

김현태 02) 3777-8128
htkim@kbsec.co.kr

이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

Initiation

투자 의견 (Initiate) **BUY**

목표주가 (Initiate) **40,000 (원)**

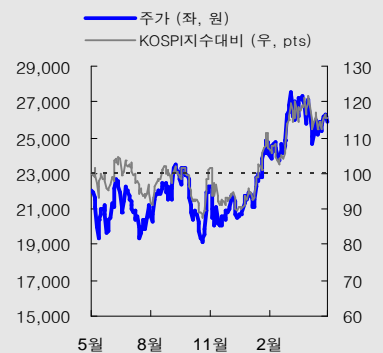
Upside / Downside (%)	55.3
현재가 (05/13, 원)	25,750
Consensus target price (원)	39,000
Difference from consensus (%)	2.6

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	5,468	5,407	5,854	6,122
영업이익 (십억원)	29	52	65	70
순이익 (십억원)	52	94	61	86
EPS (원)	2,309	4,216	2,713	3,870
증감률 (%)	17.5	82.6 (35.7)	42.7	
PER (X)	9.0	6.1	9.5	6.7
EV/EBITDA (X)	15.3	11.0	9.1	8.0
PBR (X)	1.1	1.2	1.1	0.9
ROE (%)	13.0	20.9	11.7	14.9

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(4.5)	6.8	22.6	16.5
KOSPI대비 상대수익률	(5.7)	8.2	19.5	14.9



Trading Data

시가총액 (십억원)	575
유통주식수 (백만주)	13
Free Float (%)	57.3
52주 최고/최저 (원)	27,500 / 19,150
거래대금 (3M, 십억원)	2
외국인 소유지분율 (%)	5.8
주요주주 지분율 (%)	현대중공업외 2인 30.7

자료: Fnguide, KB투자증권

현대상사 (011760)

자원개발과 Trading 두 마리 토끼를 잡는다

동사는 에멘LNG 배당금이라는 자원개발 모멘텀과 Trading 부문에서 우크라이나 전동차 수주 모멘텀을 갖추고 있다. 에멘LNG 배당금은 올해 3천만불 이상이 예상되고, 가스 가격 재산정이 반영되는 2014년에는 규모가 600억원 대로 높아져 세전이익 대비 80%에 달할 전망이다. 가시성 높은 자원개발 모멘텀을 기반으로 주가 상승이 이어질 것으로 보인다. BUY, 목표주가 40,000원에 업종 내 Top pick으로 제시한다.

BUY, 목표주가 40,000원으로 Coverage 개시

현대상사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 Coverage를 개시한다. 목표 주가는 무역부문 PER 7.0X, 자원부문 PER 10.0X를 적용해 산출한 2013년, 2014년 주당 가치를 산술 평균한 값이다. 에멘LNG 배당금은 경제적 실질과 그 규모를 감안할 때 손익에 반영하지 않으면 가치 판단에 왜곡이 발생하기 때문에 반영했다. 에멘 배당금을 반영하면 목표주가는 2013E PER 8.2X, 2014E PER 7.9X 수준이다.

에멘LNG는 불확실성 낮은 Cash 창출기. 2014년 배당금 605억원 예상

동사는 에멘LNG 프로젝트 지분 3.0%를 보유하고 있으며 2012년에 첫 배당금 600만불을 수령했다. 2013년 배당금은 3천만불로 예상하고 있는데, 4월 배당금(총 세 차례 배당 중 1회차)이 1,360만불 분배에 예상을 상회할 가능성이 높아졌다. 배당 3천만불을 가정해도 2013년 세전이익 대비 28.0%에 해당하는 규모인데다, 2014년부터 재산정된 가스 가격이 반영되면 배당 규모는 605억원으로 크게 증가해 세전이익 대비 80%에 달할 전망이다. 에멘LNG 수익 개선은 가격 재산정에 의해 당연히 발생하는 것으로 여타 자원개발 사업과 달리 불확실성이 크지 않다.

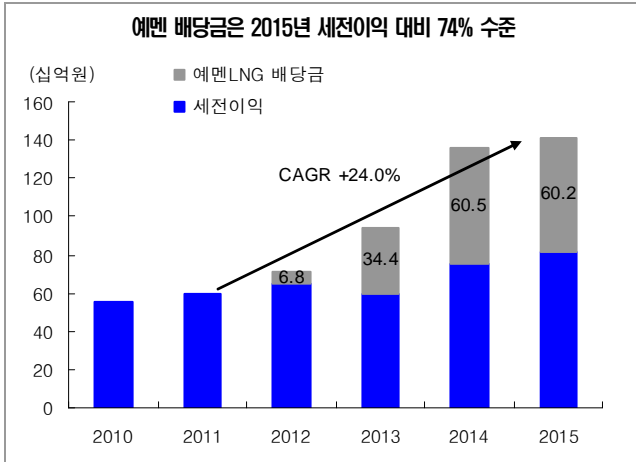
우크라이나 전동차는 상사로서의 역량이 총 집결된 사업

동사는 다른 상사와 달리 Trading 부문에서도 모멘텀을 확보하고 있다. 현대로템과 공동으로 진행하는 우크라이나 전동차 사업인데, 올해 2~3분기 중 총 7억불 규모의 납품 계약을 체결할 예정이다. 마진율 3.0%로 가정할 때 연간 영업이익 77억원이 증가하는 모멘텀 (2013년 영업이익 대비 14.7%)으로, 납품이 진행되는 3년간 손익에 반영될 것이다. 비즈니스 기회 포착과 계약 성사까지 동사의 역량이 크게 작용한 계약으로 의미가 남다르다고 할 수 있다.

청도조선소는 연간 적자 폭 100억원 이상 감소

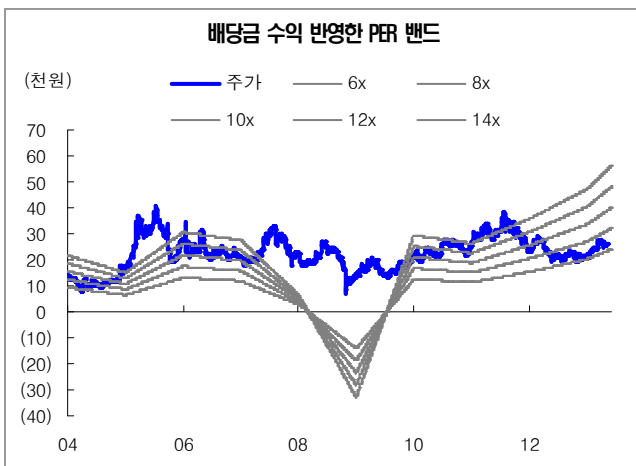
중국 청도조선소는 여전히 부실 계열사로 남아 있지만 저가 수주분에 대한 손실 인식이 모두 마무리돼 적자 규모는 100억원 수준 (감가 40억원+인건비 50~60억원)으로 줄어들 전망이다. 2011~2012년에 인식된 청도조선소 적자가 평균 290억원이므로 적자 규모 축소 효과가 상당히 크게 나타날 전망이다.

I. Focus Charts



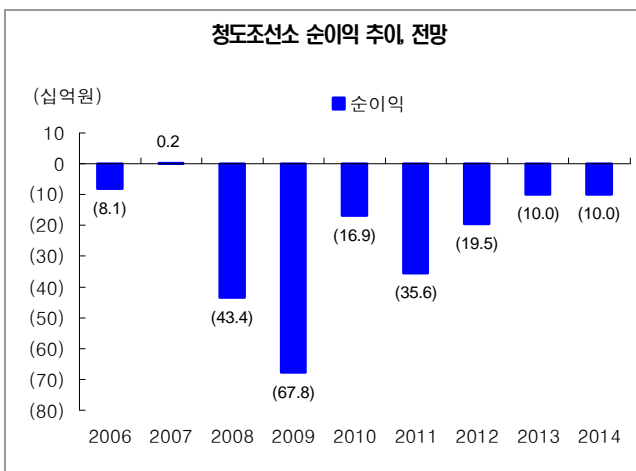
자료: KB투자증권 추정
주: 2013년 금지금 부가세 환급 예상액은 배제한 기준

- 동사가 지분 3.0%를 보유하고 있는 에멘LNG 프로젝트에서 2012년부터 배당이 시작됨 (2012년 배당금 600만불)
- 2013년 배당금은 3천만불 수준을 예상하는데, 4월 첫 배당금이 1,360만불 입금돼 예상을 상회할 가능성이 높아짐
- 배당금을 합산한 수정 세전이익은 2012년 713억원에서 2013년 941억원, 2014년 1,362억원으로 빠르게 증가할 전망
- 에멘LNG 수익 개선은 가격 재산정 Formula와 증산에 의한 것으로 예측 가시성이 높아 자원개발의 불확실성과 무관함



자료: KB투자증권 추정
주: 2013년 금지금 부가세 환급 예상액은 배제한 기준

- 에멘 배당금은 대어금 1,353억원을 회수할 때까지는 대어금과 상계되는 방식으로 회계 처리됨
- 이로 인해 2015년 상반기까지는 배당금 수익이 I/S에 반영되지 않고 2015년 하반기부터 I/S 인식될 전망
- 하지만 경제적 실질을 감안하면 배당금 수익과 차이가 없고, 금액 규모가 세전이익 대비 70~80%에 달해 이를 반영한 가치 산정 필요
- 에멘 배당금을 수익에 반영할 경우 현재 주가는 2013E PER 7.6X, 2014E PER 5.3X로 업종 내 가장 저평가 상태



자료: 현대상사, KB투자증권 추정
주: 2012년 청도조선소 총당금환입 151억원 제외된 순익 기준

- 동사가 지분 96.4%를 보유한 중국 청도조선소는 저가 수주 물량의 손실 인식으로 2006~2012년 평균 273억원 순손실 기록
- 하지만 2012년 말 기준으로 기 수주 물량 건조를 완료해 2013년부터는 저가 수주분에 따른 추가 손실은 발생하지 않을 것
- 당분간 연간 고정비 100억원 정도의 순손실이 예상되는데, 과거 평균 순손실 대비로는 170억원 가량의 수익 개선 효과 발생

II. Valuation

투자이견 BUY,
목표주가 40,000원

현대상사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 40,000원으로 Coverage를 개시한다. 목표주가는 PER Valuation으로 산출된 2013~2014년 목표주가를 평균해 산정했다. 비교를 위해 Sum of the Parts 방식으로 산출한 목표주가는 46,500원으로 PER 방식보다 높는데, 이는 예멘LNG의 수익이 레벨업되는 2014년 이후 현금흐름이 반영돼 있기 때문이다. PER 방식으로도 예멘 배당금이 레벨업되는 2014년 기준 적정가치를 반영했으나 2013년과 산술 평균했기 때문에 예멘LNG 수익 개선이 Fully 반영돼 있지는 못하다.

표 29. 현대상사 목표주가 산정 : 2013, 2014년 주당 가치를 산술 평균

(단위: 십억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
세전이익	55.3	59.9	64.6	59.7	75.7	108.1
무역	36.6	49.1	34.0	31.9	47.4	52.6
청도조선	(15.9)	(33.6)	(7.3)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
자원개발	34.5	44.3	44.7	72.2	98.8	99.1
베트남11-2광구	4.3	5.6	2.6	3.9	4.0	4.0
Drayton 탄광	2.3	2.9	0.8	1.0	1.1	1.1
카타르LNG(KORAS)	12.5	17.3	12.9	12.2	12.4	12.6
오만LNG(KOLNG)	15.4	18.5	21.6	20.5	20.9	21.2
예멘LNG 배당금	0.0	0.0	6.8	34.4	60.5	60.2
Tax rate	14%	30%	20%	20%	20%	20%
순이익						
무역	31.6	34.4	27.2	25.5	37.9	42.1
자원개발	29.8	31.0	35.7	57.7	79.0	79.3
Multiple (X)						
무역	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
자원	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
사업 가치						
무역	221	241	190	179	265	295
자원	298	310	357	577	790	793
주당 가치(원)	23,200	24,700	24,500	33,900	47,300	48,700

자료: KB투자증권 추정

주: ① 예멘 배당금을 순이익에 반영한 기준, ② 2013년 예상되는 금지금 부가세 환급금은 제외

예멘LNG 배당금은 투자비를 회수할 때까지 대여금 상환으로 처리하게 돼 있어 2015년 상반기까지는 손익계산서에 반영되지 않는다. 하지만 배당금 유입은 경제적 실질과 현금흐름 측면에서 손익 인식과 다를 바 없고, 손익계산서에 반영되지 않는다고 해서 배제할 경우 기업가치 판단에 왜곡이 발생한다. 이 때문에 PER Valuation에 예멘LNG 배당 수익을 반영했다.

동사가 96.4%의 지분을 보유한 중국 청도조선소는 보수적으로 매년 100억원 수준의 적자가 2040년까지 유지되는 것으로 가정했고 할인율도 5%로 반영했다. 현금흐름을 통한 청도조선소 가치는 -1,515억원으로 산출됐다.

표 30. Sum of the Parts 방식 목표주가 산출

(단위: 십억원)	2012	2013	2014	2015
1) 무역부문 가치	241.9	262.9	333.5	365.6
영업이익	34.0	36.9	49.0	54.3
무역부문 감가상각	6.4	6.9	6.6	6.6
EBITDA	40.3	43.8	55.6	60.9
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0	6.0
2) 자원부문 가치	574.7	574.7	574.7	574.7
3) Net Cash	170.6	348.0	406.9	467.3
4) 청도조선소 가치	(151.5)	(151.5)	(151.5)	(151.5)
총 기업 가치 1)+2)+3)+4)	835.6	1,004.4	1,151.5	1,256.6
주당 가치(원)	37,400	45,000	51,600	56,300

자료: KB투자증권 추정

목표주가 40,000원은 2013년 실적 기준 PER 9.5X, PBR 1.8X, 2014년 기준 PER 14.7X, PBR 1.6X에 해당한다. 2013년 PER이 더 낮은 것은 금지금 환급 예상금 580억원이 반영돼 있기 때문이다. 이를 배제하면 2013년 PER은 18.6X로 높아진다. 과거 Valuation 대비 월등히 높은 수준인데 이는 2015년까지 예멘LNG 배당금이 IS에 인식되지 않기 때문에 나타나는 착시다.

**예멘 배당금 손익 반영하면
적정주가는 2013E PER 7.3X**

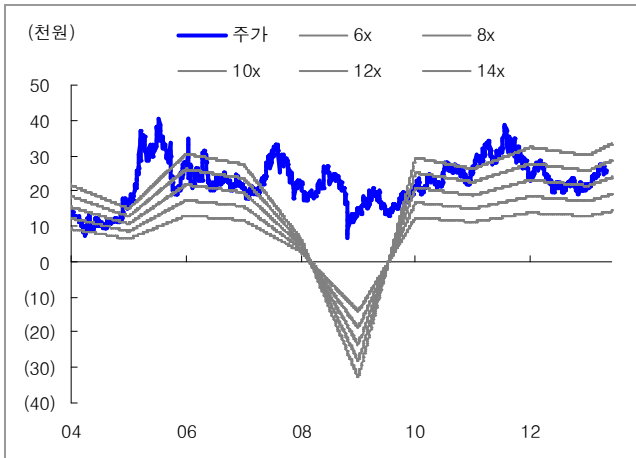
예멘 배당금이 2014년 605억원으로 세전이익 757억원 대비 80%에 달할 정도로 규모가 크기 때문에 이를 반영하지 않으면 실적과 주가 판단에 왜곡이 발생할 수 밖에 없다. 예멘 배당금을 손익에 반영한 조정 실적 기준으로 목표주가 40,000원은 2013년 PER 7.3X, PBR 1.7X, 2014년 PER 8.2X, PBR 1.5X에 해당한다.

표 31. 예멘 배당금 반영에 따른 수익 지표 변화

(단위: 십억원)	2012	2013	2014	2015
세전이익	64.6	117.7	75.7	81.5
순이익	51.6	94.1	60.6	86.5
목표주가 PER	17.3	9.5	14.7	10.3
목표주가 PBR	2.2	1.8	1.6	1.4
예멘LNG 배당금	6.8	34.4	60.5	60.2
수정 세전이익 - 배당금 반영	71.3	152.1	136.2	141.7
수정 순이익 - 배당금 반영	57.0	121.6	109.0	113.4
수정 EPS	2,554	5,448	4,880	5,077
수정 BPS	18,602	24,081	27,328	29,738
목표주가 PER	15.7	7.3	8.2	7.9
목표주가 PBR	2.2	1.7	1.5	1.3

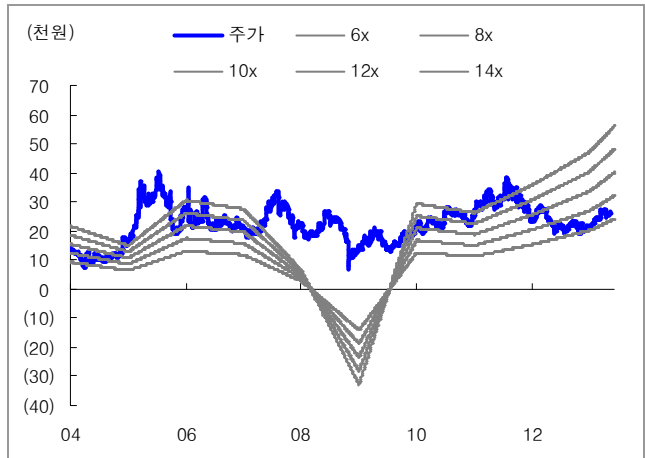
자료: KB투자증권 추정

그림 81. 예멘 배당금 감안하지 않은 PER 밴드: forward PER 11X



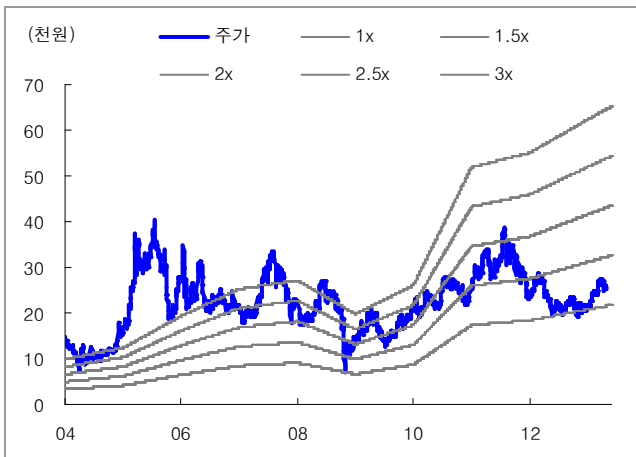
자료: KB투자증권 추정

그림 82. 예멘 배당금 수익 인식한 PER 밴드: forward PER 7X



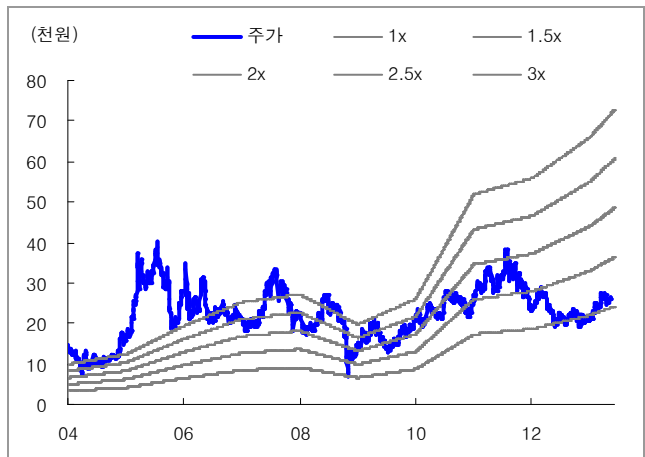
자료: KB투자증권 추정

그림 83. 예멘 배당금 감안하지 않은 PBR 밴드



자료: 현대상사

그림 84. 예멘 배당금 수익 인식한 PBR 밴드



자료: 현대상사

III. Investment Points

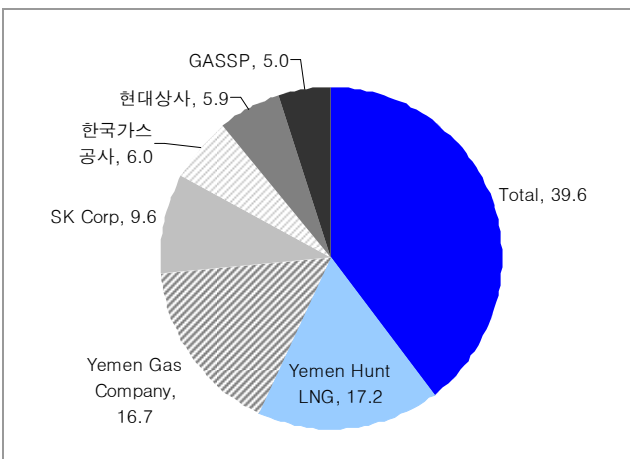
1. 예멘LNG 배당수익으로 자원개발 이익 2년간 121% 증가

대우인터, LG상사가 자원개발에 역량을 집중하고 해당 사업에서만 의미 있는 모멘텀이 발생하는 것과 달리 현대상사는 자원개발, Trading 부문 양쪽 모두에서 2013년 모멘텀이 예상된다. 특히 Trading 부문에서의 모멘텀은 동사의 주도적 역할로 신규 시장을 개척한 것으로 그 의미가 남다르다. 상사 비즈니스의 존재 이유를 보여주는 사례라 할 수 있다.

예멘LNG 2012년부터 배당 실시 2012년 배당은 600만불

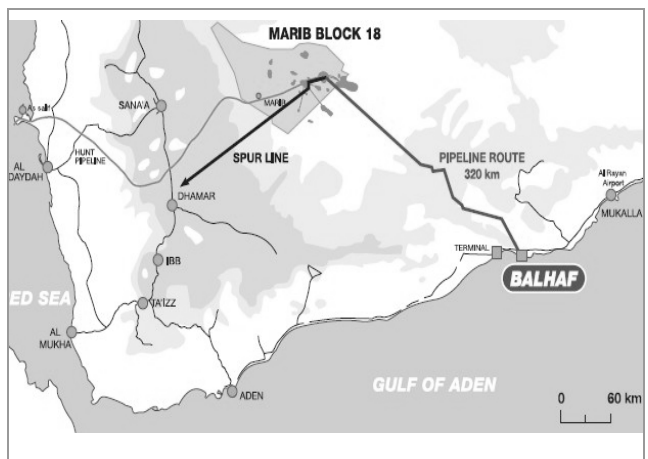
먼저 자원개발에서는 올해부터 예멘LNG 배당 수익이 본격화된다. 동사는 예멘LNG 프로젝트 지분 3.0%를 보유하고 있으며 2012년 말 처음으로 600만불의 배당금을 수령했다. 예멘LNG 프로젝트는 1998년 지분 매입으로 투자한 후 2009년부터 생산이 시작됐으며 2012년 9월 완공 증명을 취득했다. 완공 증명을 득한 이후부터 배당을 실시할 수 있기 때문에 2012년에 첫 수익 배분이 이루어지게 됐다.

그림 85. 예멘LNG 컨소시엄 지분 구성



자료: 현대상사
 주: 컨소시엄 내 지분 5.88% 보유, 해당 법인의 지분 51% 보유
 결국 전체 사업 대비 지분율은 5.88%*51% = 3.0%

그림 86. 예멘LNG 사업 부지



자료: 현대상사
 주: MARIB BLOCK 18이 가스 생산지, BALHAF는 LNG터미널

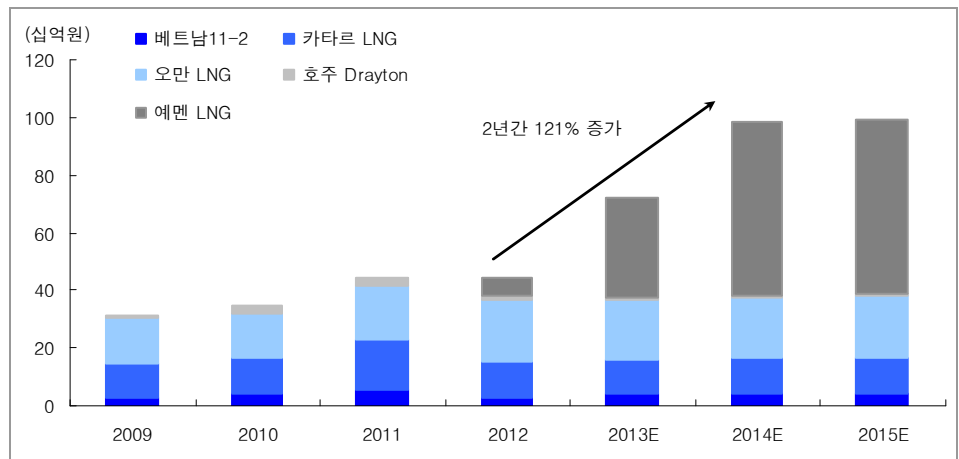
2013년 예상 배당금은 3천만불. 4월에 이미 1,360만불 확보

2012년에는 완공 증명 취득을 위한 마무리 비용이 반영됐고 대주단 투자분에 대해 조기상환이 있었다. 이런 이유들로 인해 배당금이 600만불 수준이었으나 2013년부터는 해당 요인들이 사라지고, 예멘 정부의 증산 허가로 기존 690만톤 생산량이 730만톤으로 늘어나면서 올해 배당금은 3천만불 수준이 될 것으로 예상된다. 2013년 배당금은 4월, 8월, 12월 총 세 차례에 걸쳐서 지급되는데 이미 4월 배당금이 1,360만불 지급됐다. 8월, 12월에도 동일한 배당이 유지되면 연간 배당금은 4천만불 수준까지 높아지게 된다.

**가스 가격 재산정으로
2014년부터 이익 및 배당금
큰 폭 증가**

또한 2014년에는 예멘LNG 수익이 한 단계 레벨업될 전망이다. 이에 따라 동사가 수령하는 배당금 수익도 2013년 3,140만불에서 2014년에는 5,550만불로 77% YoY 증가할 것으로 추정된다. 수익 상승을 전망하는 배경은 5년 단위 가격 재산정 시점이 도래하기 때문이다. 2008년 첫 공급을 시작한 당시보다 아시아 천연가스 가격이 상승한데다, 현저하게 낮은 가격에 판매되던 한국가스공사향 판매 가격도 정상화되면서 외형과 수익성 모두 개선될 전망이다.

그림 87. 현대상사 자원개발 수익 추이 및 전망



자료: 현대상사, KB투자증권 추정

예멘LNG에서 생산되는 가스는 Suez, Total, 한국가스공사 3사가 장기계약을 통해 구매하고 있다. 2005년 하반기 예멘LNG가 장기공급처를 찾고 있던 당시 가스 장기구매처를 찾기 어려웠고, 이 과정에서 마지막으로 구매 계약에 참여한 한국가스공사가 Suez, Total 대비 매우 유리한 가격 조건으로 계약을 맺었다. 이로 인해 2008~2013년 공급 가격은 Suez, Total은 MMBtu당 9~10달러인 것으로 추정되는데 한국가스공사는 3~4달러 수준에 불과한 것으로 추정된다.

표 32. LNG 장기 구매처 (2008년 말부터 20년 장기 공급 계약)

장기 구매처	Destination	판매량 (백만톤)	판매 조건
한국가스공사	Korea	2.00	FOB
Suez	US	2.55	FOB
Total Gas & Power	US	2.00	Exship

자료: 현대상사

가스 가격 재산정이 반영되는 2014년부터는 한국가스공사의 구매 가격도 MMBtu당 11.6달러 수준으로 정상화될 전망이다. 예멘LNG 매출의 1/3을 담당하는 한국가스공사향 판매 가격이 기존 대비 250% 가량 상승하면서 예멘LNG 매출은 2013년 대비 57%, 수익은 77% 증가할 것으로 예상된다. 자연히 동사가 수령하는 배당금 수익도 같은 비율로 증가하게 될 것이다.

표 33. 예멘LNG 수익 추정

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
생산량 (만톤)	690	730	730	730	730	730	730
가중평균 가격 (\$/MMbtu)	7.4	7.4	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
북미향	9.4	9.4	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
KOGAS	3.3	3.3	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
매출액 (백만\$)	2,467	2,610	4,098	4,098	4,098	4,098	4,098
순이익	798	1,044	1,844	1,844	1,844	1,844	1,844
순이익률	32.3%	40.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
배당금 (백만\$)	6.0	31.4	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5
배당금 (십억원)	6.8	34.4	60.5	60.2	60.2	60.2	60.2

자료: 현대상사, KB투자증권 추정

주: 2014년 가격 재산정으로 매출 증가하며 NPM 5%p 개선 가정

예멘LNG 수익은 다른 상사들의 자원가치 대비 매우 가치성 높게 추정 가능한 수익이다. 이미 2012년부터 배당 수익이 발생하기 시작했기 때문에 이를 근거로 판단이 가능하고, 2014년 수익성 개선은 현저히 낮은 가격에 공급되던 가스 판매 가격이 정상화되면서 창출되는 수익이기 때문이다. 게다가 올해 4월에 분배된 예멘 배당금도 배당 수익의 가치성을 높이는 요인이다. 따라서 동사의 예멘LNG 가치는 평균보다 낮은 할인율을 적용 받을 수 있는 상황이다.

다만 손익계산서를 중시하는 투자업계 관행상 예멘LNG 가치가 주가에 제대로 Price-in될 지 여부가 관건이다. 예멘LNG에서 유입되는 배당금은 세전이익 단계 반영되는 것이 아니고, 투자금 1,353억원을 충족할 때까지는 대여금 상환으로 인식되기 때문이다. 즉, 누적 배당금이 1,353억원 쌓일 때까지는 예멘LNG 배당금이 손익계산서에 반영되지 않고 B/S의 대여금 차감으로 반영되게 된다. 당사 추정으로는 2015년 상반기에 대여금 상환이 마무리되고 2015년 하반기부터 배당금이 세전이익 단계 인식될 것으로 보인다.

표 34. 예멘LNG 배당금과 대여금 잔액: 2015년 상반기에 대여금 회수 마무리되고 I/S 인식 시작

(단위:십억원) 항목	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
I/S 배당금 수익		0.0	0.0	0.0	26.6	60.2	60.2	60.2	60.0	60.0
예멘 LNG 배당금 Cash-flow		6.8	34.4	60.5	60.2	60.2	60.2	60.2	60.0	60.0
대여금 잔액	135.3	128.5	94.1	33.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: KB투자증권 추정

주: 대여금이 모두 회수될 때까지는 배당금을 대여금과 상계 처리. 이후 잔여분부터 I/S 배당수익으로 인식

2014년부터 세전이익 대비 70~80%에 달하는 배당금 발생

I/S에는 반영되지 않지만 경제적 실질은 크게 다르지 않다. 현금흐름 기준으로는 배당금이 유입되면서 연간 현금흐름이 600억원 이상 증가하고 이를 기반으로 추가 투자를 할 수 있는 여력이 커지게 된다. 또한 대여금 상환으로 인식하더라도 B/S를 통해 배당 금액과 유입 여부를 추적할 수 있기 때문에 수익 인식의 차이를 Risk로 판단할 이유도 없다. 배당금 연간 600억원 은 연간 세전이익 대비 70%에 달하는 규모로 이를 무시할 경우 기업가치 판단에 큰 왜곡이 발생할 수 있다. 따라서 목표주가 산정에도 예멘 배당금을 Income으로 가정해 반영했다.

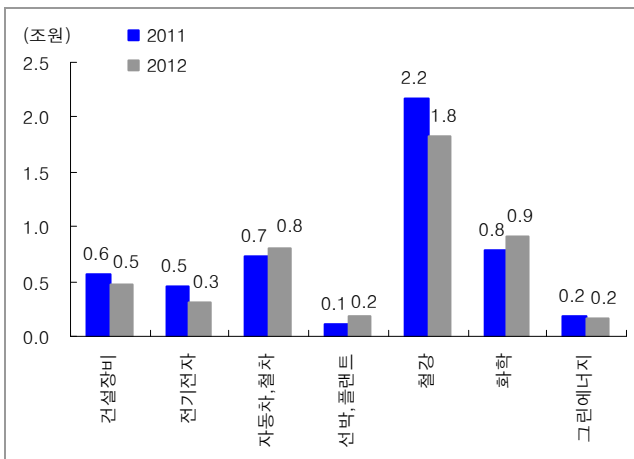
2. 우크라이나 전동차 수주로 Trading 부문 성장

Trading 부문에서 기대되는 모멘텀은 우크라이나 전동차 수주다. 올해 2~3분기 중 본 계약이 체결될 것으로 예상되는데, 총 수주 금액은 7억불 정도가 될 것이다. 계약 후 납품 완료까지 3년이 예상되므로 연간 매출 인식은 2.3억불 (원화 2,530억원)이다. 2012년 Trading 매출 4.7조원 대비 5.4%에 해당하는 금액이다.

우크라이나 전동차 수주로 연간 영업이익 77억원 증가

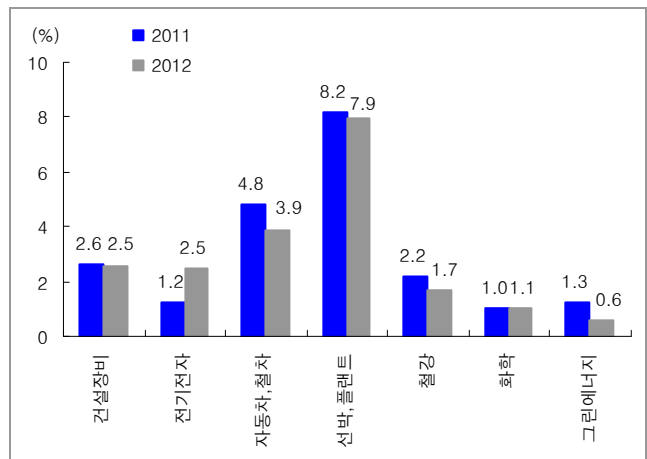
2011~2012년 자동차, 철차 부문의 매출총이익률이 평균 4% 중반인데, 우크라이나 사업은 동사의 주도적 역할로 비즈니스가 창출돼 마진이 더 높은 편이다. 보수적으로 수익성을 3.0%로 가정할 때 이번 프로젝트를 통해 총 수익 2,100만불, 연 평균 수익 700만불 (한화 77억원)이 추가 될 것이다. 2012년 동사의 Trading 부문 영업이익 600억원 대비 12.8%에 해당하는 금액이다.

그림 88. Trading 부문별 매출



자료: 현대상사, KB투자증권

그림 89. Trading 부문별 매출총이익률: 철차 수익성 높은 편



자료: 현대상사, KB투자증권

현대로템이 생산한 전동차는 2011~2012년에 걸쳐 90량 공급됐고 이에 대한 우크라이나 정부의 평가가 좋아서 이번에는 200량 규모의 대규모 계약이 체결될 예정이다. 전동차 대당 공급 가격은 약 350만불이고 총 계약 규모는 7억불이다. 2010년 계약 체결했던 전동차 90량 공급 가격이 총 3.07억불이었던 점을 감안하면 추가 200량에 대한 매출 규모는 크게 틀리지 않을 것으로 보인다.

표 35. 우크라이나 전동차 계약 세부 내역

항목	2010년 1차 계약	2013년 예상 계약
수주일자	2010-12-24	2013년 2~3Q
납기	2012-10-31	3년
품목	전동차	전동차
수주량	90량	200량
수주금액	307백만불	700백만불
1량당 금액	314만불	350만불

자료: 현대상사, KB투자증권

전동차 마진은 최소 3% 이상인 것으로 추정됨

이번 계약은 현대상사의 주도적 역할로 성사된 것이고, 기본적으로 기계부문 Trading 마진이 높다는 점을 감안하면 전동차 사업 마진은 최소 3.0% 이상이 될 것으로 보인다. 실제로 동사의 기계 부문 실적은 2010년 매출 1.5조원에서 2011년 매출 2.0조원으로 5천억원 증가했는데 상당 부분이 2010년 계약한 우크라이나 전동차 매출 인식에 기인한 것으로 판단된다. 해당 기간 기계 부문 수익성은 2010년 1.9%에서 2011년 2.4%로 0.5%p 개선됐는데, 다른 조건 변화가 없었다고 가정하면 매출 증분 5천억원에서 발생한 OPM은 3.8%에 달하는 것으로 계산된다.

표 36. 기계/플랜트 부문 Trading 실적

(단위: 십억원)	매출액	영업이익	OPM
2010년	1,539	29	1.9
2011년	2,039	48	2.4
증가분	500	19	3.8

자료: 현대상사, KB투자증권

우크라이나 전동차 사업은 규모와 수익성도 중요하지만 해당 사업의 성사 배경에 큰 의미가 있다. 상사의 비즈니스 정의에 정확히 부합하는 방식으로 계약이 이루어진 사례이기 때문이다.

동사의 Trading 역량과 그룹사 시너지를 발휘한 모범 사례

상사의 역할과 존재 이유는, 해외 네트워크를 기반으로 비즈니스 기회를 기민하게 포착해 적합한 업체에 연결해주고 이를 통해 수익을 창출하는 데에 있다. 상사는 글로벌 Trading이 기본 비즈니스 구조이고 자연히 글로벌 각국에 현지 법인을 두고 있다. 아무리 정보의 흐름이 실시간으로 이루어진다 하더라도 해당국 현지 법인에서 입수하는 정보와 네트워크에는 경쟁 열위일 수 밖에 없다. 여기에서 상사의 경쟁력과 존재 이유가 성립하는 것이다.

우크라이나 전동차 사업도 현대상사의 현지 법인에서 정보를 입수해 현대로템에 사업을 제안하면서 시작된 Deal이다. 우크라이나 정부가 대대적으로 노후 전동차 교체를 검토한다는 소식을 입수한 현대상사가 계열사인 현대로템에 입찰을 제안했고 이를 계기로 사업이 시작된 것이다. 현대상사를 통해 계열사 간 시너지가 창출된 사례라고 볼 수 있다.

또한 우크라이나 정부의 사업자금 조달 과정에서도 현대상사의 비즈니스 네트워크가 역량을 발휘해 Loan financing이 이루어졌다. 여러 가지 면에서 이번 전동차 사업은 동사의 Trading 역량이 진가를 발휘하면서 성사된 Case라 할 수 있다.

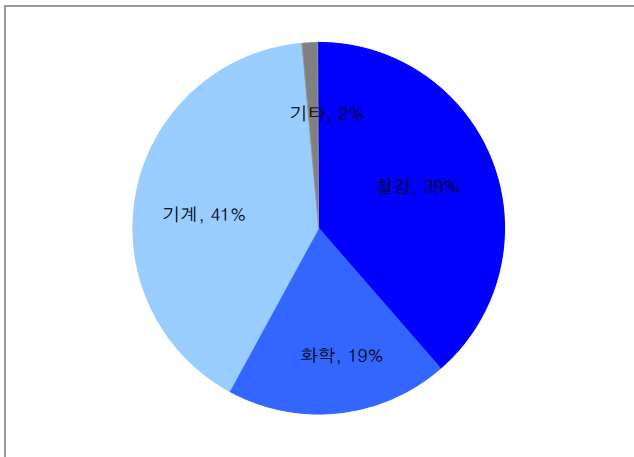
3. 그룹사와의 시너지로 Trading 매출 증가

철강 계열사 증설로 철강 Trading 매출도 증가

앞서 언급한 전동차 사업 외에도 현대차 그룹, 현대중공업 그룹과의 시너지로 Trading 매출 성장이 기대된다. 특히 2013~2014년에는 현대제철, 현대하이스코의 수출 물량 확대에 따른 철강 부문 매출 성장이 두드러질 전망이다.

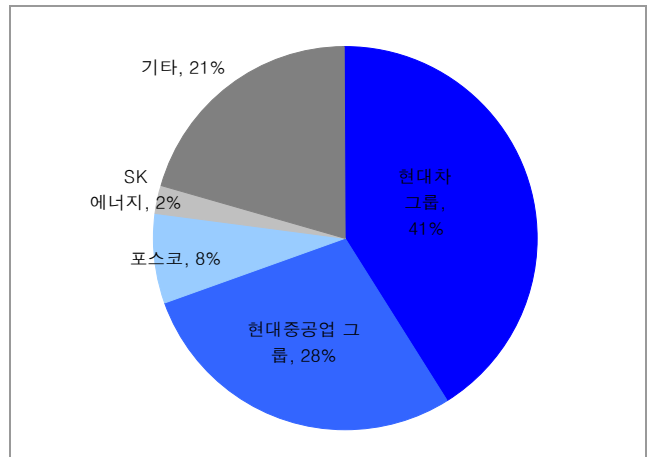
동사의 Trading 부문은 전체 매출 99.5%를 차지하고 있으며, Trading 매출에서 철강은 약 40%를 차지한다 (2011년 43%, 2012년 39%). 이 가운데 POSCO 물량이 차지하는 비중이 8% 이고 동국제강, 노벨리스코리아 등이 차지하는 비중까지 합해도 10% 수준이다. 즉, 나머지 매출은 그룹사인 현대제철, 현대하이스코가 차지하고 있다. 실제로 현대상사의 철강 매출과 현대제철+현대하이스코 수출액을 비교해 보면 연관성이 높다는 점을 확인할 수 있다.

그림 90. 부문별 매출 비중



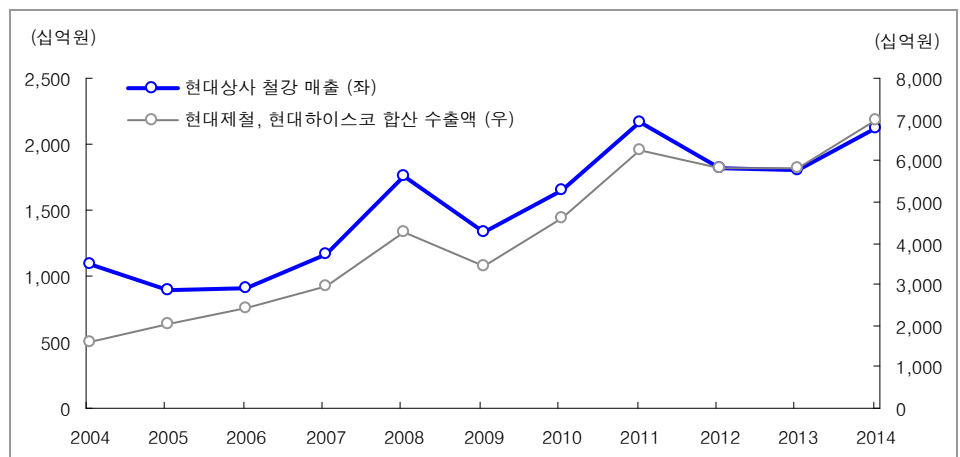
자료: 현대상사

그림 91. 주요 공급선별 매출 비중



자료: 현대상사

그림 92. 현대상사 철강 매출과 그룹 철강사 수출액

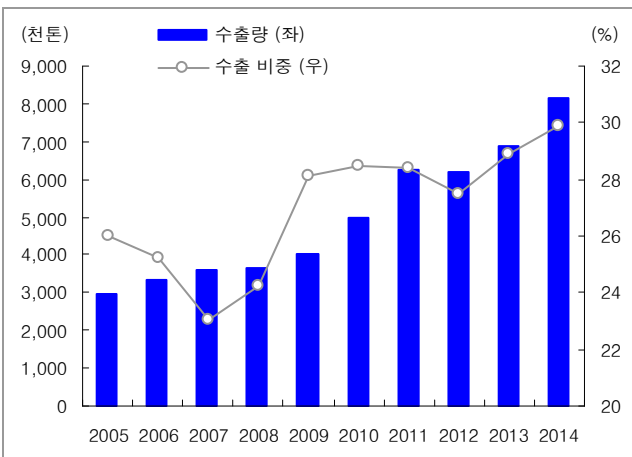


자료: 현대상사, KB투자증권 추정

2013년은 현대제철, 현대하이스코 모두 대규모 증설이 반영되는 해이다. 현대제철은 제3고로 400만톤이 9월 말 완공되고 현대하이스코는 5월부터 150만톤 Capa의 제2냉연공장이 가동된다. 따라서 양사의 기존 수출 비중이 유지된다고 가정하면 현대제철 400만톤 물량 가운데 90만톤, 현대하이스코 150만톤 가운데 53만톤이 수출될 것이다.

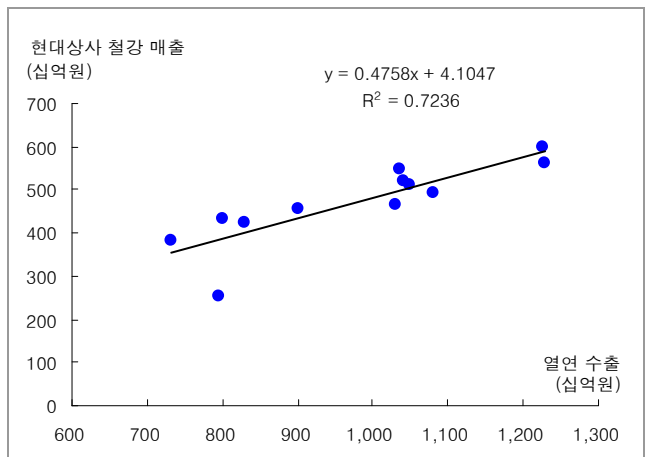
현대상사가 철강 계열사 수출의 약 25%를 취급하는 것으로 추정되므로, 현대제철과 현대하이스코 증설을 통해 취급 물량 36만톤, 매출액 약 3,500억원이 증가할 것으로 예상된다. 게다가 현대하이스코의 경우 이번 증설 물량 가운데 60% 이상을 해외법인 수출로 소화할 예정이고, 현대제철도 국내 수급 악화로 2014년부터는 수출 비중을 늘릴 가능성이 높아 철강 계열사를 통한 수출 물량 확대는 지속될 전망이다.

그림 93. 현대제철, 현대하이스코 합산 수출량 및 수출 비중



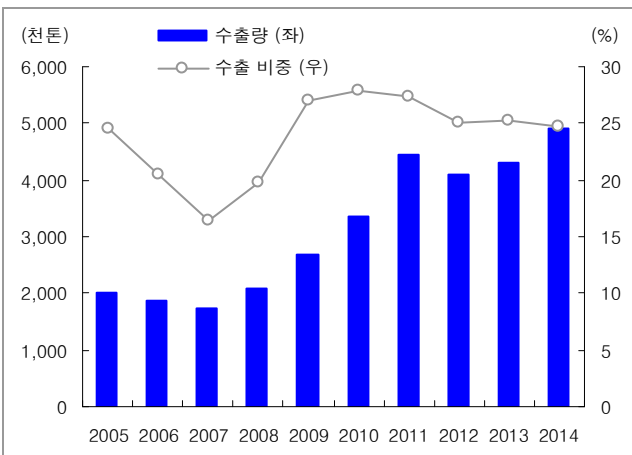
자료: 현대제철, 현대하이스코, KB투자증권 추정

그림 94. 한국 열연 수출 금액 vs. 현대상사 철강 매출액



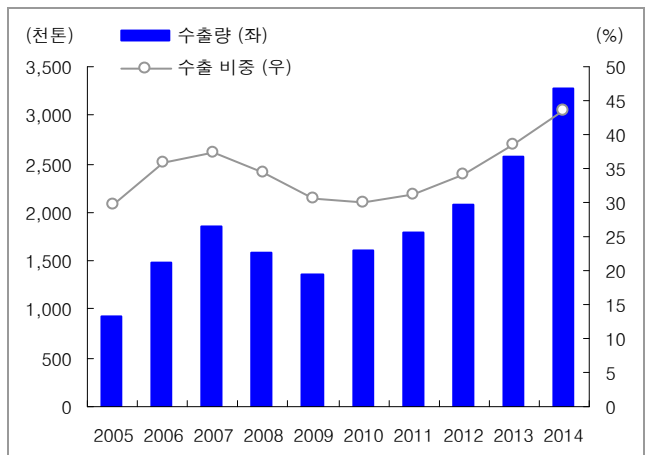
자료: 한국철강협회, KB투자증권
 주: 1Q10~1Q13 분기별 수출액 및 매출액 기준

그림 95. 현대제철 수출량 및 수출 비중



자료: 현대제철, KB투자증권 추정

그림 96. 현대하이스코 수출량 및 수출 비중



자료: 현대하이스코, KB투자증권 추정

4. 기타 이슈 사항들

1) 청도 조선소 선박건조 종료

2005년 인수한 청도조선소는 여전히 끝치거리

동사는 사업다각화의 일환으로 2005년 5월 중국 링산조선소의 경영권을 인수했다 (인수 후 청도현대조선소로 사명 변경). 하지만 인수 후 그룹사와의 시너지를 창출하기도 전에 금융위기가 발생하면서 청도조선소는 매년 적자를 기록하는 부실 계열사로 전락했다.

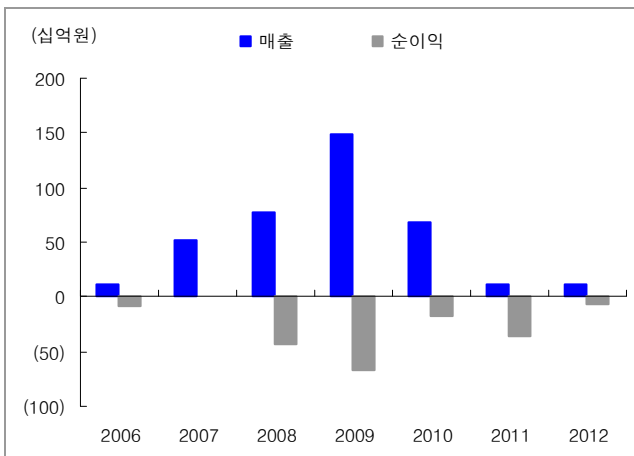
인수 당시에는 총 1억 달러를 투자해 지분 90%를 취득했으나, 2008, 2009, 2012년 총 세 차례의 유상증자를 거치면서 현재 청도조선소에 대한 지분율은 96.4%에 이르고 있다. 잔여지분 3.6%는 청도링산산업이 보유 중이다.

표 37. 청도조선소 Overview

구분	세부 내용
인수배경	2003년 사업다각화 일환으로 조선업 진출 타진
설립일자	2005년 5월 8일
자본금	2,000만 달러
초기 지분율	현대종합상사 80%, 청도링산산업 20%
2012년 말 지분율	현대종합상사 96.4%, 청도링산산업 3.6%
부지면적	13만평
생산능력	5.6K 규모 선박 10~15척 건조
직원수 (2012년 말 기준)	1,359명 (한국인 43명, 현지직원 613명, 외주 703명)

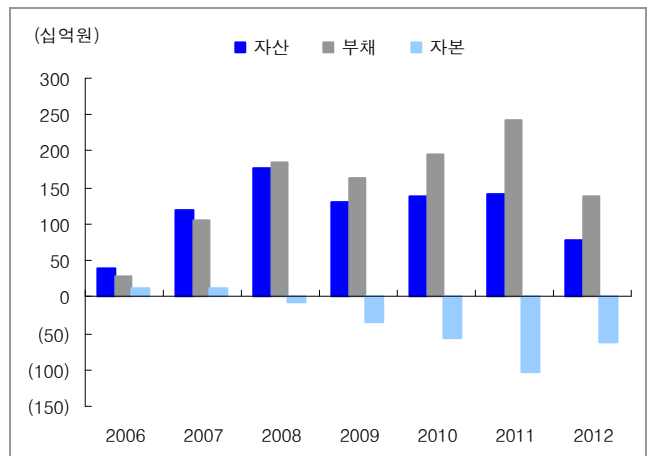
자료: 현대상사, KB투자증권

그림 97. 청도조선소 손익



자료: 현대상사, KB투자증권

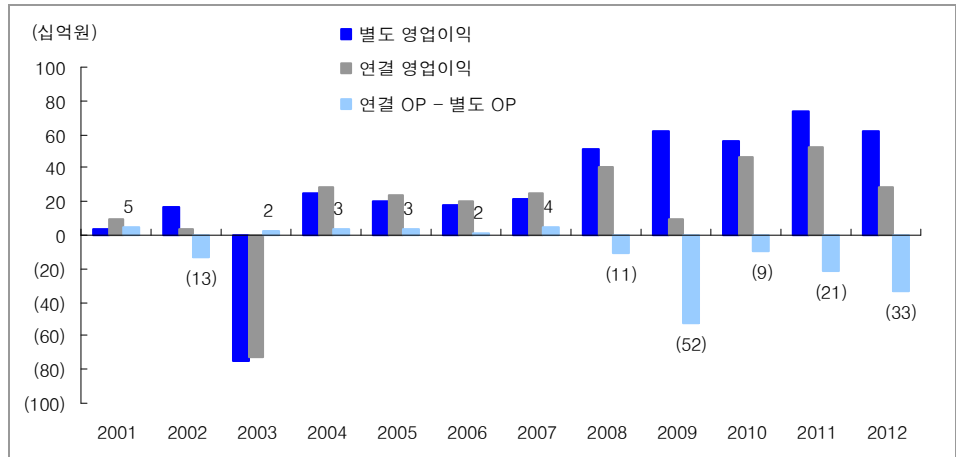
그림 98. 청도조선소 재무구조



자료: 현대상사, KB투자증권

거의 100%에 가까운 지분을 보유한 상태에서 청도조선소가 2008~2012년 평균 300억원 이상의 순적자를 기록하면서 동사 실적에 큰 부담으로 작용해왔다. 청도조선소가 2008년부터 자본잠식에 빠져 별도 재무제표에는 청도조선소 실적이 인식되지 않았으나 연결 재무제표 기준으로는 손익이 인식되면서 연결 실적이 항상 별도 실적보다 악화되는 모습을 보여왔다.

그림 99. 청도조선소 손실로 연결 실적이 별도보다 항상 부진



자료: 현대상사, KB투자증권

저가 수주분 손실 인식 완료돼
손실 규모는 100~200억원 가량
줄어들 것

청도조선소가 완전히 매각 또는 청산되지 않는 한 고정비 부담에 따른 손실 인식이 불가피하다. 하지만 다행스러운 점은 기 수주 물량에 대한 건조가 2012년에 마무리되면서 2013년부터는 손실 규모가 크게 줄어든다는 점이다. 저가 수주 물량에 따른 손실 인식이 마무리됐고 2013년부터는 추가 건조가 없기 때문에 적자 규모는 고정비 수준 (연간 100억원)에 한정될 것으로 보인다. 연간 고정비는 감가상각 40억원, 인건비 50~60억원이 주요 항목이다.

표 38. 청도조선소 선박 건조 인도 현황 : 기 수주분 건조 완료 추가 수주 없음

(단위: 척)	신규계약	기초 잔여	인도척수	기말 잔여
2005	21	21	6	15
2006	12	27	4	23
2007	0	23	3	20
2008	10	30	4	26
2009	4	30	6	24
2010	0	24	8	16
2011	0	16	9	7
2012	0	7	7	0
합계	47		47	0

자료: 현대상사, KB투자증권

표 39. 청도조선소 손익 재무구조 추이

(단위: 십억원)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
매출	12.0	51.4	76.6	149.6	68.2	11.0	12.3
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	(22.4)	(31.4)	(20.1)
순이익	(8.1)	0.2	(43.4)	(67.8)	(16.9)	(35.6)	(7.5)
감가상각	N/A	N/A	N/A	N/A	4.2	4.1	4.3
무형자산상각	N/A	N/A	N/A	N/A	0.2	0.2	0.2
자산	38.9	117.6	176.8	128.6	137.4	139.7	78.0
부채	27.7	106.0	185.3	163.6	194.9	243.0	139.4
자본	11.1	11.6	(8.5)	(35.0)	(57.5)	(103.3)	(61.4)
지분율	80.0%	80.0%	90.0%	94.3%	94.3%	94.3%	96.4%
유상증자			28.3	36.2			45.6

자료: 현대상사, KB투자증권

청도조선소의 순손실이 2011년 356억원, 2012년 220억원 (충당금 환입 제외한 수치)이었으므로 연간 100억원 손실로 유지되면 과거 대비 100~200억원의 손익 개선 효과가 발생한다. 동사가 지분 대부분을 보유하고 있기 때문에 동사의 손익 개선 효과도 비슷한 금액으로 볼 수 있다.

2) 현대자원개발 설립의 영향

현대중공업 그룹은 2011년 4월 계열사와 합작으로 현대자원개발이라는 자원개발 전문업체를 설립했다. 지분율은 현대중공업 40%, 현대미포조선 35%, 현대오일뱅크 15%, 현대상사 10%로 구성돼 있으며 자본금은 500억원이다.

현대자원개발이 설립되면서 현대상사의 자원개발 인력이 통째로 현대자원개발로 자리를 옮겼다. 즉, 향후 그룹의 자원개발 역량을 현대자원개발에 집중하겠다는 포석이다. 이는 현대상사 입장에서 보면 향후 자원개발에서의 성장 포텐셜이 하락한다는 것을 의미한다.

기존에는 현대상사 내부 인력으로 사업을 추진했기 때문에 관련된 Risk & Return이 현대상사에 100% 귀속됐지만 앞으로는 현대자원개발의 Risk & Return 10%만이 인식되기 때문이다. 따라서 과거와 유사한 수준의 손익이 신규 자원개발에서 인식되려면 총 투자규모가 과거 10배 수준은 돼야 한다. 이러한 투자가 가능하려면 지분 75%를 가지고 있는 조선 계열사가 많은 투자비를 감당해야 하는데 최근 업황과 실적을 감안하면 당장 큰 투자를 기대하기는 어려워 보인다.

이로 인해 예멘LNG 이후 자원개발에서 큰 모멘텀은 당분간 가시화되기 어려워 보인다. 하지만 자원개발 부문에 현대중공업, 현대오일뱅크가 지분 참여로 관여하게 됐기 때문에 Name value와 자원개발 역량 확보 측면에서는 긍정적이다. 또한 자원개발 사업에서의 대규모 투자와 실패에 따른 Risk 부담이 작아졌다는 점에서도 긍정적이다.

동사는 지금까지 투자비 부담 때문에 5% 이하의 소수지분투자 형식으로만 자원개발에 참여해 왔다. LG상사, 대우인터가 Major stakeholder로서 운영권까지 확보하며 자원개발에 투자한 것과 대비되는 점이다. 당장은 아니더라도 그룹사와의 협력과 투자비 분담을 통해 운영권 노하우를 쌓을 수 있는 투자를 진행한다면 이 부분에서도 현대자원개발을 설립한 의의를 찾을 수 있을 것이다.

3) 금지금 부가세 환급 소송

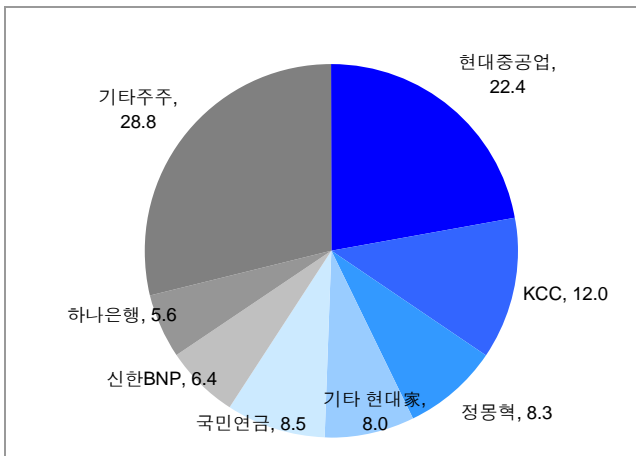
동사는 2003~2004년 매입한 금지금과 관련해 2010년 4월 서울지방국세청으로부터 부가세 과세 통지를 받고 520억원을 납부했다. 하지만 부가세 징수가 부당하다고 판단해 행정소송을 진행 중에 있으며 1,2심에서 모두 승소해 현재는 대법원 최종 판결을 기다리고 있다.

회사에서는 7월경 대법원 판결이 나올 것으로 예상하고 있으며 승소가 확정되면 580억원 가량이 환급될 예정이다. 3분기는 철강, 화학 등 Trading 부문 비수기로 과거 경험상 상대수익률이 부진한 시점인데 금지금 소송에서 최종 승소하면 현금흐름 개선과 일회성 이익이 추가 모멘텀으로 작용할 전망이다.

IV. Company Description

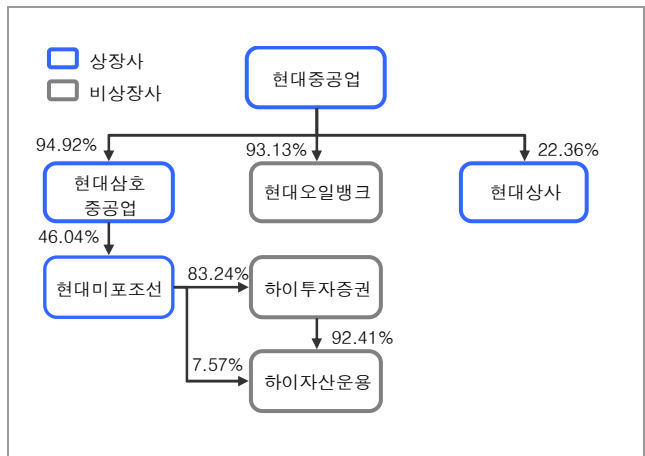
동사는 현대중공업 그룹 계열사로 그룹사의 수출 창구 역할을 하고 있다. 주요 주주는 현대중공업이 지분율 22.4%로 최대주주이고, KCC 12.0%, 정몽혁 8.3%, 국민연금 8.6% 등으로 구성되어 있다.

그림 100. 현대상사 주주 구성: 현대家 지분이 50.7%



자료: 현대상사, KB투자증권

그림 101. 현대중공업 주요 계열사



자료: 현대상사, KB투자증권

현대 그룹의 계열 분리 전인 1990년대 초반부터 현대 그룹 계열사간의 경쟁으로 최대주주가 빈번하게 교체되는 혼란을 겪었으며, 2003년에는 실적 및 재무구조 악화로 주 채권단인 우리은행이 최대주주로 올라서기도 했다. 6년간의 기업 구조개선을 통해 2009년 12월 현대중공업에 인수됐으며 그 이후부터 안정적인 성장을 이어나가고 있다.

표 40. 빈번한 최대주주 교체로 경영 안정성 저하 2009년 현대중공업에 인수되면서 안정화

최대주주 변경일	최대주주	지속 기간 (년)
1976-12-08	정주영	16
1992-10-08	현대중공업	3
1995-11-24	현대차	3
1998-04-22	정몽현	0
1998-12-09	현대중공업	3
2001-03-14	현대상선	2
2003-09-06	우리은행	6
2009-03-09	산업은행	0
2009-12-10	현대중공업	4

자료: 전자공시

에멘LNG 외에 생산광구 4개, 개발광구 1개 보유

현대상사는 에멘LNG 외에도 4개의 생산 광구 지분과 1개의 개발 단계 지분을 보유하고 있다. 생산 광구 가운데 호주 Drayton 유연탄광을 제외하면, 나머지는 모두 Oil&Gas를 생산하는 광구다. 개발 광구는 암바토비 니켈 광산이 유일한데 지분율 0.5%로 매우 작은 규모다. 암바토비 니켈 광산은 광물자원공사를 비롯한 한국건설산업 지분율이 27.5%로 생산이 계속 지연되다가 2012년 9월부터 생산을 시작한 광구다. 2014년 가동률 100%를 목표로 사업이 진행되고 있다.

표 41. 현대상사가 보유한 자원개발 광구

구분	사업명	지분율	수익실현	배당기간	기준가격	진행사항
생산	베트남11-2	4.88%	매출 인식	2007~2028	가스: 장기판매계약 콘덴세이트: 입찰 방식	2007년 양산개시
	카타르 LNG (KORAS)	0.40%	배당금	2001~2024	JCC	1999년 양산개시
	오만 LNG (KOLNG)	1.00%	지분법	2002~2024	JCC	2000년 양산개시
	호주 Drayton	2.50%	매출 인식	1983~2016	FOB Newcastle	1983년 양산개시
	에멘 LNG	3.00%	대여금 상환 후 배당금	2012~2034	JCC, HHI	2009년 양산개시
개발	암바토비 니켈	0.50%		2019~2039		2012년 양산개시

자료: 현대상사, KB투자증권

나머지 광구 모두 합해도 이익 400억원 수준. 에멘LNG 배당금 600억원은 매우 큰 규모

광구별 손익을 보면 2012년 기준으로 오만LNG가 가장 큰 기여를 하고 있다. 2013~2015년에도 연간 200억원 가량의 지분법이익이 인식될 것으로 예상된다. 에멘LNG를 제외하면 나머지 광구의 수익은 모두 합해도 연간 400억원 수준이다. 2014년부터 에멘LNG 배당금이 600억원대로 늘어나는 점을 감안하면 에멘LNG가 얼마나 큰 비중을 차지하는 지 감을 잡을 수 있다. 2014년부터는 자원개발에서 발생하는 세전이익이 연간 1천억원 수준으로 과거 400억원 대비 250% 증가할 것으로 예상된다.

표 42. 광구별 손익 인식

구분	수익인식	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
베트남11-2	매출이익	0.0	2.9	4.3	5.6	2.6	3.9	4.0	4.0
카타르 LNG	배당금	17.0	11.9	12.5	17.3	12.9	12.2	12.4	12.6
오만 LNG	지분법	25.6	15.4	15.5	18.5	21.5	20.5	20.9	21.2
호주 Drayton	매출이익	1.8	0.8	2.3	2.9	0.8	1.0	1.1	1.1
에멘 LNG	대여금 상환 후 배당금					6.8	34.4	60.5	60.2
합계		44.4	31.0	34.6	44.2	44.6	72.2	98.8	99.1
YoY%			(30.1)	11.5	28.0	0.8	61.9	36.9	0.3

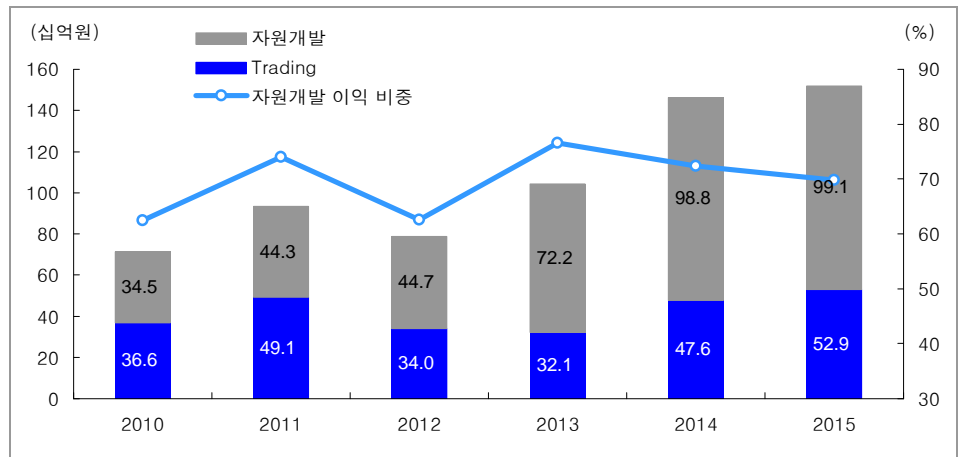
자료: 현대상사, KB투자증권 추정

주: 에멘LNG는 배당금을 손익에 모두 반영한 기준

동사의 세전이익에서 자원개발이 차지하는 비중은 2010년 기준 62.5%였다. 2011~2012년에도 62~74%의 이익 비중을 유지하고 있다. 2011년에 자원개발 이익 비중이 74%로 큰 폭 증가한 것은 자원개발 절대이익이 늘어난 것(2010년 345억원 → 2011년 443억원)도 원인이지만, 청도조선 손실이 2010년 159억원에서 2011년 336억원으로 2배 이상 증가하며 전체 세전이익을 잡아먹었기 때문이다.

2013년부터는 청도조선 손손실이 100억원 정도에서 유지될 전망이기 때문에 2013~2015년 자원개발 이익 비중이 70%선을 유지하는 것은 순수히 자원개발 이익 증가에 기인한다. 예멘LNG 배당금이 가장 큰 요인이다. 2014~2015년에 자원개발 이익 비중이 감소하는 것은, 예멘LNG 배당 효과는 Fully 반영된 상태에서 ① 우크라이나 전동차 매출 및 수익 인식, ② 철강 계열사 수출 확대로 Trading 부문 수익이 증가하기 때문이다.

그림 102. 현대상사 부문별 이익 전망



자료: 현대상사, KB투자증권 추정

손익계산서	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	5,449	5,468	5,407	5,854	6,122
증감률 (YoY %)	45.9	0.4	(1.1)	8.3	4.6
매출원가	5,310	5,333	5,248	5,677	5,936
판매 및 일반관리비	86	106	107	113	117
기타	0	0	(0)	0	(0)
영업이익	53	29	52	65	70
증감률 (YoY %)	17.4	(45.5)	81.9	23.4	8.0
EBITDA	62	50	74	87	92
증감률 (YoY %)	14.4	(18.8)	48.0	16.4	6.0
이자수익	5	8	7	9	9
이자비용	20	21	26	26	26
지분법손익	19	21	21	21	21
기타	42	70	105	50	77
세전계속사업손익	60	65	118	76	108
증감률 (YoY %)	10.5	7.9	82.2	(35.7)	42.7
법인세비용	18	13	24	15	22
당기순이익	42	52	94	61	86
증감률 (YoY %)	(10.6)	23.2	82.3	(35.7)	42.7
순이익의 귀속					
지배주주	44	52	94	61	86
비지배주주	(2)	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	1.0	0.5	1.0	1.1	1.1
EBITDA마진	1.1	0.9	1.4	1.5	1.5
세전이익률	1.1	1.2	2.2	1.3	1.8
순이익률	0.8	0.9	1.7	1.0	1.4

대차대조표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,079	1,915	2,011	2,073	2,162
유동자산	1,558	1,431	1,514	1,562	1,636
현금성자산	361	354	417	444	497
매출채권	798	803	813	823	833
재고자산	262	201	211	221	231
기타	137	72	73	74	75
비유동자산	521	484	497	511	526
투자자산	402	372	387	403	420
유형자산	52	44	40	36	33
무형자산	68	68	70	72	73
부채총계	1,693	1,505	1,518	1,531	1,544
유동부채	1,523	1,369	1,380	1,391	1,402
매입채무	751	696	706	716	726
유동성이자부채	560	574	574	574	574
기타	213	99	100	101	102
비유동부채	169	136	138	140	142
비유동이자부채	117	86	86	86	86
기타	52	50	52	54	56
자본총계	386	410	493	542	618
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	135	175	258	307	382
자본조정	142	122	122	122	122
지배주주지분	388	408	491	541	616
순차입금	315	306	244	216	163
이자지급성부채	677	661	661	661	661

현금흐름표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	123	(15)	88	54	80
당기순이익	42	52	94	61	86
자산상각비	9	21	22	22	22
기타비현금성손익	22	(24)	(19)	(19)	(19)
운전자본증감	36	(68)	(10)	(10)	(10)
매출채권감소 (증가)	(99)	(71)	(10)	(10)	(10)
재고자산감소 (증가)	123	52	(10)	(10)	(10)
매입채무증가 (감소)	44	(11)	10	10	10
기타	(32)	(38)	0	0	0
투자현금	(7)	(3)	(16)	(17)	(17)
단기투자자산감소 (증가)	10	8	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소 (증가)	1	2	12	12	12
설비투자	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
유무형자산감소 (증가)	(7)	(13)	(19)	(19)	(19)
재무현금	80	(13)	(11)	(11)	(11)
차입금증가 (감소)	85	(2)	0	0	0
자본증가 (감소)	(6)	(11)	(11)	(11)	(11)
배당금지급	6	11	11	11	11
현금 증감	199	(42)	61	26	51
총현금흐름 (Gross CF)	73	50	98	64	89
(-) 운전자본증가 (감소)	258	49	10	10	10
(-) 설비투자	3	1	1	1	1
(+) 자산매각	(7)	(13)	(19)	(19)	(19)
Free Cash Flow	(196)	(14)	68	34	59
(-) 기타투자	(1)	(2)	(12)	(12)	(12)
잉여현금	(194)	(12)	80	46	71

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	11.7	9.0	6.1	9.5	6.7
PBR	1.3	1.1	1.2	1.1	0.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/ EBITDA	13.4	15.3	11.0	9.1	8.0
배당수익률	2.2	2.4	1.9	1.9	1.9
EPS	1,965	2,309	4,216	2,713	3,870
BPS	17,381	18,278	21,994	24,207	27,577
SPS	244,018	244,893	242,147	262,155	274,180
DPS	500	500	500	500	500
수익성지표 (%)					
ROA	2.4	2.6	4.8	3.0	4.1
ROE	14.4	13.0	20.9	11.7	14.9
ROIC	9.6	4.7	8.2	9.9	10.4
안정성지표 (% , X)					
부채비율	438.4	367.1	308.0	282.3	250.0
순차입비율	81.7	74.7	49.5	39.9	26.5
유동비율	102.2	104.5	109.7	112.3	116.7
이자보상배율	3.4	2.2	2.7	3.6	4.0
활동성지표 (회)					
총자산회전율	3.1	2.7	2.8	2.9	2.9
매출채권회전율	9.3	6.8	6.7	7.2	7.4
재고자산회전율	16.8	23.6	26.2	27.1	27.1
자산/자본구조 (%)					
투자자본	38.2	41.0	39.1	38.5	37.2
차입금	63.7	61.7	57.3	54.9	51.7

주: EPS는 완전회석 EPS