

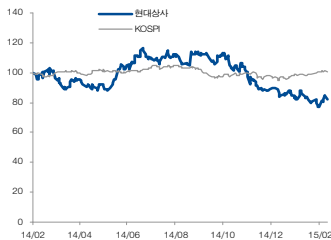
강화되는 실적 모멘텀에 주목할 때

현재주가 (3/10)	27,300원		
상승여력	61.2%		
시가총액	6,096억원		
발행주식수	22,330천주		
자본금/액면가	112십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	39,100원/25,700원		
일평균 거래대금 (60일)	28억원		
외국인지분율	6.31%		
주요주주	현대중공업 22.36%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.8	-10.3	-22.4
상대주가(%p)	-4.0	-11.3	-20.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	2,408	4,889	58,000
After	1,460	3,201	44,000
Consensus	2,274	4,368	46,600
Cons. 차이	-35.8%	-26.7%	-5.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 국제유가 급락에 따른 E&P 주식 전반에 대한 투자심리 악화로 현대상사의 주가도 지난해 10월 이후 부진한 수익률 기록, 최근 하락으로 부정적인 영향 주가에 기 반영
- 예멘LNG 배당수입 올해부터 손익에 반영돼 실적 모멘텀은 크게 강화될 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 상품가격 약세에도 불구하고 범현대그룹 계열사들과의 시너지 확대에 따른 물량증대로 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 6.4%, 4.3% 증가한 5.7조원과 405억원을 기록할 전망. 세전이익은 943억원으로 전년비 89.2%의 큰 폭 증가가 가능할 것. 이는 예멘 LNG배당수입과 지난해 발생했던 일회성 비용 소멸 때문. 지난해 4분기에 청도조선소 손상차손(140억원), 호주 드레이튼 환경복구비용 (40억원) 발생했음
- 투자자산에 대한 상각이 완료된 바 올해부터 예멘LNG로부터의 배당수입(지분법이익)이 본격화될 전망. 다만, 국제유가 급락으로 인해 당초 예상보다는 크게 낮아진 연간 396억원으로 추정, 기존 광구들과 함께 올해 연간 E&P 수익은 609억원으로 전망
- 지난 2월 13일 현대자원개발(주) 감사 결정과 현대상사의 자회사로의 편입에 대해 우려할 사항은 크지 않음. 지난 2011년 4월 최초 자본금 500억원으로 법인 설립 후 특별한 사업을 진행한 것이 없고, 약 4년간의 인건비와 유지비 등으로 20억원 손실이 있었고, 이를 201 유상감자를 통해 기존 주주인 현대중공업, 현대미포조선, 현대오일뱅크 등 각기 손실을 반영했기 때문임
- 청도조선소(지분율 30.6%)에 대해 지난해 4분기 손상차손을 반영해 장부가는 140억원임. 중국 산푸드집단 및 국청홀딩스의 최소 매각금액은 90억원(800만\$)으로 추가적으로 50억원의 손실만 반영하면 더 이상 청도조선소 관련 손실은 없을 것이고, 올해 안에 매매종결도 가능할 전망

3) 추가전망 및 Valuation

- 수익예상 하향에 따라 목표주가를 44,000원으로 하향 조정하나, 기존 매수 의견을 유지함. <표1 참조> 올해 수익예상 기준 PER 8.5배 수준, 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
2014P	5,367	39	33	49	1,460	-70.0	20.5	1.2	16.0	5.4	1.7
2015F	5,709	41	71	50	3,201	119.2	8.5	1.0	13.3	11.2	1.8
2016F	6,256	45	79	54	3,545	10.7	7.7	0.9	11.6	11.3	1.8

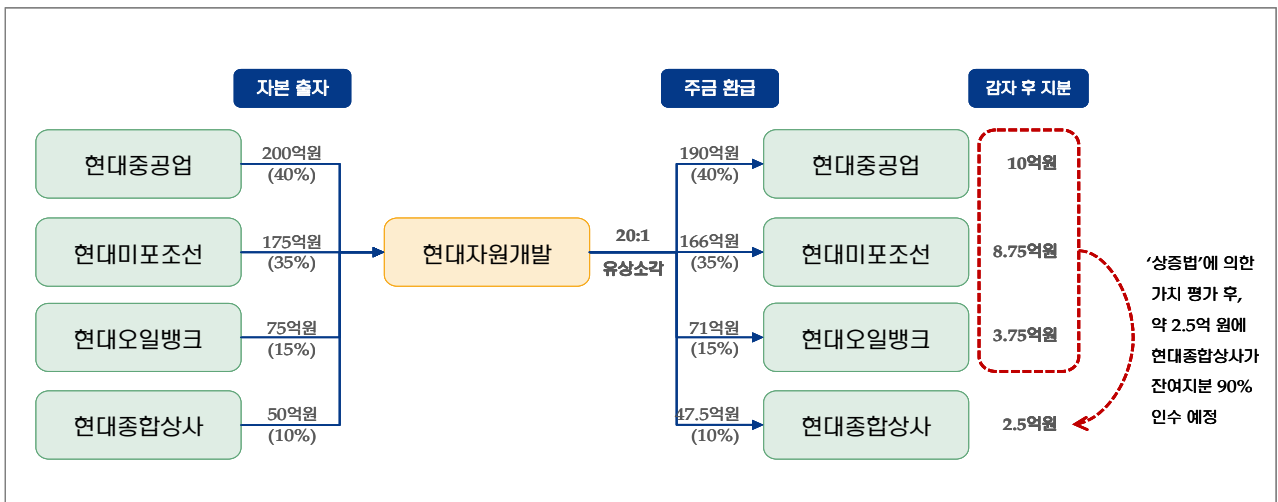
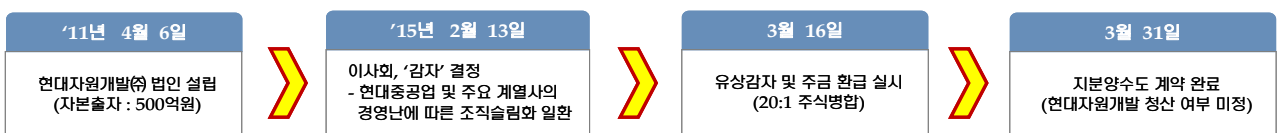
* K-IFRS 연결 기준

현대자원개발(주) 설립에서 청산까지

현대자원개발(주)는 현대상사가 현대중공업 그룹으로 인수된 이후 해외자원 개발사업을 그룹차원에서 진행할 목적으로 지난 2011년 4월 6일 설립된 법인이다. 당시 정부는 해외자원 개발에 대해 적극적인 활성화 정책을 펼치고 있었고, 각 업체들마다 해외자원 개발에 열안이 집중된 시기였다. 공급과잉에도 법인 설립 이후 미땅한 투자처를 발굴하지 못하고 있던 차에 원자재 슈퍼사이클의 일단락으로 국제상품가격의 하락국면이 지속됐다. 지난 4년 여간 신규 사업은 전혀 없었고, 기존 현대중공업과 현대상사가 보유하고 있던 광구에 대한 위탁관리가 주요 업무였다. 현대중공업의 연해주농장과 현대상사의 4개 자원 프로젝트(예멘, 오만, 카타르, 베트남)에 대한 위탁관리 업무이다.

향후 해외자원개발에 대한 그룹차원의 투자가 불투명한데다 현대중공업 및 주요 계열사의 경영난에 따른 조직슬림화의 일환으로 현대자원개발(주)를 현대중공업그룹의 계열사에서 현대상사 자회사로 변경하게 됐다. 자본금 500억원에 대해 20:1 감자가 진행되면, 475억원이 현대중공업, 현대미포조선, 현대오일뱅크, 현대상사 등 4개사가 지분출자 비율만큼 환급이 3월 16일에 진행될 예정이다. 현대자원개발(주)는 그동안의 인건비와 유지비 등으로 지난해 연말 기준 20억원의 누적 결손이 있었다. 감자 및 주금 환급 완료 후 현대자원개발(주)의 장부상 가치는 25억원이다. 현대상사는 동사 지분(10%)을 제외한 나머지 3개사의 잔여지분 90%를 인수하게 된다. 상증법(상속세 및 증여세법)에 의해 누적결손(20억원)을 감안하여 평가 시 공정가치는 2.5억원으로 추정된다. 주주환급 후에도 5억원의 잉여현금이 남아 있게 됨으로 현대상사에 미치는 효과는 미미한 수준에 불과하다. 따라서 이번 현대자원개발(주)의 감자 및 지분인수가 현대상사에게 끼치는 재무적으로 부정적인 영향은 없다. 향후 현대자원개발(주)에 대한 운영방향은 흡수합병이나 존속 등 두 가지 일 것이나 아직 결정된 사항은 없다.

〈그림〉 현대자원개발(주) 지분인수 개요 및 일정



자료 : 현대상사, HMC투자증권

<표1> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	14	15F	16F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,780	3,394	3,759	3,485	
조정EBITDA	495	943	1,044		2015년 예멘LNG 배당금 손익에 반영
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.6		시장평균(6.0배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,873	2,833	2,793	2,823	순자산가액대비 25% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877			0	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	9,531	6,228	6,552	6,309	
5. 순현금	2,866	3,511	3,973	3,626	
6. 주주가치 (=4+5)	12,396	9,739	10,526	9,935	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	55,515	43,612	47,137	44,493	
현재주가 (원)	27,300	27,300	27,300	27,300	
상승여력	103.4	59.8	72.7	63.0	

자료: HMC투자증권

<표2> 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명	지분율(%)	수익인식(억원)	배당기간	11	12	13	14P	15F	16F
베트남 11-2광구 (유전)	4.9	매출이익	2007~2028	55	26	45	39	23	25
오만 KOLNG (가스전)	1.0	지분법	2002~2024	185	215	220	167	116	126
카타르 라스라판 (가스전)	0.4	배당금	2001~2024	173	129	142	108	75	81
호주 드레이튼 (유연탄)	2.5	매출이익	1983~2016	29	8	4	4		
예멘 LNG (가스전)	3.0	배당금	2012~2034		68	410	572	396	430
합계				442	446	821	890	609	662
증감률 (% YoY)				28.1	0.9	84.1	8.4	-31.6	8.7
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	92.9	52.0	60.0
천연가스(예멘)		\$/mmbtu		2.9	2.9	5.8	8.3	5.5	6.3
원/달러 (평균)		원/\$		1,108.1	1,126.9	1,095.0	1,053.0	1,100.0	1,036.3

자료: 현대상사, HMC투자증권

COMPANY NOTE

〈표3〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2014P				2015F				14P	15F	16F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	12,677	13,778	13,622	13,592	13,346	15,015	14,781	13,951	53,668	57,092	62,561
철 강	5,153	5,285	5,526	5,500	4,997	5,342	5,538	5,175	21,464	21,051	21,353
화 학	4,368	4,676	5,565	5,560	4,243	4,737	5,593	5,248	20,169	19,821	20,244
차량간장	2,907	3,332	2,589	2,600	2,824	3,375	2,602	2,454	11,428	11,255	11,497
선박플랜트	1,300	1,861	1,459	1,460	1,263	1,885	1,466	1,378	6,080	5,992	6,118
자원개발	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	278	284	294	290	270	287	295	273	1,146	1,124	1,122
내부거래	-1,329	-1,661	-1,811	-1,818	-1,289	-1,680	-1,815	-1,711	-6,619	-6,494	-6,476
매출총이익	297	282	320	356	290	286	326	349	1,255	1,251	1,395
영업이익	81	81	120	106	86	89	128	103	389	405	452
세전이익	187	167	158	-14	220	223	262	238	498	943	1,044
지배주주순이익	117	134	119	-44	167	169	199	180	326	715	791
수익성											
GPM	2.3	2.0	2.3	2.6	2.2	1.9	2.2	2.5	2.3	2.2	2.2
OPM	0.6	0.6	0.9	0.8	0.6	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
RPM	1.5	1.2	1.2	-0.1	1.6	1.5	1.8	1.7	0.9	1.7	1.7
NPM	0.9	1.0	0.9	-0.3	1.2	1.1	1.3	1.3	0.6	1.3	1.3
성장성 (YoY)											
매출액	4.3	-4.1	9.2	14.8	5.3	9.0	8.5	2.6	5.6	6.4	9.6
영업이익	25.0	-0.2	208.0	221.2	5.7	8.9	6.3	-2.5	76.7	4.3	11.4
세전이익	36.0	-7.0	-75.1	적전	17.4	33.9	65.7	흑전	-59.1	89.2	10.7
지배주주순이익	2.5	-0.1	-80.5	적전	42.1	26.6	66.7	흑전	-69.9	119.2	10.7
기본기정											
세계GDP	3.2	3.3	3.3	3.2	3.6	3.7	3.6	3.7	3.3	3.7	3.8
국제유가	98.6	103.0	97.2	73.2	48.0	50.0	53.0	58.0	92.9	52.0	60.0
원/달러 (평균)	1069.0	1030.4	1025.0	1087.0	1095.0	1100.0	1085.0	1080.0	1053.0	1100.0	1036.3
원/달러 (기말)	1068.0	1014.4	1051.0	1099.0	1100.0	1110.0	1085.0	1070.0	1099.0	1080.0	1020.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표4〉 현대상사의 순현금 현황 및 전망

(단위: 억원, %)

	09	10	11	12	13	14P	15F	16F
단기차입금	1,242	1,489	5,101	4,769	3,288	4,064	4,064	4,064
유동성장기부채	1,336	480	491	972	462	192	192	192
장기차입금	1,010	926	674	864	326	4	4	4
차입금 총계	3,590	3,397	6,769	6,606	4,079	4,271	4,271	4,272
평균차입금	3,378	3,493	5,083	6,688	5,343	4,175	4,271	4,271
이자비용	191	172	205	210	160	90	120	120
조달금리	5.7	4.9	4.0	3.1	3.0	2.2	2.8	2.8
현금성자산	2,032	2,241	3,615	3,543	3,066	3,072	3,718	4,181
이자수익	44	68	49	82	77	38	29	33
순이자비용	147	104	156	128	83	52	91	87
순차입금	1,558	1,156	3,155	3,063	1,013	1,199	553	91
실질순현금*	-316	333	1,946	1,706	2,275	2,866	3,511	3,973
지분총계	1,469	1,940	3,862	4,099	5,944	6,092	6,697	7,378

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

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2012	2013	2014P	2015F	2016F
매출액	5,468	5,083	5,367	5,709	6,256
증가율 (%)	0.4	-7.1	5.6	6.4	9.6
매출원가	5,333	4,969	5,241	5,584	6,117
매출원가율 (%)	97.5	97.6	97.7	97.8	97.8
매출총이익	135	123	125	125	140
매출이익률 (%)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
증가율 (%)	-2.5	-8.9	2.0	-0.3	11.5
판매관리비	106	101	87	85	94
판매비율 (%)	1.9	2.0	1.6	1.5	1.5
EBITDA	50	34	49	50	54
EBITDA 이익률 (%)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
증가율 (%)	-18.8	-33.0	46.9	1.7	7.1
영업이익	29	22	39	41	45
영업이익률 (%)	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
증가율 (%)	-45.5	-23.8	77.0	4.3	11.4
영업외손익	14	78	-3	-2	-1
금융수익	41	28	18	3	3
금융비용	48	38	21	12	12
기타영업외손익	21	88	0	7	7
종속/관계기업관련손익	21	22	14	56	61
세전계속사업이익	65	122	50	94	104
세전계속사업이익률	1.2	2.4	0.9	1.7	1.7
증가율 (%)	7.9	88.7	-59.1	89.2	10.7
법인세비용	13	14	17	23	25
계속사업이익	52	108	33	72	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	108	33	72	79
당기순이익률 (%)	0.9	2.1	0.6	1.3	1.3
증가율 (%)	23.2	109.6	-69.8	119.3	10.7
지배주주지분 순이익	52	109	33	71	79
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	85	-7	0	0
총포괄이익	35	193	26	72	79

(단위: 십억원)

현금흐름표	2012	2013	2014P	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	28	78	-28	64	45
당기순이익	52	108	33	72	79
유형자산 상각비	6	5	2	2	2
무형자산 상각비	16	6	9	8	7
외환손익	3	-2	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-26	-38	-88	-9	-34
기타	-23	-3	16	-9	-10
투자활동으로인한현금흐름	-46	44	-23	12	13
투자자산의 감소(증가)	50	-73	-1	14	15
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	0	-4	-2	-2
기타	-97	117	-19	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-13	-180	7	-11	-11
장기차입금의 증가(감소)	-15	-202	46	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	-28	0	0
기타현금흐름	-10	-1	-5	0	0
현금의증가(감소)	-42	-59	-49	65	46
기초현금	356	314	255	205	270
기말현금	314	255	205	270	316

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2012	2013	2014P	2015F	2016F
유동자산	1,431	1,226	1,392	1,483	1,632
현금성자산	314	255	205	270	316
단기투자자산	40	52	102	102	102
매출채권	782	629	818	839	923
재고자산	201	210	190	195	215
기타유동자산	93	79	77	77	77
비유동자산	484	493	445	432	421
유형자산	44	4	5	6	6
무형자산	68	61	57	49	42
투자자산	263	359	359	354	349
기타비유동자산	109	69	24	24	24
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,915	1,718	1,837	1,916	2,053
유동부채	1,369	1,017	1,152	1,168	1,230
단기차입금	477	329	406	406	406
매입채무	647	499	602	618	679
유동성장기부채	97	46	19	19	19
기타유동부채	148	144	125	125	125
비유동부채	136	106	76	78	85
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	86	33	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50	74	75	77	85
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,505	1,124	1,228	1,246	1,315
지배주주지분	408	594	608	669	737
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	141	229	222	222	222
이익잉여금	175	272	294	354	422
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	410	594	609	670	738

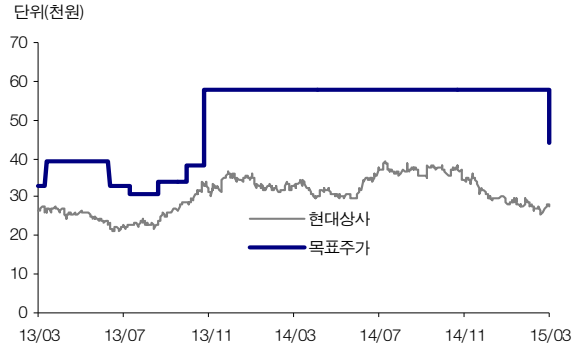
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2012	2013	2014P	2015F	2016F
EPS(당기순이익 기준)	2,312	4,848	1,463	3,209	3,554
EPS(지배순이익 기준)	2,309	4,867	1,460	3,201	3,545
BPS(자본총계 기준)	15,309	23,894	24,735	27,798	31,156
BPS(지배지분 기준)	15,230	23,867	24,705	27,759	31,108
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	9.0	7.3	20.5	8.5	7.7
PER(지배순이익 기준)	9.0	7.3	20.5	8.5	7.7
PBR(자본총계 기준)	1.4	1.5	1.2	1.0	0.9
PBR(지배지분 기준)	1.4	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	15.3	26.5	16.0	13.3	11.6
배당수익률	2.4	1.4	1.7	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	23.2	109.6	-69.8	119.3	10.7
EPS(지배순이익 기준)	17.5	110.8	-70.0	119.2	10.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.0	21.6	5.4	11.2	11.3
ROE(지배순이익 기준)	13.0	21.7	5.4	11.2	11.3
ROA	2.6	6.0	1.8	3.8	4.0
안정성 (%)					
부채비율	367.1	189.1	201.6	186.0	178.2
순차입금비율	74.7	17.0	19.7	8.3	1.2
이자보상배율	1.4	1.4	4.3	3.4	3.8

▶ 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			
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.