

## 재평가 초기, 지속적인 Buy & Hold 전략 필요

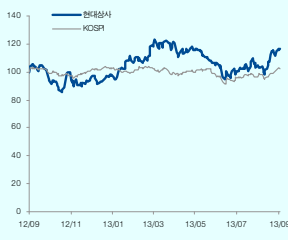
**Analyst 박종렬**

02) 3787-2099  
jrpark@hmcib.com

현재주가 (9/16)	26,000원
상승여력	30.8%
시가총액	581십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	27,500원/19,150원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	4.79%
주요주주	현대중공업22.39%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	12.8 9.7 -3.0
상대주가(%p)	8.2 3.6 -2.7
당사추정 EPS	5,070원
컨센서스 EPS	3,692원
컨센서스 목표주가	36,600원

※ K-IFRS 개별 기준

**최근 12개월 주가수익률**



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 최근 주가 상승, 주가 재평가 초기에 불과
- 긍정적인 뉴스 플로우와 함께 주가 재평가는 지속된다
- 중장기 기업가치 변화에 주목, 2015년 세전이익 2천억원으로 올해 대비 2.6배 증가

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	5,031	74	68	78	3,026	44.2	7.6	1.9	11.6	26.0
2012	4,717	62	72	69	3,216	6.3	6.4	1.4	11.3	20.3
2013F	4,718	49	113	54	5,070	57.7	5.1	1.3	14.4	26.0
2014F	5,278	57	76	62	3,415	-32.6	7.6	1.1	10.7	14.6
2015F	6,311	72	165	77	7,400	116.7	3.5	0.9	6.5	26.2

\* K-IFRS 개별 기준

**최근 주가 상승, 주가 재평가 초기에 불과**

현대상사의 주가는 지난 8월 중순(8/22 21,900원)을 저점으로 최근 1개월간 절대주가는 12.8% 상승했고, 동기간 상대주가는 8.2%p 초과 상승했다. 영업실적 보다는 긍정적인 재료가 집중되고 있기 때문이었는데, 향후 동사의 주가는 실적 턴어라운드와 현재 진행되고 있는 신규 수주를 비롯해 연말까지 이어지는 긍정적인 뉴스 플로우에 따라 추가 상승이 가능할 전망이다. Buy & Hold가 필요한 이유다.

**긍정적인 뉴스 플로우와 함께 주가 재평가는 지속된다**

현대상사의 주가에 긍정적인 재료가 지금부터 올해 연말까지 집중적으로 발생할 것이고, 이는 주가 재평가의 촉매제로 작용할 전망이다. 지난주 금지금 관련 부가세 578억원이 환급됐다. 예멘 LNG 2차 배당금이 9월 16일에 1천만\$ 입금됐다. 지난 4월 30일 1.4천만\$의 배당이 이뤄진 바 있고, 올해 12월 16일에 1.6천만\$이 예정되어 있어 올해 총 4천만\$의 배당이 가능해, 당초 예상했던 금액(408억원)보다는 상회할 전망이다. 러시아 전동차는 9월 16일 입찰을 시작으로 올해 11~12월 계약자 선정이 마무리될 것이다. 암바토비 니켈광산 지분 매각 대금 입금과 예멘LNG 판가 재협상, 전동차 및 플랜트 수주 등의 뉴스플로우가 연말까지 진행될 예정이다. <표1 참조>

**중장기 기업가치 변화에 주목, 2015년 세전이익 2천억원으로 올해 대비 2.6배 증가**

단기뿐만 아니라 중장기적으로도 현대상사 기업가치의 변화에 대해 주목할 필요가 있다. 연간 세전이익 규모가 700~800억원(일회성이익 제거한 올해 세전이익 760억원)대에서 2015년부터는 2천억원에 가까운 기업으로 변모할 것이다. 이는 예멘LNG 배당수입이 2014년까지 대여금 회수가 마무리되고 2015년부터는 손익에 반영되기 때문인데, 보수적으로 평가해도 2015년 기준 E&P 수익 1,274억원에 트레이딩 부문 700억원 달성이 충분히 가능할 전망이다. 특히, 현재 진행되고 있는 전동차 및 플랜트 등 신규 수주 부문이 감안되지 않은 것으로 일부 수주가 성공한다면 세전이익은 2천억원을 상회할 전망이다. 더욱 더 중요한 것은 예멘LNG광구의 수익이 단기 몇 년으로 종료되는 것이 아니라, 잔여 생산기간이 24년이나 남아 있어 향후 적어도 20년 이상 매년 840억원 이상의 배당금이 안정적으로 창출돼 현대상사의 전체 E&P 수익과 세전이익에 기여할 것이라는 점이다.

〈표1〉 현대상사의 긍정적인 뉴스 플로우 및 주가 상승 재료

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

자료: 현대중합상사, HMC투자증권

**기존 매수의견과 목표주가 3.4만원 유지**

현대상사에 대해 기존 매수의견과 목표주가 34,000원을 유지한다. 최근 주가 상승에도 불구하고 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 5.1배, 7.6배로 여전히 저평가되어 있다. 현재 시가총액은 5,806억원인데, 순현금 3,442억원(12개월 Forward 기준)과 일회성 이익을 제거한 올해 연간 순이익은 554억원을 감안하면 실질PER은 4.3배에 불과한 상태다. 올해 연말까지 지속적으로 Buy & Hold할 필요가 있다고 보는데, 이는 4분기 중 우크라이나 전동차 수주 성공 가능성이 높고, 연내에 추가적으로 전동차 및 플랜트 수주 가능성도 상존하고 있기 때문이다. 또한, 화학과 철강 부문의 계열사 물량 확대에 따른 실적 개선으로 3분기부터 실적 턴어라운드 가능성이 높기 때문이다.

가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 7,683억원이고, 주당가치는 34,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 3,227억원(EV/EBITDA multiple 시장 평균 6.0배 10% 할인율 적용), 2) 투자자산가치 1,013억원(순자산가액의 20% 할인율 적용), 3) 순현금 3,442억원을 가산한 것이다. <표2 참조>

〈표2〉 적정주가가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,910	3,333	4,173	3,227	
EBITDA	539	617	773		
EV/EBITDA	5.4	5.4	5.4		시장평균(6.0배)대비 10% 할인율 적용
2. 투자자산가치	1,373	893	1,053	1,013	순자산가액대비 20% 할인율
3. 기업가치 (=1+2)	4,283	4,226	5,226	4,240	
4. 실질순현금*	2,604	3,722	5,337	3,442	
5. 주주가치 (=3+4)	6,887	7,948	10,564	7,683	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	<b>30,841</b>	<b>35,593</b>	<b>47,307</b>	<b>34,405</b>	
현재주가 (원)	26,000	26,000	26,000	26,000	
상승여력	18.6	36.9	81.9	32.3	

자료: HMC투자증권

〈표3〉 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

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

자료 : 현대종합상사, HMC투자증권

〈표4〉 현대상사 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2012				2013F				12	13F	14F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	13,003	12,533	11,222	10,413	10,680	12,759	11,679	12,062	47,172	47,181	52,776
기계 / 플랜트	5,676	4,473	4,189	4,820	4,303	4,508	4,255	5,167	19,158	18,234	18,844
철강	4,654	5,468	4,321	3,812	3,619	5,511	4,389	4,087	18,255	17,606	17,908
화학	2,524	2,407	2,532	1,584	2,608	2,420	2,568	1,698	9,047	9,294	8,831
전자 / 정보통신	40	50	48	40	41	50	48	42	178	181	171
기타 (상품+자원)	109	136	132	157	108	137	134	168	534	547	533
프로젝트 사업	0	0	0	0	0	0	285	900	0	1,185	6,489
매출총이익	324	367	265	263	255	290	277	307	1,219	1,130	1,280
영업이익	143	186	96	197	75	83	102	226	621	485	566
세전이익	236	379	113	111	153	189	674	323	839	1,339	913
순이익	203	327	92	96	141	158	563	270	718	1,132	763
수익성											
GPM	2.5	2.9	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6	2.4	2.4
OPM	1.1	1.5	0.9	1.9	0.7	0.7	0.9	1.9	1.3	1.0	1.1
RPM	1.8	3.0	1.0	1.1	1.4	1.5	5.8	2.7	1.8	2.8	1.7
NPM	1.6	2.6	0.8	0.9	1.3	1.2	4.8	2.2	1.5	2.4	1.4
성장성 (YoY)											
매출액	3.0	-4.7	-15.4	-7.6	-17.9	1.8	4.1	15.8	-6.2	0.0	11.9
영업이익	-28.9	-13.4	-37.4	13.2	-47.5	-55.2	6.3	14.7	-16.3	-21.8	16.7
세전계속이익	5.1	89.3	-48.9	-21.6	-35.2	-50.1	497.0	191.9	6.6	59.7	-31.8
순이익	20.2	36.3	-56.4	71.9	-30.5	-51.6	512.0	181.2	6.3	57.7	-32.6
기본가정											
세계GDP	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0	3.1
국제유가	103.1	93.3	92.2	88.2	94.3	94.2	94.0	93.0	94.2	93.6	94.1
원/달러 (평균)	1,131.1	1,152.0	1,133.0	1,090.3	1,084.0	1,122.8	1,100.0	1,080.0	1,126.9	1,088.7	1,053.3
원/달러 (기말)	1,132.0	1,145.0	1,114.0	1,070.6	1,111.1	1,142.0	1,093.0	1,068.0	1,070.6	1,068.0	1,053.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>매출액</b>	5,031	4,717	4,718	5,278	6,311
증가율 (%)	38.4	-6.2	0.0	11.9	19.6
<b>매출원가</b>	4,890	4,595	4,605	5,150	6,154
매출원가율 (%)	97.2	97.4	97.6	97.6	97.5
<b>매출총이익</b>	141	122	113	128	158
매출이익률 (%)	2.8	2.6	2.4	2.4	2.5
증가율 (%)	26.8	-13.6	-7.3	13.3	23.1
<b>판매관리비</b>	67	60	64	71	85
판매비율(%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3
<b>EBITDA</b>	78	69	54	62	77
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.5	1.1	1.2	1.2
증가율 (%)	34.5	-11.8	-21.7	14.5	25.2
<b>영업이익</b>	74	62	49	57	72
영업이익률 (%)	1.5	1.3	1.0	1.1	1.1
증가율 (%)	37.0	-16.3	-21.8	16.7	27.7
<b>영업외손익</b>	6	22	79	17	21
금융수익	42	39	35	33	37
금융비용	50	41	52	48	47
기타영업외손익	14	24	95	32	32
증속/관계기업관련손익	-1	0	7	18	104
<b>세전계속사업이익</b>	79	84	134	91	198
세전계속사업이익률	1.6	1.8	2.8	1.7	3.1
증가율 (%)	54.1	6.6	59.7	-31.8	116.7
법인세비용	11	12	21	15	33
계속사업이익	68	72	113	76	165
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	68	72	113	76	165
당기순이익률 (%)	1.3	1.5	2.4	1.4	2.6
증가율 (%)	44.2	6.3	57.7	-32.6	116.7
지배주주지분 순이익	68	72	113	76	165
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	74	-6	6	0	0
총포괄이익	141	66	119	76	165

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	58	122	76	47	90
<b>당기순이익</b>	68	72	113	76	165
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	3	6	4	4	4
외환손익	0	3	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-39	55	-40	-17	24
기타	26	-15	1	-18	-104
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	3	-80	89	76	82
투자자산의 감소(증가)	-3	14	56	78	84
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	0	-1	-2	-2
기타	8	-96	34	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	76	-27	-88	-61	-41
장기차입금의 증가(감소)	448	-23	-58	-20	0
사채의증가(감소)	0	-50	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-11	-11	-11	-11
기타	-367	57	-19	-30	-30
<b>기타현금흐름</b>	1	0	0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	138	15	78	62	132
기초현금	67	205	220	298	360
기말현금	205	220	298	360	492

\* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>유동자산</b>	1,354	1,260	1,564	1,674	2,008
현금성자산	205	220	298	360	492
단기투자자산	6	40	20	20	20
매출채권	858	825	1,072	1,116	1,290
재고자산	130	110	107	111	140
기타유동자산	155	65	66	66	66
<b>비유동자산</b>	403	382	331	267	284
유형자산	3	2	2	2	2
무형자산	56	56	52	48	45
투자자산	235	221	172	112	132
기타비유동자산	109	103	105	105	105
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	1,756	1,642	1,894	1,941	2,292
<b>유동부채</b>	1,291	1,150	1,350	1,351	1,540
단기차입금	437	396	393	393	393
매입채무	560	529	742	773	992
유동성장기부채	49	97	88	58	28
기타유동부채	244	129	127	127	127
<b>비유동부채</b>	139	110	55	36	43
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	67	86	30	10	10
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	23	25	26	33
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,430	1,260	1,405	1,387	1,583
<b>지배주주지분</b>	327	381	489	554	709
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	76	71	77	77	77
이익잉여금	154	214	316	381	535
<b>비지배주주지분</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	327	381	489	554	709

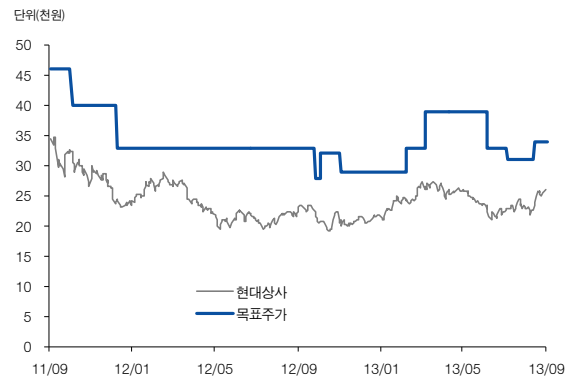
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	3,026	3,216	5,070	3,415	7,400
EPS(지배순이익 기준)	3,026	3,216	5,070	3,415	7,400
BPS(자본총계 기준)	12,131	14,591	19,584	22,670	29,727
BPS(지배지분 기준)	12,131	14,591	19,584	22,670	29,727
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.6	6.4	5.1	7.6	3.5
PER(지배순이익 기준)	7.6	6.4	5.1	7.6	3.5
PBR(자본총계 기준)	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9
PBR(지배지분 기준)	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA(Reported)	11.6	11.3	14.4	10.7	6.5
배당수익률	2.2	2.4	1.9	1.9	1.9
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	44.2	6.3	57.7	-32.6	116.7
EPS(지배순이익 기준)	44.2	6.3	57.7	-32.6	116.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	26.0	20.3	26.0	14.6	26.2
ROE(지배순이익 기준)	26.0	20.3	26.0	14.6	26.2
ROA	4.9	4.2	6.4	4.0	7.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	437.6	330.4	287.2	250.1	223.5
순차입금비율	120.5	83.6	39.6	14.8	-11.3
이자보상배율	4.9	4.2	5.7	5.7	7.9

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

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

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

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

▶ 투자의견 분류

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

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