

2013. 05. 14

Analysts

김현태 02) 3777-8128
htkim@kbsec.co.kr이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

종합상사 (OVERWEIGHT)

Initiation

Recommendations

대우인터내셔널 (047050)

투자의견: BUY (Initiate)

목표주가: 50,000원 (Initiate)

LG상사 (001120)

투자의견: BUY (Initiate)

목표주가: 46,000원 (Initiate)

현대상사 (011760)

투자의견: BUY (Initiate)

목표주가: 40,000원 (Initiate)

자원개발 모멘텀이 부각되는 하반기에 주목!

2013년 하반기부터 국내 상사의 자원개발 모멘텀이 동시에 부각된다. 대우인터의 미얀마 가스전을 필두로 LG상사 카자흐스탄 유전과 인니 GAM, 현대상사의 예멘LNG가 대표적 모멘텀이다. 해당 광구에서 창출되는 수익을 바탕으로 Coverage 3사의 합산 순이익은 2015년까지 CAGR 57.5% 증가하는 고성장 국면에 진입한다. 국내 상사의 2차 성장기에 해당하는 것으로 이익 증가와 더불어 기업가치 재평가가 진행될 것으로 예상된다. Top picks는 자원개발과 Trading 모멘텀을 겸비한 현대상사, 미얀마 이익 창출이 본격화되는 대우인터를 제시한다.

2015년까지 이익 고성장 지속. 업종 의견 OVERWEIGHT 제시

종합상사에 대해 'OVERWEIGHT' 의견을 제시하고, 대우인터, LG상사, 현대상사 Coverage를 개시한다. 비중 확대 의견을 제시하는 이유는, 2013년 하반기부터 국내 상사의 자원개발 모멘텀과 이익 창출이 본격화돼 2014~2015년까지 고성장이 예상되기 때문이다. 2008~2010년까지 3개 상사의 합산 순이익이 CAGR 54.0% 증가했던 1차 성장에 이어 2013~2015년에는 CAGR 57.5% 성장으로 2차 성장기에 진입할 것으로 예상된다. Top picks는 자원개발과 Trading 모멘텀을 겸비한 현대상사, 미얀마 상업 가동으로 이익 창출 능력이 급증하는 대우인터다.

Coverage 3사 모두 자원개발을 바탕으로 한 모멘텀 보유

대우인터는 미얀마 가스전 가동으로 2013년 순이익 1,680억원에서 2015년 6,010억원으로 258% 증가할 전망이다. 미얀마 가스전 가치는 3.84조원으로 예상되며, 미얀마에서 인식되는 세전이익은 2014년 3,613억원, 2015~2017년에는 평균 5,500억원을 기록할 전망이다. 현대상사는 예멘LNG 배당금 증가로 자원개발 수익이 기존 400억원에서 1천억원으로 2배 이상 증가할 전망이다. 예멘LNG 배당금을 손익에 반영하면 현대상사의 현 주가는 PER 6.1X에 불과해 Valuation 매력이 돋보인다. LG상사는 2010~2012년 신규 광구 모멘텀 부재로 주가 수익률이 부진했으나 2013~2014년 4개의 신규 광구 가동으로 성장성이 다시 부각될 전망이다.

일본 상사의 Valuation과 비교하더라도 국내 상사는 PER 10~12X가 합당

중국 GDP 성장률 둔화와 연동돼 일본 상사 및 글로벌 자원 Major의 PBR Valuation이 하락하고 있다. 게다가 일본 상사의 평균 PER이 6.3X에 불과해 국내 상사 Valuation에 부담 요인이다. 하지만 EPS Growth에서 양국 간 차별화가 워낙 뚜렷해 PER premium이 가능하다. 2015년까지 일본 5대 상사의 순이익 증가율은 연 평균 7.1%에 불과한 반면 국내 상사는 57.5%에 달한다. 따라서 일본 상사의 Valuation을 기준 삼더라도 국내 상사 Target PER은 10~12X가 적정하다. Coverage 3사의 PER은 2013E 14.6X로 높지만 신규 광구 수익이 반영되는 2014E 7.8X, 2015E 6.1X로 저평가돼 있다.

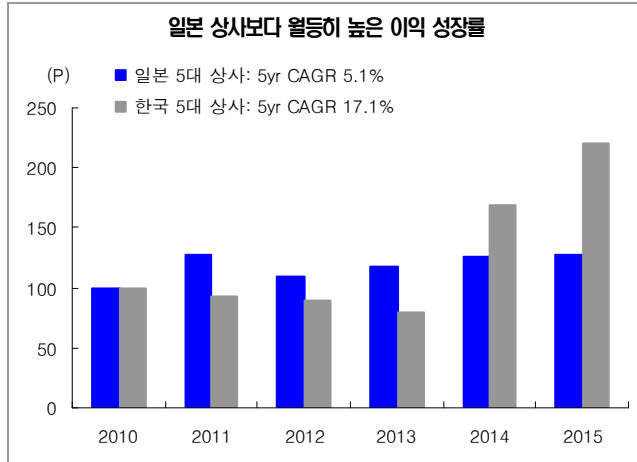
현금 창출 능력이 기존 대비 2~3배 증가하는 현대상사, 대우인터가 Top picks

투자만 지속되던 광구의 수익 창출이 본격화되면서 국내 상사의 재무구조와 현금흐름 개선이 두드러질 전망이다. 대우인터는 연간 EBITDA 1,600억원 규모 회사에서 연간 5천억원의 현금흐름을 창출하는 회사로 탈바꿈하게 되고, 이를 기반으로 부채비율 상승 없이 2020년까지 6.5조원의 추가 투자가 가능할 전망이다. 현대상사도 EBITDA 500억원에 예멘 배당금이 추가로 600억원 이상 더해져 투자의 여력과 폭이 훨씬 넓어질 것으로 기대된다.

CONTENTS

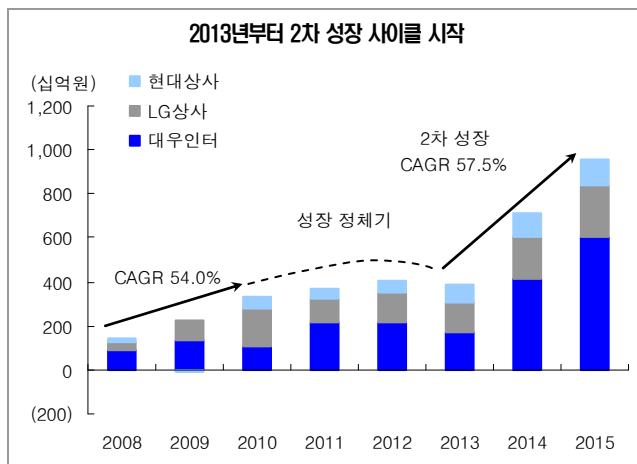
I. Focus Charts	4
II. Executive Summary	5
III. Investment Points	6
IV. Valuation	20
V. 주가 Performance	23
VI. 컨센서스 변화 추이	26
VII. Risk 요인	29
Recommendations	33
대우인터내셔널 (047050)	33
I. Focus Charts	34
II. Valuation	35
III. Investment Points	37
IV. Company Description	49
V. 대우인터 미얀마 계약 관련 세부 조항	53
LG상사 (001120)	58
I. Focus Charts	59
II. Valuation	60
III. Investment Points	62
IV. Company Description	68
현대상사 (011760)	71
I. Focus Charts	72
II. Valuation	73
III. Investment Points	76
IV. Company Description	87
Appendix. 자원개발 일반론과 PSC 분석	91

I. Focus Charts



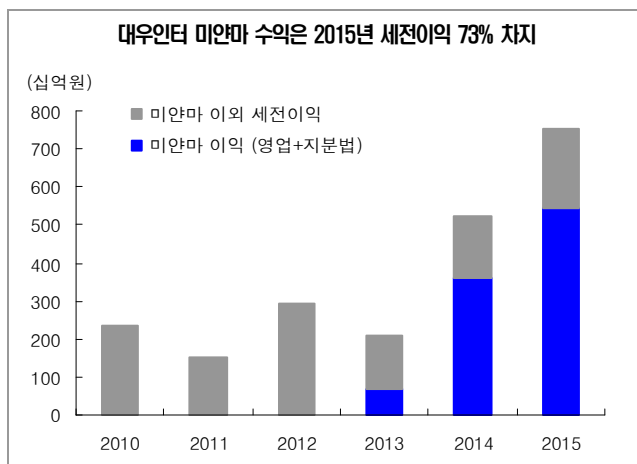
자료: Bloomberg, KB투자증권 추정
주: 2010년 순이익 100을 기준으로 지수화

- 일본 상사의 Valuation이 PBR 0.8X, PER 6.3X에 불과해 국내 상사의 가치 평가에 불리하게 작용
- 하지만 일본 5대 상사의 5yr EPS Growth가 CAGR 5.1%인 반면 국내 상사는 CAGR 17.1%로 성장성 우위
- 향후 2yr EPS Growth는 일본 CAGR 7.1%인 반면 국내 상사는 CAGR 57.5%에 달해 확연하게 차별화
- 성장성 격차를 감안하면 국내 상사의 평균 PER은 최소 10~12X 사이가 적정하다고 판단 (일본 상사 대비 50% Premium)



자료: 각 사, KB투자증권 추정
주: LG상사 순이익은 GS리테일 관련 일회성이익 제거한 기준

- 대우인터, LG상사, 현대상사 모두 2015년까지 큰 폭의 이익 성장이 가능
- 대우인터는 미얀마 가스전 상업 가동으로 순이익이 CAGR 89% 증가하고, 현대상사는 예멘LNG 성과로 CAGR 110%, LG상사는 유전과 석탄 신규 광구 가동으로 CAGR 28% 증가
- 2013년 하반기는 국내 상사의 합산 이익이 2000년대 들어 가장 빠르게 증가하는 2차 성장의 초입 국면
- Multiple re-rating 없이 이익 증가만으로도 주가가 상승할 수 있는 시점이 다가오고 있음



자료:KB투자증권 추정

- 대우인터 미얀마 가치는 3.84조원으로 추정. Upstream 2.2조원, 해저 Pipeline 7,400억원, 육상 Pipeline 8,830억원으로 구성
- 생산물분배 조건이 불리해 Upstream 가치는 예상보다 작으나, 해저와 육상 Pipeline에서 안정적 수익 발생. Cost Recovery가 종료되는 2019년 이후에는 Pipeline에서 창출되는 수익이 50% 차지할 것
- 가스 가격 산정에 물가 가중치가 40%로 반영돼 있어 가스 가격이 예상보다 높고 안정적. 2013년 2Q 기준 가격은 MMbtu당 7.8달러 수준으로 추정
- 미얀마 세부 계약 조건은 대우인터 Company Section V. 참조

II. Executive Summary

2015년까지 순이익 CAGR 68.8%
OVERWEIGHT 의견 제시

한국 중합상사는 2013년부터 자원개발 성과가 본격 개화하는 시기로 진입해 2015년까지 순이익 증가률이 연 평균 57.5%에 이를 전망이다. Valuation Multiple 개선이 없더라도 주가가 상승할 수 있는 동력을 확보한 것이다. 이러한 성장성을 감안해 업종 투자이견 OVERWEIGHT으로 제시하고 대우인터, LG상사, 현대상사에 대해 Coverage를 개시한다. Top picks는 자원개발 성과로 이익 성장률이 높은 현대상사와 대우인터를 제시한다. 특히 현대상사는 자원개발에서 뿐 아니라 Trading 부문에서의 성장성도 견비하고 있어 다크호스로 부상될 가능성이 높아 보인다.

일본 상사보다 월등히 높은
성장성 감안하면 PER 10~12X가
합당한 수준

국내 상사가 벤치마킹 삼아 온 일본 상사의 Valuation은 평균 PBR 0.8X에 불과하다. PER도 평균 6.3X로 낮아 국내 상사의 적정가치 판단에 큰 고민을 던져주고 있다. PBR Valuation 하락은 일본 상사 뿐 아니라 글로벌 자원 Major에도 공통 현상이며, 중국 GDP 성장률 둔화와 케를 같이 하고 있다. 하지만 EPS Growth를 비교하면 일본과 국내 상사의 차별화가 뚜렷이 나타난다. 2013~2015년 CAGR 성장률이 일본은 평균 7.1%에 불과한 반면 국내 상사는 CAGR 57.5%의 고성장이 예상되기 때문이다. EPS Growth 차이를 감안하면 국내 상사는 일본 상사 Valuation을 기준 삼아 판단하더라도 최소 PER 10~12X 수준의 Multiple 부여가 합당하다.

Coverage 3사의 합산 순이익은 2013년 3,840억원에서 2014년 7,119억원, 2015년 9,530억원으로 CAGR 57.5% 성장이 예상된다. 이는 2008~2010년 CAGR 54% 이익 성장 이후 두 번째 맞는 가파른 성장 사이클이다. 이 과정에서 대우인터의 PER도 2013E 26.2X에서 2014E 10.6X, 2015E 7.3X로 낮아질 전망이다. 현대상사는 예멘LNG 배당금이 2014년부터 600억원 대로 증가해 세전이익 대비 80%에 달할 전망이다. LG상사는 2010~2012년까지 신규 광구 공백기에다 오만8광구 생산 차질이 겹쳐 주가 수익률이 부진했다. 하지만 2013~2014년에 걸쳐 신규 광구 4개가 가동되고 해당 광구에서 발생하는 이익은 2015년 세전이익에서 32.4%를 차지할 전망이다.

표 1. Coverage 3사 순이익 추이, 전망

(단위: 십억원)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
대우인터	86	131	107	213	212	168	416	601
LG상사	43	93	174	111	140	141	187	239
현대상사	10	(14)	49	44	57	75	109	113
합산	139	210	330	368	409	384	712	953
YoY %		51.1	56.9	11.6	11.1	(6.1)	85.4	33.9

자료: 각 사, KB투자증권 추정

주: 일회성손익 차감 기준. 현대상사는 예멘 배당금을 손익에 반영한 수치

현금 창출 능력 2~3배 증가하는
현대상사, 대우인터가 Top picks

투자만 지속되던 광구의 수익 창출이 본격화되면서 국내 상사의 재무구조와 현금흐름 개선이 두드러질 전망이다. 대우인터는 연간 EBITDA 1,600억원짜리 회사에서 연간 5천억원의 현금흐름을 창출하는 회사로 탈바꿈하게 되고, 이를 기반으로 부채비율 상승 없이 2020년까지 6.5조원의 추가 투자가 가능할 전망이다. 현대상사도 EBITDA 500억원에 예멘 배당금이 추가로 600억원 이상 더해져 투자의 여력과 폭이 훨씬 넓어질 것으로 기대된다.

III. Investment Points

1. High multiple 시대 종료. 자체 성장 동력 갖춘 회사에 주목해야...

일본 상사가 적정가치 판단에 기준으로 작용

국내 상사는 일본 상사를 벤치마크 삼아 성장해 왔다. 양국 종합상사의 성장 전략은, Trading 사업을 기반으로 안정적인 수익을 창출하고 이를 자원개발에 재투자해 이익 레버리지를 높이는 방향이다. 국내 상사가 일본을 벤치마크한 것은 아시아라는 입지적 유사성과 자원 빈국이라는 공통 분모를 갖고 있었기 때문이다. 이 때문에 주식시장에서는 일본 상사를 국내 상사 적정가치 판단에 가늠자로 활용하고 있다.

일본 상사 PBR은 0.8X에 불과 PER도 6.3X로 저평가

일본 5대 상사의 평균 PBR은 현재 0.8X 수준에 머물러 있다. 평균 PER 역시 6.3X로 일본 시장 Multiple 대비 저평가돼 있다. 복합적인 요인이 있겠지만 상사의 비즈니스 구조가 자원개발과 Global Trading에 맞춰져 있어 경기 사이클, 특히 중국 경기에 민감하기 때문이다. 중국의 경제 성장 모멘텀이 약화되고 매크로에 대한 우려가 많아지면서 전반적인 Valuation Multiple이 낮아지는 추세에 있는 것이다.

중국 성장을 둔화가 Valuation 제한 요인으로 작용

<그림 1>은 일본 5대 상사의 연 평균 PBR과 중국 GDP 성장률을 비교한 것이다. 2000년대 들어 중국이 고성장하면서 일본 상사의 PBR multiple이 동반 상승했으나 2007년을 기점으로 중국 성장률이 둔화되면서 multiple도 하락하는 추세가 뚜렷하다.

일본 상사의 ROE 역시 2007년 17.9%에서 2013년 12.8%로 낮아지는 추세이긴 하지만 하락은 완만한 편이다. 반면 PBR은 2007년 2.0X에서 2013년 현재 0.8X까지 하락해 ROE-PBR 관점에서 판단하면 일본 상사의 Valuation은 우려감이 과도하게 반영된 것으로 판단된다. 이처럼 일본 상사의 ROE와 PBR 괴리가 커지다 보니, ROE-PBR을 도식화하면 <그림 3>과 같이 평균 ROE가 상승하는데 PBR이 하락하는 이해하기 어려운 추세가 나타난다.

그림 1. 일본 5대 상사 PBR vs. 중국 GDP 성장률

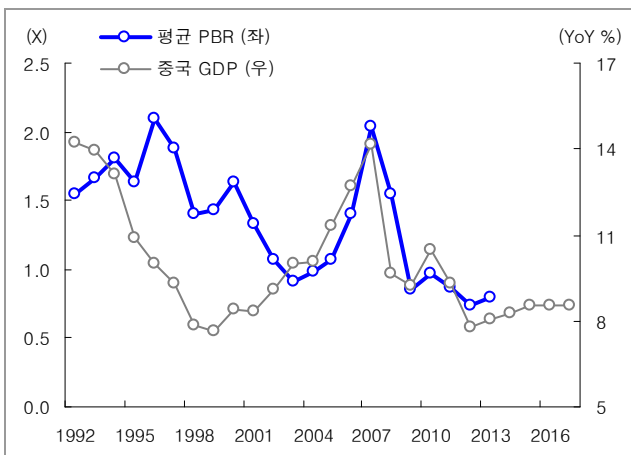


그림 2. 일본 5대 상사 ROE vs. 중국 GDP 성장률

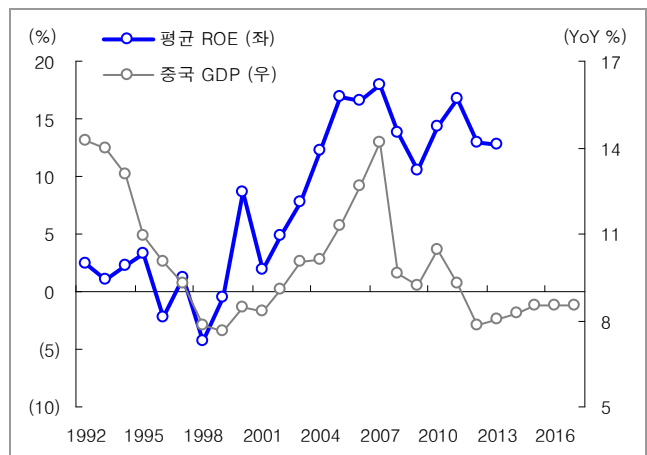
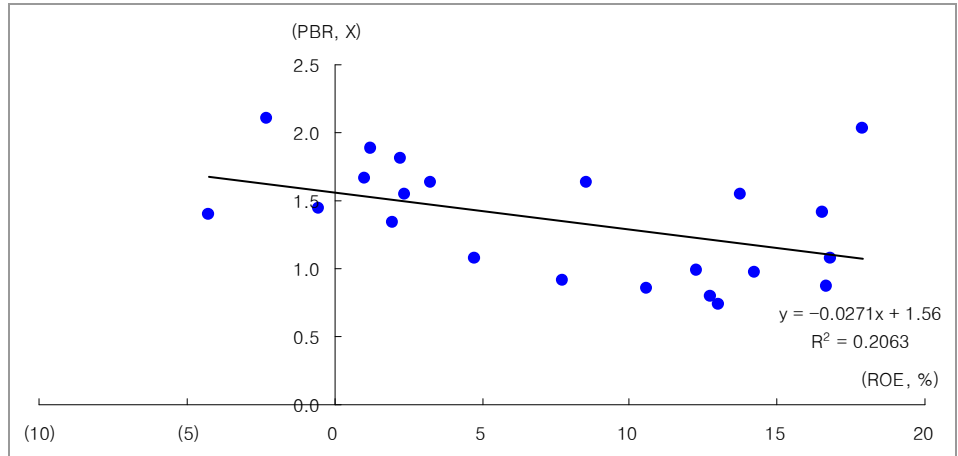


그림 3. 일본 5대 상사의 연간 ROE vs. 연 평균 PBR (1992~2013년)



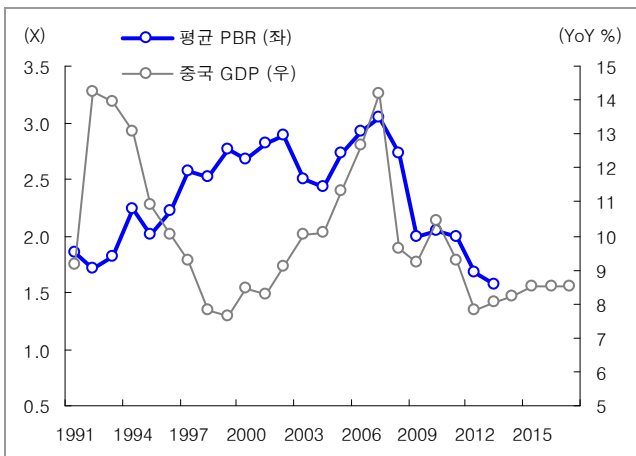
자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 2013년은 4월 말 기준

원인과 정당성 여부는 차치하더라도 일본 상사의 Valuation이 De-rating된 것은 사실이다. 그리고 이러한 변화는 일본 상사에 국한된 문제라고 볼 수 없다. 글로벌 자원개발 Major 업체의 Valuation도 상당히 유사한 추세를 보이고 있기 때문이다.

자원 Major 기업의 Valuation도 비슷한 양상

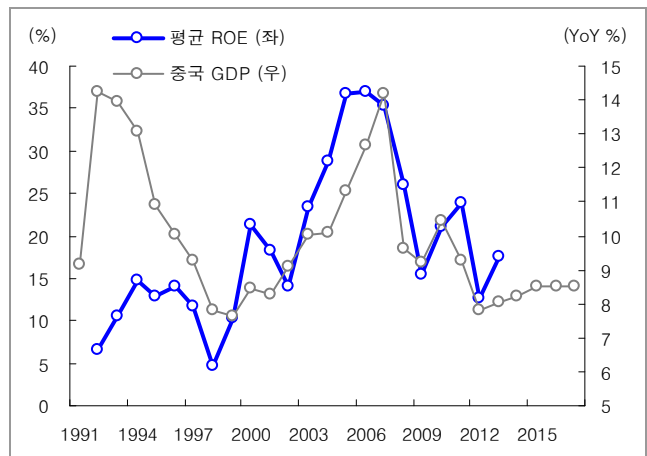
Oil&Gas 개발에 강점이 있는 BP, Exxon Mobil, Shell 3사와 Oil, 비철금속 등 자원개발을 망라하는 BHP, Rio Tinto, Vale 3사, 총 6개 기업의 PBR, ROE를 살펴보면 결과는 유사하다. 6개 기업 평균 PBR 역시 중국 성장률이 Peak를 찍은 2007년 이후 중국 성장률 둔화에 따라 Valuation이 지속적으로 하락하고 있다. 그리고 평균 ROE 역시 중국 GDP 성장률과 매우 유사한 추이를 보이며 하락하는 추세다.

그림 4. 글로벌 자원 Major PBR vs. 중국 GDP 성장률



자료: Bloomberg, KB투자증권

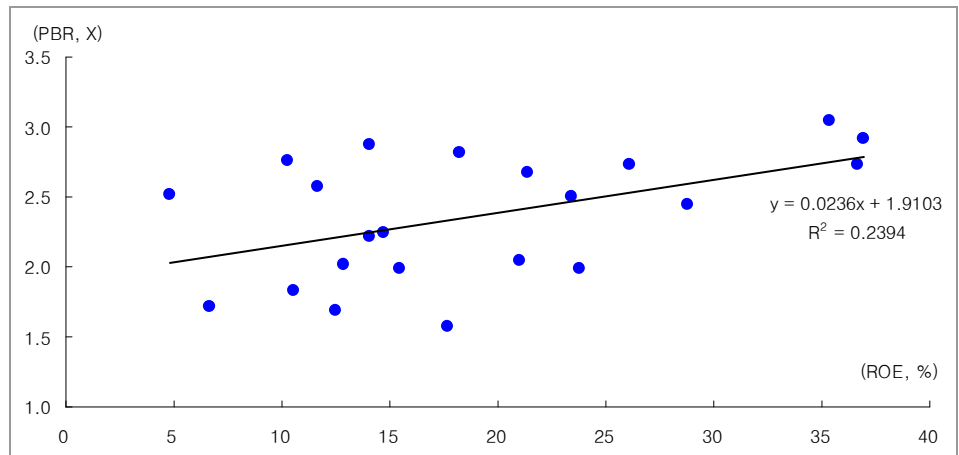
그림 5. 글로벌 자원 Major ROE vs. 중국 GDP 성장률



자료: Bloomberg, KB투자증권

즉, 6개 자원 Major 기업은 중국 성장률에 따라 ROE가 등락하고 있으며 최근에는 중국 경기 모멘텀 약화로 Valuation이 낮아지는 추세에 있는 것이다. 일본 상사와의 차이점은 자원 Major 기업은 PBR과 ROE가 동반 하락하고 있다는 점이다. 때문에 연 평균 ROE-PBR 추세선은 완만한 우상향을 유지하고 있다. ROE-PBR 관점에서 당연한 결과를 보이는 것이다.

그림 6. 자원 Major 기업의 연간 ROE vs. 연 평균 PBR (1992~2013년)

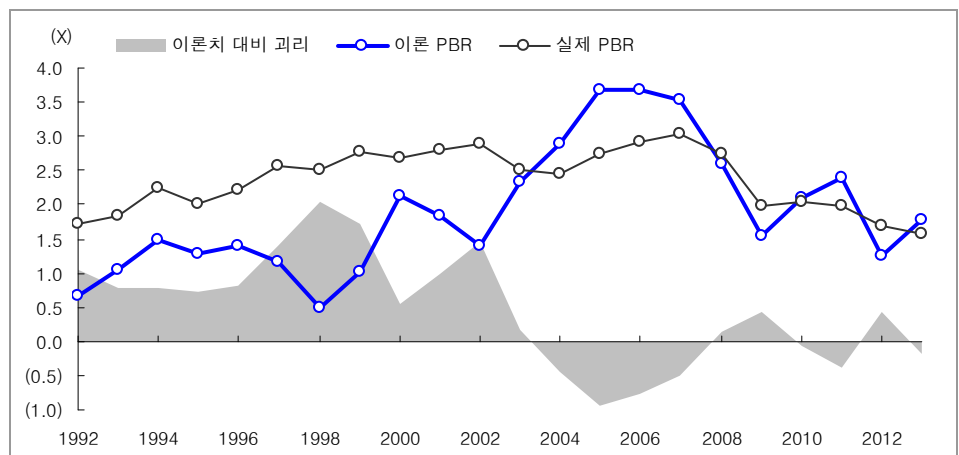


자료: Bloomberg, KB투자증권

자원 Major 기업의 PBR 하락은 ROE 감소에 따른 당연한 결과이기 때문에 Valuation De-rating 이 아니라고 판단할 수 있다. 하지만 자원 Major 기업의 이론 PBR과 실제 PBR 간의 괴리를 살펴보면, 해당 기업들 역시 과거보다 Valuation Premium이 낮아졌음을 확인할 수 있다.

1992~2003년까지 자원 Major 기업의 PBR은 이론 PBR 대비 평균 1.0X 가량 높은 Multiple을 받아왔다. 하지만 2004년 이후로는 Multiple Premium이 모두 사라졌으며 최근에는 이론 PBR 수준에서 등락을 보이고 있다. 결국 자원 Major 기업들의 Valuation 역시 Premium이 사라지면서 10여 년 전과 비교해 레벨이 낮아졌다고 결론 내릴 수 있다.

그림 7. 자원 Major 기업의 이론 PBR과 실제 PBR 비교



자료: Bloomberg, KB투자증권

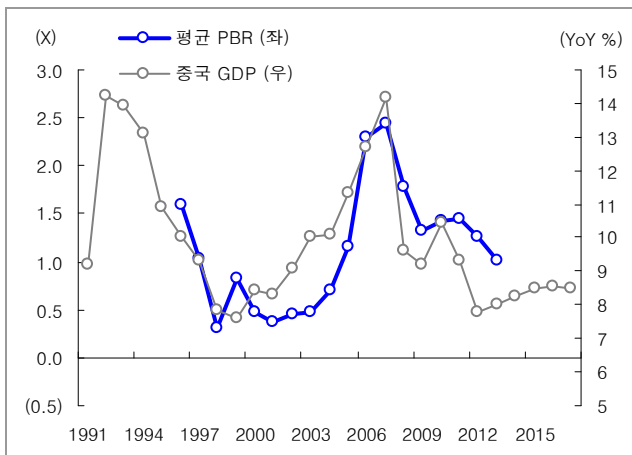
주: 이론 PBR 계산에 사용한 COE (Cost of Equity)는 10%

국내 상사도 일본 상사와 유사한 비즈니스 구조를 갖고 있으며 최근에는 자원개발이 성장 동력으로 작용하고 있기 때문에 일본 상사 그리고 자원 Major 기업의 Valuation De-rating은 국내 상사의 가치 판단에도 부정적 요인이다.

국내 상사도 PBR 기준으로
Valuation 레벨 다운

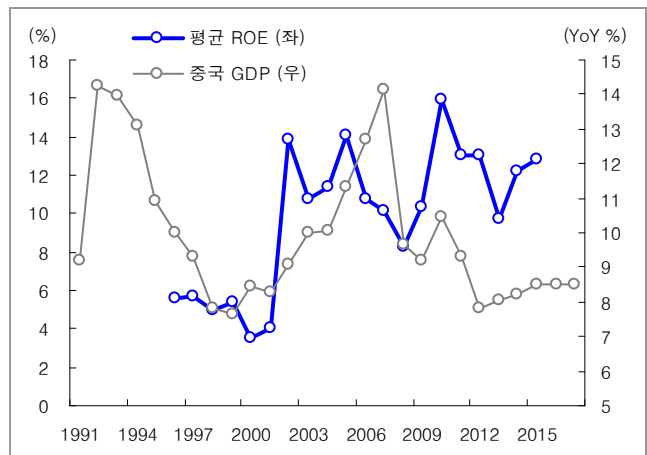
실제로 국내 3대 상사 (대우인터, LG상사, 삼성물산)의 Valuation과 중국 성장률을 비교하면 앞서 살펴본 일본 상사와 내용이 유사하다. 국내 상사의 평균 PBR 역시 중국 GDP와 유사한 패턴으로 움직이고 있으며 ROE와는 괴리가 벌어져 있다는 점이다. 하지만 일본 상사의 경우 ROE 대비 PBR 저평가가 심해 ROE-PBR 추세선이 하락하는 것과 달리, 국내 상사의 ROE-PBR은 상관성 (R^2)이 매우 낮긴 하지만 완만한 우상향을 보이고 있다. 즉, ROE와의 상대 비교에서는 국내 상사보다 일본 상사의 저평가가 심하다고 판단할 수 있다.

그림 8. 한국 3대 상사 PBR vs. 중국 GDP 성장률



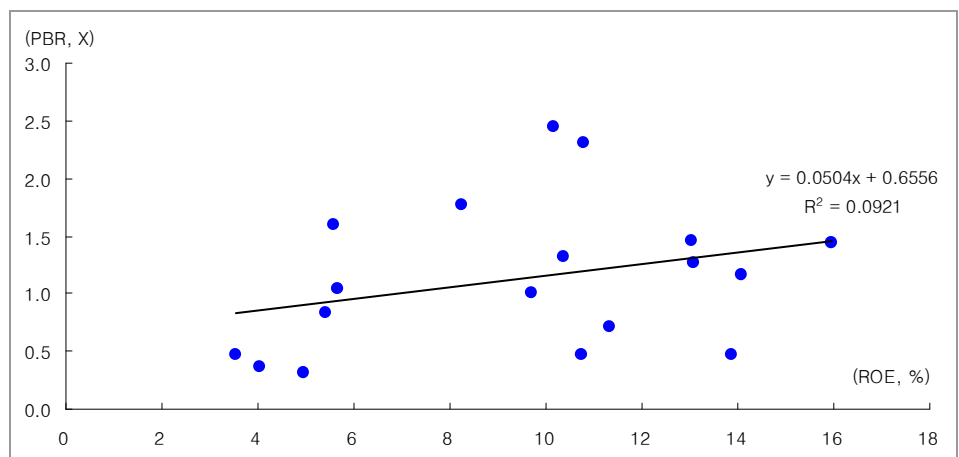
자료: Bloomberg, KB투자증권
주: SK네트웍스, 현대상사, GS글로벌은 과거 자본잠식으로 PBR 산출 불가능한 구간이 있어 비교 대상에서 제외

그림 9. 한국 3대 상사 ROE vs. 중국 GDP 성장률



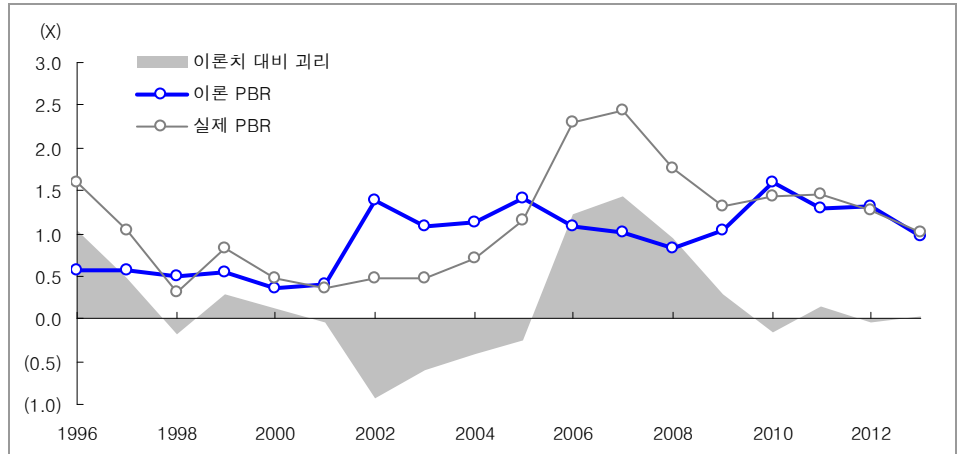
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 10. 한국 3대 상사의 연간 ROE vs. 연 평균 PBR



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 11. 국내 상사의 이론 PBR과 실제 PBR 비교



자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 이론 PBR 계산에 사용한 COE는 10%

중국 성장률 둔화로 Multiple에 의한 주가 상승은 기대難

현재까지 살펴본 바를 요약하면 ① 중국 경기에 민감한 자원개발 및 Trading에 주력하는 상사의 Valuation multiple은 중국 경기 모멘텀에 좌우되고, ② IMF에서 전망하는 중국 경제성장률이 2013년 8.0%에서 2017년 8.5%로 완만한 상승에 그치는 점을 감안하면 상사를 비롯한 자원개발 업종의 PBR Valuation은 당분간 낮은 수준에서 유지될 것이라는 점이다.

따라서 국내 상사의 주가도 Earnings * Multiple에서 후자보다는 전자에 승부를 걸어야 한다는 결론이다. 즉, 자원개발 Portfolio가 다변화돼 있어 안정성이 높다는 요인 (=일본 상사, LG상사에 적용되는 논리)보다는 투자의 성과가 본격화되면서 Earnings가 빠르게 증가하는 모멘텀, 또는 Trading 부문에서 큰 폭의 외형 성장이 가시화되는 현실적인 모멘텀이 더 중요한 시점이다.

자체적인 성장 모멘텀을 갖춘 현대상사, 대우인터에 주목

이러한 요건에 부합하는 종목으로 대우인터 (BUY, 목표주가 50,000원)와 현대상사 (BUY, 목표주가 40,000원)를 꼽을 수 있다. 대우인터는 7월부터 미얀마 가스전 상업 생산으로 본격적인 투자 회수기에 진입하고, 현대상사는 예멘LNG 배당 수입 증가와 Trading 부문에서 우크라이나 전동차 수주를 기대할 수 있다.

2. 올해부터 투자 회수가 본격화되는 현대상사, 대우인터에 주목

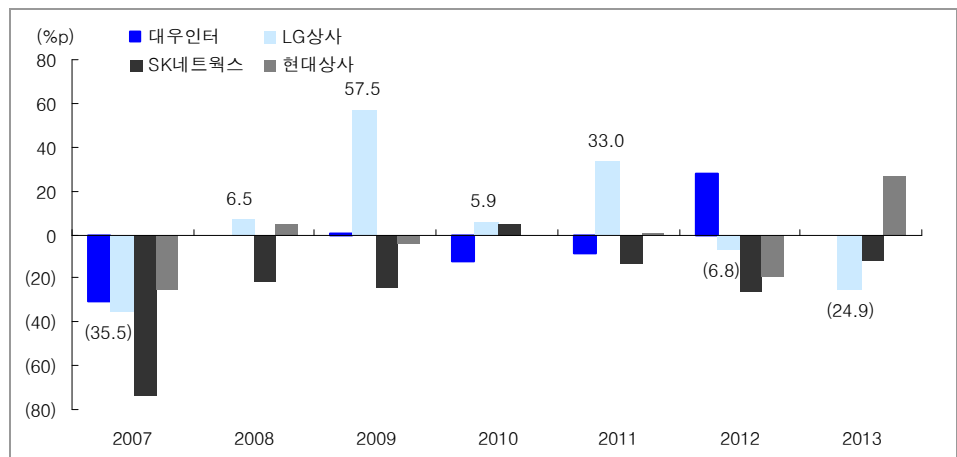
어닝 모멘텀이 부각되는
현대상사, 대우인터

Multiple Re-rating에 의한 주가 상승은 기대하기 어렵기 때문에 앞으로도 어닝 모멘텀이 부각되는 회사에 집중해야 한다. LG상사가 오만8광구, 인니 MPP 수익이 본격화되면서 2009~2011년까지 종합상사 내에서 가장 수익률이 좋았던 것처럼 2013~2014년에 투자 회수가 본격화되는 대우인터, 현대상사가 투자자 관심을 많이 받을 것으로 예상된다.

신규 광구 가동에 따른 이익
증가로 주가 상승한 LG상사 사례

과거 LG상사 주가 추이를 살펴보면, 대규모 투자가 지속되던 오만8광구, MPP에서 2009년부터 이익이 발생하기 시작했고 그 결과 2009년에 KOSPI 대비 57.5%p 아웃퍼폼하는 양호한 성과를 기록했다. 같은 해에 다른 상사들의 상대수익률이 대우인터 +0.4%p, SK네트웍스 -24.7%p, 현대상사 -4.1%p에 머물렀던 점을 감안하면 국내 상사 중에서 탁월한 수익률을 기록한 것이다.

그림 12. 연도별 국내 상사 상대수익률 추이



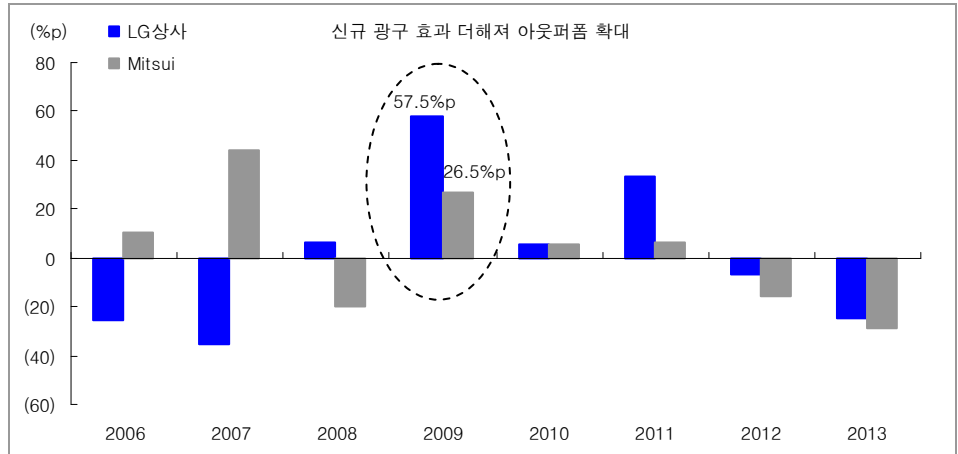
자료: KB투자증권

주: ① 연도별 숫자는 LG상사의 연간 상대수익률 ② 2013년 상대수익률은 4월 말 기준

물론 2009년이 금융위기 이후 Commodity 가격이 급반등했던 시점이기 때문에 LG상사의 수익률을 오직 신규 광구 효과로만 볼 수는 없다. 오만8광구가 없었더라도 LG상사는 국내 상사 가운데 자원개발 이익 비중이 가장 높아 Commodity 상승에서 가장 큰 수혜를 보았을 것이기 때문이다. 신규 광구의 효과를 분해해 보기 위해 일본 상사 수익률과 비교해 보자.

2009년 당시 일본 상사도 모두 Nikkei 대비 아웃퍼폼했다. 일본 상사 가운데 자원개발 비중이 가장 높은 Mitsui의 상대수익률은 +26.5%p를 기록했다. 즉, Commodity 가격 상승 모멘텀만 반영했다면 당시 LG상사 주가 수익률도 Mitsui와 크게 다르지 않았을 것이다. 결국 2009년 LG상사의 상대수익률 57.5%p와 일본 Mitsui의 상대수익률 26.5%p의 차이인 약 30%p가 신규 광구의 상업 가동 효과였다고 추론할 수 있다.

그림 13. LG상사 Mitsui 연간 상대수익률 비교



자료: Bloomberg, KB투자증권

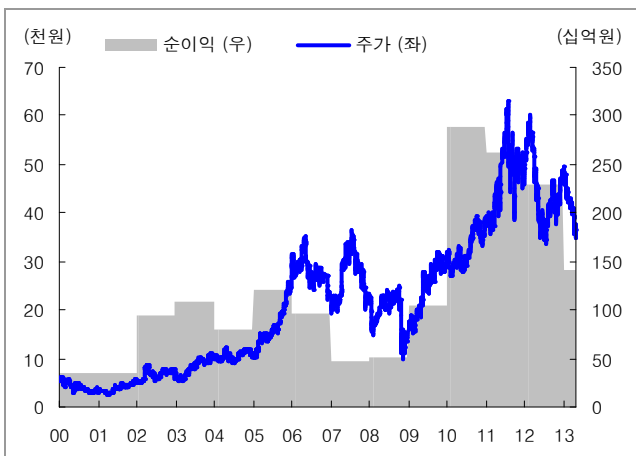
신규 광구 가동에 따른 성과는 2011년까지 이어졌다. 2010년에는 LG상사의 초과수익률이 5.9%p로 2009년 대비 낮아졌지만 그래도 상사 내에서 가장 높은 수익률을 기록했고, 2011년에는 상대수익률 33.0%로 역시 업종 내에서 가장 높은 성과를 달성했다. 물론 2010~2011년에는 GS리테일 관련 지분법이익, 처분이익이 대규모로 반영된 것도 주가 상승에 일조했다.

LG상사의 주가 상승은 오만8광구 및 인니 MPP 기대감이 실제 어닝으로 가시화되면서 가능했다. LG상사의 순이익은 2009~2010년까지 2년에 걸쳐 2008년 대비 3배 이상 급증했다 (2010년 GS리테일 일회성이익 제거 후 비교). 오만8광구와 인니 MPP에서 발생한 이익은 2009년 238억원에서 2010년 854억원 (2010년 일회성이익 차감한 세전이익 대비 38%)으로 빠르게 증가했다.

해당 기간 LG상사 PER은 제자리.
즉, 어닝에 의한 주가 상승이었음

실적이 뒷받침되면서 주가가 상승했기 때문에 Forward PER은 주가 급등기에도 상승하지 않았다. 오히려 이익이 예상보다 더 빠르게 증가하면서 Forward PER은 평균보다 레벨이 낮아지는 결과를 보이기도 했다. 즉, 2009년부터 시작된 LG상사의 주가 상승은 Multiple 효과는 전혀 없었고 순수하게 어닝 모멘텀에 의한 것이었다고 볼 수 있다.

그림 14. 2009~2011년 순이익 증가로 주가 큰 폭 상승



자료: LG상사, KB투자증권

그림 15. 당시 주가 상승은 순수 어닝 효과. Multiple 상승은 없었음



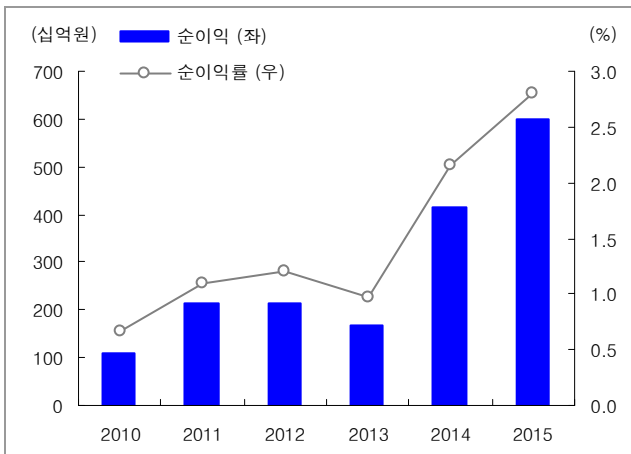
자료: LG상사, KB투자증권

2013년에는 대우인터, 현대상사가 제2의 LG상사 역할을 할 것으로 기대된다. 특히 7월부터 상업 생산이 본격화되는 대우인터의 미얀마 가스전은 총 투자비가 44억 달러에 달하는 대규모 프로젝트다. 당사가 예상하는 미얀마 가스전의 가치는 3.84조원이고 미얀마에서 발생하는 현금 흐름은 연 평균 3,500억원에 달할 전망이다.

미얀마 가동으로 대우인터 이익
급증, Valuation 부담 빠르게
해소될 것

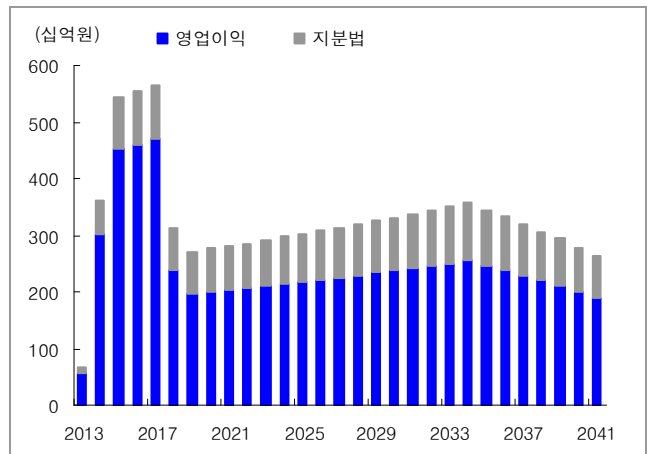
I/S에 반영되는 미얀마 관련 이익은 2013년 664억원, 2014년 3,613억원, 2015~2017년에는 5,500억원에 달할 것으로 예상된다. 이에 따라 2013년 PER 26.2X인 Multiple은 2014년 10.6X, 2015년 7.3X로 급격히 낮아질 전망이다. 즉, LG상사가 이익 급증을 바탕으로 Multiple re-rating 없이 주가가 상승했던 것처럼 대우인터도 동일한 스토리의 주가 상승이 가능한 국면이다.

그림 16. 2015년 순이익 6,010억원까지 증가



자료: 대우인터, KB투자증권 추정

그림 17. 미얀마에서 인식되는 이익



자료: 대우인터, KB투자증권 추정

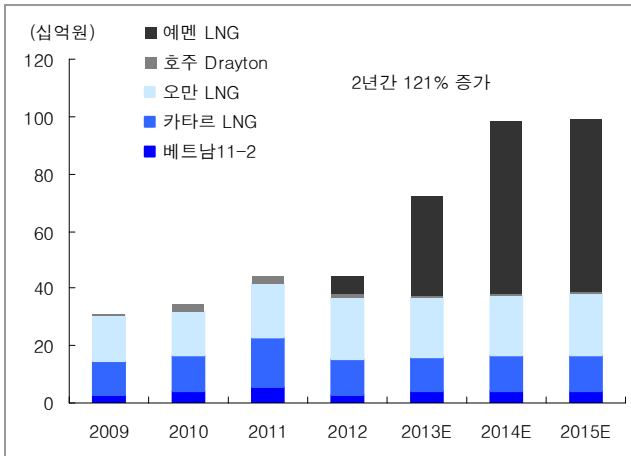
현대상사는 자원개발, Trading 양
부문에서 모멘텀 확보

현대상사는 자원개발, Trading 양 부문에서 모멘텀이 예상된다. 자원개발 부문에서는 예멘LNG의 배당 수익이 본격화된다. 2012년 말 배당 수익 600만불이 처음으로 인식됐는데 2013년에는 3천만불 이상의 배당 수익이 예상된다. 이미 4월에 예상을 상회하는 1,360만불의 배당금이 분배돼 연간 예상치를 무난히 충족할 전망이다. 현대상사 세전이익이 2013년 1,177억원 예상 (금지금 부가세 환급금 포함)되므로 예멘 배당금 3천만불은 세전이익 대비 29.0%에 해당하는 규모다. 금지금 부가세 환급금을 제외할 경우 예멘 배당금은 세전이익의 70%에 해당한다.

다만 현대상사의 예멘 배당금은 2015년 상반기까지는 I/S에 반영되지 않고 B/S의 대여금 회수로 계정 처리되기 때문에 당분간은 EPS나 Multiple 개선으로 보이지는 않을 것이다. 하지만 현금흐름이라는 경제적 실질로 판단하면 예멘 배당금은 배당수익과 마찬가지로 때문에 이를 손익으로 반영해 Valuation을 판단할 필요가 있다. 세전이익 대비 규모가 워낙 크다는 점에서도 이를 무시할 경우 가치 판단에 왜곡이 발생할 수 밖에 없다.

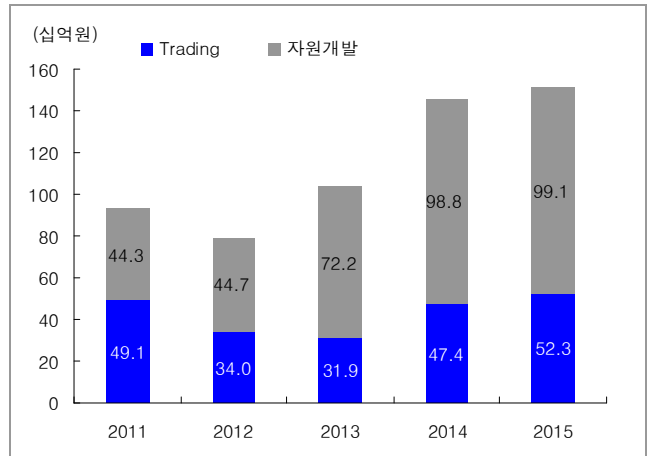
Trading에서는 현대로템과 공동으로 진행하는 우크라이나 전동차 사업의 매출이 확대될 전망이다. 현대상사의 현지 법인의 정보력과 네트워크를 바탕으로 현대로템이 우크라이나 철도청에 전동차 납품을 개시하게 됐으며 정부 반응이 좋아 2013년 2~3분기 중에 매출 7억불 규모 (3년간 납품)의 전동차 납품 계약이 체결될 전망이다. 마진율을 보수적으로 3.0%로 가정하더라도 연간 영업이익 77억원 증가 효과가 기대된다. 2012년 Trading 이익 대비 21%에 해당한다.

그림 18. 현대상사 부문별 이익 : 자원이익 2년간 121% 증가



자료: 현대상사, KB투자증권 추정

그림 19. Trading 부문도 전동차 수주로 실적 개선 전망



자료: 현대상사, KB투자증권 추정

2012년까지 대우인터는 미얀마 가스전과 관련해 대규모 투자만 진행하고 있었다. 해당 투자자산은 재무제표에 무형자산으로 계상돼 있고, 무형자산 내에서 세부항목 '개발광구'로 인식돼 있는 상태다. 2012년 말 기준 개발광구 무형자산은 1.21조원이고, 2010~2012년까지 개발광구에 투자된 자금은 6,854억원에 이른다.

미얀마 가스전은 올해 7월부터 상업생산이 시작되기 때문에 2012년까지는 수익 창출이 전혀 없었다. 생산량 비례법으로 상각하는 개발광구의 특성상 무형자산 상각도 진행되지 않고 있다. 즉, 미얀마 가스전에 투자된 총 1.2조원의 자산은 현재까지 아무런 수익과 현금흐름을 창출하지 않으면서 자산으로 인식돼 ROE를 저하시키는 요인으로 작용하고 있는 셈이다.

만약 개발광구에 투자된 자금을 부채 상환에 활용했다면 대우인터의 2009~2012년 실질 ROE는 4~5%p 가량 높게 산출됐을 것이다. 즉, 그간 무수익 자산이었던 미얀마 투자로 인해 최근 몇 년간 대우인터는 실질 ROE 대비 저평가돼 있었다는 의미다. 이러한 특성은 대규모 투자를 진행하는 회사에 공통적으로 발생하는 이슈로, 해당 투자자산에서 본격적인 이익 창출이 시작되면 ROE가 빠르게 상승하며 주가 재평가로 보답을 받게 된다.

표 2. 무수익 미안마 투자로 인한 ROE 저하 효과

(단위: 십억원)	2009	2010	2011	2012	2013
자산총계	4,695	6,949	8,904	7,466	7,680
무형자산	689	797	1,136	1,366	1,598
개발광구	623	729	1,074	1,207	1,437
상각	0	0	0	0	(20)
자본총계 — (a)	1,399	1,532	1,910	2,189	2,345
자기자본 투자 — (b)	366	409	602	707	848
차입 투자	257	319	472	500	590
수정 자본 — (a)-(b)	1,033	1,123	1,309	1,482	1,498
순이익	131	104	211	216	191
기존 ROE (%)	10.6	7.1	12.2	10.5	8.4
수정 ROE (%)	14.7	9.7	17.3	15.4	12.8
ROE 차이 (%p)	4.1	2.6	5.1	4.9	4.4

자료: 대우인터, KB투자증권

주: 자기자본과 차입을 통한 투자금 배분은 부채비율과 동일하게 가정

LG상사 주가가 크게 상승한 2009~2011년 역시 비슷한 맥락으로 이해 가능하다. LG상사 ROE는 2007~2008년에는 9%대 수준이었고 2001~2008년 평균으로도 12.7%였으나, 수익 기여 없이 투자만 지속되던 신규 광구가 본격 가동되면서 ROE가 2009년 15.7%, 2010년 22.5%으로 Level up되는 모습을 보였다 (GS리테일 관련 이익 제거 기준). 이를 배경으로 해당 기간 상사 내에서 주가수익률이 가장 좋았음은 앞서 살펴본 바 있다.

3. 유가의 하락 리스크는 제한적

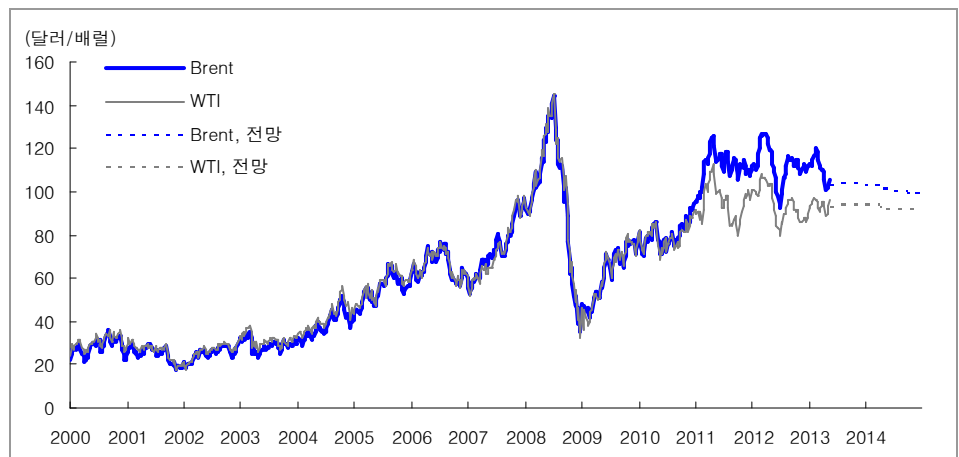
유가가 자원개발 수익을 결정하는
주요 변수

앞서 살펴본 국내 상사의 이익 모멘텀은 모두 자원개발에서 발생한다. 그리고 자원개발 이익을 좌우하는 핵심 변수는 Oil Price다. 대우인터 미얀마 가스전의 생산물은 메탄 가스지만 가격 산정 기준이 유가에 연동돼 있다. 현대상사의 예멘LNG도 JCC (Japan Crude Cocktail; 일본 복합 원유도입단가)에 연동되기 때문에 마찬가지이고, LG상사의 모멘텀인 ADA, NW Konys는 광구의 생산물 자체가 원유다. 따라서 유가에 대한 전망이 자원개발 수익과 주가センチ먼트를 결정하는 중요한 기준이 된다.

유가는 Brent 기준 배럴당
100달러 수준에서 유지될 수 있을
것으로 전망

중기적으로 글로벌 원유 가격은 Brent유 기준으로 배럴당 100달러 수준 이상에서 형성되며, 상사 업체들의 Oil&Gas 부문 수익성에 큰 훼손은 없을 것으로 전망한다. 미국의 원유 생산량 증가에 따라 글로벌 원유 수급 상황은 소폭의 공급 과잉이 예상되지만, 중국의 가솔린을 중심으로 한 석유제품 수요 증가가 지속되고 있고, 배럴당 90달러 이하로 유가가 하락할 경우 일부 산유국들을 중심으로 원유 감산 가능성이 있기 때문이다.

그림 20. 유가 흐름 및 전망

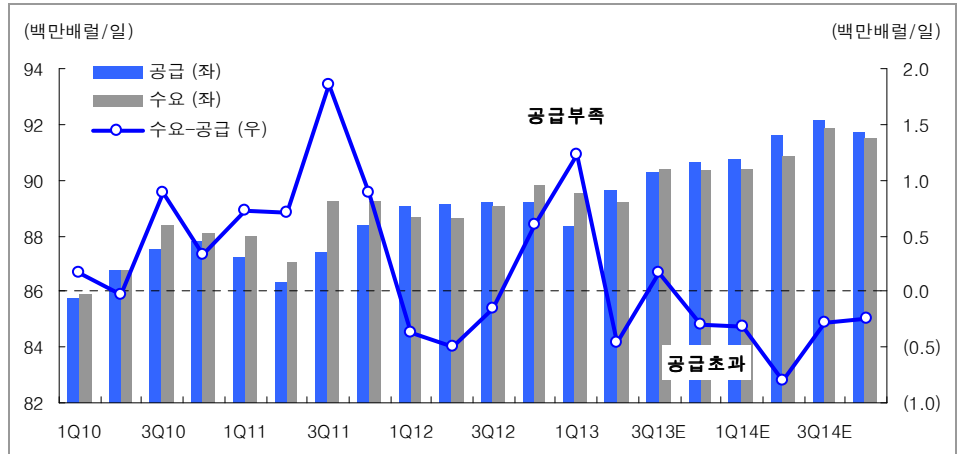


자료: Bloomberg, EIA, KB투자증권

단기적으로 3Q13에는 원유가
공급부족으로 전환될 것

단기적으로 본다면 3Q13에는 원유의 공급부족 상황이 예상된다. 일반적으로 5월 말부터 9월까지의 드라이빙 시즌으로 가솔린 수요가 증가하는 시기이다. 중국은 연간 10% 이상의 구조적인 가솔린 수요 증가가 지속되고 있다. 선진국에서는 가솔린 수요가 추세적으로 감소하고 있음에도 불구하고 여름에는 수요가 증가하는 것이 일반적이다. 또한, 3분기는 연중 산업생산이 가장 활발한 시기로 등경유에 대한 수요도 높아질 것으로 보인다.

그림 21. 글로벌 원유 수급 (분기별)



자료: EIA (Short-Term Energy Outlook, May 2013), KB투자증권

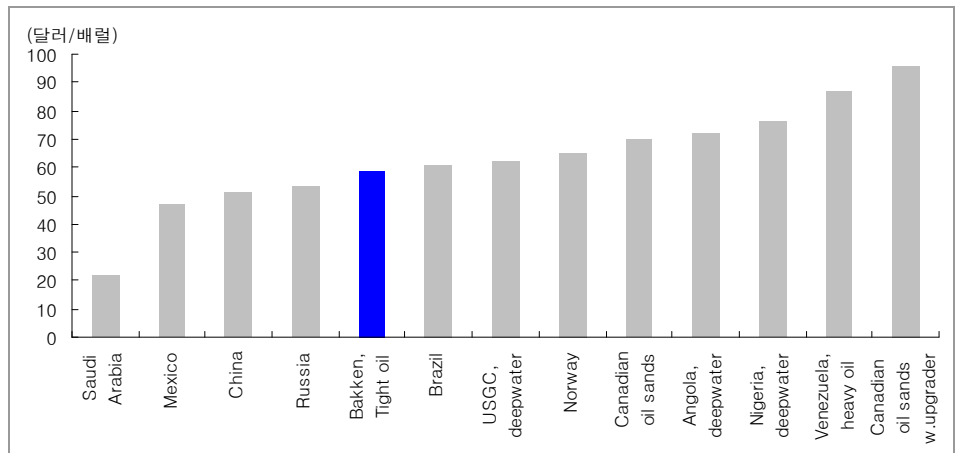
미국의 비전통원유 생산 증가

2010년부터 2014년까지 글로벌 원유 생산량은 약 460만 b/d가 증가할 것으로 예상되는데, 이 가운데 미국과 캐나다가 각각 319만 b/d, 94만 b/d로 글로벌 원유 생산 증가의 대부분을 차지하고 있다. 이렇게 북미지역에서 원유 공급이 급증하는 요인은 Tight oil을 중심으로 한 비전통 원유 생산 확대에 있다. 2009년 이후 원유 시추 수는 급증한 반면 천연가스 시추 수는 급감했다. 미국의 Oil&Gas 업체들이 가스보다는 원유에 집중하고 있기 때문이다.

Tight oil의 높은 경제성

미국의 Tight oil 생산이 증가하는 요인은 높은 경제성이 뒷받침되기 때문이다. 대표적인 Liquid-rich 셰일지역인 Bakken에서 생산되는 Tight oil의 경우 배럴당 60달러 수준에서 생산원가 및 15%의 IRR을 달성할 수 있다. 이는 중국이나 러시아 내륙의 전통 유전대비 생산 원가가 높지만, 미국 걸프만 지역의 심해유전, 캐나다 오일샌드 및 나이지리아의 심해유전 대비로는 생산 원가가 낮다.

그림 22. 원유 생산의 경제성



자료: IHS Cera, KB투자증권

주: Full-cycle cost 및 15%의 IRR을 충족시키기 위한 Brent유 수준을 기준으로 산정

중동 국가의 재정수지를
감안한다면, Brent유는 배럴당
90달러 수준에서 하방경직성을
보일 것

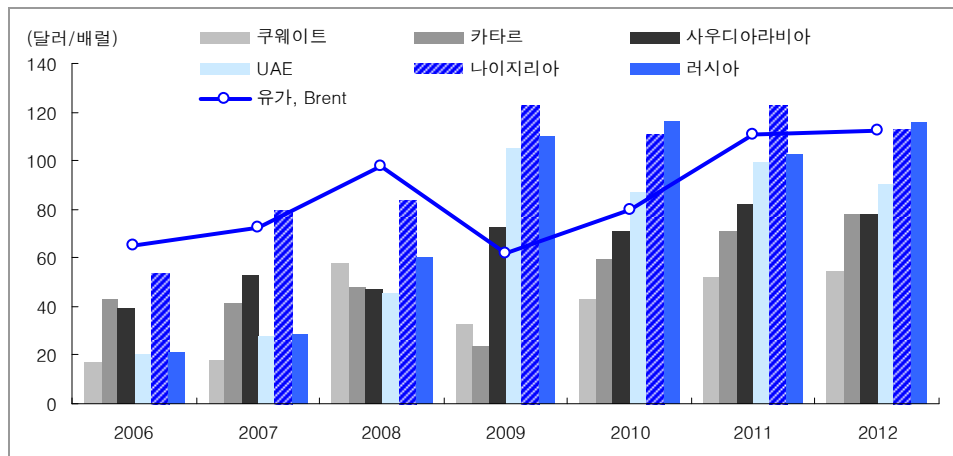
이렇게 북미 지역을 중심으로 비전통 원유의 생산량이 증가하고 있음에도 불구하고, 유가는 Brent유 기준으로 배럴당 90달러 아래로 크게 하락하지 않을 것으로 예상된다. 과거에도 유가는 최소한 산유국의 재정수지를 맞추는 수준에서 형성되었다. 과거 대비 중동 국가들의 재정지출이 확대된 만큼 유가도 높은 수준에서 당분간 유지될 것으로 보인다.

글로벌 원유 생산량의 약 10%를 차지하는 사우디아라비아의 경우 2011년 재정수입의 92.3%는 원유 및 NGL (Natural gas liquid)에서 발생하였다. 현재 사우디아라비아의 재정수지를 맞추기 위한 유가 수준은 배럴당 80달러 대로 추산된다. 현재 유가 수준에서는 사우디아라비아가 급격한 생산량 감소를 언급할 이유는 없어 보이지만, 배럴당 90달러 아래로 유가가 하락할 경우 감산을 실시할 가능성이 높아 보인다.

일부 산유국에서 원유 공급 감소
필요성을 제기하고 있으나, 설불리
감산하기 어려운 상황

나이지리아, 러시아, 바레인 등과 같이 재정수입 균형을 위해서 배럴당 110달러 이상이 요구되는 일부 국가에서는 주요 산유국에 공급량 감소 필요성을 피력하기도 하였다. 하지만, OPEC이 설불리 원유 감산에 나서지는 않을 것이다. 이라크를 포함한 OPEC 12개국의 4월 원유 생산량은 3,095만 b/d였으며, 잉여생산능력은 677만 b/d로 전체 생산능력에서 잉여생산능력이 차지하는 비중은 15.3% 수준이다. 여전히 높은 잉여생산능력을 보이고 있으며, 원유의 패러다임이 미국으로 넘어가고 있는 상황에서 감산을 선택하기도 어렵기 때문이다. OPEC의 원유 생산량은 오히려 지난 1월 3,060만 b/d를 저점으로 조금씩 증가하고 있다.

그림 23. 산유국의 재정수지를 맞추기 위한 유가 수준

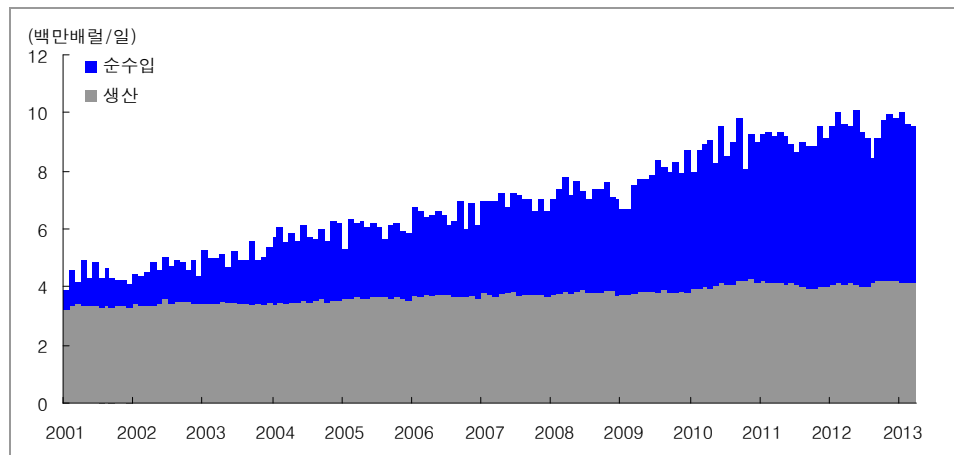


자료: 산업자료, KB투자증권

중국이 글로벌 원유 수요 확대를 견인

미국과 OPEC이 원유의 공급 측면을 결정한다고 보면 수요를 결정하는 것은 중국이다. 중국의 원유 수요 확대는 글로벌 수요 증가를 견인하고 있다. EIA는 2012년 대비 2014년 글로벌 원유 수요가 209만 b/d 증가할 것으로 전망하고 있는데, 이 가운데 중국의 수요 증가가 92만 b/d로 증분의 44%를 차지하고 있다. 중국은 석탄의 활용과 파이프라인 천연가스와 LNG의 수입을 확대하고 있지만 원유 수요도 지속적으로 늘어나고 있다. 반면 중국 원유 생산량은 4백만 b/d 수준에 정체돼 있어 순수입량이 지속 증가하는 모습이다.

그림 24. 중국의 원유 수요 추이

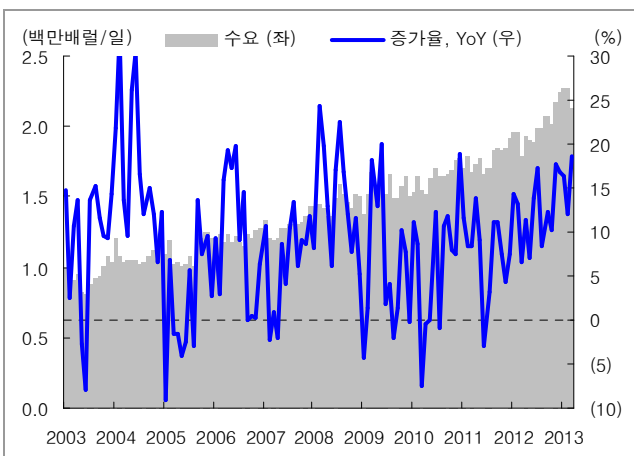


자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

최근 둔화된 중국의 디젤 수요는 3분기 산업생산 확대와 함께 회복될 것으로 기대

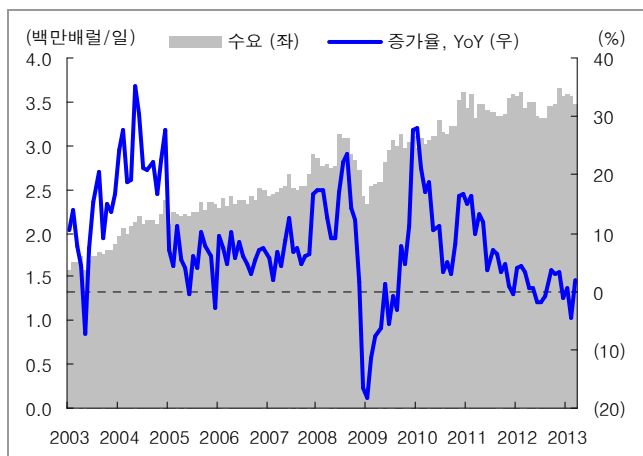
최근 중국의 석유 수요 추이를 보면 가솔린 수요의 구조적인 성장이 지속되고 있다. 그럼에도 불구하고 전체 원유 수요가 감소하는 것은 산업 생산이 둔화되고 디젤 수요가 급감했기 때문이다. 2012년 중순과 말에는 디젤 수요가 역성장 하기도 하였다. 하지만, 최근 유럽의 산업생산, 중국의 수출 증가율이 회복 추세에 있어 적어도 3분기에는 디젤 수요 증가율이 회복될 것으로 기대된다.

그림 25. 중국의 가솔린 수요



자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

그림 26. 중국의 디젤 수요



자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

IV. Valuation

글로벌 Peer의 PBR Valuation은
낮아지는 추세

일본 상사, 글로벌 자원개발 Major의 PBR Valuation은 과거 대비 낮아지는 추세에 있다. 따라서 이러한 흐름을 무시하고 국내 상사에 대해 높은 Valuation을 부여하기는 어려운 실정이다. 특히 일본 상사의 경우 평균 ROE가 12%대를 유지하고 있음에도 불구하고 PBR은 0.8X까지 낮아져 있어 ROE-PBR 기준으로는 국내 상사보다 저평가 상태로 판단된다.

일본 상사의 PBR Valuation을 그대로 적용하면 국내 상사의 매력도가 현저히 낮아 보일 수 있다. 국내 5대 상사의 평균 PBR은 1.0X로 일본 상사 대비 25% 높지만, 평균 ROE는 12.0%로 일본과 유사하기 때문이다. 하지만 국내 상사는 어닝 Growth 측면에서 일본 상사를 압도할 전망이어서 PER Valuation은 국내 상사가 높게 받는 것이 합당하다.

일본 5대 상사는 1980년대부터 자원개발을 시작해 이미 자원 Portfolio와 수익 구조가 안정화 단계에 접어들었다. 반면 국내 상사는 LG상사를 제외하고는 이제 막 자원개발 성과가 가시화 되는 시점이기 때문에 향후 EPS Growth는 일본 상사와 뚜렷하게 차별화된다.

하지만 EPS Growth에서 국내
상사의 가파른 성장이 돌보임

일본 5대 상사의 2013~2015년 CAGR EPS Growth는 7.1%인 반면 같은 기간 국내 상사의 EPS Growth는 56.9%로 이익 증가율에서 현격한 차이가 발생한다. 개별 기업별로는 대우인터 순이익이 2015년까지 연 평균 89.3% 증가하고, 현대상사, LG상사도 각각 22.7%, 30.0% 성장이 전망돼 PER Valuation을 통한 적정가치 판단이 합리적이다.

표 3. 일본 한국 상사의 순이익 성장을 비교

(단위: 십억엔)	일본 상사 합산	Itochu	Marubeni	Mitsui	Sumitomo	Mitsubishi
2013	1,388	284	195	316	240	355
2014	1,499	286	208	370	238	398
2015	1,592	293	228	388	263	421
2yr CAGR	7.1	1.7	8.3	10.8	4.7	8.8
(단위: 십억원)	국내 상사 합산	LG상사	대우인터	현대상사	GS글로벌	SK네트웍스
2013	483	141	168	75	35	65
2014	927	187	416	109	33	182
2015	1,190	239	601	113	35	202
2yr CAGR	56.9	30.0	89.3	22.7	0.1	77.0

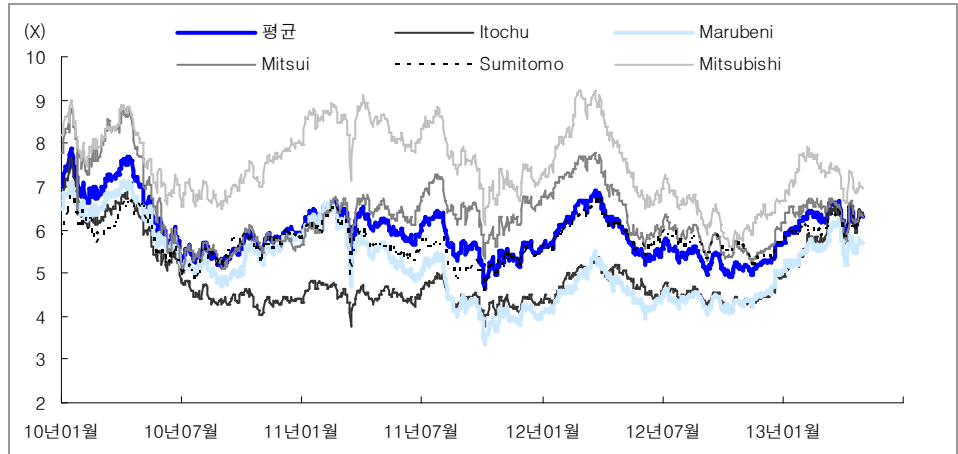
자료: Bloomberg, Fnguide, KB투자증권

주: 일본 상사와 GS글로벌, SK네트웍스는 컨센서스 기준

4월 말 기준으로 일본 5대 상사는 평균적으로 Forward PER 6.3X 수준에서 거래되고 있다. 가장 높은 PER을 받고 있는 Mitsubishi가 7.0X, 가장 낮은 Marubeni는 PER 5.7X를 형성하고 있다. 일본 시장 PER이 20X 이상임을 감안하면 업종 전반의 Valuation이 상당히 낮은 것이다.

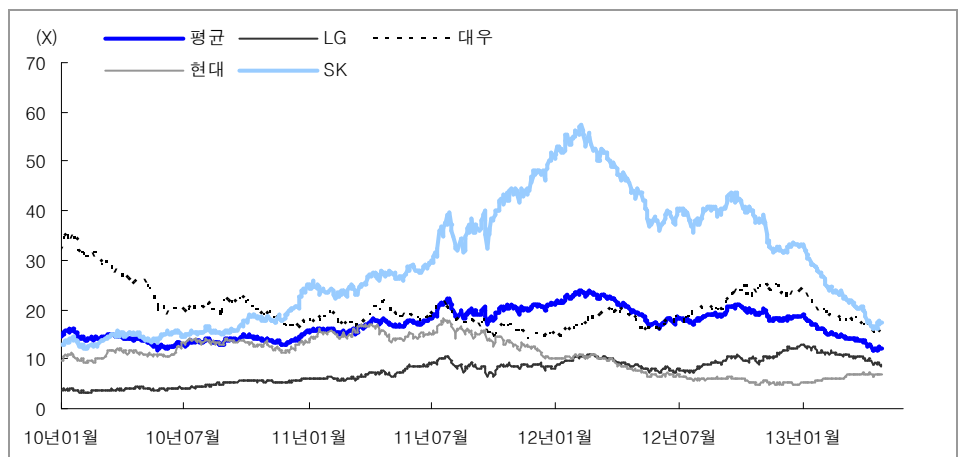
반면 국내 상사의 최근 PER은 평균 14.6X로 일본 상사보다 높다. 이는 미얀마 프로젝트 기대감으로 대우인터 PER이 26.2X로 높은데다, SK네트웍스는 실적 부진에도 PBR 0.5X라는 인식에 주가 하락이 제한되면서 PER이 17.6X에 형성돼 있기 때문이다. LG상사와 현대상사는 각각 PER 10.1X, 6.1X로 일본 상사보다 약간 높은 수준에 머물러 있다.

그림 27. 2010년 이후 일본 상사 forward PER



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 28. 2010년 이후 국내 상사 forward PER



자료: Bloomberg, KB투자증권

주: GS글로벌은 2011년 순이익 적자 전환으로 PER이 산출되지 않는 구간이 있어 제외

EPS Growth 차이를 감안하면
국내 상사의 적정 PER은 10~12X

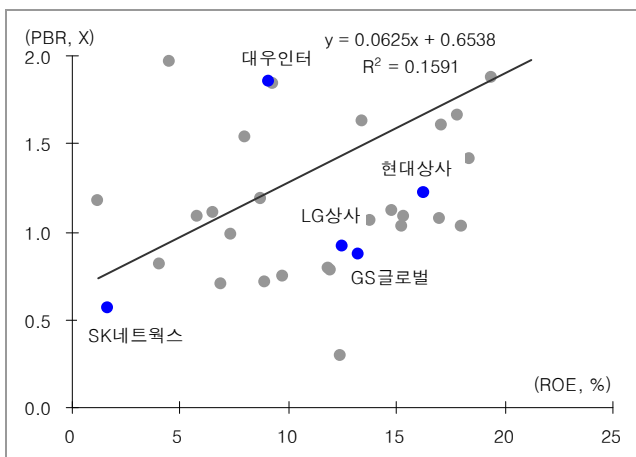
국내 상사의 이익 성장률이 일본 상사보다 50%p 가량 높다는 점을 감안하면 50% 정도의 PER Premium은 합당하다. 일본 상사의 Target PER을 7.0X로 가정하면 국내 상사 Target PER은 10.5X, 일본 상사 PER 8.0X일 경우 국내 상사 PER은 12.0X가 적정하다고 볼 수 있다. 대우인터의 경우 2013년 PER 26.2X로 이보다 크게 높지만 2015년에는 PER 7.3X 수준까지 낮아지기 때문에 Valuation 부담은 자연히 해소된다. 따라서 자원개발 성과가 본격화되는 국내 상사는 향후 성장성을 바탕으로 추가 상승이 가능하다고 판단된다.

표 4. 글로벌 자원개발 업체 Valuation

구분	기업명	시가총액(십억불)	절대수익률					PER		PBR		ROE	
			1D	1W	1M	3M	YTD	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Intergrated	EXXON MOBIL	400.8	(1.0)	0.1	1.3	1.7	4.1	11.1	11.0	2.2	2.0	21.2	19.9
	CHEVRON	239.4	(0.3)	(0.2)	2.7	6.7	14.0	9.9	9.9	1.6	1.5	17.1	16.1
	ROYAL DUTCH SHELL	222.3	(0.1)	0.8	5.5	4.6	5.5	8.1	8.1	1.1	1.0	13.8	13.0
	BP	136.4	0.1	(1.1)	4.0	2.7	9.7	8.4	7.7	1.1	1.0	15.3	13.4
	TOTAL	119.6	(0.2)	0.8	4.3	0.7	(0.6)	7.5	7.4	1.1	1.0	14.8	14.5
광물 E&P	BHP BILLITON	173.1	(0.6)	5.1	3.6	(8.9)	(6.9)	12.0	11.1	2.2	2.0	19.7	18.6
	RIO TINTO	91.0	(1.5)	2.5	1.2	(18.3)	(12.8)	10.2	8.9	1.9	1.6	19.4	19.6
	VALE	89.0	(2.0)	0.9	(1.3)	(13.1)	(20.5)	7.0	7.2	1.0	0.9	15.2	12.8
중국/신흥국 E&P	PETROBRAS	126.0	(1.4)	(0.3)	11.1	12.1	2.2	8.3	7.6	0.7	0.7	9.0	9.4
	GAZPROM	89.1	0.0	0.0	(10.8)	(17.8)	(20.7)	2.7	2.7	0.3	0.3	12.4	10.6
	CNOOC	83.0	(2.3)	0.3	1.7	(7.4)	(14.1)	8.3	8.0	1.4	1.2	18.4	16.8
	ONGC	50.8	(0.7)	2.0	5.7	0.9	21.8	9.5	8.2	1.7	1.5	17.8	18.6
일본중합상사	MITSUBISHI	31.1	(1.0)	9.9	4.0	(0.8)	15.8	7.7	7.2	0.7	0.7	9.8	9.8
	mitsui	25.3	(0.6)	6.8	(0.1)	0.6	9.7	6.7	6.3	0.8	0.7	12.0	11.8
	SUMITOMO	16.4	0.6	9.7	8.2	14.6	20.9	6.9	6.5	0.8	0.7	11.9	11.6
	MARUBENI	12.7	0.4	6.8	4.1	7.5	20.8	6.1	5.7	1.0	0.9	18.0	16.6
	ITOCHU	19.4	2.8	6.1	1.6	15.5	37.2	6.7	6.5	1.1	1.0	17.0	15.6
한국중합상사	DAEWOO INT'L	4.0	(1.0)	(0.5)	(4.3)	2.5	(2.6)	20.5	9.6	1.9	1.5	9.1	18.3
	LG INT'L	1.3	(0.3)	0.7	(5.2)	(17.5)	(24.2)	7.2	6.6	0.9	0.8	12.5	12.0
	HYUNDAI CORP.	0.5	(0.4)	(1.5)	(4.5)	6.8	24.4	8.0	7.4	1.2	1.1	16.3	15.4
	SK NETWORKS	1.6	0.0	(0.1)	6.8	(7.4)	(14.4)	30.0	10.0	0.6	0.5	1.7	5.4
	GS GLOBAL	0.2	0.9	0.5	6.0	(1.8)	(10.5)	7.0	7.3	0.9	0.8	13.2	11.4
	SAMSUNG C&T	8.4	(0.2)	(0.2)	(4.5)	(7.7)	(4.3)	21.2	17.3	0.8	0.8	4.1	4.6

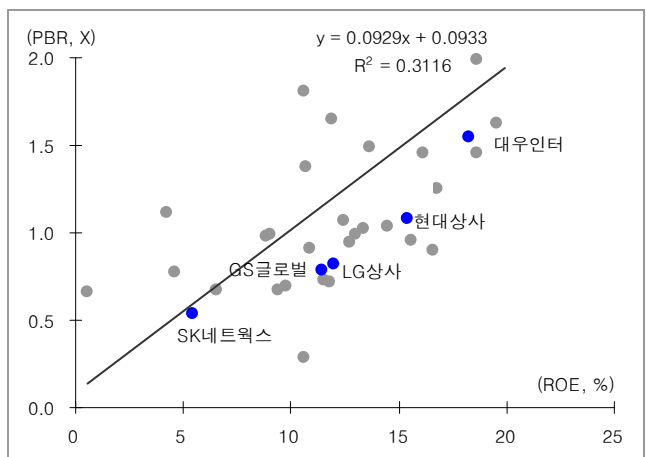
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 29. 글로벌 자원개발 업체 2013년 PBR-ROE



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 30. 글로벌 자원개발 업체 2014년 PBR-ROE



자료: Bloomberg, KB투자증권

V. 주가 Performance

2013년 한국, 일본 상사 모두 언더퍼폼 중

2013년 들어 한국, 일본 상사 주가는 시장 수익률을 하회하고 있다. 4월 말 기준 일본 5대 상사는 Nikkei 대비 평균 23.1%p 언더퍼폼하고 있으며, 국내 5대 상사는 KOSPI 대비 3.2%p 언더퍼폼 중이다. 한국 및 일본의 총 10개 상사 가운데 현대상사만이 시장 대비 26.8%p 아웃퍼폼하고 있으며, 이 효과로 국내 5대 상사 평균 수익률이 일본보다 나아 보이는 것이다. 현대상사를 제외할 경우 국내 상사 수익률은 KOSPI 대비 10.7%p 언더퍼폼 중이다.

일본 상사는 엔화 약세의 수혜로 2013년 들어 절대주가는 대부분 상승했다 (Mitsubishi만 10.2% 하락). 하지만 Nikkei 상승률이 33.3%에 달하다 보니 5대 상사 모두 시장 수익률보다는 성과가 부진하다. 반면 국내 상사는 상대수익률 뿐만 아니라 절대수익률 기준으로도 현대상사를 제외하고는 모두 마이너스 수익률을 기록 중이다.

2013년 들어 유가를 비롯한 주요 상품가격이 약세를 보이면서 상사의 자원개발 모멘텀이 약화된 것이 한국, 일본 상사 공히 상대수익률 부진의 요인이다. 절대수익률에서 양국 간 차별화가 발생한 것은 원화 강세 vs. 엔화 약세의 환율 차이가 크게 작용한 것으로 판단된다. 상사는 해외 비즈니스 위주로 매출이 구성돼 있어 자국 통화 약세 시 수혜, 강세 시 피해를 보는 구조이기 때문이다.

표 5. 한국과 일본 상사의 2013년 주가 수익률: 현대상사만 아웃퍼폼

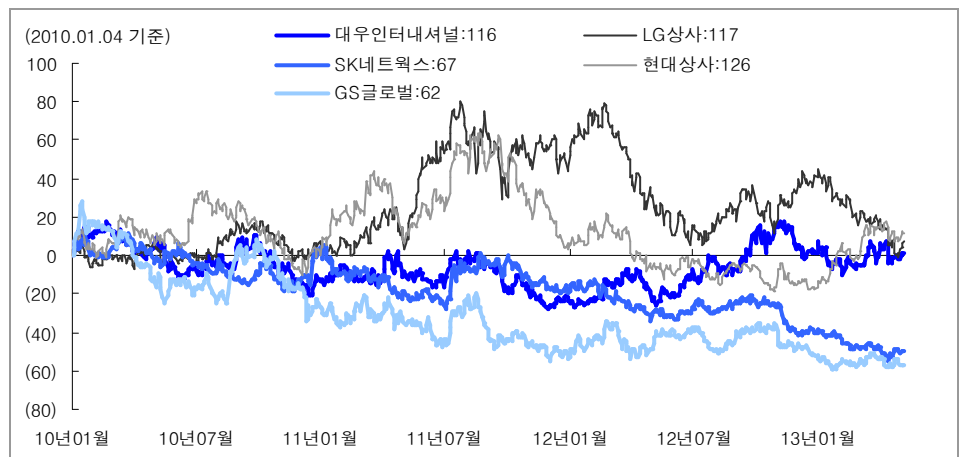
(단위: %, %p)	2012년 말	2013년 4월 말	절대 수익률	상대 수익률
KOSPI 지수	1,997.05	1,963.95	(1.7)	
대우인터네셔널	39,650	38,650	(2.5)	(0.9)
LG상사	48,350	35,500	(26.6)	(24.9)
SK네트웍스	8,450	7,300	(13.6)	(12.0)
현대상사	20,700	25,900	25.1	26.8
GS글로벌	11,900	11,100	(6.7)	(5.1)
삼성물산	62,600	59,000	(5.8)	(4.1)
Nikkei 지수	10,395	13,861	33.3	
Itochu	907	1,205	32.9	(0.5)
Marubeni	614	697	13.5	(19.8)
Mitsui	1,283	1,338	4.3	(29.1)
Sumitomo	1,100	1,216	10.5	(22.8)
Mitsubishi	5,579	5,008	(10.2)	(43.6)

자료: Bloomberg, KB투자증권

좀 더 시계열을 넓혀 2010년 이후 주가 흐름을 살펴보면, 절대주가가 상승한 종목은 한국, 일본 모두 3개다. 2013년 들어 Performance가 돋보이면서 현대상사가 26% 상승했고, 대우인터, LG 상사는 16%, 17%로 비슷한 상승률을 기록했다. 반면 SK네트웍스, GS글로벌은 2010년 초 대비 주가가 30% 이상 하락해 있다. GS글로벌은 2011년 적자를 기록했고, SK네트웍스는 2012년 순이익이 2010년 대비 63% 감소하면서 주가 하락 원인으로 작용했다.

일본 상사 중에서는 Itochu가 74% 상승으로 가장 돋보였고 Mitsubishi는 2010년 초 대비 25% 하락해 있다. Mitsubishi는 2013년 들어서만 10.2% 하락할 정도로 최근 주가가 부진하다. Itochu 주가 상승은 대부분 2012년 말부터 진행된 것으로, 엔화 약세의 수혜를 가장 크게 본다는 점이 반영됐다. Mitsubishi는 2012년 순이익이 전년대비 23% 감소하면서 타 상사보다 실적이 부진했고 주가도 비슷한 하락 폭을 보이고 있다.

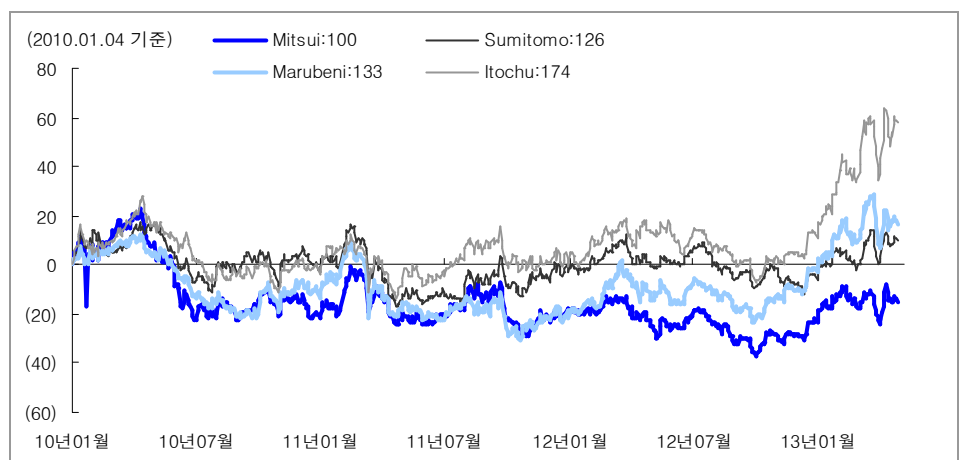
그림 31. 2010년 이후 국내 상사 주가 동향



자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 종목별 숫자는 2010년 초 주가 100을 기준으로 2013년 4월 말 주가 수준 표시

그림 32. 2010년 이후 일본 상사 주가 동향



자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 종목별 숫자는 2010년 초 주가 100을 기준으로 2013년 4월 말 주가 수준 표시

EPS Growth 차이를 감안하면
국내 상사의 적정 PBR은 10~12X

주가 Performance와 관련돼 흥미로운 점은, 일본 상사의 PBR Valuation이 De-rating돼 평균 0.8X 까지 하락했지만 주가의 상대수익률은 2000~2012년까지 Nikkei 대비 아웃퍼폼한 경우가 훨씬 많았다는 점이다. Mitsui, Sumitomo는 13년 가운데 총 10번이나 지수 대비 아웃퍼폼했고 나머지 상사들도 8~9회의 아웃퍼폼을 기록했으니 아웃퍼폼 빈도는 62~77%에 이른다.

이러한 결과는 다음과 같이 해석 가능하다. ① 2000~2012년까지 일본 상사는 대부분 기간에서 Nikkei를 아웃퍼폼할 정도로 주가가 상승했고, 절대수익률로도 110~210%의 기간 상승률을 기록했다 ② 하지만 이보다 더 빠른 속도로 자본과 주당순자산이 늘어나 PBR이 낮아졌다 ③ 어찌됐든 상사는 BPS 증가에 비해 주가 상승이 부진했는데 Nikkei는 상사보다 지수 상승률이 더 낮았다 ④ 그럼에도 불구하고 Nikkei는 저평가 상태가 아니었고 이는 상사를 제외한 다른 시총 대형업종의 실적이 매우 부진했기 때문이다.

같은 기간 국내 상사의 수익률은 일본보다 훨씬 부진했다. LG상사가 총 8번 아웃퍼폼으로 아웃퍼폼 빈도를 62%를 기록했고 대우인터가 11번 기간 중 6번으로 아웃퍼폼 빈도가 50%를 넘었을 뿐, 나머지 상사는 모두 언더퍼폼 기간이 훨씬 많았다 (아웃퍼폼 빈도: SK네트웍스 3회, 현대상사 5회, GS글로벌 4회). 나머지 3개 상사는 IMF 이후 자본잠식, 경영정상화 협약을 넘나들면서 회사 재무구조와 존립 안정성이 현저히 떨어졌던 바 있어 상대수익률이 대부분 구간에서 부진했던 것으로 판단된다.

표 6. 일본, 한국 상사의 연간 상대수익률과 아웃퍼폼 빈도

(단위: %p)	Itochu 9회	Marubeni 8회	Mitsui 10회	Sumitomo 10회	Mitsubishi 8회	대우인터 6회	LG상사 8회	SK네트웍스 3회	현대상사 5회	GS글로벌 4회
2000	31.7	(9.9)	27.8	10.1	33.9	N/A	18.7	(6.2)	(26.0)	(17.8)
2001	(20.8)	(47.2)	13.8	(3.4)	24.6	N/A	(11.5)	(27.6)	18.4	(70.0)
2002	5.5	56.6	4.0	3.5	3.8	47.1	29.1	44.2	(31.0)	4.6
2003	13.3	63.6	31.3	32.2	32.2	189.5	41.0	(112.9)	(98.3)	(90.0)
2004	26.3	30.9	(1.1)	3.0	9.1	32.0	(9.9)	(27.3)	3.4	(22.8)
2005	67.4	82.7	24.6	32.3	56.9	213.8	136.1	(96.4)	23.9	(46.7)
2006	(7.6)	(11.5)	10.6	9.9	(21.1)	(1.9)	(25.7)	141.2	(28.5)	(35.5)
2007	22.9	42.4	44.0	0.2	47.7	(30.8)	(35.5)	(73.2)	(24.9)	(39.7)
2008	(17.3)	(15.5)	(19.8)	(8.7)	(17.4)	(0.3)	6.5	(21.9)	4.6	21.4
2009	34.9	33.0	26.5	1.9	67.1	0.4	57.5	(24.7)	(4.1)	237.2
2010	23.5	14.8	5.3	24.9	(1.6)	(12.7)	5.9	5.3	(0.3)	(27.0)
2011	10.4	(0.5)	6.6	8.0	(11.9)	(8.9)	33.0	(13.4)	0.8	(29.4)
2012	(4.4)	8.0	(15.8)	(17.4)	(17.0)	27.6	(6.8)	(25.7)	(19.6)	5.6

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: ① 음영은 언더퍼폼 기간 표시, ② 대우인터는 2001년 5월 상장돼 2000~2001년 연간 상대수익률 없음

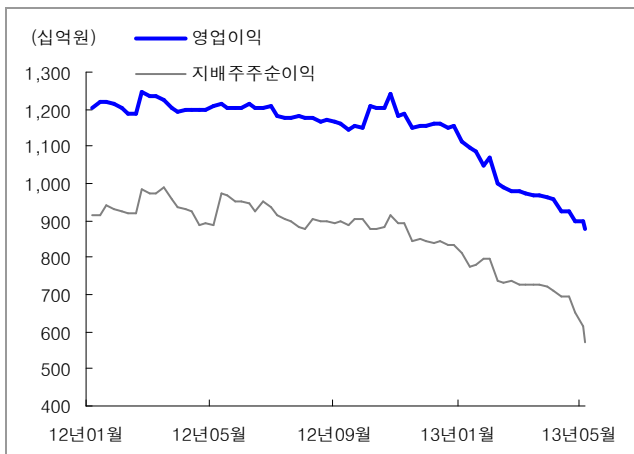
VI. 컨센서스 변화 추이

어닝 컨센서스는 1분기 실적 부진으로 하락세

국내 5대 상사의 2013년 실적 컨센서스는 최근에도 하락세를 보이고 있다. LG상사와 대우인터의 1분기 실적이 예상을 하회했고, SK네트웍스도 1분기에 투자자산처분손실 1,600억원을 인식하면서 실적 추정치가 대폭 하향됐기 때문이다. 3개 회사가 중합상사 이익의 80%를 차지하고 있기 때문에 해당 요인이 업종 이익 전망치를 끌어내리고 있다. 현대상사와 GS글로벌도 영업 이익 기준으로 기대치가 낮아지는 모습은 마찬가지다.

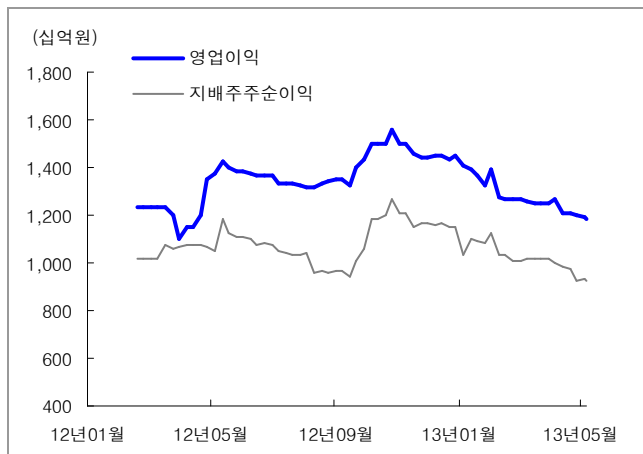
대형상사의 지배주주 순이익은 영업이익과 유사한 흐름인 반면 현대상사, GS글로벌은 지배주주 순이익 예상치가 거의 조정되지 않거나 오히려 상향되는 모습이다. 하지만 2개 회사는 올해 처음으로 연결 재무제표가 주 재무제표로 변경되는 회사여서 지배주주 순이익의 신뢰도가 낮다. 게다가 추정치를 제시하는 증권사도 적어 크게 의미를 부여하기 어려운 상황이다.

그림 33. 5개 상사 2013년 실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 34. 5개 상사 2014년 실적 컨센서스 추이

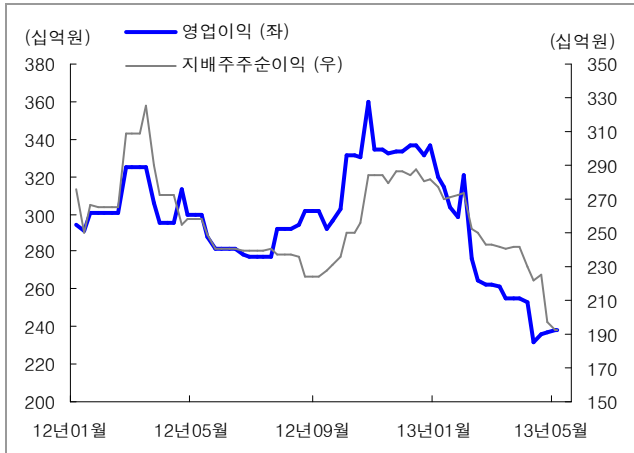


자료: FnGuide, KB투자증권

종목별로 주가와 순이익 트렌드를 살펴보면 LG상사, SK네트웍스는 지배주주 순이익 하향과 더불어 주가가 하락했다. 반면 대우인터는 2012년에 순이익 추정치의 개선 없이 주가가 큰 폭 상승했다. 미얀마 가스전 상업 생산에 대한 기대감이 주가에 선반영된 것이다. 하지만 대우인터도 2013년 들어서는 순이익 추정치가 하락하면서 주가 상승 탄력이 둔화되는 모습이 뚜렷하다. 즉, 미얀마에 대한 기대감은 2012년에 상당 부분 반영됐고 이제부터는 대우인터 주가도 실적 개선 또는 미얀마 수익 창출이 확인돼야 주가 상승이 가능해 보인다.

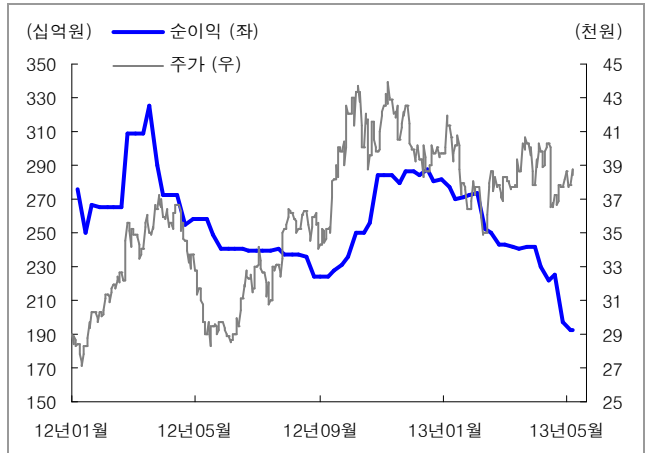
업종 전반에 대한 이익 추정치가 상향되기 위해서는 ① 상품 가격이 상승하거나, ② 원/달러 환율이 상승해 수출 마진이 개선되는 모멘텀이 필요하다. 매크로 요인으로 이 2가지를 기대하기 어렵다면 개별 종목별로 ① 신규 광구의 생산 개시, ② 계열사 성장을 통한 Trading 부문 매출 증가 등에서 모멘텀을 찾아야 한다.

그림 35. 대우인터 컨센서스 추이



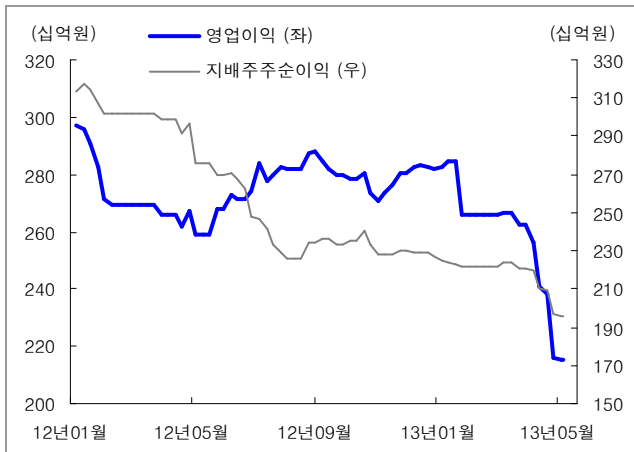
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 36. 대우인터 실적, 주가 추이



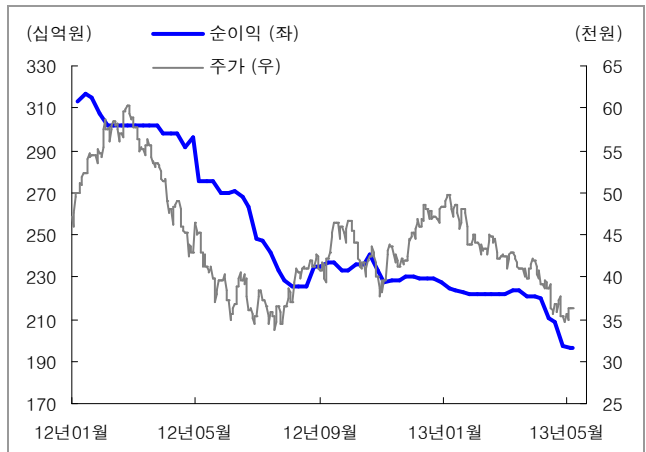
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 37. LG상사 컨센서스 추이



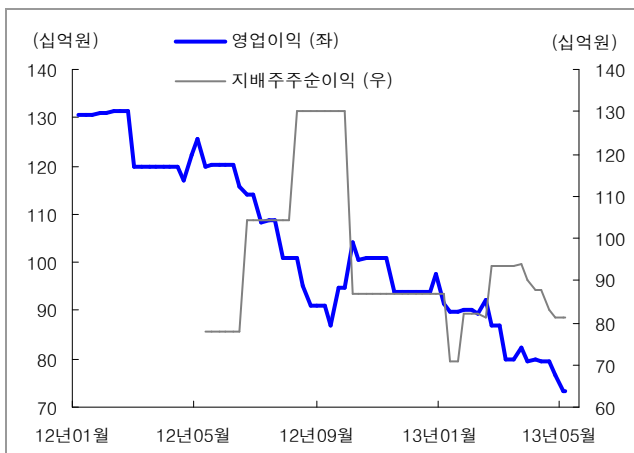
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 38. LG상사 실적, 주가 추이



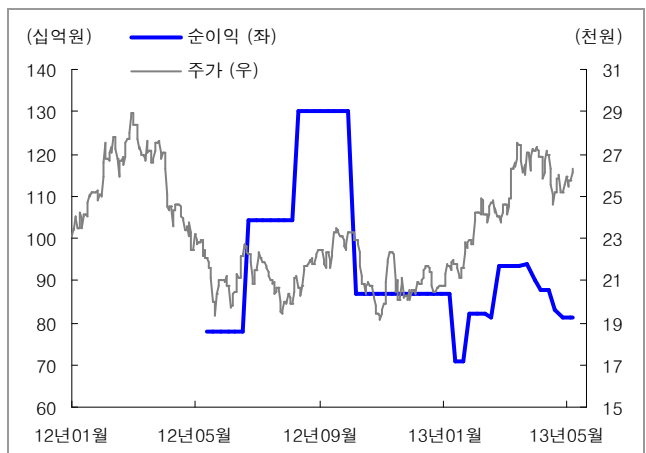
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 39. 현대상사 컨센서스 추이



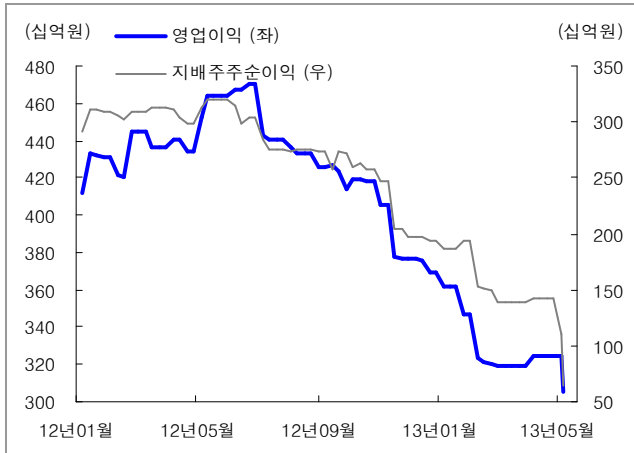
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 40. 현대상사 실적, 주가 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 41. SK네트웍스 컨센서스 추이



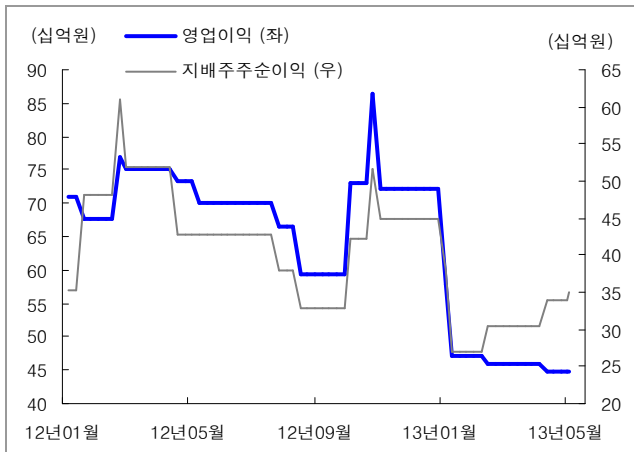
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 42. SK네트웍스 실적, 주가 추이



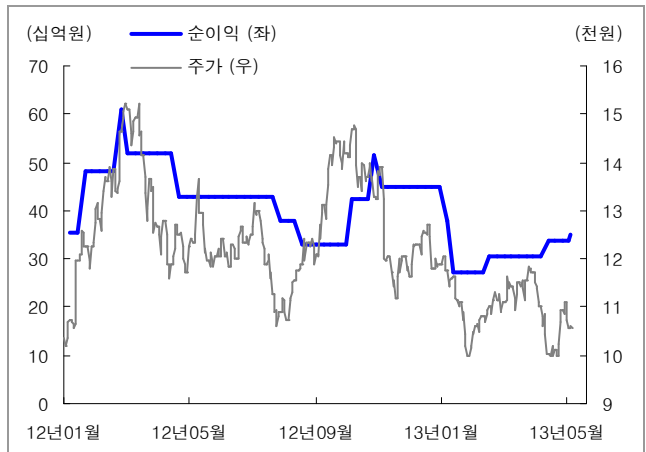
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 43. GS글로벌 컨센서스 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 44. GS글로벌 실적, 주가 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

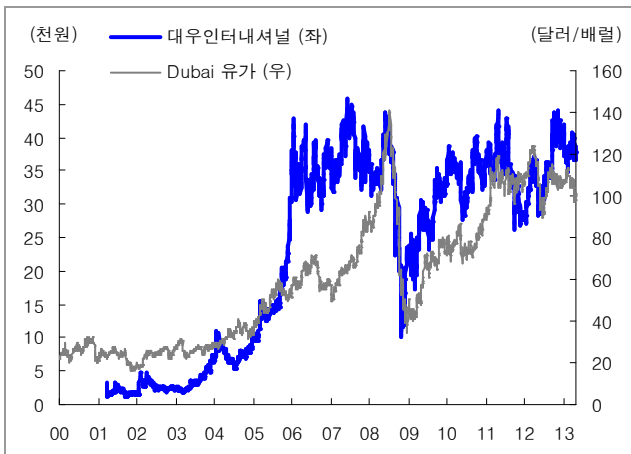
VII. Risk 요인

유가 하락이 최대 Risk 요인.
하지만 현재 유가 수준에서 추가
하락 가능성 크지 않음

국내 상사의 수익 구조도 이미 자원개발 위주로 많이 넘어간 상태다. 특히 대우인터, 현대상사는 올해와 내년을 지나면서 자원개발 의존도는 더욱 높아지게 된다. 따라서 상사 주가와 어닝 추정에서 있어서 가장 큰 Risk는 상품 가격 하락이다.

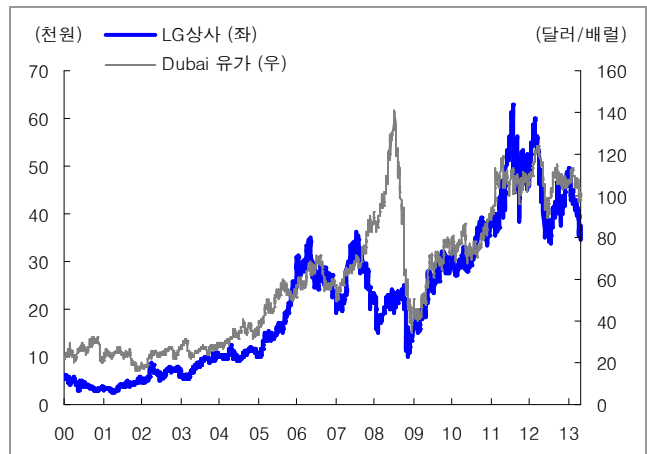
실제로 대우인터, LG상사 주가와 Dubai 유가와 상관계수는 2000년 이후 각각 0.85, 0.89에 달할 정도로 높다. 이는 국내 상사에 국한된 문제라기 보다는 자원개발 이익에 의존하는 업체의 특성상 불가피한 것이다. 일본 5대 상사 역시 유가를 비롯한 상품 가격에 주가가 연동되는 경향이 뚜렷하다. 당사는 Brent유 기준 배럴당 100달러를 바닥권으로 전망하고 있어 현재 유가 수준 (5/10일 Brent 103.4달러)에서 추가적인 Downside는 크지 않다고 보고 있다.

그림 45. 대우인터 주가 vs. 유가: 상관계수 0.85



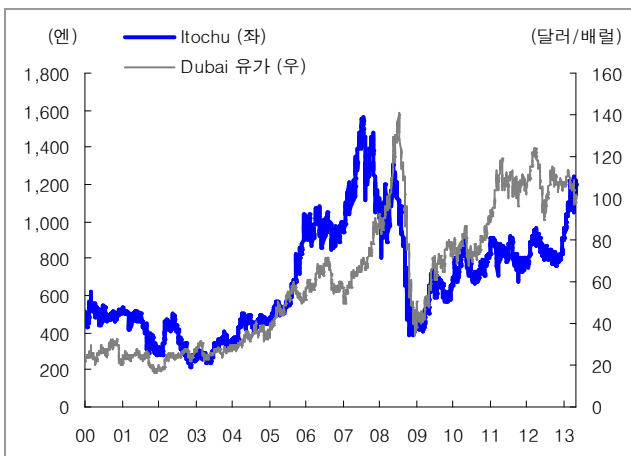
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 46. LG상사 주가 vs. 유가: 상관계수 0.89



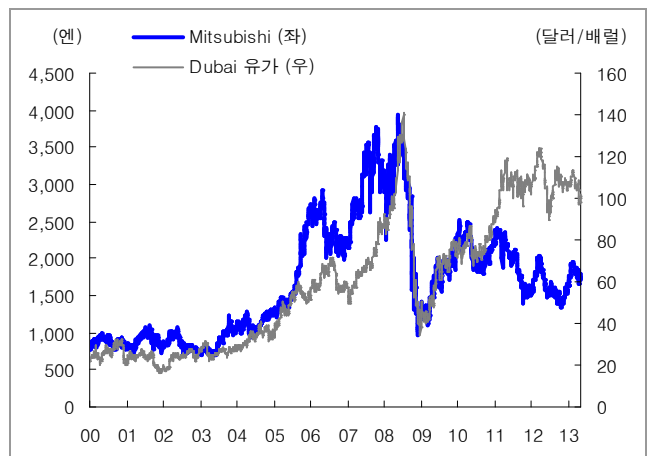
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 47. Itochu 주가 vs. 유가: 상관계수 0.72



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 48. Mitsubishi 주가 vs. 유가: 상관계수 0.68



자료: Bloomberg, KB투자증권

원/달러 환율은 일반적 예상과 달리 완만한 하락이 긍정적

원/달러 환율도 주가와 연계성이 높다. 하지만 흥미로운 점은 원/달러 환율이 하향 안정화될 때 상사 주가가 상승하는 패턴이 뚜렷하다는 점이다. 상사는 자원개발, 삼국간 거래 등 해외 비즈니스가 많고 달러 매출이 주를 이루기 때문에 이론적으로는 원/달러 환율 하락이 수익성에는 부담 요인이다.

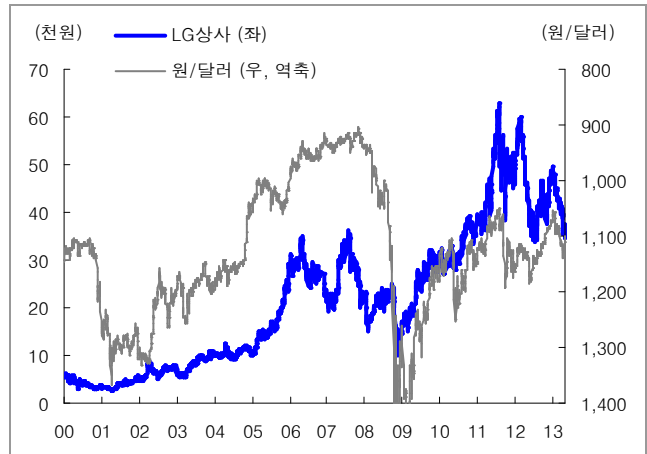
그럼에도 불구하고 원/달러 환율과 주가 움직임이 반대로 나타나는 것은 원화 환율이 매크로 Risk를 반영하는 특성 때문이다. 매크로 Risk가 부각될 때 원/달러 환율이 빠르게 상승하고 매크로가 안정될 때 환율이 하향 안정되는 특성이 주가에 투영된 것이다. 이러한 판단은 일본 상사 주가와 원/달러 환율의 움직임을 살펴보면 명확히 확인할 수 있다.

그림 49. 대우인터내셔널 주가 vs. 환율: 상관계수 -0.56



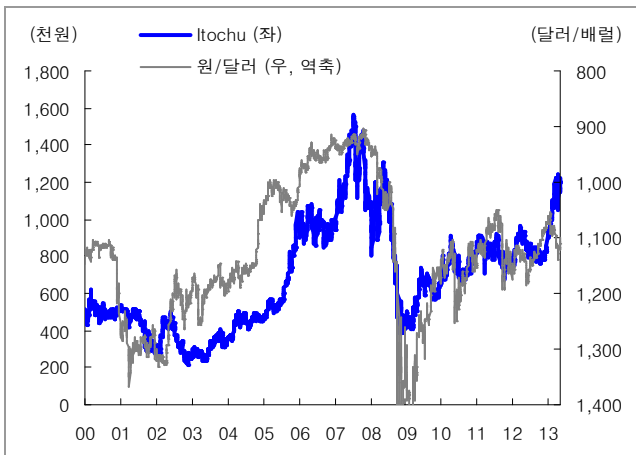
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 50. LG상사 주가 vs. 환율: 상관계수 -0.35



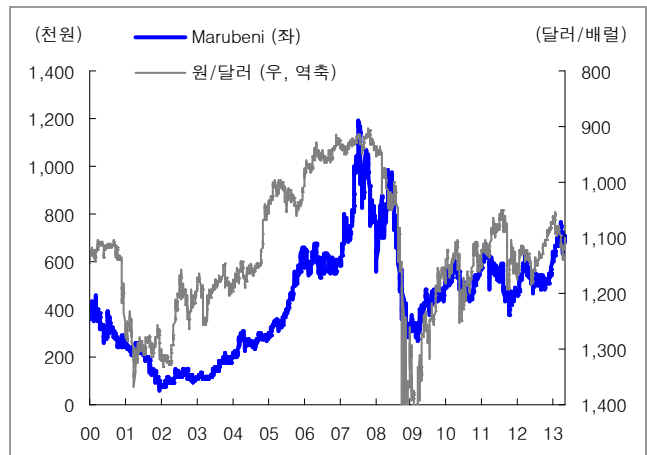
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 51. Itochu 주가 vs. 원/달러 환율: 상관계수 -0.72



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 52. Marubeni 주가 vs. 원/달러 환율: 상관계수 -0.71



자료: Bloomberg, KB투자증권

일본 상사는 원/달러 환율과 크게 연관이 없음에도 불구하고 주가가 원화 환율에 매우 민감하게 연동되고 있다. 오히려 국내 상사보다 일본 상사와 원/달러 환율의 상관성이 높게 나타나기까지 한다. 이는 원/달러 환율이 전반적인 매크로 Risk를 반영하는 지표이고, 이에 따라 해외 비즈니스가 많은 일본 상사 주가도 원화에 긴밀히 연동된 것처럼 패턴이 나타난 것이다.

따라서 일반적인, 그리고 이론적인 생각과 달리 원/달러 환율의 완만한 하락은 국내 상사 주가에 Risk 요인이 아니다. 급격한 환율 변동이 아니라면 ① 환 포지션 조절과 파생상품 등으로 기본적 대응이 가능하고, ② 주가 측면에서는 원/달러 환율 하락이 오히려 ‘매크로 안정 → 글로벌 비즈니스가 많은 상사 주가 상승’으로 연결될 가능성이 높기 때문이다.

Company analysis ✓

대우인터내셔널 (047050)	BUY / TP 50,000원
LG상사 (001120)	BUY / TP 46,000원
현대상사 (011760)	BUY / TP 40,000원

김현태 02) 3777-8128
htkim@kbsec.co.kr

이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

대우인터내셔널 (047050)

Initiation

투자의견 (Initiate) **BUY**

목표주가 (Initiate) **50,000 (원)**

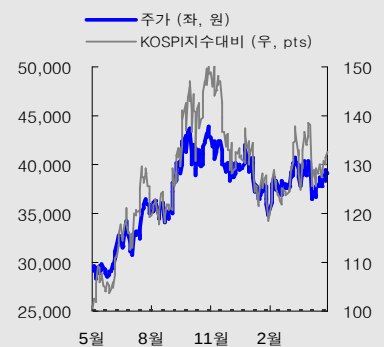
Upside / Downside (%)	29.5
현재가 (05/13, 원)	38,600
Consensus target price (원)	50,000
Difference from consensus (%)	0.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	17,571	17,206	19,339	21,450
영업이익 (십억원)	152	258	529	704
순이익 (십억원)	216	168	416	601
EPS (원)	1,957	1,473	3,657	5,278
증감률 (%)	(5.6)	(24.7)	148.3	44.3
PER (X)	20.3	26.2	10.6	7.3
EV/EBITDA (X)	41.2	26.0	13.5	10.0
PBR (X)	2.1	1.9	1.6	1.4
ROE (%)	10.5	7.4	16.6	20.3

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(4.3)	2.5	(8.4)	33.1
KOSPI대비 상대수익률	(5.6)	3.9	(11.5)	31.5



Trading Data

시가총액 (십억원)	4,396
유통주식수 (백만주)	45
Free Float (%)	39.4
52주 최고/최저 (원)	43,950 / 28,350
거래대금 (3M, 십억원)	13
외국인 소유지분율 (%)	6.5
주요주주 지분율 (%)	포스코외 2인 60.3

자료: Fnguide, KB투자증권

소문난 잔치에도 먹을 게 있다

미안마 가스전의 PSC는 65:35로 컨소시엄에 불리하다. 하지만 이를 감안해도 프로젝트 전체 가치는 3.84조원으로 시장 예상에 부합할 것으로 예상된다. Pipeline에서의 안정적인 이익 창출과 가격 Formula 특성상 가스 가격 변동이 크지 않기 때문이다. 미안마 수익은 연 평균 3,300억원이 예상되며, 2015~2017년에는 세전이익 5,500억원 이상이 인식될 전망이다. 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 Coverage를 시작한다.

■ BUY, 목표주가 50,000원 제시

대우인터내셔널 (이하 대우인터)에 대해 BUY, 목표주가 50,000원으로 Coverage를 개시한다. 목표주가는 2014년 무역부문 순이익에 PER 7.0X, 자원개발 순이익에 PER 15.0X를 적용해 산출했다. 미안마 가스전 수익이 2014년부터 본격화되는 점을 감안한 Valuation이다. 목표주가는 2013년 PER 34.0X로 매우 높지만 미안마 수익이 본격적으로 반영되는 2014~2015년에는 각각 PER 13.7X, 9.5X로 Valuation 레벨이 빠르게 하향 안정화될 것으로 예상된다.

■ 미안마 가치는 3.84조원

동사 가치 판단의 핵심이 되는 미안마 가스전은 총 가치 3.84조원으로 추정된다. 불리한 PSC 조건으로 인해 Upstream 가치는 2.2조원으로 낮지만 Pipeline에서 발생되는 안정적인 이익이 전체 프로젝트 가치를 개선시켜 줄 것이다. 또한 가스 가격 산정에 물가 상승률이 가중치 40%로 반영되면서 가스 가격은 예상보다 높고 안정적으로 유지될 전망이다. 2Q13 적용 가격은 MMBtu당 7.8달러 수준으로 추정된다.

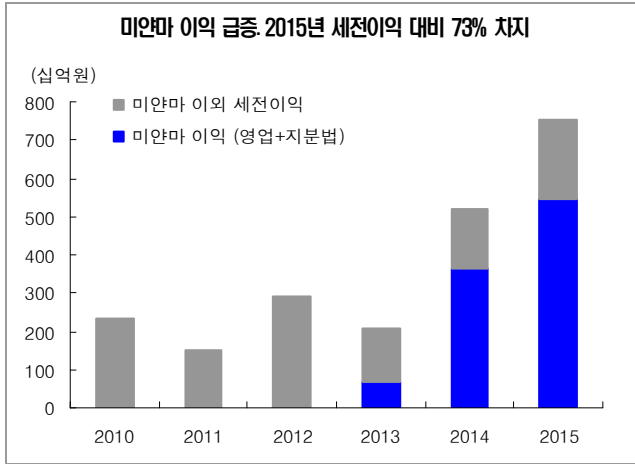
■ 미안마 가동으로 현금 창출 능력 3배 증가

미안마 가동에 따른 순이익은 세전이익 기준으로 2013년 664억원, 2014년 3,613억원, 2015년 5,451억원, 2016년 5,551억원으로 급증할 전망이다. Cost Recovery 이후에도 2040년까지 연 평균 3,100억원의 세전이익이 예상된다. 미안마 상업 가동으로 연간 EBITDA 1,600억원 회사에서 이제는 연간 5천억원 회사로 탈바꿈한다. 이로 인해 부채비율 200%를 넘기지 않으면서 2020년까지 총 6.5조원의 투자가 가능할 것으로 보인다.

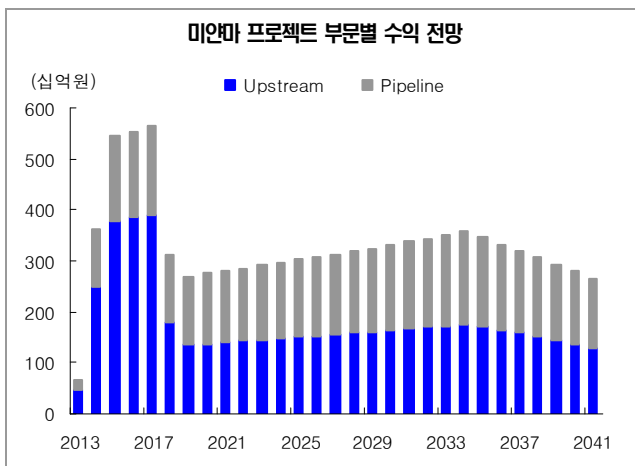
■ 실제 손익과 기대치의 큰 괴리 없을 전망

미안마에 대한 기대감이 선반영돼 있는 반면 실제 손익은 불확실하기 때문에 손익을 확인하는 몇 분기 동안 해석이 분분할 것으로 예상된다. 하지만 프로젝트 가치를 결정하는 가스 가격, Royalty, Cost Recovery, 생산물분배 조건, Tax 가운데 가스 가격을 제외하면 많은 부분이 Open돼 있어 가동률 차질만 없다면 손익에서 큰 괴리가 발생하지 않을 것이다. 미안마 상업 가동은 여전히 기대 요인이다.

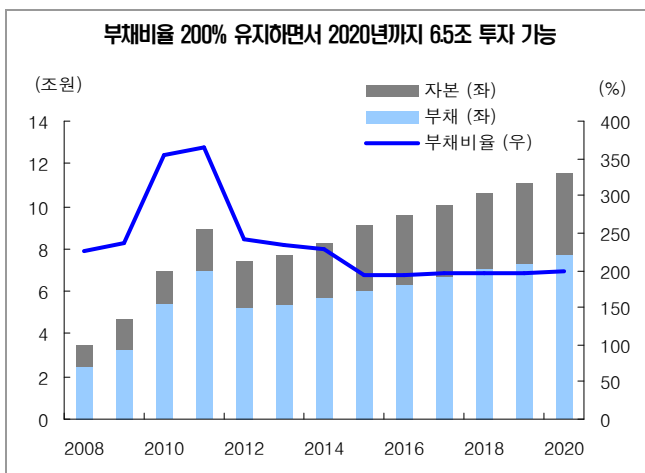
I. Focus Charts



- 대우인터 미얀마 가치는 3.84조원으로 추정. Upstream 2.2조원, 해저 Pipeline 7,400억원, 육상 Pipeline 8,830억원으로 구성
- 가스 가격 산정에 물가 가중치가 40%로 반영돼 있어 가스 가격이 예상보다 높고 안정적. 2013년 2Q 기준 가격은 MMBtu당 7.8달러 수준으로 추정
- 미얀마 수익이 본격화되는 2014~2015년에는 미얀마에서 발생하는 이익이 세전이익 대비 70% 수준을 차지할 전망
- 미얀마 세부 계약 조건은 Section V. 참조



- 생산물분배 조건이 불리해 Upstream 가치는 예상보다 작으나, 해저와 육상 Pipeline에서 안정적 수익 발생
- Cost Recovery가 종료되는 2019년 이후에는 Upstream 에서 발생하는 수익이 평균 1,500억원 수준이고,
- 해저와 육상을 합한 Pipeline에서 창출되는 수익이 역시 1,500억원 수준으로 전체 미얀마 수익에서 50%를 차지할 전망



- 당사는 2020년까지 중장기 투자 8.0조원을 계획 중
- 미얀마 가동으로 연간 EBITDA가 기존 1,600억원에서 5천억원 대로 증가하기 때문에 자체 현금으로 4조원 총당 가능
- 부채비율 200%를 가이드라인으로 가정하면 8.0조원 투자는 무리지만 6.5조원까지는 투자 가능할 전망

II. Valuation

투자의견 BUY,
목표주가 50,000원

대우인터에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 Coverage를 개시한다. 당사는 국내 중합상사 가운데 시가총액 1위 종목으로 올해 7월부터 미얀마 가스전 상업 생산을 앞두고 있다. 동사 가치 판단에 핵심인 미얀마 가스전 가치는 총 3.84조원으로 추정된다.

미얀마 수익이 온전히 반영되는
2014년 기준으로 목표주가 산정

목표주가는 2014년 무역부문 순이익에 PER 7.0X, 자원개발 순이익에 PER 15.0X를 적용해 산출했다. 2013년 이익 기준으로는 미얀마 가치가 제대로 반영되지 못한다는 점을 감안해 2014년을 Valuation 기준으로 삼았고, 자원개발 Multiple을 높게 산정한 것은 2015~2017년까지 미얀마 세전이익이 2014년 대비 50% 이상 높게 유지된다는 점을 반영한 것이다.

Valuation 과정에서 암바토비 니켈, 나라브리 유연탄 광산은 손익에 반영하지 않고 별도로 현금 흐름 할인을 통해 가치 산정 후 합산하는 방식을 취했다. 아직까지 구체적인 실적이 확인된 바 없어 연도별 실적에 손익을 반영하기에는 불확실성이 크기 때문이다. 2개 광구의 합산 가치는 1,740억원 정도로 추정했는데, PER 10배를 가정하면 순이익 174억원 정도에 해당한다. 정상 가동 기준으로 2개 광구에서 예상 수익이 2천만불 정도이므로 적당한 수준이다.

표 7. 대우인터 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012	2013	2014	2015
세전이익	292.1	209.6	520.5	751.3
무역 부문	202.5	102.8	111.9	152.4
자원 부문	89.6	106.8	408.6	598.8
KOREA LNG LTD.	21.6	20.4	20.8	21.2
DMSA/AMSA	(1.2)	(0.5)	5.7	11.4
SEAGP(미얀마 육상 Pipeline)	0.0	11.1	61.3	92.6
기타	0.0	5.0	5.0	5.0
미얀마 Upstream, 해저 Pipeline	0.0	55.3	300.1	452.6
페루8광구	14.5	12.3	12.5	12.8
베트남11-2광구	2.6	3.3	3.3	3.3
Tax rate	38%	20%	20%	20%
순이익				
무역	126.0	82.2	89.5	122.0
자원	55.8	85.4	326.9	479.1
Multiple				
무역	7.0	7.0	7.0	7.0
자원	10.0	20.0	15.0	10.0
사업 가치				
무역	882	576	627	854
자원	558	1,709	4,904	4,791
자원개발 가치				
니켈+유연탄	174	174	174	174
총 기업가치	1,614	2,458	5,704	5,818
주식수 (백만주)	113.9	113.9	113.9	113.9
주당 가치 (원)	14,200	21,600	50,100	51,100

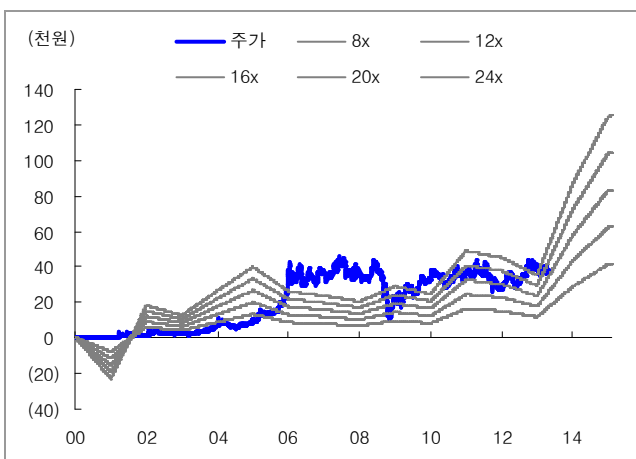
자료: KB투자증권 추정

목표주가 50,000원은 2013년 PER 기준 34.0X로 매우 높다. 2013년에는 미얀마 관련 수익이 664 억원 밖에 반영되지 않기 때문이다. 미얀마 수익이 정상적으로 반영되는 2014~2015년에는 각각 PER 13.7X, 9.5X로 목표주가의 Valuation 레벨이 빠르게 하향 안정화된다. 미얀마 수익이 2015~2017년에 최대치를 기록한다는 점을 감안하면 목표주가 50,000원은 해당 시점 기준 PER 10X에 근접하는 것이다.

중국 성장 둔화로 자원개발 업체의 Valuation 레벨이 높지 않은 점, 일본 상사의 Valuation을 기준 삼을 경우 국내 상사의 PER은 10~12X 수준이 적정하다는 점을 감안하면 동사의 Valuation은 기대감이 많이 녹아 있다고 판단할 수 있다.

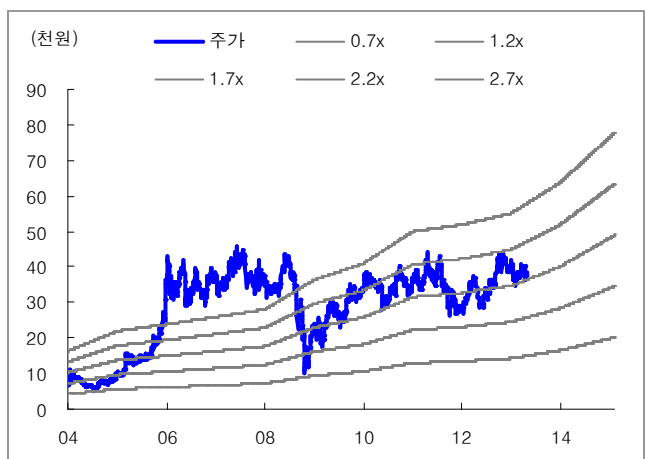
하지만 확실한 것은 2012년까지는 대규모 투자만 지속되던 광구에서 수익 창출이 본격화되면서 향후 2~3년간 이익이 급증하고 ROE가 큰 폭 개선되는 모멘텀이 발생한다는 점이다. 과거 LG상사 사례와 마찬가지로 이익 급증에 따른 주가 재평가가 이루어질 전망이다.

그림 54. 대우인터 PER 밴드



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 55. 대우인터 PBR 밴드



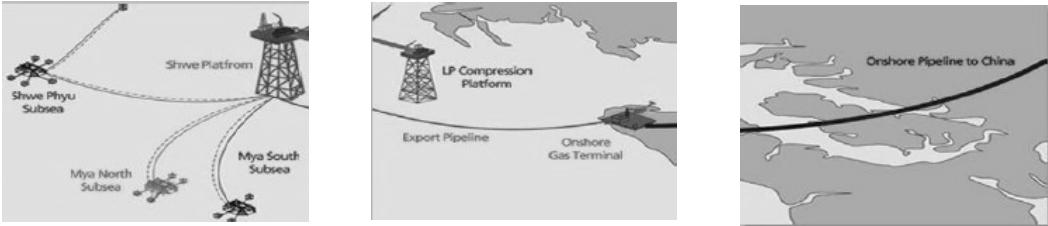
자료: Bloomberg, KB투자증권

III. Investment Points

1. 미얀마 프로젝트 총 가치는 384조원

대우인터의 올해 최대 이슈는 미얀마 가스전 상업 가동이다. 전체 프로젝트 (육상 Pipeline 포함) 투자 규모가 44억 달러에 이르고, 대우인터의 투자금액은 17억 달러에 달하는 대규모 프로젝트다. 프로젝트는 Upstream, 해저 Pipeline, 육상 Pipeline의 총 3단계로 나뉘는데 대우인터는 Upstream, 해저 Pipeline에서는 지분율 51.0%로 운영권자 역할을 하고 있으며, 육상 Pipeline에서는 지분율 25.04%를 보유하고 있다 (운영권자 CNPC).

표 8. 미얀마 프로젝트 사업 범위

프로젝트 구분	Upstream	Offshore Midstream	Onshore Midstream
사업범위	생산플랫폼 해저생산설비 14인치 파이프라인	32인치 파이프라인 육상가스터미널 (OGT)	40인치 파이프라인 (OGT-미얀마/중국 국경)
사업구조	컨소시엄	컨소시엄	합작법인
모식도			

자료: 대우인터, KB투자증권

표 9. 미얀마 프로젝트 지분율 및 투자비 배분

(단위: 억 달러)	회사명	지분율	투자비
Upstream+해저 Pipeline	대우인터내셔널	51.0%	12.2
투자비: 24억 달러	ONGC(인도국영석유회사)	17.0%	4.1
	MOGE(미얀마국영석유회사)	15.0%	3.6
	GAIL(인도국영가스회사)	8.5%	2.0
	한국가스공사	8.5%	2.0
육상 Pipeline	CNPC	50.90%	10.2
투자비: 20억 달러	대우인터내셔널	25.04%	5.0
	ONGC(인도국영석유회사)	8.35%	1.7
	MOGE(미얀마국영석유회사)	7.37%	1.5
	GAIL(인도국영가스회사)	4.17%	0.8
	한국가스공사	4.17%	0.8

자료: 대우인터, KB투자증권

주: 미얀마 관련 대우인터 총 투자비는 12.2억 달러+5.0억 달러 = 17.2억 달러

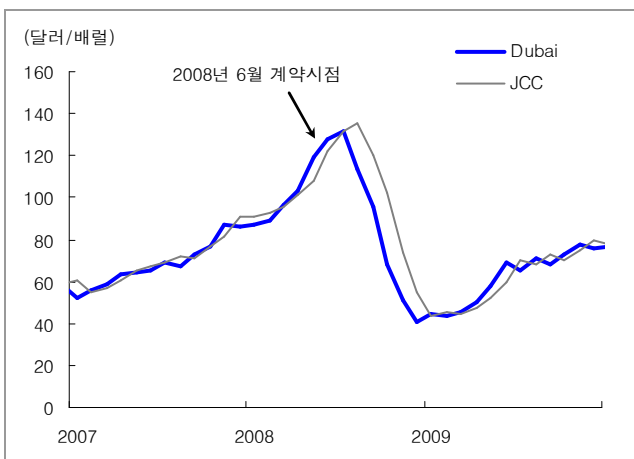
미얀마 가스전은 위낙 예전부터 부각된 이슈다 보니 많은 부분이 세밀하게 분석돼 있다. 하지만 당사가 자료 조사를 진행하는 과정에서 미얀마 계약 원문 일부를 발견했으며, 해당 자료에서 추가로 확인된 계약의 주요 내용은 아래와 같다 (자세한 원문은 Section V. 참조)

1. MOGE(미얀마 국영자원개발회사)와 컨소시엄 간의 PSC는 65:35이다.
(일부 증권사 추정치는 PSC를 60:40 또는 55:45로 반영하고 있어 재조정이 필요해 보인다)
2. 일일 생산량이 3억cf 이하일 경우는 PSC가 60:40로 조정된다.
(목표 산출량이 일일 5억cf이므로 PSC를 60:40로 적용 받는 기간은 1년 정도다)
3. Cost Recovery는 생산량의 50%가 최대치로 제한돼 있다.
(자원개발 계약의 일반적 제한 요건이어서 대부분 Max 50%로 예상, 적용하고 있다)
4. 가스가 생산되는 수심에 따른 PSC 조건도 있으나 유의미한 수준은 아니다.
(수심 600피트 이하에서 생산되는 가스의 경우 무조건 PSC 65:35이고, 이보다 깊은 수심에서 생산될 경우에만 2번 조건처럼 생산량에 따른 PSC 조정이 반영된다)

가스 계약 가격은 최소
7~8달러였을 것으로 추정

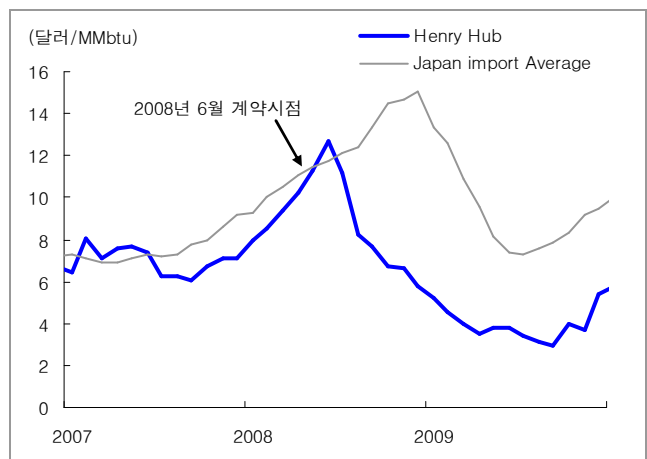
상기 조건 외에 가스 공급단가에 대한 부분이 가장 중요하지만 Confidential한 부분이라 구체적인 내용 파악은 불가능하다. 다만 중국 CNPC와의 장기 공급계약 체결 당시인 2008년 6월 말 전후로 가스 가격이 Henry Hub, JCC 모두 11~12달러 수준이었음을 감안할 때 장기 계약에 따른 할인을 반영해도 MMBtu당 최소 7~8달러에서 계약이 체결됐을 것으로 추정된다.

그림 56. 2007~2009년 유가 추이: 2008년 6월에는 125달러



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 57. 2007~2009년 Gas 가격 추이: 2008년 6월에는 12.2달러



자료: Bloomberg, KB투자증권

2분기 가격은 MMBtu당 7.8달러 수준으로 추정

이를 근거로 계약 당시 가스 가격은 MMBtu당 7.5달러로 가정했고, 그 이후 기간은 유가 상승률, 물가 상승률을 가중치 50%, 40%로 반영해 2013년 2분기 가스 공급 가격은 7.8달러로 추정했다. 그리고 향후 유가 및 물가 상승률은 연 평균 2%로 가정했다. 미안파 가스전의 가스 공급 가격은 유가 변동 50%, 물가 변동을 40% 반영하는 구조로 돼 있으며 매 분기별로 가격이 변동된다.

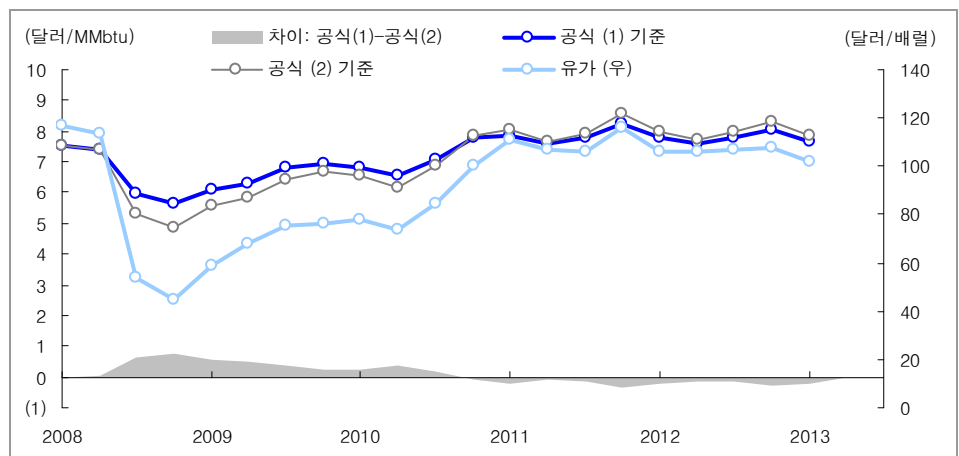
일반적으로 LNG 공급 가격은 ‘공급 가격 = A * 유가 + B’ — 공식 (1)의 형식으로 변동 부분(A * 유가)과 상수항(B)으로 구성돼 있는 게 일반적이다. 하지만 이 공식을 기준으로 공급 가격을 추정하려면 coefficient A와 constant B, 즉 2가지 변수의 기준치를 가정해야 한다. 상수항인 B를 높게 잡을수록 유가 변동분의 영향력이 줄어들기 때문에 최종 LNG공급 가격 변동성이 줄어들고, 반대로 상수항 B를 낮게 잡으면 유가 변동에 좀 더 민감해진다.

2가지 변수를 가정해야 하는 공식보다 간편한 것은 아래와 같은 일반 공식이다. 여기서는 기준이 되는 LNG 가격 하나만 변수로 작용하기 때문에 추정이 간편하다.

$$\text{당분기 공급 가격} = \text{전년동기 가격} * (1 + 50\% * \text{유가 변동} + 40\% * \text{물가 변동} + 10\%) \text{ — 공식 (2)}$$

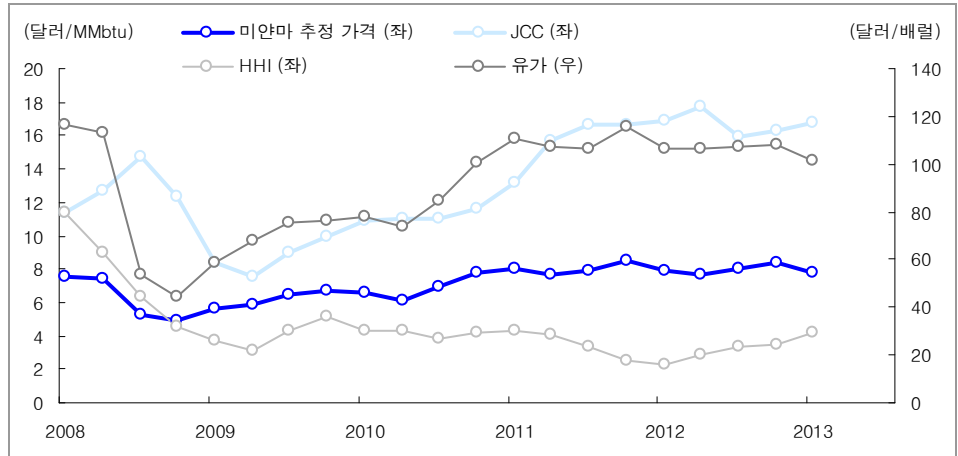
2가지 방식을 통해 LNG 공급 가격을 추정하면 유가 하락하는 구간에서는 Constant B의 영향으로 가격 변동성이 축소되는 공식 (1)의 LNG 가격이 공식 (2)보다 높게 산출된다. 반대로 유가 상승 구간에서는 공식 (2)를 통해 산출되는 LNG 가격이 더 높다. 하지만 <그림 58>에서 보듯이 양자 간의 가격 차이가 크지 않고 실적 추정에 아주 큰 차이를 주지는 않는다. 이를 감안해 당사 수익 추정에서는 공식 (2)에 따라 산출된 LNG 공급 가격을 기준으로 사용했다.

그림 58. 가격 산정 공식에 따른 LNG 가격 차이



자료: Bloomberg, KB투자증권 추정

그림 59. 미얀마 LNG가격 추정치: 공식 (2)를 기준으로 추정



자료: Bloomberg, KB투자증권 추정

표 10. 미얀마 LNG가격 추정치

(단위: 달러/MMBtu, 달러/배럴)	미얀마 추정 가격	일본 LNG 수입가	Henry Hub	Dubai 유가	일본 가격 대비 할인율
2Q08	7.5	11.4	11.4	116.7	-34%
3Q08	7.4	12.6	9.0	113.5	-41%
4Q08	5.3	14.7	6.4	53.6	-61%
1Q09	4.9	12.3	4.6	44.4	-57%
2Q09	5.6	8.4	3.7	59.0	-29%
3Q09	5.8	7.5	3.2	68.1	-19%
4Q09	6.4	9.0	4.3	75.5	-26%
1Q10	6.7	9.9	5.1	75.9	-30%
2Q10	6.5	10.9	4.3	77.9	-38%
3Q10	6.2	11.0	4.3	74.1	-42%
4Q10	6.9	11.1	3.8	84.4	-36%
1Q11	7.8	11.6	4.2	100.2	-32%
2Q11	8.1	13.1	4.4	110.7	-38%
3Q11	7.7	15.7	4.1	107.0	-51%
4Q11	7.9	16.7	3.3	106.2	-52%
1Q12	8.6	16.6	2.5	116.0	-48%
2Q12	8.0	16.8	2.3	106.4	-52%
3Q12	7.7	17.7	2.9	106.2	-56%
4Q12	8.0	15.9	3.4	107.1	-49%
1Q13	8.3	16.3	3.5	108.1	-49%
2Q13	7.8	16.8	4.2	101.7	-53%

자료: Bloomberg, KB투자증권 추정

국제 유가는 2008년 2분기 평균 117달러에서 2013년 4월에는 102달러로 14% 하락해 있다. 반면 미얀마 LNG 추정 가격은 같은 기간 7.5달러에서 7.8달러로 4.5% 상승한 것으로 추정된다. 이는 가격 산정 공식에 물가상승률이 가중치 40%로 반영돼 있어 5년 간의 누적 물가상승률 40%가량이 반영된 결과다 (누적 상승률 40% * 가중치 40% = 약 16%).

미안마 가스전 가치 산정에서 추가로 감안해야 할 점은 아래와 같다.

- ① Royalty : 자원개발 계약 관행상 10% 반영
- ② 법인세 : 초기 5년 면제 후 법인세율 25% 반영 (미안마 외국인투자기업 과세율)
- ③ 운영비 : 매출액 대비 30%
- ④ 감가상각 및 채투자 : 감가상각은 생산량 비례법, 채투자는 매출액 2% 가정

미안마 총 가치는 3.84조원
Upstream 2.22조원,
Pipeline 가치 1.62조원으로 구성

이러한 가정을 기반으로 현금흐름과 현재 가치를 추정하면 Upstream과 해저 Pipeline의 가치는 총 2.96조원으로 추정된다. 세분화하면 Upstream은 2.2조원, 해저 Pipeline은 7,400억이다. 육상 Pipeline은 운영권자와 지분율이 다른 별도 프로젝트이므로 추가로 가치 산정해 더해줘야 한다. 육상 Pipeline 가치는 8,830억원으로 추정된다. 세 가지 Step을 모두 합산한 미안마 프로젝트 가치는 총 3.84조원이다.

표 11. 미안마 Upstream 수익 추정·현재가치 2.22조원

(단위: 백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2041
가동률	13%	68%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	65%
일일 생산량	0.6	3.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	3.3
연간 생산량	228.1	1,231.9	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,186.3
공급단가 (\$/MMBtu)	7.0	7.1	7.3	7.4	7.5	7.7	7.8	7.9	8.1	8.2	8.4	11.5
유가상승률	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
물가상승률	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
매출액	161.5	887.8	1,338.9	1,363.0	1,387.5	1,412.5	1,438.0	1,463.8	1,490.2	1,517.0	1,544.3	1,383.9
Royalty	16.1	88.8	133.9	136.3	138.8	141.3	143.8	146.4	149.0	151.7	154.4	138.4
Cost Recovery	72.7	399.5	602.5	613.4	624.4	200.5	28.8	29.3	29.8	30.3	30.9	27.7
운영비	48.4	266.3	401.7	408.9	416.3	423.8	431.4	439.2	447.1	455.1	463.3	415.2
영업이익	24.2	133.2	200.8	204.5	208.1	647.0	834.0	849.0	864.3	879.9	895.7	802.7
영업이익률	15%	15%	15%	15%	15%	46%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
Tax Rate	0%	0%	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
순이익	24.2	133.2	200.8	204.5	208.1	485.3	625.5	636.8	648.2	659.9	671.8	602.0
MOGE	14.5	86.6	130.5	132.9	135.3	315.4	406.6	413.9	421.3	428.9	436.7	391.3
컨소시엄	9.7	46.6	70.3	71.6	72.8	169.8	218.9	222.9	226.9	231.0	235.1	210.7
순이익률	6%	5%	5%	5%	5%	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
대우인터 인식	4.9	23.8	35.8	36.5	37.2	86.6	111.7	113.7	115.7	117.8	119.9	107.5
(+) 자산상각비	9.3	53.8	80.6	81.5	82.4	83.4	84.3	85.3	86.3	87.3	88.3	70.4
% to Sales	5.8%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	5.7%	5.1%
(-) 설비투자	700.0	150.0	26.8	27.3	27.8	28.3	28.8	29.3	29.8	30.3	30.9	27.7
% to Sales	433.4%	16.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
누적 투자비	2,253	2,403	2,430	2,457	2,485	2,513	2,542	2,571	2,601	2,631	2,662	2,693
현금유입 (십억원)	(341.3)	196.3	407.6	414.7	421.8	210.6	166.1	168.8	171.5	174.3	177.1	153.8
할인기간	0.64	1.64	2.64	3.64	4.64	5.64	6.64	7.64	8.64	9.64	10.64	28.66
현재 가치 (십억원)	(324.9)	173.1	332.7	313.3	295.1	136.4	99.6	93.7	88.2	83.0	78.1	17.0

자료: KB투자증권 추정

해저 Pipeline은 생산물분배 계약과 무관하다. 직접 생산물이 발생하는 Step이 아니고 육상 가스 터미널까지 가스 운송만 이루어지는 과정이기 때문이다. 해저 Pipeline 사용료가 얼마로 책정 됐는지가 동 프로젝트 가치 산정의 핵심인데, 추정할 수 있는 근거 자료가 부족해 사용료 1.0 달러로 가정했다. 육상 운송료를 제외한 가스 가격 7.8달러에서 12.8%를 차지하는 수준이다. 미얀마 정부 입장에서는 해저 Pipeline 사용료를 높게 책정할수록 수익 구조가 불리해지므로 높은 가격이 반영돼 있을 것으로 예상하기 힘들다.

표 12. 해저 Pipeline 수익 추정: 현재가치 7,400억원

(단위: 백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2041
가동률	13%	68%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	65%
일일 생산량	0.6	3.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	3.3
연간 생산량	228.1	1,231.9	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,825.0	1,186.3
사용료 (\$/MMBtu)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.6
유가 상승률	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
물가 상승률	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
매출액	23.1	126.8	191.3	194.7	198.2	201.8	205.4	209.1	212.9	216.7	220.6	197.7
Royalty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운영비	6.9	38.0	57.4	58.4	59.5	60.5	61.6	62.7	63.9	65.0	66.2	59.3
영업이익	16.1	88.8	133.9	136.3	138.8	141.3	143.8	146.4	149.0	151.7	154.4	138.4
영업이익률	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Tax Rate	0%	0%	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
순이익	16.1	88.8	133.9	136.3	138.8	105.9	107.8	109.8	111.8	113.8	115.8	103.8
MOGE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
컨소시엄	16.1	88.8	133.9	136.3	138.8	105.9	107.8	109.8	111.8	113.8	115.8	103.8
순이익률	70%	70%	70%	70%	70%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
대우인터 인식	8.2	45.3	68.3	69.5	70.8	54.0	55.0	56.0	57.0	58.0	59.1	52.9
현금유입 (십억원)	9.1	49.8	75.1	76.5	77.8	59.4	60.5	61.6	62.7	63.8	65.0	58.2
할인기간	0.64	1.64	2.64	3.64	4.64	5.64	6.64	7.64	8.64	9.64	10.64	28.66
현재 가치 (십억원)	8.6	43.9	61.3	57.8	54.5	38.5	36.3	34.2	32.2	30.4	28.6	6.4

자료: KB투자증권 추정

주: ① 해저 Pipeline은 PSC와 무관해 Royalty, 순이익 배분에서 MOGE 귀속분이 없음

② 해저 Pipeline의 Cost Recovery, 감가상각, 재투자비는 모두 Upstream 단계에 함께 반영

Pipeline은 미얀마와 PSC 이슈가 없어 지분을 대비 높은 수익 가능

육상 Pipeline 사용료에 대해서는 별도 Payment가 이루어진다. 육상 Pipeline 사용료는 톤당 2.5 달러로 가정했다. 육상 Pipeline은 총 연장이 792km로 해저 Pipeline 110km에 비해 운반거리는 7 배에 가깝다. 따라서 해저 Pipeline 사용료를 톤당 1.0달러로 가정하고 육상 Pipeline은 톤당 2.5 달러로 가정한 것이 너무 보수적일 수 있다. 하지만 해저 Pipeline이 육상에 비해 투자비와 운영 난이도가 높기 때문에 단위 운반비가 높게 책정되고, 육상 운송료를 2.5달러로 가정해도 ROIC가 20% 이상 창출되기 때문에 무리 없는 가정으로 판단된다.

표 13. 육상 Pipeline 수익 추장 현재가치 8,830억원

(단위: 백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2041
공급단가 (\$/MMBtu)	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	4.4
매출액	57.7	317.7	480.1	489.7	499.5	509.4	519.6	530.0	540.6	551.4	562.5	522.2
운영비	17.3	95.3	144.0	146.9	149.8	152.8	155.9	159.0	162.2	165.4	168.7	156.7
영업이익	40.4	222.4	336.0	342.8	349.6	356.6	363.7	371.0	378.4	386.0	393.7	365.5
영업이익률	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Tax Rate	0%	0%	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
순이익	40.4	222.4	336.0	342.8	349.6	267.5	272.8	278.3	283.8	289.5	295.3	274.1
순이익률	70%	70%	70%	70%	70%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
대우인터 인식	10.1	55.7	84.1	85.8	87.5	67.0	68.3	69.7	71.1	72.5	73.9	68.6
(+) 자산상각비	7.7	44.8	67.2	68.0	68.8	69.6	70.5	71.4	72.3	73.2	74.1	60.3
(-) 설비투자	550.0	150.0	24.0	24.5	25.0	25.5	26.0	26.5	27.0	27.6	28.1	26.1
누적 투자비	1,850.0	2,000.0	2,024.0	2,048.5	2,073.5	2,098.9	2,124.9	2,151.4	2,178.4	2,206.0	2,234.1	2,794.3
현금유입 (십억원)	(138.3)	32.3	104.5	106.4	108.4	85.8	87.4	89.0	90.6	92.3	94.0	84.9
할인가	0.64	1.64	2.64	3.64	4.64	5.64	6.64	7.64	8.64	9.64	10.64	28.66
현재 가치 (십억원)	(131.6)	28.5	85.3	80.4	75.8	55.6	52.4	49.4	46.6	43.9	41.4	9.4

자료: KB투자증권 추정

PSC (Product Sharing Contract)는 기본적으로 자원보유국에 유리한 계약 조건이고 개발권자에 할당되는 몫이 크지 않다 (상세한 내용은 Appendix 참조). 미얀마 가스전에 대우인터의 계약 조건을 적용하면 Cost Recovery 기간에는 Upstream 전체 생산분의 56.8%를 컨소시엄이 가져오고, Cost Recovery 이후에는 이 비율이 23.6%까지 떨어지게 된다.

기본적으로 생산물에 대한 Royalty 10% 가량을 자원보유국 정부에 납부해야 하고, PSC 비율도 자원보유국 (또는 국영자원개발회사)이 60~65%, 나머지 35~40%를 개발권자가 가져가는 것이 일반적이다. 게다가 마지막 단계에 세금까지 자원보유국에 납부해야 하기 때문에 실질적인 수익은 전체 매출액의 20~30% 수준에 그치는 것이 일반적이다.

미얀마 Upstream에서 미얀마 귀속분은 무려 81.1%

미얀마 가스전 역시 PSC가 MOGE 65%, 컨소시엄 35%로 설정돼 있어 일반적인 수익 구조에서 크게 벗어나지 않는다. 게다가 MOGE가 컨소시엄 지분을 15%를 보유하고 있어, 개발권자의 이익 가운데 15%도 미얀마로 귀속되는 구조다. 이를 감안해 최종 수익분배를 계산해보면 전체 생산물 가운데 미얀마 (정부와 MOGE 귀속분 합산)가 가져가는 비율이 무려 81.1%에 달한다.

표 14. Cost Recovery 후 수익 분배: 미얀마 몫이 81%

구분	개발회사	미얀마
생산량		100
Royalty (10% 가정)		→ 10
Royalty 공제 후 잔액		90
이익 분배 (미얀마 65%, 개발권자 35%)	31.50	↔ 58.50
Tax (세율 25%)	(7.88)	→ 7.88
개발회사 내 MOGE 지분 15%	(4.73)	→ 4.73
Total in-flow	18.90	81.10
분배 비율	<u>18.9%</u>	<u>81.1%</u>

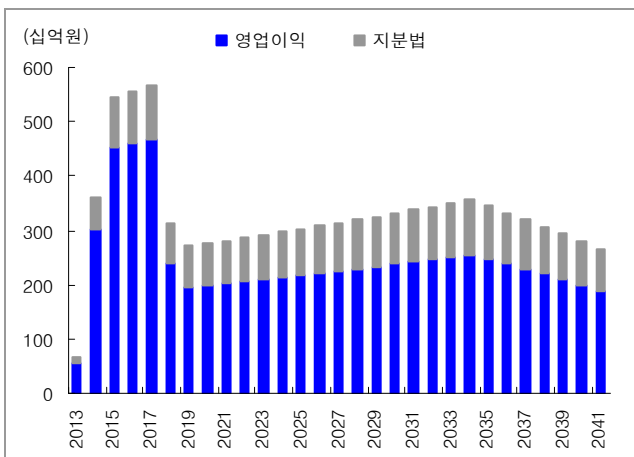
자료: KB투자증권

그럼에도 불구하고 미얀마 가스전 가치가 4조원에 가깝게 산출되는 것은 육상 Pipeline에도 지분 참여가 이루어졌기 때문이다. 중국 CNPC가 지분 50.9%로 운영권을 갖고 있는 육상 Pipeline은 자원 채굴과는 무관한 프로젝트이고 생산물이라는 개념도 없다. 당연히 PSC 이슈가 발생하지 않는다. 동 프로젝트에서 발생한 수익은 지분율에 따라 수익 배분이 이루어진다.

육상 Pipeline 프로젝트에서 대우인터의 지분율은 25.04%로 전체 수익의 25.04%를 가져온다. 미얀마 가스전 Upstream에서는 대우인터의 지분율이 51.0%로 육상 Pipeline 대비 2배에 달하는 지분을 보유하고 있지만 수익 인식 비율은 21~23%로 오히려 더 낮다. 이를 통해 ① PSC가 개발권자에 불리한 구조라는 점, ② 육상 Pipeline 덕분에 전체 미얀마 프로젝트의 수익 구조가 개선된다는 점을 파악할 수 있다.

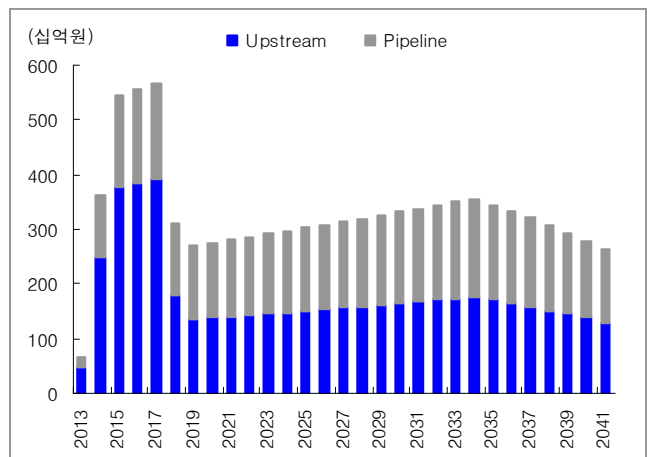
육상 Pipeline 프로젝트는 합작법인 형태로 사업이 진행되고 대우인터 재무제표에는 지분법이 이익으로 인식되게 된다. 이미 2010년부터 'SOUTH-EAST ASIA GAS PIPELINE COMPANY'라는 이름으로 관계기업에 등재돼 있으며 2012년 말 기준 장부가는 1,448억원이다.

그림 60. 미얀마에서 인식되는 이익 전망



자료: KB투자증권 추정
주: 2034년 이후 이익 감소는 생산량 감퇴기에 접어들기 때문

그림 61. Upstream과 Pipeline 이익 전망



자료: KB투자증권 추정

표 15. 미얀마 가치 민감도 Table

WACC \ 유가 상승률	0%	1%	2%	3%	4%
6%	4,505	4,653	4,813	4,987	5,175
7%	4,024	4,150	4,285	4,432	4,590
8%	3,617	3,724	3,840	3,964	4,098
9%	3,269	3,362	3,461	3,567	3,682
10%	2,970	3,051	3,136	3,228	3,327

자료: KB투자증권 추정

2. 미얀마와 신규 광산 활동으로 이익 급증, ROE 개선

미얀마에서 인식되는 세전이익은
2014년 3,613억원
2015~2017년 5,500억원 수준

미얀마 가스전 상업생산에 따른 순이익 인식은 세전이익 기준으로 2013년에는 664억원, 2014년 3,613억원, 2015년 5,451억원, 2016년 5,551억원으로 급증할 전망이다. Cost Recovery가 감소하고 Tax가 반영되는 2018년에는 이익 기여가 3,127억원으로 감소하지만 이후에도 2041년까지 연평균 3,100억원 가량의 세전이익이 발생할 전망이다.

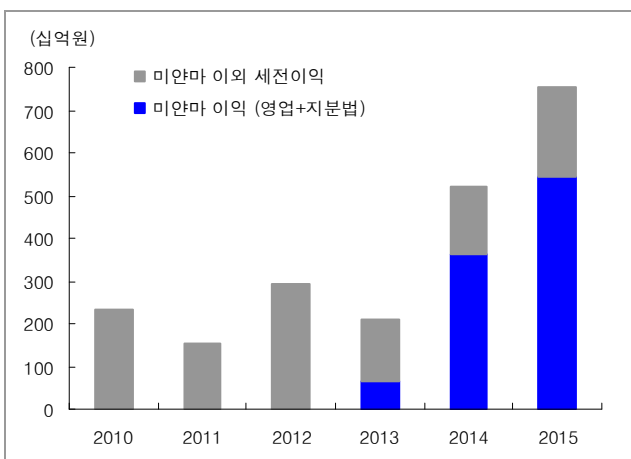
이에 따라 대우인터의 연결 순이익은 2013년 1,680억원에서 2015년 6,010억원까지 급격하게 증가하고 ROE도 2012년 10.5%에서 2015년 20.1%로 크게 개선될 것으로 예상된다. 2012년 말 미얀마 가스전은 장부가 1.2조원의 무형자산으로 인식돼 있는데, 현재까지는 무수익 자산이나 마찬가지로 있기 때문에 ROE 저하 요인으로 작용했다. 하지만 2013년부터 이익 창출이 시작되면서 ROE 개선 효과가 두드러질 전망이다.

표 16. 대우인터 재무제표에 반영되는 미얀마 손익

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	103.5	569.2	858.4	873.9	889.6	905.6	921.9	938.5	955.4	972.6	990.1
영업이익 — (a)	55.3	300.1	452.6	460.7	469.0	239.1	195.4	198.9	202.5	206.2	209.9
OPM	53.4%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	26.4%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%
지분법 — (b)	11.1	61.3	92.6	94.4	96.3	73.7	75.1	76.6	78.2	79.7	81.3
총 세전이익 기여 - (a)+(b)	66.4	361.3	545.1	555.1	565.3	312.7	270.6	275.6	280.7	285.9	291.2
Upstream 이익	46.2	250.3	377.4	384.2	391.2	179.6	134.9	137.3	139.8	142.3	144.9
해저+육상 Pipeline 이익	20.2	111.1	167.7	170.9	174.1	133.1	135.6	138.2	140.9	143.6	146.3
Pipeline 이익 비중	30.4%	30.7%	30.8%	30.8%	30.8%	42.6%	50.1%	50.2%	50.2%	50.2%	50.2%

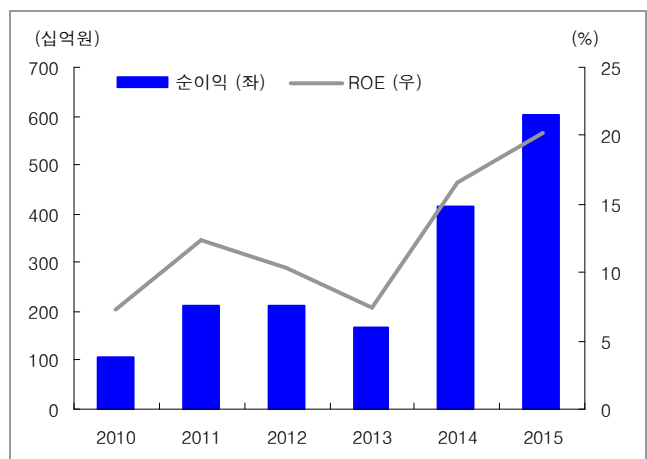
자료: KB투자증권 추정

그림 62. 전체 세전이익과 미얀마 이익



자료: KB투자증권 추정

그림 63. 순이익, ROE 전망



자료: KB투자증권 추정

**Cost Recovery 종료 후에도
평균 3,500억원 현금흐름 창출**

미얀마에서 창출되는 영업 현금흐름은 2013년에는 마무리 투자로 -4,700억원을 기록할 전망이다. 하지만 수익이 본격화되고 Cost Recovery가 반영되는 2015~2017년에는 미얀마에서의 현금흐름이 연간 6천억에 달할 전망이다. 2017년 이후에도 연 평균 3,500억원의 현금흐름이 유지될 것으로 보인다.

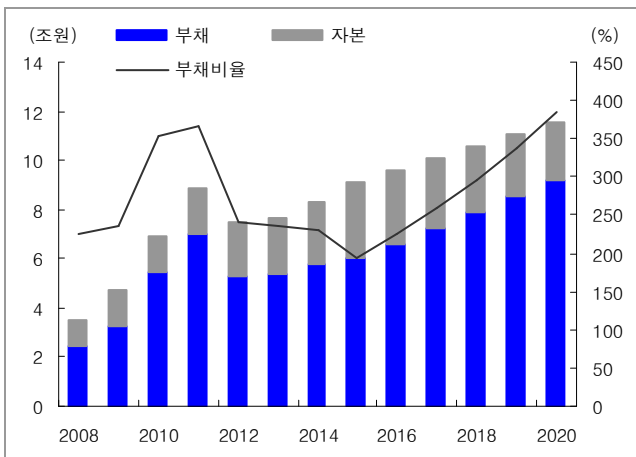
회사 측은 2020년까지 8조원을 투자한다는 중장기 계획을 갖고 있다. 미얀마 때문에 투자가 많았던 최근 2~3년간 연간 투자금액이 5천억 정도임을 감안하면 매우 공격적인 계획이다. 또한 POSCO가 재무구조 개선을 위해 보유자산을 매각하고 있는 상황에서 대규모 투자를 단행하기는 어려운 실정이다. 따라서 8조원 투자는 모두 현실화되기는 불가능하다.

하지만 한 가지 확실한 것은 미얀마 상업 가동으로 회사의 체질이 크게 달라진다는 점이다. 기존 연간 EBITDA 1,600억원짜리 회사에서 이제는 연간 5천억원의 회사로 바뀌는 것이다. 따라서 8조원의 투자는 아니더라도 부채비율을 훼손시키지 않으면서 과거보다 훨씬 공격적인 투자 집행이 가능해졌다.

**부채비율 200% 유지하면서
2020년까지 6.5조원 투자 가능**

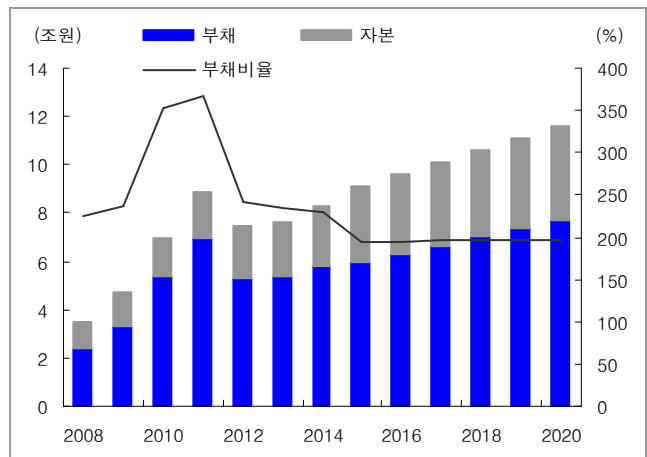
당사가 추정하는 바로는 부채비율 200%를 가이드라인으로 설정하더라도 2020년까지 총 2.4조원의 추가 차입이 가능하고, 내부에서 창출되는 현금흐름을 더하면 2020년까지 총 6.5조원의 투자는 가능할 것으로 보인다.

그림 64. 2020년까지 8조원 투자 가정시 부채비율 급증



자료: KB투자증권 추정

그림 65. 6.5조원 투자는 부채비율 200% 내에서 관리 가능



자료: KB투자증권 추정

계획대로 진행된다면 2014년부터는 암바토비 니켈 광산, 나라브리 유연탄 광산에서도 수익 창출이 시작되면서 순익에 기여할 것이다. 해당 광산에서의 이익 규모는 2개 광산을 합해도 연간 세전이익 260억원으로 미얀마와는 비교 안 되게 작지만 Cost Recovery에 따른 이익 변동 없이 안정적인 수익으로 인식될 것이다. 현재 개발 단계에 있는 미얀마 AD7도 향후 포텐셜이다. AD7은 미얀마 A-1/A-3 광구와 인접해 있어 자원 매장 가능성이 높고, 호주 Woodside가 40% 지분 참여해 자금에 대한 부담도 일부 덜었다. Woodside는 호주 최대 자원개발 업체이고 국내 동해 가스전 사업에도 참여한 바 있어 사업 시너지가 발행할 것으로 기대된다.

3. POSCO 글로벌 Capa 증설로 Trading 매출 증가

대우인터는 2010년 11월 포스코 그룹에 편입된 후 POSCO 철강재 취급 물량이 빠르게 증가하고 있다. 포스코 그룹에 편입되기 전에도 수출을 일부 담당하고 있었지만, 그룹사 편입 이후 수출 물량을 담당하는 비율이 빠르게 증가하고 있다. 2009~2010년에는 대우인터가 POSCO 전체 수출 물량의 21~23%를 담당했으나, 2011년 24.8%, 2012년 28.8%까지 비중이 높아졌다.

표 17. 대우인터 POSCO 철강재 취급 물량

(단위: 만톤)	2009	2010	2011	2012
열연	115	88	143	200
냉연	99	115	141	161
특수강	17	30	46	60
계	231	233	330	421
YoY 증가율		0.9	41.6	27.6
POSCO 수출량	1,005	1,108	1,332	1,460
POSCO 물량 커버율 (%)	23.0	21.0	24.8	28.8

자료: 대우인터, KB투자증권

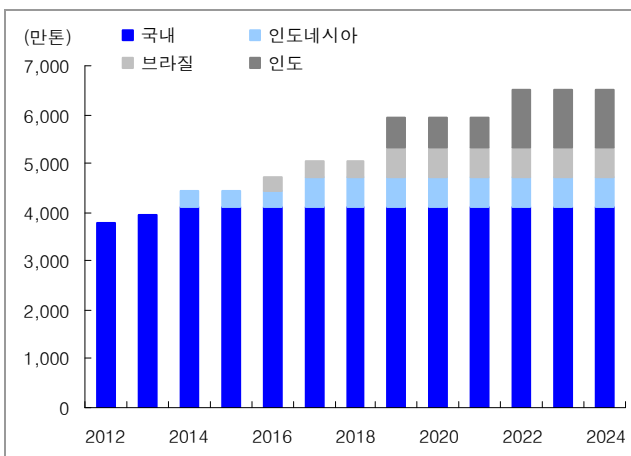
POSCO 글로벌 Capa 6,500만톤까지 확대될 예정

POSCO는 글로벌 상공정 Capa를 6,500만톤 수준까지 확대하는 중장기 계획을 갖고 있다. 현재 국내 공장 Capa는 3,800만톤이지만 2014년 초 4,130만톤으로 증가하고, 역시 2014년 초에 인도네시아에서 300만톤 Capa 고로가 완공, 가동된다. 2016년에는 동국제강과 합작한 브라질 300만톤 고로가 가동되는 등 향후 10년 내에 글로벌 Capa를 6,500만톤까지 확대할 것이다. 이는 현재 Capa 대비 72% 증가하는 것으로 수출 비중이 유지된다고 가정하면 POSCO의 수출 물량 역시 동일한 수준으로 증가하게 된다.

동사의 POSCO 취급 물량은 더 빠른 속도로 증가

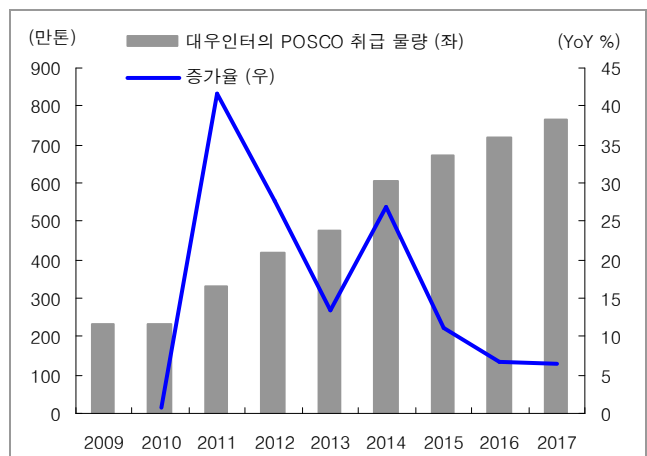
자연히 대우인터가 취급하는 POSCO 물량도 지속 증가할 것이다. 게다가 2012년 기준 28.8%인 POSCO 물량 커버율도 40% 수준까지 확대될 것으로 예상돼 POSCO의 Capa 증가 속도보다 대우인터의 물량 확대 속도가 더 빠르게 진행될 것으로 예상된다.

그림 66. POSCO 글로벌 Capa: 10년 내 6,500만톤까지 증가



자료: KB투자증권 추정

그림 67. 대우인터의 POSCO 취급 물량도 지속 증가할 전망



자료: KB투자증권 추정

대우인터 연간 매출에서 철강 Trading이 차지하는 비중은 33.6%로 가장 높다. 그리고 철강 매출의 대부분은 POSCO 연계 물량이다. 2012년 기준으로 철강 Trading에서 POSCO가 차지하는 비중은 80%로 절대적이다.

표 18. 대우인터의 철강 매출과 POSCO 매출 비중

(단위: 십억원)	전체 매출	철강 Trading	철강 비중	POSCO 물량 매출	철강 내 POSCO 비중
2010	16,062	4,018	25.0	2,800	69.7
2011	19,457	5,182	26.6	3,800	73.3
2012	17,571	5,911	33.6	4,700	79.5

자료: 대우인터, KB투자증권

이익 개선 효과는 작지만 Trading 이익은 지속적으로 발생한다는 점에서 긍정적

POSCO Capa 증설과 이로 인한 동사의 철강 Trading 매출 증가는 2017년에는 매출 9조원으로 확대될 전망이다. 2012년 기준 5.9조원에서 약 3조원의 매출이 증가하는 것이다. 철강 Trading 수익성이 평균 1.0~1.3% 수준임을 감안하면 영업이익 300~400억원 증대 효과다.

미얀마에서 인식되는 수익이 세전이익 기준 연 평균 3,300억원, Cost Recovery 기간에는 5천억원이 넘는 점을 감안하면 철강 Trading에서의 이익 증가는 매우 미미한 것이다. 하지만 상사의 비즈니스 구조가 'Trading에서의 안정적 이익 창출 + 자원개발에서의 이익 레버리지'임을 감안하면 안정적 수익 기반이 확대된다는 점에서 긍정적이다. 또한 자원개발은 Depletion이 정해져 있는 반면 Trading에서의 이익은 지속적으로 발생하는 수익이라는 점에서 차이를 두고 생각할 필요가 있다.

IV. Company Description

대우인터내셔널은 2000년 12월 (주)대우로부터 분할되면서 무역 업무를 전담하는 법인으로 재출범했다. IMF 당시 대우 그룹 부도로 1999년 (주)대우를 포함한 12개 계열사가 워크아웃에 돌입했고 대우인터는 2003년 12월 워크아웃에서 졸업했다. POSCO에 인수될 때까지 한국자산관리공사와 금융계 채권단 관리하에 있다가 2010년 11월 포스코 그룹에 편입됐다. 현재 POSCO의 지분율은 60.3%이고 국민연금이 9.2% 지분을 보유하고 있다.

미얀마 이외의 자원개발 수익은 미미한 수준

동사의 자원개발 사업은 미얀마 프로젝트 외에도 Oil&Gas 부문에서 5개, 비철금속 등 광물자원 관련 6개가 진행 중이다. 광물자원 프로젝트 6개는 아직 가시적인 수익이 발생하지 않고 있으나 Oil&Gas 프로젝트에서는 페루8광구, 베트남11-2광구, 오만LNG에서 수익이 발생하고 있다. 하지만 해당 3개 광구의 수익을 모두 합해도 2012년 기준 360억원로 세전이익 대비 12.3%에 불과하다.

표 19. 에너지자원 개발 사업

구분		지분율	매장량	자원개발 진행현황	비고	
에너지자원	생산단계	페루 8광구 (육상유전)	11.7%	4천만배럴	1996년 참여 (운영권자: Pluspetrol) 생산: 11,000 배럴/일 (원유)	DWIC 손익: '12년 17.2백만달러 '11년 10.5백만달러, '10년 10.2백만달러 '09년 9.6백만달러, '08년 15.5백만달러
		베트남 11-2 해상광구 (가스전)	4.9%	9천억 CF 23백만배럴	1992년 참여 (운영권자: 한국석유공사) 2006년 12월 상업생산 개시 생산: 154백만 입방피트/일 (gas) 3,800 배럴/일 (Condensate)	DWIC 손익: '12년 4.4백만달러 '11년 4.9백만달러, '10년 4.2백만달러 '09년 2.2백만달러, '08년 5.1백만달러
		오만 KOLNG (LNG플랜트)	20.0% (1% of OLNK)	14조 CF	1997년 참여 (운영권자: Shell) 2000년 생산시작 (2002년부터 배당) 생산: 5.6백만톤/년 (Capacity)	DWIC 손익: '12년 18.9백만달러 '11년 16.1백만달러, '10년 13.4백만달러 '09년 12.9백만달러, '08년 21.1백만달러
	개발단계	미얀마 A-1/A-3 해상광구 (운영권자) (가스전)	51.0%	4.5조~7.7조 CF	2008년 8월 A-1광구 생산물분배계약 체결 2004년 1월 쉘 (Shwe) 가스전 발견 2004년 2월 A-3광구 생산물분배계약 체결 2005년 3월 셰프 (Shwe Phyu) 가스전 발견 2006년 1월 미야 (Mya) 가스전 발견 2007년 8월 가스전 매장량 공인인증 (GCA)	'08년 12월 CNUOC와 가스판매계약 체결 '09년 11월 상업성 선언 '10년 2월 현대중공업 EPCIC 계약 체결 '11년 9월 미야 가스전 4개 생산정 시추 완료 '13년 5월 가스생산 개시 예정 * 개발공정률: 93% ('12년 말)
	동남아시아 가스관회사 (미얀마 육상 P/L)	25%	n/a	2010년 6월, SPC 설립 2011년 5월, 미얀마 파이프라인 건설공사 착수 2010년 10월, 845억원 출자 결정 (총자본금: 3,375억원)	총길이: 792.5km 참여자: CNPC (대주주: 50.9%) A-1/A-3 컨소시엄 (49.1%)	
탐사단계	미얀마 AD-7 해상광구 (운영권자)	100%	n/a	2007년 2월 생산물분배계약 체결 탐사사업 진행 중	'12.10~현재 Woodside사 (호주) 투자유치 본계약서 및 공동 운영 계약서 협상 진행 중	
	국내 대륙붕 6-1S 해상광구 (운영권자)	70.0%	n/a	2011년 8월 정부심의위원회 탐사권 허가 2012년 9월, 3차원 탄성파 자료획득 완료 2012년 7월~현재, 탐사정 시추 준비 중	참여자: 대우인터내셔널 70% 한국석유공사 30%	

자료: 대우인터내셔널, KB투자증권

표 20. 광물자원 개발 사업

구분	지분율	매장량	자원개발 진행현황
광물자원 생산단계	마다가스카르 암바토비 (니켈)	4.0%	1.7억만톤
	호주 나라브리 (유연탄)	5.0%	4.3억만톤
탐사단계	캐나다 키가빅 (우라늄)	1.7%	112백만파운드 (51천톤)
	호주 마리 (우라늄)	12.5%	n/a
	볼리비아 꼬로꼬로 (동)	5.0%	n/a
	카메룬 마요달레 (주석)	100% (운영권자)	n/a

자료: 대우인터내셔널, KB투자증권

미얀마를 제외하고 추가로 수익을 창출할 수 있는 광구로는 현재 생산단계에 있는 암바토비 니켈 (대우인터 지분율 4.0%), 나라브리 유연탄 광산 (대우인터 지분율 2.5%)이 있다. 하지만 해당 광산 프로젝트는 예상보다 상업생산 스케줄이 Delay되고 있으며, 지분율이 낮아 정상 생산을 시작하더라도 이익 기여는 크지 않을 것으로 전망된다.

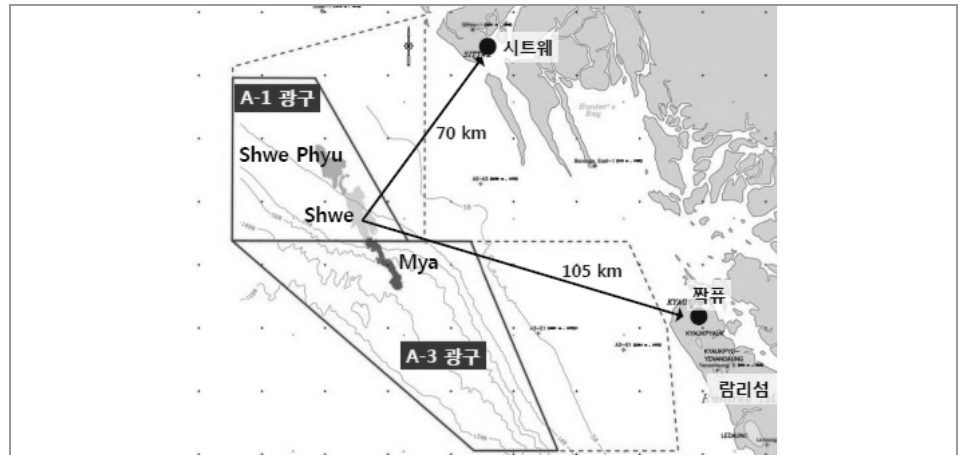
암바토비 니켈 광산은 당초 2010년 2분기부터 생산 예정이었으나, 생산 설비의 안정화 문제로 최종품 생산이 3차례나 연기되면서 2012년 9월에 들어서야 생산을 시작했다. 2013년 2월에는 암바토비에서 생산한 제품이 국내에 첫 입고됐으며 현재 60%대인 가동률이 2014년 중에는 100%에 도달할 것 (연간 6만톤 니켈 생산)으로 예상된다. 연간 가동률이 100%일 때 암바토비에서 기대할 수 있는 수익이 120억원 정도인데, 2014년에는 연중에 가동률 100%로 올리는 게 목표라서 기대되는 수익은 50억원 수준에 불과할 전망이다.

나라브리 유연탄 역시 이익 기대치는 크지 않다. 정상 가동시 연간 600만톤 유연탄을 생산할 수 있는데 유연탄 가격이 톤당 90달러 수준으로 낮아져 정상 가동하더라도 대우인터가 인식하는 수익은 90억원에 불과하다. 게다가 현재는 탄가 문제로 생산량을 조절하고 있는 상황이므로 현실적인 기대 수익은 역시 50억원 정도에 불과할 전망이다.

미얀마 프로젝트 기본 내용

미얀마 프로젝트 가스전은 A-1광구의 Shwe(쉐), Shwe Phyu(쉐퓨)와 A-3광구의 Mya(미야) 가스전을 통칭하는 것이다. 2004년 1월 Shwe 가스전이 가장 먼저 발견됐고, 2005년 3월 Shwe Phyu, 2006년 1월 Mya 가스전이 차례로 발견됐다.

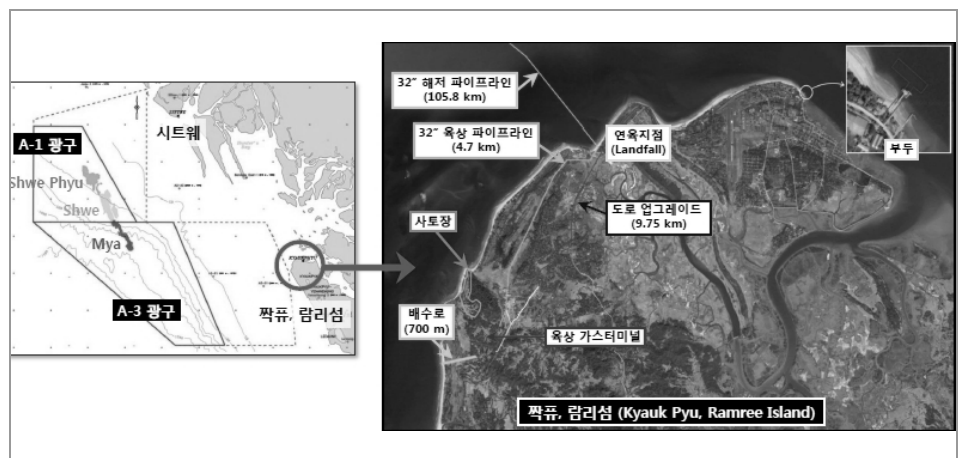
그림 68. 미얀마 가스전과 육상가스터미널이 위치한 짝퉁 Location



자료: 대우인터

미얀마 프로젝트의 3단계 Step 가운데 Offshore Midstream은 총 연장 110.5km의 해저 Pipeline과 육상가스터미널 (OGT; Onshore Gas Terminal)로 구성된다. 육상가스터미널은 미얀마 짝퉁 (Kyaukphyu)에 설치되고 Pipeline도 이곳으로 연결된다. 마지막 4.7km 구간은 육상 Pipeline이기 때문에 엄밀히 따지면 해저 Pipeline은 총 연장 105.8km에 해당한다. 대우인터와 중국 CNPC가 체결한 장기공급 계약에서 가스 가격은 육상가스터미널에서의 판매 가격이다.

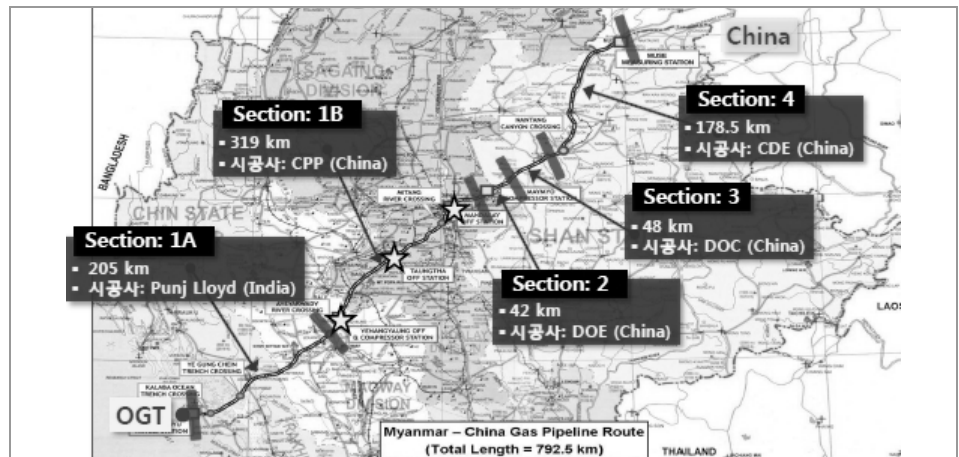
그림 69. 해저 Pipeline과 육상가스터미널



자료: 대우인터

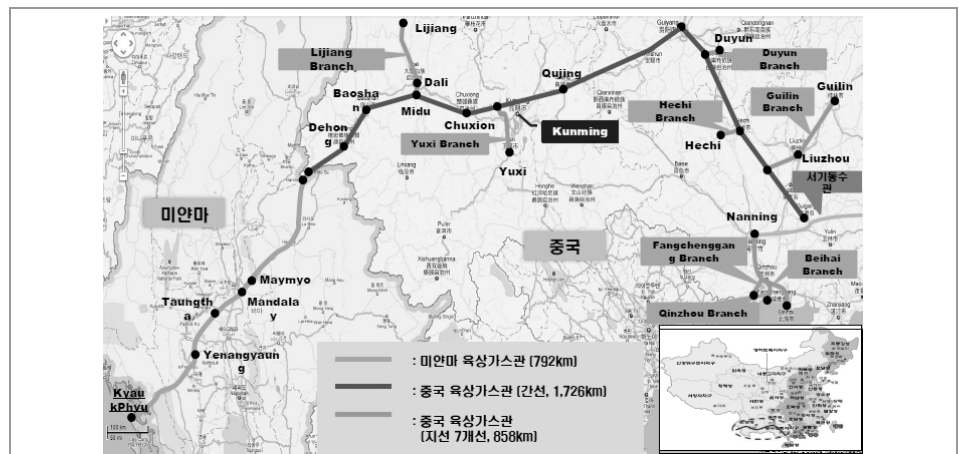
육상가스터미널 이후 단계는 중국 CNPC (China National Petroleum Corporation)가 담당하는 육상 Pipeline (총 연장 792km)으로 연결돼 전량 중국 내로 운반, 소비된다. 육상 Pipeline은 CNPC가 지분 51.0%로 운영권을 갖고 있으며 컨소시엄은 지분율에 따라 수익을 인식하게 된다. 육상 Pipeline은 사용료가 수익의 핵심인데, 국유기업인 CNPC가 에너지 가격 안정을 위해 낮은 사용료를 책정할 Risk가 있다. 이에 대비하기 위해 컨소시엄의 최소 수익을 보장하는 안전 장치가 마련돼 있는 것으로 알려져 있다.

그림 70. 육상 Pipeline: 5개 시공사가 5개 구간으로 나눠 공사



자료: 대우인터

그림 71. 중국 내 가스관으로 연결돼 중국 각지로 이송 가능



자료: 대우인터

V. 대우인터 미얀마 계약 관련 세부 조항

1. 생산물분배 계약 (PSC) 관련

생산물분배 비율을 정하는 방식에는 정률로 정하는 것과 생산량의 증감에 따라 비율을 달리하는 방식이 있다. 생산량에 연동되는 방식은 보통 Sliding Scale이라고 하는데 미얀마 생산물분배 계약이 여기에 해당한다. 미얀마 가스전의 일일 생산 목표는 5억 입방피트인데 일일 생산량이 3억 입방피트 이하인 기간에는 MOGE가 60%를 분배 받고, 일일 생산량이 3억 입방피트를 초과할 경우에는 65%를 분배 받는다. 즉, 정상 가동을 기준으로 미얀마 가스전의 분배 비율은 MOGE 65%, 개발권자 35%인 셈이다.

원유에 대해서도 분배 조건이 설정돼 있는데, 일반적으로 원유, 가스가 혼합 생산되는 경우가 많기 때문에 조건을 걸어 놓은 것으로 보인다. 원유의 경우도 Sliding Scale 방식인데, 가스에 비해 생산량이 늘어날수록 MOGE Share가 급격히 증가한다. 생산량이 일일 15만 배럴을 넘는 경우에는 무려 90%가 MOGE 몫이다.

9.7. With respect to each Development and Production Area, Available Petroleum not taken for purpose of payment of the Royalty under Section 10 nor taken as Cost-Petroleum, as described in Section 9.4. and 9.5. in a Quarter shall be allocated between MOGE and Contractor according to the following incremental scale, based on average daily production over the Quarter from the relevant Development and Production Area.

a) Available Crude Gas for water depths of 600 feet or less :

MOGE Share 65% Contractor Share 35%

b) Available Crude Gas for water depths more than 600 feet :

표 21. 수심 600 feet 보다 깊은 곳에서 생산할 경우 분배 조건

Daily Production 조건	MOGE Share	Contractor Share
0~3억cf/day	60%	40%
3억cf/day 초과	65%	35%

자료: 업계 자료

c) Available Crude Oil for water depths of 600 feet or less:

표 22. 수심 600 feet 미만에서 생산할 경우 분배 조건

일일 생산량	MOGE Share	Contractor Share
0~2.5만 배럴	60%	40%
2.5~5만 배럴	65%	35%
5~10만 배럴	80%	20%
10~15만 배럴	85%	15%
15만 배럴 초과	90%	10%

자료: 업계 자료

d) Available Crude Oil for water depths more than 600 feet:

표 23. 수심 600 feet 미만에서 생산할 경우 분배 조건

일일 생산량	MOGE Share	Contractor Share
0~2.5만 배럴	60%	40%
2.5~5만 배럴	65%	35%
5~10만 배럴	75%	25%
10~15만 배럴	80%	20%
15만 배럴 초과	90%	10%

자료: 업계 자료

2. Cost Recovery 관련

미얀마와 대우인터가 체결한 생산물분배협정 제9조 제4항은 Cost Recovery 비율을 최대 50%로 정하고 있다.

9.4. Contractor shall recover all Petroleum Costs in accordance with Annexure “C” in respect of all Petroleum Operations hereunder to the extent of and out of **a maximum of fifty percent per Quarter** of all Available Petroleum from the Contract Area...

3. 자원개발국 지분 참여권

미얀마 생산물분배협정은 미얀마 국영석유회사(MOGE)에 15%의 참여권을 부여하고 있으며, MOGE는 비용을 현금으로 직접 지급하거나 Carried 방식에 의해 MOGE에 귀속될 생산물로 지급할 수 있는 선택권을 보유하고 있다. Carried 방식이란 지분 참여와 더불어 그동안 개발에 기 투자된 일체의 비용에 대해서는 대가를 지불하지 않는 방식이다. 기 투자분에 대해서는 국영 석유회사가 비용을 지불하지 않기 때문에 해당 부분에 대해서는 Cost Recovery에도 참여하지 못한다.

19.1. MOGE shall have the right to demand from Contractor that **a fifteen percent undivided interest** in the total rights and obligations under this Contract be offered.

19.7. a), b)

4. 불가항력 요건

불가항력에 따른 계약 위반을 방지하기 위해 사전에 불가항력의 정의, 요건을 구체적으로 정하고 있다. 불가항력은 자원개발 과정에서, 또는 자원생산 과정에서 발생하는 응급 상황에 대처하기 위한 것으로 가스전 가치 산정과 관련해서는 고려 대상이 아니다.

Section 20. Force Majeure

20.1. In the event Force Majeure hinders, prevents or delays performance of any obligation under this Contract of the performance of any Petroleum Operations planned by Contractor for the purpose of fulfilling any such obligation: ... (중략)

20.2. For purposes of this Contract "Force Majeure" means any event beyond the reasonable control of the Party invoking it. By way of illustration only, Force Majeure includes but shall not limited to strikes, active hostilities or imminent threat of hostilities, blockades, riots, insurrection, fire, epidemics ... (중략)

5. 내수 판매 의무

자원개발국의 개발협정은 자국 내 생산된 석유, 가스의 일부를 자국 소비를 위해 우선 공급하도록 정하고 있다. 그리고 구매 가격도 시장 가격보다 낮게 책정하는 게 일반적이다. 미얀마 생산물분배협정에도 해당 규정이 포함돼 있는데 원유에 국한된 것이어서 가스를 주 생산하는 이번 프로젝트에는 크게 상관이 없다.

Section 14. Domestic Crude Oil Requirement

Contractor including MOGE pursuant to Section 19, shall after the Commencement of Commercial Production of Crude Oil, fulfill its obligation toward the supply of the domestic Crude Oil market in Myanmar ... (중략)... The Price MOGE shall pay Contractor for such Crude Oil shall be the equivalent of 90% of Fair Market Values as determined in accordance with Section 12 hereof, in US Dollars

6. 운영 통제권 관련

PSC에서 개발의 권한과 책임이 명목적으로는 자원개발국 (또는 NOC)에 부여되지만 실질적인 운영은 개발권자에 의해 이루어진다. 따라서 비록 협정서에는 자원개발국이 운영권자로 돼 있더라도 결국 개발권자가 전체적인 운영을 담당하고 있는 경우가 대부분이다. 물론 이와 달리 개발권자가 공식적으로 운영권을 갖고 포괄적으로 책임을 지는 경우도 있다.

18. Management Committee

18.1. MOGE retains by this Contract all the rights of management but recognizes that Contractor is responsible for the execution of the Work Programmes. For the purpose of the proper implementation of this Contract, the Parties shall establish a Management Committee within 45 days from the effective date.

The Management Committee shall have overall supervision and management of Petroleum Operations including approved Works Programmes and Budgets. The duties and responsibilities of the Management Committee shall be as prescribed in Annexure "E"

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	19,457	17,571	17,206	19,339	21,450
증감률 (YoY %)	20.8	(9.7)	(2.1)	12.4	10.9
매출원가	18,451	16,584	16,115	17,890	19,740
판매 및 일반관리비	841	836	832	920	1,007
기타	0	0	0	(0)	0
영업이익	165	152	258	529	704
증감률 (YoY %)	(8.9)	(8.2)	70.1	104.9	32.9
EBITDA	191	186	303	585	770
증감률 (YoY %)	(12.3)	(2.8)	63.3	92.8	31.7
이자수익	14	44	41	52	58
이자비용	78	149	197	213	201
지분법손익	136	221	36	93	130
기타	187	466	143	245	321
세전계속사업손익	153	292	210	521	751
증감률 (YoY %)	44.4	91.4	(28.2)	148.3	44.3
법인세비용	55	110	42	104	150
당기순이익	211	216	168	416	601
증감률 (YoY %)	77.0	2.3	(22.2)	148.3	44.3
순손익의 귀속					
지배주주	213	212	168	416	601
비지배주주	(2)	4	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	0.9	0.9	1.5	2.7	3.3
EBITDA마진	1.0	1.1	1.8	3.0	3.6
세전이익률	0.8	1.7	1.2	2.7	3.5
순이익률	1.1	1.2	1.0	2.2	

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	8,904	7,466	8,019	8,865	9,283
자산					
유동자산	5,460	4,306	4,413	4,924	5,063
현금성자산	577	381	313	612	538
매출채권	3,148	2,973	3,073	3,173	3,273
재고자산	1,232	767	832	935	1,037
기타	503	185	195	205	215
비유동자산	3,444	3,160	3,606	3,941	4,220
투자자산	1,847	1,180	1,228	1,277	1,329
유형자산	461	614	780	963	1,159
무형자산	1,136	1,366	1,598	1,701	1,732
부채총계	6,994	5,277	5,696	6,172	6,046
유동부채	4,780	3,850	3,966	4,138	4,309
매입채무	1,234	1,243	1,355	1,523	1,689
유동성이자부채	3,282	2,178	2,178	2,178	2,178
기타	264	429	433	438	442
비유동부채	2,213	1,427	1,730	2,033	1,737
비유동이자부채	2,009	1,340	1,640	1,940	1,640
기타	205	87	90	94	97
자본총계	1,910	2,189	2,323	2,693	3,238
자본금	516	569	569	569	569
자본잉여금	76	333	333	333	333
이익잉여금	960	1,157	1,290	1,661	2,205
자본조정	356	129	129	129	129
지배주주지분	1,907	2,188	2,321	2,692	3,236
순차입금	4,713	3,136	3,504	3,506	3,279
이자지급성부채	5,291	3,517	3,817	4,117	3,817

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	(1,019)	529	121	342	499
당기순이익	211	216	168	416	601
자산상각비	26	34	45	55	66
기타비현금성손익	(31)	23	(33)	(89)	(127)
운전자본증감	(1,148)	308	(59)	(41)	(41)
매출채권감소 (증가)	(832)	(105)	(100)	(100)	(100)
재고자산감소 (증가)	(285)	441	(65)	(103)	(102)
매입채무증가 (감소)	1	101	112	168	166
기타	(31)	(129)	(6)	(6)	(6)
투자현금	(565)	541	(459)	(302)	(220)
단기투자자산감소 (증가)	47	44	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	16	71	108
설비투자	(115)	(211)	(207)	(233)	(258)
유무형자산감소 (증가)	(310)	(188)	(236)	(108)	(36)
재무현금	1,534	(1,191)	266	254	(357)
차입금증가 (감소)	1,555	(1,170)	300	300	(300)
자본증가 (감소)	(20)	(21)	(34)	(46)	(57)
배당금지급	20	21	34	46	57
현금 증감	(49)	(121)	(72)	294	(78)
총현금흐름 (Gross CF)	205	272	180	382	541
(-) 운전자본증가 (감소)	2,395	(1,132)	59	41	41
(-) 설비투자	115	211	207	233	258
(+) 자산매각	(310)	(188)	(236)	(108)	(36)
Free Cash Flow	(2,615)	1,005	(322)	1	205
(-) 기타투자	0	0	(16)	(71)	(108)
잉여현금	(2,615)	1,005	(306)	72	313

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	14.0	20.3	26.2	10.6	7.3
PBR	1.6	2.1	1.9	1.6	1.4
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/ EBITDA	40.3	41.2	26.0	13.5	10.0
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.3	1.3
EPS	2,073	1,957	1,473	3,657	5,278
BPS	18,485	19,213	20,385	23,642	28,420
SPS	189,438	162,294	151,090	169,822	188,364
DPS	200	300	400	500	500
수익성지표 (%)					
ROA	2.9	2.6	2.2	4.9	6.6
ROE	12.1	10.5	7.4	16.6	20.3
ROIC	3.1	1.9	4.1	7.7	9.7
안정성지표 (% , X)					
부채비율	366.1	241.0	245.2	229.1	186.7
순차입비율	246.7	143.3	150.9	130.2	101.3
유동비율	114.2	111.9	111.3	119.0	117.5
이자보상배율	2.6	1.4	1.7	3.3	4.9
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.7	2.1	2.2	2.3	2.4
매출채권회전율	9.0	5.7	5.7	6.2	6.7
재고자산회전율	17.6	17.6	21.5	21.9	21.8
자산/자본구조 (%)					
투자자본	67.0	75.5	77.5	75.0	76.1
차입금	73.5	61.6	62.2	60.5	54.1

주: EPS는 완전회석 EPS

김현태 02) 3777-8128
htkim@kbsec.co.kr

이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

Initiation

투자 의견 (Initiate) **BUY**목표주가 (Initiate) **46,000 (원)**

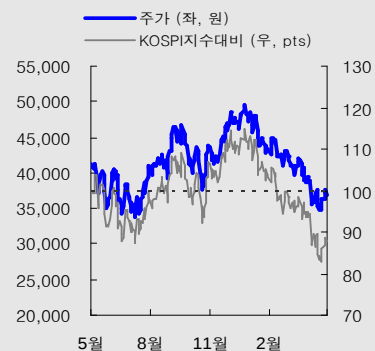
Upside / Downside (%)	25.5
현재가 (05/13, 원)	36,650
Consensus target price (원)	52,000
Difference from consensus (%)	(11.5)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	12,794	12,718	13,158	13,513
영업이익 (십억원)	205	175	209	247
순이익 (십억원)	229	151	197	249
EPS (원)	5,720	3,640	4,812	6,156
증감률 (%)	(10.5)	(36.4)	32.2	27.9
PER (X)	8.5	10.1	7.6	6.0
EV/EBITDA (X)	10.3	9.5	7.8	6.3
PBR (X)	1.3	0.9	0.8	0.7
ROE (%)	16.3	9.8	11.6	13.1

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(5.2)	(17.5)	(12.2)	(11.0)
KOSPI대비 상대수익률	(6.4)	(16.1)	(15.3)	(12.7)



Trading Data

시가총액 (십억원)	1,421
유통주식수 (백만주)	27
Free Float (%)	70.9
52주 최고/최저 (원)	49,600 / 33,700
거래대금 (3M, 십억원)	12
외국인 소유지분율 (%)	11.2
주요주주 지분율 (%)	구분준외 44인 28.0

자료: Fnguide, KB투자증권

LG상사 (001120)

3년의 공백기를 지나 다시 성장기로 진입

동사는 신규 광구 모멘텀 지연과 오만8광구 실망감으로 국내 상사 가운데 가장 부진한 수익률을 기록하고 있다. 하지만 2010~2012년이 신규 광구의 공백기였다면, 2013년 하반기부터 2014년까지 신규 광구 4개가 가동되면서 다시 한번 성장기로 진입하는 시점이 될 것이다. 신규 광구 가동으로 2015년까지 세전이익은 CAGR 30.0% 성장할 전망이다. 우려감은 기 반영됐고 이제는 하반기 모멘텀을 반영할 시점이다.

■ BUY, 목표주가 46,000원으로 Coverage 개시

LG상사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 46,000원을 제시한다. 목표주가는 무역부문 PER 7.0X, 자원부문 PER 12.0X를 적용해 산출한 2013년, 2014년 주당 가치를 산술 평균한 값이다. 자원부문 이익 성장으로 2015년까지 순이익이 CAGR 30.0% 증가하는 점을 감안하면 자원부문 PER 12.0X는 무리한 수준이 아니다. PBR 기준으로는 2013E PBR 1.1X, 2014E PBR 1.0X 수준이다.

■ 신규 가동 모멘텀 부재에 오만8광구 악재가 겹쳐 YTD 22%p 하락

동사 주가는 2009~2011년까지 국내 상사 가운데 상대수익률이 가장 좋았다. 2009년 오만8광구, 인니 MPP 상업 가동으로 자원개발 이익이 급증했고, GS리테일 지분법 이익과 매각차익 등으로 순이익이 3배 이상 증가했기 때문이다. 하지만 그 이후에는 뚜렷한 신규 광구 모멘텀이 없었던데다 오만8광구 생산 차질, 매장량 감소 등 부정적 이슈가 부각되며 부진한 주가 수익률을 기록 중이다.

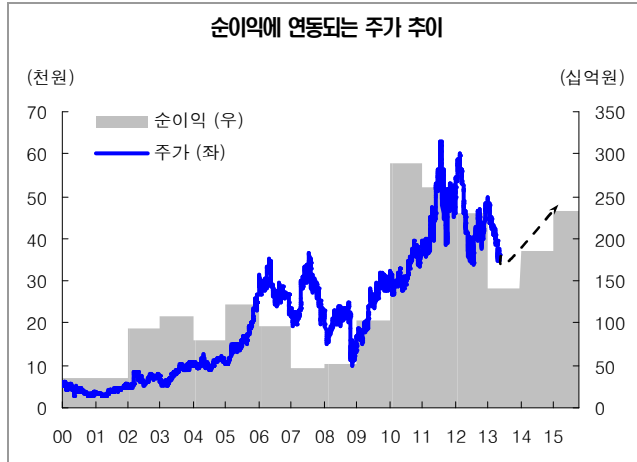
■ 2013~2014년 신규 광구 사이클 시작

2010~2012년은 자원개발 모멘텀의 공백기였다. 하지만 2013~2014년에는 총 4개의 신규 광구가 생산을 시작하고, 특히 이 가운데 3개 광구가 2013년에 집중돼 있다. 올해 하반기부터 자원개발 이익이 다시 증가하는 사이클이 시작될 전망이다. 4개의 신규 광구에서 발생하는 이익이 2014년 448억원, 2015년 990억원으로 증가하면서 전사 세전이익은 2015년까지 CAGR 30.0% 성장이 예상된다.

■ 우려감은 기 반영. 이제는 하반기 자원개발 모멘텀을 반영할 시기

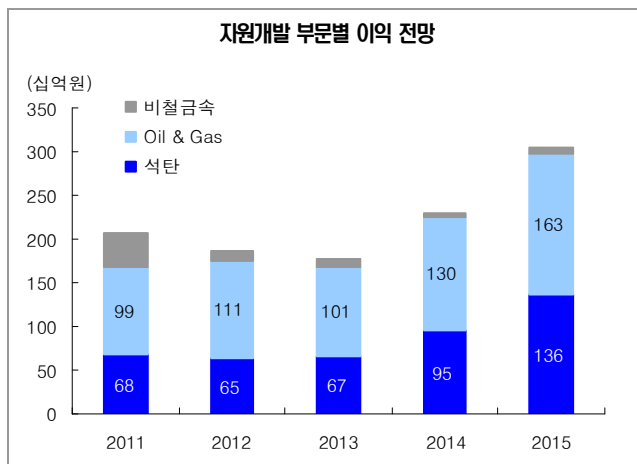
동사는 국내 상사 가운데 가장 많은 자원 Portfolio를 확보하고 있으며, 운영권자로서의 노하우도 타 상사 대비 월등하다. 따라서 자원개발 역량 면에서 가장 높은 점수를 받지만 한편으로는 성장성 측면에서 매력도가 다소 떨어진다. 게다가 상품 가격과 매크로에 대한 우려감이 높은 시기에는 자원개발 비중이 높다는 점이 오히려 부담이다. 하지만 이미 우려감이 반영돼 주가가 Historical 밴드 하단인 PBR 0.8X까지 하락했고, 올해 하반기부터는 신규 광구 모멘텀이 본격화된다는 점에서 매수 관점으로 시각을 전환할 필요가 있다.

I. Focus Charts



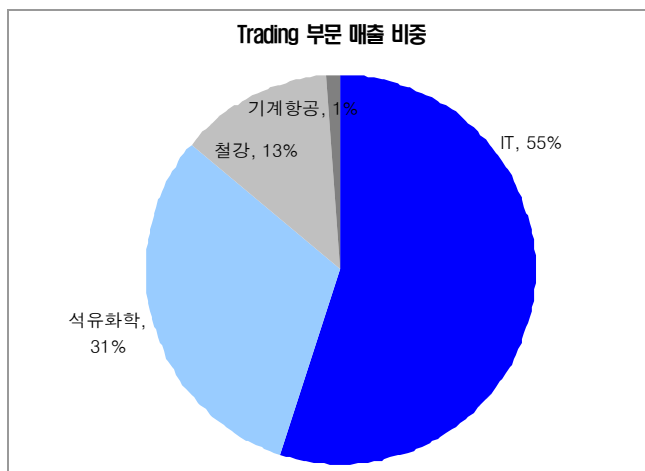
자료: LG상사, KB투자증권 추정

- LG상사 주가는 순이익과 연계성이 높음
- 2009~2010년 오만8광구, 인니 MPP 상업 가동으로 이익 급증하며 주가 큰 폭 상승
- 이후 신규 광구 모멘텀 둔화로 최근까지 주가 부진했으나, 2013년 하반기부터 신규 광구 모멘텀 다시 부각될 전망 (2013년 하반기 ADA, NW Konys, 2014년 인니 GAM)
- 이를 바탕으로 2015년 순이익 CAGR 30% 증가. 주가도 이를 반영해 하반기부터 재상승 전망



자료: LG상사, KB투자증권 추정

- 2013년 하반기 가동되는 카자흐스탄 ADA, NW Konys로 Oil&Gas 부문 이익 증가
- 2014년에는 인니 GAM 가동이 시작되면서 석탄 부문 이익도 2015년까지 증가. 인니 GAM은 현재 가동 중인 MPP 대비 최대 생산량이 4.5배에 달해 중장기 성장 동력
- 2013년 하반기~2014년까지 신규 가동되는 4개 광구의 이익 기여로 2015년까지 자원개발 이익 60% 증가 예상



자료: LG상사

- 동사는 IT계열사 비중이 높은 그룹 특성상 Trading에서 IT 매출 비중이 55%로 가장 높음
- 철강, 화학에 집중돼 있는 다른 상사의 Trading 부문과 차별화 요소
- IT계열사와의 시너지를 확대하기 위해 Trading을 넘어 관련 소재 구매와 중간재 제조를 위한 투자 진행 중
- 철강, 화학 산업의 국내 경쟁력이 약화되는 반면 IT는 글로벌 경쟁력을 확보하고 있어 동사의 Trading 경쟁력이 타사보다 우위

II. Valuation

투자의견 BUY,
목표주가 46,000원

LG상사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원으로 Coverage를 개시한다. 목표주가는 무역 부문 PER 7.0X, 자원부문 PER 12.0X를 적용해 산출한 2013, 2014년 주당 가치를 산술 평균한 값이다. 자원부문 이익 성장으로 2015년까지 순이익이 CAGR 30.0% 증가하는 점을 감안하면 자원부문에 적용한 PER 12.0X는 무리한 Valuation이 아니라고 판단된다.

목표주가는 PBR 1.0X 수준으로
ROE 감안하면 합당

PBR로 보더라도 목표주가는 2013E PBR 1.1X, 2014E PBR 1.0X 수준인데 10%가 넘는 ROE를 감안하면 합당하다. 인도네시아 GAM을 비롯한 신규 광구의 가동이 정상화되는 2015년에는 EPS가 6,156원까지 증가하기 때문에 주가 상승 여력은 시간이 지날수록 확대될 전망이다.

표 24. LG상사 목표주가 산장 2013~2014년 주당 가치를 산술 평균

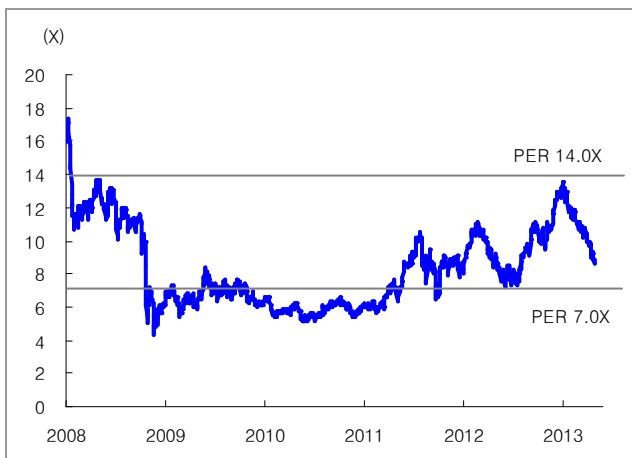
항목	2012	2013	2014	2015
세전이익	299.9	185.7	245.4	313.9
GS리테일 처분이익	107.2	0.0	0.0	0.0
무역부문	49.2	36.4	51.5	45.6
자원부문	143.5	149.3	194.0	268.3
석탄	64.8	66.9	94.9	136.2
Oil & Gas	111.3	101.4	129.7	162.6
비철금속	10.4	9.3	4.1	5.9
이자비용	(22.9)	(28.3)	(34.8)	(36.4)
Tax rate	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
순이익				
무역	37.6	27.6	39.1	34.6
자원	109.7	113.5	147.4	203.9
Multiple				
무역	7.0	7.0	7.0	7.0
자원	10.0	12.0	12.0	10.0
사업 부문별 가치				
무역	263	194	274	242
자원	1,097	1,362	1,769	2,039
총 기업가치	1,360	1,555	2,043	2,282
주식수(백만주)	38.8	38.8	38.8	38.8
주당 가치(원)	35,100	40,100	52,700	58,900
EPS	5,720	3,640	4,812	6,156
현 주가 기준 PER	6.1	10.1	7.6	6.0

자료: KB투자증권 추정

2008년 이후 LG상사 주가는 forward PER 기준으로 7.0~14.0X, PBR 기준으로 0.8~1.4X 사이에서 등락을 보였다. PER보다는 PBR이 상대적으로 일정한 구간에서 등락을 보였는데, 최근 주가는 밴드 하단인 PBR 0.8X 근처까지 하락해 있다.

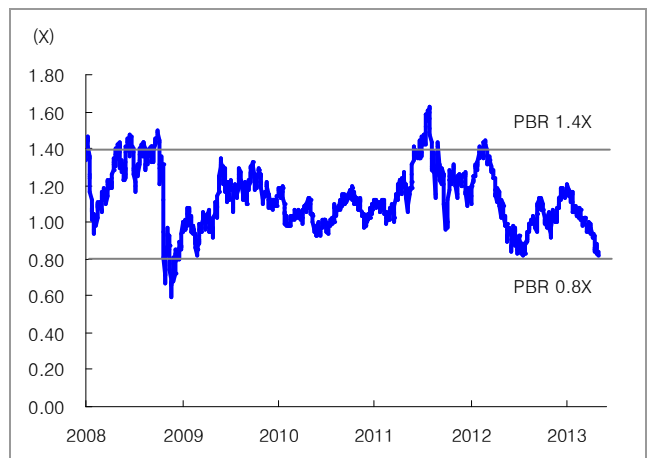
당사가 제시한 목표주가 46,000원은 forward PER 11.4X, PBR 1.1X 수준으로 2008년 이후 PER, PBR 밴드 구간에 속해 있다. PER 기준으로는 밴드 중간 값보다 다소 높으며 PBR 기준으로는 약간 낮은 수준이다.

그림 72. LG상사 forward PER 추이



자료: LG상사, KB투자증권 추정

그림 73. LG상사 forward PBR 추이

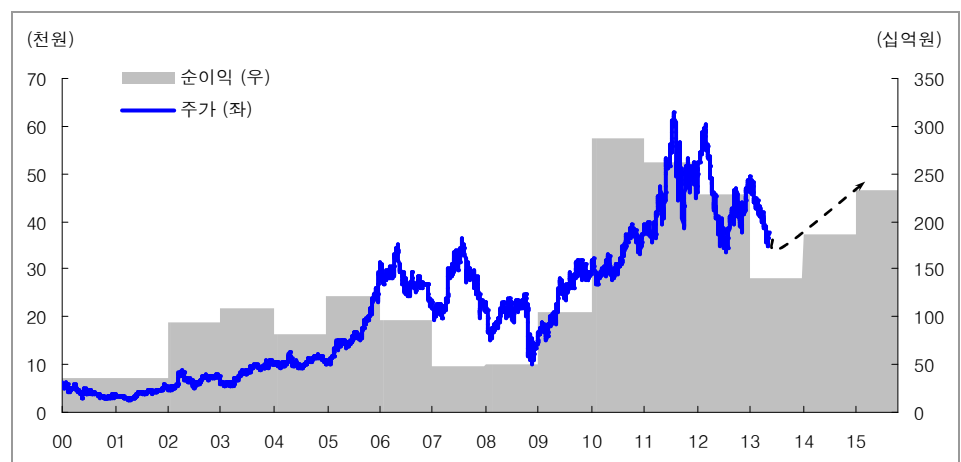


자료: LG상사, KB투자증권 추정

순이익과 주가 연계성 감안하면 하반기부터 주가 상승

LG상사 주가가 연간 순이익에 연동하는 경향이 뚜렷했음을 감안하면 2014~2015년 순이익 성장을 기대할 수 있는 2013년 하반기부터는 주가가 빠르게 회복될 가능성이 높아 보인다.

그림 74. 실적과 주가 연계성 감안하면 하반기 주가 상승 전망



자료: KB투자증권 추정

III. Investment Points

1. 2013년부터 신규 광구 사이클 시작

2010~2012년 신규 광구 모멘텀 부재

동사의 자원개발 광구 가운데 최근 3년간 신규 생산을 시작한 광구는 칠레 Fell 밖에 없었다. 그나마 신규 생산을 시작한 칠레 Fell 광구도 수익 기여는 전혀 없었다. 칠레 Fell 광구를 보유한 Geopark 칠레는 2011~2012년 274억원, 358억원 순이익이 발생했고, 이에 대해 지분율 20%만큼 수익을 인식해야 했으나 초기 지분 매입액에 대한 Premium을 상각하느라 실제 반영된 지분 법수익은 전혀 없었다 (표 25 참조).

2013~2014년은 모멘텀 재부각. 총 4개의 신규 광구 가동될 예정

하지만 2013~2014년에는 총 4개의 광구가 신규 생산을 시작하면서 다시 이익 증가 사이클이 시작된다. 2013년에 카자흐스탄 ADA, NW Konys가 2~3분기 중 상업 생산을 시작하고, Geopark 콜롬비아가 손익에 반영되면서 해당 광구 실적이 온기로 반영되는 2014년부터 실적이 빠르게 증가할 전망이다. 추가로 2014년에는 동사가 운영권을 확보한 인도네시아 GAM의 상업 생산이 시작될 예정이다. 신규 가동하는 4개 광구에서 추가되는 이익은 2014년 448억원, 2015년 990억원에 달할 전망이다 (2014~2015년 세전이익 대비 18.7%, 32.4%에 해당).

그림 75. LG상사 주요 광구 생산 시점 : 2010~2012년은 공백기, 2013년부터 신규 사이클 시작

품목	사업명	지분율	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
석탄	중국 Wantugou	30.0%										
	인니 MPP	75.0%										
	인니 GAM	60.0%										
Oil	오만8광구	50.0%										
	베트남11-2광구	11.3%										
	Geopark 칠레	20.0%										
	Geopark 콜롬비아	20.0%										
	카자흐 ADA	35.0%										
	카자흐 NW Konys	40.0%										
	비철 금속 RapuRapu	42.0%										
	Rosemont	10.0%										

자료: LG상사, KB투자증권

신규 광구 가운데 인도네시아 GAM에서 발생하는 이익은 2015년에 496억원까지 확대될 전망이다. 인도네시아는 MPP를 통해 운영 노하우를 축적해 놓은 상태여서 GAM의 상업 가동도 큰 차질이 없을 것으로 예상된다. GAM 역시 MPP와 마찬가지로 생산량 전부에 대해 Off-take 권리를 확보했기 때문에 Trading 수익도 추가될 것으로 전망된다.

GAM은 인도네시아 6위권 대형광산으로 2014년 생산량 200만톤을 시작으로 2021년에는 1,400만톤까지 생산량이 늘어날 것으로 예상하고 있다. 연간 310만톤을 생산하는 MPP의 연간 수익이 400억원 정도이므로 GAM 생산량이 1,400만톤까지 늘어나면 GAM 이익은 최대 1,800억원까지 늘어난다는 계산이다.

한편 신규 생산은 아니지만 칠레 Fell 광구도 지분 매입 Premium 상각이 마무리되면서 2013년부터는 지분법이익이 인식될 것으로 전망된다. Geopark 칠레의 순이익이 2012년 수준으로 유지된다고 가정하면 지분법이익은 76억원 인식될 것이다. 하지만 Premium 미상각 잔액을 정확히 파악할 수 없어 당사는 보수적으로 1/4 수준인 19억원만을 지분법이익으로 반영해 놓았다.

표 25. Geopark칠레 재무구조와 지분법 손익

(단위: 십억원)	2011	2012	2013E
자산	543.0	564.9	N/A
부채	300.0	286.3	N/A
자본	243.0	278.6	N/A
부채비율	123%	103%	N/A
매출	102.7	165.8	151.3
당기손익 — (a)	27.4	35.8	37.8
순이익률	27%	22%	25%
이론상 지분법이익 — (b) = (a) * 지분율 20%	5.5	7.2	7.6
실제 지분법 인식 — (c)	(0.6)	(0.2)	1.9
차이 — (b) - (c)	6.0	7.4	5.7

자료: LG상사, KB투자증권 추정

신규 광구 더해지면서
2015년까지 순이익 CAGR 30%
성장

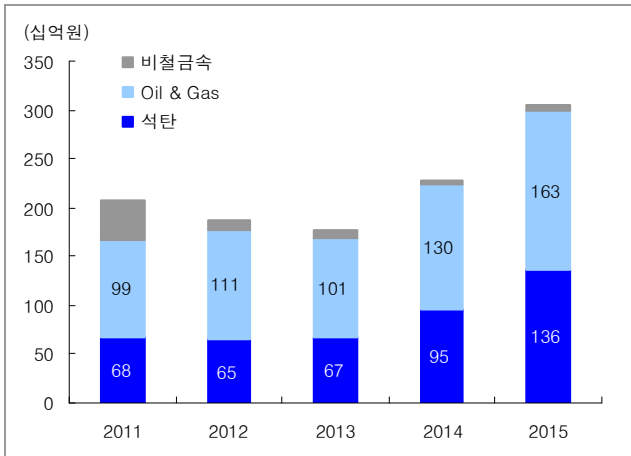
신규 광구의 본격적인 상업 생산, 기존 광구인 완투고 증산과 칠레 Fell 지분법수익 인식 등을 감안하면 2015년까지 자원개발 부문 이익은 CAGR 34.0% 성장할 전망이다. 전사 세전이익 기준으로 2013년 1,857억원에서 2015년 3,140억원으로 CAGR 30.0% 성장이 예상된다.

표 26. 주요 광구별 수익 신규 광구 효과로 이익 증가

(단위: 십억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
인니 MPP	25.0	46.8	38.4	37.3	37.9	38.5
인니 GAM	0.0	0.0	0.0	0.0	18.3	49.6
중국 Wantugou	10.8	16.9	25.3	28.1	35.7	43.4
오만8광구	98.7	68.5	87.2	70.9	69.5	78.9
베트남11-2광구	15.7	20.2	16.0	16.4	16.7	16.9
칠레 Fell	0.0	(0.6)	(0.2)	1.9	8.5	8.7
콜롬비아 Geopark	0.0	0.0	0.0	1.1	5.7	5.8
카자흐 ADA	(8.2)	0.2	0.8	2.3	14.8	31.6
카자흐 NW Konys	0.0	(1.2)	(1.3)	0.3	5.9	12.0
Others	25.6	55.7	20.3	19.3	15.7	19.3
기존 광구 이익	167.6	206.6	186.5	173.9	184.0	205.7
신규 광구 효과	0.0	0.0	0.0	3.7	44.8	99.0
자원개발 이익 합계	167.6	206.6	186.5	177.6	228.8	304.7
YoY %		23.3	(9.8)	(4.7)	28.8	33.2

자료: LG상사, KB투자증권 추정

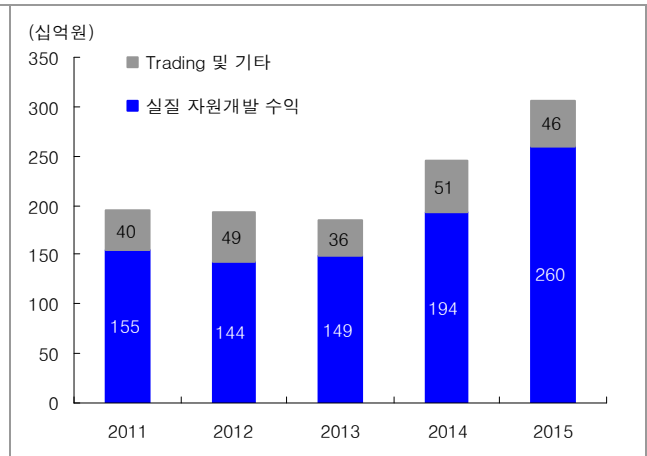
그림 76. 자원개발 수익 Breakdown



자료: LG상사, KB투자증권 추정

주: 자원개발 관련 이자비용 반영하지 않은 수치

그림 77. 전체 세전이익에서 부문별 이익



자료: LG상사, KB투자증권 추정

주: ① 2011, 2012년 GS리테일 처분이익 제거 기준

② 실질 자원개발 수익은 이자비용, 내부거래 제거 등 감안한 수치

동사는 순이익과 주가 연계성이 높다. 2009~2011년에는 오만8광구, 인니 MPP 본격 가동과 GS 리테일 매각 차익 등으로 순이익이 급증하며 주가가 큰 폭 상승했다. 하지만 이후 신규 광구 모멘텀이 약화되며 이익 감소와 주가 하락이 진행됐다.

2013년에도 순이익 1,411억원으로 전년대비 36.4% 역성장이 예상된다. 하지만 2012년 반영된 GS리테일 매각차익 1,072억원을 차감하면 2012년 수정 순이익은 1,402억원으로, 수정 순이익 대비로는 Flat 정도의 실적이다. 1분기 실적이 예상보다 부진했지만 작년 2~3Q에 오만8광구 파이프 교체로 생산 차질이 발생하면서 연결 순이익이 300억원 초반에 머물렀던 기저 효과가 작용하는 것이다.

동사의 주가는 전반적인 상품 가격 약세 분위기에 오만8광구 Cost Recovery 종료, 추정 매장량 감소 소식으로 하락 폭이 컸다. 2013년 YTD로 22.0% 하락했고 시장 수익률 대비 21.1%p 언더 퍼폼 중이다. 국내 종합상사 가운데 가장 부진한 수익률이다. 하지만 2013년 하반기부터는 카자흐스탄 유전 생산 개시, 2014년 인니 GAM 상업 생산이 모멘텀으로 작용하며 주가가 회복될 것으로 전망된다.

2. 자원개발의 선발 주자. 가장 많은 광구와 운영권 확보

국내 상사 가운데 자원개발 선두 주자

동사는 국내 상사 가운데 자원개발에 가장 먼저 뛰어 들었다. 그만큼 이미 많은 광구를 확보하고 있으며 운영권을 확보한 광구도 총 4개로 가장 많은 노하우가 축적돼 있다. 대우인터가 미얀마 가스전을 통해 처음으로 운영권을 확보했고, 현대상사는 운영권을 확보한 광구가 없다는 점을 감안하면 LG상사는 자원개발 역량에서 국내 상사 중 가장 앞서 있다고 볼 수 있다.

전체 자산에서 자원개발 관련 자산이 차지하는 비중도 동사가 가장 높다. 자원개발과 관련된 자산은 무형자산에 ‘개발, 생산광구’ 또는 ‘광업권’으로 인식돼 있거나, 관계기업투자를 통해 지분법으로 인식되는 구조로 이루어진다. 동사는 무형자산에 해외광구 관련 자산 8,880억원과 관계기업투자 형식으로 6,180억원이 투자돼 있다. 이는 전체 자산 대비 30%에 해당하는 것으로 대우인터의 21%, SK네트웍스 12%보다 높은 비중을 차지하고 있다.

표 27. 국내 상사별 자원개발 관련 자산 비중

(단위: 십억원)	LG상사	대우인터	SK네트웍스	현대상사	GS글로벌
자산총계	4,958	7,466	10,627	1,915	1,144
무형자산	928	1,366	162	68	79
해외광구	888	1,207	69	31	0
관계기업투자	618	392	1,209	113	5
해외광구+관계기업	1,506	1,600	1,277	144	5
자산 대비 비중	30%	21%	12%	8%	0%

자료: 각 사 자료, KB투자증권

동사는 현재 총 33개의 광구에 투자해 생산 광구 19개, 개발 2개, 탐사 12개에 사업을 영위하고 있다. 이 가운데 투자 규모나 지분을 측면에서 의미가 있는 광구는 19개로 압축되는데 이는 생산 광구 13개, 개발 2개, 탐사 광구 4개로 구성돼 있다.

표 28. LG상사 주요 광구

(단위: 천달러)	세부품목	국가	사업명	지분율	수익인식	누적 투자비
석탄	발전용탄	중국	Wantugou	30.00%	지분법	47,349
	발전용탄	호주	Ensham	15.00%	연결	97,779
	발전용탄	인도네시아	MPP	75.00%	연결	10,000
	발전용탄	인도네시아	GAM	60.00%	연결	246,469
	제철용탄	캐나다	Raven	20.90%	지분법	7,273
Oil & GAS	Oil & GAS	오만8광구	W. Bukha	50.00%	PSA	181,139
	Oil & GAS	베트남	11-2광구	11.25%	PSA	74,612
	Oil & GAS	칠레	Geopark	20.00%	지분법	160,000
	Oil & GAS	칠레	Geopark TdF	31.20%	지분법	4,671
	Oil	콜롬비아	Geopark	20.00%	지분법	14,920
	Oil & GAS	카자흐	ADA	35.00%	지분법	68,309
	Oil	카자흐	Zhambyl	2.70%	배당	17,922
	Oil	카자흐	NW Konys	40.00%	지분법	50,320
	LNG	카타르	Ras Laffan	0.28%	배당	3,304
구리	동정광, 전기동	볼리비아	CoroCoro	5.00%	배당	1,111
	동정광, 물리정광	미국	Rosemont	10.00%	지분법	35,152
	동정광, 아연정광	필리핀	RapuRapu	42.00%	지분법	3,674
기타	우라늄	호주	Marree	12.50%	연결	347
	탄산리튬	아르헨티나	Sal de Vida	10.00%	지분법	6,000

자료: LG상사, KB투자증권

주: 누적 투자비는 2012년 말 기준

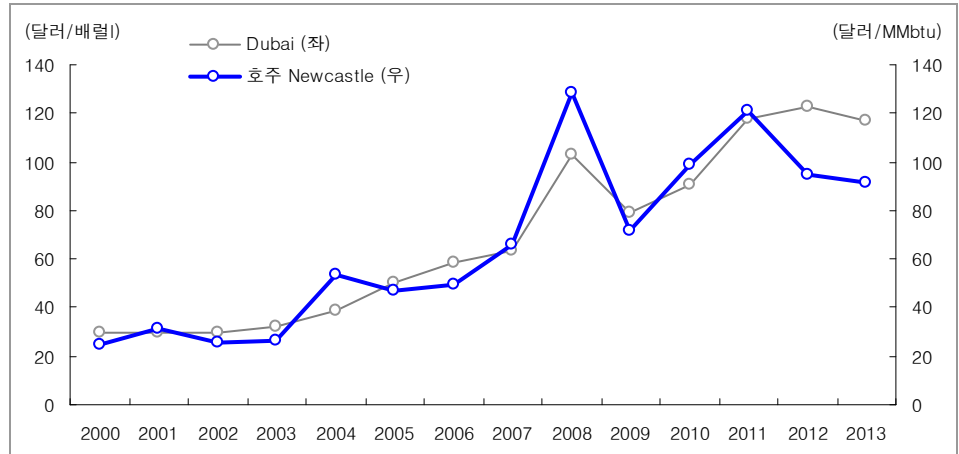
확보한 광구가 많은 만큼 Portfolio도 다변화돼 있어 석탄 광구 5개, Oil & Gas 9개, 비철금속 및 기타 광구 5개로 구성돼 있다. 이익 비중을 보면 2012년 전체 자원개발 이익 가운데 석탄에서 발생하는 수익이 35%, Oil&Gas 60%, 비철 및 기타 6%로 이루어져 있다.

동사가 운영권을 확보해 개발 중인 인도네시아 GAM 석탄 광산이 2014년부터 상업 생산을 시작하고, 중국 원투고의 생산량이 늘어나면서 2015년에는 자원개발에서 석탄이 차지하는 비중이 47%, Oil&Gas 51%, 비철 및 기타 2%로 석탄과 원유의 이익 비중이 유사해질 전망이다.

석탄과 원유의 가격 추이를 보면 변동성에서 차이가 있을 뿐 중장기 가격은 유사하기 때문에 석탄과 원유의 자원 다변화 의미가 퇴색돼 보일 수 있다. 하지만 원유는 Offshore 개발이 많아지는 추세인 반면 석탄은 내륙 생산이라는 점에서 차이가 있다.

해양 자원개발은 개발 환경과 생산의 안정성 면에서 변동이 큰 반면 석탄은 노천탄 방식의 생산이 많아 안정적인 생산이 가능하다. 또한 Offshore 광구는 Pipeline을 통해 생산하기 때문에 탄력적인 생산 조절 (특히 증산)이 어렵다는 단점이 있다. 반면 노천탄 또는 지하채탄은 설비 및 인력 조절을 통해 생산량 조절이 상대적으로 용이하다. 또한 석탄 및 비철금속은 Off-take 물량 확보를 통해 Trading 부문의 이익을 확대할 수 있는 장점이 있다.

그림 78. Dubai 유가와 호주 석탄 가격 방향은 유사 변동성은 석탄이 큼



자료: Bloomberg

자원 **Portfolio**가 이미 상당히 갖춰진 동사가 성장성 측면에서 불리한 것은 사실이다. 하지만 운영권이라는 무형자산 가치를 평가해 줄 여지가 있고, **Oil&Gas**와 석탄의 균형적인 자산 배분은 이익의 안정성을 높이는 요인이 될 것으로 판단된다. 또한 **Valuation** 측면에서 이미 국내 상사 가운데 **PBR**이 가장 낮아졌고, **Historical** 기준으로 주가가 **PBR** 저점 수준까지 떨어져 있다는 점은 메리트로 부각될 수 있을 것이다.

IV. Company Description

LG상사는 LG그룹의 일원으로 구분준 LG전자 부회장을 비롯한 오너 일가가 지분 27.94%를 보유하고 있다. LG그룹의 대부분 계열사가 Holding Company인 (주)LG에 속해 있는 것과 달리 LG상사는 (주)LG와 직접적인 지분 관계가 없다.

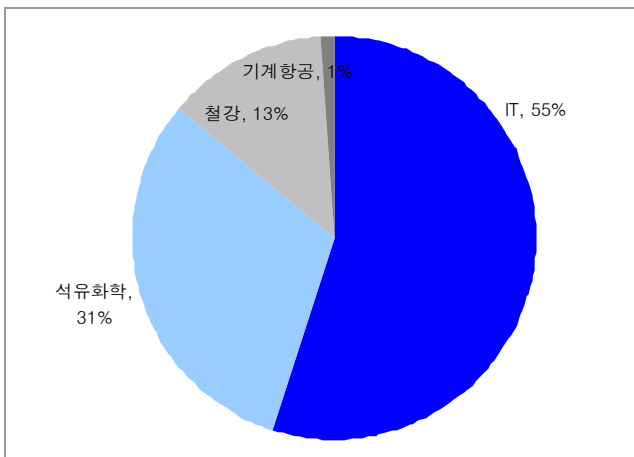
2006년 LG상사 내 패션 부문을 LG패션으로 분사하면서 기존 LG상사 대주주였던 구분걸 회장은 LG패션으로 자리를 옮겼고, 2007년 10월 구분준 現 LG전자 부회장이 최대주주가 됐다. 구분준 부회장은 2010년 9월 말 대표이사직을 사임했고 그 이후부터 전문경영인인 하영봉 사장이 대표이사로 LG상사를 경영해오고 있다.

국내 상사는 모(母) 그룹의 주력 산업군에 따라 Trading 부문 매출 구성이 달라진다. 대우인터는 포스코 그룹 편입 후 철강 매출이 빠르게 증가하면서 전체 매출에서 철강 비중이 33.6%를 기록하고 있으며 향후 POSCO 증설에 따라 비중이 더 높아질 전망이다.

다른 상사와 달리 Trading에서 IT 비중이 55%로 가장 높음

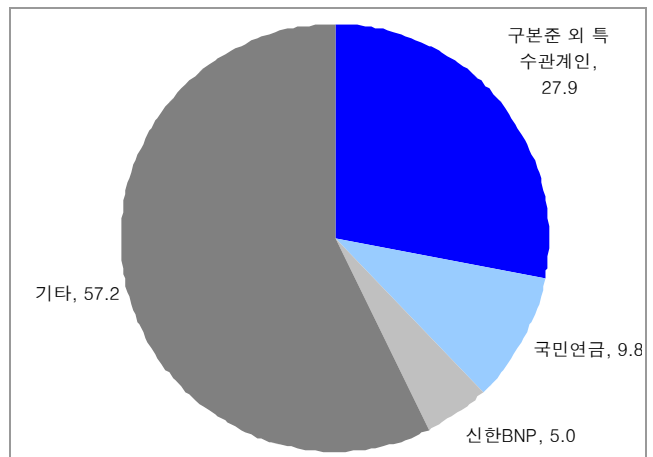
현대상사는 현대중공업, 현대차 그룹의 영향으로 매출 비중이 기계 41%, 철강 39%로 구성돼 있다. 반면 LG상사는 IT계열사 비중이 크고 철강 계열사가 없어 IT 비중이 55%에 달하는 반면 철강 비중은 13%에 불과하다.

그림 79. Trading 부문 매출 비중



자료: LG상사

그림 80. LG상사 주주 구성



자료: LG상사, 전자공시

**철강, 화학 Trading은 향후 성장
전망 불투명**

철강은 중국의 공급과잉 심화에다 국내마저 내부 증설로 공급과잉 전환돼 상당 기간 경쟁 심화, 저마진 구조가 고착화될 것으로 예상된다. 화학 역시 중동, 미국을 비롯한 자원 보유국의 화학 플랜트 건설로 인해 자원을 보유하지 못한 국내 기업들은 원가 경쟁력 면에서 점차 경쟁력을 잃어갈 우려가 커지고 있다.

철강과 화학은 소재 산업이라는 공통점을 갖고 있는데, 소재 산업은 B2C가 아니라 B2B 비즈니스라는 점, 제품의 차별화 요소가 매우 제한적인 특성 때문에 수급이 악화되거나 원가 경쟁력을 상실하면 좀처럼 돌파구를 찾기가 쉽지 않다. 철강은 수급 측면에서 난국에 봉착한 상태고 화학은 원가 경쟁력과 향후 수급 전망에 대한 우려가 많은 상태다.

따라서 철강과 화학 제품 Trading에 의존도가 높은 국내 상사의 Trading 비즈니스는 전망이 밝다고 보기 어렵다. 그룹사별 특성으로 인해 철강, 화학 부문도 일정 기간 성장 가능한 국면이 있겠지만 전반적인 수익성과 지속 가능성에 대한 우려는 앞으로도 지속될 것으로 예상된다.

**LG상사는 국내 IT산업의 경쟁력을
비탕으로 동반 성장 가능할 전망**

이러한 점을 감안하면 IT제품 비중이 높은 동사의 Trading 부문은 경쟁 우위에 있다고 볼 수 있다. 국내 가전사와 그룹내 가전사가 IT분야에서 글로벌 경쟁력을 갖추고 있는데다 이를 기반으로 Upstream으로 비즈니스 기회를 확대할 수 있기 때문이다. 동사는 이미 2차 전지사업과 관련해 원료 구매, 전구체 제조/판매를 시작하기 위한 투자를 진행하고 있다.

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	13,987	12,794	12,718	13,158	13,513
증감률 (YoY %)	3.6	(8.5)	(0.6)	3.5	2.7
매출원가	13,357	12,178	12,130	12,520	12,823
판매 및 일반관리비	467	410	414	429	443
기타	0	0	(0)	(0)	(0)
영업이익	163	205	175	209	247
증감률 (YoY %)	(16.0)	26.4	(15.1)	20.0	18.0
EBITDA	234	258	231	270	311
증감률 (YoY %)	14.2	10.1	(10.4)	16.7	15.3
이자수익	29	41	33	39	40
이자비용	48	52	47	47	47
지분법손익	177	25	45	77	109
기타	405	130	70	120	183
세전계속사업손익	372	300	186	245	314
증감률 (YoY %)	(2.2)	(19.5)	(38.1)	32.2	27.9
법인세비용	111	71	35	49	65
당기순이익	262	229	151	197	249
증감률 (YoY %)	(11.7)	(12.4)	(34.1)	30.1	26.5
순이익의 귀속					
지배주주	248	222	141	187	239
비지배주주	14	8	10	10	10
이익률 (%)					
영업이익률	1.2	1.6	1.4	1.6	1.8
EBITDA마진	1.7	2.0	1.8	2.0	2.3
세전이익률	2.7	2.3	1.5	1.9	2.3
순이익률	1.9	1.8	1.2	1.5	1.8

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	4,941	4,958	5,190	5,430	5,711
유동자산	3,114	2,936	3,090	3,253	3,458
현금성자산	563	783	799	884	1,027
매출채권	1,746	1,388	1,505	1,557	1,599
재고자산	657	672	694	718	737
기타	147	92	93	93	94
비유동자산	1,827	2,022	2,100	2,177	2,253
투자자산	1,203	961	1,000	1,040	1,082
유형자산	118	133	162	189	214
무형자산	506	928	939	948	957
부채총계	3,586	3,342	3,443	3,505	3,557
유동부채	2,802	2,423	2,520	2,578	2,625
매입채무	1,572	1,547	1,643	1,699	1,745
유동성이자부채	1,032	751	751	751	751
기타	197	125	127	128	129
비유동부채	784	919	923	927	932
비유동이자부채	756	814	814	814	814
기타	28	105	109	113	118
자본총계	1,355	1,616	1,747	1,925	2,154
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	102	102	102	102	102
이익잉여금	898	1,097	1,229	1,406	1,635
자본조정	146	76	76	76	76
지배주주지분	1,339	1,469	1,601	1,778	2,007
순차입금	1,225	781	766	681	538
이자지급성부채	1,789	1,565	1,565	1,565	1,565

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	216	456	124	166	192
당기순이익	262	229	151	197	249
자산상각비	71	52	56	60	64
기타비현금성손익	(18)	(37)	(41)	(72)	(105)
운전자본증감	(21)	307	(43)	(19)	(15)
매출채권감소 (증가)	(126)	325	(117)	(52)	(42)
재고자산감소 (증가)	182	(39)	(22)	(24)	(19)
매입채무증가 (감소)	(81)	18	96	57	46
기타	4	3	0	0	0
투자현금	(163)	(262)	(100)	(71)	(41)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(10)	(11)	(11)
장기투자증권감소 (증가)	(0)	281	16	46	78
설비투자	(124)	(48)	(47)	(49)	(50)
유무형자산감소 (증가)	(85)	(135)	(48)	(48)	(47)
재무현금	133	(45)	(19)	(19)	(19)
차입금증가 (감소)	146	(25)	0	0	0
자본증가 (감소)	(14)	(19)	(19)	(19)	(19)
배당금지급	14	19	19	19	19
현금 증감	191	144	5	75	132
총현금흐름 (Gross CF)	316	245	167	185	208
(-) 운전자본증가 (감소)	285	(301)	43	19	15
(-) 설비투자	124	48	47	49	50
(+) 자산매각	(85)	(135)	(48)	(48)	(47)
Free Cash Flow	(179)	363	29	69	95
(-) 기타투자	0	(281)	(16)	(46)	(78)
잉여현금	(179)	644	45	115	173

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	7.4	8.5	10.1	7.6	6.0
PBR	1.4	1.3	0.9	0.8	0.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/ EBITDA	13.0	10.3	9.5	7.8	6.3
배당수익률	1.1	1.0	1.4	1.4	1.4
EPS	6,393	5,720	3,640	4,812	6,156
BPS	34,555	37,894	41,294	45,864	51,778
SPS	360,857	330,076	328,123	339,479	348,633
DPS	500	500	500	500	500
수익성지표 (%)					
ROA	6.0	4.6	3.0	3.7	4.5
ROE	23.0	16.3	9.8	11.6	13.1
ROIC	8.6	9.5	8.2	9.3	10.5
안정성지표 (% , X)					
부채비율	264.7	206.9	197.0	182.1	165.2
순차입비율	90.4	48.4	43.8	35.4	25.0
유동비율	111.1	121.1	122.6	126.2	131.7
이자보상배율	8.7	19.1	12.8	26.8	36.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	3.2	2.6	2.5	2.5	2.4
매출채권회전율	9.6	8.2	8.8	8.6	8.6
재고자산회전율	19.5	19.3	18.6	18.6	18.6
자산/자본구조 (%)					
투자자본	48.0	49.1	49.6	48.8	47.2
차입금	56.9	49.2	47.2	44.8	42.1

주: EPS는 완전회석 EPS

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)**

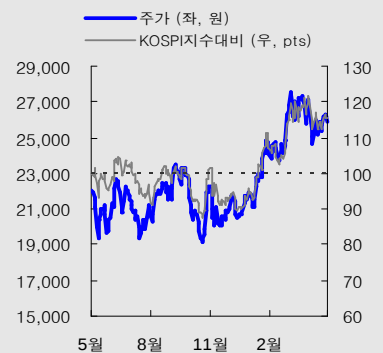
Upside / Downside (%)	55.3
현재가 (05/13, 원)	25,750
Consensus target price (원)	39,000
Difference from consensus (%)	2.6

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 (%)	현대중공업 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.

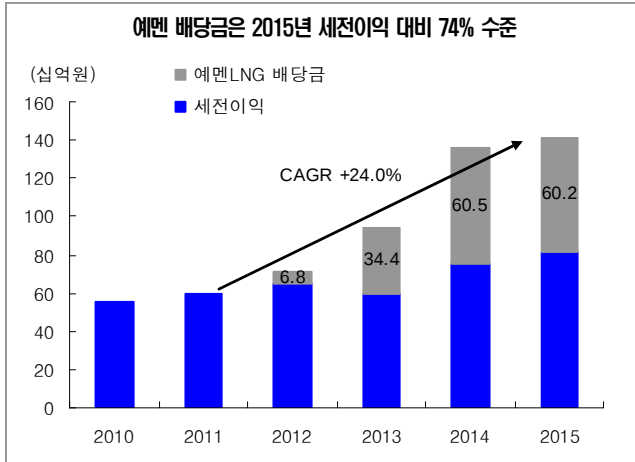
우크라이나 전동차는 상사로서의 역량이 총 집결된 사업

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.

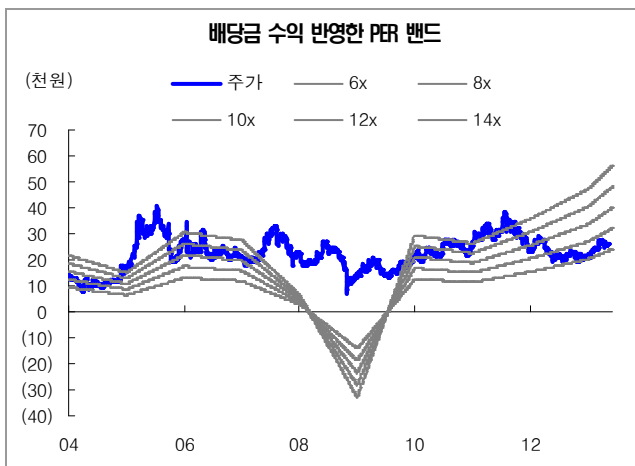
청도조선소는 연간 적자 폭 100억원 이상 감소

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.

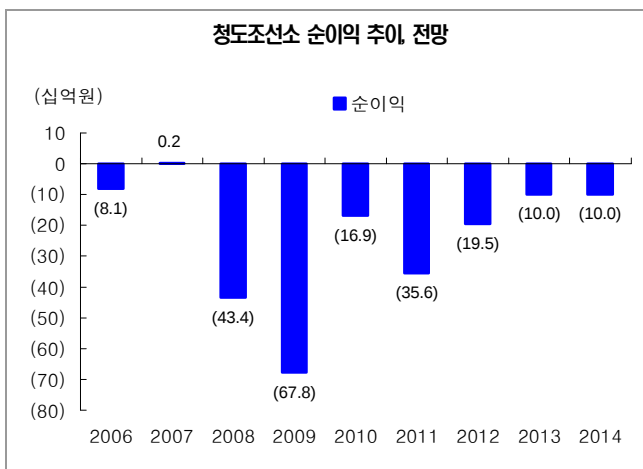
I. Focus Charts



- 동사가 지분 3.0%를 보유하고 있는 예멘LNG 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
- 예멘LNG 수익 개선은 가격 재산정 Formula와 증산에 의한 것으로 예측 가시성이 높아 자원개발의 불확실성과 무관함



- 예멘 배당금은 대여금 1,353억원을 회수할 때까지는 대여금과 상계 되는 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
- 예멘 배당금을 수익에 반영할 경우 현재 주가는 2013E PER 7.6X, 2014E PER 5.3X로 업종 내 가장 저평가 상태



- 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 손익 개선 효과 발생

II. Valuation

투자의견 BUY,
목표주가 40,000원

현대상사에 대해 투자의견 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

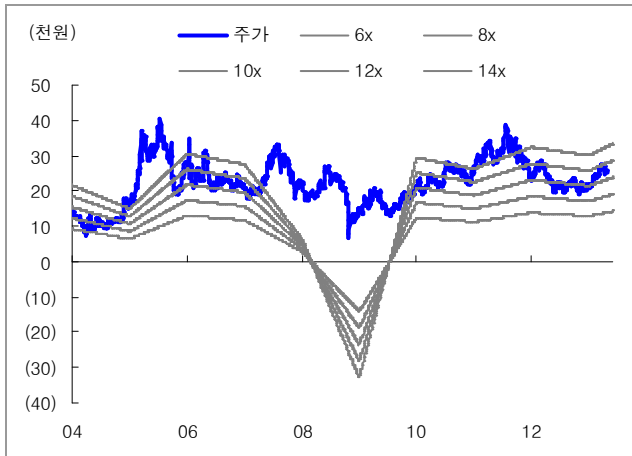
예멘 배당금이 2014년 605억원으로 세전이익 757억원 대비 80%에 달할 정도로 규모가 크기 때문에 이를 반영하지 않으면 실적과 주가 판단에 왜곡이 발생할 수 밖에 없다. 예멘 배당금을 손익에 반영한 조정 실적 기준으로 목표주가 40,000원은 2013년 PER 7.3X, PBR 1.7X, 2014년 PER 8.2X, PBR 1.5X에 해당한다.

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

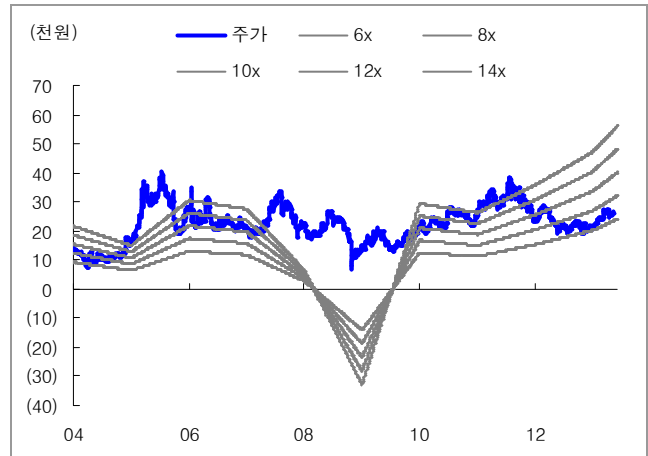
자료: KB투자증권 추정

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



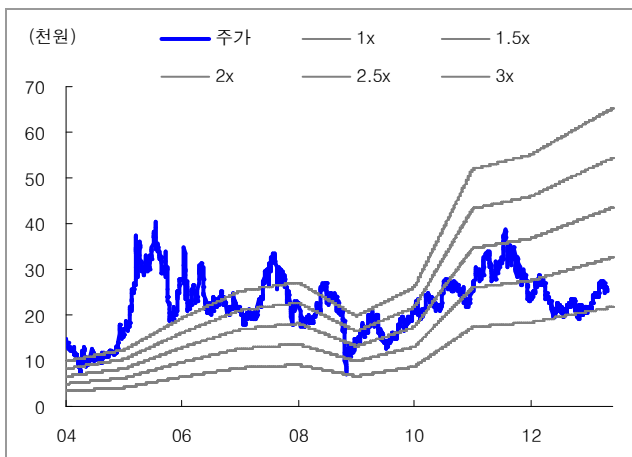
자료: KB투자증권 추정

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



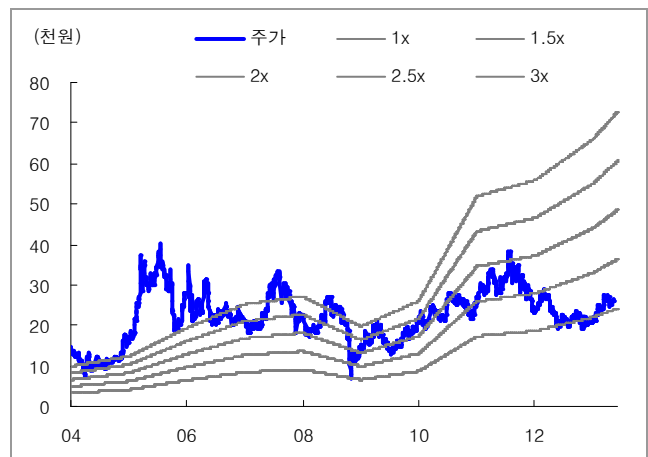
자료: KB투자증권 추정

그림 83. 예멘 배당금 감안하지 않은 PBR 밴드



자료: 현대상사

그림 84. 예멘 배당금 수익 인식한 PBR 밴드



자료: 현대상사

III. Investment Points

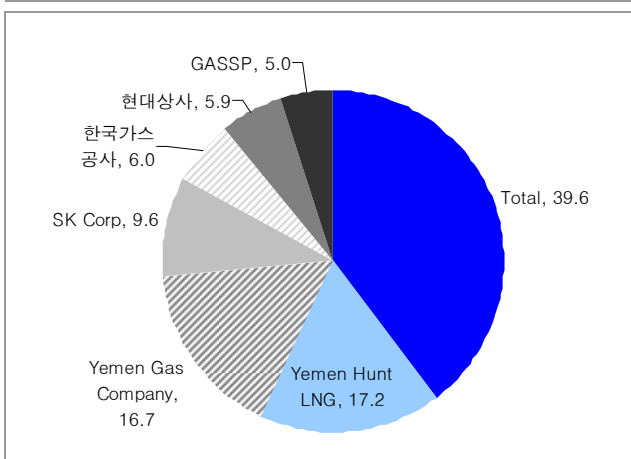
1. 예멘LNG 배당수익으로 자원개발 이익 2년간 121% 증가

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.

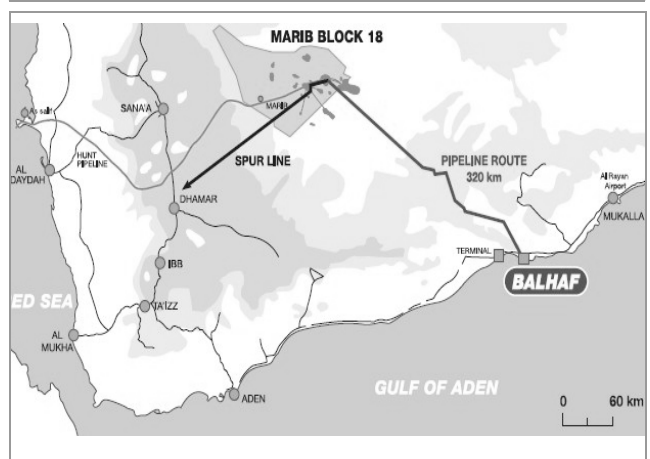
그림 85. 예멘LNG 컨소시엄 지분 구성



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

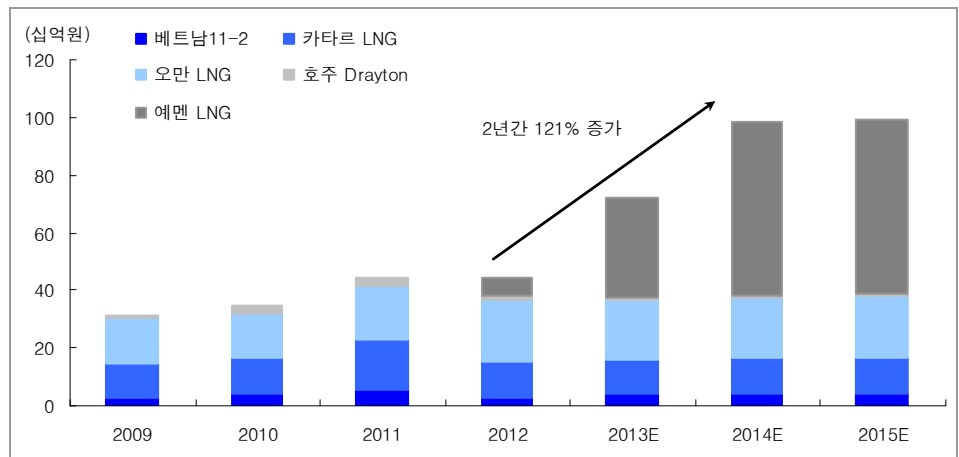
2013년 예상 배당금은 3천만불. 4월에 이미 1,360만불 확보

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 걸쳐 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
복미향	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 가시성 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 가시성을 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 600억원은 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.

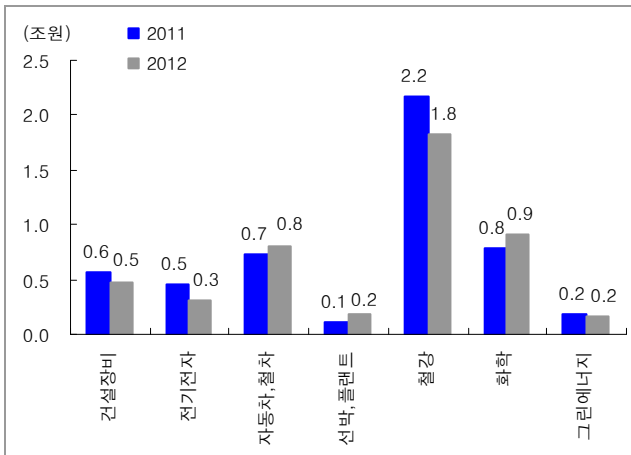
2. 우크라이나 전동차 수주로 Trading 부문 성장

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

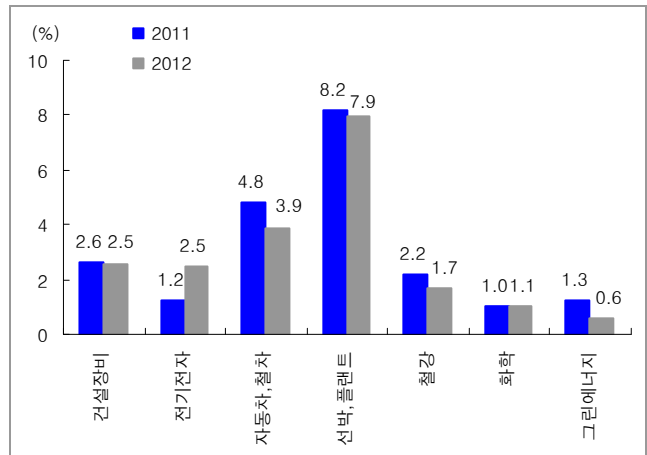
2011~2012년 자동차, 철차 부문의 매출총이익률이 평균 4% 중반인데, 우크라이나 사업은 동사의 주도적 역할로 비즈니스가 창출돼 마진이 더 높은 편이다. 보수적으로 수익성을 3.0%로 가정할 때 이번 프로젝트를 통해 총 수익 2,100만불, 연 평균 수익 700만불 (한화 77억원)이 추가될 것이다. 2012년 동사의 Trading 부문 영업이익 600억원 대비 12.8%에 해당하는 금액이다.

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 예정에 있다. 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
수량	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.

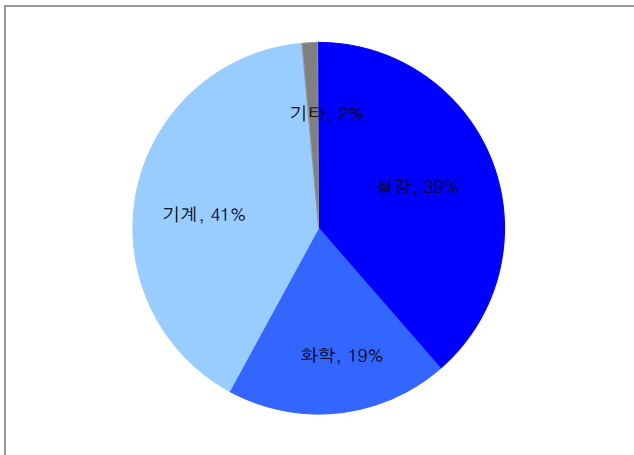
3. 그룹사와의 시너지로 Trading 매출 증가

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.

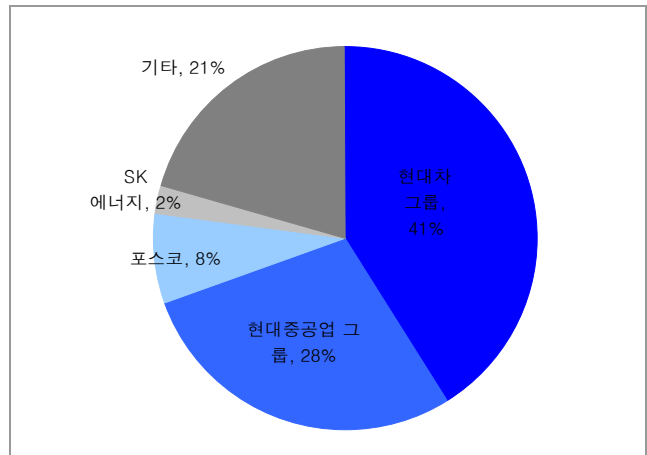
동사의 Trading 부문은 전체 매출 99.5%를 차지하고 있으며, Trading 매출에서 철강은 약 40%를 차지한다 (2011년 43%, 2012년 39%). 이 가운데 POSCO 물량이 차지하는 비중이 8% 이고 동국제강, 노벨리스코리아 등이 차지하는 비중까지 합해도 10% 수준이다. 즉, 나머지 매출은 그룹사인 현대제철, 현대하이스코가 차지하고 있다. 실제로 현대상사의 철강 매출과 현대제철+현대하이스코 수출액을 비교해 보면 연관성이 높다는 점을 확인할 수 있다.

그림 90. 부문별 매출 비중



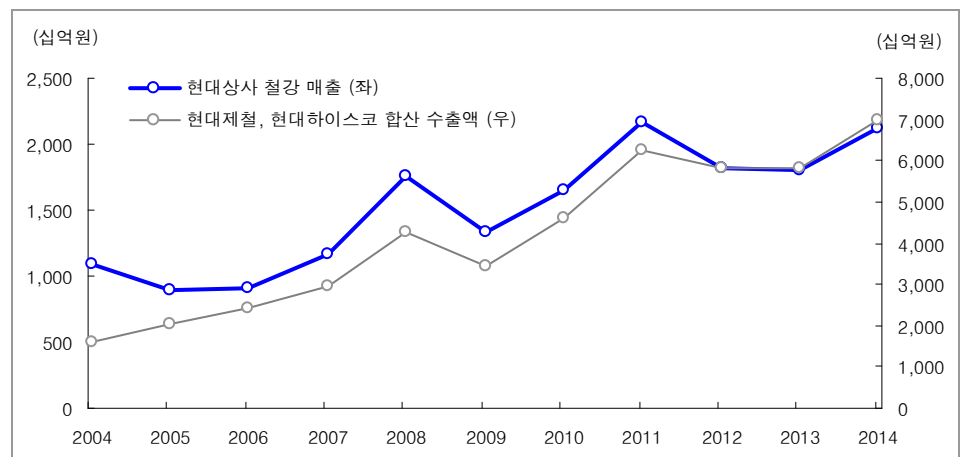
자료: 현대상사

그림 91. 주요 공급선별 매출 비중



자료: 현대상사

그림 92. 현대상사 철강 매출과 그룹 철강사 수출액

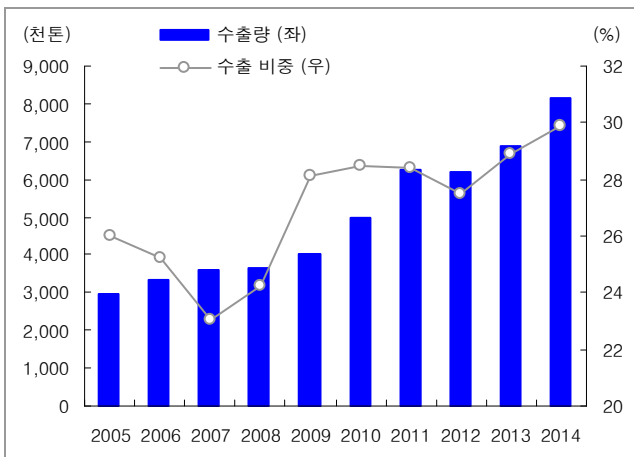


자료: 현대상사, KB투자증권 추정

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.

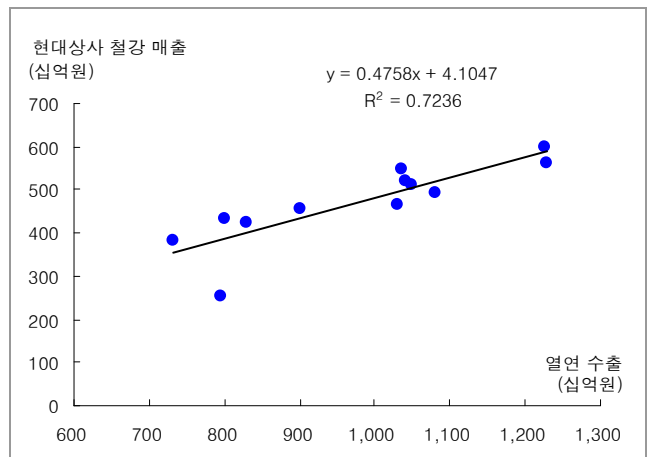
현대상사가 철강 계열사 수출의 약 25%를 취급하는 것으로 추정되므로, 현대제철과 현대하이스코 증설을 통해 취급 물량 36만톤, 매출액 약 3,500억원이 증가할 것으로 예상된다. 게다가 현대하이스코의 경우 이번 증설 물량 가운데 60% 이상을 해외법인 수출로 소화할 예정이고, 현대제철도 국내 수급 악화로 2014년부터는 수출 비중을 늘릴 가능성이 높아 철강 계열사를 통한 수출 물량 확대는 지속될 전망이다.

그림 93. 현대제철, 현대하이스코 합산 수출량 및 수출 비중



자료: 현대제철, 현대하이스코, KB투자증권 추정

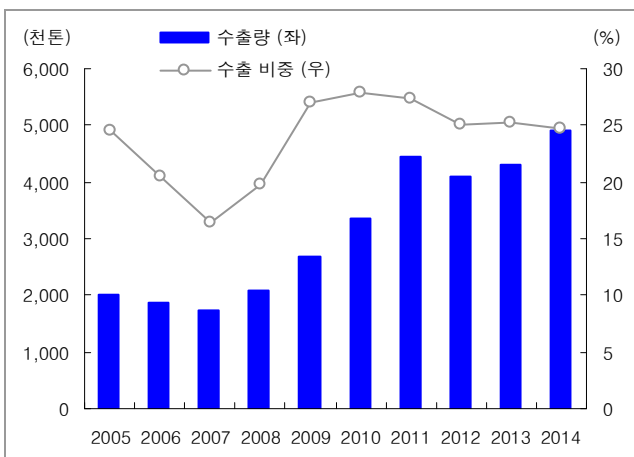
그림 94. 한국 열연 수출 금액 vs. 현대상사 철강 매출액



자료: 한국철강협회, KB투자증권

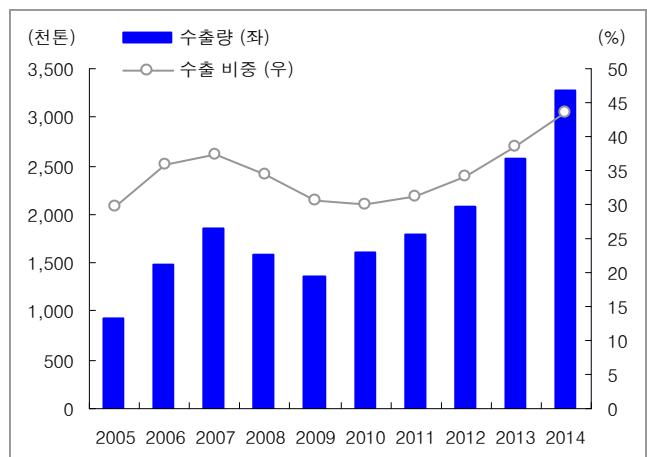
주: 1Q10~1Q13 분기별 수출액 및 매출액 기준

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.

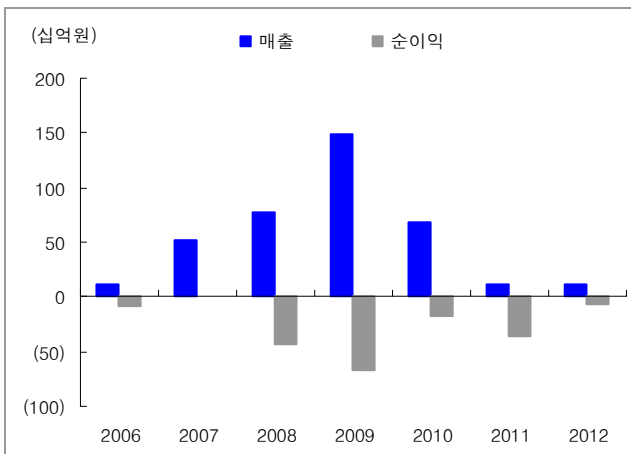
인수 당시에는 총 1억 달러를 투자해 지분 90%를 취득했으나, 2008, 2009, 2012년 총 세 차례의 유상증자를 거치면서 현재 청도조선소에 대한 지분율은 96.4%에 이르고 있다. 잔여지분 3.6%는 청도링산산업이 보유 중이다.

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)

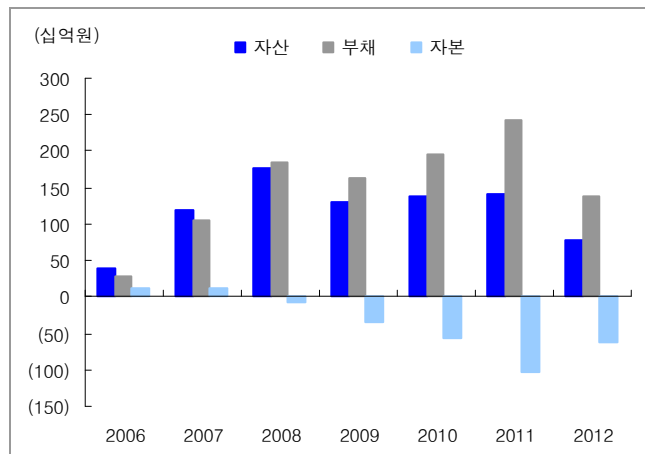
자료: 현대상사, KB투자증권

그림 97. 청도조선소 손익



자료: 현대상사, KB투자증권

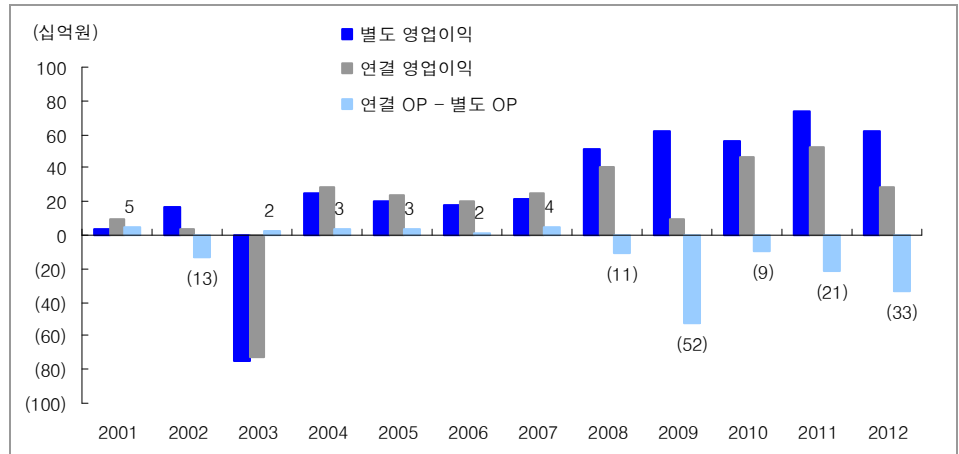
그림 98. 청도조선소 재무구조



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

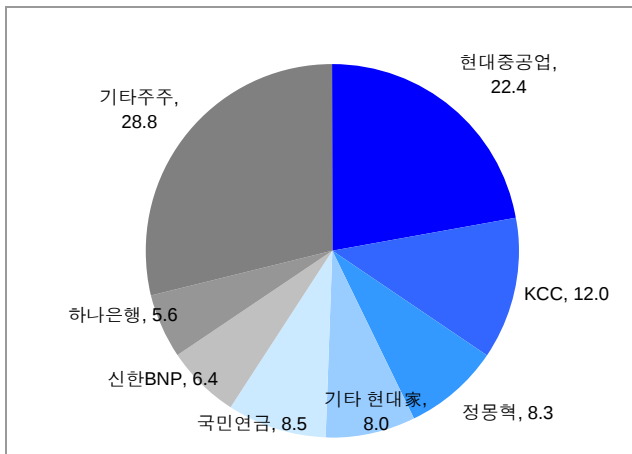
동사는 2003~2004년 매입한 금지금과 관련해 2010년 4월 서울지방법국세청으로부터 부가세 과세 통지를 받고 520억원을 납부했다. 하지만 부가세 징수가 부당하다고 판단해 행정소송을 진행 중에 있으며 1,2심에서 모두 승소해 현재는 대법원 최종 판결을 기다리고 있다.

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

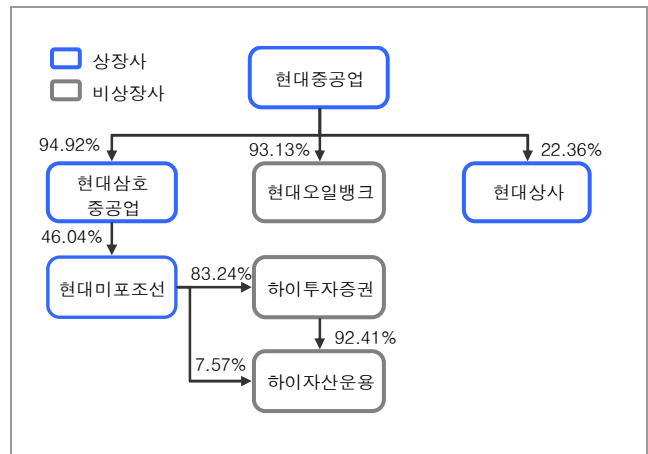
동사는 현대중공업 그룹 계열사로 그룹사의 수출 창구 역할을 하고 있다. 주요 주주는 현대중공업이 지분을 22.4%로 최대주주이고, KCC 12.0%, 정몽혁 8.3%, 국민연금 8.6% 등으로 구성되어 있다.

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	정몽헌	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 지분을 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

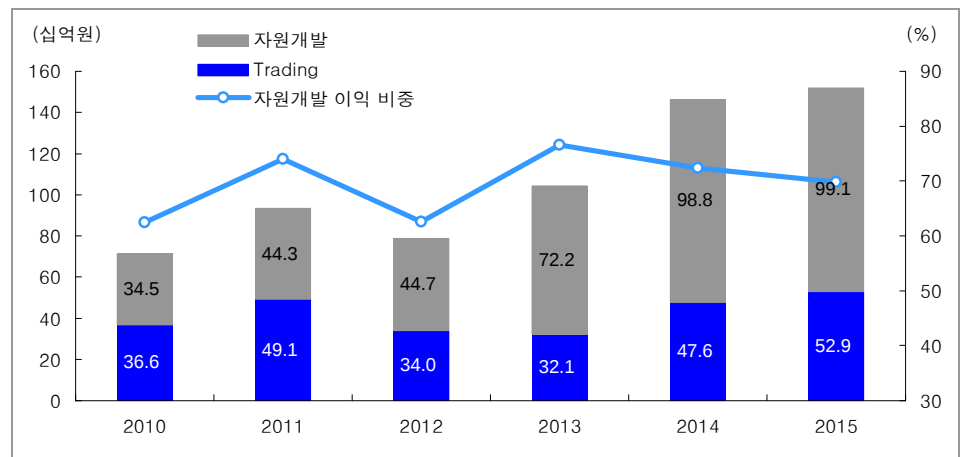
자료: 현대상사, KB투자증권 추정

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 순손실이 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

	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
순손익의 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

현금흐름표

	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

대차대조표

	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

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

Appendix 1. 자원개발 일반론과 PSC 분석

자원개발계약 유형

자원 보유국 정부와 개발권자가 계약을 체결하는 방식은 크게 3가지 유형으로 나뉜다. 조광 계약, 생산물분배 계약, 리스크서비스 계약이 그것이다.

조광 계약 (Concession Agreement)

: 매장 자원의 소유권 자체를 개발권자가 갖고 이를 처분해 수익을 창출하는 방식
 자원 보유국 정부는 Royalty와 Tax를 통해 자원개발 이익을 향유하는 구조
 이 때문에 Tax & Royalty 조건이라고 부르기도 함

생산물분배 계약 (PSC; Product Sharing Contract)

: 자원에 대한 소유권은 자원 보유국이 갖고 개발권자는 분배된 자원을 통해 수익을 창출
 조광 계약과 가장 큰 차이점은 자원에 대한 소유권이 누구에 귀속되느냐에 있음
 Royalty, 생산물분배 조건과 Cost Recovery에 따라 개발권자의 수익성이 결정됨

리스크서비스 계약 (Service Contract)

: 개발권자는 투자자가 아니라 ‘서비스 제공자’의 지위를 취득
 자원 탐사, 생산, 수송, 판매 등 모든 단계에 대한 통제권이 자원 보유국에 귀속됨
 개발권자는 서비스 제공에 대한 수수료(Service Fee)를 취하는 구조

생산물분배 계약 (PSC)의 수익 구조

PSC는 일반적으로 자원 보유국에 유리한 계약 구조다. 최종적인 수익 분배 비율에서 자원 보유국에 귀속되는 금액이 월등히 많아지게 된다. PSC와 관련된 조건은 Royalty, Cost Recovery, Tax가 주요 항목이다. Tax는 개발권자에 인센티브 제공을 위해 초기에는 Rate를 낮춰주고 일정 기간이 지나면 정상 과세하는 것이 일반적이다. Royalty는 Cost Recovery에 우선하며 보통 8~10% 수준에서 결정된다.

Cost Recovery가 반영되는 기간에는 개발회사의 Cash in-flow가 전체 현금 흐름의 50%를 넘는 수준이 나오기도 한다. 하지만 Cost Recovery가 끝나면 전체 수익의 20% 가량만이 개발회사에 인식되는 것이 보통이다. 자원 보유국은 1차적으로 Royalty, 두 번째 단계로 수익 배분, 마지막 단계로 개발회사에 대한 과세로 3가지 현금 흐름을 가져가기 때문이다. LG상사의 오만8광구에서 Cost Recovery 이후 수익성이 크게 낮아지는 것도 이러한 이유 때문이다.

표 43. Cost Recovery 기간 수익 분배 결과 : 개발회사 몫은 56.8% (Cost Recovery에서 45% 유입)

구분	개발회사	자원 보유국
생산량		100
Royalty (10% 가정)		→ 10
Royalty 공제 후 잔액		90
Cost Recovery (50% 가정)	45	←
잔액		45
이익 분배 (자원 보유국 65%, 개발권자 35% 가정)	15.75	↔ 29.25
Tax (세율 25% 가정)	(3.94)	→ 3.94
Total in-flow	56.81	43.19
in-flow 비율	56.8%	43.2%

자료: KB투자증권

표 44. Cost Recovery 이후 수익 분배 결과 : 개발회사 몫은 23.6%

구분	개발회사	자원 보유국
생산량		100
Royalty (10% 가정)		→ 10
Royalty 공제 후 잔액		90
Cost Recovery (50% 가정)		←
잔액		45
이익 분배 (자원 보유국 65%, 개발권자 35% 가정)	31.50	↔ 58.50
Tax (세율 25% 가정)	(7.88)	→ 7.88
Total in-flow	23.63	76.38
in-flow 비율	23.6%	76.4%

자료: KB투자증권

Cost Recovery

Cost Recovery는 개발권자가 자원개발을 위해 투입한 Capex를 PSC에 우선해 회수할 수 있는 조건이다. Cost Recovery는 모든 Capex에 대해 100% 적용되는 것이 아니고 회수가능, 불가능 비용이 규정돼 있다. 기본적으로는 회수불가능 비용으로 규정되지 않은 항목에 대해서는 모두 회수가 가능하다고 이해하면 된다. 회수불가능 비용에 대한 규정은 국가별로 차이가 있는데, 일반적으로 보너스, 이자, 지역개발기부금, 훈련비, 벌금 및 세금 등은 회수가능 비용으로 인정되지 않는다.

Royalty

자원 보유국 정부가 최우선적으로 수익을 가져가는 부분으로, 생산량의 일정 비율로 책정되는 Fixed rate royalty 방식과 생산량에 따라 Royalty 비율이 상승하는 Sliding scale royalty가 있다. 베트남의 경우 원유에 대한 Royalty는 4~25%, Gas는 0~10% 사이에서 정해진다. 납부 방식은 현물이나 현금 납부로 이루어진다.

보너스 지불 관행

개발권자가 유치국 정부 또는 국영석유회사(NOC)에 지급하는 보너스 종류는 개발 단계에 따라 아래와 같은 3가지가 있다. 모든 자원 유치국에서 이러한 보너스 규정을 의무화한 것은 아니지만 보너스 지급은 자원개발에서의 관행이다. 보너스 지급액은 PSC와 관련이 없으며 Cost Recovery 대상에도 포함되지 않는다. 단, 유치국 정부에 납부하는 세금 계산시 비용으로 인정 받을 수 있다.

1. Signature Bonus: 계약 체결시 지급
2. Discovery Bonus: 상업적 유전/가스전 발견시 지급
3. Production Bonus: 일일생산량이 일정 수준에 도달했을 때 지급

Appendix 2. Peers Comparison

표 45. 커버리지와 동종업체 간 valuation 비교 - 상사

	대우인터	LG상사	현대상사	MTSUBISHI	MTSUI	SUMITOMO	MARUBENI	ITOCHU
주가 (원, 달러)	38,600	36,650	25,750	18.7	13.8	13.1	7.3	12.2
시가총액 (십억원, 백만달러)	4,396	1,421	575	30,972	25,279	16,337	12,666	19,366
절대수익률 (%)								
1M	(4.3)	(5.2)	(4.5)	5.3	6.0	8.2	3.8	0.4
3M	2.5	(17.5)	6.8	2.3	3.5	16.4	8.5	13.0
6M	(8.4)	(12.2)	22.6	35.0	32.0	31.5	43.6	55.8
12M	33.1	(11.0)	16.5	20.0	29.3	25.8	43.2	44.3
초과수익률 (%)								
1M	(5.6)	(6.4)	(5.7)	2.2	2.9	5.1	0.7	(2.7)
3M	3.9	(16.1)	8.2	(5.9)	(4.7)	8.1	0.3	4.8
6M	(11.5)	(15.3)	19.5	15.3	12.3	11.7	23.8	36.0
12M	31.5	(12.7)	14.9	(3.0)	6.2	2.8	20.1	21.3
PER (X)								
2012	20.3	8.5	9.0	8.9	7.9	7.1	6.4	7.0
2013C	26.2	10.1	6.1	7.7	6.7	6.9	6.1	6.7
2014C	10.6	7.6	9.5	7.2	6.3	6.5	5.7	6.5
PBR (X)								
2012	2.1	1.3	1.1	0.8	0.9	0.9	1.2	1.2
2013C	1.9	0.9	1.2	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1
2014C	1.6	0.8	1.1	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
매출액성장률 (%)								
2012	10.5	16.3	13.0	9.4	11.0	13.0	20.6	18.9
2013C	7.4	9.8	20.9	9.8	12.0	11.9	17.9	17.0
2014C	16.6	11.6	11.7	9.8	11.8	11.6	16.6	15.6
영업이익성장률 (%)								
2012	(9.7)	(8.5)	0.4	(4.1)	(8.4)	(13.4)	(5.2)	0.1
2013C	(2.1)	(0.6)	(1.1)	(17.2)	(12.2)	(9.8)	(9.4)	(12.6)
2014C	12.4	3.5	8.3	2.1	3.3	3.2	3.3	2.3
순이익성장률 (%)								
2012	(8.2)	26.4	(45.5)	(58.1)	(41.1)	(35.5)	(23.7)	(28.2)
2013C	70.1	(15.1)	81.9	51.2	18.8	20.8	24.8	13.4
2014C	104.9	20.0	23.4	15.0	7.1	7.2	8.3	3.7
영업이익률 (%)								
2012	2.3	(12.4)	23.2	(38.6)	(40.7)	(26.0)	(5.7)	(25.7)
2013C	(22.2)	(34.1)	82.3	16.9	17.8	5.7	1.1	5.4
2014C	148.3	30.1	(35.7)	6.9	6.7	5.9	6.5	3.2
순이익률 (%)								
2012	0.9	1.6	0.5	0.6	2.0	1.7	1.1	1.6
2013C	1.5	1.4	1.0	1.1	2.9	2.7	1.6	2.1
2014C	2.7	1.6	1.1	1.2	3.0	2.8	1.7	2.1
ROE (%)								
2012	1.2	1.8	0.9	1.4	2.5	2.2	1.5	1.9
2013C	1.0	1.2	1.7	2.0	3.6	3.0	1.8	2.2
2014C	2.2	1.5	1.0	2.1	3.7	3.1	1.9	2.3

자료: Bloomberg

주1: 대우인터네셔널, LG상사, 현대상사의 valuation은 KB투자증권 추정치

Compliance Notice

2013년 05월 14일 현재 당사는 상회사와 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.

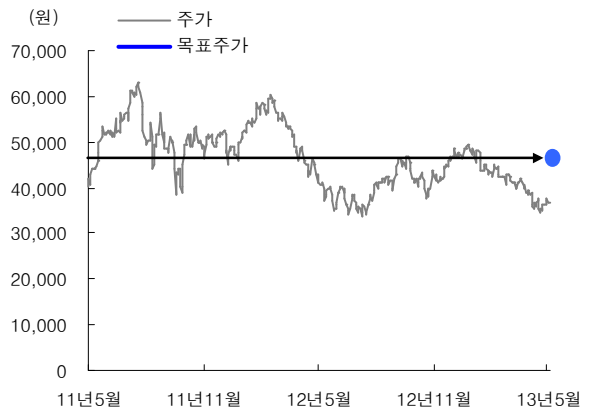
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	대우인터내셔널 주가 및 KB투자증권 목표주가
대우인터내셔널	2013/05/14	BUY	50,000		



기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	LG상사 주가 및 KB투자증권 목표주가
LG상사	2013/05/14	BUY	46,000		



기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	현대상사 주가 및 KB투자증권 목표주가
현대상사	2013/05/14	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 목표주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 목표주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 목표주가 15% 이상 하락 예상

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

국민의 내일에 투자합니다

 KB 투자증권

☞ **본사 및 지점망**

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145