

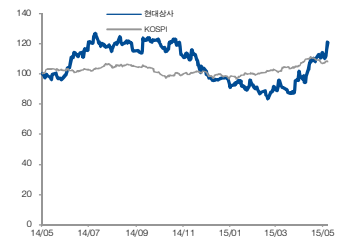
## 예멘 재가동 여부에 주목

현재주가 (5/15)	37,350원	
상승여력	17.8%	
시가총액	834십억원	
발행주식수	22,330천주	
자본금/액면가	112십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	39,100원/25,700원	
일평균 거래대금 (60일)	82억원	
외국인지분율	6.23%	
주요주주	현대중공업 22.36%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	29.0	35.1 8.3
상대주가(%p)	29.8	25.5 0.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	3,201	3,545	44,000
After	3,812	4,754	44,000
Consensus	3,509	4,047	39,500
Cons. 차이	8.6%	17.5%	11.4%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 양호한 실적 모멘텀을 감안할 때 추가적인 주가 재평가 가능성 충분. 다만, 예멘LNG광구가 가동 중단 상태에서 벗어나는 시점이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망
- 기존 매수의견과 목표주가 44,000원 유지함

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 매출액 12조원(YoY -5.5%)과 영업이익 105억원(YoY 23.9%), 세전이익 285억원(YoY 52.3%)을 기록하면서 당초 당사 전망 및 시장 컨센서스를 상회. 매출액이 당초 예상치를 하회한 것은 원화약세에도 불구하고 전반적인 상품가격 하락 때문. 반면 영업이익이 예상치를 상회한 것은 수익성 위주의 사업전략에 따른 마진개선 때문. 특히, 세전이익이 큰 폭 증가한 것은 예멘LNG배당수입이 확대됐기 때문
- 1분기 실적을 반영해 연간 수익예상을 상향 조정함. 상품가격 약세로 인해 매출액은 기존 전망치 대비 8.2% 하회하나, 수익성 위주의 사업전략에 따른 마진개선을 감안해 영업이익은 28.8% 상향함. 한편, 예멘LNG 광구는 가동 중단을 감안해 2분기 수익발생은 어려울 것으로 봤고, 3분기에는 재가동될 것으로 추정함. 이에 따라 세전이익은 기존 전망치 대비 4.6% 상향함
- 올해 연간 매출액은 전년비 2.2% 감소한 52조원에 그칠 것이지만, 영업이익과 세전이익은 각각 34.6%, 114.2% 증가한 524억원과 1,091억원을 기록할 전망. 이는 예멘LNG배당수입과 지난해 발생했던 일회성 비용 소멸 때문. 투자자산에 대한 상각이 완료된 바 올해부터 예멘LNG로부터의 배당수입(지분법이익)이 본격화될 전망. 관건은 재가동 여부인데, 미얀마 입장에서 볼 때 GDP의 40%를 차지하고 있을 정도로 매우 중요한 자산이라는 점과 주요 주주들이 미국과 프랑스 등 다국적 기업인 바 많은 시간이 소요되지는 않을 것으로 판단

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고, 올해 수익예상 기준 PER 9.8배 수준으로 부담스럽지 않고, 순현금 감안한 실질PER 4.6배로 저평가 상태. 목표주가 44,000원은 12개월 Forward 기준 PER 10.6배 수준

### 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 (%)
2013	5,083	22	109	34	4,867	110.8	7.3	1.5	26.5	21.7	1.4
2014	5,367	39	34	52	1,512	-68.9	19.8	1.1	15.4	5.4	1.7
2015F	5,247	52	85	71	3,812	152.1	9.8	1.2	11.7	12.1	1.3
2016F	6,430	66	106	79	4,754	24.7	7.9	1.0	10.2	13.5	1.3
2017F	6,830	70	115	81	5,163	8.6	7.2	0.9	8.8	13.0	1.3

\* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2015년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q14	4Q14	1Q15P	(YoY)	(QoQ)	1Q15P	Diff.	1Q15P	Diff.
매출액	1,268	1,359	1,198	-5.5%	-11.9%	1,339	-10.5%	1,352	-11.4%
영업이익	8	11	11	29.3%	-1.3%	9	21.9%	10	7.2%
세전순이익	19	0	29	52.3%	흑전	24	17.2%	24	20.3%
순이익	12	-3	24	103.5%	흑전	18	29.3%	18	34.6%

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표2〉 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	5,247	6,430	5,718	6,430	-8.2%	0.0%
영업이익	52	66	41	47	28.8%	40.3%
세전이익	109	138	104	119	4.6%	16.2%
지배주주 순이익	85	106	79	90	7.6%	17.8%

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 적정주주 가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	14	15F	16F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,889	3,929	4,973	4,190	
조정EBITDA	525	1,091	1,381		2015년 예멘LNG 배당금 손익에 반영
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.6		시장평균(6.0배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	3,382	3,342	3,302	3,332	순자산가액대비 25% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877			0	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	10,148	7,272	8,275	7,522	
5. 순현금	2,987	4,413	4,628	4,467	
6. 주주가치 (=4+5)	13,135	11,685	12,903	11,990	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	58,823	52,329	57,785	54,147	
현재주가 (원)	37,350	37,350	37,350	37,350	
상승여력	57.5	40.1	54.7	45.0	

자료: HMC투자증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	12,677	13,778	13,622	13,592	11,979	13,763	13,791	12,933	53,668	52,467	64,297
철 강	5,153	5,285	5,526	5,500	6,285	5,272	5,583	5,222	21,464	22,362	22,040
화 학	4,368	4,676	5,565	5,560	3,803	4,675	5,639	5,296	20,169	19,412	20,899
차량간장	1,933	3,332	2,589	2,600	1,828	3,331	2,623	2,476	10,454	10,259	10,865
선박플랜트	2,274	1,861	1,459	1,460	2,313	1,860	1,478	1,391	7,054	7,042	7,319
기타	278	284	294	290	328	283	297	275	1,146	1,184	1,158
내부거래	-1,329	-1,661	-1,811	-1,818	-2,578	-1,658	-1,830	-1,726	-6,619	-7,792	-6,686
매출총이익	297	282	320	357	326	309	351	353	1,256	1,339	1,681
영업이익	81	81	120	106	105	128	166	125	389	524	655
세전이익	187	167	158	-3	286	192	327	286	510	1,091	1,381
지배주주순이익	117	134	119	-33	240	146	249	217	338	851	1,062
수익성											
GPM	2.3	2.0	2.3	2.6	2.7	2.2	2.5	2.7	2.3	2.6	2.6
OPM	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9	0.9	1.2	1.0	0.7	1.0	1.0
RPM	1.5	1.2	1.2	0.0	2.4	1.4	2.4	2.2	0.9	2.1	2.1
NPM	0.9	1.0	0.9	-0.2	2.0	1.1	1.8	1.7	0.6	1.6	1.7
성장성 (YoY)											
매출액	4.3	-4.1	9.2	14.8	-5.5	-0.1	1.2	-4.8	5.6	-2.2	22.5
영업이익	25.0	-0.2	208.0	222.4	29.3	57.8	37.9	17.1	76.9	34.6	25.2
세전이익	36.0	-7.0	-75.1	적전	52.9	15.3	106.9	흑전	-58.2	114.2	26.6
지배주주순이익	2.5	-0.1	-80.5	적전	104.5	9.2	108.4	흑전	-68.8	152.1	24.7
기본가정											
세계GDP	1.9	2.4	2.8	2.4	3.6	3.7	3.6	3.7	3.3	3.7	3.8
국제유가	98.7	103.1	97.6	73.2	48.5	50.0	53.0	58.0	92.9	52.0	60.0
원/달러 (평균)	1069.2	1029.2	1026.6	1087.0	1100.3	1085.0	1100.0	1090.0	1053.0	1095.0	1070.0
원/달러 (기말)	1064.7	1011.8	1055.3	1099.2	1109.5	1080.0	1085.0	1080.0	1099.0	1080.0	1050.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	5,083	5,367	5,247	6,430	6,830
증가율 (%)	-7.1	5.6	-2.2	22.5	6.2
<b>매출원가</b>	4,959	5,241	5,113	6,262	6,649
매출원가율 (%)	97.6	97.7	97.4	97.4	97.4
<b>매출총이익</b>	123	126	134	168	181
매출이익률 (%)	2.4	2.3	2.6	2.6	2.6
증가율 (%)	-8.9	2.1	6.6	25.5	7.5
판매관리비	101	87	82	103	110
판매관리비율 (%)	2.0	1.6	1.6	1.6	1.6
EBITDA	34	52	71	79	81
EBITDA 이익률 (%)	0.7	1.0	1.4	1.2	1.2
증가율 (%)	-33.0	55.9	35.9	11.2	1.7
<b>영업이익</b>	22	39	52	66	70
영업이익률 (%)	0.4	0.7	1.0	1.0	1.0
증가율 (%)	-23.8	77.2	34.6	25.2	7.5
<b>영업외손익</b>	78	2	9	10	12
금융수익	28	25	9	10	12
금융비용	38	25	7	7	7
기타영업외손익	88	3	7	7	7
종속/관계기업관련손익	22	10	48	63	68
<b>세전계속사업이익</b>	122	51	109	138	150
세전계속사업이익률	2.4	0.9	2.1	2.1	2.2
증가율 (%)	88.7	-58.2	114.2	26.6	8.8
법인세비용	14	17	24	32	35
계속사업이익	108	34	85	106	115
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	108	34	85	106	115
당기순이익률 (%)	2.1	0.6	1.6	1.7	1.7
증가율 (%)	109.6	-68.7	151.7	24.7	8.6
지배주주지분 순이익	109	34	85	106	115
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	85	50	0	0	0
총포괄이익	193	84	85	106	115

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	78	-60	142	20	80
<b>당기순이익</b>	108	34	85	106	115
유형자산 상각비	5	2	2	2	2
무형자산 상각비	6	12	17	12	8
외환손익	-2	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-38	-139	47	-90	-32
기타	-3	32	-9	-10	-13
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	44	76	12	13	31
투자자산의 감소(증가)	-73	-25	14	15	33
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-3	-2	-2	-2
기타	117	104	0	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-180	39	-11	-11	-11
장기차입금의 증가(감소)	-202	91	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-11	-11	-11	-11	-11
기타	33	-40	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	-1	-4	0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-59	51	143	22	100
기초현금	314	255	306	448	470
기말현금	255	306	448	470	570

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	1,226	1,433	1,484	1,714	1,889
현금성자산	255	306	448	470	570
단기투자자산	52	16	16	16	16
매출채권	629	774	736	898	956
재고자산	210	267	213	260	276
기타유동자산	79	71	71	71	71
<b>비유동자산</b>	493	494	472	455	427
유형자산	4	5	5	6	6
무형자산	61	56	39	27	19
투자자산	359	423	418	413	393
기타비유동자산	69	10	10	10	10
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	1,718	1,927	1,955	2,169	2,316
<b>유동부채</b>	1,017	1,146	1,101	1,218	1,260
단기차입금	329	437	437	437	437
매입채무	499	577	532	649	691
유동성장기부채	46	7	7	7	7
기타유동부채	144	124	124	124	125
<b>비유동부채</b>	106	114	113	115	115
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	33	15	15	15	15
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	99	99	100	100
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,124	1,260	1,214	1,333	1,375
<b>지배주주지분</b>	594	666	740	835	939
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익의누계액	229	280	280	280	280
이익잉여금	272	294	368	463	567
<b>비지배주주지분</b>	1	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	594	667	741	836	940

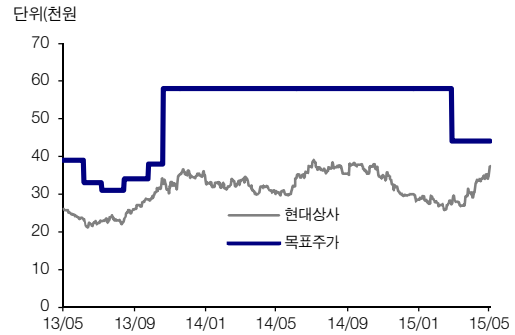
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,848	1,516	3,816	4,759	5,168
EPS(지배순이익 기준)	4,867	1,512	3,812	4,754	5,163
BPS(자본총계 기준)	23,894	27,367	31,455	36,248	41,286
BPS(지배지분 기준)	23,867	27,335	31,419	36,207	41,240
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.3	19.8	9.8	7.8	7.2
PER(지배순이익 기준)	7.3	19.8	9.8	7.9	7.2
PBR(자본총계 기준)	1.5	1.1	1.2	1.0	0.9
PBR(지배지분 기준)	1.5	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	26.5	15.4	11.7	10.2	8.8
배당수익률	1.4	1.7	1.3	1.3	1.3
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	109.6	-68.7	151.7	24.7	8.6
EPS(지배순이익 기준)	110.8	-68.9	152.1	24.7	8.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	21.6	5.4	12.1	13.5	13.0
ROE(지배순이익 기준)	21.7	5.4	12.1	13.5	13.0
ROA	6.0	1.9	4.4	5.2	5.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	189.1	188.8	163.9	159.4	146.2
순차입금비율	17.0	20.8	-0.5	-3.1	-13.4
이자보상배율	1.4	6.1	7.1	8.9	9.6

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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	14/10/17	BUY	58,000
13/08/27	BUY	34,000	14/12/02	BUY	58,000
13/09/17	BUY	34,000	15/03/11	BUY	44,000
13/09/24	BUY	34,000	15/05/18	BUY	44,000
13/10/07	BUY	38,000			
13/11/01	BUY	58,000			
13/12/19	BUY	58,000			
14/01/09	BUY	58,000			

▶ 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

- ▶ 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 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.