



상사/화학스톡  
이명현 (2122-9206)  
mr.lee@hi-ib.com

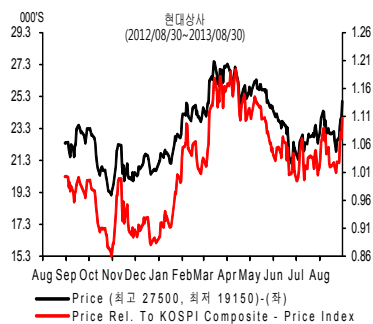
## Buy (Maintain)

목표가(6M) 42,000원  
종가(2013/08/30) 25,000원

### Stock Indicator

자본금	1,116 억원
발행주식수	2,233만주
시가총액	5,582억원
외국인지분율	4.70%
배당금(2012)	500원
EPS(2013E)	2,720 원
BPS(2013E)	20,501 원
ROE(2013E)	14.0 %
52주 주가	19,150~27,500원
60일평균거래량	43,956주
60일평균거래대금	10.1억원

### Price Trend



# 현대상사(011760)

## 2분기 실적 양호, 예멘 LNG 가치 부각 및 수주 모멘텀 유효

### ■ 2Q13 Review : 철강부문 P, Q 상승 및 기타 사업부 턴어라운드

금년 13년 2분기 영업이익과 세전이익은 전년동기대비 각각 -35.2%, -47.2% 둔화되었지만 전분기대비 각각 +26.2%, +30.2% 개선된 81.5억원, 179.2억원을 기록했다. 동사의 실적은 컨센서스 영업이익 74억원과 세전이익 130억원을 소폭 상회하였다. 시장 예상치 대비 이익 개선 폭이 컸던 이유는 1)철강부문 시장 부진에도 불구하고 고마진 제품 판매 확대로 수익률 개선, 2) 기타 부문인 자원개발과 브랜드 사업 영업이익이 2분기 4억원으로 1분기 -36억원에서 흑자 전환 때문이다.

### ■ 3Q Outlook : 3분기에도 실적 개선세 지속할 것으로 추정

3분기 영업이익과 세전이익은 전분기대비 각각 +37.0%, +12.0% 내외 개선될 전망이다. 3분기 무역부문 개선은 철강과 화학 부문이 견인할 것으로 추정된다. 철강은 그룹사인 현대제철의 고로 3기가 9월에 완공됨에 따라 트레이닝 물량 증가 효과가 기대되고, 이 증설 효과는 4분기에 본격적으로 반영될 것으로 추정된다. 화학부문도 본부로 출범한 이후 점진적인 인원 확대 등으로 사업영역을 확장하고 있어 성장세가 지속될 것으로 추정된다. 화학 부문은 현대오일뱅크 판매 대행 물량 확대 등의 효과가 지속될 전망이고, 9월부터 현대오일뱅크 제품인 발전용 중유를 광 전력청에 판매할 것으로 보인다. 동사는 광 전력청에 발전용 중유를 2년간 6,836억원 규모로 판매할 예정이고, 분기평균 약 850억원의 매출이 발생할 것으로 추정된다.

### ■ 예멘 LNG 가치 및 수주 모멘텀 고려하면 매수 전략 유효

동사의 목표주가를 46,000원에서 42,000원으로 하향 조정하고 투자의견은 Buy로 유지한다. 목표주가 하향 요인은 연초예상대비 무역부문 실적을 하향조정하기 때문이다. 동사는 E&P 부문에서 꾸준하고 안정적으로 이익 창출할 수 있는 능력을 보유하고 있다. 이는 동사의 E&P 부문 실적 중 LNG광구가 차지하는 비중이 약 90% 내외이기 때문이다. LNG 광구의 경우 원자재 가격 약세에도 장기공급계약 체결을 통해 판매가가 고정됨에 따라 안정적으로 이익 창출이 가능하다. 현재 예멘 LNG에서도 안정적으로 현금 유입이 되고 있고 유입된 현금을 통해 대역금을 상환하고 있다. 동사는 예멘LNG에서 '13년 400억원 이상, '14년 500억원 이상의 현금 유입이 될 것으로 예상된다. 현재 예멘 LNG에서 유입된 현금은 이익으로 반영되지 않고 있지만 '15년 3분기부터는 이익이 발생할 것으로 예상된다. 또한 2차 우크라이나의 전동차 수주는 하반기에 나올 가능성이 크다. 현재 진행 상황은 우크라이나의 예산 승인을 제외하면 대부분 협상이 완료된 것으로 보인다. 2차 우크라이나 전동차 수주는 200량에 약 6~7억불 수준일 것이다. 마지막으로 동사는 철차 및 플랜트 관련 수주 등도 다수 추진하고 있어 추가적인 매출 상승도 가능할 전망이다.



<표1>현대상사 부문별 영업실적 전망

(단위:억원,%)

구 분	2012 년				2013 년				FY12	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE						
<b>매출액</b>	<b>13,003</b>	<b>12,533</b>	<b>11,222</b>	<b>10,454</b>	<b>12,151</b>	<b>14,360</b>	<b>14,441</b>	<b>14,951</b>	<b>54,684</b>	<b>55,903</b>	<b>58,795</b>	<b>59,483</b>	<b>60,078</b>	<b>60,679</b>
선박/차량 등	5,676	4,474	4,188	4,820	5,511	5,477	5,518	5,697	23,373	22,204	23,536	23,772	24,009	24,249
철강	4,654	5,467	4,321	3,813	4,532	5,275	5,535	5,608	22,527	20,950	21,160	21,371	21,585	21,801
화학	2,524	2,407	2,532	1,583	3,439	4,717	4,634	4,774	13,722	17,564	18,969	19,253	19,446	19,640
기타	109	136	132	202	143	261	253	269	580	927	1,066	1,082	1,093	1,104
<b>영업이익</b>	<b>108</b>	<b>407</b>	<b>117</b>	<b>13</b>	<b>65</b>	<b>82</b>	<b>112</b>	<b>147</b>	<b>288</b>	<b>404</b>	<b>560</b>	<b>714</b>	<b>640</b>	<b>630</b>
선박/차량 등	87	93	49	39	29	27	28	38	268	122	230	352	260	264
철강	37	38	3	30	40	52	55	63	108	210	233	235	237	240
화학	-4	2	-3	0	1	-2	9	9	-5	18	38	58	78	79
기타	98	240	40	-244	-36	4	10	14	133	-8	20	30	25	8
<b>영업이익률(%)</b>	<b>0.8</b>	<b>3.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
선박/차량 등	1.5	2.1	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5	0.7	1.1	0.5	1.0	1.5	1.1	1.1
철강	0.8	0.7	0.1	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
화학	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
기타	89.7	175.9	30.2	-120.7	-25.4	1.6	4.0	5.3	22.9	-0.8	1.9	2.8	2.3	0.7
<b>세전이익</b>	<b>192</b>	<b>339</b>	<b>NA</b>	<b>91</b>	<b>138</b>	<b>179</b>	<b>201</b>	<b>243</b>	<b>646</b>	<b>760</b>	<b>902</b>	<b>1,432</b>	<b>1,633</b>	<b>1,625</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>166</b>	<b>280</b>	<b>NA</b>	<b>19</b>	<b>114</b>	<b>134</b>	<b>162</b>	<b>198</b>	<b>516</b>	<b>607</b>	<b>694</b>	<b>1,101</b>	<b>1,255</b>	<b>1,250</b>

자료: 현대상사, 하이투자증권(12.3Q년 별도기준)

<표2> SOP를 통한 현대상사 벨류에이션

(단위:억원,%)

구 분	금액	단위
1. 영업가치		
a) 2013년 예상 무역 EBITDA	416	억원
b) EBITDA 무역 적용배수	5.8	배
c) E&P 부문 DCF 가치 산출	9,952	억원
		배
d) 영업가치 = (a) x (b) + (c)	12,363	억원
2. 투자자산가치		
e) 기타 투자자산 가치 (2012년말 장부가 대비 20% 할인 적용)	79	억원
3. 순차입금 (2012년 말 기준)		억원
f) 순차입금	3,063	억원
4. 총기업가치 = (d) + (e) - (f)	9,379	억원
5. 총발행주식수	22,330	천주
6. 적정주가 = (4) / (5)	42,002	원
7. 현재주가	25,000	원
8. 상승여력	68.0%	

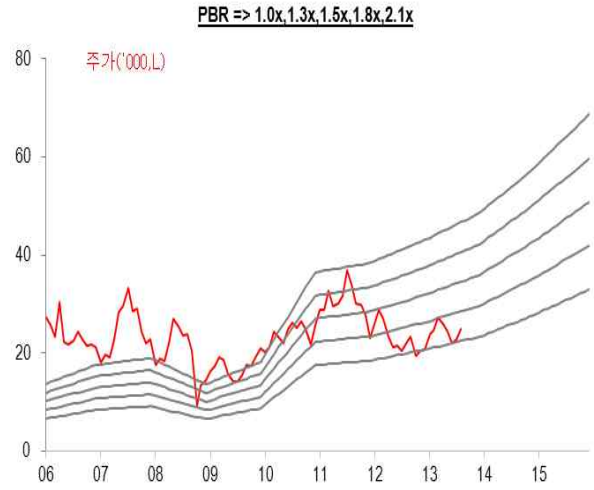
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 1> 현대상사 PER 밴드



자료: WisonFn, 현대상사, 하이투자증권

<그림 2> 현대상사 PBR 밴드



## IFRS 연결 추정 재무제표

### 재무상태표

(단위:억원)

	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	14,307	15,019	16,025	17,151
현금 및 현금성자산	3,139	3,601	4,017	5,002
단기금융자산	404	413	435	440
매출채권	8,098	8,278	8,707	8,809
재고자산	2,010	2,055	2,161	2,186
비유동자산	4,840	4,783	4,732	4,688
유형자산	436	379	329	284
무형자산	680	680	680	680
자산총계	19,148	19,802	20,758	21,839
유동부채	13,688	13,845	14,217	14,306
매입채무	7,036	7,193	7,565	7,653
단기차입금	4,769	4,769	4,769	4,769
유동성장기부채	972	972	972	972
비유동부채	1,360	1,360	1,360	1,360
사채				
장기차입금	864	864	864	864
부채총계	15,049	15,205	15,577	15,666
지배주주지분	4,081	4,578	5,161	6,152
자본금	1,116	1,116	1,116	1,116
자본잉여금				
이익잉여금	1,746	2,242	2,825	3,816
기타자본항목	-191	-191	-191	-191
비지배주주지분	18	18	19	21
자본총계	4,099	4,596	5,180	6,173

### 현금흐름표

(단위:억원)

	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	280	850	871	1,545
당기순이익	516	608	695	1,102
유형자산감가상각비	59	50	44	38
무형자산상각비	155	155	155	155
지분법관련손실(이익)	215	246	231	586
투자활동 현금흐름	-463	-217	-213	-203
유형자산의 처분(취득)	19	19	19	19
무형자산의 처분(취득)	-157	-155	-155	-155
금융상품의 증감	-72	471	437	990
재무활동 현금흐름	-129	-111	-111	-110
단기금융부채의증감	-4			
장기금융부채의증감				
자본의증감				
배당금지급	-112	-112	-112	-112
현금및현금성자산의증감	-417	462	416	985
기초현금및현금성자산	3,556	3,139	3,601	4,017
기말현금및현금성자산	3,139	3,601	4,017	5,002

주) 주요투자지표는 지배주주귀속분 기준  
자료 : 현대상사, 하이투자증권 리서치센터

### 포괄손익계산서

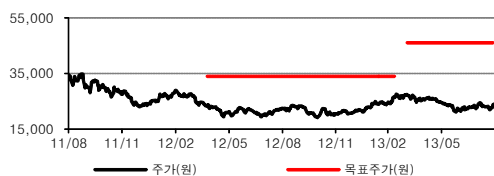
(단위:억원, %)

	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	54,684	55,903	58,795	59,483
증가율(%)	0.4	2.2	5.2	1.2
매출원가	53,334	54,485	57,120	57,542
매출총이익	1,350	1,418	1,675	1,941
연구개발비				
판매비와관리비	1,062	1,014	1,115	1,227
기타영업수익				
기타영업비용				
영업이익	288	404	560	714
증가율(%)	-45.5	40.4	38.5	27.5
영업이익률(%)	0.5	0.7	1.0	1.2
이자수익	82	86	97	113
이자비용	210	185	185	185
지분법이익(손실)	215	246	231	586
기타영업외수익	209	273	264	268
세전계속사업이익	646	760	902	1,432
법인세비용	129	152	208	329
세전계속이익률(%)	1.2	1.4	1.5	2.4
당기순이익	516	608	695	1,102
순이익률(%)	0.9	1.1	1.2	1.9
지배주주귀속 순이익	516	607	694	1,101
기타포괄이익	-167	-167	-167	-167
총포괄이익	349	441	527	935
지배주주귀속총포괄이익	348	440	527	934

### 주요투자지표

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	2,309	2,720	3,107	4,930
BPS	18,278	20,501	23,112	27,549
CFPS	3,271	3,641	3,998	5,795
DPS	500	500	500	500
<b>Valuation(배)</b>				
PER	9.0	9.2	8.0	5.1
PBR	1.1	1.2	1.1	0.9
PCR	6.3	6.9	6.3	4.3
EV/EBITDA	15.3	13.4	10.2	7.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>				
ROE	13.0	14.0	14.2	19.5
EBITDA 이익률	0.9	1.1	1.3	1.5
부채비율	368.7	332.1	301.8	254.7
순부채비율	74.7	56.4	41.6	18.8
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	23.1	26.8	27.1	26.5

### 주가와 목표주가의 차이



### 투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2013-09-02	Buy	42,000						
2013-04-02(당 당자변경)	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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 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)