,707	1,528	1,887	2,049	1,769	3,792	5,859	5,378	5,230	5,180
순차입금	610	762	1,127	724	473	3,937	3,370	3,083	2,700	2,173
자본총계	1,438	1,879	2,021	1,467	1,938	3,267	3,844	4,959	5,801	6,540
순차입금비율	42.4	40.5	55.8	49.4	24.4	120.5	87.7	62.2	46.6	33.2

자료 : 현대상사, HMC투자증권

Appendix

〈표13〉 현대상사 주요 연혁

일자	내용
1976.12	회사 설립
1978.02	종합무역상사 지정
1981.01	호주 드레이튼 광산 개발
1984.07	에멘 마리브 유전 개발
1990.04	인니 베카시 공단 기공
2003.08	현대그룹에서 계열분리
2003.09	채권금융기관과 경영 정상화 약정 체결
2010.01	현대중공업 계열 편입

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표14〉 주주구성

주주명	지분율
현대중공업	22.4%
KCC	12.0%
정몽혁	8.3%
현대중합금속(주)	2.0%
현대산업개발(주)	2.0%
만도	2.0%
현대백화점(주)	1.0%
현대홈쇼핑(주)	1.0%
국민연금공단	8.6%
신한BNP Paribas 자산운용	6.4%
기타 소액주주	34.3%
소계	100.0%

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표15〉 연결대상 종속기업 현황

종속회사명	업종명	투자비율(%)	소재지	결산월
HYUNDAI CORP. USA	종합무역업	100.00	미국	12월
HYUNDAI AUSTRALIA PTY., LTD.	종합무역업 및 광산개발	100.00	호주	12월
HYUNDAI JAPAN CO., LTD.	종합무역업	100.00	일본	12월
HYUNDAI CANADA INC.	종합무역업	100.00	캐나다	12월
HYUNDAI CORP. EUROPE GMBH	종합무역업	100.00	독일	12월
HYUNDAI SANGSA H,K., LTD.	종합무역업	100.00	홍콩	12월
HYUNDAI CORPORATION SINGAPORE PTE. LTD.	종합무역업	100.00	싱가폴	12월
HYUNDAI CORPORATION (SHANGHAI) CO., LTD.	종합무역업	100.00	중국	12월
POS-HYUNDAI STEEL MFG. (I) PVT. LTD.	철강제조업	70.50	인도	3월
QINGDAO HYUNDAI SHIPBUILDING CO., LTD.	선박건조업	94.29	중국	12월

자료 : 현대상사, HMC투자증권

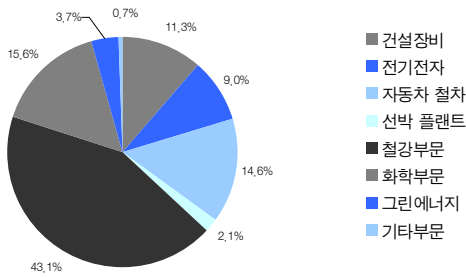
〈표16〉 연결대상 종속기업의 요약 재무상태표와 요약 포괄손익계산서

(단위: 억원)

종속회사명	자산	부채	자본	매출	당기손익	총포괄손익
HYUNDAI CORP. USA	2,312	2,226	86	4,525	-12	-19
HYUNDAI AUSTRALIA PTY., LTD.	111	20	90	260	1	-4
HYUNDAI JAPAN CO., LTD.	461	385	76	1,882	-20	-36
HYUNDAI CANADA INC.	382	316	66	691	3	0
HYUNDAI CORP. EUROPE GMBH	271	179	91	423	1	-4
HYUNDAI SANGSA H,K., LTD.	3	0	3	0	0	0
HYUNDAI CORPORATION SINGAPORE PTE. LTD.	414	305	109	5,179	2	-6
HYUNDAI CORPORATION (SHANGHAI) CO., LTD.	49	0	48	141	-6	-9
POS-HYUNDAI STEEL MFG. (I) PVT. LTD.	218	82	136	349	16	1
QINGDAO HYUNDAI SHIPBUILDING CO., LTD.	780	1,394	-614	123	-75	-37

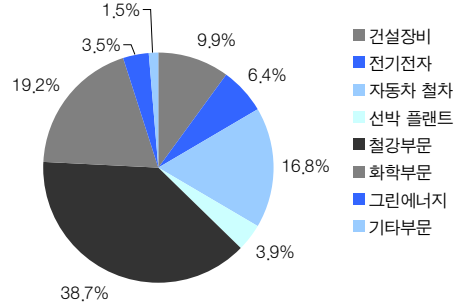
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림23〉 품목별 매출 구성비 (2011년)



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림24〉 품목별 매출 구성비 (2012년)



자료 : 현대상사, HMC투자증권

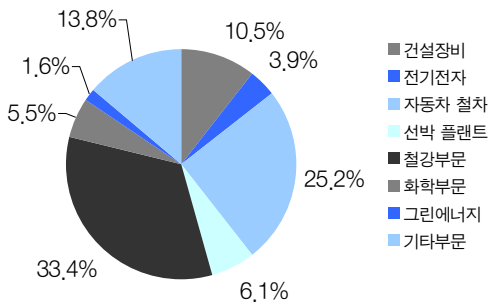
〈표17〉 품목별 매출액 변동 이유

(단위: 억원)

품목	2011	구성비	2012	구성비	증감	비고
건설장비	5,685	11.3%	4,677	9.9%	-17.7%	브라질/인도시장 수출감소
전기전자	4,528	9.0%	3,041	6.4%	-32.8%	미국시장 물량 감소
자동차 철차	7,345	14.6%	7,947	16.8%	8.2%	현대/기아차 매출 증가
선박 플랜트	1,044	2.1%	1,829	3.9%	75.2%	선박기자재 수출 증가
철강부문	21,696	43.1%	18,255	38.7%	-15.9%	세계 철강시장 불황
화학부문	7,825	15.6%	9,046	19.2%	15.6%	오일뱅크 물량 증대
그린에너지	1,846	3.7%	1,663	3.5%	-9.9%	글로벌 경기침체
기타부문	339	0.7%	714	1.5%	110.6%	브랜드 사업, 산업 유통
합계	50,308	100.0%	47,172	100.0%	-6.2%	

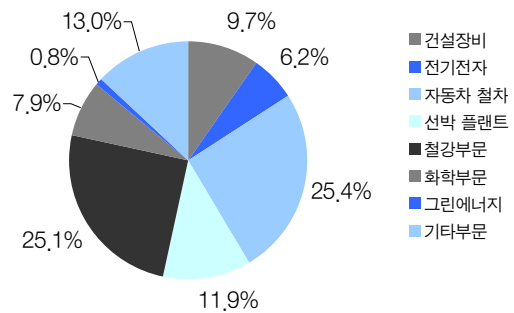
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림25〉 품목별 매출총이익 구성비 (2011년)



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림26〉 품목별 매출총이익 구성비 (2012년)



자료 : 현대상사, HMC투자증권

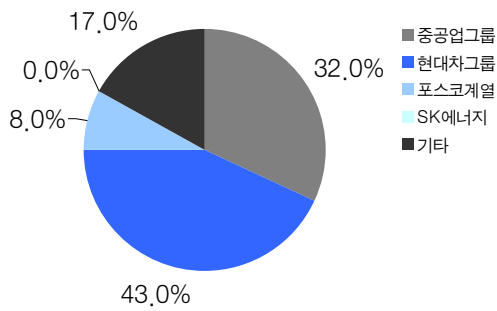
〈표18〉 품목별 매출총이익 변동 이유

(단위: 억원)

품목	2011	구성비	2012	구성비	증감	비고
건설장비	148	10.5%	119	9.7%	-19.9%	브라질/인도시장 수출감소
전기전자	55	3.9%	76	6.2%	37.4%	발전사업 수수료 증가
자동차 철차	355	25.2%	309	25.4%	-12.9%	철차부문 이익 감소
선박 플랜트	86	6.1%	145	11.9%	69.6%	플랜트 사업 수수료 증가
철강부문	472	33.4%	306	25.1%	-35.2%	세계 철강시장 불황
화학부문	78	5.5%	96	7.9%	22.4%	오일뱅크 물량 증대
그린에너지	23	1.6%	10	0.8%	-56.5%	글로벌 경기침체
기타부문	195	13.8%	159	13.0%	-18.6%	브랜드 사업, 산업 유통
합계	1,412	100.0%	1,219	100.0%	-13.7%	

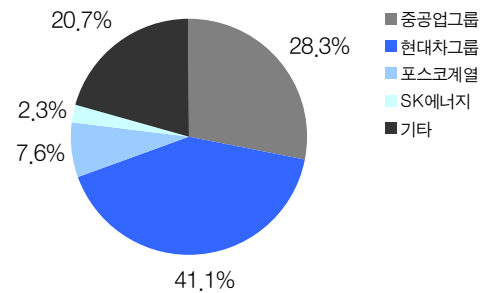
자료: 현대상사, HMC투자증권

〈그림27〉 공급선별 매출 구성비 (2011년)



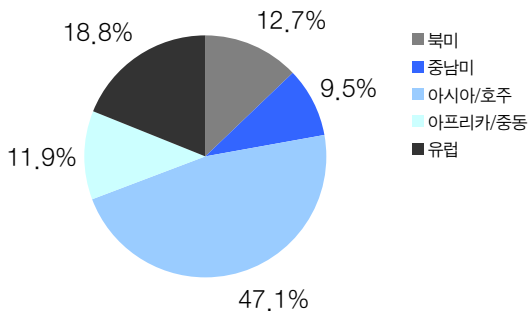
자료: 현대상사, HMC투자증권

〈그림28〉 공급선별 매출 구성비 (2012년)



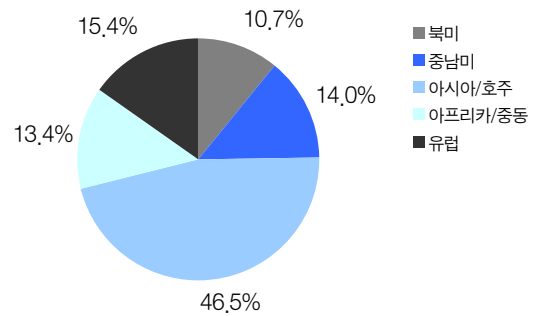
자료: 현대상사, HMC투자증권

〈그림29〉 지역별 매출 구성비 (2011년)



자료: 현대상사, HMC투자증권

〈그림30〉 지역별 매출 구성비 (2012년)



자료: 현대상사, HMC투자증권

COMPANY REPORT

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012P	2013F	2014F
매출액	3,634	5,031	4,717	5,101	5,589
증가율 (%)	41.0	38.4	-6.2	8.1	9.6
매출원가	3,522	4,890	4,595	4,969	5,443
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.4	97.4	97.4
매출총이익	111	141	122	132	146
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.6	2.6	2.6
증가율 (%)	-1.4	26.8	-13.6	8.2	10.7
판매관리비	57	67	60	61	67
판매비율(%)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2
EBITDA	58	78	68	76	84
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
증가율 (%)	-11.0	34.5	-12.3	11.7	10.3
영업이익	54	74	62	71	79
영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.3	1.4	1.4
증가율 (%)	-12.5	37.0	-16.4	15.0	11.2
영업외손익	1	6	22	59	15
금융수익	28	42	39	36	36
금융비용	28	50	41	37	37
기타영업외손익	1	14	24	60	16
중속/관계기업관련손익	-4	-1	0	20	22
세전계속사업이익	51	79	84	151	117
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.8	3.0	2.1
증가율 (%)	흑전	54.1	6.7	79.4	-22.3
법인세비용	4	11	12	28	22
계속사업이익	47	68	72	123	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	68	72	123	95
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.5	2.4	1.7
증가율 (%)	흑전	44.2	6.4	70.8	-22.3
지배주주지분 순이익	47	68	72	123	95
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	-3	0	0
총포괄이익	0	141	69	123	95

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	55	58	2	11	49
당기순이익	47	68	72	123	95
유형자산 상각비	0	1	1	1	1
무형자산 상각비	4	3	5	4	4
외환손익	2	0	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	-39	-67	-96	-29
기타	17	26	-12	-20	-22
투자활동으로인한현금흐름	-65	3	69	29	1
투자자산의 감소(증가)	-28	-3	120	10	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-2	-2
기타	-36	8	-50	20	22
재무활동으로인한현금흐름	-43	76	-44	-71	19
차입금의 증가(감소)	-9	448	13	-60	30
사채의증가(감소)	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-6	-11	-11	-11
기타	-84	-367	-46	0	0
기타현금흐름	0	1	-1	0	0
현금의증가(감소)	-53	138	26	-31	68
기초현금	120	67	205	231	200
기말현금	67	205	231	200	268

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

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
유동자산	721	1,354	1,281	1,480	1,618
현금성자산	67	205	231	200	268
단기투자자산	40	6	0	0	0
매출채권	337	858	934	1,138	1,200
재고자산	247	130	117	142	150
기타유동자산	30	155	0	0	0
비유동자산	297	403	280	266	283
유형자산	2	3	3	3	3
무형자산	45	56	54	50	47
투자자산	234	235	116	106	126
기타비유동자산	16	109	107	107	107
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,756	1,561	1,746	1,900
유동부채	716	1,291	1,020	1,108	1,177
단기차입금	0	437	434	394	424
매입채무	548	560	585	713	752
유동성장기부채	48	49	0	0	0
기타유동부채	120	244	2	2	2
비유동부채	109	139	157	142	143
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	83	63	63
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	23	28	30
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	824	1,430	1,177	1,250	1,320
지배주주지분	194	327	384	496	580
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	8	76	73	73	73
이익잉여금	89	154	214	326	410
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	194	327	384	496	580

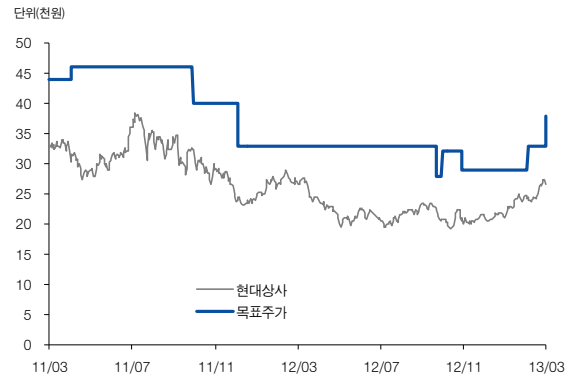
(단위: 원,%)

주요투자지표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	3,218	5,496	4,269
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	3,218	5,496	4,269
BPS(자본총계 기준)	6,670	12,131	14,784	19,957	23,890
BPS(지배자본 기준)	6,670	12,131	14,784	19,957	23,890
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	6.4	4.8	6.1
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	6.4	4.8	6.1
PBR(자본총계 기준)	3.8	1.9	1.4	1.3	1.1
PBR(지배자본 기준)	3.8	1.9	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	10.7	11.6	11.7	11.8	10.3
배당수익률	1.0	2.2	2.4	1.9	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	6.4	70.8	-22.3
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	6.4	70.8	-22.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	20.2	27.9	17.7
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	20.2	27.9	17.7
ROA	5.1	4.9	4.3	7.4	5.2
안정성 (%)					
부채비율	425.4	437.6	306.1	252.0	227.6
순차입금비율	24.4	120.5	87.7	62.2	46.6
이자보상배율	7.8	4.9	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/04/20	BUY	46,000	13/03/20	BUY	39,000
11/07/18	BUY	46,000			
11/10/17	BUY	40,000			
11/12/21	BUY	33,000			
12/01/20	BUY	33,000			
12/05/09	BUY	33,000			
12/07/03	BUY	33,000			
12/10/09	BUY	28,000			
12/10/17	BUY	32,000			
12/11/15	BUY	29,000			
12/12/26	BUY	29,000			
13/02/20	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: HMC 투자증권의 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

▶ HMC 투자증권의 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 조사자료는 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.