

# 현대상사 (011760.KS)

Comment

2012. 2. 28



Not rated

현재가('12/2/27)

28,000원

Analyst

정근해(Smallcap팀장)

02)768-7607, edward.jeong@wooriwm.com

김진성(RA)

02)768-7618, justin.kim@wooriwm.com

## 국내 종합상사 기업 중 가장 매력적인 기업

### 든든한 범 현대그룹 기업들의 측면 지원으로 미래 성장의 초석을 마련

- 현대종합상사는 현대중공업그룹 계열의 종합 무역 중심 기업임. 凡현대 계열사 물량이 전체 매출의 70% 가까이 차지하면서 과거 현대그룹의 종합 무역 창구로서 역할
- 우량 계열사들의 측면 지원으로 안정적 영업환경으로 평가되며 향후 그룹 전체 역할을 확대시킬 수 있는 기업으로 2012년 성장 가능하다는 판단

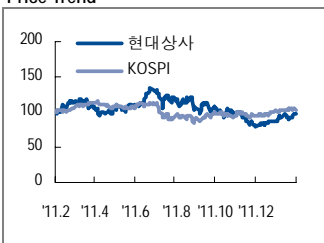
### 현대상사의 매력적 투자포인트 4가지

- 1) 글로벌 경기회복에 따른 Trading Volume Up으로 실적 성장 기대
  - 아시아 중심의 경기회복에 수혜 가능한 비즈니스 모델 확보
  - 철강, 화학, 기계, 플랜트 등 경기 회복 민감 산업이 주력 비즈니스 부분
- 2) 에너지 가격 상승으로 안정적 Cash 유입 가능한 보유 자원 가치 상승
  - LNG 생산광구 투자로 인한 수익은 가격 상승으로 더 큰 가치 실현 가능
  - 매년 300억원 이상의 자원 투자 배당금 유입으로 Cash-Flow 안정
- 3) 현대중공업그룹 편입 이후 범 현대가 우량 업체의 성장 지원
  - 2010년 현대중공업그룹 편입 이후 진행된 실적 회복세 확대 될 것
- 4) 국내 종합 상사 주식 중 가장 매력적인 Valuation과 성장률
  - 국내 종합 상사 주식 중 가장 낮은 PER과 높은 영업이익 성장률
  - 유럽 발 위기 시점 이후 주가 흐름상 종합 상사 주식 중 가장 낮은 주가 상승률

### 업종

| 업종                 | 종합상사     |
|--------------------|----------|
| KOSPI              | 1,991.16 |
| KOSDAQ             | 538.34   |
| 시가총액(보통주)          | 625.2십억원 |
| 발행주식수(보통주)         | 22.3백만주  |
| 52주 최고가('11/07/22) | 38,500원  |
| 최저가('11/12/29)     | 23,050원  |
| 배당수익률(2010)        | 0.97%    |
| 외국인지분율             | 5.6%     |

### Price Trend



### 현대상사 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|           | 2010  | 2011  | 2012E | 2013F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 3,634 | 5,267 | 6,335 | 7,307 |
| 조정영업이익    | 54    | 75    | 92    | 117   |
| EBITDA    | 58    | 91    | 110   | 131   |
| 순이익       | 47    | 64    | 79    | 101   |
| EPS       | 2,098 | 2,860 | 3,522 | 4,537 |
| PER       | 12.2  | 9.8   | 7.9   | 6.2   |
| PBR       | 3.0   | 3.1   | 2.3   | 1.7   |
| EV/EBITDA | 10.7  | 10.1  | 8.1   | 6.6   |
| ROE       | 27.5  | 28.8  | 26.0  | 25.9  |

주: IFRS개별 기준

자료: FnGuide

**현대중공업그룹의  
종합상사업체**

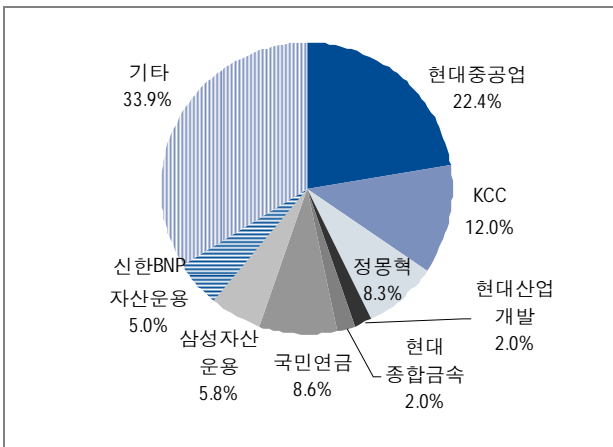
현대중공업그룹은 현대중공업그룹 계열 종합무역 기업이다. 주로 무역 대상은 철강, 기계/플랜트, 자동차, 화학, 전자/정보통신 등 상품의 수출입거래를 하고 있으며 신규 사업으로 해외자원개발 등의 해외투자사업, '현대' 브랜드를 활용한 라이선스 사업, 중국 청도조선소를 활용한 조선사업을 영위하고 있다.

현대상사는 1976년 설립 이후 과거 현대그룹 무역창구로서의 역할을 도맡아오다가 2000년대 초반 현대그룹의 유동성 위기 및 해체로 영업기반 악화를 겪게 되었다. 이후 해외현지법인 및 하이닉스 반도체 관련 부실자산 상각, 우발손실충당금 설정, 각종 지분법평가손실 등이 누적되어 자본잠식에 이르렀다. 이에 채권단의 출자전환 과정 중 현대그룹에서 분리되어 2003년 6월 채권단 관리로 넘겨진 후 구조조정 과정을 겪게 되었다.

**현대중공업그룹  
편입으로 재탄생한  
현대상사**

그 후 오랜 구조조정 끝에 2010년 1월 현대중공업그룹 내 계열사로 재출범하게 되었고, 현대 계열사 물량이 전체 매출의 70% 가까이 차지하게 되면서 과거 현대그룹의 종합 무역창구로서 역할을 다시 한번 맡게 되었다. 기존 사업부분 이외에 현대계열 무역 물량을 지원받게 되면서 영업실적이 크게 향상되고 있으며 현대그룹 비중이 집진적으로 증가하면서 실적 개선 속도도 매우 빨라지는 모습을 보여주고 있다.

현대상사 주주현황



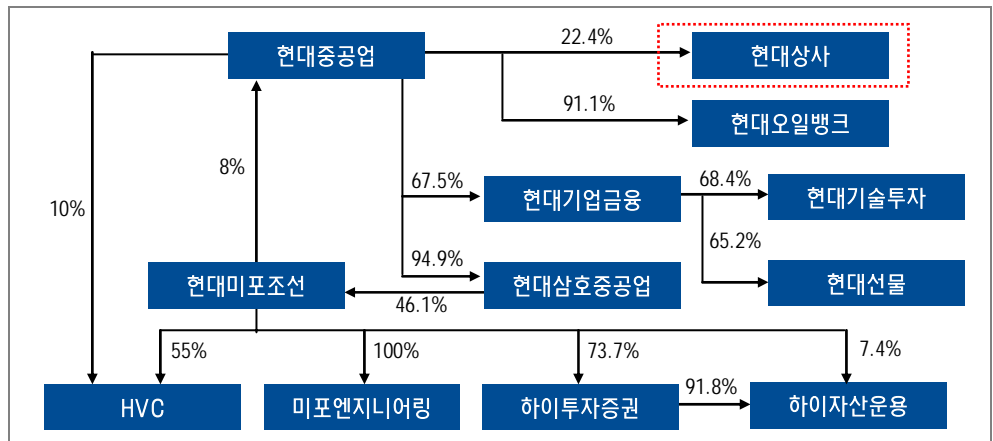
자료: 현대상사

현대상사 주요연혁

| 연도      | 내용                         |
|---------|----------------------------|
| 1976.12 | 현대중공업그룹 설립                 |
| 1977.10 | IPO                        |
| 1984.07 | 예멘 마리브유전 개발                |
| 1990.04 | 인도네시아 베카시공단 기공             |
| 2003.08 | 현대중공업으로부터 분리               |
| 2003.09 | 채권단 경영정상화 약정 체결            |
| 2005.06 | 청도조선소 출범                   |
| 2009.12 | 현대중공업 컨소시엄의 지분인수 (50%+1 주) |
| 2010.01 | 워크아웃 종료                    |
| 2010.01 | 정몽혁, 김영남 대표이사 선임           |
| 2010.02 | 현대중공업그룹 편입                 |

자료: 현대상사

현대중공업그룹 지분구조



자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

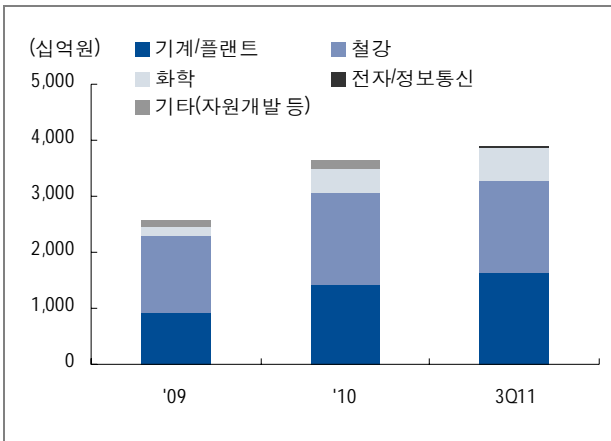
**주요 사업 부문은  
철강과 기계, 플랜트  
화학이 주를 이룸**

사업부 별로 보면 철강 부문의 경우 매출액의 약 45~ 50%를 구성하고 있어 단일 사업부 기준으로는 가장 높은 비중을 차지하고 있으며 주요 매입처는 현대제철과 포스코이다. 기존 포스코 물량뿐만 아니라 현대제철 제철 부문의 지원으로 안정적 성장을 보이고 있다. 기계/플랜트 부문의 경우 매출 비중이 2007년 23.5%에서 2010년 39.6%로 지속적 증가를 보이고 있으며, 현대중공업과 현대자동차의 우량 계열사 지원으로 전동차와 전기 설비 등 기계수출 부분이 급격히 높아지며 이익률도 높아 전체적 영업이익 기여도가 높다. 화학의 경우 트레이딩 부문이 산업내 구조적 경쟁강도가 높아 수익성은 낮은 수준이나 계열 내 현대오일뱅크 등으로부터 물량 확보가 강화되어 장기적 성장 그림이 가능해진 상황이다.

**우량 계열사들의  
지원으로 안정적  
영업환경으로 평가됨**

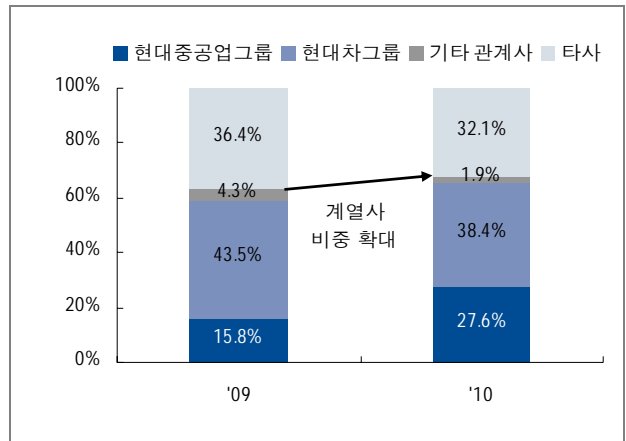
이렇듯 사업 부분들이 현대중공업을 중심으로 한 범 현대그룹들이 지원 가능한 분야로 이루어져 있으며 상기 계열사의 대부분이 시장 지위가 우수한 우량 기업들이어서 동사의 사업 안정성 제고에 기여하고 있다.

매출비중은 기계/플랜트 및 철강 등 중공업 상품 중심



자료: 현대상사

凡 현대그룹 매출비중은 약 70% 점유



자료: 현대상사

**현대상사 사업현황 및 주요 거래처**

| 사업부문        | 품목  | 주요 거래처                                    | 주요 고객                               |             |
|-------------|---|---|-------------------------------------|-------------|
| 무역(Trading) | 기계/플랜트  | 현대중공업, 현대기아차, 현대엔지니어링, 현대로템, 현대건설, GS건설 등 | 해외 조선사, 해외 국영교통부, 전력회사, 운송업체, 건설사 등 |             |
|             | 철강  | 강관, 형강제품, 스테인리스 제품 등                      | 해외 자동차 제조사, 국영석유가스 회사, 건설사, 조선사 등   |             |
|             | 화학  | 석유화학제품, 정유제품 등                            | 국내외 정유사, 화학업체 등                     |             |
|             | 전자/정보통신   | 전체제품(브랜드 로열티 수입)                          | 중국, 홍콩, 싱가포르 등 가전제조업체               | 해외 가전유통업체 등 |
|             | 기타  | 기타상품, 자원판매                                |                                     |             |
| 해외자원개발      | 베트남 11-2 해상광구, 오만LNG, 카타르LNG, 예멘LNG, 마다가스카르 암바토니 니켈광산 등 |   |                                     |             |
| 기타 해외사업     | 청도현대조선, 인도코일센터, 인도네시아 공단 등                              |   |                                     |             |

자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

지분법적용투자법인(해외법인) 현황

(단위: 십억원)

| 구분                      | 매출           |              |              | 순이익         |             |             | 자산<br>(2010) | 부채<br>(2010) |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|                         | 2008         | 2009         | 2010         | 2008        | 2009        | 2010        |              |              |
| 청도현대조선                  | 76.6         | 149.6        | 68.2         | -43.4       | -67.8       | -16.9       | 137.4        | 194.9        |
| KOREA LNG               | 129.9        | 78.9         | 79.0         | 127.8       | 77.0        | 77.2        | 13.4         | 0.1          |
| 현대 예멘LNG                | -            | -            | -            | -           | -0.2        | -0.2        | 263.3        | 263.8        |
| HYUNDAI H.K.            | 69.5         | 36.5         | 28.8         | -0.1        | 0.5         | 0.4         | 14.8         | 0.3          |
| HYUNDAI EUROPE          | 9.0          | 29.8         | 30.1         | -0.1        | 1.6         | -0.2        | 27.4         | 18.2         |
| POS-HYUNDAI STEEL       | 22.8         | 23.4         | 32.1         | 0.8         | 1.4         | 1.6         | 24.7         | 9.3          |
| HYUNDAI JAPAN           | 185.1        | 95.6         | 137.0        | -0.1        | -0.4        | 1.0         | 56.9         | 46.5         |
| HYUNDAI USA             | 292.9        | 365.6        | 386.0        | 1.7         | 0.6         | 1.8         | 237.3        | 228.3        |
| HYUNDAI AUSTRALIA       | 22.4         | 24.5         | 23.7         | 0.3         | 0.9         | 1.7         | 13.3         | 5.9          |
| HYUNDAI CANADA          | 63.7         | 59.2         | 49.7         | 1.0         | 1.0         | 1.0         | 29.5         | 24.5         |
| HYUNDAI U.K.            | -            | -            | -            | -           | -           | -           | 0.3          | -            |
| PTHD INTI.DEVE          | 2.7          | 2.9          | 3.3          | 1.1         | 1.4         | 1.7         | 3.6          | 0.2          |
| PT GOLDEN HYUNDAI Mach. | -            | -            | 10.5         | -           | -           | 0.1         | 11.8         | 10.6         |
| <b>합계</b>               | <b>874.6</b> | <b>866.1</b> | <b>848.3</b> | <b>88.9</b> | <b>16.0</b> | <b>69.3</b> | <b>833.7</b> | <b>802.6</b> |

자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

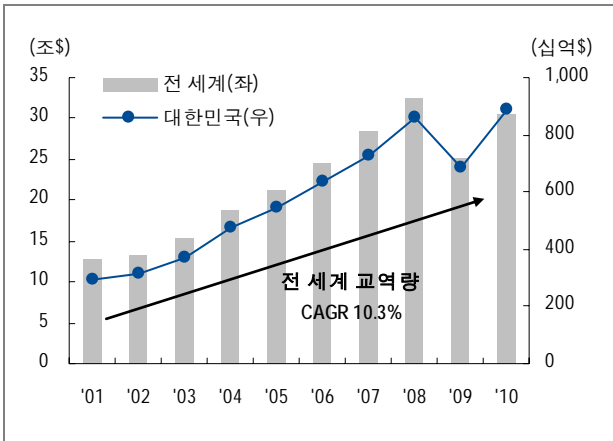
**투자포인트 1**

**- 글로벌 경기회복으로  
Trading Volume Up  
실적 성장 기대**

종합상사의 무역사업은 결국 국제 무역 증가와 밀접하게 관련되어 있다는 것은 자명한 사실이다. 쌍방간의 필요에 의한 물자의 거래를 통해서 수익을 창출하는 동사의 경우 경기 흐름과 매우 밀접한 영향을 보인다.

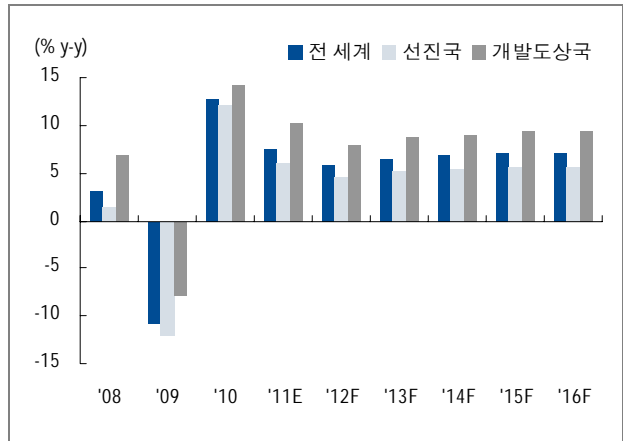
그러한 측면에서 최근 매크로 경제 상황의 개선 흐름은 동사의 실적 개선부분에 대한 기대감을 높이게 한다. 유동성이 실물 경제를 자극하고 점진적 글로벌 경제의 회복 시점이 이루어지면 점진적인 분기별 성장 그림이 예상된다.

**전 세계 수출입 물량은 꾸준한 증가추세**



자료: WTO, 우리투자증권 리서치센터

**세계 교역량(수출입 합계) 증가율은 5~ 10%로 견조**



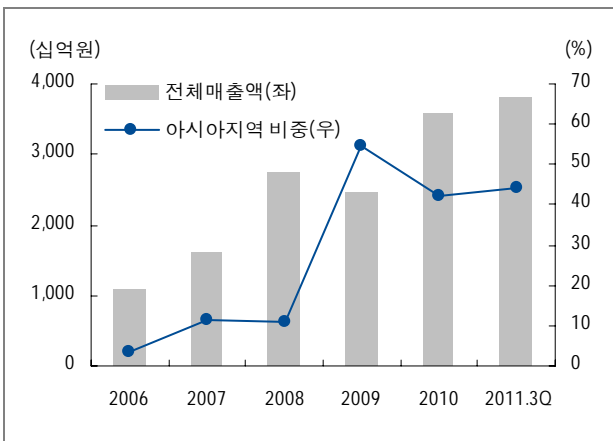
자료: IMF, 우리투자증권 리서치센터

**- 특히, 아시아 지역  
비중이 확대되는  
현대상사는 더 큰  
혜택 가능할 것**

국내 수출 비중 내 아시아 지역 비중은 1980년대 이후 꾸준히 성장하여 거의 60% 이상 증가하고 있다. 그 만큼 가장 수요가 높고 중요한 시장이 아시아 시장이라고 할 수 있다. 현대상사의 경우 전체 매출에서 아시아 시장 비중이 2005년 이후 꾸준히 증가하여 다른 상사보다 높다.

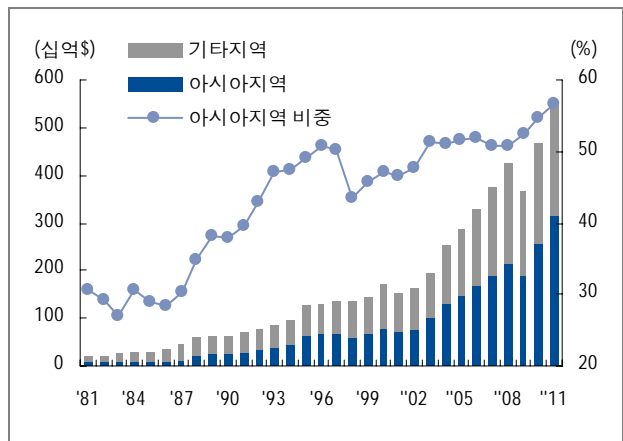
가장 높이 성장하고 있는 아시아 시장의 비중이 높기 때문에 현재의 경기회복의 수혜를 더욱 더 많이 볼 수 있을 수 있고, 유럽이나 미국에 의존도가 낮기 때문에 실적의 변동성에도 크게 영향을 미치지 않을 것으로 판단된다.

**현대상사의 아시아지역 무역비중은 50%선까지 증가**



자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

**국내 수출액 중 아시아지역 비중 꾸준히 증가**



자료: KITA, 우리투자증권 리서치센터

**투자포인트 2**

**- 에너지 가격상승으로 LNG가스 집중 투자된 자원가치 증대 예상**

국내 종합상사업체들은 과도한 무역중심의 사업구조에서 벗어나기 위해 해외자원개발사업에 투자를 활발히 집행하고 있으며, 자원개발의 사업 포트폴리오 내 비중은 급격히 증가하고 있다. 국내 기업들의 해외자원개발 투자액은 2010년 역대 최고치인 91억달러를 기록하였으며, 이중 석유 및 가스 등 에너지자원개발과 광물자원개발의 비중은 7:3 정도로 집계되고 있다. 즉, 기존의 Trading중심으로부터 Investment로 무게중심을 옮겨, 사업투자(벤처 등 지분투자), 자원개발, 전자 상거래 등 다양한 영역에 투자하고 이를 다시 Trading으로 연계시키는 전략을 구사하고 있으며, 해외 자원개발 사업 및 플랜트 투자 등은 그 일환으로 볼 수 있다.

**- Cash Flow 안정적인 생산단계 4곳 개발단계 1곳 투자**

현대상사도 일찍 자원개발 투자에 뛰어들었고 생산 단계 4곳과 개발 단계 1곳에 투자가 이루어져 있다. 중요한 특징은 불확실성이 낮은 생산 단계의 자원에 투자하고 있다는 점과 LNG중심의 천연가스 중심의 투자라는 점이다.

그 의미는 전체적 규모는 다른 종합상사에 비해서 작을 수 있으나 생산 광구에 대한 투자를 하고 있어 개발 이후 생산성이 없는 결과가 나올 불확실성이 작고 안전한 Cash-Flow를 예측할 수 있다는 점이다.

LNG중심의 투자인 오만LNG(KOLNG) 및 카타르LNG(KORAS) 지분 투자로부터 매년 200억~300억원 상당의 배당금 수입이 꾸준히 발생하고 있고, 동사가 직접 광구를 보유한 베트남 11-2 광구에서도 2007년 이후부터 안정적 매출 및 영업이익을 시현하고 있다. 예멘 LNG개발 사업의 경우 2009년부터 양산을 개시하여 추가 투자부담이 과거 대비 경감되었으며, 2012년부터 본격적 수익 인식 및 투자자본 회수가 가능할 것으로 기대된다.

주요 해외자원개발 진행 현황

(단위: 백만달러)

| 구분            | 오만LNG   | 카타르LNG  | 예멘LNG  | 베트남 11-2  | 마다가스카르 니켈   |      |
|---------------|---|---|--|---|---|------|
| 단계            | 생산 단계   | 생산 단계   | 생산 단계  | 생산 단계   | 개발 단계   |      |
| 사업자 및 지분      | 오만정부 51%<br>Shell 30%<br>Total 5.54%<br>KOLNG 5%<br>(가스공사 24%, 현대/대우/삼성 각 20%, SK 16%)<br>Partex 2%<br>Mitsubishi 2.77%<br>Mitsui 2.77%<br>Itochu 0.92% | QP 63%<br>Exxon Mobil 25%<br>KORAS 5%<br>(가스공사 60%, 삼성 10%, 현대/SK 각 8%, LG 5.6%, 대성 5.4%, 한화 3%)<br>Itochu 4%<br>LNG Japan 3% | Total 39.6%<br>YGC 16.7%, SK 9.6%<br>HYLNG 5.9%<br>(현대 51%, 가스공사 49%)<br>가스공사 6%<br>GASSP 5% | 석유공사 39.75%<br>LG 11.25%<br>대성 6.9%<br>현대/대우/삼한 4.9%<br>서울도시가스 2.4%<br>PVEP 25% | Sherritt 40%<br>KAC 27.5%<br>(광물자원공사 63.6%, 대우 14.6%, 삼성 10.9%, 현대중공업 5.5%, STX 3.6%, 현대상사 1.8%)<br>Sumitomo 27.5%<br>SNCL 5% |      |
| 현대상사 지분율      | 1.0%  | 0.4%  | 3.0%   | 4.9%  | 0.5%  |      |
| 생산 Capa       | 7.1백만톤  | 6.8백만톤  | 6.9백만톤   | 가스 1.483mmscm<br>컨덴세이트 1,440천배럴   | 니켈 6만톤<br>코발트 5천톤   |      |
| 생산개시          | 2000년   | 1999년   | 2009년  | 2006년   | 2011년   |      |
| 배당기간          | 2002~2024년  | 2001~2024년  | 2011~2034년   | 2007~2028년  | 2016~2037년  |      |
| 연간 예상 배당금     | 14.3  | 9.0   | 12.5   | 3.8   | 2.6   |      |
| 누적투자비 (2010년) | 자체자금  | 1.6   | 2.4  | 74.6  | 28.3  | 13.2 |
|               | 금융  | -   | 2.3  | 40.1  | 5.4   | 2.0  |
|               | 계   | 1.6   | 4.7  | 114.7   | 33.7  | 15.2 |

자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

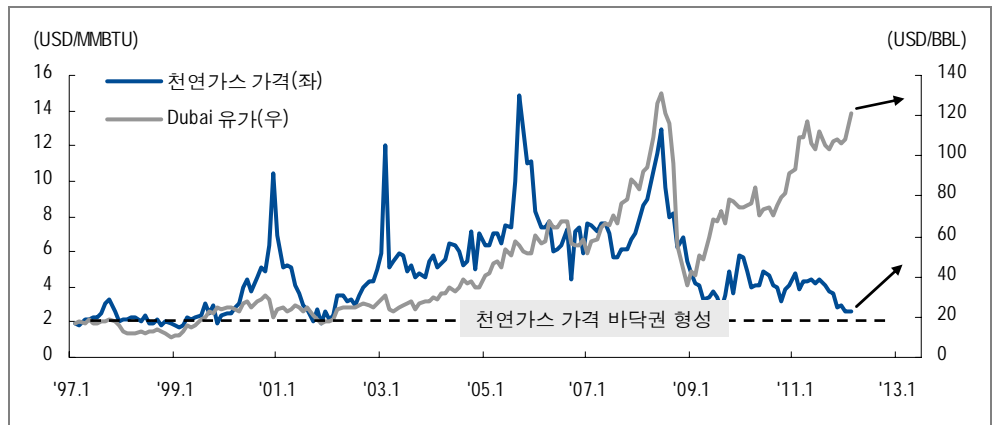
- 천연가스 가격  
바닥권 확인 중  
상승여력 충분

위의 표에서도 정리되었던 것처럼 현대상사의 주요 자원 투자처는 LNG사업이다. 최근 전 세계 경기 침체로 에너지 수요가 감소한 탓에 천연가스(LNG) 가격은 하향 추세를 보이고 있다. 현재의 추세가 이어진다면 LNG의 수요공급은 균형상태를 유지하게 될 것으로 보인다. 가스공사 및 에너지 업계에 따르면 2012년 세계 LNG 수요는 6% 상승한 2억 6000만톤에 이를 것으로 전망되고, 세계 LNG 공급은 2억 5400만톤으로 균형을 이루고 있다. 하지만 당분간 추가 공급 증설이 제한적인 점을 고려할 때(올해 4분기 호주 플루토 프로젝트 유일), 하반기부터 본격적으로 세계 경기가 반등하면서 LNG 수요 또한 급증할 것으로 전망된다. **특히, 전 세계 LNG 수요의 약 30%를 담당하는 일본에서 점차 원전 폐쇄에 따른 대체 에너지 원으로 천연가스가 부각되고 있는 점이 LNG 가격을 끌어올릴 것으로 보인다.**

- 천연가스 가격상승시  
지분가치 상승 예상

예상하는 것처럼 LNG가스 가격의 상승은 지분 가치 상승으로 이어져 배당금액이 높아질 것이고 이에 따른 기업 가치 상승도 기대해 볼 수 있다.

천연가스 가격은 현재 바닥권 형성 중

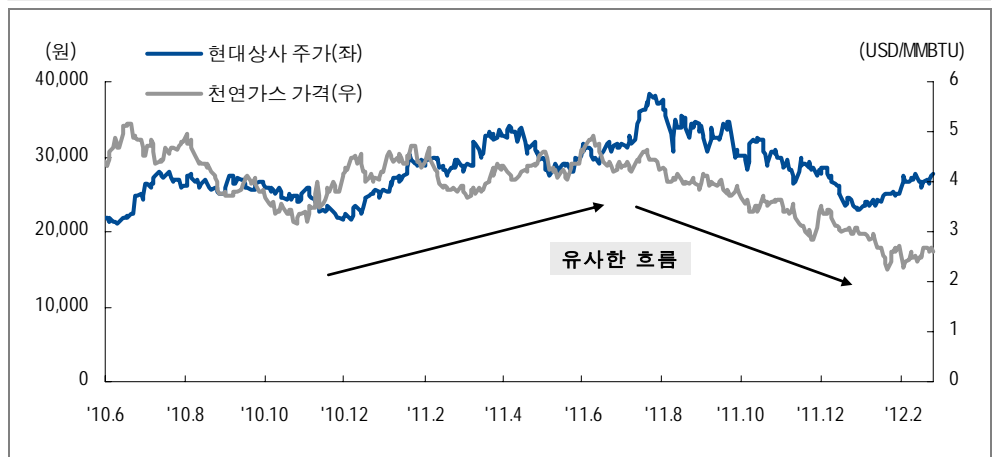


자료: Thomson Reuters, 우리투자증권 리서치센터

- 천연가스 가격과  
같은 방향으로  
움직이는 주가

무역 부분의 실적 부분도 기업 가치에 영향을 주지만 전체 순이익의 1/3 이상을 차지하고 있는 자원 가치 부분에 대한 영향도 적지는 않다. 이러한 이유로 천연가스 가격의 변화와 비교적 높은 상관계수로 움직이고 있다. 천연가스의 가격 상승은 주가 상승으로 이어질 수 있다.

현대상사 주가와 천연가스가격은 유사한 방향으로 흐름



자료: Thomson Reuters, Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

| 주요 해외자원개발 진행 현황 |       |      |      |      |      |      |      | (단위: 백만달러) |                   |
|-----------------|-------|------|------|------|------|------|------|------------|-------------------|
| 구분              |       | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 합계         | 비고                |
| 오만LNG           | 지분법이익 | 9.8  | 13.5 | 12.1 | 22.9 | 12.3 | 13.4 | 83.9       | 관계회사투자<br>(지분법주식) |
|                 | 투자    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -          |                   |
| 카타르LNG          | 수입배당금 | 7.3  | 9.9  | 13.0 | 14.9 | 9.5  | 10.8 | 65.5       | 매도가능증권            |
|                 | 투자    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -          |                   |
| 예멘LNG           | 지분법이익 | -    | 2.5  | -    | -    | -    | -    | 2.5        | 자원개발자금,<br>장기대여금  |
|                 | 이자수익  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -          |                   |
| 베트남 11-2        | 매출    | 13.5 | 51.7 | 34.3 | 0.1  | 0.1  | 7.8  | 107.5      | 해외광구개발비           |
|                 | 매출총이익 | -    | -    | 9.2  | 11.6 | 9.0  | 10.3 | 40.0       |                   |
| 암바토비<br>니켈      | 투자    | -    | -    | 2.6  | 5.3  | 2.3  | 3.8  | 14.0       | 자원개발자금,<br>장기대여금  |
|                 | 투자    | 6.8  | 8.3  | 6.6  | -    | -    | 2.5  | 24.2       |                   |
| 합계              | 수익    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -          |                   |
|                 | 투자    | -    | -    | -    | -    | -    | 15.2 | 15.2       |                   |
|                 | 수익    | 17.1 | 25.9 | 27.6 | 43.1 | 24.2 | 28.0 | 165.9      |                   |
|                 | 투자    | 20.3 | 60.0 | 40.9 | 0.2  | 0.1  | 25.5 | 146.9      |                   |

자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터



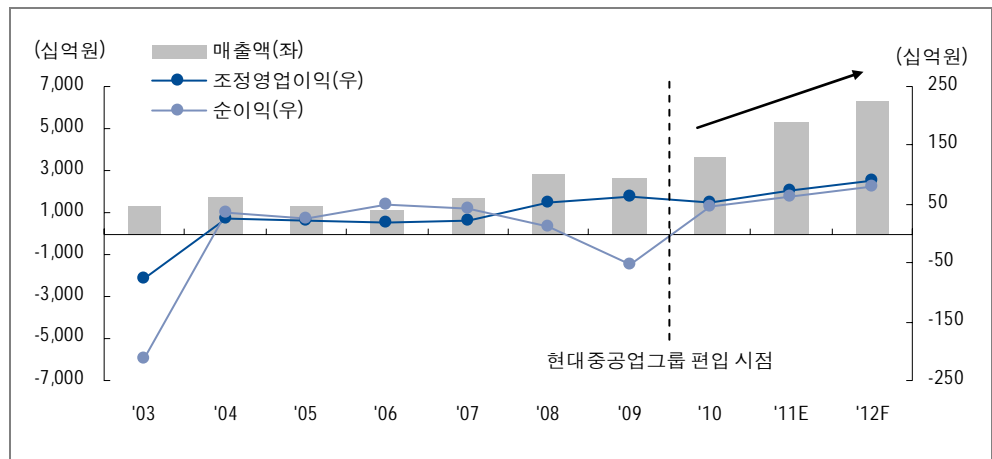
**투자포인트 3.**

**- 현대중공업그룹이 주인이 되면서 본격 성장 정책시행**

동사는 과거 현대그룹 중심의 기업이었으나 2003년 워크아웃으로 현대계열에서 분리되면서 채권단 공동관리에 들어가게 되었다. 2009년 채권단 관리가 종료된 후 현대사의 전통을 이어가겠다는 취지로 현대중공업이 동사의 지분 22.4%를 인수하면서 현대중공업그룹 계열사로 편입되면서 다시 현대 그룹의 가족이 되었다.

현대중공업이 인수한 이후 급격한 지원 정책의 시행으로 무역부분의 사업포트폴리오의 구성을 더욱 내실 있고 다양하게 전개하고 있다. **현대중공업과의 시너지를 발휘하기 위해서 기계, 플랜트 사업부 지원 이라던지 조선 관련부품 트레이딩 확대, 청도조선소 위탁 운영 등 과거에는 영위할 수 없었던 부분의 지원이 이루어지고 있는 상황이다.** 즉, 과거 부실과 비합리적 사업부를 구조 조정하고 신규 사업을 배치하면서 새로운 회사로 만들어가고 있다. 그러한 본격적 성장의 그림은 2012년부터 가시적으로 보여질 것으로 판단된다.

**2010년 현대중공업그룹 편입 이후 급격한 실적 회복**



자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

**현대중공업그룹 내 계열사 간 시너지 극대화 예상**

| 현대종합상사   |   | 시너지 효과   | 현대중공업   |      |
|--|---|--|---|------|
| 강점   | 해결과제  |  | 강점  | 해결과제 |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- 해외 네트워크, 영업력</li> <li>- 인적자원, 유연한 조직</li> <li>- 자원개발의 풍부한 경험</li> <li>- 프로젝트 연계 금융 주선 능력</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 안정적 영업기반</li> <li>- 청도조선소 정상화</li> <li>- 신용등급 유지/향상</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 안정된 사업구조 (세계 일류 중공업그룹)</li> <li>- 시장영향력(포스코 후판구매 1위) 신용도, 자금조달능력</li> <li>- 상호중공업 정상화 경험</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 해외 네트워크 확보 및 영업력 강화, 사업다변화 (자원개발 및 신규사업 진출)</li> <li>- 조선 해외진출 및 중국 업체 견제</li> </ul> |      |

**현대중공업**

- 태양광, 풍력 등 신재생에너지 신규수출 증가
- 조선용 강재, 선박기자재 소싱 참여, 중공업 신조선 과세유 사업 등

**현대제철**

- 2011년~2015년 현대제철 고로(1,2,3호기) 완공으로 늘어나는 수출물량을 동사 해외 영업망 통해 최대 물량 흡수

**현대오일뱅크**

- 2010년 5월 현대중공업 계열편입 후 거래보증
- 단계적 영업확대 방안: 2012년 이후에는 동사의 독자적 영업을 통한 현대오일뱅크 수출 내 점유율 확대 목표

자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

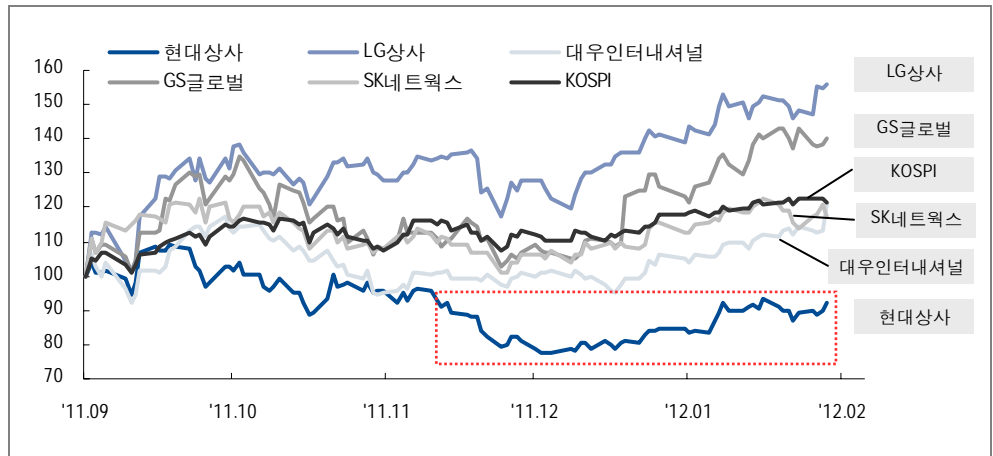
**투자포인트 4**

**- 업종대비 매력적 밸류에이션 수준**

지난해 9월 말 유럽위기 이후의 증시 급락으로 코스피지수가 1,653p 최저점을 기록한 후 현재까지 약 22% 상승하는 동안, 현대상사 주가는 기준점 대비 약 10% 하락하는 모습을 보였다. LG상사, 대우인터내셔널, SK네트웍스, GS글로벌 등 기타 4개 종합상사업체들이 각각 56%, 21%, 17%, 40% 상승한 것과는 대조적 모습이다.

안정적 현대계열사 물량을 바탕으로 한 무역사업 및 해외자원개발에서의 추가 수익인식을 앞두고 있는 동사의 실적과 성장 그림에 비하여 현 주가수준은 매우 매력적인 수준이며 재조명이 필요한 시기라고 판단된다.

**2011년 KOSPI 최저점(2011.9.26 - 1,653p) 이후 상사 5개사 주가추이**



주: 2011.9.26 = 100.

자료: Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

**5대 종합상사 실적 & valuation 비교**

(단위: 원, 십억원, 배, %)

|                 | 종가     | 시가총액   |        | 매출액    |      | 영업이익률 |      | 순이익률 |      | PER  |      |      | PBR  |       | 부채비율<br>3Q11 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|--------------|
|                 |        | 2월 27일 | '11E   | '12F   | '11E | '12F  | '11E | '12F | '11E | '12F | '13F | '11E | '12F |       |              |
| A011760 현대상사    | 28,000 | 625    | 5,267  | 6,335  | 1.4  | 1.4   | 1.2  | 1.2  | 9.8  | 7.9  | 6.2  | 2.5  | 1.9  | 750.6 |              |
| A001120 LG상사    | 59,300 | 2,298  | 13,988 | 15,397 | 1.4  | 1.4   | 1.9  | 1.9  | 9.5  | 8.6  | 7.6  | 1.7  | 1.6  | 318.5 |              |
| A047050 대우인터내셔널 | 35,100 | 3,622  | 19,223 | 21,291 | 1.0  | 1.2   | 1.2  | 1.1  | 16.3 | 15.7 | 11.3 | 2.1  | 1.7  | 450.3 |              |
| A001740 SK네트웍스  | 10,900 | 2,705  | 27,499 | 29,135 | 1.3  | 1.4   | 0.5  | 0.8  | 16.3 | 11.6 | 8.8  | 0.9  | 0.8  | 230.1 |              |
| A001250 GS글로벌   | 14,950 | 337    | 2,897  | 3,426  | -0.1 | 1.2   | -0.5 | 0.8  | N/A  | 11.2 | 6.5  | 1.4  | N/A  | 348.7 |              |

자료: FnGuide

**실적 전망**

현대상사의 2012년 실적은 매출액 6조 3,000억원, 영업이익 920억원, 순이익 790억원으로 예상된다. 이는 영업이익 관점에서는 현대중공업에 인수가 이루어진 2010년대비 약 70% 성장한 수치이며 순이익 기준으로는 68% 성장한 수치이다.

2010년 이후 경제 성장과 경기 회복의 속도의 차이는 있겠지만 월등한 기업 체질 강화의 모습을 보여주고 있다는 점이고, 향후 신규 사업인 자원개발 확대와 라이선스 사업 등 현대 그룹과의 시너지 부분에서 긍정적 부분이 많다는 점에서 본격적 기업 이익 확대가 꾸준히 이루어 질 수 있을 것으로 판단된다.

**리스크 점검**

**- 청도조선소 손실**

동사 주가의 발목을 잡는 큰 요인은 지속적으로 적자를 시현하고 있는 동사의 청도조선소이다. 청도조선소는 동사가 청도 현지에 위치한 링산조선소를 2005년 인수하면서 출범하였고, 지분 94.3%를 보유하고 있다.

실적 악화 이유는 신규 선박건조 경험 부족 및 조선 업황의 전반적 부진으로 압축할 수 있으며, 이에 따라 2008년 이후 재무상황이 매우 부실해졌다. 청도조선소의 실적 악화에 따른 지분법손실은 2008년 이후 계속 발생하고 있다.

하지만, 현대중공업그룹이 현대상사를 인수한 이후 동사는 청도조선소의 경영을 현대중공업에 위탁하였으며, 어려운 과정 속에서도 정상화 노력을 진행하고 있다. 다만 이미 저가 수주된 선박건조 물량과 조선 업황의 느린 회복세를 감안하면 신속한 정상화가 급하게 이루어지는 않을 가능성은 있다. **하지만 이미 많은 손실은 인식하였고 향후 지분법 손실의 금액은 80억원 미만으로 급격하게 축소될 것으로 예상된다.** 이제는 청도조선소가 더 이상의 불확실성 리스크가 아닌 꺼져가는 촛불로 보여진다.

**청도조선소 관련 손실은 향후 축소될 것으로 전망**

(단위: 십억원)

| 구분              | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009  | 2010  | 누계     |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|
| 투자<br>(유상증자 포함) | 12.6 | 4.3  | -    | 28.3  | 36.2  | -     | 81.4   |
| 배당금수익           | -    | -    | -    | -     | -     | -     | -      |
| 지분법손익           | -1.3 | -6.4 | 0.1  | -35.3 | -60.8 | -24.7 | -128.4 |

자료: 현대상사, 우리투자증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 '현대상사'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**고지 사항**

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.