

목표까지 갈 길은 많이 남아 있다

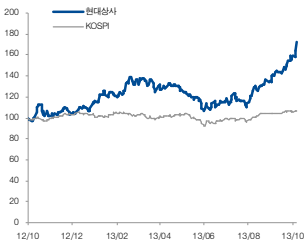
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (10/31)	33,200원		
상승여력	74.7%		
시가총액	741십억원		
발행주식수	22,330천주		
자본금/액면가	112십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	34,200원/19,150원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	5.15%		
주요주주	현대중공업 외 22.39%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	22.8	50.0	32.0
상대주가(%p)	19.1	39.6	25.9
당사추정 EPS	4,871원		
컨센서스 EPS	3,404원		
컨센서스 목표주가	44,000원		

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

2014년에도 매력적인 투자 대상, Buy & Hold가 필요한 이유들

지난 8월 중순 이후 가파른 주가 상승을 보여왔던 현대상사에 대해 여전히 적극적인 Buy & Hold를 권고한다. 그 이유는 1) 2015년부터 현대상사의 세전이익은 예멘LNG의 배당금이 손익에 반영되면서 2천억원대로 올해 대비 2.8배 증가할 것이고, 2) 전동차와 플랜트 수주, 한국 가스공사와의 예멘LNG 판가 재협상 등 긍정적인 뉴스플로우가 올해 연말까지 집중적으로 발생할 것이고, 이는 주가 상승의 촉매제로 작용할 것이며, 3) 내년에도 종합상사의 부정적인 업황이 예상되지만, 범현대그룹과의 시너지 창출을 통해 영업실적의 턴어라운드 가능성이 있고, 4) 청도현 대조전소 지분매각을 통해 부실부문 청산과 함께 주가 할인요소가 제거됐기 때문이다.

2014년 범현대그룹 물량 확대와 신규 수주를 통해 실적 턴어라운드 가능할 전망

현대상사의 올해 영업이익은 상품가격 하락과 물동량 감소, 그리고 원화강세 등 전반적인 업황 모멘텀의 부진으로 전년비 32.5% 감소한 419억원으로 전망한다. 내년에도 종합상사의 업황은 침체에서 벗어나기는 어려울 것이다. 세계경기 회복에 따른 교역량 확대로 물량 증대는 가능할 것이지만, 가격 변수인 상품가격과 원/달러 환율은 여전히 부정적일 것이기 때문이다. 부정적인 업황에도 불구하고 현대상사의 2014년 매출액과 영업이익은 전년비 각각 10.1%, 27.1% 증가해, 실적 턴어라운드 가능할 전망이다. 현대중공업과의 기계 및 플랜트 사업, 오일뱅크와의 화학 물량 확대, 현대제철과 현대하이스코와의 철강 취급 물량 증대, 현대 및 기아차와의 자동차 수출 물량의 지속적인 확대가 가능할 것이기 때문이다. 또한 올해 연말 우크라이나 전동차를 비롯한 철차와 플랜트 신규 수주로 수익성 제고가 가능할 것이기 때문이다.

예멘LNG배당수입에 대한 재평가와 수익예상 상향, 목표주가 5.8만원으로 상향

현대상사의 목표주가를 58,000원으로 상향하며 기존 매수의견을 유지한다. 목표주가를 상향한 이유는 예멘LNG광구 가치에 대한 재평가와 내년 수익예상을 상향 조정했기 때문이다. 최근 상승에도 불구하고 현대상사의 주가는 여전히 매력적이다. 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 6.8배, 8.8배로 저평가되어 있기 때문이다. 또한, 예멘LNG 배당수입이 손익에 반영돼 세전 이익이 본격적으로 증가하는 2015년 기준으로는 4.5배에 불과하다.

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	5,031	74	79	68	78	3,026	44.2	7.6	1.9	11.6	26.0
2012	4,717	62	84	72	69	3,216	6.3	6.4	1.4	11.3	20.3
2013F	4,796	42	129	109	47	4,871	51.5	6.8	1.7	17.8	25.1
2014F	5,278	53	100	84	58	3,759	-22.8	8.8	1.5	12.7	16.1
2015F	6,074	63	195	163	68	7,312	94.5	4.5	1.1	9.1	25.8

* K-IFRS 개별 기준

예멘LNG 배당금이 손익에 반영되기 전까지는 자산가치로 평가함이 합리적

단지 손익에 반영되지 않을 뿐
이지만 이미 현금흐름은 발생하
고 있고, 대여금 회수가 마무리된
2015년부터 손익에 반영될 전망

향후 범현대그룹 계열사와의 트레이딩 부문과 프로젝트사업 등에서 시너지 창출을 통한 기업 가치 제고가 가능할 것이지만, 이를 차치하고 현재의 사업구조에서만 놓고 본다면 2015년 세전 이익 증가의 핵심은 예멘LNG를 통한 배당수입 증대이다. 기업가치 평가에 있어 고민해야할 부분은 예멘LNG 배당금이 2014년까지는 손익에 반영되지 않아 수익가치로만 평가한다면 본질 가치를 과소평가할 수 있다는 점이다. 이에 따라 손익에 반영되기 전인 2014년까지는 예멘 LNG 지분가치를 자산가치로 평가해주고, 손익에 반영되는 2015년부터 수익가치로 평가함이 합리적이라 판단한다. 예멘LNG 지분가치는 향후 24년간 발생할 연평균 수익을 현재가치 할인 방식으로 산출해 4,877억원으로 평가한다. 다만, 여기서 가정한 평균판매가격 7.7\$/mmbtu는 대단히 보수적인 관점에서 추정한 것임을 밝힌다. <표2 참조>

<표1> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,833	3,498	11,727	3,387	
EBITDA	472	583	1,954		2015년 예멘LNG 배당금 반영
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0		시장평균(6.0배) 적용
2. 투자자산가치	1,173	693	853	773	순자산가액대비 20% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877	4,877			손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,883	9,068	12,580	9,037	
5. 실질순현금*	3,160	4,168	5,403	4,000	
6. 주주가치 (=4+5)	12,043	13,237	17,983	13,038	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	53,932	59,278	80,533	58,387	
현재주가 (원)	33,200	33,200	33,200	33,200	
상승여력	62.4	78.5	142.6	75.9	

자료: HMC투자증권

<표2> 현대상사 E&P 가치 분석

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	석유	LNG	LNG	석탄/광물	LNG	소계
E&P 총 가치 7,784억원	베트남 11-2광구	오만 KOLNG	카타르 라스라판	호주 드레이튼 유연탄	예멘 LNG	
지분율	4.9	1.0	0.4	2.5	3.0	
총투자금액	293	14	35	78	1,353	
매장량(단위)	2,300만(배럴)	14조(CF)	6,300만(톤)	4,900만(톤)	약 2억(톤)	
연평균생산량	100만배럴	650만톤	650만톤	500만톤	730만톤	
생산개시	2007(23년)	2000(17년)	1999(10년)	1983(8년)	2009(25년)	
잔여기간	15	15	15	4	22	
가격	90\$/배럴)	8,00\$/mmbtu)	10,00\$/mmbtu)	70\$/톤)	7.70\$/mmbtu)	
가정 환율	1,029	1,029	1,029	1,029	1,029	
매출액(연평균, 억원)	926	48,425	66,584	3,602	52,345	171,882
총비용(연평균, 40%)	370	19,370	26,634	1,441	21,985	69,800
총수익(연평균, 세율 30%)	389	20,338	27,965	1,513	21,252	71,457
현대상사 총수익(연평균)	19	203	112	38	638	1,010
할인율	10%	10%	10%	10%	10%	
현재가치 합(억원)	163	1,750	963	158	6,230	9,264
현대상사 현재가치 합(억원)	163	1,736	928	80	4,877	7,784

자료: HMC투자증권

〈표3〉 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명(억원)	지분율(%)	수익인식	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F
베트남 11-2광구	4.9	매출이익	29	43	55	26	22	20	21	22
오만 KOLNG	1.0	지분법	154	154	185	215	235	213	218	234
카타르 라스라판	0.4	배당금	119	125	173	129	131	119	122	130
호주 드레이튼 유연탄	2.5	매출이익	8	23	29	8	53	48	49	53
예멘 LNG	3.0	배당금				68	436	793	807	843
합계			310	345	442	446	878	1,193	1,217	1,282
증감률 (% YoY)				11.3	28.1	0.9	96.8	36.0	2.0	5.3
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	98.4	94.1	98.9	102.5
천연가스(예멘)		\$/mmbtu	2.9	2.9	2.9	2.9	5.5	9.2	9.6	9.7
원/달러 (평균)		원/\$	1276.4	1156.3	1108.1	1126.9	1,094.0	1,036.0	1,010.0	1,043.8

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표4〉 현대상사 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2013F				2014F				12	13F	14F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	10,680	12,759	12,752	11,764	13,096	13,728	12,869	13,083	47,172	47,955	52,777
기계 / 플랫폼	4,303	4,505	4,749	5,444	4,955	4,256	4,099	5,168	19,158	19,001	18,479
철강	3,619	5,507	4,899	4,306	4,063	5,203	4,228	4,088	18,255	18,330	17,582
화학	2,608	2,420	2,898	1,792	2,199	2,290	2,509	1,705	9,047	9,719	8,703
전자 / 정보통신	41	50	54	45	34	46	46	42	178	190	168
기타 (상품+자원)	108	137	151	177	95	129	130	168	534	573	523
프로젝트 사업	0	0	0	0	1,750	1,803	1,857	1,912	0	0	7,321
매출총이익	255	290	294	267	321	314	321	308	1,219	1,107	1,264
영업이익	75	83	79	181	103	105	111	214	621	419	532
세전이익	153	189	657	287	221	217	228	339	839	1,286	1,005
순이익	141	158	549	240	184	182	190	283	718	1,088	839
수익성											
GPM	2.4	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.5	2.4	2.6	2.3	2.4
OPM	0.7	0.7	0.6	1.5	0.8	0.8	0.9	1.6	1.3	0.9	1.0
RPM	1.4	1.5	5.1	2.4	1.7	1.6	1.8	2.6	1.8	2.7	1.9
NPM	1.3	1.2	4.3	2.0	1.4	1.3	1.5	2.2	1.5	2.3	1.6
성장성 (YoY)											
매출액	-17.9	1.8	13.6	13.0	22.6	7.6	0.9	11.2	-6.2	1.7	10.1
영업이익	-47.5	-55.2	-17.1	-7.8	37.2	25.6	39.4	18.2	-16.3	-32.5	27.1
세전계속이익	-35.2	-50.1	481.6	159.5	44.3	14.9	-65.3	18.2	6.6	53.3	-21.9
순이익	-30.5	-51.6	496.2	150.1	30.3	14.9	-65.3	18.2	6.3	51.5	-22.8
기본가정											
세계GDP	2.1	2.2	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	3.1	2.3	2.6
국제유가	94.3	94.2	105.0	100.1	93.0	93.5	94.7	95.0	94.2	98.4	94.1
원/달러 (평균)	1,084.8	1,122.0	1,110.0	1,058.0	1,040.0	1,040.0	1,035.0	1,030.0	1,126.9	1,094.0	1,036.0
원/달러 (가말)	1,112.9	1,142.5	1,074.0	1,055.0	1,035.0	1,038.0	1,030.0	1,025.0	1,070.6	1,055.0	1,025.0

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

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,031	4,717	4,796	5,278	6,074
증가율 (%)	38.4	-6.2	1.7	10.1	15.1
매출원가	4,890	4,595	4,685	5,151	5,927
매출원가율 (%)	97.2	97.4	97.7	97.6	97.6
매출총이익	141	122	111	126	147
매출이익률 (%)	2.8	2.6	2.3	2.4	2.4
증가율 (%)	26.8	-13.6	-9.3	14.2	16.5
판매관리비	67	60	69	73	84
판매비율(%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
EBITDA	78	69	47	58	68
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.5	1.0	1.1	1.1
증가율 (%)	34.5	-11.8	-31.4	23.5	16.6
영업이익	74	62	42	53	63
영업이익률 (%)	1.5	1.3	0.9	1.0	1.0
증가율 (%)	37.0	-16.3	-32.5	27.1	18.5
영업외손익	6	22	80	20	23
금융수익	42	39	36	36	38
금융비용	50	41	52	48	47
기타영업외손익	14	24	95	32	32
종속/관계기업관련손익	-1	0	7	27	109
세전계속사업이익	79	84	129	100	195
세전계속사업이익률	1.6	1.8	2.7	1.9	3.2
증가율 (%)	54.1	6.6	53.3	-21.9	94.5
법인세비용	11	12	20	17	32
계속사업이익	68	72	109	84	163
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	72	109	84	163
당기순이익률 (%)	1.3	1.5	2.3	1.6	2.7
증가율 (%)	44.2	6.3	51.5	-22.8	94.5
지배주주지분 순이익	68	72	109	84	163
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	74	-6	6	0	0
총포괄이익	141	66	115	84	163

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	58	122	167	26	47
당기순이익	68	72	109	84	163
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	56	-35	-12
기타	26	-15	0	-27	-109
투자활동으로인한현금흐름	3	-80	115	86	88
투자자산의 감소(증가)	-3	14	82	87	89
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	0	-1	-2	-2
기타	8	-96	34	0	0
재무활동으로인한현금흐름	76	-27	-88	-61	-41
장기차입금의 증가(감소)	448	-23	-58	-20	0
사채의증가(감소)	0	-50	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-11	-11	-11	-11
기타	-367	57	-19	-30	-30
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	138	15	194	51	94
기초현금	67	205	220	414	465
기말현금	205	220	414	465	559

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,354	1,260	1,565	1,735	1,992
현금성자산	205	220	414	465	559
단기투자자산	6	40	20	20	20
매출채권	858	825	960	1,068	1,212
재고자산	130	110	104	116	134
기타유동자산	155	65	66	66	66
비유동자산	403	382	306	242	259
유형자산	3	2	2	2	2
무형자산	56	56	52	48	45
투자자산	235	221	147	87	107
기타비유동자산	109	103	105	105	105
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,756	1,642	1,871	1,978	2,251
유동부채	1,291	1,150	1,332	1,383	1,499
단기차입금	437	396	393	393	393
매입채무	560	529	724	805	951
유동성장기부채	49	97	88	58	28
기타유동부채	244	129	127	127	127
비유동부채	139	110	54	37	42
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	67	86	30	10	10
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	23	24	27	32
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,430	1,260	1,386	1,420	1,541
지배주주지분	327	381	485	558	710
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	311	384	536
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	327	381	485	558	710

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	3,026	3,216	4,871	3,759	7,312
EPS(지배순이익 기준)	3,026	3,216	4,871	3,759	7,312
BPS(자본총계 기준)	12,131	14,591	19,385	22,815	29,785
BPS(지배지분 기준)	12,131	14,591	19,385	22,815	29,785
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.6	6.4	6.8	8.8	4.5
PER(지배순이익 기준)	7.6	6.4	6.8	8.8	4.5
PBR(자본총계 기준)	1.9	1.4	1.7	1.5	1.1
PBR(지배지분 기준)	1.9	1.4	1.7	1.5	1.1
EV/EBITDA(Reported)	11.6	11.3	17.8	12.7	9.1
배당수익률	2.2	2.4	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	44.2	6.3	51.5	-22.8	94.5
EPS(지배순이익 기준)	44.2	6.3	51.5	-22.8	94.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	26.0	20.3	25.1	16.1	25.8
ROE(지배순이익 기준)	26.0	20.3	25.1	16.1	25.8
ROA	4.9	4.2	6.2	4.4	7.7
안정성 (%)					
부채비율	437.6	330.4	285.9	254.7	217.2
순차입금비율	120.5	83.6	16.0	-4.2	-20.7
이자보상배율	4.9	4.2	4.9	5.3	6.9