

새로운 역사를 쓰다

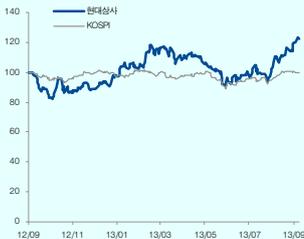
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (10/4)	28,550원		
상승여력	33.1%		
시가총액	638십억원		
발행주식수	22,330천주		
자본금/액면가	112십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	28,700원/19,150원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	4.72%		
주요주주	현대중공업 22.39%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.9	30.7	6.1
상대주가(%p)	7.3	20.3	4.1
당사추정 EPS	5,156원		
컨센서스 EPS	3,464원		
컨센서스 목표주가	37,000원		

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

지난 1.5개월간의 주가 상승, 재평가 초기에 불과

현대상사의 주가는 지난 8월 증순 이후 1.5개월간의 강한 랠리를 보였다. 최근 1개월과 3개월간 절대주가는 각각 10.9%, 30.7% 상승했고, 동기간 KOSPI대비 7.3%p, 20.3%p 초과 상승해, 추가 상승에 대한 부담이 커질 수 있겠지만 그동안의 주가 상승은 현대상사 주가 재평가의 초기에 불과한 것으로 판단한다. 단기적으로는 올해 연말까지 지속될 긍정적인 뉴스플로우와 함께 추가적인 주가 상승이 가능할 것이고, 중장기적으로는 2015년부터 세전이익이 올해 대비 2.6배 증가한 2천억원대까지 급증할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

현시점에서도 적극적인 Buy & Hold를 권고하는 4가지 이유

투자포인트는 1) 2015년부터 급증할 현대상사 기업가치에 대해 주목할 필요가 있다. 연간 세전이익 규모가 700~800억원(일회성이익 제거한 올해 세전이익 780억원) 대에서 2015년부터는 2천억원대로 증가하는 기업으로 변모할 것이다. 2) 전동차와 플랜트 수주, 예멘LNG 판가 재협상 등 긍정적인 뉴스플로우가 연말까지 집중적으로 발생할 것이고, 이는 주가 상승의 촉매제로 작용할 것이다. 3) 종합상사의 부정적인 업황에도 불구하고 범현대그룹과의 시너지 창출을 통해 영업실적의 턴어라운드 가능성이 있다. 4) 청도현대조선소 지분매각을 통해 부실부문 청산과 함께 주가 할인을 제거가 가능하다.

청도조선소 부실 해소와 수익 상향으로 목표주가 3.8만원으로 상향

최근 상승에도 불구하고 현대상사의 주가는 여전히 매력적이다. 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 5.5배, 7.9배로 저평가되어 있기 때문이다. 또한, 예멘LNG 배당수입이 손익에 반영돼 세전이익이 본격적으로 증가하는 2015년 기준으로는 3.8배에 불과하다. 현대상사의 목표주가를 기존 34,000원에서 38,000원으로 상향하며 기존 매수 의견을 유지한다. 목표주가를 상향한 이유는 청도현대조선소 지분매각을 통해 부실부문의 청산으로 기존 영업가치 산정 시 적용해왔던 10%의 할인율을 제거했고, 동시에 수익예상을 상향했기 때문이다.

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	5,031	74	79	68	78	3,026	44.2	7.6	1.9	11.6	26.0
2012	4,717	62	84	72	69	3,216	6.3	6.4	1.4	11.3	20.3
2013F	4,874	50	136	115	55	5,156	60.3	5.5	1.5	12.9	26.4
2014F	5,278	59	97	81	64	3,622	-29.8	7.9	1.2	9.3	15.4
2015F	6,311	75	202	169	80	7,574	109.1	3.8	0.9	6.2	26.4

* K-IFRS 개별 기준

Investment Summary

단기적으로는 올해 연말까지 Buy & Hold, 중장기로는 2015년 세전이익 급증

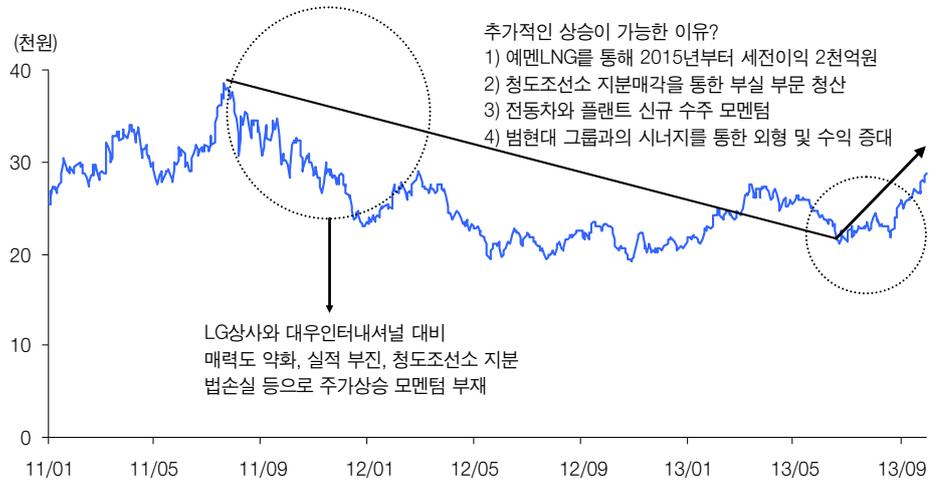
단기 급등에 따른 차익매물이 발생할 수도 있지만 추가적인 상승이 가능해 적극적인 Buy & Hold 전략 권고

현대상사의 주가는 지난 8월 중순(8/21, 22,000원)을 저점으로 가파른 상승 추세를 보이고 있다. 단기적인 주가 급등으로 인해 추가 상승에 대한 부담이 커질 수 있겠지만, 현대상사에 대해 여전히 적극적인 Buy & Hold를 권고한다. 최근 주가 상승은 주가 재평가 초기에 불과하고, 긍정적인 주가 상승 재료가 연말까지 집중되어 있어, 추가적인 주가 상승이 가능할 것이기 때문이다. 무엇보다도 현재 시가총액(6,375억원) 대비 올해 연말 순현금(3,300억원)이 1/2 이상으로 이를 감안하면 현대상사의 주가는 여전히 저평가되어 있다. 올해 우크라이나 전동차를 비롯해 전동차와 플랜트 관련 대규모 수주 입찰이 총 7건 진행되고 있는데, 이중 한 두 개만 성공해도 외형과 이익에 기여도가 클 것으로 판단한다. 청도현대조선소에 대한 매각작업이 진행 중이다. 그동안 잠재부실에 대한 우려가 산존했지만, 이미 지난달 30일 지분 일부를 매각했고, 잔여 지분도 추가적으로 매각하면서 청도조선소에 대한 부실처리가 완료될 전망이어서 동사에 대한 주가 평가 시 할인을 적용은 더 이상 필요 없게 됐다.

지난 1.5개월간의 주가 랠리는 주가 재평가의 초기로 판단

현대상사의 영업실적은 지난 상반기까지는 부진했지만 하반기부터는 개선될 전망이다. 현대중공업과 현대차 그룹 계열사 물량 확대를 통한 트레이딩 부문의 실적 개선이 가시화되고 있고, 비 영업부문의 개선으로 수익확대가 가능할 전망이다. 부정적인 매크로 변수로 인해 종합상사업체 대부분 트레이딩 부문에서 수익 감소가 불가피한 상황에서 현대상사가 진행하고 있는 대규모 프로젝트 사업은 현대상사에게 새로운 돌파구를 제시할 것이다. 예멘 LNG 광구는 예멘정부의 증산 허가로 올해부터 연평균 730만톤으로 확대됐고, 동시에 물량 diversion으로 북미지역에 판매된 물량 중 일부를 아시아 지역으로 변환하고, 한국가스공사와의 판매가격 재협상(금년 11월 말) 등으로 평균판매단가의 인상이 올해와 내년에도 가능할 것이다. 대여금 회수는 2014년에 마무리돼 2015년부터 배당금 수입이 전액 손익에 반영되면서 세전이익의 급증이 가능할 전망이다.

<그림1> 현대상사 주가 상승 지속, 단기는 연말까지의 뉴스플로우 + 중장기는 기업가치 급증



자료: KRX, WISEIn, HMC투자증권

최근 주가 상승에도 불구하고, 여전히 Buy & Hold를 권고하는 4가지 이유

- 1) 2015년부터 급증하는 세전이익, 올해대비 2.6배 증가하는 2천억원

역원 첫째, 2015년부터 급증할 현대상사 기업가치에 대해 주목할 필요가 있기 때문이다. 연간 세전이익 규모가 700~800억원(일회성이익 제거한 올해 세전이익 780억원) 대에서 2015년부터는 2천억원에 가까운 기업으로 변모할 것이다. 이는 예멘LNG 배당수입이 2014년까지 대여금 회수가 마무리되고 2015년부터는 손익에 반영되기 때문인데, 보수적으로 평가해도 2015년 기준 E&P 수익 1,274억원에 트레이딩 부문 700억원 달성이 충분히 가능할 전망이다. 특히, 현재 진행되고 있는 전동차 및 플랜트 등 신규 수주 부문이 감안되지 않은 것으로 일부 수주가 성공한다면 세전이익은 2천억원을 상회할 전망이다. 더욱 더 중요한 것은 예멘LNG광구의 수익이 단기 몇 년으로 종료되는 것이 아니라, 잔여 생산기간이 24년이나 남아 있어 향후 적어도 20년 이상 매년 840억원 이상의 배당금이 안정적으로 창출돼 현대상사의 전체 E&P 수익과 세전이익에 기여할 것이라는 점이다.
- 2) 긍정적인 뉴스플로우가 주가 상승 촉매로 연결

둘째, 긍정적인 뉴스플로우가 연말까지 집중되어 있고, 이를 통한 주가 재평가가 가능하기 때문이다. 현대상사의 주가에 긍정적인 재료가 지금부터 올해 연말까지 집중적으로 발생할 것이고, 이는 주가 상승의 촉매제로 작용할 전망이다. 지난 9월 10일 금지금 관련 부가세 578억원이 환급됐다. 예멘 LNG 2차 배당금도 9월 16일에 1천만\$ 입금됐다. 지난 4월 30일 1.4천만\$의 배당이 이뤄진 바 있고, 올해 12월 16일에 1.6천만\$이 예정되어 있어 올해 총 4천만\$의 배당이 가능해, 당초 예상했던 금액(408억원)보다는 상회할 전망이다. 러시아 전동차는 9월 16일 입찰을 시작으로 올해 11~12월 계약자 선정이 마무리될 것이다. 암바토비 니켈광산 지분 매각 대금 입금과 예멘LNG 판가 재협상, 전동차 및 플랜트 수주 등의 뉴스플로우가 연말까지 진행될 예정이다.
- 3) 종합상사 중 실적 모멘텀 우수, 범현대그룹과의 시너지

셋째, 종합상사 업체 중 올해 하반기 실적 개선 가능성이 가장 높고, 내년에도 동 추세가 지속될 것이기 때문이다. 현대상사의 영업실적도 다른 종합상사들과 마찬가지로 상반기까지는 부진했지만 하반기에는 회복세로 전환될 전망이다. 글로벌 경기 침체로 인해 올해 하반기에도 종합상사의 영업은 뚜렷한 회복을 기대하기는 어렵지만, 현대상사의 경우 그룹 계열사 물량 확대에 따른 매출 증대 부분과 프로젝트 사업의 신규 수주 가능성이 상존하고 있기 때문이다. 범현대 그룹 물량의 추가적인 확대가 가능할 것으로 보이는데, 이는 현대제철과 현대하이스코의 대규모 증설에 따른 철강수출 물량 확대와 현대상사의 취급비중 증대가 가능할 것이다. 또한, 오일뱅크를 통한 화학부문 수출 물량의 지속적인 증가도 긍정적이다. 지난 8월 초 판 전력청에 발전용 중유공급 계약 체결(6,836억원, 2년간)과 함께 화학부문의 매출 확대는 지속될 전망이다. 올해 3분기와 4분기 영업이익은 각각 117억원과 226억원으로 각각 전년동기비 22.4%, 14.7% 증가해 실적 턴어라운드 가능성이 높을 전망이다.

4) 청도조선소 지분매각으로 부
 실부문 청산과 함께 할인을 저가
 넷째, 그동안 주가 할인요소에 작용해왔던 청도현대조선소도 지분매각을 통해 청산절차를 진행 중
 에 있고, 더 이상 악재로 작용하지 않을 것이기 때문이다. 청도조선소는 그동안 지분법손실을 기록해
 왔지만 지난해 12월 딜리버리가 완료됨으로써 사실상 영업은 중단된 상태였다. 이번에 지분을 인수
 한 산푸드집단 및 국청홀딩스는 부동산개발업체들이고, 청도조선소 공장부지를 향후 부동산 개발 목
 적으로 지분을 취득한 것으로 파악된다. 따라서 잔여 지분(30.59%) 매각도 그리 오랜 시간이 소요
 되지 않을 것으로 판단하며, 매각금액도 합리적인 수준에서 결정될 것으로 보인다.

〈표1〉 현대상사 SWOT 분석

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • 예멘LNG를 통한 수익 극대화 (2015년부터 손익반영 : 연간 850억원, 24년간) • 전동차와 플랜트 신규 수주 : 올해 4분기에 집중 • 시가총액대비 1/20이상의 순현금 (연말 3,3천억원) • 청도현대조선소 지분매각을 통한 부실부문 정리 	<ul style="list-style-type: none"> • 환율변동에 따른 영업외수지 변동성 큼 • 트레이딩 부문의 낮은 영업이익률 • 청도현대조선소의 지분법손실 발생 지속 (연간 120억원 →40억원) • E&P에 대한 신규 투자가 없어 향후 성장동력 부재
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> • 현대중공업과 현대차 계열사와의 협업을 통한 외형 및 수익 증대 : 현대오일뱅크(화학부문), 현대로템(전동차), 현대제철& 현대하이스코(철강), 현대중공업(플랜트) • 예멘LNG 판가 재협상을 배당금 수입 확대 : 한국가스공사 (올해 11월말, 기존\$3/mmbtu→\$12로 상승) • 투자여력(순현금) 확대로 E&P사업 등 향후 성장동력 확보 기회 	<ul style="list-style-type: none"> • 예멘정부 지정학적 리스크로 인한 생산 차질 문제 • 향후 셰일가스 생산 및 판매확대로 천연가스 가격 약세 우려 • 국제 상품가격 약세시 수익성 저하 • 시가총액이 적은 이유로 그동안 기관투자자들의 낮은 선호도

자료: HMC투자증권

〈표2〉 현대상사의 긍정적인 뉴스 플로우 및 주가 상승 재료

구분	일정	내용
부가세 환급	9/10	2010년 납부한 금지금 관련 부가가치세 최종 승소로 기납부액 및 경과 이자 포함 총 578억원이 9월 10일 환입됨
예멘 LNG 배당금	9/16	2013년 2차 배당금 1천만달러 유입, 4/30 1차 배당금 1.4천만\$ 기납입, 12/16 1.6천만\$ 예상(11/30 확인 가능). 올해 총 4천만\$ 예상
러시아 전동차 입찰	9/16	4억\$ 규모로 9/16 입찰, 경쟁입찰(3파전)로 금년 11~12월에 계약자 선정
우크라이나 전동차	10~11월 중	6~7억\$ 규모로 현재 공급계약까지 80% 수준 달성. 영업이익률은 3~5% 수준. 선수금(계약금의 15%)은 4분기 실적에 반영
암바토비 니켈광산 지분매각	4분기	광물자원공사에 지분 0.5% 풋옵션 행사로 300억원 12월 중 입금 예정
예멘 LNG 판가 재협상	4분기말	한국가스공사와의 가격협상(매 5년 단위)은 금년 12월말 진행(11/30 확인 가능). 현재 \$3/mmbtu 에서 \$12로 계약될 전망
전동차 및 플랜트 수주건	4분기	방글라데시 디젤기관차 (2.5억\$), 에콰도르 디젤기관차 (2.5억\$), 러시아 석유공장, 중남미 발전소, 중동 항만 크레인

자료 : 현대상사, HMC투자증권

목표주가 3.8만원으로 상향, 매수 유지

청도조선소 지분매각으로 할인율 제거와 수익예상 상향 국내기관의 적극적인 매수로 최근 3개월간 현대상사의 절대주가는 30.7% 상승했고, 동 기간 KOSPI대비 20.3%p 초과 상승했다. 최근 상승에도 불구하고 현대상사의 주가는 여전히 매력적이다. 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 5.5배, 7.9배로 저평가되어 있기 때문이다. 또한, 예멘LNG 배당수입이 손익에 반영돼 세전이익이 본격적으로 증가하는 2015년 기준으로는 3.8배에 불과하다.

현대상사의 목표주가를 기존 34,000원에서 38,000원으로 상향하며 기존 매수 의견을 유지한다. 목표주가를 상향한 이유는 청도현대조선소 지분매각을 통해 부실부문의 청산으로 기존 영업가치 산정 시 적용해왔던 10%의 할인율을 제거했고, 동시에 수익예상을 상향했기 때문이다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 8,580억원이고, 주당가치는 38,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 3,724억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 6.0배 적용), 2) 투자자산가치 813억원(순자산가액의 20% 할인율 적용), 3) 실질순현금 4,043억원을 가산한 것이다. 목표주가 38,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E 각각 7.4배, 10.5배 수준이며, 예멘LNG 배당금이 손익에 반영되는 2015년 기준으로는 5.0배에 불과한 상태다. <표3 참조>

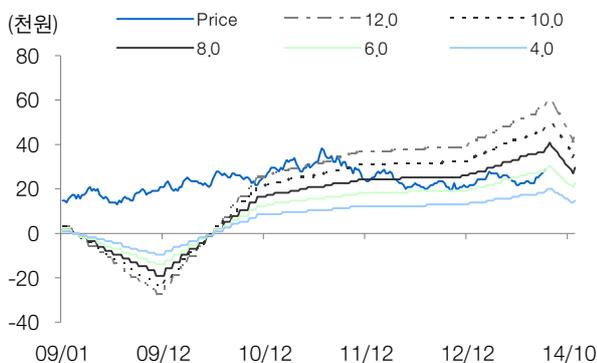
<표3> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	3,326	3,857	4,821	3,724	
EBITDA	554	643	803		
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0		시장평균(6.0배) 적용
2. 투자자산가치	1,173	693	853	813	순자산가액대비 20% 할인율
3. 기업가치 (=1+2)	4,499	4,550	5,674	4,537	
4. 실질순현금*	3,143	4,343	5,340	4,043	
5. 주주가치 (=3+4)	7,642	8,893	11,013	8,580	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	34,222	39,826	49,322	38,425	
현재주가 (원)	28,550	28,550	28,550	28,550	
상승여력	19.9	39.5	72.8	34.6	

자료: HMC투자증권

<그림2> PER Band Chart



자료: Wisefn, HMC투자증권

<그림3> PBR Band Chart



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈표4〉 종합상사 업종 Valuation

종목명 종목코드		대우인태내셔널 A047050	LG상사 A001120	SK네트웍스 A001740	현대상사 A011760
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
현재주가 (원) (10/4)		36,700	31,900	6,370	28,550
목표주가 (원)		43,000	40,000	9,100	38,000
상승여력 (%)		17.2	25.4	42.9	33.1
시가총액 (십억원)		4,179	1,236	1,581	638
매출액 (십억원)	12	17,571	12,794	27,936	4,717
	13F	15,983	12,785	26,864	4,874
	14F	17,620	12,474	26,601	5,278
영업이익 (십억원)	12	152	205	252	62
	13F	167	162	247	50
	14F	305	165	327	59
지배주주지분 순이익 (십억원)	12	212	222	48	72
	13F	94	132	-178	115
	14F	213	209	130	81
EBITDA (십억원)	12	186	258	369	69
	13F	205	305	363	55
	14F	345	290	450	64
EPS_P (원)	12	1,946	5,720	194	3,216
	13F	824	3,398	-716	5,156
	14F	1,869	5,394	524	3,622
PER_P (배)	12	20.4	8.5	43.6	6.4
	13F	44.6	9.4	-	5.5
	14F	19.6	5.9	12.2	7.9
PBR_P (배)	12	5.5	3.5	0.7	1.4
	13F	1.8	1.7	0.6	1.5
	14F	1.7	1.2	0.5	1.2
EV/EBITDA (배)	12	41.2	10.9	11.5	11.3
	13F	38.3	8.5	11.3	12.9
	14F	23.0	9.4	9.0	9.3
ROE_P(배)	12	10.3	15.8	1.5	20.3
	13F	4.2	8.7	-5.9	26.4
	14F	9.0	12.6	4.3	15.4
매출액 증감률 (% YoY)	12	-9.7	-8.5	1.5	-6.2
	13F	-9.0	-0.1	-3.8	3.3
	14F	10.2	-2.4	-1.0	8.3
영업이익 증감률 (% YoY)	12	-8.2	26.4	-30.1	-16.3
	13F	9.8	-20.9	-2.0	-19.3
	14F	82.7	1.6	32.4	18.2
EPS_P 증감률 (% YoY)	12	-6.1	-10.5	-67.0	6.3
	13F	-57.7	-40.6	적전	60.3
	14F	126.9	58.8	흑전	-29.8
EBITDA Margin (%)	12	1.1	2.0	1.3	1.5
	13F	1.3	2.4	1.4	1.1
	14F	2.0	2.3	1.7	1.2

자료: HMC투자증권

종합상사의 업황을 고려하면 현대상사가 매력적

종합상사업체들 전반적인 영업실적은 좋지 않아

영업실적의 Key factor인 P × Q × FX, 부정적인 흐름이 지속될 전망 종합상사 영업실적의 key factor는 P(상품가격) × Q(물동량) × FX(원/달러환율)로 정의할 수 있는데, 이 조합은 내년에도 부정적인 흐름이 지속될 전망이다. 먼저 P(상품가격)는 추가적인 하락 폭은 크지 않을 것이지만, 상품에 대한 전반적인 수요 부진으로 내년에도 강세로 전환하기에는 쉽지 않을 전망이다. 물동량(Q)은 세계경기 둔화로 전반적인 감소세가 불가피할 것이고, 원/달러 환율(FX)은 점진적인 강세 추세가 지속될 것이기 때문이다. 자원개발 업체들의 E&P 수익은 상품가격 약세와 원화강세에 따른 부정적 효과로 내년에도 전반적으로 부진할 전망이다. E&P 생산물량이 크게 확대되는 대우인터내셔널과 LG상사의 경우 수익증대는 가능할 것이지만, 최근에도 부진한 주가 흐름에서 벗어나지 못하고 있다. 이는 종합상사의 업황 모멘텀이라 할 수 있는 상품가격과 원달러 환율 등 매크로 변수가 좋지 않기 때문이다.

업황 모멘텀이 개선되기 전까지는 현대상사에 집중할 필요

상품가격과 환율 등 가격변수가 부정적이거나 종합상사 종목들이 주식 시장에서 주목 받지 못하고 있다 종합상사 주가에 일차적이고 직접적인 영향을 미치는 것은 바로 commodity 가격 변동이다. 즉, 상품 가격이 강세를 나타낼 때, E&P사업을 영위하는 종합상사 주가 상승에 긍정적 동인을 제공한다. 반면, 상품 가격이 약세일 때는 종합상사 주가에 부정적인 수 밖에 없다. 종합상사 주가의 함수는 종합상사 주가 = f(Earning (E&P 수익), Enviroment (영업환경)) 으로 정의할 수 있는데, 이 조합의 독립변수는 다른 방향성을 보여주고 있다. 당장의 E&P 수익은 견고한 흐름이 지속될 것이지만, 단기 및 중장기적인 영업환경은 여전히 좋지 않다. 단기 및 중장기적인 영업환경에 직접적인 영향을 미치는 것은 상품 가격과 환율 등 가격변수들이다. 향후 종합상사 주가 향방은 악화되고 있는 영업환경에 따른 부정적 요인이 주가에 어느 정도 반영된 것인가에 대한 판단이다. 향후 상품가격의 본격적인 회복이 전제된다면 주가 상승 모멘텀이 가장 큰 종목은 단연 LG상사와 대우인터내셔널이지만, 업황(P×Q×FX) 모멘텀이 악화되어 있는 현실과 함께 향후에도 뚜렷한 업황 회복이 쉽지 않음을 고려하면 긍정적인 재료와 함께 향후 기업가치가 급증할 수 있는 현대상사에 계속해서 집중해야 할 필요가 있다.

<그림4> P×FX와 종합상사지수 추이



자료 : KRX, WiseIn, HMC투자증권

<그림5> 종합상사 주요업체의 상대수익률



자료 : KRX, WiseIn, HMC투자증권

예멘LNG를 통해 올해부터 E&P 수익 급증

투자여력 확대로 2014년부터 자체적인 성장동력 발굴에 매진할 전망

5개 광구를 통해 향후 24년간 연
평균 E&P수익은 1,200억원

현대상사는 1개의 유전, 3개의 가스전, 그리고 1개의 유연탄 등 총 5개의 E&P site를 보유하고 있다. 지난 2009년 10월부터 상업생산을 시작한 예멘 LNG를 비롯해 5개 광구 모두가 현재 상업생산 중이다. 암바토비 니켈은 광물자원공사에 풋옵션을 행사하면서 지분매각을 단행할 것이고, 매각대금 300억 원은 금년 4분기 중에 유입될 전망이다. 최근 3년간 발생된 수익을 살펴보면 2010년 345억원, 2011년 442억원, 2012년 378억원으로 유가 및 가스가격 등락에 따라 변동해왔다. 현대상사의 E&P 수익규모는 지난 2009년 이후 매우 안정적 흐름을 보여주고 있는데, 이는 생산광구의 2/3정도가 장기 공급계약으로 상품가격 변동에 따른 영향이 크지 않기 때문이다.

현대상사 보유 E&P 가치평가는 각 광구에서 발생하는 수익을 현재가치 할인방식을 취했고, 그 가치는 1조 248억원으로 평가했다. 보유하고 있는 5개의 site를 통해 연평균 E&P수익은 1,247억원이다. 호주 드레이튼(잔여기간 4년)을 제외하고 나머지 광구들은 잔여기간이 15년과 24년이 남아있다. 호주 드레이튼은 연간 수익이 40억원 밖에 안되기 때문에 생산이 종료된다 하더라도 손익에 미치는 영향은 크지 않다. 특히, 전체 E&P 수익에 68.2%, 금액으로는 연간 850억원의 수익이 발생하는 예멘LNG의 잔여기간이 24년이라는 점이 매력적이다. 예멘LNG의 배당수입은 2014년까지 대여금 회수로 회계 처리되지만, 2015년부터는 손익에 반영돼 전체 세전이익 급증의 중요한 역할을 할 것이다.

지난 2011년 현대중공업 그룹 계열사들과 별도로 설립한 현대자원개발주는 아직까지 E&P 신규사업을 진행한 것이 없다. 당초 현대상사의 자금여력이 없어 해외자원에 대한 투자를 현대중공업 그룹차원에서 접근했지만, 현대중공업 그룹은 중공업 업황 침체로 인해 현금흐름이 악화됐고 동시에 상품가격 하락으로 마땅한 투자처를 발굴하지 못했기 때문으로 판단한다. 해외자원에 대한 신규 투자는 당초 현대자원개발주를 통해 진행할 방침이었지만, 답보 상태를 보이고 있고, 현대상사의 순현금의 증가로 투자여력이 확대되면서 내년부터는 독자적으로도 E&P에 대한 신규 투자는 물론 향후 신 성장 동력 발굴에 대한 노력이 경주될 전망이다. 청도현대조선서 잔여 지분 매각이 완료되면 그 이후 본격적인 투자를 단행할 수 있을 것으로 보인다.

〈표5〉 자원개발 현황

구분	사업명	지분율	수익실현	배당기간	기준가격	진행사항
생 산	베트남 11-2	4.9%	매출액	2007~2028년	가스장기판매계약 콘덴:입찰	- 2007년 양산 개시
	카타르 LNG	0.4%	배당금수익	2001~2024년	JCC	- 1999년 양산 개시
	오만 LNG	1.0%	지분법이익	2002~2024년	JCC	- 2000년 양산 개시
	호주 Drayton	2.5%	매출액	1983~2016년	FOB Newcastle	- 1983년 양산 개시
	예멘 LNG	3.0%	先 대여금 상환 後 배당금 수익	2012~2015(투자원금 회수) 2015~2034년	JCC, HHI	- 2009년 양산 개시
개 발	암바토비 니켈	0.5%	-	2019~2039년	-	- 2012년 양산 개시

주 : JCC(Japanese Crude Cocail) : 일본 원유도입 복합 단가
HHI(Henry Hub Index) : 미국 걸프해안의 천연가스의 표준가격
FOB Newcastle: Newcastle항 본선인도 가격 (6,300kcal / kg GAR)
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표6〉 자원개발 수익 현황

사업명 (억원)	구분	2009	2010	2011	2012
베트남 11-2	매출이익	29	43	55	26
카타르 LNG	배당금수익	119	125	173	129
오만 LNG	지분법이익	154	154	185	215
호주 Drayton	매출이익	8	23	29	8
합계 (수익인식)		310	345	442	378

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표7〉 현대상사의 E&P 가치분석

구분	석유	LNG	LNG	석탄/광물	LNG	소계
E&P 총 가치 10,248억원	베트남 11-2광구	오만 KOLNG	카타르 라스라판	호주 드레이튼 유연탄	예멘 LNG	
지분율	4.9	1.0	0.4	2.5	3.0	
총투자금액	293	14	35	78	1,353	
매장량(단위)	2,300만(배럴)	14조(CF)	6,300만(톤)	4,900만(톤)	약 2억(톤)	
연평균생산량	100만배럴	650만톤	650만톤	500만톤	730만톤	
생산개시	2007(23년)	2000(17년)	1999(10년)	1983(8년)	2009(25년)	
잔여기간	15	15	15	4	24	
가격	90(\$/배럴)	8.00(\$/mmbtu)	11.00(\$/mmbtu)	70(\$/톤)	9.60(\$/mmbtu)	
가정 환율	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	
매출액(연평균, 억원)	990	51,766	71,178	3,850	69,765	197,549
총비용(연평균, 40%)	396	20,706	28,471	1,540	29,301	80,415
총수익(연평균, 세율 30%)	416	21,742	29,895	1,617	28,324	81,994
현대상사 총수익(연평균)	20	217	120	40	850	1,247
할인율	10%	10%	10%	10%	10%	
현재가치 합(억원)	175	1,871	1,029	169	8,484	11,728
현대상사 현재가치 합(억원)	175	1,857	994	91	7,131	10,248

자료 : 현대상사, HMC투자증권

증산, 물량diversion, 판가 재협상 등으로 예멘LNG 수익 큰 폭 증대

예멘LNG 배당금은 2015년부터 손익에 반영되면서 E&P수익 연간 1,200억원으로 증가, 향후 24년간 보장

지난 2009년 상업생산이 개시된 예멘LNG광구의 현금흐름이 지난해부터 시작됐다. 지난해 600만 \$의 배당금이 이뤄졌지만 대여금 회수로 처리돼 손익에 영향을 주지 못했다. 예멘LNG에 대해 대여금(1,353억원)으로 투자함에 따라 2014년까지는 대여금 회수로 처리되고 2015년부터 배당금 수입으로 손익에 반영되면서 세전이익의 급증에 기여할 전망이다.

올해 연초 예멘정부의 증산 허가로 인해 올해 생산량은 730만톤으로 전년대비 5.8% 증산되고, 향후에도 생산량은 현 수준으로 유지될 전망이다. 지난해 테업 발생으로 생산량은 650만톤에 그쳐 실제 생산량 기준으로 올해는 전년비 12.3% 증가하는 것이다. 지난해 예멘LNG 광구를 통한 배당수입이 68억원에서 올해는 436억원으로 확대되고, 내년에는 올해 대비 2배 증가한 807억원으로 증가할 전망이다. 이미 지난 4월 30일과 9월 10일 각각 1.4천만\$, 1천만\$의 배당금 수입이 있었고, 12월 16일 1.6천만\$로 연간 4천만\$로 예상된다. 올해 큰 폭으로 수익이 확대되는 이유는 연평균 730만톤으로의 증산과 평균판매단가 인상 때문이다. 판매단가는 지난해 \$2.9/mmbtu에서 올해 \$5.5/mmbtu로 인상되는데, 이는 물량 diversion(북미시장 향 물량을 아시아시장으로 조정)때문이다.

다. 내년에도 수익이 큰 폭으로 확대되는 것은 한국가스공사와의 가격 재협상에 따른 결과이다. 현재 \$3.015/mmbtu에 가스공사에 판매(매5년 단위로 가격 재협상)되고 있으나, 내년에는 \$12(JCC가 격 고려)로 결정될 전망이다. 이에 따라 2014년까지 대여금 회수(1,353억원)가 마무리되고, 2015년부터는 배당금 수입이 손익에 반영될 것이다. 기존 광구의 안정적 손익 지속으로 향후 24년간 E&P 수익은 매년 1,200~1,300억원 가능할 전망이다.

〈표8〉 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명	지분율(%)	수익인식(억원)	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F
베트남 11-2광구	4.9	매출이익	29	43	55	26	21	20	22	22
오만 KOLNG	1.0	지분법	154	154	185	215	223	217	229	234
카타르 라스라판	0.4	배당금	119	125	173	129	124	121	127	130
호주 트레이튼 유연탄	2.5	매출이익	8	23	29	8	50	49	51	53
예멘 LNG	3.0	배당금				68	436	807	845	843
합계			310	345	442	446	854	1,213	1,274	1,282
증감률 (% YoY)				11.3	28.1	0.9	91.5	42.0	5.1	0.6
연간 생산량										
베트남 11-2광구		만배럴	100	100	100	100	100	100	100	100
오만 KOLNG		만톤	650	650	650	650	650	650	650	650
카타르 라스라판		만톤	650	650	650	650	650	650	650	650
호주 트레이튼 유연탄		만톤	500	500	500	500	500	500	500	500
예멘 LNG		만톤	690	690	690	650	730	730	730	730
가격 변수										
유가(WTI, 평균)		\$/bbl	62.0	79.5	95.1	94.2	93.6	94.1	98.9	102.5
천연가스(JCC)		\$/mmbtu	6.0	7.0	9.0	10.0	9.9	10.0	10.5	10.9
천연가스(HH)		\$/mmbtu	3.7	3.7	4.0	5.0	5.0	5.0	5.3	5.4
천연가스(예멘)		\$/mmbtu	2.9	2.9	2.9	2.9	5.5	9.2	9.6	9.7
석탄		\$/MT	60.0	80.0	90.0	95.0	94.4	94.9	99.8	103.4
원/달러 (평균)		원/\$	1276.4	1156.3	1108.1	1126.9	1,088.7	1,053.3	1,057.8	1,043.8

자료 : 현대상사, HMC투자증권

청도현대조선소 매각을 통해 부실 청산

지분 매각을 통해 잠재부실 청산과 기업가치 할인요인 제거

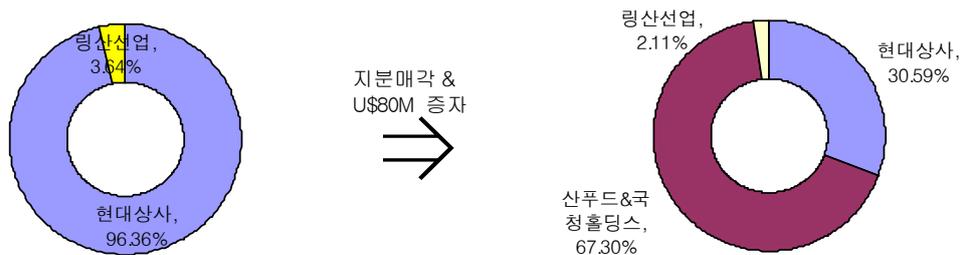
지분법손실 축소와 해결방안 모색
으로 기업가치 할인요소 해소 중

지난 2003년 사업다각화의 일환으로 조선업 진출 명목으로 중국 7개의 조선소 검토 후 청도링산 조선소를 인수하게 됐다. 그 이후 2008년 글로벌 금융위기 여파로 조선업 시장 악화와 맞물려 대규모 손실이 발생되어 왔고, 청도현대조선소를 통한 지분법손실이 결국 현대상사 기업가치의 할인요소로 작용해 왔다. 그렇지만 이제는 청도조선소 매각을 통해 그동안 잠재되었던 부실부문의 정리와 함께 주가 재평가도 가능할 전망이다.

지난 9월 30일 공시를 통해 현대상사는 청도현대조선소 지분 96.36%의 2/3 가량인 66.25%를 산푸드와 국청홀딩스 컨소시엄에 매각기로 결정했다. 동시에 매각 후 지분율에 따라 8천만\$를 증자하고, 이 증자자금으로 청도현대조선소의 차입금을 상환한다. 이번 지분 매각을 통해 현대상사는 청도조선소에 대한 지급보증 의무 해소와 지분법손실 축소가 가능하다. 잔여지분 매각 전까지는 기존 발생돼왔던 연간 지분법손실이 150억원에서 40억원으로 감소할 것이다. 물론, 나머지 지분 매각도 그리 오랜 시일이 소요되지는 않을 전망이다. 산푸드집단과 국청홀딩스가 청도현대조선소 지분을 취득한 목적은 조선사업을 하기 위함이 아니고, 부동산 개발을 위한 것이다. 이들은 부동산개발업체들이며, 조만간 건설 착공에 들어가게 되면 잔여지분 전량을 매수할 전망이다. 참고로 청도현대조선소 부지는 최초 사업 시작한 2003년에는 외곽지역에 위치하고 있었지만, 청도지역의 도시화로 인해 이제는 아파트 및 주상복합건물을 지을 수 있는 환경으로 변화된 상태다.

이번 지분매각을 통해 손익에 미치는 영향을 살펴보면 별도기준으로는 세전이익이 447억원 감소하게 되지만, 연결기준으로는 세전이익이 222억원 증가하는 효과를 주게 된다. 이번 계약조건으로 청도조선소에 대한 채권 489억원(US\$45,871천)의 채무면제를 해줬고, 동 금액은 대손상각비로 처리된다. 다만, 별도채무제표상 기설정된 대손충당금87억원(US\$8,153천)이 있어, 별도기준으로는 402억원(US\$37,718천)의 영업손실이 발생하고, 연결기준으로는 489(US\$45,871천)의 영업손실로 인식하게 된다. 반면, 연결기준 세전이익에는 플러스 효과를 보는 것은 자본잠식법인의 연결대상 제외에 따른 매각이익이 755억원(US\$70,800천)이 발생하기 때문이다. 잔여지분의 매각은 기존 매수자인 산푸드집단 및 국청홀딩스가 향후 1~5년 이내에 전량매수 의무를 갖고 있고, 최소 매각금액은 85억원(800만\$) 이상 될 것으로 보인다.

<그림6> 청도현대조선소 지분 매각



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표9〉 청도현대조선소 요약 재무현황

(단위: USD천)

구분	2010	2011	2012	13년 8월말
자산	117,365	92,842	53,402	59,394
부채	168,557	172,828	109,677	132,868
자본	-51,192	-79,986	-56,275	-73,474
자본금	70,000	70,000	110,000	110,000
이익잉여금	-121,072	-145,003	-174,329	-182,196
매출액	60,248	10,201	10,916	3,802
순이익	-14,898	-26,754	-21,703	-10,691

자료: 현대상사, HMC투자증권

〈표10〉 지분매각을 통한 손익에 미치는 영향

(단위: USD천)

구분	별도	연결	비고
대손상각비	-37,718	-45,871	청도조선소에 대한 채무면제(총 U\$45,871 천) 별도재무제표상 시설절 대손충당금 U\$8,153 천
영업이익	-37,718	-45,871	연결상 대손충당금 영향 없음
매각손익	0	70,800	자본잠식법인 연결대상 제외에 따른 이익 -73,474(매각전 순자산가액) × 96.36%
잡손실	-4,121	-4,121	차입금 상환 후 잔여 분 분사 인수
경상이익	-41,839	20,808	

자료: 현대상사, HMC투자증권

〈표11〉 청도조선소 선박 건조 및 인도는 지난해 연말로 완료, 사실상 영업 종료된 상황

시기	인도선박	신규계약	건조척수(기초)	인도척수	건조척수(기말)
2005	중국향 2,6K Bulker外 5건	21	21	6	15
2006	독일향 6K MPC外 3건	12	27	4	23
2007	한국향 2,6K General Cargo外 2건	-	23	3	20
2008	그리스향 5,6K Chemical TKR外 3건	10	30	4	26
2009	그리스향 Bunkering TKR外 5건	4	30	6	24
2010	그리스향 5,6K Chemical TKR外 7건	-	24	8	16
2011	러시아향 5K General Cargo外 8건	-	16	9	7
2012	러시아향 5K General Cargo外 6건	-	7	7	-
총합		47	-	47	-

자료: 현대상사, HMC투자증권

범현대그룹과의 시너지, 전동차·플랜트로 시작

2010년 현대중공업으로 편입 이후 올해부터 시너지 본격화

향후 범현대 그룹(현대중공업과 현대자동차)의 시너지 창출은 지속

현대중공업 그룹과의 본격적인 시너지 창출이 진행되고 있을 뿐만 아니라 범현대 그룹과의 사업 시너지도 확대되고 있다. 향후 2~3년간 범현대 그룹과 연계된 사업 확장은 지속될 전망이다. 지난해 영업실적은 세계 경기 침체와 매크로 변수 악화 등으로 부진했다. 당분간 세계 경기 부진과 매크로 변수 악화 등으로 전반적인 수출 영업환경은 양호하지는 않지만, 지난 2010년 1월 현대중공업으로 편입된 이후 범현대 그룹 계열사들과 진행해왔던 프로젝트 사업들이 올해부터 가시적인 성과로 연결될 전망이다.

전동차와 플랜트에서 대규모 수주를 통해 새로운 돌파구를 확보

총 7건의 프로젝트 사업관련 수주 진행 중 우크라이나 전동차를 비롯해 적어도 2건 이상 낙찰은 가능할 전망이다

올해 영업부문에서 긍정적인 점은 전동차와 플랜트 등 프로젝트 사업에서의 대규모 수주 가능성이 다. 기존 트레이딩 사업부문은 세계경기 침체 지속으로 상품가격의 약세와 물동량 감소 그리고 원화 강세에 따른 수익성 악화가 불가피할 전망이다. 이는 종합상사 대부분의 기업들이 같은 처지에 놓여 있는 영업환경이다. 반면, 현대상사는 올해 프로젝트 사업에서의 대규모 신규 수주로 인해 경쟁사와 달리 외형과 수익 증대가 가능할 전망이다.

전동차 부문은 총 4건의 입찰이 진행되고 있고, 연말 내에 수주 여부가 결정될 전망이다. 수주가 가장 확실시 되고 있는 우크라이나 전동차(200량, 7억\$ 규모)와 방글라데시 디젤기관차(70량, 2.5억\$), 에콰도르 디젤기관차(2.5억\$), 러시아 전동차(3~4억\$) 등이다. 회사측은 이중 적어도 2건 이상에서 낙찰 가능할 것으로 보고 있다. 특히, 우크라이나 전동차의 추가 수주 가능성이 높은 것으로 판단한다. 현대상사는 지난 2010년 12월 90량의 전동차를 현대로템과 수주해 지난해 10월 말 수출을 완료한 바 있는데, 우크라이나 정부의 좋은 반응으로 추가 수주가 가능할 것이기 때문이다.

플랜트(발전, 정유설비, 항만 크레인 등) 관련 수주는 총 3건으로 러시아 석유공장, 중남미 발전소, 중동지역의 항만 크레인 등이다. 발전사업에서는 현대중공업과의 시너지 창출이 가능할 것이다. 다만, 아직까지 수익예상에는 반영하지 않았지만 향후 수주가 확정되는 대로 수익예상과 함께 valuation에 반영할 계획이다.

<그림7> 전동차 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

<그림8> 발전설비 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림9〉 해양플랜트 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림10〉 정유설비 플랜트 사업



자료 : 현대상사, HMC투자증권

영업실적 전망

지난 상반기까지 실적은 부진했지만

글로벌 경기 침체와 부정적인 매크로 변수로 실적 부진

현대상사의 2분기 개별기준 영업실적은 당초 예상치를 하회했다. 매출액은 1조 2,759억원으로 전년동기비 1.8% 증가했지만, 영업이익은 55.2% 감소한 83억원에 그쳐 전분기에 이어 실적 부진이 지속됐다. 영업이익률은 0.7%로 전년동기비 0.8%p 악화됐는데, 이는 전반적인 세계경기 침체에 따른 상품가격 하락과 원화강세에 따른 트레이딩 부문의 마진이 축소됐기 때문이다. 또한, 지난해 상반기까지 발생했던 우크라이나 전동차 사업의 일단락으로 인한 수익 감소도 부정적으로 작용했기 때문이다. 세전이익도 전년동기비 50.1% 감소한 189억원에 그쳤는데, 이는 지난해 2분기 발생했던 청도 현대조선소 관련 일회성 이익(소송 관련 충당금 환입) 140억원의 소멸 때문이다.

화학과 철강 부문의 계열사 물량 확대로 실적 턴어라운드 가능할 것

프로젝트 수주와 금지금 과징금 환입 등으로 하반기 실적 큰 폭 개선

상반기까지는 영업실적이 부진했지만 하반기에는 회복세로 전환될 전망이다. 글로벌 경기 침체로 인해 하반기에도 종합상사의 업황은 뚜렷한 회복을 기대하기는 어렵지만, 현대상사의 경우 그룹 계열사 물량 확대에 따른 매출 증대 부분과 프로젝트 사업의 신규 수주 가능성이 상존하고 있기 때문이다. 범현대 그룹 물량의 추가적인 확대가 가능할 것으로 보이는데, 이는 현대제철과 현대하이스코의 대규모 증설에 따른 철강수출 물량 확대와 현대상사의 취급비중 증대가 가능할 것이다. 또한, 오일뱅크를 통한 화학부문 수출 물량의 지속적인 증가도 긍정적이다. 지난 8월 초 판 전력청에 발전용 중유공급 계약 체결(6,836억원, 2년간)과 함께 화학부문의 매출 확대는 지속될 전망이다. 올해 3분기와 4분기 영업이익은 각각 117억원과 226억원으로 각각 전년동기비 22.4%, 14.7% 증가해 실적 턴어라운드 가 가능할 전망이다. 또한, 3분기 세전이익은 692억원으로 전년대비 512.5%의 큰 폭 증가할 것인데, 이는 지난 2010년 납부했던 금지금 관련 부가차지세가 최종 승소하면서 9월 10일 578억원이 환급됐기 때문이다.

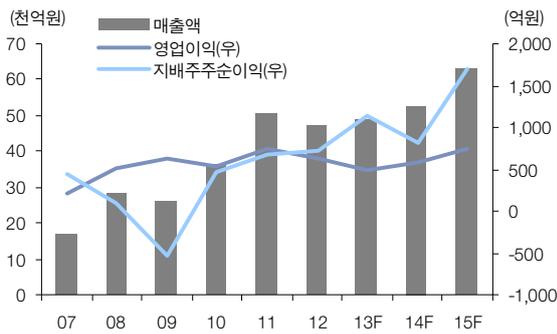
<표12> 현대상사 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2012				2013F				12	13F	14F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	13,003	12,533	11,222	10,413	10,680	12,759	13,235	12,062	47,172	48,737	52,776
기계 / 플랜트	5,676	4,473	4,189	4,820	4,303	4,508	4,836	5,167	19,158	18,815	18,844
철강	4,654	5,468	4,321	3,812	3,619	5,511	4,989	4,087	18,255	18,205	17,908
화학	2,524	2,407	2,532	1,584	2,608	2,420	2,918	1,698	9,047	9,645	8,831
전자 / 정보통신	40	50	48	40	41	50	54	42	178	188	171
기타 (상품+자원)	109	136	132	157	108	137	152	168	534	566	533
프로젝트 사업	0	0	0	0	0	0	285	900	0	1,185	6,489
매출총이익	324	367	265	263	255	290	321	307	1,219	1,173	1,305
영업이익	143	186	96	196	75	83	117	226	621	501	592
세전이익	236	379	113	111	153	189	692	328	839	1,362	968
순이익	203	327	92	96	141	158	578	274	718	1,151	809
수익성											
GPM	2.5	2.9	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6	2.4	2.5
OPM	1.1	1.5	0.9	1.9	0.7	0.7	0.9	1.9	1.3	1.0	1.1
RPM	1.8	3.0	1.0	1.1	1.4	1.5	5.2	2.7	1.8	2.8	1.8
NPM	1.6	2.6	0.8	0.9	1.3	1.2	4.4	2.3	1.5	2.4	1.5
성장성 (YoY)											
매출액	3.0	-4.7	-15.4	-7.6	-17.9	1.8	17.9	15.8	-6.2	3.3	8.3
영업이익	-28.9	-13.4	-37.4	12.9	-47.5	-55.2	22.4	14.7	-16.3	-19.3	18.2
세전계속이익	5.1	89.3	-48.9	-20.9	-35.2	-50.1	512.5	196.9	6.6	62.4	-28.9
순이익	20.2	36.3	-56.4	72.9	-30.5	-51.6	527.9	186.1	6.3	60.3	-29.8
기본가정											
세계GDP	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0	3.1
국제유가	103.1	93.3	92.2	88.2	94.3	94.2	105.8	93.0	94.2	93.6	94.1
원/달러 (평균)	1,131.1	1,152.0	1,133.0	1,090.3	1,084.0	1,122.8	1,110.8	1,080.0	1,126.9	1,099.0	1,053.3
원/달러 (기말)	1,132.0	1,145.0	1,114.0	1,070.6	1,111.1	1,142.0	1,074.7	1,068.0	1,070.6	1,068.0	1,053.0

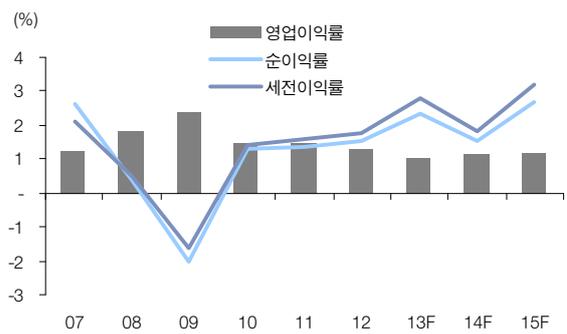
주 : 세전이익의 변동 폭이 큰 것은 금지금 과징금 환입(578억원)을 금년 3분기에 반영했기 때문임
 자료 : 현대상사, HMC투자증권

<그림11> 안정적인 외형 및 이익 성장



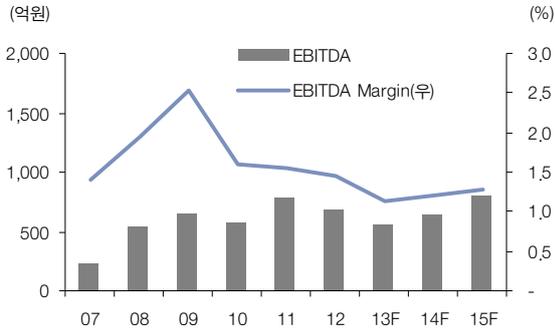
자료 : 현대상사, HMC투자증권

<그림12> 수익성 추이 및 전망



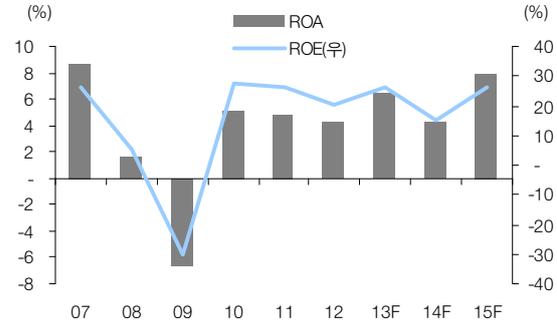
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림13〉 EBITDA, EBITDA Margin 추이 및 전망



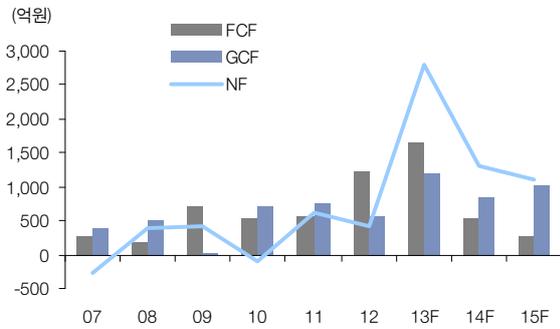
자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림14〉 ROA, ROE 추이 및 전망



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림15〉 FCF의 안정적 증대



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈그림16〉 순현금은 지속적으로 증대



자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표13〉 현대상사의 순현금 현황 및 전망

(억 원, %)	08	09	10	11	12	13F	14F	15F
단기차입금	0	0	0	4,372	3,955	3,935	3,935	3,935
단기사채	0	0	0	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	1,336	480	491	972	878	578	278
단기금융부채	0	2	4	4	1	4	4	5
사채	605	0	498	499	0	0	0	0
장기차입금	1,499	656	561	674	864	303	103	103
장기금융부채	0	0	0	0	0	0	0	0
차입금 총계	2,104	1,994	1,544	6,041	5,793	5,119	4,620	4,321
평균차입금	1,887	2,049	1,769	3,792	5,917	5,456	4,869	4,470
이자비용	117	96	70	153	148	86	100	92
조달금리	6.2	4.7	3.9	4.0	2.5	1.6	2.0	2.1
현금성자산	978	1,270	1,071	2,104	2,603	4,328	5,028	5,725
이자수익	54	34	59	38	65	59	86	110
순이자비용	62	62	10	115	83	27	14	-18
순차입금	1,127	724	473	3,937	3,190	792	-408	-1,405
실질순현금*	-1,127	-724	-473	435	765	3,143	4,343	5,339
자본총계	2,021	1,467	1,938	3,267	3,814	4,913	5,610	7,189

주 : 실질순현금=순차입금-단기차입금, 단기차입금은 무역금융 (수출매출채권이 담보로 제공되어 있음)

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,031	4,717	4,874	5,278	6,311
증가율 (%)	38.4	-6.2	3.3	8.3	19.6
매출원가	4,890	4,595	4,756	5,147	6,151
매출원가율 (%)	97.2	97.4	97.6	97.5	97.5
매출총이익	141	122	117	130	161
매출이익률 (%)	2.8	2.6	2.4	2.5	2.5
증가율 (%)	26.8	-13.6	-3.8	11.2	23.0
판매관리비	67	60	67	71	85
판매비율(%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3
EBITDA	78	69	55	64	80
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.5	1.1	1.2	1.3
증가율 (%)	34.5	-11.8	-19.5	16.0	25.0
영업이익	74	62	50	59	75
영업이익률 (%)	1.5	1.3	1.0	1.1	1.2
증가율 (%)	37.0	-16.3	-19.3	18.2	27.4
영업외손익	6	22	79	20	23
금융수익	42	39	36	36	38
금융비용	50	41	52	48	47
기타영업외손익	14	24	95	32	32
증속/관계기업관련손익	-1	0	7	18	104
세전계속사업이익	79	84	136	97	202
세전계속사업이익률	1.6	1.8	2.8	1.8	3.2
증가율 (%)	54.1	6.6	62.4	-28.9	109.1
법인세비용	11	12	21	16	33
계속사업이익	68	72	115	81	169
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	72	115	81	169
당기순이익률 (%)	1.3	1.5	2.4	1.5	2.7
증가율 (%)	44.2	6.3	60.3	-29.8	109.1
지배주주지분 순이익	68	72	115	81	169
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	74	-6	6	0	0
총포괄이익	141	66	121	81	169

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	58	122	166	55	28
당기순이익	68	72	115	81	169
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	3	6	4	4	4
외환손익	0	3	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-39	55	48	-13	-42
기타	26	-15	1	-18	-104
투자활동으로인한현금흐름	3	-80	114	76	82
투자자산의 감소(증가)	-3	14	81	78	84
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	0	-1	-2	-2
기타	8	-96	34	0	0
재무활동으로인한현금흐름	76	-27	-88	-61	-41
장기차입금의 증가(감소)	448	-23	-58	-20	0
사채의증가(감소)	0	-50	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-11	-11	-11	-11
기타	-367	57	-19	-30	-30
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	138	15	193	70	70
기초현금	67	205	220	413	483
기말현금	205	220	413	483	552

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,354	1,260	1,591	1,705	2,043
현금성자산	205	220	413	483	552
단기투자자산	6	40	20	20	20
매출채권	858	825	985	1,025	1,264
재고자산	130	110	107	111	140
기타유동자산	155	65	66	66	66
비유동자산	403	382	306	242	259
유형자산	3	2	2	2	2
무형자산	56	56	52	48	45
투자자산	235	221	147	87	107
기타비유동자산	109	103	105	105	105
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,756	1,642	1,896	1,948	2,302
유동부채	1,291	1,150	1,350	1,351	1,540
단기차입금	437	396	393	393	393
매입채무	560	529	742	773	992
유동성장기부채	49	97	88	58	28
기타유동부채	244	129	127	127	127
비유동부채	139	110	55	36	43
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	67	86	30	10	10
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	23	25	26	33
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,430	1,260	1,405	1,387	1,583
지배주주지분	327	381	491	561	719
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	76	71	77	77	77
이익잉여금	154	214	318	388	546
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	327	381	491	561	719

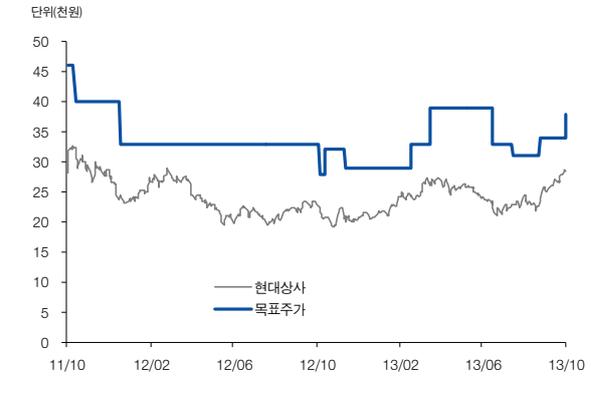
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	3,026	3,216	5,156	3,622	7,574
EPS(지배순이익 기준)	3,026	3,216	5,156	3,622	7,574
BPS(자본총계 기준)	12,131	14,591	19,670	22,963	30,195
BPS(지배지분 기준)	12,131	14,591	19,670	22,963	30,195
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.6	6.4	5.5	7.9	3.8
PER(지배순이익 기준)	7.6	6.4	5.5	7.9	3.8
PBR(자본총계 기준)	1.9	1.4	1.5	1.2	0.9
PBR(지배지분 기준)	1.9	1.4	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA(Reported)	11.6	11.3	12.9	9.3	6.2
배당수익률	2.2	2.4	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	44.2	6.3	60.3	-29.8	109.1
EPS(지배순이익 기준)	44.2	6.3	60.3	-29.8	109.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	26.0	20.3	26.4	15.4	26.4
ROE(지배순이익 기준)	26.0	20.3	26.4	15.4	26.4
ROA	4.9	4.2	6.5	4.2	8.0
안정성 (%)					
부채비율	437.6	330.4	286.0	247.2	220.3
순차입금비율	120.5	83.6	16.1	-7.3	-19.5
이자보상배율	4.9	4.2	5.8	5.9	8.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/10/17	BUY	40,000	13/06/19	BUY	33,000
11/12/21	BUY	33,000	13/07/19	BUY	31,000
12/01/20	BUY	33,000	13/08/27	BUY	34,000
12/05/09	BUY	33,000	13/09/17	BUY	34,000
12/07/03	BUY	33,000	13/09/24	BUY	34,000
12/10/09	BUY	28,000	13/10/07	BUY	38,000
12/10/17	BUY	32,000			
12/11/15	BUY	29,000			
12/12/26	BUY	29,000			
13/02/20	BUY	33,000			
13/03/20	BUY	39,000			
13/04/10	BUY	39,000			

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.