

현대상사 (011760)

이명현

상사/화학스몰캡 (2122-9206)
mr.lee@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표가(6M)	46,000원
증가(2013/04/02)	27,200원

Stock Indicator

자본금	1,116 억원
발행주식수	2,233만주
시가총액	6,107억원
외국인지분율	5.70%
배당금(2011)	500원
EPS(2012)	2,312 원
BPS(2012)	18,357 원
ROE(2012)	13.0 %
52주 주가	19,150~27,500원
60일평균거래량	94,162주
60일평균거래대금	22.8억원

Price Trend



예멘 LNG 현금 유입 본격화 및 청도 조선소 불확실성 축소

■ 예멘 LNG의 현금 유입이 본격화됨에 따라 기업가치 재평가 구간

올해부터는 본격적으로 예멘 LNG에서의 수익이 약 300~600억원 정도 발생할 것으로 예상된다. 예멘 LNG의 수익은 우선 대여금을 상환한 후에 이익으로 계상될 예정이어서 손익계산서에 이익이 반영되는 것은 '15년부터일 것으로 추정된다. 하지만 실질적인 현금흐름은 지난해 연말에 약 60억원이 유입되었고 올해는 300억원 이상의 현금이 유입될 것으로 판단된다. 예멘 LNG가 본격적인 생산에 착수할 경우 약 600억원 이상의 현금 유입도 가능할 것으로 보인다. 또한 추가적인 수익 개선 가능성도 존재하기 때문에 광구의 가치는 현재보다 높아질 가능성이 높다.

■ 올해 우크라이나 전동차 추가 수주시 기계/플랜트 부문 매출 확대 뚜렷할 듯

동사는 기계/플랜트 부문 매출 비중이 다른 상사와 달리 높고, 이 부문은 다른 부문보다 수익성도 높은 편이다. 올해에는 현대로템의 전동차를 우크라이나에 수출하는 물량이 크게 증가할 것으로 예상된다. 우크라이나는 장기적 국책 사업으로 약 1,000량의 전동차를 단계적으로 교체하는 중에 있으며, 동사는 '10년에 90량(\$304mil.)을 시작으로 올해에는 약 200량(\$700mil.)의 제품을 수주할 것으로 전망된다. 이에 따라 올해 글로벌 경기 회복이 지연되는 가운데에도 기계/플랜트 부문의 성장성이 두드러질 것으로 예상된다.

■ 청도 조선소 불확실성이 축소됨에 따라 자회사 리스크 축소

동사는 '04년 말에 중국 산둥성 청도교남시에 위치한 중소형 조선사를 인수했다. 청도조선사는 글로벌 경기가 침체가 되기 전인 '08년에는 소폭의 순이익을 기록하였다. 하지만 조선 시장 둔화로 수주 경쟁이 심화되면서 판가가 하락하여, 배를 제작할수록 적자폭이 확대되는 상황이 지속되었다. 하지만 '12년에 수주한 모든 배를 인도하고 추가 수주가 없어 '13년에는 적자 폭이 제한될 것으로 전망된다. 올해 적자 폭은 약 -100억원 내외의 고정비가 발생할 것으로 예상된다. 이로 청도조선소의 적자 규모에 대한 불확실성이 축소되었다고 판단할 수 있다.

■ 목표주가 46,000 적극 매수 추천으로 커버리지 개시

동사의 목표주가는 SOP 벨류에이션을 통해 산출했다. E&P의 경우에는 광구별로 생산할 수 있는 년도가 존재하기 때문에 DCF을 통해서 가치를 산출하였고, 무역부문은 '13년 EBITDA에 상사 평균배수인 5.8x를 적용하였다. 동사의 목표주가 46,000원을 제시하면서 커버리지를 개시하는 바이다. 현재 주가 대비 상승여력이 69.1% 존재하기 때문에 적극 매수를 추천한다.

예멘 LNG 광구의 현금 유입 시작되면서 E&P 부문 큰 폭 성장 기대

지난해까지 동사의 실적에 반영된 광구는 총 4개로 약 300~500억원 사이의 경상이익이 발생하였다. 하지만 올해부터는 본격적으로 예멘 LNG에서의 수익이 약 300~600억원 정도 발생할 것으로 예상된다. 예멘 LNG로부터의 배당금은 우선 대여금을 상환한 후에 이익으로 계상될 예정이어서 손익계산서에 반영되는 이익은 '15년부터일 것으로 추정된다. 하지만 실질적인 현금 흐름은 지난해 연말에 약 60억원이 유입되었고 올해는 300억원 이상의 현금이 유입될 것으로 판단된다. 예멘 LNG 생산이 정상궤도에 진입한 후에는 약 600억원 이상의 현금 유입도 가능할 것으로 보인다. 향후 예멘 LNG 수익이 추가적으로 증가할 것으로 예상되기 때문에 예멘 LNG 가치는 추가로 상승할 여지가 존재한다. 수입이 추가로 증가하는 요인으로는 1) 예멘정부의 생산량 증산 허가로 인해 물량 증가, 2) 판매가격 재협상이 됨에 따라 판가 인상으로 수익성이 개선, 3) 북미로 수출되던 물량을 아시아로 이동함에 따라 평균 판매단가 인상, 마지막으로 4) 파이프 라인 파손 등으로 발생한 일회성 비용 축소이다.

〈표1〉 광구별 현금 유입 추이 및 전망

	07	08	09	10	11	12	'13(P)	'14(P)	예상 Cash Flow
베트남유전	25	55	29	44	56	66	79	70	20~80
오만 LNG	113	259	188	162	185	215	250	225	110~260
카타르 LNG	122	170	119	125	173	129	171	144	120~190
호주 Drayton			8	23	29	8	17	16	10~30
예멘 LNG					0	60	361	555	250~700
총 수익	260	484	336	331	414	478	878	1,009	510~1,260

〈표2〉 광구별 주요 사항

사업명	지분율	총투자금액	연평균생산량	배당기간	잔여기간	광구별 현재가치	
석유	베트남 유전 11~2광구	4.9	293	100만배럴	2007~2028년	16	484
LNG	오만LNG(KOLNG)	1.0	14	710만톤	2002~2024년	12	1,813
LNG	카타르 라스라판LNG(KORAS)	0.4	35	680만톤	2001~2024년	12	1,285
석탄/광물	호주 Drayton	2.5	78	500만톤	1983~2016년	4	57
LNG	예멘LNG	3.0	1,353	730만톤	2012~2034년	22	5,957
니켈	임바토니 니켈	0.5	249		2019~2039년	20	249
총 E&P 가치 합							9,845

자료: 현대상사, 하이투자증권 (주석 : 할인율(10%), 장기물가성장률(2%) 반영)

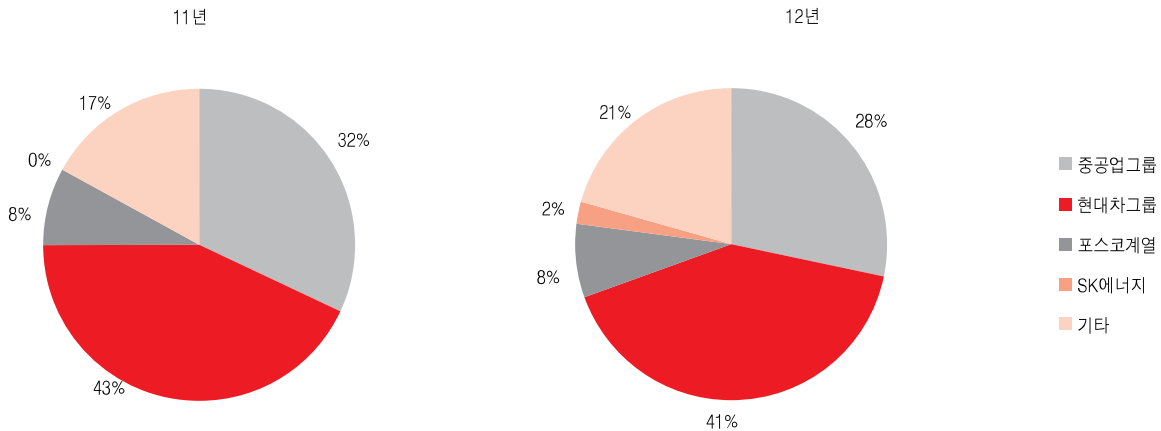
다른 상사 대비 수익성이 높은 기계/플랜트 부문의 강점 보유

동사는 기계/플랜트 비중이 다른 상사와 달리 높은 편이다. 이는 동사는 모회사인 현대 중공업과 현대차 그룹 물량이 총 매출에서의 70% 내외를 차지하고 있기 때문이다. 기계/플랜트의 경우 수주가 한번 확정되면 추가적인 수주 가시성이 높고, 수익성도 다른 사업부문 보다 상대적으로 양호한 편이다. <그림 6,7>에서 보듯이 자동차·철차와 선박플랜트 매출 비중은 각각 16.8%, 3.9%를 기록하고 있지만 매출 총이익 비중은 각각 25.4%, 11.9%로 상대적으로 다른 제품군보다 마진이 높은 것을 볼 수 있다.

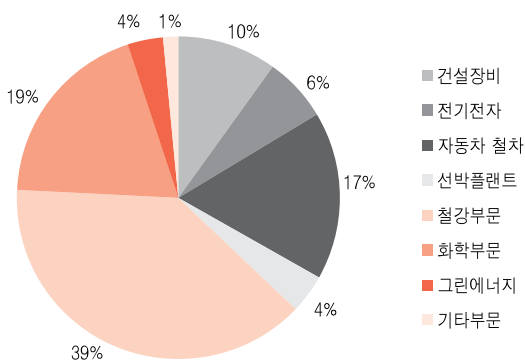
우크라이나 전동차 추가 수주시 기계/플랜트 부문 매출 확대 뚜렷

올해에는 현대로템의 전동차를 우크라이나에 수출하는 물량이 크게 증가할 것으로 예상된다. 우크라이나는 장기적 국책 사업으로 약 1,000량의 전동차를 단계적으로 교체하는 중에 있으며, 동사는 10년에 90량(\$304mil.)을 시작으로 올해에는 약 200량(\$700 mil.)의 제품을 수주할 것으로 전망된다. 이에 따라 올해 글로벌 경기 회복이 지연되는 가운데에도 기계/플랜트 부문의 성장성이 두드러질 것으로 예상된다.

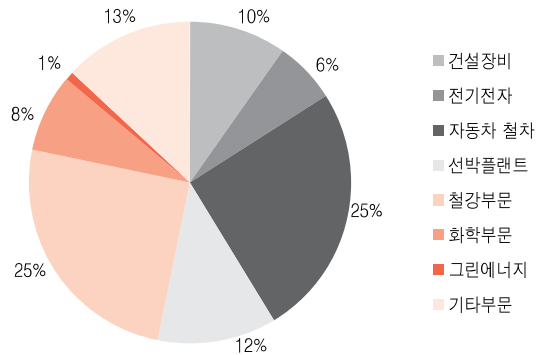
<그림1> '11~12년 공급선별 매출 구성비



<그림2> 12년 품목별 매출 구성비(별도기준)



<그림3> 12년 품목별 매출 총이익 구성비(별도기준)

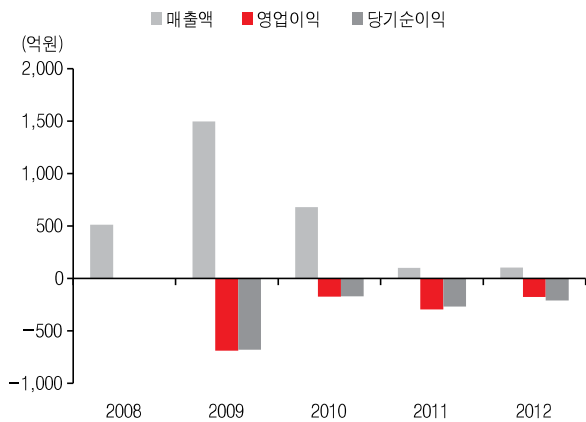


자료: 현대상사, 하이투자증권

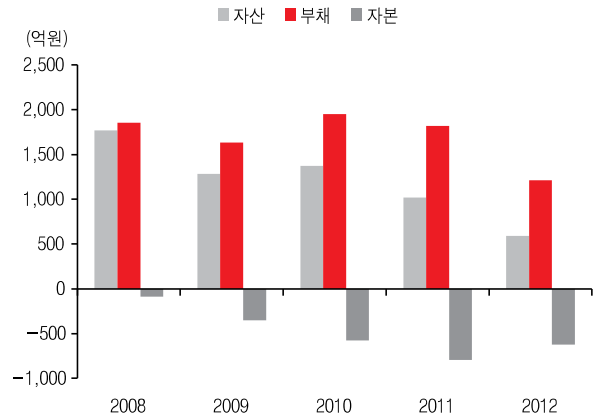
청도 조선소 불확실성이 축소됨에 따라 자회사 리스크 축소

동사는 '04년 말에 중국 산둥성 청도교남시에 위치한 13만평 부지에 5.6K 규모의 선박 약 10~15척 건조 능력을 보유한 중소형 조선사를 인수했다. 청도조선사는 글로벌 경기가 침체가 되기 전인 '08년에는 소폭의 순이익도 기록하였다. 하지만 조선 시장 둔화로 수주 경쟁이 심화되면서 판가가 하락하여, 배를 제작할수록 적자폭이 확대되는 상황이 지속되었다. 하지만 '12년에 수주한 모든 배를 인도하고 추가 수주가 없어 '13년에는 적자 폭이 제한될 것으로 전망된다. 적자 폭은 약 -100억원 내외의 고정비가 발생할 것으로 예상된다. 이로 청도조선소의 적자 규모에 대한 불확실성이 축소되었다고 판단할 수 있다.

<그림4> 청도조선소 손익현황 추이



<그림5> 청도조선소 자산현황 추이



자료: 현대상사, 하이투자증권(주석: 11년부터는 단위 십만불)

<표3> 청도조선소 선박 건조 및 인도 현황

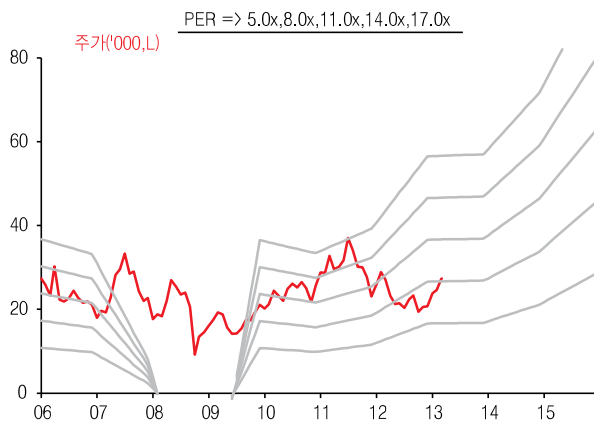
시기	인도선박	신규계약	기초 잔여선박	인도척수	기말 잔여선박
2005	중국 2.6 Bulker 외 5건	21	21	6	15
2006	독일 6k MPC 외 3건	12	27	4	23
2007	한국 2.6K General Cargo 외 2건	0	23	3	20
2008	그리스 5.6K Chemical TKR외 3건	10	30	4	26
2009	그리스 Bunkering TKR 5건	4	30	6	24
2010	그리스 Chemical TKR 외 7건	0	24	8	16
2011	러시아 5K General Cargo 외 8건	0	16	9	7
2012	러시아 General Cargo 외 6건	0	7	7	0
총 합		47	0	47	0

자료: 현대상사, 하이투자증권

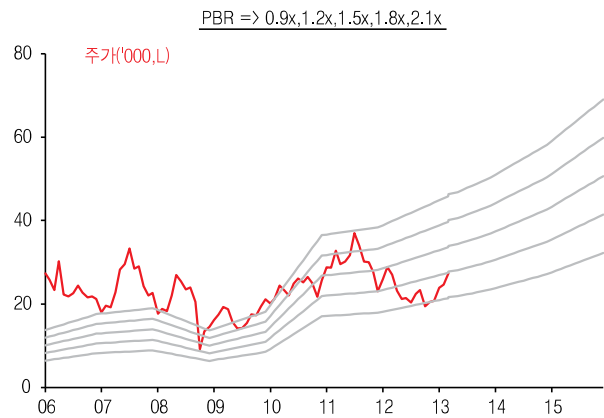
목표주가 46,000 적극 매수 추천으로 커버리지 개시

동사의 목표주가는 SOP 벨류에이션을 통해 산출했다. E&P의 경우에는 광구별로 생산할 수 있는 년도가 존재하기 때문에 DCF(현금흐름할인법)을 통해서 가치를 산출하였고, 무역부문은 13년 EBITDA에 상사 평균배수인 5.8x를 적용하였고 청도현대조선에 대한 적자로 인한 손실 부문을 반영하였다. 올해부터 본격적인 예멘 LNG 광구에서의 배당 및 청도 조선사의 리스크 축소로 인해 동사의 주가 Re-rating이 가능할 것으로 판단된다. 동사의 목표주가 46,000원을 제시하면서 커버리지를 개시하는 바이다. 현재 주가 대비 상승여력이 69.1% 존재하기 때문에 적극 매수를 추천한다.

<그림6> 현대상사 PER 밴드



<그림7> 현대상사 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하이투자증권

<표4> SOP를 통한 현대상사 벨류에이션

구 분	금액 단위
1. 영업가치	
a) 2013년 예상 무역 EBITDA	588 억원
b) EBITDA 무역 적용배수	5.8 배
c) E&P부문 DCF 가치 산출	9,845 억원
d) 영업가치 = (a) x (b) + (c)	13,255 억원
2. 투자자산가치	
e) 기타 투자자산 가치 (2012년말 장부가 대비 20% 할인 적용)	79 억원
3. 순차입금 (2012년 말 기준)	
f) 순차입금	3,063 억원
4. 총기업가치 = (d) + (e) - (f)	10,270 억원
5. 총발행주식수	22,330 천주
6. 적정주가 = (4) / (5)	45,994 원
7. 현재주가	27,200 원
8. 상승여력	69.1%

자료: WISEfn, 하이투자증권

IFRS 연결 추정 재무제표

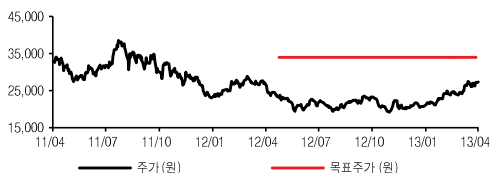
재무상태표	(단위:억원)				포괄손익계산서	(단위:억원, %)			
	2011	2012	2013E	2014E		2011	2012	2013E	2014E
유동자산	15,576	14,307	15,410	16,336	매출액	54,489	54,684	57,890	59,727
현금 및 현금성자산	3,556	3,139	3,587	4,137	증가율(%)	45.9	0.4	5.9	3.2
단기금융자산	59	404	428	442	매출원가	53,104	53,334	56,616	58,353
매출채권	8,042	8,098	8,573	8,845	매출총이익	1,384	1,350	1,274	1,374
재고자산	2,616	2,010	2,128	2,195	연구개발비				
비유동자산	5,215	4,840	4,783	4,732	판매비와관리비	856	1,062	659	725
유형자산	515	436	379	329	기타영업수익				
무형자산	679	680	680	680	기타영업비용				
자산총계	20,790	19,148	20,193	21,069	영업이익	528	288	616	649
유동부채	15,234	13,688	14,101	14,337	증가율(%)	17.4	-45.5	113.7	5.5
매입채무	7,604	7,036	7,448	7,685	영업이익률(%)	1.0	0.5	1.1	1.1
단기차입금	5,101	4,769	4,769	4,769	이자수익	49	82	86	98
유동성장기부채	491	972	972	972	이자비용	205	210	207	207
비유동부채	1,694	1,360	1,360	1,360	지분법이익(손실)	192	215	250	225
사채	499				기타영업외손익	-2	209		
장기차입금	674	864	864	864	세전계속사업이익	599	646	930	938
부채총계	16,929	15,049	15,461	15,697	법인세비용	180	129	186	188
자본주주지분	3,881	4,081	4,713	5,351	세전계속이익률(%)	1.1	1.2	1.6	1.6
자본금	1,116	1,116	1,116	1,116	당기순이익	419	516	744	750
자본잉여금					순이익률(%)	0.8	0.9	1.3	1.3
이익잉여금	1,347	1,746	2,378	3,016	지배주주귀속 순이익	439	516	743	749
기타자본항목	-152	-191	-191	-191	기타포괄이익	1,533	-167	-167	-167
비지배주주지분	-19	18	19	20	총포괄이익	1,952	349	576	582
자본총계	3,862	4,099	4,732	5,371	지배주주귀속총포괄이익	2,044	348	575	581

현금흐름표	(단위:억원)				주요투자지표				
	2011	2012	2013E	2014E		2011	2012	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	717	280	1,055	1,137	주당지표(원)				
당기순이익	419	516	744	750	EPS	1,877	2,312	3,330	3,357
유형자산감가상각비	58	59	50	44	BPS	17,294	18,357	21,192	24,053
무형자산상각비	33	155	155	155	CFPS	2,285	3,274	4,251	4,249
지분법관련손실(이익)	192	215	250	225	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	444	-463	-217	-212	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	19	19	19	PER	12.3	11.8	8.2	8.1
무형자산의 처분(취득)	-158	-157	-155	-155	PBR	1.3	1.5	1.3	1.1
금융상품의 증감	1,374	-72	472	564	PCR	10.1	8.4	6.4	6.4
재무활동 현금흐름	799	-129	-111	-111	EV/EBITDA	13.4	18.2	10.6	9.6
단기금융부채의증감	0	-4			Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감					ROE	14.4	13.0	16.8	14.8
자본의증감					EBITDA이익률	1.1	0.9	1.4	1.4
배당금지급	-56	-112	-112	-112	부채비율	438.4	367.1	326.7	292.3
현금및현금성자산의증감	1,992	-417	448	551	순부채비율	-83.1	-84.6	-63.8	-45.9
기초현금및현금성자산	1,564	3,556	3,139	3,587	매출채권회전율(x)	9.2	6.8	6.9	6.9
기말현금및현금성자산	3,556	3,139	3,587	4,137	재고자산회전율(x)	16.4	23.1	27.4	27.0

자료 : 현대상사, 하이투자증권 리서치센터

주 : 영업이익 회사발표 기준

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2013-04-02(담당변경)	Buy	46,000
2012-04-23	Buy	34,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
 ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
 ▶ 현대상사는 당사의 관계회사입니다.
 ▶ 당 보고서에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이명현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.
 1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함. -Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
 2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)