

현대상사(011760) | BUY

목표주가(12M): 30,500원
현재주가(9월28일): 23,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,996.21		
52주최고/최저(원)	32,600/19,350		
시가총액(십억원)	520.2		
시가총액비중(%)	0.04		
발행주식수(천주)	22,329.8		
60일 평균거래량(천주)	65.3		
60일 평균거래대금(십억원)	1.4		
11년 배당금(원)	500		
12년 배당금(예상, 원)	500		
외국인 지분율(%)	5.85		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	4.7	(13.7)	(22.6)
상대	0.6	(12.0)	(38.4)

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	5,889.0	-
영업이익(십억원)	-	-
순이익(십억원)	76.0	-
EPS(원)	3,404	-
BPS(원)	-	-

Stock Price



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

RA 김우철
☎ 02-3771-7520

숨은 거인

기계 TRADING과 LNG 자원개발 투자의 강자

현대상사의 TRADING부분은 국내 상사 중 최고의 강점을 보이는 기계부분에서 발생할 것으로 전망한다. 현대중공업 이후 발생될 계열사와의 사업협력관계가 확대될 것으로 예상되며, 특히 현대중공업의 비조선(전기전자, 건설장비)부분의 해외매출 확대에 기여할 것으로 판단된다. 자원개발 역시 과거부터 진행중인 호주 DRAYTON탄광, 베트남 11-2유전 외에도 LNG 투자에 의한 수익이 안정적으로 창출되고 있다.

청도현대조선은 지속적인 COST CENTER일 것

청도현대조선은 그 동안 소형선박 건조를 진행해왔으나, 조선경기 하락으로 인한 불량부족 및 저가수주분 처리로 지속적인 영업손실을 기록 중이다. 향후 특별한 조선시장 개선 없이 실적 턴어라운드에는 요원할 것으로 전망된다. 하지만, 청도현대조선을 무시하더라도 충분한 실적개선이 가능하다는 점에서 청도조선에 대한 지나친 우려는 불필요하다 평가된다.

투자 의견 'BUY', 목표주가 30,500원으로 커버리지 개시

현대상사의 투자 의견 'BUY', 목표주가 30,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현대상사는 TRADING부분 안정성과 자원개발의 안정성에도 불구하고, 청도현대조선으로 인한 디스카운트가 심했다고 판단된다. 하지만, 청도현대조선을 제외하더라도 충분한 실적개선이 가능한 상황이다 수주잔고 역시 마무리되는 상황이어서, 실제로 청도현대조선에 대한 우려는 불가피한 기본사항으로 감안하는 것이 합당하다 판단된다. 목표주가 30,500원은 2012년 P/E 9.3x, P/B 1.7x이다.

Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	3,633.8	5,030.8	5,134.4	5,132.1	5,331.1
영업이익	십억원	54.4	87.9	106.8	123.7	133.1
세전이익	십억원	47.3	78.7	92.8	112.8	122.2
순이익	십억원	43.1	68.7	72.8	86.9	94.1
EPS	원	1,930	3,077	3,259	3,891	4,215
증감율	%	NA	59.5	5.9	19.4	8.4
PER	배	13.3	7.5	7.2	6.0	5.5
PBR	배	3.0	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	16.2	8.2	6.3	5.3	4.3
ROE	%	25.5	26.1	19.9	19.7	18.1
BPS	원	8,563	14,633	18,092	21,488	25,209
Net DER	%	187.4	70.3	49.6	39.0	17.2

자료: 하나대투증권

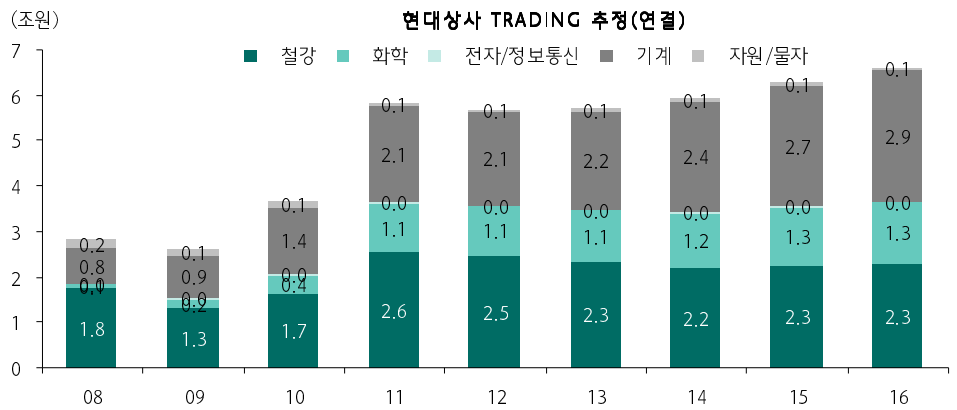
1

**TRADING:
현대중공업과의
사업시너지 전개**

현대중공업 비조선부분과 성장을 함께할 것

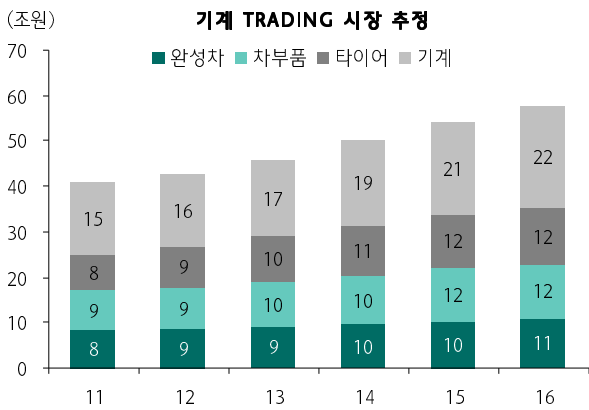
현대상사의 TRADING부분은 국내 상사 중 최고의 강점을 보이는 기계부분에서 발생할 것으로 전망한다. 현대중공업 이후 발생될 계열사와의 사업협력관계가 확대될 것으로 예상되며, 특히 현대중공업의 비조선(전기전자, 건설장비)부분의 해외매출 확대에 기여할 것으로 판단된다.

그림 1. 현대상사, 기계부분 TRADING 증가 전망



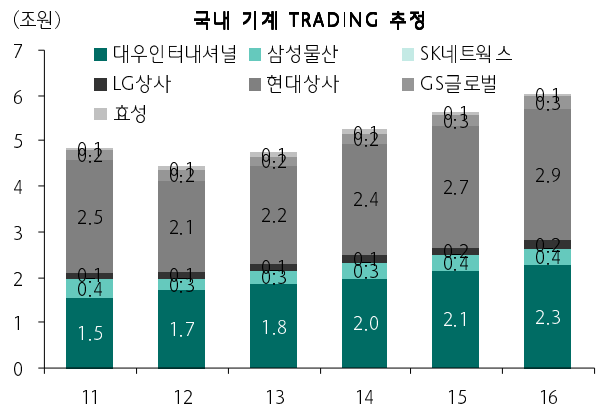
자료: 하나대투증권

그림 2. 기계 트레이딩의 성장가능성 충분



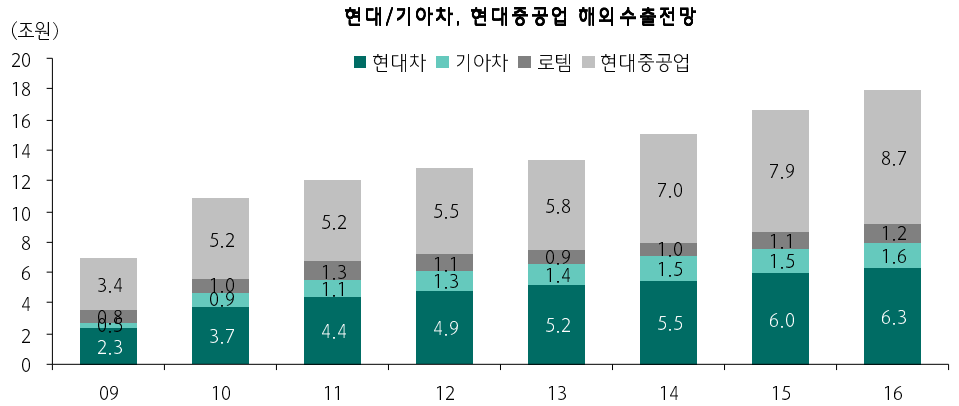
자료: 하나대투증권 추정

그림 3. 현대상사는 단연 국내 기계트레이딩의 선도업체



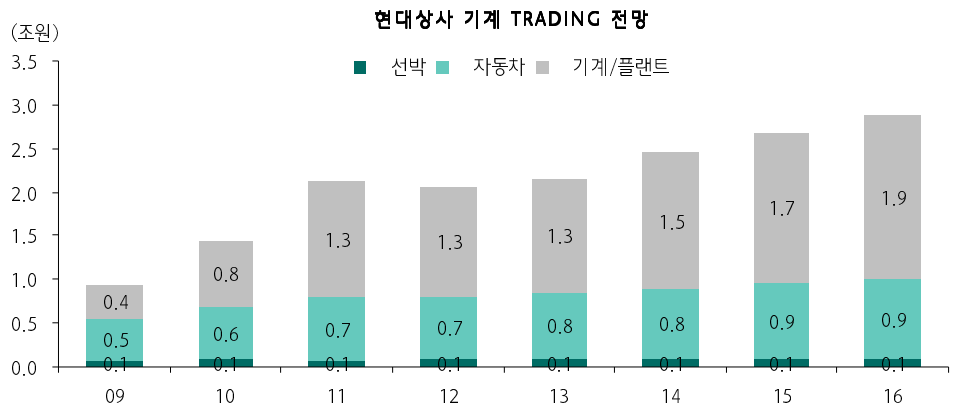
자료: 하나대투증권

그림 4. 현대/기아차의 CKD매출 및 현대중공업 기계류 수출 증가할 전망



주: 현대/기아차는 기타부분 수출에 해당
 자료: 하나대투증권

그림 5. 현대중공업과의 기계 트레이딩 시너지 확대 전망



자료: 하나대투증권

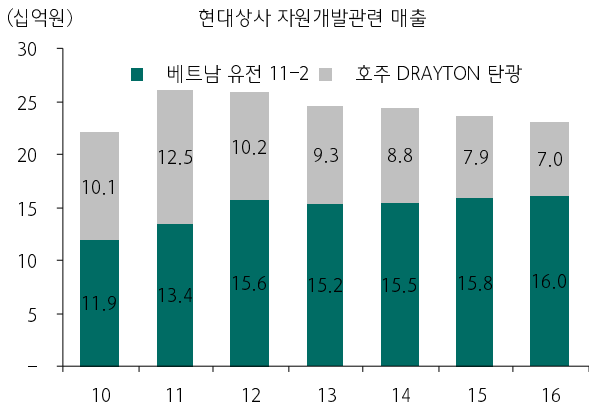
2

**자원개발:
LNG위주 비즈니스의
안정성**

LNG 위주의 사업전개는 지속될 것

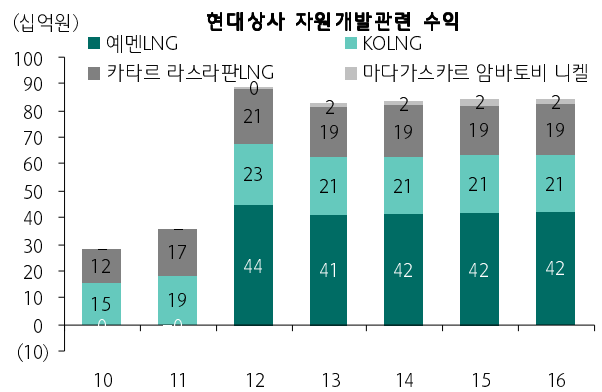
현대상사의 자원개발은 과거부터 진행중인 호주 DRAYTON탄광, 베트남 11-2유전 외에도 LNG 투자에 의한 수익이 안정적으로 창출되고 있다. 특히 기타상사 대비 LNG 프로젝트에서 발생하는 수익이 높은 것이 특징이다. 2013년부터 예멘 YLNG로부터의 배당금이 증가할 것으로 전망된다.

그림 7. 석탄과 유전의 안정적 생산



자료: 하나대투증권

그림 8. 예멘LNG로부터 수익의 증가 기대



자료: 하나대투증권

3

**청도현대조선,
COST CENTER에서
회복되기는 쉽지
않을 것**

청도현대조선

2005년 지분참여한 청도현대조선은 그동안 소형선박 건조를 진행해왔으나, 조선경기 하락으로 인한 물량부족 및 저가수주분 처리로 지속적인 영업손실을 기록 중이다. 향후에도 특별한 조선시장 개선 없이 실적 턴어라운드는 요원할 것으로 전망된다.

표 1. 청도현대조선 수주현황

수주잔고	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
수주	21	12	-	10	4	-	-	-
건조	6	4	3	4	6	8	9	7
잔고	15	23	20	26	24	16	7	-

자료: CLARKSON'S, 하나대투증권

표 2. 청도현대조선 실적전망

청도현대조선	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액(천달러)	121,318	60,248	10,201	8,258	4,608	4,914	5,247	5,612
조선	121,318	60,248	10,201	6,121				
건설기계(임가공)				2,137	4,608	4,914	5,247	5,612
매출원가(천달러)	163,741	71,027	34,524	24,948	18,452	17,908	17,394	16,909
매출이익(천달러)	- 42,423	- 10,779	- 24,323	- 18,827	- 13,844	- 12,994	- 12,147	- 11,298
일반관리비(천달러)	4,177	4,308	5,124	3,074	1,845	1,845	1,845	1,845
영업이익(천달러)	- 46,600	- 15,087	- 29,447	- 21,902	- 15,688	- 14,839	- 13,991	- 13,142
당기순이익(천달러)	- 55,004	- 14,900	- 26,754	- 20,807	- 14,904	- 14,097	- 13,292	- 12,485

자료: 하나대투증권

4

목표주가 30,500원
제시

목표주가 30,500원

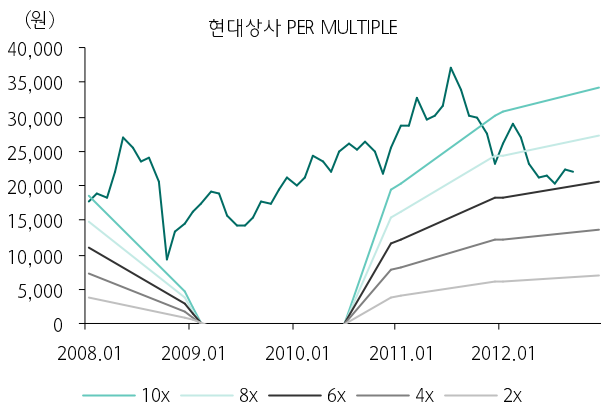
현대상사의 투자의견 'BUY', 목표주가 30,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현대상사는 TRADING부분 안정성과 자원개발의 안정성에도 불구하고, 청도현대조선으로 인한 디스카운트가 심했다고 판단된다. 하지만, 청도현대조선을 제외하더라도 충분한 실적개선이 가능한 상황에다 수주잔고 역시 마무리되는 상황이어서, 실제로 청도현대조선에 대한 우려는 불가피한 기본사항으로 감안하는 것이 합당하다 판단된다. 목표주가 30,500원은 2012년 P/E 9.3x, P/B 1.7x이다.

표 3. 현대상사 VALUATION

구분		x	금액(십억원)	가정
사업부문 가치 ①	EBITDA (2013F)	EV/EBITDA	1,056	
TRADING	98	8.2	803	토요타츠쇼 적용
자원개발	50	8.2	407	토요타츠쇼 적용
기타	- 22	7.0	- 154	
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	0	
대우조선해양	0.0%	1	0	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			1,056	
- 순차입금			376	2012(F)
- 우선주시가				
보통주 주주가치			680	
보통주 총주식수 (천주)			22,330	
보통주 발행주식수 (천주)			22,330	
우선주 발행주식수 (천주)			-	
자사주 주식수 (천주)			-	
BW전환가능 주식수 (천주)			-	
목표주가			30,500	

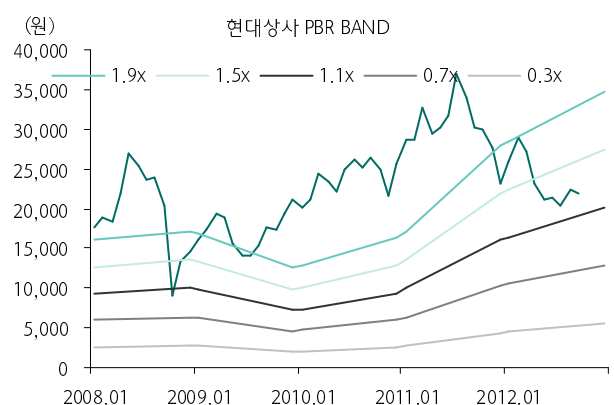
자료: 하나대투증권

그림 9. 현대상사 PER BAND



자료: 하나대투증권

그림 10. 현대상사 PBR BAND



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
매출액	3,633.8	5,030.8	5,134.4	5,132.1	5,331.1	
매출원가	3,522.5	4,889.6	4,987.3	4,961.7	5,148.4	
매출총이익	111.3	141.2	147.1	170.4	182.8	
판매비	55.8	67.0	66.3	67.9	70.5	
조정영업이익	55.5	74.2	80.7	102.5	112.3	
기타영업손익	(1.1)	13.7	26.1	21.2	20.8	
영업이익	54.4	87.9	106.8	123.7	133.1	
금융손익	(7.1)	(7.9)	(17.6)	(14.5)	(14.5)	
중속/관계기업손익	(0.0)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.0	0.0	3.6	3.6	3.6	
세전이익	47.3	78.7	92.8	112.8	122.2	
법인세	4.3	11.1	20.0	25.9	28.1	
계속사업이익	43.1	67.6	72.8	86.9	94.1	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	43.1	67.6	72.8	86.9	94.1	
포괄이익	43.2	141.1	73.2	87.0	94.3	
(지분법제외)순이익	43.1	68.7	72.8	86.9	94.1	
NOPAT	49.5	74.4	86.6	98.0	105.3	
EBITDA	57.3	90.5	114.7	134.4	143.5	
성장성(%)						
매출액증가율	41.0	38.4	2.1	(0.0)	3.9	
EBITDA증가율	NA	57.9	26.7	17.1	6.8	
(조정)영업이익증가율	(10.2)	33.6	8.9	26.9	9.6	
(지분법제외)순이익증가율	NA	59.5	5.9	19.4	8.4	
(지분법제외)EPS증가율	NA	59.5	5.9	19.4	8.4	
수익성(%)						
매출총이익률	3.1	2.8	2.9	3.3	3.4	
EBITDA이익률	1.6	1.8	2.2	2.6	2.7	
(조정)영업이익률	1.5	1.5	1.6	2.0	2.1	
계속사업이익률	1.2	1.3	1.4	1.7	1.8	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
주당지표(원)						
EPS	1,930	3,077	3,259	3,891	4,215	
BPS	8,563	14,633	18,092	21,488	25,209	
CFPS	(6,897)	2,303	14,141	3,752	4,166	
EBITDAPS	2,567	4,053	5,137	6,017	6,425	
SPS	162,733	225,295	229,936	229,831	238,745	
DPS	250	500	500	500	500	
주가지표(배)						
PER	13.3	7.5	7.2	6.0	5.5	
PBR	3.0	1.6	1.3	1.1	0.9	
PCFR	NA	10.0	1.6	6.2	5.6	
EV/EBITDA	16.2	8.2	6.3	5.3	4.3	
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	
재무비율(%)						
ROE	25.5	26.1	19.9	19.7	18.1	
ROA	3.9	4.3	3.9	4.4	4.5	
ROIC	15.8	13.4	14.9	15.4	15.9	
부채비율	623.5	437.6	381.9	321.6	280.8	
순부채비율	187.4	70.3	49.6	39.0	17.2	
이자보상배율(배)	3.3	5.8	5.9	6.8	7.3	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates		PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013	
Korea	10.0	8.5	8.8	34.4	17.4	
Emerging Market	11.2	10.0	10.3	5.5	12.5	
World	13.2	11.7	12.1	5.7	12.5	

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
유동자산	1,087.8	1,353.7	1,230.5	1,241.5	1,364.1	
금융자산	107.1	210.4	229.1	236.4	322.3	
현금성자산	66.6	204.7	223.3	230.5	316.3	
매출채권 등	709.3	879.1	815.4	819.2	853.5	
재고자산	246.6	130.2	130.4	130.4	130.6	
기타유동자산	24.8	134.0	55.6	55.6	57.7	
비유동자산	295.5	402.8	716.5	781.6	779.6	
투자자산	118.8	235.5	247.1	253.0	259.5	
금융자산	54.4	164.1	175.8	181.7	188.1	
유형자산	2.0	2.9	2.3	9.2	7.1	
무형자산	52.9	55.9	68.0	74.6	82.0	
기타비유동자산	121.8	108.5	399.1	444.8	431.0	
자산총계	1,383.3	1,756.5	1,947.0	2,023.1	2,143.7	
유동부채	1,081.2	1,290.9	1,398.2	1,398.4	1,435.7	
금융부채	413.9	486.8	487.8	487.8	489.7	
매입채무 등	594.1	653.2	720.7	720.5	748.4	
기타유동부채	73.1	150.9	189.7	190.1	197.6	
비유동부채	111.0	138.8	144.8	144.9	145.1	
금융부채	106.0	117.3	117.3	117.3	117.3	
기타비유동부채	5.0	21.5	27.5	27.7	27.8	
부채총계	1,192.2	1,429.7	1,543.0	1,543.3	1,580.8	
지배주주지분	191.2	326.7	404.0	479.8	562.9	
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)	(15.2)	0.0	0.0	0.0	
기타포괄이익누계	0.6	76.5	76.9	77.1	77.2	
이익잉여금	94.1	153.8	215.4	291.1	374.1	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	191.2	326.7	404.0	479.8	562.9	
순금융부채	358.4	229.6	200.2	187.0	96.6	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
영업활동현금흐름	(147.5)	58.2	329.6	94.9	104.2	
당기순이익	43.1	68.7	72.8	86.9	94.1	
조정	19.5	7.4	40.9	50.5	51.9	
감가상각비	2.9	3.9	4.3	7.1	6.8	
외환거래손익	2.3	0.2	(3.6)	(3.6)	(3.6)	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	14.3	3.3	40.2	47.0	48.7	
자산/부채의 변동	(228.2)	(39.2)	248.9	(3.5)	(1.3)	
투자활동현금흐름	(49.2)	3.1	(300.8)	(76.6)	(9.2)	
투자자산감소(증가)	(43.4)	10.9	(11.7)	(6.0)	(6.6)	
유형자산감소(증가)	(1.5)	(2.0)	(0.1)	(10.1)	(0.4)	
기타투자활동	(4.2)	(5.9)	(289.0)	(60.5)	(2.2)	
재무활동현금흐름	143.7	76.3	(10.2)	(11.2)	(9.2)	
금융부채증가(감소)	143.7	81.9	1.0	(0.0)	1.9	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당지급	0.0	(5.6)	(11.2)	(11.2)	(11.2)	
현금의 증감	(53.0)	138.1	18.6	7.2	85.8	
Unlevered CFO	(154.0)	51.4	315.8	83.8	93.0	
Free Cash Flow	(423.1)	67.6	38.7	35.4	112.6	

Sector Aggregates		PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013	
Korea	10.9	8.5	9.0	(39.9)	28.6	
Emerging Market	7.4	7.0	7.1	(9.6)	5.8	
World	10.9	10.1	10.3	(8.9)	8.6	

* MSCI Energy Industry Group