

유통/상사/석유 Analyst 박종렬
Jr. Analyst 조용선

02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com
02) 3787-2570 ys.cho@hmcib.com

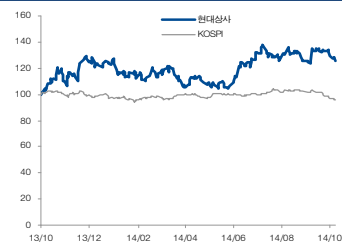
예멘LNG 가치가 반영되어야 할 때

현재주가 (10/16)	35,400원	
상승여력	63.8%	
시가총액	7,905억원	
발행주식수	22,330천주	
자본금/액면가	112십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	39,100원/29,550원	
일평균 거래대금 (60일)	24억원	
외국인지분율	6.85%	
주요주주	현대중공업 22.36%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-0.1	-8.4 12.7
상대주가(%p)	6.3	-3.9 17.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	2,709	4,818	58,000
After	2,667	5,013	58,000
Consensus	2,729	4,953	47,500
Cons. 차이	-2.3%	1.2%	22.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 부정적인 매크로 변수(상품가격 급락과 환율하락)로 인한 종합상사 업황 부진으로 현대상사의 주가도 올해 고점(7월 17일 40,150원) 대비 절대주가는 11.8% 하락하면서 부진한 수익률 기록
- 현대상사에 대해서는 달리 접근할 필요가 있음. 보유 광구의 대부분이 가스전이고, 장기공급계약이 상당부분을 차지하고 있어, 상품가격 하락에 따른 수익 변동치는 크지 않음. 또한 올해 4분기부터 예멘LNG의 배당금이 손익에 반영돼 수익구조는 크게 호전되며, 타 종합상사와 크게 차별화될 것이기 때문

2) 주요이슈 및 실적전망

- 예멘LNG로부터의 배당수입은 이미 지난 2012년부터 꾸준히 발생해왔으나, 투자자산에 대한 상각이 완료된 후 손익에 반영될 수 있는 구조임. 3분기말 기준 예멘LNG 미상각 잔액은 31.9백만\$(장기대여금 20.0백만\$, 자원개발자금 11.9백만\$)임. 장기대여금은 2017년까지 매년 5백만\$씩 상각하고, 자원개발자금은 발생하는 배당금으로 분기별로 상각하고 있음.
- 올해 배당금 수입은 1분기(12.0백만\$), 2분기(17.6백만\$)에 이어 3분기 9.4백만\$ 발생했고, 4분기에 20.0백만\$ 발생 가능할 전망. 올해 4분기에 32억원의 배당수입 발생 가능할 것이고, 내년부터는 본격적으로 손익(연간 637억원)에 반영되어 내년 EPS 증가율은 88%를 기록할 전망
- 올해 연간 영업이익과 세전이익은 각각 399억원과 792억원으로 전년비 81.2%, -35.0%의 증감률을 기록할 전망. 이는 지난해 하반기 발생했던 영업부문의 일회성 비용(200억원)과 영업외 부문 일회성 이익(830억원)의 소멸 때문
- 내년 연간 영업이익과 세전이익은 각각 25.6%, 83.6% 증가한 501억원과 1,454억원으로 큰 폭의 실적 호전

3) 주가전망 및 Valuation

- 예멘LNG 수익이 손익에 본격적으로 반영되는 2015년 기준 P/E 7.2배, 순현금 감안한 실질PER 3.7배로 절대 저평가 상태로 최근 주가 하락을 매수 기회로 활용할 필요

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	5,468	29	52	50	2,309	17.5	9.0	1.4	15.3	13.0	2.4
2013	5,083	22	109	34	4,867	110.8	7.3	1.5	26.5	21.7	1.4
2014F	4,996	40	60	50	2,667	-45.2	13.6	1.4	16.7	9.8	1.4
2015F	5,587	50	112	59	5,013	88.0	7.2	1.2	13.2	16.5	1.4
2016F	5,817	54	117	63	5,241	4.5	6.9	1.0	10.7	15.0	1.4

* K-IFRS 연결 기준

COMPANY NOTE

<표1> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,212	1,810	7,272	5,906	
조정EBITDA	337	503	1,454		2015년 예멘LNG 배당금 손익에 반영
EV/EBITDA	3.6	3.6	5.0		시장평균 대비 17% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,873	2,800	2,760	2,770	순자산가액대비 20% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877	4,877		1,219	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,962	9,487	10,032	9,896	
5. 순현금	2,275	3,232	3,799	3,657	
6. 주주가치 (=4+5)	11,237	12,719	13,831	13,553	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	50,324	56,960	61,940	60,695	
현재주가 (원)	35,400	35,400	35,400	35,400	
상승여력	42.2	60.9	75.0	71.5	

자료: HMC투자증권

<표2> 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명	지분율(%)	수익인식(억원)	배당기간	11	12	13	14F	15F	16F
베트남 11-2광구 (유전)	4.9	매출이익	2007~2028	55	26	45	40	37	36
오만 KOLNG (가스전)	1.0	지분법	2002~2024	185	215	220	206	190	185
카타르 라스라판 (가스전)	0.4	배당금	2001~2024	173	129	142	133	123	120
호주 드레이튼 (유연탄)	2.5	매출이익	1983~2016	29	8	4	5	4	4
예멘 LNG (가스전)	3.0	배당금	2012~2034		68	410	614	637	644
합계				442	446	821	998	992	989
증감률 (% YoY)				28.1	0.9	84.1	21.6	-0.6	-0.3
연간 생산량									
베트남 11-2광구		만배럴		100	100	100	100	100	100
오만 KOLNG		만톤		650	650	650	650	650	650
카타르 라스라판		만톤		650	650	650	650	650	650
호주 트레이튼 유연탄		만톤		500	500	500	500	500	500
예멘 LNG		만톤		690	650	710	730	730	730
가격 변수									
유가(WTI, 평균)		\$/bbl		95.1	94.2	98.8	97.3	89.5	88.0
천연가스(예멘)		\$/mmbtu		2.9	2.9	5.8	9.0	9.3	9.5
원/달러 (평균)		원/\$		1,108.1	1,126.9	1,095.0	1,043.0	1,047.0	1,036.0

자료: 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2013				2014F				13	14F	15F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	12,151	14,360	12,475	11,839	12,677	13,778	12,235	11,274	50,824	49,963	55,871
철 강	4,532	5,275	3,883	4,436	4,843	5,417	3,436	4,184	18,126	17,880	17,178
화 학	3,439	4,717	5,242	4,200	3,691	4,869	4,661	3,985	17,597	17,205	16,688
차량간장	3,773	2,479	2,560	2,763	4,050	2,560	2,276	2,621	11,575	11,507	11,125
선박플랜트	1,816	2,920	1,578	1,585	1,949	3,014	1,403	1,504	7,899	7,870	7,572
자원개발	60	63	51	57	64	64	45	54	231	226	215
기타	83	199	110	198	88	202	97	185	590	572	550
내부거래	-1,552	-1,293	-982	-1,366	-1,622	-1,298	-849	-1,259	-5,193	-5,028	-4,726
매출총이익	316	349	287	278	297	282	295	291	1,229	1,165	1,386
영업이익	65	82	39	33	81	81	125	110	220	399	501
세전이익	138	179	635	267	187	167	208	231	1,218	792	1,454
지배주주순이익	114	134	612	223	117	134	167	177	1,083	596	1,119
수익성											
GPM	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.0	2.4	2.6	2.4	2.3	2.5
OPM	0.5	0.6	0.3	0.3	0.6	0.6	1.0	1.0	0.4	0.8	0.9
RPM	1.1	1.2	5.1	2.3	1.5	1.2	1.7	2.0	2.4	1.6	2.6
NPM	0.9	0.9	4.9	1.9	0.9	1.0	1.4	1.6	2.1	1.2	2.0
성장성 (YoY)											
매출액	-14.2	-1.5	-8.2	-4.2	4.3	-4.1	-1.9	-4.8	-7.1	-1.7	11.8
영업이익	-39.8	-35.2	-59.1	흑전	25.0	-0.2	221.7	234.8	-23.6	81.2	25.6
세전계속이익	-28.2	-47.2	461.9	13,238.6	36.0	-7.0	-67.3	-13.5	88.7	-35.0	83.6
순이익	-31.1	-53.2	흑전	284.5	2.5	-0.1	-72.6	-20.5	109.9	-45.0	88.0
기본기정											
세계GDP	2.1	2.2	2.4	2.3	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9
국제유가	94.3	94.2	105.8	97.6	98.6	101.5	97.7	89.7	98.8	97.3	89.5
원/달러 (평균)	1084.8	1122.0	1110.0	1061.6	1069.0	1030.4	1025.0	1050.0	1095.0	1043.0	1047.0
원/달러 (기말)	1112.9	1142.5	1074.0	1055.4	1068.0	1014.4	1050.0	1070.0	1053.7	1070.0	1050.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표4〉 현대상사의 순현금 현황 및 전망

(단위: 억원, %)

	09	10	11	12	13	14F	15F	16F
단기차입금	1,242	1,489	5,101	4,769	3,288	3,517	3,517	3,517
유동성장기부채	1,336	480	491	972	462	280	280	280
장기차입금	1,010	926	674	864	326	0	0	0
차입금 총계	3,590	3,397	6,769	6,606	4,079	3,798	3,798	3,798
평균차입금	3,378	3,493	5,083	6,688	5,343	3,939	3,798	3,798
이자비용	191	172	205	210	160	119	114	114
조달금리	5.7	4.9	4.0	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
현금성자산	2,032	2,241	3,615	3,543	3,066	3,513	4,080	5,162
이자수익	44	68	49	82	77	66	76	95
순이자비용	147	104	156	128	83	53	38	19
순차입금	1,558	1,156	3,155	3,063	1,013	285	-282	-1,364
실질순현금*	-316	333	1,946	1,706	2,275	3,232	3,799	4,881
지분총계	1,469	1,940	3,862	4,099	5,944	6,278	7,288	8,349

주 : 실질순현금=순차입금-단기차입금, 단기차입금은 무역금융 (수출매출채권이 담보로 제공되어 있음)

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,468	5,083	4,996	5,587	5,817
증가율 (%)	0.4	-7.1	-1.7	11.8	4.1
매출원가	5,333	4,969	4,880	5,449	5,670
매출원가율 (%)	97.5	97.6	97.7	97.5	97.5
매출총이익	135	123	116	139	146
매출이익률 (%)	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5
증가율 (%)	-2.5	-8.9	-5.3	19.0	5.5
판매관리비	106	101	77	89	92
판매비율 (%)	1.9	2.0	1.5	1.6	1.6
EBITDA	50	34	50	59	63
EBITDA 이익률 (%)	0.9	0.7	1.0	1.1	1.1
증가율 (%)	-18.8	-33.0	49.3	18.1	5.8
영업이익	29	22	40	50	54
영업이익률 (%)	0.5	0.4	0.8	0.9	0.9
증가율 (%)	-45.5	-23.8	81.5	25.6	8.8
영업외손익	14	78	11	3	5
금융수익	41	28	15	8	10
금융비용	48	38	19	11	11
기타영업외손익	21	88	15	7	7
총속·관계기업관련손익	21	22	28	92	92
세전계속사업이익	65	122	79	145	152
세전계속사업이익률	1.2	2.4	1.6	2.6	2.6
증가율 (%)	7.9	88.7	-35.0	83.6	4.2
법인세비용	13	14	20	33	34
계속사업이익	52	108	60	112	117
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	108	60	112	117
당기순이익률 (%)	0.9	2.1	1.2	2.0	2.0
증가율 (%)	23.2	109.6	-44.9	88.0	4.5
지배주주지분 순이익	52	109	60	112	117
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	85	-15	0	0
총포괄이익	35	193	45	112	117

(단위: 십억원)

현금흐름표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	28	78	62	49	101
당기순이익	52	108	60	112	117
유형자산 상각비	6	5	2	2	2
무형자산 상각비	16	6	9	8	6
외환손익	3	-2	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-26	-38	-11	-57	-9
기타	-23	-3	1	-16	-16
투자활동으로인한현금흐름	-46	44	8	19	19
투자자산의 감소(증가)	50	-73	18	21	21
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	0	-4	-2	-2
기타	-97	117	-6	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-13	-180	-38	-11	-11
장기차입금의 증가(감소)	-15	-202	-10	0	0
사채의증가(감소)	-50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-11	-11	-11	-11	-11
기타	63	33	-16	0	0
기타현금흐름	-10	-1	-7	0	0
현금의증가(감소)	-42	-59	26	57	108
기초현금	356	314	255	281	337
기말현금	314	255	281	337	446

K-FRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,431	1,226	1,261	1,489	1,625
현금성자산	314	255	281	337	446
단기투자자산	40	52	71	71	71
매출채권	782	629	678	817	840
재고자산	201	210	158	190	195
기타유동자산	93	79	74	74	74
비유동자산	484	493	447	435	423
유형자산	44	4	6	6	6
무형자산	68	61	55	48	41
투자자산	263	359	350	345	340
기타비유동자산	109	69	36	36	36
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,915	1,718	1,708	1,923	2,048
유동부채	1,369	1,017	1,020	1,123	1,140
단기차입금	477	329	352	352	352
매입채무	647	499	499	602	618
유동성장기부채	97	46	28	28	28
기타유동부채	148	144	141	141	141
비유동부채	136	106	60	72	74
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	86	33	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50	74	60	72	74
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,505	1,124	1,080	1,195	1,213
지배주주지분	408	594	627	728	834
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	141	229	214	214	214
이익잉여금	175	272	321	421	527
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	410	594	628	729	835

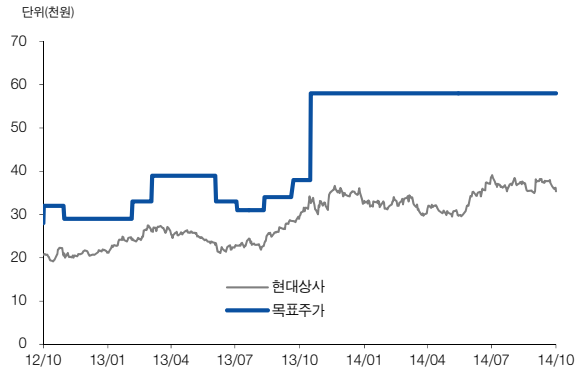
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS(당기순이익 기준)	2,312	4,848	2,672	5,024	5,253
EPS(지배순이익 기준)	2,309	4,867	2,667	5,013	5,241
BPS(자본총계 기준)	15,309	23,894	25,640	30,500	35,543
BPS(지배지분 기준)	15,230	23,867	25,607	30,456	35,488
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	9.0	7.3	13.5	7.2	6.9
PER(지배순이익 기준)	9.0	7.3	13.6	7.2	6.9
PBR(자본총계 기준)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.0
PBR(지배지분 기준)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(Reported)	15.3	26.5	16.7	13.2	10.7
배당수익률	2.4	1.4	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	23.2	109.6	-44.9	88.0	4.5
EPS(지배순이익 기준)	17.5	110.8	-45.2	88.0	4.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.0	21.6	9.8	16.5	15.0
ROE(지배순이익 기준)	13.0	21.7	9.8	16.5	15.0
ROA	2.6	6.0	3.5	6.2	5.9
안정성 (%)					
부채비율	367.1	189.1	172.0	163.9	145.3
순차입금비율	74.7	17.0	4.5	-3.9	-16.3
이자보상배율	1.4	1.4	3.4	4.4	4.8

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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	14/04/17	BUY	58,000
13/04/10	BUY	39,000	14/07/17	BUY	58,000
13/06/19	BUY	33,000	14/09/17	BUY	58,000
13/07/19	BUY	31,000	14/10/01	BUY	58,000
13/08/27	BUY	34,000	14/10/08	BUY	58,000
13/09/17	BUY	34,000	14/10/17	BUY	58,000
13/09/24	BUY	34,000			
13/10/07	BUY	38,000			

▶ 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 박종렬, 조용선의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사자료는 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.