

현대상사(011760)

BUY / TP 58,000원

중단 없는 전진

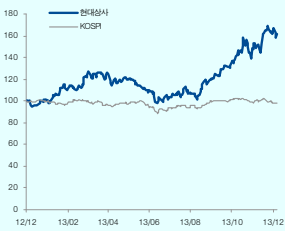
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (12/18)	35,000원
상승여력	65.7%
시가총액	782십억원
발행주식수	22,330천주
자본금/액면가	112십억원/5천원
52주 최고가/최저가	36,600원/20,450원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인지분율	6.07%
주요주주	현대중공업22.36%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	9.0 29.2 52.2
상대주가(%p)	11.0 31.2 46.5
당사추정 EPS	3,031원
컨센서스 EPS	3,365원
컨센서스 목표주가	45,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 최근 주가 급등에도 여전히 긍정적으로 평가하는 이유
- 내년 예멘LNG의 배당수입 확대, 기업가치 제고로 연결
- 내년에도 범현대그룹과의 시너지 창출은 지속된다

	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	4,482	42	68	47	3,031	-5.7	11.3	2.0	17.3	16.5
2014F	5,501	53	79	57	3,518	16.1	9.7	1.7	12.7	16.6
2015F	6,430	64	166	69	7,423	111.0	4.6	1.2	9.3	28.4

* K-IFRS 개별 기준

최근 주가 급등에도 여전히 긍정적으로 평가하는 이유

현대상사의 주가는 지난 8월 중순(8/22 21,900원)을 저점으로 최근 3개월간 절대주가는 29.2% 상승했고, 동기간 상대주가는 31.2%p 초과 상승했다. 그럼에도 불구하고 여전히 긍정적인 투자 의견을 유지하는데, 이는 1) 예멘LNG 광구를 통한 배당수입이 차질 없이 발생하고 있고, 올해 연말 한국가스공사와의 가격 재협상을 통해 내년 배당금이 크게 확대될 전망이다, 2) 당초 예상보다는 다소 지연되고 있지만 전동차와 플랜트 관련 신규 수주도 내년 상반기 발생할 가능성이 높고, 3) 종합상사 전체적으로 내년에도 부진한 업황이 불가피하지만, 범현대그룹과의 시너지 창출을 통해 트레이딩 부문의 실적 턴어라운드 가능성이 높을 전망이다기 때문이다.

내년 예멘LNG의 배당수입 확대, 기업가치 제고로 연결

지난 12월 16일에 예멘 LNG 3차 배당금 1,500만\$이 입금 완료됐다. 지난 4월 30일과 9월 16일에 각각 1,400만\$과 1,000만\$의 배당이 이뤄진 바 있어, 당초 예상했던 수준인 올해 총 3,900만\$(427억 원)의 배당수입이 발생했다. 올해 연말 안에 한국가스공사와의 가격 재협상으로 내년에는 배당수입이 793억원으로 크게 확대될 전망이다. 올해까지 한국가스공사에 판매가격은 \$3.015/mmbtu인데, 내년부터는 \$12(JCC가격 고려)로 결정될 전망이다. 예멘LNG의 평균판매단가가 올해 5.5\$에서 내년에는 9.2\$로 인상될 것이다. 이에 따라 2014년까지 대여금 회수(1,353억원)가 마무리되고, 2015년부터는 배당금 수입이 손익에 반영되어 현대상사의 세전이익이 보수적으로 추정해도 1,800억원이 가능할 전망이다. 무엇보다 중요한 것은 현대상사의 E&P 수익 기조가 매우 안정적이라는 점과 예멘LNG광구의 잔여기간이 22년간 남아 있다는 점이다. 이로써 기존 광구를 포함해 E&P 수익은 향후 22년간 연평균 1,200억원을 상회할 전망이다. <표2 참조>

내년에도 범현대그룹과의 시너지 창출은 지속된다

현대중공업과의 기계 및 플랜트 사업, 오일뱅크와의 화학물량 확대, 현대제철과 현대하이스크와의 철강 취급 물량 증대, 현대 및 기아차와의 자동차 수출물량의 지속적인 확대가 가능할 전망이다. 내년 상반기에는 우크라이나 전동차를 비롯한 철차와 플랜트 신규 수주 가능성도 주목할 만하다.

기존 매수의견과 목표주가 5.8만원 유지

현대상사에 대해 기존 매수의견과 목표주가 58,000원을 유지한다. 최근 주가 상승에도 불구하고 12개월 Forward 기준 P/E는 9.7배로 부담스럽지 않고, 현재 시가총액(7,815억원) 대비 순현금(3,489억원)을 감안하면 여전히 저평가된 상태다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 현대상사의 적정주주 가치(12개월 Forward 기준)는 1조 3,086억원이고, 주당가치는 58,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 3,380억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 6.0배 적용), 2) 투자자산가치 586억원(순자산가액의 20% 할인율 적용), 3) 예멘LNG가치 4,877억원에다 4) 순현금 4,244억원을 가산한 것이다. <표1 참조>

<표1> 적정주주 가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,799	3,432	10,709	3,380	
조정EBITDA	466	572	1,785		2015년 예멘LNG 배당금 반영
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0		시장평균 적용
2. 투자자산가치	1,011	547	707	586	순자산가액대비 20% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877	4,877		4,877	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,687	8,857	11,416	8,843	
5. 순현금	3,489	4,312	5,192	4,244	
6. 주주 가치 (=4+5)	12,176	13,169	16,608	13,086	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	54,528	58,976	74,376	58,605	
현재주가 (원)	35,000	35,000	35,000	35,000	
상승여력	55.8	68.5	112.5	67.4	

자료: HMC투자증권

<표2> 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명	자분율 (%)	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 드레이튼 유연탄	2.5	매출이익	8	23	29	8	53	50	53	53
예멘 LNG	3.0	배당금				68	427	793	807	843
합계			310	345	442	446	870	1,213	1,247	1,282
증감률 (% YoY)				11.3	28.1	0.9	95.1	39.4	2.8	2.8
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	98.8	98.8	106.3	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: 현대종합상사, HMC투자증권

<표3> 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	12,386	11,755	13,705	13,923	13,481	13,902	47,172	47,581	55,011
기계 / 플랜트	4,303	4,505	4,614	5,441	5,222	4,325	4,329	5,549	19,158	18,863	19,424
철강	3,619	5,507	4,759	4,303	4,282	5,287	4,465	4,389	18,255	18,188	18,422
화학	2,608	2,419	2,814	1,789	2,316	2,331	2,644	1,827	9,047	9,630	9,117
전자 / 정보통신	41	50	53	44	35	47	49	45	178	188	176
기타 (상품+지원)	108	137	147	177	100	131	138	181	534	569	550
프로젝트 사업	0	0	0	0	1,750	1,803	1,857	1,912	0	0	7,321
매출총이익	255	290	233	267	328	316	327	317	1,219	1,045	1,287
영업이익	75	83	76	181	97	103	110	216	621	416	525
세전이익	153	189	216	190	177	183	190	296	839	748	846
순이익	141	158	201	177	164	170	176	275	718	677	786
수익성											
GPM	2.4	2.3	1.9	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	2.6	2.2	2.3
OPM	0.7	0.7	0.6	1.5	0.7	0.7	0.8	1.6	1.3	0.9	1.0
RPM	1.4	1.5	1.7	1.6	1.3	1.3	1.4	2.1	1.8	1.6	1.5
NPM	1.3	1.2	1.6	1.5	1.2	1.2	1.3	2.0	1.5	1.4	1.4
성장성 (YoY)											
매출액	-17.9	1.8	10.4	12.9	28.3	9.1	8.8	18.3	-6.2	0.9	15.6
영업이익	-47.5	-55.2	-20.1	-7.7	29.3	23.9	43.4	19.0	-16.3	-33.0	26.3
세전계속이익	-35.2	-50.1	91.4	72.0	15.8	-3.1	-12.2	55.6	6.6	-10.8	13.0
순이익	-30.5	-51.6	118.2	84.3	16.2	7.7	-12.2	55.6	6.3	-5.7	16.1
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	102.0	100.0	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	1,058.0	1,040.0	1,040.0	1,035.0	1,030.0	1,126.9	1,094.0	1,036.0
원/달러 (기말)	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

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,031	4,717	4,482	5,501	6,430
증가율 (%)	38.4	-6.2	-5.0	22.7	16.9
매출원가	4,890	4,595	4,378	5,372	6,276
매출원가율 (%)	97.2	97.4	97.7	97.7	97.6
매출총이익	141	122	105	129	154
매출이익률 (%)	2.8	2.6	2.3	2.3	2.4
증가율 (%)	26.8	-13.6	-14.3	23.2	19.7
판매관리비	67	60	63	76	90
판매비율(%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
EBITDA	78	69	47	57	69
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.5	1.0	1.0	1.1
증가율 (%)	34.5	-11.8	-32.2	22.6	20.3
영업이익	74	62	42	53	64
영업이익률 (%)	1.5	1.3	0.9	1.0	1.0
증가율 (%)	37.0	-16.3	-33.0	26.3	22.2
영업외손익	6	22	33	4	4
금융수익	42	39	43	51	51
금융비용	50	41	47	40	40
기타영업외손익	14	24	37	-8	-8
종속/관계기업관련손익	-1	0	0	29	111
세전계속사업이익	79	84	75	85	178
세전계속사업이익률	1.6	1.8	1.7	1.5	2.8
증가율 (%)	54.1	6.6	-10.8	13.0	111.0
법인세비용	11	12	7	6	13
계속사업이익	68	72	68	79	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	72	68	79	166
당기순이익률 (%)	1.3	1.5	1.5	1.4	2.6
증가율 (%)	44.2	6.3	-5.7	16.1	111.0
지배주주지분 순이익	68	72	68	79	166
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	74	-6	0	0	0
총포괄이익	141	66	68	79	166

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	58	122	194	9	10
당기순이익	68	72	68	79	166
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	67	-46	-50
기타	26	-15	53	-29	-111
투자활동으로인한현금흐름	3	-80	119	85	89
투자자산의 감소(증가)	-3	14	95	87	91
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	202	32	58
기초현금	67	205	220	422	455
기말현금	205	220	422	455	513

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,354	1,260	1,477	1,682	1,927
현금성자산	205	220	422	455	513
단기투자자산	6	40	11	11	11
매출채권	858	825	855	1,011	1,179
재고자산	130	110	94	111	130
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	1,732	1,877	2,138
유동부채	1,291	1,150	1,225	1,316	1,417
단기차입금	437	396	353	353	353
매입채무	560	529	659	780	909
유동성장기부채	49	97	86	56	26
기타유동부채	244	129	126	127	129
비유동부채	139	110	69	55	61
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	67	86	39	19	19
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	23	31	36	42
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,430	1,260	1,294	1,371	1,478
지배주주지분	327	381	438	506	660
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	270	338	492
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	327	381	438	506	660

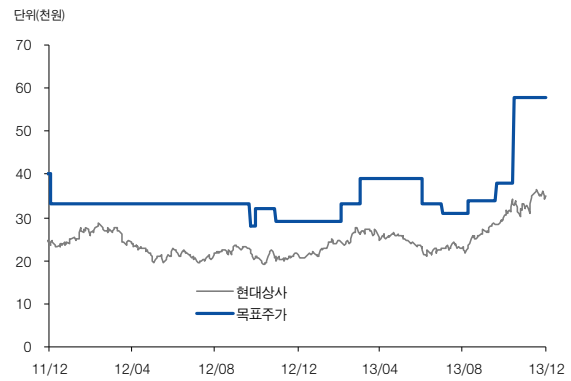
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	3,026	3,216	3,031	3,518	7,423
EPS(지배순이익 기준)	3,026	3,216	3,031	3,518	7,423
BPS(자본총계 기준)	12,131	14,591	17,208	20,378	27,444
BPS(지배자분 기준)	12,131	14,591	17,208	20,378	27,444
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.6	6.4	11.3	9.7	4.6
PER(지배순이익 기준)	7.6	6.4	11.3	9.7	4.6
PBR(자본총계 기준)	1.9	1.4	2.0	1.7	1.2
PBR(지배자분 기준)	1.9	1.4	2.0	1.7	1.2
EV/EBITDA(Reported)	11.6	11.3	17.3	12.7	9.3
배당수익률	2.2	2.4	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	44.2	6.3	-5.7	16.1	111.0
EPS(지배순이익 기준)	44.2	6.3	-5.7	16.1	111.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	26.0	20.3	16.5	16.6	28.4
ROE(지배순이익 기준)	26.0	20.3	16.5	16.6	28.4
ROA	4.9	4.2	4.0	4.4	8.3
안정성 (%)					
부채비율	437.6	330.4	295.2	271.1	223.8
순차입금비율	120.5	83.6	10.2	-7.5	-19.0
이자보상배율	4.9	4.2	13.8	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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	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			
13/02/20	BUY	33,000			
13/03/20	BUY	39,000			
13/04/10	BUY	39,000			
13/06/19	BUY	33,000			

▶ 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: HMC 투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC 투자증권의 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.