

현대상사(011760)

BUY / TP 58,000원

주가 급락을 좋은 매수기회로 활용

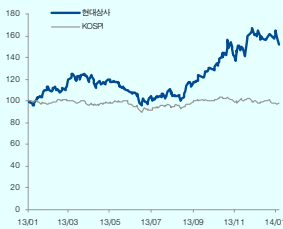
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (1/13)	33,450원
상승여력	73.4%
시가총액	747십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	36,600원/21,100원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	5.96%
주요주주	현대중공업22.36%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.5 16.3 49.3
상대주가(%p)	-6.8 20.9 43.3
당사추정 EPS	2,593원
컨센서스 EPS	3,365원
컨센서스 목표주가	45,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 현대상사의 주가 급락 요인에 대한 분석
- 추가적인 하락은 오히려 저가 매수의 기회로 활용할 필요
- 2014년 영업실적 턴어라운드, 예멘 LNG배당 수입 확대, 순현금 감안한 절대치 저평가

	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	4,270	39	58	44	2,593	-19.4	13.7	2.1	18.1	14.3
2014F	4,925	49	75	54	3,368	29.9	9.9	1.7	12.7	16.3
2015F	5,815	60	160	65	7,164	112.7	4.7	1.3	9.1	28.2

* K-IFRS 개별 기준

현대상사의 주가 급락 요인에 대한 분석

현대상사 주가가 지난주 금요일 이후 이를 연속 하락하면서 7.5% 급락했다. 돌발 악재가 발생하지 않았을 뿐만 아니라, 뚜렷한 하락 이유도 없는 상태다. 굳이 주가 급락의 원인을 살펴보자면 우크라이나 전 동차를 비롯한 철차와 플랜트 수주가 당초 예상보다 지연된다는 점을 들 수 있다. 그렇지만 수주 관련 업무는 통상적으로 시간이 소요되는 것으로서 올해 상반기에는 긍정적인 결과를 도출할 것으로 기대한다. 또한, 예멘 LNG 광구에서 발생될 수익 전망에 대해서 회사측은 당사 추정치보다는 다소 보수적으로 평가하고 있다는 점도 부정적으로 작용한 것으로 판단한다. 그렇지만 한국가스공사와의 성공적인 가격협상으로 올해부터 배당수익은 적어도 700억원 이상 발생할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 결론적으로 현대상사의 주가 급락요인은 회사 자체의 악재가 발생한 것이라기보다는 지난해 8월 이후 주가 급등에 따른 차익실현에 대한 욕구가 팽배했던 가운데 단기적으로 주가 상승에 대한 재료 공백과 함께 대우인터내셔널과 SK네트웍스의 주가 상승에 따른 종목교체 등으로 수급이 일시적으로 악화됐기 때문이라 판단한다.

추가적인 하락은 오히려 저가 매수의 기회로 활용할 필요

단기적인 수급악화로 인해 추가적인 주가 하락은 중장기 투자자에게 오히려 좋은 매수기회를 제공할 것이라 판단한다. 현대상사에 대해 기존 매수 의견과 목표주가 58,000원을 유지한다. 투자포인트는 1) 성공적인 한국가스공사와의 가격협상으로 예멘 LNG 광구를 포함한 E&P 전체 수익이 향후 20년 이상 연평균 1,200억원을 상회할 것이고, 2) 지난해 낮은 기저효과에다 범현대그룹과의 시너지 창출에 따라 올해에는 트레이딩 부문의 실적 턴어라운드가 가능할 것이고, 3) 보유 순현금과 상대가치평가로도 여전히 저평가되어 있기 때문이다. 최근 주가 하락으로 올해 수익예상 기준 PER은 9.9배로 부담스럽지 않고, 예멘 LNG 배당금이 순익에 반영되는 2015년 기준 PER은 4.7배에 불과하다. 또한, 현재 시가총액(7,469억원) 대비 순현금 (3,847억원, 2013년 말 기준)을 감안하면 대단히 매력적인 종목이라 할 수 있다. <표3 참조>

한국가스공사와의 성공적인 가격협상, 예멘LNG의 배당수입 확대로 연결

지난해 연말 한국가스공사와의 가격 재협상이 확정됐다. 기존에는 5년 단위로 판매가격을 협상해 왔으나, JCC(Japanese Crude Cocktail, 일본원유도입가격)에 연동하는 방식으로 변경됐다. 즉, JCC 가격×12.6%의 가격에 판매하는 것으로 추후 가격협상은 따로 없고 변동가격 구조이다. 이에 따라 지난해까지 한국가스공사에 대한 판매가격이 \$3.015/mmbtu에서 올해부터는 \$13~14(JCC가격 \$110×12.6%)으로 큰 폭 인상될 전망이다. GDF-Suez, TOTAL, KOGAS에 각각 1/3씩 균등하게 판매되고 있어, 예멘LNG의 평균판매단가가 지난해 5.3\$에서 올해는 9.0\$로 인상돼 배당금은 지난해 411억원에서 올해는 776억원으로 증가할 것이다. 이에 따라 대여금 회수(1,353억원)는 2015년 1분기 중에 마무리되고, 그 이후부터 배당금 수입이 손익에 반영될 것이다. 무엇보다 중요한 것은 현대상사의 E&P 수익 기조가 매우 안정적이라는 점과 예멘LNG광구의 잔여기간이 21년간 남아 있다는 점이다. 이로써 기존 광구를 포함해 E&P 수익은 향후 21년간 연평균 1,200억원을 상회할 전망이다. <표1 참조>

올해는 지난해 부진을 만회하는 영업실적 턴어라운드 가능할 것

올해에는 영업실적의 큰 폭 개선이 가능할 전망이다. 개별기준 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 15.3%, 25.2% 증가한 4조 9,252억원과 489억원으로 예상된다. 세계경기 회복에 따른 교역량 증대와 함께 지난해 낮은 기저효과가 긍정적으로 작용할 것이기 때문이다. 특히, 현대상사는 범현대그룹과의 시너지 창출을 통한 물량 확대가 가능한 점이 긍정적이다. 현대중공업과의 기계 및 플랜트 사업, 오일뱅크와의 화학물량 확대, 현대제철과 현대하이스코의 증설에 따른 철강 취급 물량 증대, 현대 및 기아차와의 자동차 수출물량의 지속적인 확대가 가능할 전망이다. 올해 상반기에는 우크라이나 전동차를 비롯한 철차와 플랜트 신규 수주 가능성도 주목할 만하다. <표2 참조>

<표1> 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	22	21	22	22
오만 KOLNG	1.0	지분법	154	154	185	215	236	224	235	234
카타르 라스라판	0.4	배당금	119	125	173	129	132	125	131	130
호주 드레이크 유연탄	2.5	매출이익	8	23	29	8	53	50	53	53
예멘 LNG	3.0	배당금				68	411	776	782	825
합계			310	345	442	446	855	1,196	1,222	1,264
증감률 (% , YoY)				11.3	28.1	0.9	91.6	39.9	2.2	3.4
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 트레이크 유연탄		만톤	500	500	500	500	500	500	500	500
예멘 LNG		만톤	690	690	690	650	730	730	730	730
가격 변수										
유기(WTI, 평균)		\$/bbl	62.0	79.5	95.1	94.2	98.8	98.8	106.3	102.5
천연가스(예멘)		\$/mmbtu	2.9	2.9	2.9	2.9	5.3	9.0	9.3	9.5
원/달러 (평균)		원/\$	1276.4	1156.3	1108.1	1126.9	1,095.0	1,036.0	1,010.0	1,043.8

자료 : 현대종합상사, HMC투자증권

<표2> 현대상사 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2013F				2014F				12	13F	14F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	10,680	12,759	9,628	9,635	12,676	14,064	10,569	11,943	47,172	42,702	49,252
기계 / 플랜트	4,303	4,573	3,209	4,105	4,401	4,390	2,903	4,273	19,158	16,190	15,967
철강	3,619	4,340	3,079	3,164	3,701	4,166	2,785	3,294	18,255	14,202	13,947
화학	2,608	3,684	3,169	2,186	2,671	3,549	2,871	2,278	9,047	11,647	11,370
전자 / 정보통신	41	36	56	44	42	34	50	46	178	178	172
기타 (상품+지원)	108	126	115	135	110	121	104	141	534	484	476
프로젝트 사업	0	0	0	0	1,750	1,803	1,857	1,912	0	0	7,321
매출총이익	255	290	233	224	303	330	271	276	1,219	1,002	1,180
영업이익	75	83	76	156	89	105	103	191	621	391	489
세전이익	153	189	216	85	170	185	183	271	839	643	810
순이익	141	158	201	79	158	172	170	252	718	579	752
수익성											
GPM	2.4	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	2.6	2.3	2.6	2.3	2.4
OPM	0.7	0.7	0.8	1.6	0.7	0.7	1.0	1.6	1.3	0.9	1.0
RPM	1.4	1.5	2.2	0.9	1.3	1.3	1.7	2.3	1.8	1.5	1.6
NPM	1.3	1.2	2.1	0.8	1.2	1.2	1.6	2.1	1.5	1.4	1.5
성장성 (YoY)											
매출액	-17.9	1.8	-14.2	-7.5	18.7	10.2	9.8	24.0	-6.2	-9.5	15.3
영업이익	-47.5	-55.2	-20.1	-20.6	19.6	26.2	34.9	22.6	-16.3	-37.1	25.2
세전계속이익	-35.2	-50.1	91.4	-23.3	11.0	-2.1	-15.2	220.0	6.6	-23.3	25.9
순이익	-30.5	-51.6	118.2	-17.8	11.4	8.9	-15.2	220.0	6.3	-19.4	29.9
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	105.8	97.6	98.0	95.0	100.0	102.0	94.2	98.8	98.8
원/달러 (평균)	1,084.8	1,122.0	1,110.0	1,061.6	1,040.0	1,040.0	1,035.0	1,030.0	1,126.9	1,095.0	1,036.0
원/달러 (기말)	1,112.9	1,142.5	1,074.0	1,055.4	1,035.0	1,038.0	1,030.0	1,025.0	1,070.6	1,053.7	1,025.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

<표3> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,647	3,215	10,334	3,215	
조정EBITDA	441	536	1,722		2015년 예멘LNG 배당금 반영
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0		시장평균 적용
2. 투자자산가치	1,011	547	707	547	순자산가액대비 20% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877	4,877		4,877	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,535	8,640	11,041	8,640	
5. 순현금	3,847	4,602	5,454	4,602	
6. 주주가치 (=4+5)	12,382	13,242	16,495	13,242	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	55,451	59,300	73,870	59,300	
현재주가 (원)	33,450	33,450	33,450	33,450	
상승여력	65.8	77.3	120.8	77.3	

자료: HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,031	4,717	4,270	4,925	5,815
증가율 (%)	38.4	-6.2	-9.5	15.3	18.1
매출원가	4,890	4,595	4,170	4,807	5,672
매출원가율 (%)	97.2	97.4	97.7	97.6	97.5
매출총이익	141	122	100	118	143
매출이익률 (%)	2.8	2.6	2.3	2.4	2.5
증가율 (%)	26.8	-13.6	-17.8	17.8	21.0
판매관리비	67	60	61	69	82
판매관리비율 (%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
EBITDA	78	69	44	54	65
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.5	1.0	1.1	1.1
증가율 (%)	34.5	-11.8	-35.9	21.5	21.4
영업이익	74	62	39	49	60
영업이익률 (%)	1.5	1.3	0.9	1.0	1.0
증가율 (%)	37.0	-16.3	-37.1	25.2	23.6
영업외손익	6	22	25	4	4
금융수익	42	39	43	51	51
금융비용	50	41	47	40	40
기타영업외손익	14	24	29	-8	-8
종속/관계기업관련손익	-1	0	0	29	108
세전계속사업이익	79	84	64	81	172
세전계속사업이익률	1.6	1.8	1.5	1.6	3.0
증가율 (%)	54.1	6.6	-23.3	25.9	112.7
법인세비용	11	12	6	6	12
계속사업이익	68	72	58	75	160
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	72	58	75	160
당기순이익률 (%)	1.3	1.5	1.4	1.5	2.8
증가율 (%)	44.2	6.3	-19.4	29.9	112.7
지배주주지분 순이익	68	72	58	75	160
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	74	-6	0	0	0
총포괄이익	141	66	58	75	160

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	58	122	229	2	10
당기순이익	68	72	58	75	160
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	3	6	4	3	3
외환손익	0	3	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-39	55	113	-50	-47
기타	26	-15	53	-29	-108
투자활동으로인한현금흐름	3	-80	119	85	87
투자자산의 감소(증가)	-3	14	95	87	88
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	0	0	-2	-2
기타	8	-96	25	0	0
재무활동으로인한현금흐름	76	-27	-110	-61	-41
장기차입금의 증가(감소)	448	-23	-91	-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	-8	-30	-30
기타현금흐름	1	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	138	15	238	26	55
기초현금	67	205	220	458	484
기말현금	205	220	458	484	539

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,354	1,260	1,341	1,553	1,784
현금성자산	205	220	458	484	539
단기투자자산	6	40	11	11	11
매출채권	858	825	701	869	1,027
재고자산	130	110	77	96	113
기타유동자산	155	65	94	94	94
비유동자산	403	382	256	195	212
유형자산	3	2	1	2	2
무형자산	56	56	54	51	48
투자자산	235	221	126	68	88
기타비유동자산	109	103	74	74	74
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,756	1,642	1,597	1,748	1,995
유동부채	1,291	1,150	1,105	1,205	1,299
단기차입금	437	396	353	353	353
매입채무	560	529	540	670	792
유동성장기부채	49	97	86	56	26
기타유동부채	244	129	125	126	128
비유동부채	139	110	64	50	55
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	67	86	39	19	19
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	23	25	31	37
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,430	1,260	1,168	1,255	1,354
지배주주지분	327	381	429	493	641
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	76	71	71	71	71
이익잉여금	154	214	261	325	473
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	327	381	429	493	641

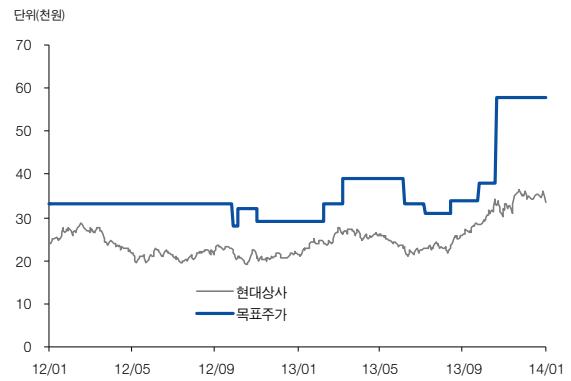
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	3,026	3,216	2,593	3,368	7,164
EPS(지배순이익 기준)	3,026	3,216	2,593	3,368	7,164
BPS(자본총계 기준)	12,131	14,591	16,770	19,790	26,596
BPS(지배자본 기준)	12,131	14,591	16,770	19,790	26,596
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.6	6.4	13.7	9.9	4.7
PER(지배순이익 기준)	7.6	6.4	13.7	9.9	4.7
PBR(자본총계 기준)	1.9	1.4	2.1	1.7	1.3
PBR(지배자본 기준)	1.9	1.4	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA(Reported)	11.6	11.3	18.1	12.7	9.1
배당수익률	2.2	2.4	1.4	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	44.2	6.3	-19.4	29.9	112.7
EPS(지배순이익 기준)	44.2	6.3	-19.4	29.9	112.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	26.0	20.3	14.3	16.3	28.2
ROE(지배순이익 기준)	26.0	20.3	14.3	16.3	28.2
ROA	4.9	4.2	3.6	4.5	8.5
안정성 (%)					
부채비율	437.6	330.4	272.6	254.8	211.1
순차입금비율	120.5	83.6	2.1	-13.5	-23.7
이자보상배율	4.9	4.2	12.9	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/01/20	BUY	33,000	13/08/27	BUY	34,000
12/05/09	BUY	33,000	13/09/17	BUY	34,000
12/07/03	BUY	33,000	13/09/24	BUY	34,000
12/10/09	BUY	28,000	13/10/07	BUY	38,000
12/10/17	BUY	32,000	13/11/01	BUY	58,000
12/11/15	BUY	29,000	13/12/19	BUY	58,000
12/12/26	BUY	29,000	14/01/09	BUY	58,000
13/02/20	BUY	33,000	14/01/14	BUY	58,000
13/03/20	BUY	39,000			
13/04/10	BUY	39,000			
13/06/19	BUY	33,000			
13/07/19	BUY	31,000			

▶ 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.