

2013년 10월 28일

# 현대상사(011760)

## Equity Research

### Top Picks

## 완전체로의 길에 한걸음 더 다가서다

### 해외 철도차량 수출사업의 선봉장

현대상사는 국내 종합상사중 유일하게 해외전동차 사업을 적극 추진 중이다. 현대로템과의 협업을 통해 카자흐스탄(2008), 우크라이나(2010)사업을 성공적으로 마감했다. 우크라이나에서 발주될 것으로 예상되는 우크라이나 2차 사업을 통해 철도차량 수출사업을 향후에도 적극적으로 진행할 것으로 전망된다.

### 현대상사, 이제 할인요인은 없다

최대 약재였던 청도현대조선은 이번 매각으로 영업손실로 4,590만 달러, 세전이익에 2천만 달러가 반영되는 등, 2013년 실적에 큰 영향을 미치지만, 이번 달은 2014년 이후 현대상사의 가장 큰 걸림돌이 해소되었다는 의미가 더욱 크다. 호재인 YLNG사업은 이미 2009년부터 판매 중이며, 판매물량은 모두 프랑스 TOTAL과 KOGAS가 장기공급계약을 체결해놓은 상태로 판매에 우려가 없다. 특히 그 동안 시장 평균가격보다 낮은 가격에 계약되어있던 가격이 2014년부터 정상화될 것으로 전망되고 있어, 당사가 전망하는 연간 배당금(\$70m)규모는 더욱 확대될 가능성이 높다.

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 61,000원으로 상향조정

현대상사 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 46,200원에서 32% 상향 조정한 61,000원으로 수정 제시한다. 당사는 2015년을 현대상사의 진면목이 드러나는 시기라 판단한다. 철도차량, 철강 등 트레이딩 부문에서의 실적개선이 가능하며, YLNG 생산중인 광구 관련 가치는 전혀 현재주가에 반영되어있지 않기 때문이다. 즉 YLNG사업 이익이 반영되는 시점을 현재 주가에 반영할 경우, 현재 PER은 4.5x에 불과하다. 2014년 실적기준으로는 현재주가는 PER 7.6x, PBR 1.2x다. 높은 ROE에서 비롯한 성장세를 사야 할 시점은 지금도 충분하다. 저점 대비 상승한 현재 주가는 청도현대조선 해소에 대한 가치부여일 뿐, 아직 YLNG는 반영되지 않은 주가다.

## BUY

| TP(12M): 61,000원(상향) | CP(10월25일): 31,600원

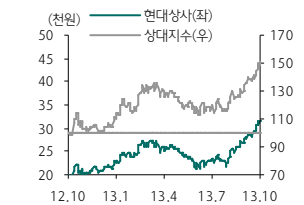
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,034.39
52주최고/최저(원)	31,600/19,150
시가총액(십억원)	705.6
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	22,329.8
60일 평균거래량(천주)	73.6
60일 평균거래대금(십억원)	2.0
12년 배당금(원)	500
13년 배당금(예상, 원)	500
외국인 지분율(%)	5.08
주요주주 지분율(%)	
현대중공업외 1인	22.39
케이씨씨	12.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.6 25.1 59.6
상대	16.8 20.9 53.9

### Consensus Data

	2013	2014
매출액(십억원)	5,306.3	5,535.7
영업이익(십억원)	32.8	28.1
순이익(십억원)	67.6	83.0
EPS(원)	3,025	3,717
BPS(원)	20,459	22,741

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	십억원	5,448.9	5,468.4	5,697.3	6,549.5	6,867.2
영업이익	십억원	52.8	28.8	12.1	67.4	72.2
세전이익	십억원	59.9	64.6	126.5	113.7	190.8
순이익	십억원	43.9	51.6	101.1	90.9	152.4
EPS	원	1,965	2,309	4,527	4,069	6,827
증감율	%	(8.5)	17.5	96.1	(10.1)	67.8
PER	배	11.7	9.0	7.0	7.8	4.6
PBR	배	1.3	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	8.2	6.7	5.1	5.3	3.2
ROE	%	15.1	13.0	22.1	16.8	23.8
BPS	원	17,381	18,278	22,685	25,779	31,631
Net DER	%	39.1	38.2	19.3	9.1	0.3



Analyst 이상우  
02-3771-7771  
tinycare@hanafn.com

RA 김우철  
02-3771-7520  
kwooc1004@hanafn.com



1. 사업: 이제는 좋을 일만 가득하다

1) 철도차량: 해외수주는 지속된다

현대상사는 국내 종합상사 중 철도차량 수출관련 가장 적극적인 상황

현대상사는 국내 종합상사 중 유일하게 해외전동차 사업을 적극 추진 중이다. 현대로템과의 협업을 통해 카자흐스탄(2008), 우크라이나(2010)사업을 성공적으로 마감했다. 우크라이나에서 발주될 것으로 예상되는 우크라이나 2차 사업을 통해 철도차량 수출사업을 향후에도 적극적으로 진행할 것으로 전망된다. 또한 우크라이나 사업의 경우, 단순 수출 중개가 아니라 현대상사의 현지 프로젝트개발력이 맞물려 높은 영업이익률을 기록할 것으로 전망된다.

표 1. 종합상사와 철도차량 메이커간의 협업상황

일시	프로젝트	금액 (억엔)	연장 (km)	차량 (량)	TURNKEY	상사	메이커
2004-11-04	이란 IRICO 기관차	150	-	120	-	마루베니	현대로템
2005-12-14	UAE 두바이 모노레일	470	5	12	-	마루베니	히타치제작소
2006-01-12	대만 타이페이 공항철도	-	51	123	TURNKEY	마루베니	가와사키중공업/히타치제작소
2007-03-03	대만 타이페이 지하철	570	-	138	TURNKEY	마루베니	가와사키중공업
2008-10-27	말레이시아 국유철도 남북간선 도시급행열차	72	-	30	-	마루베니	현대로템
2011-06-10	호주 골드코스트 트램 PPP	-	13	-	-	마루베니	BOMBARDIER
2012-10-10	베네주엘라 근교전차	-	-	52	-	마루베니	니혼샤료
2005-05-30	두바이도시교통시스템 LINE-2	3,600	70	385	-	미츠비시상사	미츠비시중공업
2007-12-10	이집트 지하철 LINE-3 PHASE-1	80	-	48	-	미츠비시상사	긴키샤료
2009-05-15	인도 방갈로르 메트로	335	33	150	-	미츠비시상사	현대로템
2010-08-18	이집트 지하철 LINE-3 PHASE-2	-	-	56	-	미츠비시상사	긴키차량
2010-08-18	이집트 지하철 LINE-2	-	-	32	-	미츠비시상사	긴키차량
2003-11-01	브라질 살바도르시 전차	40	-	24	-	미츠이물산	현대로템
2004-01-01	브라질 리우데자네이로 전차	80	-	80	-	미츠이물산	현대로템
2004-09-03	싱가포르 지하철 개보수	95	-	396	-	미츠이물산	현대로템
2006-03-13	터키 국철 통근열차	140	-	96	-	미츠이물산	현대로템
2006-09-21	독일 SIEMENS 기관차 발주	250	-	50	-	미츠이물산	SIEMENS
2006-10-24	남아프리카 TRANSNET 철광석용 전기기관차	150	861	32	-	미츠이물산	UNION CARRIAGE & WAGON
2006-12-07	브라질 상파울로 LINE-4 PPP사업	500	13	-	-	미츠이물산	현대로템
2007-11-14	뉴질랜드 웰링턴 통근열차	130	-	70	-	미츠이물산	현대로템
2011-03-02	남아프리카 TRANSNET 철광석운반용 전기기관차	190	860	32	-	미츠이물산	UNION CARRIAGE & WAGON
2013-06-24	대만 고속철도 남항연장 프로젝트	200	5	-	-	미츠이물산	미츠비시중공업
2005-05-01	미국 버지니아 철도공사 2층객차	-	-	11	-	스미토모상사	니혼샤료
2006-07-31	미국 버지니아 철도공사 2층객차	100	-	50	-	스미토모상사	니혼샤료
2007-03-15	미국 북인디애나여객수송공사 2층객차	-	-	14	-	스미토모상사	니혼샤료
2008-01-04	튀니지 국철 철도차량	165	-	76	-	스미토모상사	현대로템
2008-09-30	미국 버지니아 철도공사 이층객차	-	-	10	-	스미토모상사	니혼샤료
2010-09-22	미국 일리노이지역철도공사 2층객차	480	-	160	-	스미토모상사	니혼샤료
2010-12-16	미국 캘리포니아 철도공사 디젤카	48	-	18	-	스미토모상사	니혼샤료
2011-01-06	대만 TRA 텀링전차	300	-	136	-	스미토모상사	니혼샤료
2011-01-13	대만 TRA 통근전차	440	-	296	-	스미토모상사	니혼샤료
2011-04-04	캐나다 토론토 철도공사 디젤카	43	-	12	-	스미토모상사	니혼샤료
2012-02-16	미국 버지니아 철도공사 2층객차	93	-	50	-	스미토모상사	니혼샤료
2012-10-10	인도네시아 자카르타 전철/복복선공사 PKG. B-1	210	15	-	-	스미토모상사	미츠비시중공업
2012-11-07	미국 CALTRANS 준고속철도용 2층객차	352	-	130	-	스미토모상사	니혼샤료
2008-02-14	카자흐스탄 알마티 지하철1호선 전동차	-	-	28	-	현대종합상사	현대로템
2010-12-17	우크라이나 CS 고속전동차	350	-	90	-	현대종합상사	현대로템

자료: 하나대투증권

**2) 청도현대조선, 모든 우려는 해소되었다.**

청도현대조선 매각 완료로  
그동안 할인받던 현대상사의  
우려사항이 완전히 해소된 상황

청도현대조선은 중소형선 업황 부진 및 실적악화에 따른 자본잠식으로 추가증자우려가 계속 되었고, 현대상사의 투자에 할인요소로 부정적인 영향을 미쳤다. 하지만 지난 9월 30일, 중국 산푸드&국청홀딩스에 67.3% 지분을 매각하는 것을 발표했다. 잔여지분 30.6%도 1~5년 내 전량매각하기로 정해져 있는 등, 이번 청도현대조선 지분매각으로 그 동안 우려되던 할인요소는 완전 해소되었다.

현대상사를 가로막는 대형 할인요소는 이제 없음

이번 청도현대조선 매각은 매각가격이 1달러이며, 청도현대조선의 대외차입금 상환을 위해 8천만 달러 중 2,500만 달러 유상증자에 참여하기 때문에, 실제로는 매각차익보다는 비용투입이 발생했다. 실적에도 영업손실로 4,590만 달러, 세전이익에 2천만 달러가 반영되는 등, 2013년 실적에 큰 영향을 미치지만, 이번 딜은 2014년 이후 현대상사의 가장 큰 걸림돌이 해소되었다는 의미가 더욱 크다. 즉, 현대상사를 가로막는 우려는 이제 없다.

표 2. 현대상사의 청도현대조선 매각관련 내용

(단위: 백만달러)

		매각전	매각후	비고	
%지분율	현대상사	96.36	현대상사	30.6	매각후 1~5년내 전량매각 예정
	링산산업	3.64	링산산업	2.1	
			중국 산푸드&국청홀딩스	67.3	잔여지분 전량 매수의무
손익반영					
유상증자	청도현대조선 대외차입금 상환, 현대상사 청도조선 지급보증 해소			80.0	현대상사 \$25m 참여
대손충당금	청도조선관련 외상매출금 해소			-45.9	영업이익에 반영전망
잡손실				-4.2	
세전이익				20.8	자본잠식법인 연결제외 이익효과

자료: 하나대투증권

그림 1. 청도현대조선 지분매각은 현대상사의 투자위협요소를 모두 해소

현대종합상사를 둘러싼  
더 이상의 오해는 없어질 것으로  
전망



자료: 하나대투증권



**3) YLNG(예멘LNG), 이익규모는 점차 커지고 있다.**

YLNG를 통한 배당금 유입규모는 2014년부터 2배 이상으로 증가될 것

YLNG는 현대상사와 한국가스공사가 공동 출자한 HYUNDAI YEMEN LNG COMPANY 회사를 통해 이익이 반영될 예정이다. 각각 회사지분의 51%, 49%를 보유하고 있어, YLNG 프로젝트를 통한 이익은 지분율만큼 배당금으로 현금유입 중이다. (2012년 \$6m, 2013년 \$39m) 관련 이익은 2015년부터 현대상사의 세전이익에 반영될 것으로 전망되며, 그 규모는 약 \$70m에 이를 전망이다. 2012년 세전이익 (645억원)에 대비했을 때, 세전이익 규모가 2015년에는 2배가 될 것으로 전망되며, 이에 대한 할인요인은 없다.

다른 E&P사업과는 달리 2009년부터 생산중인 광구에서 이익이 언제부터 잡히느냐의 문제일 뿐

다른 자원개발프로젝트와 달리 이미 2009년부터 YLNG사업은 생산 및 판매 중이며, 판매물량은 모두 프랑스 TOTAL과 KOGAS가 장기공급계약을 체결해놓은 상태로 판매에 우려가 없다. 특히 그 동안 시장 평균가격보다 낮은 가격에 계약되어있던 가격이 2014년부터 정상화될 것으로 전망되고 있어, 당사가 전망하는 연간 배당금(\$70m)규모는 더욱 확대될 가능성이 높다. 이미 TOTAL은 관련 LNG매입가격의 4배 상승을 확정 지었으며 (\$1.5/MMBTU->\$7.21), KOGAS는 현재 판가조정 협의 중이기 때문이다.

그림 2. YLNG, 현대상사의 이익기반을 큰 폭으로 증가시킬 것

현대상사의 이익을 대폭 증가시킬 YLNG 이슈는 아직 주가에 본격적으로 반영되지 않은 상황임



자료: 하나대투증권

**4) 3Q13 PREVIEW: 매출 1조 4,086억원, 영업이익 78억원 (OPM 0.6%)**

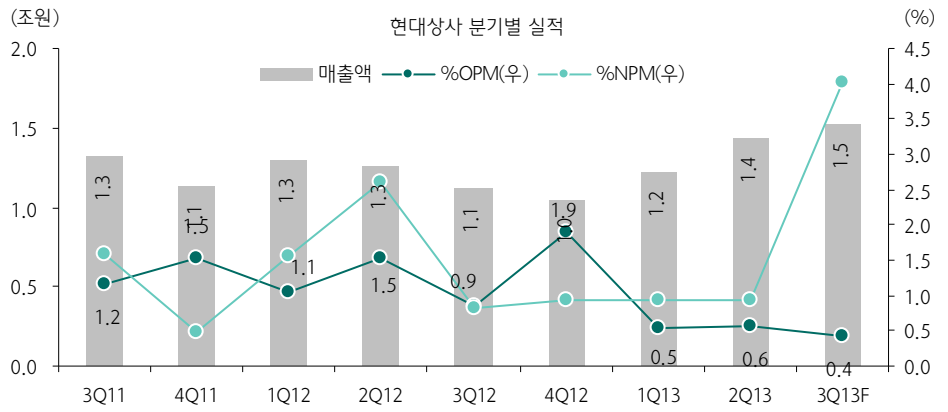
3Q13 실적은 매출 1조 4,086억원, 영업이익 78억원으로 전망

현대상사 3Q13 실적은 매출 1조 4,086억원, 영업이익 78억원으로 전망한다. 우크라이나 사업 계약체결로 인해 선수금 반영이 3Q13으로 예상했으나, 지연된 것이 단기 영업이익 감소이유가 될 것으로 전망된다. 하지만 현대제철 고로#3 증설에 따른 철강트레이딩 물량 증가 등이 4Q13부터 반영될 것으로 전망되기 때문에, 트레이딩 관련 이익은 지속증가가 예상된다.

금지금소송 환입으로 3Q13 세전이익 대폭증가, 청도관련 비용반영으로 4Q13 실적은 부진하나, 약재를 해소하기 위한 비용으로 영향 없음

다만 금지금 소송금 환입이 지난 3Q13 578억원으로 확정되어 반영될 것으로 전망되며, 청도현대조선 관련 비용반영이 4Q13으로 전망되기 때문에, 2013년도 실적은 남은 3Q, 4Q 모두 변동폭은 매우 클 것으로 전망된다. 하지만, 대부분 청도현대조선효과가 실적에 크게 영향을 미칠 것이기 때문에, 단기 실적은 큰 의미가 없어졌다.

그림 3. 현대상사 3Q13 PREVIEW: 매출 1조 4,086억원, 영업이익 78억원 (OPM 0.6%)



자료: 하나대투증권

현대상사 실적은 2013년 다양한 이벤트로 약재를 모두 해소하고 지나가는 상황임

표 3. 현대상사 분기실적 전망

(단위:십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
매출액	1,262.5	1,314.9	1,326.8	1,126.6	1,300.3	1,253.3	1,122.2	1,041.3	1,215.1	1,436.0	1,408.6	1,637.7
영업이익	20.0	21.4	15.3	17.4	13.8	19.1	9.6	19.7	6.5	8.2	7.8	(10.4)
세전이익	22.4	20.0	22.1	14.1	23.6	37.9	11.3	11.1	13.8	17.9	77.2	17.2
순이익	16.9	24.0	21.1	5.6	20.3	32.7	9.2	9.6	11.4	13.3	62.5	13.6
%OPM(우)	1.6	1.6	1.2	1.5	1.1	1.5	0.9	1.9	0.5	0.6	0.6	(0.6)
%NPM(우)	1.3	1.8	1.6	0.5	1.6	2.6	0.8	0.9	0.9	0.9	4.4	0.8

주: 2012년까지 K-IFRS 별도기준  
자료: 하나대투증권



표 4. 분기실적 세부추정

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
매출액	1,273.9	1,327.6	1,340.4	1,558.4	1,303.2	1,263.9	1,129.2	1,808.3	1,215.1	1,436.0	1,408.6	1,637.7
트레이딩	1,262.5	1,314.9	1,326.8	1,544.7	1,300.3	1,253.3	1,118.2	1,796.6	1,200.7	1,409.8	1,398.8	1,627.7
철강	509.8	562.0	598.5	888.8	465.4	546.7	428.1	812.4	453.2	527.5	566.0	673.1
화학	142.1	182.2	236.0	494.1	252.4	240.7	253.2	625.8	343.9	471.7	349.9	292.5
기계	594.3	558.7	477.6	826.6	567.6	447.4	418.8	915.8	551.1	547.7	546.0	630.1
자원개발	8.9	9.9	11.1	10.5	0.8	8.3	9.0	9.0	6.0	6.3	6.3	6.5
기타	2.5	2.8	2.5	3.2	2.1	2.3	2.1	2.6	8.3	19.9	3.5	3.5
영업이익	23.4	19.5	28.9	(25.1)	24.0	40.7	11.7	(33.1)	6.5	8.2	7.8	(10.4)
트레이딩	23.4	19.5	28.9	(25.1)	24.0	40.7	11.7	(33.1)	10.1	7.7	14.4	24.8
철강	4.1	4.1	(3.1)	17.9	3.7	3.8	0.3	3.0	4.0	5.2	4.7	7.4
화학	0.5	1.2	1.0	(1.9)	(0.4)	0.2	(0.3)	0.0	0.1	(0.2)	(1.0)	1.5
기계	13.0	13.2	6.7	(12.2)	8.7	9.3	4.9	(16.1)	2.9	5.0	8.5	14.6
자원개발									1.5	1.5	2.3	3.3
기타									(5.1)	(1.1)	(8.9)	(38.6)
OPM(%) (우)	1.8	1.5	2.2	(1.6)	1.8	3.2	1.0	(1.8)	0.5	0.6	0.6	(0.6)
트레이딩	1.9	1.5	2.2	(1.6)	1.8	3.3	1.0	(1.8)	0.8	0.5	1.0	1.5
철강	0.8	0.7	(0.5)	2.0	0.8	0.7	0.1	0.4	0.9	1.0	0.8	1.1
화학	0.3	0.7	0.4	(0.4)	(0.2)	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0	(0.3)	0.5
기계	2.2	2.4	1.4	(1.5)	1.5	2.1	1.2	(1.8)	0.5	0.9	1.6	2.3
자원개발									24.3	24.4	37.3	51.6
기타									(61.5)	(5.5)	(253.5)	(1,104.9)

주: K-IFRS 연결기준임  
자료: 하나대투증권

표 5. 현대상사 연간실적 전망

(단위: 십억원)

	지분율(%)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액		3,735.0	5,448.9	5,468.4	5,697.3	6,549.5	6,867.2	7,168.9
트레이딩		3,447.4	5,235.2	5,468.4	5,637.0	6,525.3	6,845.5	7,148.2
철강		1,650.1	2,559.0	2,252.7	2,219.8	2,667.7	2,746.1	2,827.2
화학		395.8	1,054.5	1,372.2	1,458.0	1,804.4	1,894.7	1,989.8
전자/정보통신		21.1	22.2	17.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기계		1,437.2	2,457.1	2,349.5	2,274.8	2,417.6	2,583.8	2,726.7
자원개발		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타(청도현대조선)	96.36%	68.2	11.0	9.1	35.2	0.0	0.0	0.0
영업이익		54.1	52.6	28.8	12.1	67.4	72.2	76.5
트레이딩		54.1	52.6	28.8	57.1	58.9	64.3	68.9
자원개발		0.0	0.0	0.0	8.7	8.5	7.9	7.7
기타(청도현대조선)		(15.1)	(29.4)	(21.9)	(55.5)	0.0	0.0	0.0
금융손익		(3.2)	(12.0)	(6.6)	(9.3)	(7.7)	(6.4)	(5.1)
종속/관계기업손익		16.2	19.2	21.5	27.6	27.8	97.3	97.3
기타영업외손익		(3.7)	(0.2)	20.9	96.2	26.3	27.8	29.3
세전이익		54.2	59.9	64.6	126.5	113.7	190.8	197.9
%자원		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
베트남 유전 11-2	4.9%	4.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4
호주 DRAYTON 탄광	2.5%	4.0	2.3	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4
예멘LNG(YLNG)	3.0%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	72.0	71.9
오만LNG(KOLNG)	1.0%	15.4	18.5	16.1	14.7	14.8	13.5	13.7
카타르 라스라판LNG (KORAS)	0.4%	12.5	17.3	12.9	12.9	12.9	11.7	11.7
순이익		46.9	41.9	51.6	101.2	91.0	152.7	158.3
%OPM		1.2%	1.0%	0.5%	0.2%	1.0%	1.1%	1.1%
트레이딩		1.6%	1.0%	0.5%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%
자원개발		0.0%	0.0%	0.0%	34.6%	35.3%	36.2%	37.0%
기타(청도현대조선)		0.0%	0.0%	0.0%	-152.5%			
EPS		2,148	1,965	2,309	4,527	4,069	6,827	7,081
BPS		8,654	17,381	18,278	22,685	25,779	31,631	37,738
%ROE		28.4	15.1	13.0	22.1	16.8	23.8	20.4
PER					6.70	7.46	4.45	4.29
PBR					1.34	1.18	0.96	0.80

자료: 하나대투증권



2. VALUATION

현대상사 목표주가를 61,000원으로  
32% 상향조정

현대상사 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 46,200원에서 32% 상향조정된 61,000원으로 수정제시한다. 당사는 2015년을 현대상사의 진면목이 드러나는 시기라 판단한다. 그 동안 현대상사에 대해 단순 트레이딩 업체로의 이미지가 강했다면, YLNG 등 이미 정상적으로 생산중인 광구 관련 가치는 전혀 현재주가에 반영되어있지 않으며, 철도차량, 철강 등 트레이딩 부문에서의 실적개선까지 가능한 상황이라는 것을 감안한다면 현대상사는 지금 커버리지 내 최고의 투자매력 종목으로 판단된다.

YLNG를 모두 반영할 경우  
현재 주가는 PER 4.5x에 불과

즉 YLNG사업 이익이 반영되는 시점에 현재 주가에 반영할 경우, 현재 PER은 4.5x에 불과하다. 따라서, 순이익 기준으로 접근했을 때도 여전히 현대상사의 주가 업사이드는 충분한 상황이다. 2014년 실적기준으로는 현재주가는 PER 7.6x, PBR 1.2x다. 높은 ROE에서 비롯한 성장세를 사야 할 시점은 지금도 충분하다. 저점대비 상승한 현재 주가는 청도현대조선 해소에 대한 가치부여일 뿐, 아직 YLNG는 반영되지 않은 주가다.

표 6. 현대상사 VALUATION

(단위: 십억원)

구분		x	금액	가정
사업부문 가치 ①	EBITDA (2014F)	EV/EBITDA	933	
TRADING	78	8.5	660	토요타츠쇼 적용
자원개발	32	8.5	273	토요타츠쇼 적용
기타(청도현대조선)	-	5.0	-	
투자회사 가치 ②	지분율(%)	시가/장부가액(십억원)	705	
YLNG	100.0%	882	705	20%할인
총 기업가치 EV (①+②)			1,638	
- 순차입금			269	2014(F)
- 우선주시가				
보통주 주주가치			1,370	
보통주 총주식수 (천주)			22,330	
보통주 발행주식수 (천주)			22,330	
우선주 발행주식수 (천주)			-	
자사주 주식수 (천주)			-	
BW전환가능 주식수 (천주)			-	
목표주가			61,342	

자료: 하나대투증권

표 7. 현대상사는 2015년 실적이 매우 중요함

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
BPS	18,278	22,685	25,779	31,631	37,738
EPS	2,309	4,527	4,069	6,827	7,081
ROE	13.0	22.1	16.8	23.8	20.4
PBR(현재가)	1.7	1.4	1.2	1.0	0.8
PER(현재가)	13.4	6.8	7.6	4.5	4.4
PBR(목표가)	3.3	2.7	2.4	1.9	1.6
PER(목표가)	26.4	13.5	15.0	8.9	8.6
목표가(저)	11,547	22,637	20,347	34,135	35,407
목표가(고)	19,860	38,936	34,997	58,371	60,546
PER(저)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
PER(고)	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6

자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>매출액</b>	<b>5,448.9</b>	<b>5,468.4</b>	<b>5,697.3</b>	<b>6,549.5</b>	<b>6,867.2</b>
매출원가	5,310.4	5,333.4	5,581.1	6,366.7	6,675.1
매출총이익	138.4	135.0	116.2	182.8	192.1
판매비	85.6	106.2	104.2	115.4	119.9
<b>영업이익</b>	<b>52.8</b>	<b>28.8</b>	<b>12.1</b>	<b>67.4</b>	<b>72.2</b>
금융손익	(12.0)	(6.6)	(9.3)	(7.7)	(6.4)
종속/관계기업손익	19.2	21.5	27.6	27.8	97.3
기타영업외손익	(0.2)	20.9	96.2	26.3	27.8
<b>세전이익</b>	<b>59.9</b>	<b>64.6</b>	<b>126.5</b>	<b>113.7</b>	<b>190.8</b>
법인세	18.0	12.9	25.3	22.7	38.2
계속사업이익	41.9	51.6	101.2	91.0	152.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>41.9</b>	<b>51.6</b>	<b>101.2</b>	<b>91.0</b>	<b>152.7</b>
비지배주주순이익	(2.0)	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>43.9</b>	<b>51.6</b>	<b>101.1</b>	<b>90.9</b>	<b>152.4</b>
지배주주표결이익	198.2	35.1	91.2	80.9	142.9
NOPAT	50.1	56.9	108.6	97.2	157.8
EBITDA	81.0	92.6	157.3	142.6	221.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	45.9	0.4	4.2	15.0	4.9
NOPAT증가율	0.9	13.5	91.0	(10.6)	62.4
EBITDA증가율	21.6	14.4	69.8	(9.3)	55.4
영업이익증가율	17.4	(45.5)	(58.2)	459.3	7.1
(지배주주)순이익증가율	(8.5)	17.5	96.1	(10.1)	67.8
EPS증가율	(8.5)	17.5	96.1	(10.1)	67.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	2.5	2.5	2.0	2.8	2.8
EBITDA이익률	1.5	1.7	2.8	2.2	3.2
영업이익률	1.0	0.5	0.2	1.0	1.1
계속사업이익률	0.8	0.9	1.8	1.4	2.2

투자지표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,965	2,309	4,527	4,069	6,827
BPS	17,381	18,278	22,685	25,779	31,631
CFPS	2,833	1,017	5,489	3,069	3,432
EBITDAPS	3,626	4,148	7,044	6,386	9,926
SPS	244,018	244,893	255,142	293,310	307,536
DPS	500	500	500	500	500
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.7	9.0	7.0	7.8	4.6
PBR	1.3	1.1	1.4	1.2	1.0
PCFR	8.1	20.4	5.8	10.3	9.2
EV/EBITDA	8.2	6.7	5.1	5.3	3.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.1	13.0	22.1	16.8	23.8
ROA	2.4	2.6	5.2	4.4	6.9
ROIC	18.0	10.3	18.5	15.7	23.6
부채비율	438.4	367.1	289.6	271.7	223.7
순부채비율	39.1	38.2	19.3	9.1	0.3
이자보상배율(배)	2.6	1.4	0.2	1.3	1.4

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	10.4	8.7	9.0	13.1	19.6
Emerging Market	11.6	10.4	10.6	8.5	11.5
World	14.8	13.4	13.6	6.7	11.0

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>유동자산</b>	<b>1,557.6</b>	<b>1,430.7</b>	<b>1,414.3</b>	<b>1,573.0</b>	<b>1,644.2</b>
금융자산	361.5	354.3	329.9	346.4	363.7
현금성자산	355.6	313.9	329.6	346.0	363.3
매출채권 등	804.2	809.8	876.0	1,006.1	1,054.7
재고자산	261.6	201.0	205.0	216.8	221.9
기타유동자산	130.3	65.6	3.3	3.7	3.9
<b>비유동자산</b>	<b>521.5</b>	<b>484.0</b>	<b>563.7</b>	<b>569.1</b>	<b>641.6</b>
투자자산	289.3	263.0	305.6	334.6	433.1
금융자산	164.3	149.7	164.7	165.9	167.1
유형자산	51.5	43.6	48.7	44.6	66.0
무형자산	<b>67.9</b>	<b>68.0</b>	<b>65.1</b>	<b>66.0</b>	<b>67.5</b>
기타비유동자산	<b>112.7</b>	<b>109.3</b>	<b>144.3</b>	<b>123.9</b>	<b>75.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>2,079.0</b>	<b>1,914.8</b>	<b>1,978.0</b>	<b>2,142.1</b>	<b>2,285.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,523.4</b>	<b>1,368.8</b>	<b>1,334.3</b>	<b>1,434.8</b>	<b>1,453.6</b>
금융부채	559.7	574.2	506.2	483.6	456.3
매입채무 등	760.4	703.6	734.3	843.8	884.7
기타유동부채	203.4	91.1	93.7	107.3	112.5
<b>비유동부채</b>	<b>169.4</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	<b>131.0</b>	<b>126.0</b>
금융부채	<b>117.3</b>	<b>86.4</b>	<b>86.4</b>	<b>81.4</b>	<b>76.4</b>
기타비유동부채	52.2	49.6	49.6	49.6	49.6
<b>부채총계</b>	<b>1,692.9</b>	<b>1,504.9</b>	<b>1,470.3</b>	<b>1,565.8</b>	<b>1,579.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>388.1</b>	<b>408.1</b>	<b>506.5</b>	<b>575.6</b>	<b>706.3</b>
자본금	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	(15.2)	(19.1)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	156.9	141.0	130.4	119.8	109.2
이익잉여금	134.7	174.6	264.5	344.2	485.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>(1.9)</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>(0.1)</b>
<b>자본총계</b>	<b>386.2</b>	<b>409.9</b>	<b>507.8</b>	<b>576.4</b>	<b>706.2</b>
순금융부채	151.2	156.6	98.0	52.7	1.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>71.7</b>	<b>28.0</b>	<b>130.0</b>	<b>74.7</b>	<b>81.8</b>
당기순이익	43.9	51.6	101.1	90.9	152.4
조정	30.6	(2.1)	36.6	33.2	(18.6)
감가상각비	9.1	21.5	21.5	21.1	24.4
외환거래손익	0.1	3.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(19.3)	(21.5)	(27.6)	(27.8)	(97.3)
기타	40.6	(5.4)	42.7	39.8	54.3
자산/부채의 변동	(16.2)	(25.5)	26.7	(19.0)	(7.7)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>44.4</b>	<b>(46.3)</b>	<b>(35.1)</b>	<b>(19.4)</b>	<b>(21.0)</b>
투자자산감소(증가)	54.4	(30.8)	(2.5)	(29.0)	(98.5)
유형자산감소(증가)	(2.6)	0.7	(11.6)	(2.0)	(30.4)
기타투자활동	(7.4)	(16.2)	(20.9)	11.5	107.9
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>79.9</b>	<b>(12.9)</b>	<b>(79.2)</b>	<b>(38.8)</b>	<b>(43.4)</b>
금융부채증가(감소)	85.5	(1.7)	(68.0)	(27.6)	(32.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(5.6)	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(11.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>199.2</b>	<b>(41.7)</b>	<b>15.7</b>	<b>16.5</b>	<b>17.3</b>
Unlevered CFO	63.3	22.7	122.6	68.5	76.6
Free Cash Flow	(468.0)	27.7	69.4	73.9	78.8

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2013	2014	12M Fwd	2013	2014
Korea	11.1	8.6	8.9	12.0	28.6
Emerging Market	7.1	7.0	7.0	0.2	1.3
World	11.9	10.8	11.0	(4.0)	9.6

\* MSCI Energy Industry Group

