

2013. 06. 03

Analysts

김현태 02) 3777-8128
htkim@kbsec.co.kr

이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

현대상사 (011760)

Earnings Review

투자의견 (유지) **BUY**
 목표주가 (유지) **40,000 (원)**

Upside / Downside (%)	63.6
현재가 (05/31, 원)	24,450
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	5,274	5,784	5,997
영업이익 (십억원)	29	30	45	52
순이익 (십억원)	52	87	54	80
EPS (원)	2,309	3,878	2,435	3,577
증감률 (%)	17.5	67.9	(37.2)	46.9
PER (X)	9.0	6.3	10.0	6.8
EV/EBITDA (X)	15.3	15.4	11.6	9.8
PBR (X)	1.1	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	13.0	19.4	10.8	14.2

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(5.6)	(0.6)	19.0	15.1
KOSPI대비 상대수익률	(7.5)	0.6	15.5	6.5



Trading Data

시가총액 (십억원)	546
유통주식수 (백만주)	13
Free Float (%)	57.3
52주 최고/최저 (원)	27,500 / 19,150
거래대금 (3M, 십억원)	2
외국인 소유지분율 (%)	5.6
주요주주 지분율 (%)	현대중공업외 2인 30.7
자료: Fnguide, KB투자증권	

1Q13 Review: 전동차 제외한 전 부문 손익 개선

현대상사 1Q 별도 영업이익은 75억원으로 전년동기대비 63억원 감소했다. 작년에 반영됐던 전동차 매출이 빠지면서 기계/플랜트 부문 이익이 65억원 감소한 것이 주 원인인데, 이를 제외하면 나머지 사업부 손익은 모두 개선됐다. 또한 연결 영업이익은 별도 손익보다 감익 폭이 20억원 축소됐는데 이는 중국 청도조선소 적자 축소에 기인한다. 결국 1Q 실적은 전동차 매출 감소를 제외하면 전 부문 손익이 개선된 것으로 판단할 수 있다. 3Q에 전동차 수주가 확정될 가능성이 크고, 예멘LNG 2차 배당금 유입 등 긍정적 모멘텀이 집중돼 있어 2Q부터 관심을 둘 필요가 있다.

1Q 실적은 가이드언스에 부합. 전동차 매출 감소가 YoY 변동 대부분 차지

현대상사 1분기 실적은 회사 가이드언스에 부합했다. 1분기 별도 영업이익이 75억원으로 전년 동기대비 63억원 감소했는데, 이는 대부분 우크라이나 전동차 사업의 역기저 효과이다. 작년 상반기까지는 전동차 사업 매출이 반영된 반면 올해는 해당 매출이 빠지면서 손익이 감소한 것이다. 전동차 사업이 반영되는 기계/플랜트 부문의 매출, 영업이익 변동으로 전동차 수익성을 추정하면 4.7% 수준이다. 3분기 내에 전동차 추가 수주 (전동차 200량, 매출 7억불)가 확정되면 전동차 매출 감소에 대한 우려가 해소될 전망이다.

기계/플랜트 제외한 전 사업부 손익 전년대비 개선

기계/플랜트를 제외하면 나머지 사업 부문의 실적은 모두 개선됐다 (표 2 참조). 철강, 화학의 수익성이 0.1~0.2%p 개선됐고 절대 영업이익도 YoY 증가했다. 자원개발 부문도 1Q12 영업이익 6억원에서 1Q13 14억원으로 개선됐다. 세전이익에 반영되는 자원개발 배당수익은 105억원으로 전년과 동일했다. 한편 연결 영업이익은 전년대비 43억원 감소해 별도 영업이익 감소 폭보다 20억원 축소됐는데, 이는 중국 청도조선소 적자 축소가 원인이다. 작년 말로 저가 선박 건조가 완료되면서 예상대로 손익이 개선되는 모습이다. 결국 1Q 실적은 전동차 매출 감소를 제외하면 전 부문의 손익이 개선된 것으로 판단할 수 있다.

2Q 실적은 별도 영업이익 108억원 예상

2Q 별도 실적은 매출 1.17조원, 영업이익 108억원으로 1Q 대비 회복이 예상된다. 철강, 화학의 성수기에다 현대하이스코 수출 물량도 제2냉연 증설로 증가하기 때문이다. 전반적인 상품 가격 약세와 중국 경기 모멘텀 둔화로 상사 관련주 전반에 모멘텀이 부족한 실정이지만, 동사의 경우 3Q에 긍정적 모멘텀이 집중돼 있어 2Q부터 관심을 둘 필요가 있다. 우크라이나 전동차 추가 수주가 3Q에 확정될 가능성이 크고, 예멘LNG 2차 배당금이 8월에 인식되며, 일회성 부가세 환급도 3Q에 반영될 것으로 전망되기 때문이다.

3Q에 집중된 긍정적 모멘텀 반영될 시점. BUY, 적정주가 40,000원 유지

투자의견 BUY, 적정주가 40,000원을 유지한다. 앞서 언급한 3Q 긍정적 모멘텀에다 2014년 600억원 수준까지 증가하는 예멘LNG 배당금을 감안하면 중기 투자 매력도가 높기 때문이다. 적정주가는 SOTP 방식으로 산정했으며, 자원부문 가치가 전체의 68%를 차지하고 있다. 예멘LNG 배당이 2012년 말부터 개시되면서 연간 Cash flow가 과거 대비 2배 가량 개선되기 때문에 자원개발을 비롯한 성장 동력에 더 적극적인 투자가 가능할 것으로 보인다.

주요 Table, Chart

표 1. 1분기 실적

(단위: 십억원, %)	1Q13	1Q12	4Q12	% YoY	% QoQ	Consensus	% Diff.
매출액	1,068	1,300	1,041	(17.9)	2.6	1,325	(19.4)
영업이익	7.5	13.8	20.2	(45.6)	(62.9)	11.6	(35.5)
세전이익	15.3	23.6	11.1	(35.2)	38.2	17.9	(14.6)
순이익	14.1	20.3	9.6	(30.5)	47.5	15.2	(7.0)
영업이익률	0.7	1.1	1.9			0.9	
세전이익률	1.4	1.8	1.1			1.3	
순이익률	1.3	1.6	0.9			1.1	

자료: Fnguide, KB투자증권

주: 4Q12 영업이익은 일회성 총당금 환입 148억원이 반영된 수치

표 2. 1분기 사업 부문별 실적 (별도 기준)

(단위: 십억원)	1Q13		1Q12		YoY 변동	
	매출	영업이익	매출	영업이익	매출	영업이익
기계/플랜트	430.3	2.6	567.6	9.1	(137.2)	(6.5)
철강	361.9	2.6	465.4	2.4	(103.5)	0.2
화학	260.8	0.2	252.4	(0.1)	8.4	0.3
전자/정보통신	4.1	2.3	4.0	2.3	0.1	(0.1)
자원개발(*)	3.9	1.4	2.8	0.6	1.1	0.8
기타	6.9	(1.6)	8.1	(0.6)	(1.2)	(1.0)
합 계	1,068.0	7.5	1,300.3	13.8	(232.3)	(6.3)

자료: 현대상사

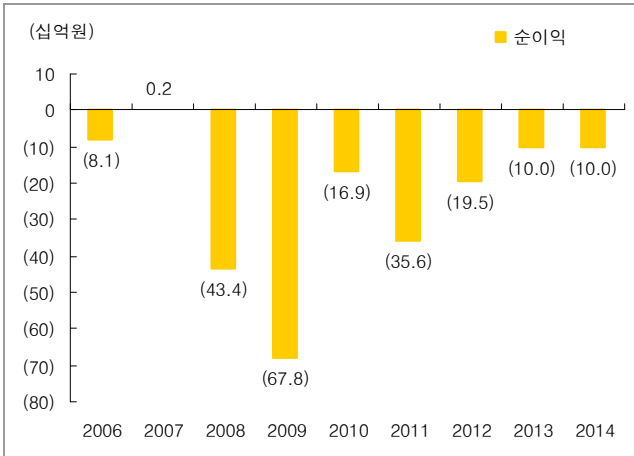
표 3. 분기 실적 전망 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	YoY %
매출액	1,300	1,253	1,122	1,041	1,068	1,173	1,139	1,194	4,717	4,574	(3.0)
영업이익	13.8	18.6	9.6	20.2	7.5	10.8	9.3	12.1	62	40	(35.9)
세전이익	23.6	37.9	11.3	11.1	15.3	16.1	70.7	16.2	84	118	41.1
순이익	20.3	32.7	9.2	9.6	14.1	13.7	60.1	13.8	72	102	41.6
영업이익률	1.1	1.5	0.9	1.9	0.7	0.9	0.8	1.0	1.3	0.9	
세전이익률	1.8	3.0	1.0	1.1	1.4	1.4	6.2	1.4	1.8	2.6	
순이익률	1.6	2.6	0.8	0.9	1.3	1.2	5.3	1.2	1.5	2.2	

자료: KB투자증권 추정

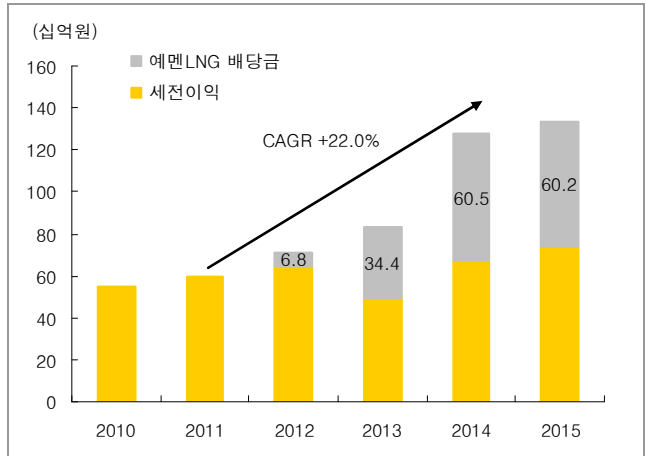
주: 3Q13 실적은 부과세 환급 예상액 580억원을 반영한 기준

그림 1. 청도조선소 순이익 전망



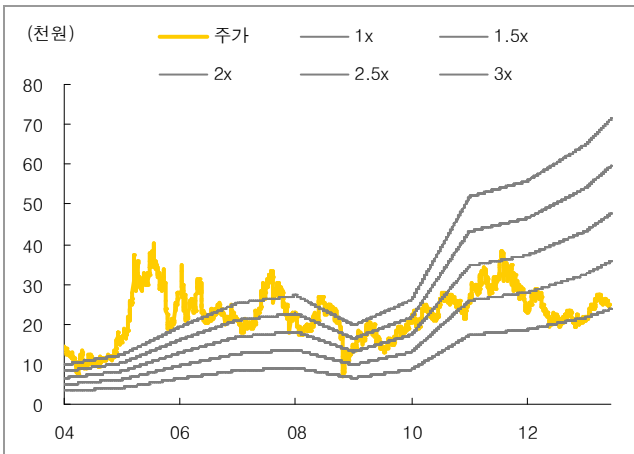
자료: KB투자증권

그림 2. 예멘LNG 배당금으로 실적 및 Cash-flow 개선



자료: KB투자증권

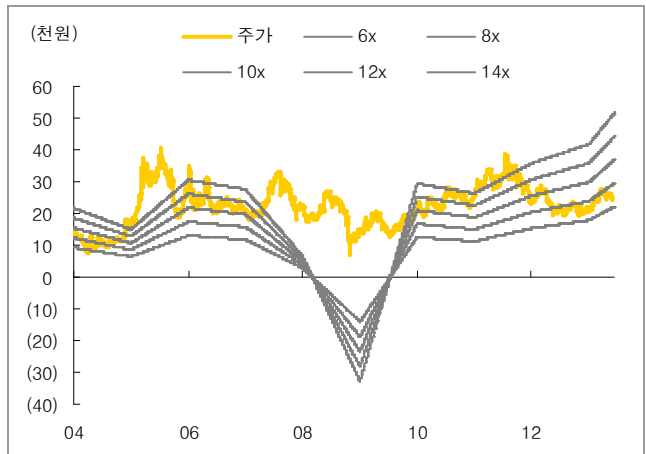
그림 3. PBR 밴드 (12개월 Forward 기준)



자료: KB투자증권

주: 예멘 배당금 손익 반영 기준

그림 4. PER 밴드 (12개월 Forward 기준)



자료: KB투자증권

주: 예멘 배당금 손익 반영 기준

Appendices – Peers comparison

표 4. Domestic peer comparison

	대우인터	LG상사	현대상사	Mitsubishi	Mitsui	Sumitomo	Marubeni	Itochu
현재주가 (원, 달러, 05/31)	36,400	36,250	24,450	17.7	12.8	12.8	7.1	12.7
시가총액 (십억원, 백만달러)	4,145	1,405	546	29,277	23,411	15,956	12,302	20,127
절대수익률 (%)								
1M	(5.8)	2.1	(5.6)	2.2	(3.5)	5.8	2.4	6.3
3M	(5.1)	(14.7)	(0.6)	(1.3)	(4.6)	15.5	7.2	21.8
6M	(8.9)	(19.9)	19.0	13.1	15.1	28.0	33.6	58.1
12M	25.5	(5.6)	15.1	20.3	21.1	27.3	48.0	55.5
초과수익률 (%)								
1M	(7.7)	0.2	(7.5)	(0.2)	(5.9)	3.5	0.1	4.0
3M	(3.8)	(13.5)	0.6	(9.5)	(12.8)	7.2	(1.1)	13.5
6M	(12.4)	(23.4)	15.5	(3.3)	(1.3)	11.6	17.2	41.7
12M	17.0	(14.1)	6.5	(7.0)	(6.2)	(0.0)	20.7	28.2
PER (X)								
2012	20.3	8.5	9.0	7.5	7.6	5.9	5.2	5.1
2013E	24.7	9.1	6.3	7.2	6.2	6.6	5.9	6.7
2014E	10.0	7.8	10.0	6.7	5.8	6.3	5.5	6.5
PBR (X)								
2012	2.1	1.3	1.1	0.6	0.7	0.7	0.9	0.8
2013E	1.8	0.9	1.1	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
2014E	1.5	0.8	1.0	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
ROE (%)								
2012	10.5	16.3	13.0	9.4	10.6	12.4	20.7	17.9
2013E	7.4	10.6	19.4	9.6	11.6	11.7	17.4	16.3
2014E	16.6	11.2	10.8	9.5	11.4	11.3	16.0	15.1
매출액성장률 (%)								
2012	(9.7)	(8.5)	0.4	(4.1)	(8.4)	(13.4)	(5.2)	0.1
2013E	(2.1)	(1.9)	(3.6)	(14.6)	(11.8)	(12.5)	(1.5)	(11.6)
2014E	12.4	3.6	9.7	3.2	3.4	3.8	3.5	3.0
영업이익성장률 (%)								
2012	(8.2)	26.4	(45.5)	(52.8)	(26.2)	(29.4)	(24.2)	(14.3)
2013E	70.1	(15.1)	3.3	32.4	(5.3)	4.3	23.4	(2.7)
2014E	104.9	10.3	50.9	16.3	5.4	8.4	9.2	4.4
순이익성장률 (%)								
2012	2.3	(12.4)	23.2	(24.0)	(32.3)	(11.4)	14.1	(10.9)
2013E	(22.2)	(28.4)	67.7	(6.6)	1.5	(14.5)	(15.2)	(12.2)
2014E	148.3	15.9	(37.2)	6.6	6.2	4.7	5.8	3.3
영업이익률 (%)								
2012	0.9	1.6	0.5	0.7	2.7	2.2	1.2	1.9
2013E	1.5	1.4	0.6	1.0	2.9	2.6	1.5	2.1
2014E	2.7	1.5	0.8	1.2	2.9	2.7	1.6	2.2
순이익률 (%)								
2012	1.2	1.8	0.9	1.8	3.1	3.1	2.0	2.2
2013E	1.0	1.3	1.6	1.9	3.5	3.0	1.7	2.2
2014E	2.2	1.5	0.9	2.0	3.6	3.1	1.7	2.2

자료: Dataguide, KB투자증권 정리

주: 대우인터, LG상사, 현대상사는 KB 추정치

손익계산서

	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	5,449	5,468	5,274	5,784	5,997
증감률 (YoY %)	45.9	0.4	(3.6)	9.7	3.7
매출원가	5,310	5,333	5,138	5,627	5,829
판매 및 일반관리비	86	106	105	112	116
기타	0	0	0	(0)	0
영업이익	53	29	30	45	52
증감률 (YoY %)	17.4	(45.5)	3.3	50.9	16.5
EBITDA	62	50	52	67	74
증감률 (YoY %)	14.4	(18.8)	3.0	29.2	11.0
이자수익	5	8	7	8	9
이자비용	20	21	26	26	26
지분법손익	19	21	21	21	21
기타	42	70	118	62	86
세전계속사업손익	60	65	108	68	100
증감률 (YoY %)	10.5	7.9	66.9	(36.9)	46.9
법인세비용	18	13	21	14	20
당기순이익	42	52	87	54	80
증감률 (YoY %)	(10.6)	23.2	67.7	(37.2)	46.9
순이익의 귀속					
지배주주	44	52	87	54	80
비지배주주	(2)	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	1.0	0.5	0.6	0.8	0.9
EBITDA마진	1.1	0.9	1.0	1.2	1.2
세전이익률	1.1	1.2	2.0	1.2	1.7
순이익률	0.8	0.9	1.6	0.9	1.3

대차대조표

	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,079	1,915	2,003	2,059	2,141
유동자산	1,558	1,431	1,506	1,548	1,616
현금성자산	361	354	409	431	477
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	39	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	485	529	597
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	135	175	250	293	362
자본조정	142	122	122	122	122
지배주주지분	388	408	484	527	595
순차입금	315	306	251	230	184
이자지급성부채	677	661	661	661	661

현금흐름표

	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	123	(15)	80	48	73
당기순이익	42	52	87	54	80
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)	53	20	45
총현금흐름 (Gross CF)	73	50	90	58	83
(-) 운전자본증가 (감소)	258	49	10	10	10
(-) 설비투자	3	1	1	1	1
(+) 자산매각	(7)	(13)	(19)	(19)	(19)
Free Cash Flow	(196)	(14)	61	27	53
(-) 기타투자	(1)	(2)	(12)	(12)	(12)
잉여현금	(194)	(12)	73	39	65

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	11.7	9.0	6.3	10.0	6.8
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/ EBITDA	13.4	15.3	15.4	11.6	9.8
배당수익률	2.2	2.4	2.0	2.0	2.0
EPS	1,965	2,309	3,878	2,435	3,577
BPS	17,381	18,278	21,656	23,590	26,668
SPS	244,018	244,893	236,168	259,038	268,549
DPS	500	500	500	500	500
수익성지표 (%)					
ROA	2.4	2.6	4.4	2.7	3.8
ROE	14.4	13.0	19.4	10.8	14.2
ROIC	9.6	4.7	4.7	6.9	7.8
안정성지표 (% , X)					
부채비율	438.4	367.1	312.7	289.7	258.5
순차입비율	81.7	74.7	51.8	43.5	30.8
유동비율	102.2	104.5	109.2	111.3	115.2
이자보상배율	3.4	2.2	1.5	2.5	3.0
활동성지표 (회)					
총자산회전율	3.1	2.7	2.7	2.8	2.9
매출채권회전율	9.3	6.8	6.5	7.1	7.2
재고자산회전율	16.8	23.6	25.6	26.8	26.5
자산/자본구조 (%)					
투자자본	38.2	41.0	39.4	38.9	37.7
차입금	63.7	61.7	57.6	55.6	52.5

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 06월 03일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자 의견	목표주가	비고	현대상사 주가 및 KB투자증권 목표주가
현대상사	2013/05/14	BUY	40,000	Initiation	
	2013/06/03	BUY	40,000		

투자등급 및 적용기준		
구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.