

현대상사(011760.KS)

에너지/소재 담당 황창석
Tel. (02)2004-9531
Hwang.chang-seok@shinyoung.com

매수(신규)

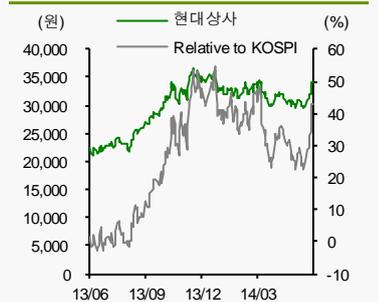
현재주가(6/18) 34,200원
목표주가(12M) 48,000원

Key Data	(기준일: 2014. 6. 18)
KOSPI(pt)	1989.49
KOSDAQ(pt)	537.05
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	7,648
발행주식수(천주)	22,330
평균거래량(3M, 주)	79,331
평균거래대금(3M, 백만원)	2,495
52주 최고/최저	36,600 / 21,100
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(14F, %)	1.5
외국인지분율(%)	5.4
주요주 지분율(%)	
현대중공업	22.4
케이씨씨	12.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.5	1.2	-2.3	48.7
KOSDAQ대비상대수익률	13.9	-1.3	-3.0	42.1

Company vs KOSDAQ composite



Again 2013. 기다리고 있으면 변화는 찾아온다

■ 범현대그룹의 대표 상사업체

현대상사는 1976년 설립된 범현대그룹의 대표 상사업체임. 무역과 자원개발 사업을 영위하고 있으며, 타 상사업체 대비 소비자 비중이 높은 무역 상품 포트폴리오와 내실 위주의 자원개발 사업 포트폴리오를 보유. 한편 범현대가 지분율 합이 51%로 대주주 지분율이 높은 편

■ 자원개발사업 수익 유입으로 15년 이익 급증 전망

현대상사의 최대 투자포인트는 2015년 자원개발부문 이익이 급증하는 점임. 2015년 동사 세전이 익은 1,504억원으로 전년 대비 67% 증가할 전망. 이는 Yemen LNG(YLNG) 사업에서 수취하는 현금이 2015년부터 배당이익으로 인식될 예정이기 때문(현재는 대여금 상각으로 처리되고 있음). 이를 감안한 2015년 PER은 현재 6.8배로 현저한 저평가 상황

■ 주가가치제고정책, 합리적으로 예상할 수 있다

현대상사 주가는 연초 이후 20% 이상 하락세를 시현한 바 있음. 당사는 그 근본적인 원인이 늘어난 현금에 대한 활용방안 제시가 늦어진 까닭이라고 판단함. 그러나 적어도 1~2년 내에는 배당성장 상향 등의 주가가치제고정책이 실시될 것으로 예상. 이는 1) 높은 대주주 지분율, 2) 이익 및 현금의 구조적 증가, 3) 무역, 원자재 시황 부진으로 신규투자안 모색의 어려움 때문임

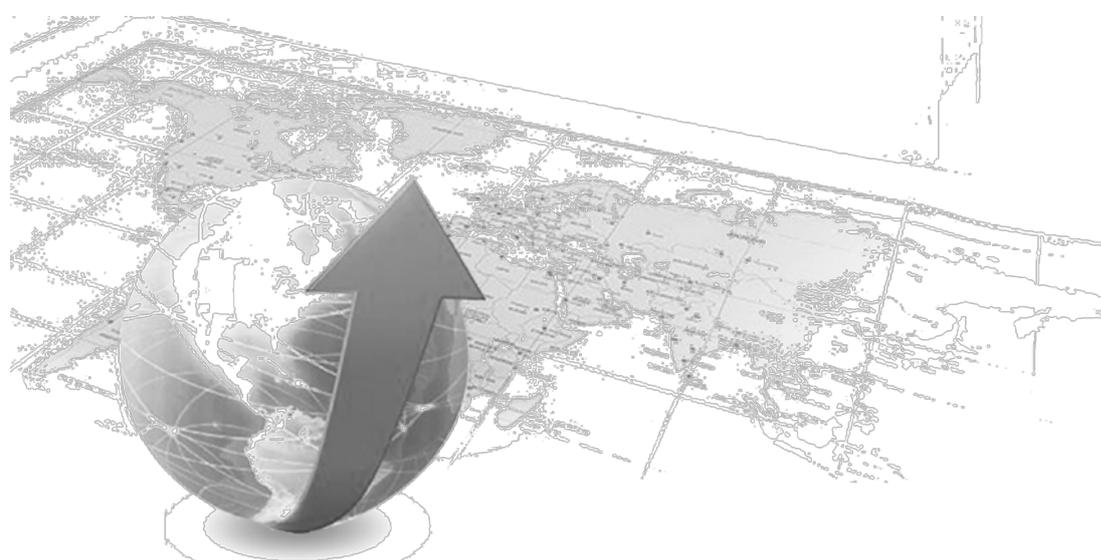
■ 2013년의 재현을 기대. 투자이견 매수, 목표주가 48,000원으로 신규 커버 개시

현대상사에 대해 투자이견 매수, 목표주가 48,000원으로 분석을 개시. 이익 증가와 배당성장 상향이 동시에 이루어질 경우 주가는 지속 상승한 사례가 많음. 2012년 지역난방공사, 2013년 코웨이의 사례를 참고할 필요가 있음. 2015년 기준 PER 6.8배, 2014년 1분기말 기준 순현금 2,300억원으로 밸류 매력도 높아 2013년 하반기와 같은 주가 재상승세를 기대할 수 있다는 판단

결산기(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액(십억원)	5,468.4	5,082.5	5,349.3	5,810.2	6,223.5
영업이익(십억원)	28.8	22.0	48.7	68.4	81.9
세전계속사업손익(십억원)	64.6	121.8	89.9	150.4	183.2
지배순이익(십억원)	51.6	108.7	61.7	113.1	137.7
EPS(원)	2,309	4,867	2,762	5,063	6,167
증감률(%)	17.5	110.8	-43.3	83.3	21.8
ROE(%)	13.0	21.7	9.3	13.7	13.5
PER(배)	9.0	7.3	12.4	6.8	5.6
PBR(배)	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	15.3	26.5	14.1	8.4	5.3

Contents

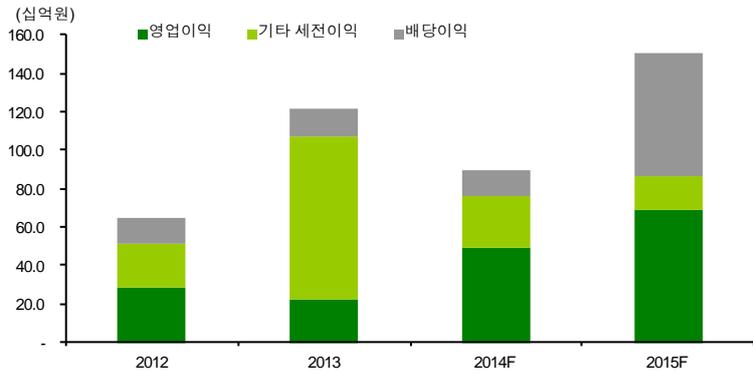
Summary.....	3
I. 투자의견 및 Valuation.....	4
투자의견 매수, 목표주가 48,000원 제시하며 분석 개시	
II. 기업개요.....	6
범현대그룹의 대표 상사업체	
상품 포트폴리오는 일반적인 상사업체보다 소비재 비중이 높은 편	
자원개발은 천연가스 위주. 이익 비중은 무시할 수 없는 수준	
III. YLNG 사업, 최대의 투자포인트.....	9
Yemen LNG, 현대상사 사상 최대규모의 자원개발 사업 투자	
현대상사의 YLNG 투자 구조와 판매단가 인상 현황	
현대상사 YLNG 수익인식 및 지분가치추정	
IV. Why Now? 왜 지금 사야 하는가.....	12
늘어난 현금 활용 방안에 대한 입장이 모호했던 탓에 주가 하락	
적어도 1~2년내 배당성향 오를 가능성이 존재한다는 판단	
지역난방공사, 코웨이의 주가 상승 사례 참고할 필요	
IV. 실적 전망.....	15
일회성 요인 제거한 실적은 전년대비 개선될 전망	
2015년 실적은 더 좋아지는 점에 주목해야	



Summary

현대상사 세전이익 '15년부터
YLNG 배당이익 인식으로
급증할 전망

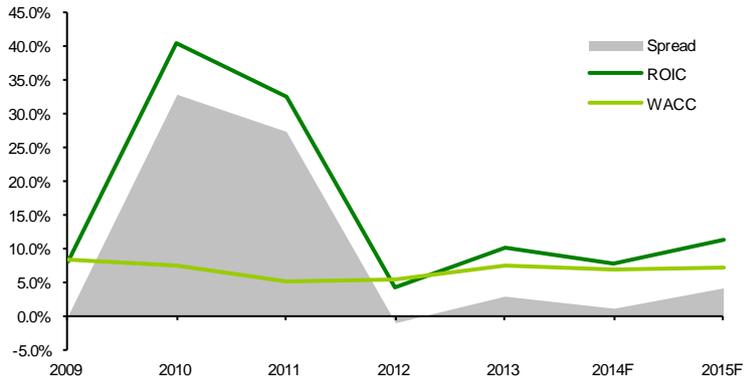
현대상사 세전이익 추이 및 전망 Break Down



자료 : 현대상사, 신영증권 리서치센터

무역, 원자재 시황 부진으로
ROIC-WACC Spread가
낮아진 상황

현대상사 ROIC-WACC Spread 추이 및 전망

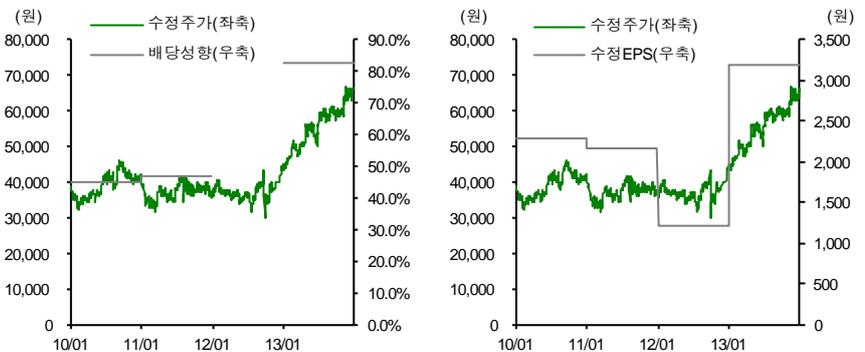


자료 : WiseFn, 신영증권 리서치센터

ROIC 상승시킬 신규투자안
모색이 힘들다면 배당성향
상향이 기업가치 제고에 도움

이익증가, 배당성향 상향으로 인해 주가 지속 상승한 규웨이의 사례

이익증가, 배당성향 상향이
동시에 나타나며 주가 강세
시현한 타 기업 사례 참조해야



자료 : WiseFn, 신영증권 리서치센터

I. 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 48,000원 제시하며 분석 개시

1) YLNG 배당수익 유입,
2) 배당성장 상향 가능성이
투자포인트

현대상사에 대하여 투자 의견 매수, 목표주가 48,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 동사의 투자 포인트는 1) Yemen LNG 프로젝트에서 2015년부터 배당수익이 유입되어 세전이익이 2014년 대비 67.3% 증가할 전망이다 점, 또한 2) 현재 순현금 상황으로(무역금융 조정시), 이를 이용해 매력적인 신규투자안이 나오지 못하더라도 적어도 배당성장 상황과 같은 주주가치제고정책을 기대할 수 있다고 판단되는 점이다.

SOTP 방식으로 목표가 산정

목표주가는 다음과 같은 SOTP 방식으로 산정되었다. 현대상사의 영업가치 8,712억원에 투자자산 가치 919억원을 합산하였고, 2014년말 예상 순차입금 -1,230억원을 차감 조정하였다. 연말 명목 순차입금은 1,270억원으로 예상되나, 이 중 무역금융 2,500억원을 조정하면 순차입금이 (-), 즉 사실상 순현금 상태로 전환되어 기업가치에 Positive 항목으로 적용된다.

영업가치는 무역업가치와
자원개발 광구 가치를 합산

현대상사의 영업가치 8,712억원은 무역사업가치 3,203억원에 자원개발 광구 가치 5,509억원을 합산하여 산정하였다. 무역사업가치는 2014년 무역사업 EBITDA 534억원에 코스피 평균 EV/EBITDA 6배를 적용하여 산정하였고, 자원개발 광구 가치는 보유 광구 NPV의 합을 30% 할인하여 산정하였다. 이는 보유지분이 대부분 소수지분으로 사업 의사결정에 참여하고 있지 못하는 점 등을 감안한 것이다. 한편 투자자산가치는 보유 매도가능증권의 장부가치를 할인 적용하였다.

도표 1. 현대상사 Valuation

(단위: 십억원)

구분	2014F EBITDA	적용배수(배)	금액	비고
영업가치			871.2	
무역	53.4	6.0	320.3	KOSPI 평균 EV/EBITDA 적용
자원개발			550.9	현대상사 보유 자원개발 프로젝트 NPV 합 30% 할인 적용
자산가치			73.5	
매도가능금융자산			73.5	2014년 1 분기말 기준, 20% 할인
EV			945	
순차입금			-123	2014년 예상치, 무역금융 2,500억원 조정
주주가치			1,068	
발행주식수(천 주)			22,330	2014년 1 분기말 기준
적정주가(원)			47,814	
목표가(원)			48,000	

자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 종합상사 Peer Valuation

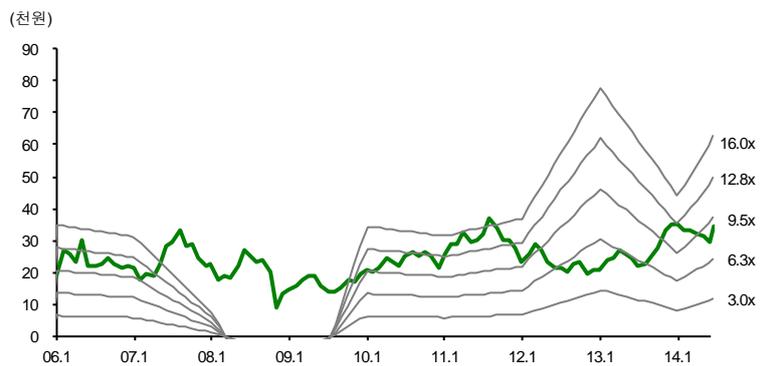
(단위 : 십억원, 백만달러, %, 배)

		매출액	영업이익	당기순이익	매출 증가율	OP 증가율	영업이익률	ROE	EV/EBITDA	PER
LG상사 (001120 KS)	2013	12,072.7	98.3	44.1	-5.6	-52.2	0.8	3.3	13.2	23.1
	2014F	10,777.0	130.1	114.9	-10.7	32.3	1.2	8.3	12.7	9.8
	2015F	12,603.9	186.4	170.9	17.0	43.3	1.5	12.2	10.5	6.4
대우인터네셔널 (047050 KS)	2013	17,108.6	158.9	135.3	-2.6	4.6	0.9	6.6	41.2	33.4
	2014F	19,255.5	381.9	267.3	12.5	140.3	2.0	13.3	18.0	14.1
	2015F	20,166.5	581.9	447.5	4.7	52.4	2.9	21.3	12.3	8.5
SK네트웍스 (001740 KS)	2013	25,975.4	240.8	-591.9	-7.0	-4.3	0.9	-20.2	10.3	na
	2014F	25,098.7	291.8	196.0	-3.4	21.2	1.2	8.6	9.5	10.1
	2015F	26,026.5	350.9	209.8	3.7	20.3	1.3	8.5	7.8	9.6
MITSUBISHI (8058 JT)	2013	72,235	1,620	4,357	2.4	-52.8	2.2	9.4	17.8	5.7
	2014F	212,002	1,951	4,201	193.5	20.4	0.9	9.7	18.1	7.8
	2015F	217,458	2,072	3,988	2.6	6.2	1.0	8.2	15.6	8.2
MITSUI (8031 JT)	2013	59,441	3,260	3,727	-10.7	-29.2	5.5	10.6	9.4	5.0
	2014F	108,148	2,932	3,768	81.9	-10.0	2.7	11.2	10.8	7.3
	2015F	110,806	2,797	3,908	2.5	-4.6	2.5	10.4	9.6	7.1
MARUBENI (8002 JT)	2013	59,253	1,554	2,489	6.0	-19.8	2.6	12.7	13.2	5.3
	2014F	130,790	1,632	2,064	120.7	5.0	1.2	16.5	12.4	5.8
	2015F	137,331	1,776	2,198	5.0	8.8	1.3	15.0	10.9	5.5
SUMITOMO (8053 JT)	2013	36,503	1,966	2,949	-11.7	-29.4	5.4	12.4	11.8	5.2
	2014F	78,793	1,862	2,358	115.9	-5.3	2.4	10.9	14.0	7.0
	2015F	83,421	2,138	2,584	5.9	14.8	2.6	10.8	12.7	6.3
ITOCHU (8001 JT)	2013	55,425	2,960	3,392	2.4	-15.9	5.3	17.9	11.2	4.1
	2014F	137,614	2,746	3,029	148.3	-7.2	2.0	15.8	11.6	6.2
	2015F	143,459	2,894	3,049	4.2	5.4	2.0	13.8	10.7	6.3

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주: 국내 업체들은 원화, 당사 추정치 기준, 나머지는 USD, 블룸버그 컨센서스 기준. 일본 법인들은 3월 결산하는 회계연도 기준임

도표 3. 현대상사 PER Band Chart



자료 : WiseFn, 신영증권 리서치센터

II. 기업개요

범현대그룹의 대표 상사업체

1976년 설립. 작지만 강하고
유서 깊은 상사 업체

현대상사는 1976년에 범현대그룹의 수출 전문기업으로 설립되었다. 1978년 종합상사로 지정된 이후 현대그룹의 각종 산업재 수출 등을 통해 성장해 나갔다. 이후 1981년 호주 드레이튼 석탄광 개발 사업에 참여하며 한국 기업으로서는 최초로 자원개발 사업에 진출하는 등 국내 상사업체들 중 선도적인 역할을 수행해 왔다.

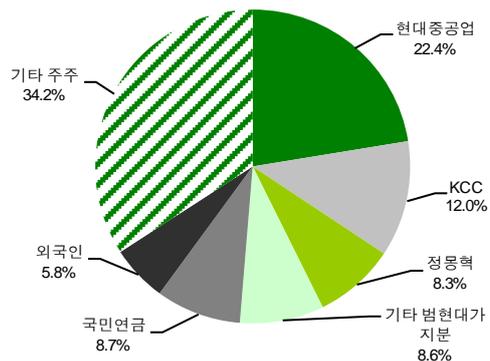
여러 차례 최대주주 변경,
현재는 현대중공업 계열

그룹내에서 다양한 사업활동을 수행하는 사업 특성상 현대상사의 최대주주는 여러 차례 바뀌어 왔다. 최초 정주영 전 현대그룹 회장에서 1992년 현대중공업으로 바뀌었다가, 1994년 현대차, 1998년에 다시 현대중공업으로 최대주주가 변경되는 등 범 현대그룹 내에서 여러 차례 최대주주가 바뀌어 오다 2009년부터는 다시 현대중공업 계열로 편입된 상태이다.

범현대가 관련 지분이 51%로
과반. 오너 경영체제하에 운영

현재 주주구성은 현대중공업이 22.4%로 최대주주로 자리하고 있으며, KCC가 12.0%, 오너 일가이자 대표이사인 정몽혁 현대상사 회장이 8.3%를 보유하고 있는 상황이다. 이를 포함한 전체 범현대그룹 관련 기업 및 특수관계자 지분합이 51.3%로 과반을 차지하여, 현재는 오너 경영체제하에 운영되고 있는 것으로 판단된다.

도표 4. 현대상사 지분구조



자료 : 현대상사
참고 : 2014년 1분기말 기준

상품 포트폴리오는 일반적인 상사업체보다 소비재 비중이 높은 편

일반 상사와는 달리 자동차, 선박/플랜트 등 매출비중 높음

현대상사의 무역사업 상품 포트폴리오는 일반적인 상사업체들과는 약간 다른데, 자동차와 같은 소비재 및 선박/플랜트 등의 매출 비중이 여타 상사업체들 대비 높은 양상을 나타낸다. 이는 범현대 계열사들이 위 부문들에서 강점을 갖고 있고, 무역사업의 특성상 상품 Sourcing 측면에서 계열사와의 시너지가 중요하기 때문에 나타나는 현상이다.

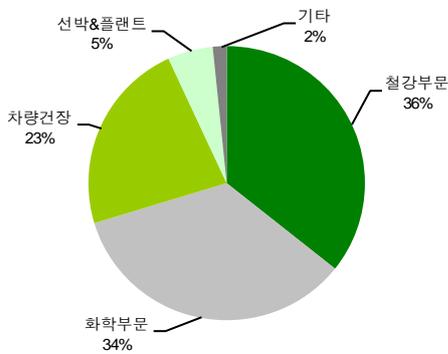
자동차, 선박/플랜트 부문은 마진도 상대적으로 높은 편

중요한 것은 자동차/건설, 선박/플랜트와 부문 상품 판매 마진이 일반 상사업체들이 주력으로 하는 철강, 화학 부문 상품들 보다 높다는 점이다. 2013년 기준 차량/건설, 선박/플랜트 부문 매출비중은 각각 22.8%, 5.3%였으나, 매출총이익 비중은 27.1%, 10.3%로 더 높았던 점이 이를 방증한다.

무역사업 상품 포트폴리오가 타 업체대비 우수하다는 판단

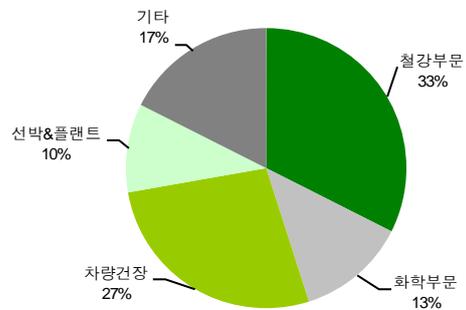
철강재, 화학제품과 같은 전통적인 산업재 시장 부진이 이어지고 있는 가운데, 현대상사 역시 이의 영향에서 자유롭지 못한 것이 사실이다. 그러나 자동차 등 소비재 비중이 상대적으로 높은 동사는 타 상사업체 대비 유리한 상품 포트폴리오를 보유하고 있다는 판단이다.

도표 5. 현대상사 매출액 비중(2013년 별도 기준)



자료 : 현대상사

도표 6. 현대상사 매출총이익 비중(2013년 별도 기준)



자료 : 현대상사

자원개발은 천연가스 위주. 이익 비중 커지고 있는 상황

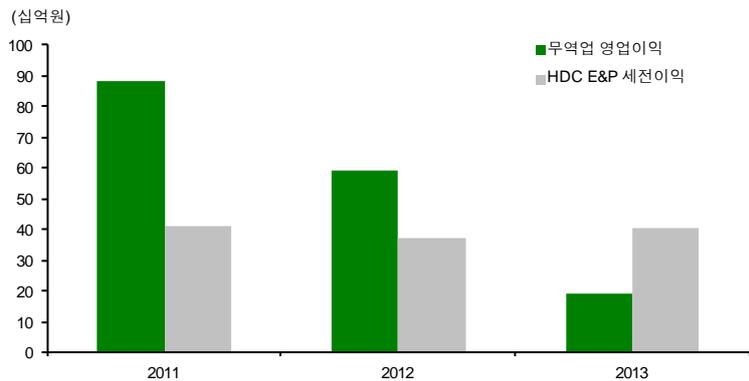
자원개발사업의 이익 비중은 계속 커지고 있는 상황

한편 매출비중은 상대적으로 미미하나, 이익 측면에서 자원개발 사업의 비중은 현대상사에게 무시할 수 없는 수준이다. 특히 무역 경기가 악화일로인 현재, 무역사업 대비 동사의 자원개발 사업 이익 비중은 지속 증가하는 중이다. 2011년에 동사의 무역부문 영업이익과 자원개발부문 세전이익은 각각 879억원, 413억원이었으나, 2013년에는 각각 190억원, 407억원으로 자원개발사업부문 이익 중요도는 점점 커지고 있는 상황이다.

자원개발 사업들 1) 천연가스 비중 높고, 2) 단순투자 위주

현대상사의 자원개발 사업들은 대체로 1) 천연가스 비중이 높고, 2) 운영권자가 되기보다는 단순투자의 형태를 나타낸다는 특징이 존재한다. 총 5건의 자원개발 사업들 중 비 천연가스 사업은 호주 드레이튼 석탄광 하나로, 이마저도 2016년 생산이 종료될 예정이다. 나머지 4개 사업은 모두 천연가스 관련 프로젝트들인데, 특히 이 중 Yemen LNG 사업의 경우 2015년 이후 약 20년간 매년 600억원 이상의 배당수익(또는 지분법 이익)이 예상되는 동사의 최대 투자포인트이다.

도표 7. 현대상사 무역업 영업이익 VS 자원개발사업 세전이익



자료 : 현대상사

도표 8. 현대상사 자원개발 사업 정리

사업명	자원	단계	계약형태	투자액(억원)	예상생산기간	지분율	수익실현방식
베트남 11-2	가스/콘덴세이트	생산	생산물분배계약	293	2007-2028	4.9%	연결
오만 KOLNG	LNG 플랜트	생산	액화플랜트운영	14	2002-2024	1.0%	지분법
카타르 LNG	천연가스	생산	조광계약	35	2001-2024	0.4%	배당
YLNG	천연가스	생산	생산물분배계약	1,353	2012-2034	3.0%	미정(배당 또는 지분법)
호주드레이튼	석탄	생산	조광계약	78	1983-2016	2.5%	연결

자료: 현대상사

III. YLNG 사업, 최대의 투자포인트

Yemen LNG, 현대상사 사상 최대규모의 자원개발 사업 투자

YLNG, 현대상사에게 가장 중요한 자원개발 사업

Yemen LNG(이하 YLNG) 사업은 현대상사 투자에 있어서 가장 큰 포인트로서, 투자규모 기준 동사의 자원개발 사업 사상 최대의 사업이다. 동 사업에 총 1,353억원이 투자되었으며 이는 지분투자 외에도 장기대여금 형태로 투자된 금액까지 포함한다.

2015년 이후 손익계산서에 이익으로 반영될 전망

YLNG에서는 2012년부터 현금이 유입되고 있으나 현재는 장기대여금 상황이 우선되어 아직 손익계산서에 이익으로 기록되고 있지는 않다. 그러나 2015년 1분기 장기대여금 상황이 마무리 될 것으로 예상되어 이후부터는 동 사업에서 대규모 배당금이 유입될 것으로 보인다.

예멘 국가적으로도 최대 규모의 LNG 프로젝트

YLNG 사업은 총투자액 45억달러가 투입된 예멘 최대의 LNG 프로젝트로, 2009년 처음으로 LNG 수출이 개시되었다. 최초 확인매장량은 9.15Tcf, 연산 670만톤 규모였으나, 현재는 연산 730만톤 규모로 증산이 이루어진 상황이다.

현대상사는 3% 지분 보유 중

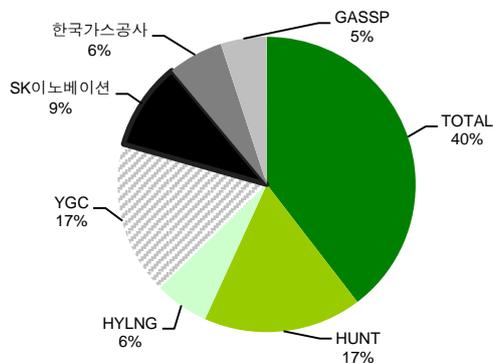
YLNG 사업의 최대주주는 TOTAL(지분율 39.6%)이며 기타 주요주주는 HUNT(지분율 17.2%), YGC(지분율 16.7%) 등이다. 현대상사는 동 사업 3% 지분을 보유하고 있다.

도표 9. YLNG 사업 개요

확인매장량	9.15TCF
위치	예멘 남부 해안 마리브
연산량	730 만톤
장기계약구매자	한국가스공사, GDF Suez, Total Gas & Power
사업기간	2009년 ~ 2034년

자료: YLNG

도표 10. YLNG 사업 주주구성



자료 : 현대상사

현대상사의 YLNG 투자 구조와 판매단가 인상 현황

YLNG 주요 구매자, Suez, TOTAL, 한국가스공사

YLNG 사업의 주요 장기구매계약자는 프랑스의 GDF Suez, TOTAL, 그리고 우리나라 한국가스공사이다. 2013년 YLNG 사업 매출 22.5억달러 중 GDF Suez향 매출 10억달러, TOTAL향 매출 8.5억달러, 가스공사향 매출이 3.7억달러로 각각 45.7%, 37.7%, 16.6%의 비중을 기록했다.

2013년까지 Buyer에게 유리하던 판매단가 인상될 전망

2013년 대비 YLNG 실적에 있어서 한 가지 모멘텀 요인은 판매단가 인상이다. 천연가스 장기구매 계약단가는 보통 유가나 주요 천연가스 가격지표 등에 연동하도록 계약된다. 2009년~2013년 사이 YLNG 천연가스 판매단가는 3~7.5\$/MMBtu로 당시 시세에 비해 현저히 낮은 바이어에게 유리한 구조로 되어있었다. 그런데 2014년부터는 새로운 구매단가 계약이 적용되며 현재 시장상황을 감안할 때 기존 단가대비 인상될 가능성이 높다는 판단이다.

가스공사 이미 단가인상 완료, TOTAL, Suez도 상당폭 인상 전망

실제 가스공사향 매출의 경우 구매자에게 극히 유리한 계약구조로 되어있던 까닭에 2013년 판매 단가는 MMBtu당 3달러 수준으로 시세 대비 매우 낮았다. 이것이 2014년부터는 새로이 협상된 단가가 적용되어 적어도 MMBtu당 10달러 이상으로 인상된 상황인 것으로 추정된다. 다른 주요 구매자인 GDF Suez와 TOTAL 역시 YLNG측과 판매단가 인상 협의 중으로, 이들 계약 역시 각각의 2013년 구입단가보다는 상당폭 인상될 전망이다.

프로젝트 평균 가스판매단가 14년부터 50% 상승 전망

결론적으로 YLNG 전체 프로젝트의 평균 천연가스 판매단가는 2013년까지 6\$/MMBtu 전후에서, 이미 타결된 가스공사향 판매단가, 인상 협상중인 GDF Suez, TOTAL 향 판매단가의 영향으로 2014년부터는 9\$/MMBtu 전후로 약 50% 크게 상승할 전망이다.

도표 11. YLNG 사업 Case별 장기판매단가(2009~2013년)

	조건	판매단가 Formula (2009~2013년)
KOGAS	JCC < 15 (USD/bbl)	2.08 (USD/MMBtu)
	15 ≤ JCC < 25	2.08 ≤ P < 2.58
	25 ≤ JCC ≤ 40	2.58 ≤ P ≤ 3.015
	40 < JCC	3.015
GDF Suez	HHI < 3.0 (USD/MMBtu)	P < 2.55 (USD/MMBtu)
	3.0 ≤ HHI < 3.5	2.55 ≤ P < 3.025
	3.5 ≤ HHI ≤ 6.5	3.025 ≤ P ≤ 5.695
	6.5 < HHI	5.695 < P
TOTAL	HHI < 3.0 (USD/MMBtu)	P < 2.525 (USD/MMBtu)
	3.0 ≤ HHI < 4.0	2.525 ≤ P < 3.45
	4.0 ≤ HHI	3.45 ≤ P

자료: 현대상사

주: JCC는 Japan Crude Cocktail, HHI는 Henry Hub Index, P는 Price의 약자임

현대상사 YLNG 수익인식 및 지분가치추정

YLNG 사업 수익은 2015년 부터 배당수익으로 인식될 예정

현대상사의 YLNG 투자는 지분투자과 대여금 투자로 나뉘어지며, 대여금 투자는 다시 매년 고정 원리금을 상환 받는 장기대여금 투자와 이익배당형식으로 상환 받는 자원개발자금 투자로 나뉜다. 장기대여금은 2017년까지 매년 500만달러씩 상환되며, 자원개발자금은 현재 추세대로라면 2014년 4분기~2015년 1분기 사이에 모두 상환될 전망이다. 이렇게 모든 대여금이 상환된 이후에는 손익계산서에 정식 배당수익 형태로 인식될 예정이다.

14년 현금유입 598억원, 15년 배당수익 514억원 전망

2013년 YLNG 사업에서 현대상사에 유입된 현금은 3,750만달러로, 이 중 1,500만달러는 장기대여금 상환, 2,250만달러가 자원개발자금 상환분이었다. 2014년부터는 가스판매단가 인상의 영향으로 YLNG 사업의 Cash-in 이 598억원(장기대여금 상환 + 자원개발자금 상환)으로 증가할 전망이다. 2015년 동 사업에서 유입되는 배당수익은 514억원으로 추정된다.

YLNG 지분가치는 4,310억원으로 추정

2015년 이후 2033년까지 현대상사가 YLNG 사업에서 인식할 배당수익 합계 현재가치는 4,310억으로 추정된다. 중장기 명목유가상승, 헨리허브 가스가격 점진 상승 가능성이 예상되나, 보수적으로 가스판매단가는 2014년 이후 고정된 것으로 가정하였다. 적용된 할인율 9%는 KOSPI 평균 요구수익률을 이용하였다.

도표 12. 현대상사 YLNG 지분가치 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024~33
잔여 매장량(TBtu)	7,477	7,085	6,693	6,302	5,910	5,519	5,127	4,735	4,344	3,952	
연간 생산량(TBtu)	392	392	392	392	392	392	392	392	392	392	3,916
두바이유가(\$/bbl)	105.8	103.0	102.0	103.0	104.1	105.1	106.1	107.2	108.3	109.4	120.8
판매단가(\$/MMBtu)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
지분율	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
총매출	3,844	3,650	3,642	3,642	3,642	3,642	3,642	3,569	3,569	3,569	35,363
로열티	384	365	364	364	364	364	364	357	357	357	3,536
순매출	3,459	3,285	3,278	3,278	3,278	3,278	3,278	3,212	3,212	3,212	31,826
Cost Recovery	1,730	1,643	1,639	1,639	1,639	1,311	983	964	964	964	9,548
운영비	1,038	986	983	983	983	983	983	964	964	964	9,548
유/무형 감가상각비	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	948
영업이익	597	562	561	561	561	888	1,216	1,190	1,190	1,190	11,782
컨소시엄 Profit	358	337	336	336	336	533	730	714	714	714	7,069
순이익	1,816	1,713	1,709	1,709	1,891	1,711	1,531	1,499	1,499	1,499	14,850
현대상사 귀속이익	54	51	51	51	57	51	46	45	45	45	445
환율(원/달러)	1,055	1,002	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	980	980	980	950
할인율(%)	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
현대상사 순이익 PV	52	47	43	40	40	33	27	25	23	21	8
NPV	483	431	384	340	301	261	227	200	175	153	

자료: 현대상사, 신영증권 리서치센터

주: 1MBtu는 약 1,000cf

주2: YLNG 사업 현금흐름이 배당수익으로 인식되는 2015년 부터이므로 2014년 현금유입은 NPV 계산에서 제외

IV. Why Now? 왜 지금 사야 하는가

늘어난 현금 활용 방안에 대한 입장이 모호했던 탓에 주가 하락

15년 이익급증에도 불구하고, 연초 이후 주가 하락세 시현

현대상사의 주가는 2015년부터 급증하는 이익전망에도 불구하고, 연초 이후 지속 하락세를 시현하였다. 이익전망이 그대로인 가운데 주가가 하락한 바 있으므로 최근 주가하락의 원인과, 왜 동사에 대해 지금 투자해야 하는지를 고민해 볼 필요가 있다.

늘어나는 현금에 대한 활용안 제시가 늦어지는 것이 원인

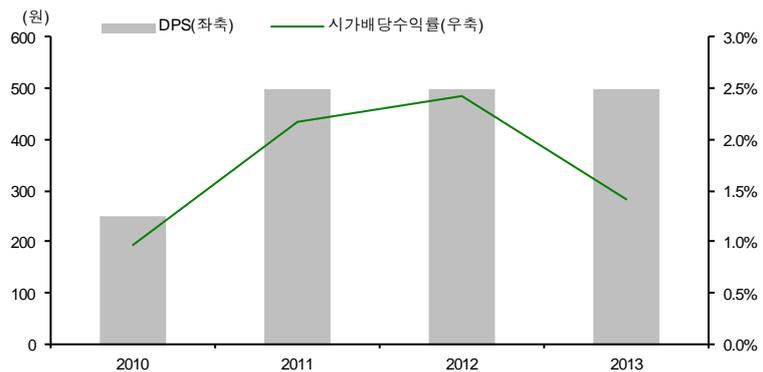
동사 주가 하락에 대해서는 여러 이유가 제기되나, 근본적으로는 보유 현금이 늘어나는데 반해 이의 활용 방안에 대한 발표가 늦어지는 것이 원인인 것으로 당사는 판단한다. 현금이 늘어나면 이를 이용해 배당 등의 주주친화 정책이나, 혹은 신규투자재원으로 사용해 성장동력으로 활용할 필요가 있는데, 동사는 이에 대한 방향성 제시가 계속해서 늦어지고 있기 때문이다.

배당 상황도, 신규투자계획도 지지부진한 것이 문제

2013년 순이익 급증으로 인해 배당성장 상황 기대감이 존재하였으나, 상당부분이 일회성 이익이라는 이유로 배당액은 전년과 동일하게 유지되었다. 또한 늘어난 현금을 이용한 신규투자처를 모색하기 위해 2013년 중순부터 신사업개발팀을 발족시켰으나, 아직도 신규투자에 대한 방향성이나 비전을 제시하고 있지 못한 점이 문제로 지적되고 있다.

2013년 이익증가에도 배당액 상향은 이뤄지지 않으며 배당수익률은 하락

도표 13. 현대상사 DPS, 배당수익률 추이



자료 : 현대상사

적어도 1~2년내 배당성향 오를 가능성이 존재한다는 판단

이제는 기업가치 제고 방향성
제시될 것을 믿고 기다릴 때

그러나 당사는 이제는 동사의 현금을 이용한 기업가치제고 방향성이 제시될 것을 기다려야 할 때라는 판단이다. 신규투자계획과 같이 성장 기대감을 통해 목표 밸류에이션을 높일 수 있는 방향이 아닐지라도, 최소한 배당성향 상향과 같은 주주가치 제고 정책이 나올 가능성이 있다고 보기 때문이다.

- 1) 기존 사업 투자기회 축소,
- 2) 높은 대주주 지분율,
- 3) 구조적 이익 증가가 근거

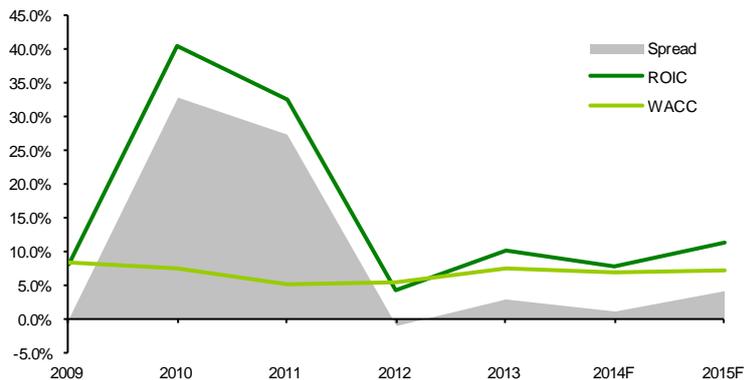
이는 다음과 같은 이유에서이다. 1) 원자재, 무역 시장 악화로 현대상사가 기존에 활동하던 사업영역에서 신규투자기회를 찾기가 쉽지 않고, 2) 자원부족과 충분하지 못한 역량으로 인해 민자발전사업과 같은 완전히 새로운 영역으로 진출하기도 쉽지 않다. 여기에 3) 대주주 및 대표이사의 지분율이 높고, 4) 일회성 이익이 많았던 2013년과는 달리 2015년부터는 구조적으로 회사의 이익이 증가하게 되는 점도 현대상사가 최소한 배당성향 상향과 같은 주주가치제고 정책 등을 발표할 가능성이 있는 것으로 추정하는 이유이다.

Target Valuation은
배당성향 상향으로도 높아진다

이론적으로 기업의 재투자수익률(ROIC)이 전체투자자들의 요구수익률(WACC)보다 높은 상황에서는 이익을 유보해서 재투자를 늘리는 것이 기업가치제고에 도움이 된다. 현대상사가 ROIC를 높일 수 있는 신규투자안을 찾는데 어려움을 겪고 있다면 배당성향을 높이는 것이 기업가치에 더 긍정적이다. 목표주가를 설정할 때 Target Valuation은 유망 신규투자에 의한 성장성 부여로도 높아질 수 있지만, 배당성향 상향으로도 높아지는 것이 가능하다.

ROIC 상향시킬 신규투자안
모색이 어렵다면, 배당성향
상향이 기업가치 제고에 도움

도표 14. 현대상사 ROIC - WACC Spread 추이 및 전망



자료 : WiseFn, 신영증권 리서치센터

지역난방공사, 코웨이의 주가 상승 사례 참고할 필요

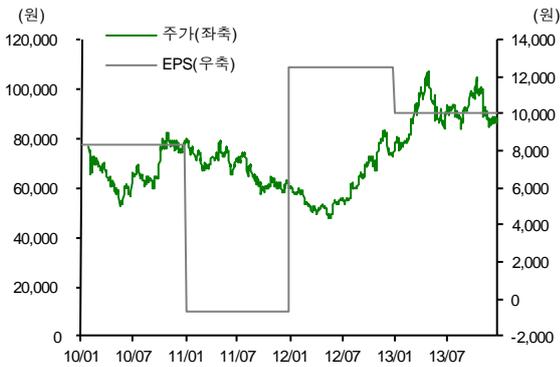
지난공, 코웨이 이익증가와
배당성향 상승으로 주가 상승

이익증가와 이어지는 배당성향 상향에 의해 Target Valuation이 상향되며 주가가 상승했던 지역난방공사와 코웨이의 사례는 현대상사가 참고로 할 만 하다는 판단이다. 지역난방공사는 2012년, 코웨이는 2013년 각각 전년대비 이익 급증과 배당성향 상향으로 기파른 주가 상승세를 시현했다.

현대상사 15년 전후 같은 그림
기대해 볼 만

현대상사는 2015년부터 YLNG 사업 이익 반영으로 인해 순이익이 급증할 전망이다, 배당성향 상향까지 이뤄진다면 2012년의 지역난방공사, 2013년의 코웨이와 같은 Target Valuation의 상승을 기대해 볼 만 하다는 판단이다.

도표 15. 지역난방공사 주가, EPS 추이



자료 : WiseFn

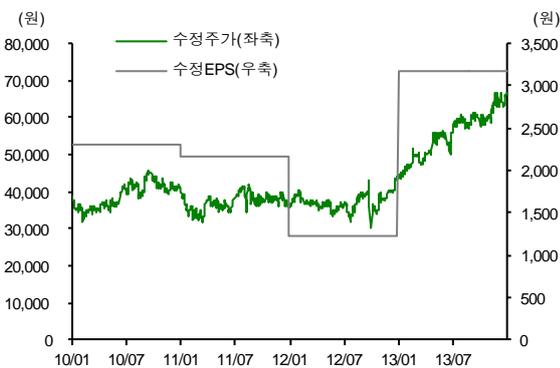
도표 16. 지역난방공사 주가, 배당성향 추이



자료 : WiseFn

주 : 순손실 기록하고도 배당을 실시한 2011년의 배당성향은 제외

도표 17. 코웨이 수정주가, 수정EPS 추이



자료 : WiseFn

도표 18. 코웨이 수정주가, 배당성향 추이



자료 : WiseFn

V. 실적전망

일회성 요인 제거한 실적은 전년 대비 개선될 전망

1분기 실적 점진적인 개선세 확인

1분기 현대상사의 매출액은 1조 2,677억원(+6.8% QoQ), 영업이익 81억원(전분기대비 흑자전환), 세전이익 187억원(+41.7% QoQ)로 전분기대비 개선되는 모습을 시현했다. 여전히 무역경기는 부진한 상황이나 점진적인 개선세를 확인할 수 있었으며, 전분기 선박/플랜트 부문 대손비용 발생 등의 기저효과로 세전이익도 양호한 증가세를 나타냈다.

2분기 역시 전분기 대비 실적 개선세 지속될 것으로 전망

2분기 현대상사 실적은 매출액 1조 2,179억원(-3.9% QoQ), 영업이익 121억원(+48.4% QoQ), 세전이익 199억원(+6.3% QoQ)으로 추정된다. 철강, 화학 부문 마진율이 점진 상승하고, 1분기 예상외로 부진했던 베트남 11-2광구 영업이익 역시 정상 수준으로 돌아서며 세전이익 증가를 견인할 전망이다.

'14년 세전이익은 전년 조정세전이익 대비 큰 폭 증가

2014년 현대상사의 연간 실적은 전년의 일회성 요인을 제거해 보면 크게 증가할 것으로 예상된다. 2013년 금지금¹ 관련 세액 환급 소송 승소로 인한 수익 590억원, 청도조선소 매각 관련 순차익 230억원으로 총 820억원의 대규모 일회성 이익이 발생하였다. 2014년 동사 세전이익은 899억원으로, 전년 조정세전이익(일회성 이익 조정) 399억원 대비 125.3% 증가할 전망이다.

도표 19. 현대상사 분기, 연간 실적 전망(IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

구 분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2014F
매출액	1,215	1,436	1,244	1,187	5,083	1,268	1,218	1,414	1,450	5,349
영업이익	6	8	18	-10	22	8	12	13	15	49
무역 및 기타	5	7	17	-11	17	7	11	12	14	44
자원개발	1	1	1	1	4	1	1	1	1	4
세전이익	14	18	77	13	122	19	20	20	31	90
무역 및 기타	3	8	67	3	81	10	11	11	22	55
자원개발	10	10	10	10	41	9	9	9	9	35
당기순이익	11	13	61	22	108	12	14	14	22	62
YoY										
매출액	-14.2%	-1.5%	-7.8%	-4.6%	-7.1%	4.3%	-15.2%	13.7%	22.1%	5.2%
영업이익	-39.9%	-35.2%	-10.1%	적지	-23.8%	25.7%	47.9%	-26.2%	흑전	121.7%
세전이익	-28.2%	-47.1%	1768.4%	78.1%	88.7%	36.1%	11.0%	-73.9%	136.1%	-26.3%
당기순이익	-31.3%	-53.5%	흑전	211.4%	109.6%	3.3%	4.7%	-77.0%	-2.4%	-43.1%
Margin										
영업이익률	0.5%	0.6%	1.4%	-0.9%	0.4%	0.6%	1.0%	0.9%	1.1%	0.9%
세전이익률	1.1%	1.2%	6.2%	1.1%	2.4%	1.5%	1.6%	1.4%	2.1%	1.7%
순이익률	0.9%	0.9%	4.9%	1.9%	2.1%	0.9%	1.1%	1.0%	1.5%	1.2%

자료 : 현대상사, 신영증권 리서치센터

¹ 금괴(덩어리)-골드바 등 원재료 상태로서 순도가 99.5% 이상인 금을 의미

2015년 실적은 더 좋아지는 점에 주목해야

동사 투자를 위해서는
2015년 실적에 주목할 필요

비록 현대상사의 2014년 실적이 전년 조정세전이익 대비 크게 증가할 것으로 예상되나, 동사의 투자포인트는 2014년 실적 개선보다는 YLNG 사업 이익이 손익계산서에 반영되는 2015년 실적 성장에 있다. 따라서 동사 투자를 위해서는 2015년 이익에 주목할 필요가 있다.

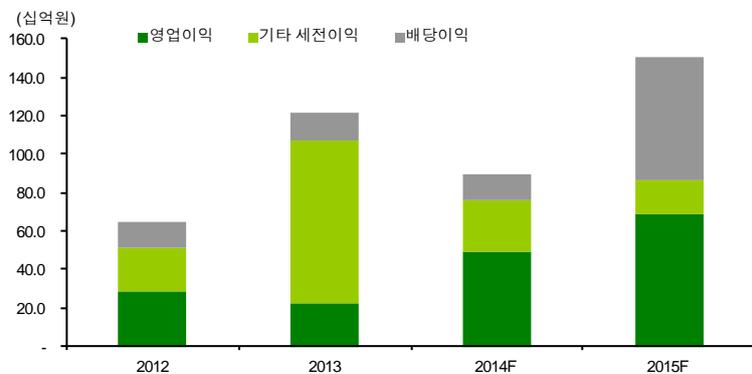
2015년 세전이익은
2014년 대비 67% 증가 전망

2015년 현대상사 실적은 매출액 5조 8,102억원(+8.6% YoY), 영업이익 684억원(+40.4% YoY), 세전이익 1,504억원(+67.4% YoY)으로 전망된다. 영업이익의 증가는 현대오일뱅크와의 시너지로 인한 화학부문 매출 Ramp-up, 차량/건장 및 선박/플랜트 부문의 마진율 개선이 이끌 것으로 예상된다.

영업이익 증가 및 YLNG 사업
영업외이익 반영으로 인한 것

한편 영업외손익에서는 YLNG 사업 이익(배당 또는 지분법 이익) 514억원이 2015년부터 인식되며 전체 배당금 수익이 2014년 134억원에서 2015년 641억원으로 증가할 전망이다. 따라서 세전이익은 영업이익의 증가폭 이상으로 대폭 늘어날 것으로 추정된다.

도표 20. 현대상사 연간 세전이익 전망 Break Down



자료 : 현대상사, 신영증권 리서치센터

현대상사(011760.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	5,468.4	5,082.5	5,349.3	5,810.2	6,223.5
증가율(%)	0.4	-7.1	5.2	8.6	7.1
매출원가	5,333.4	4,959.5	5,207.9	5,629.8	6,027.9
원가율(%)	97.5	97.6	97.4	96.9	96.9
매출총이익	135.0	123.0	141.3	180.4	195.6
매출총이익률(%)	2.5	2.4	2.6	3.1	3.1
판매비와 관리비 등	106.2	101.1	92.6	112.1	113.7
판매비율(%)	1.9	2.0	1.7	1.9	1.8
영업이익	28.8	22.0	48.7	68.4	81.9
증가율(%)	-45.5	-23.6	121.4	40.5	19.7
영업이익률(%)	0.5	0.4	0.9	1.2	1.3
EBITDA	50.3	33.7	55.4	76.9	92.0
EBITDA마진(%)	0.9	0.7	1.0	1.3	1.5
순금융손익	-6.6	-9.9	-3.4	-5.1	-5.5
이자손익	-12.8	-8.3	-3.1	-5.1	-5.5
외화관련손익	6.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	20.9	88.2	26.0	69.8	90.3
종속및관계기업 관련손익	21.5	21.6	18.6	17.3	16.4
법인세차감전계속사업이익	64.6	121.8	89.9	150.4	183.2
계속사업손익법인세비용	12.9	13.6	28.3	37.6	45.8
계속사업손익	51.6	108.2	61.5	112.8	137.4
증가율(%)	23.2	109.7	-43.2	83.4	21.8
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	51.6	108.2	61.5	112.8	137.4
증가율(%)	23.2	109.7	-43.2	83.4	21.8
순이익률(%)	0.9	2.1	1.1	1.9	2.2
지배주주지분 당기순이익	51.6	108.7	61.7	113.1	137.7
증가율(%)	17.5	110.7	-43.2	83.3	21.8
기타포괄이익	-16.7	84.7	84.7	84.7	84.7
총포괄이익	34.9	192.9	146.2	197.5	222.1

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	28.0	77.6	35.1	78.9	108.6
당기순이익	51.6	108.2	61.5	112.8	137.4
현금유출이없는비용및수익	-2.1	-11.3	19.5	33.9	45.0
유형자산감가상각비	5.9	5.5	0.5	2.9	5.1
무형자산상각비	15.5	6.2	6.2	5.6	5.0
영업활동관련자산부채변동	-25.5	-38.2	-14.5	-25.1	-22.5
매출채권의감소(증가)	-71.1	123.0	-33.7	-58.2	-52.2
재고자산의감소(증가)	51.5	-13.6	-11.0	-19.1	-17.1
매입채무의증가(감소)	-11.2	-106.2	29.0	50.1	44.9
투자활동으로인한현금흐름	-46.3	44.4	100.3	97.5	98.2
투자자산의 감소(증가)	47.8	-74.5	-1.1	-2.0	-1.7
유형자산의 감소	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-1.2	-0.3	-20.0	-20.0	-20.0
단기금융자산의감소(증가)	-34.6	-11.3	-2.7	-4.7	-4.2
재무활동으로인한현금흐름	-12.9	-180.0	-14.6	-14.6	-14.6
장기차입금의증가(감소)	34.2	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	-50.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-10.5	-1.0	-36.0	-36.0	-36.0
현금의 증가	-41.7	-59.0	84.8	125.8	156.2
기초현금	355.6	313.9	254.9	339.7	465.4
기말현금	313.9	254.9	339.7	465.4	621.6

(*) 신영증권 리서치센터

(*) 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비와 관리비 등을 차감한 금액입니다.

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,430.7	1,225.6	1,361.3	1,575.1	1,810.2
재고자산	201.0	210.4	221.5	240.6	257.7
단기금융자산	40.4	51.8	54.5	59.2	63.4
매출채권 및 기타채권	809.8	641.6	675.3	733.5	785.7
현금및현금성자산	313.9	254.9	339.7	465.4	621.6
비유동자산	484.0	492.6	525.6	556.4	584.4
유형자산	43.6	3.8	23.3	40.4	55.3
무형자산	68.0	60.8	54.6	49.0	44.0
투자자산	263.0	359.1	378.8	398.1	416.2
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	1,914.8	1,718.1	1,886.9	2,131.5	2,394.6
유동부채	1,368.8	1,017.5	1,051.2	1,109.4	1,161.6
단기차입금	476.9	328.8	328.8	328.8	328.8
매입채무및기타채무	703.6	552.2	581.2	631.3	676.2
유동성장기부채	97.2	46.2	46.2	46.2	46.2
비유동부채	136.0	106.3	106.3	106.3	106.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	86.4	32.6	32.6	32.6	32.6
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,504.9	1,123.7	1,157.5	1,215.7	1,267.9
지배주주지분	408.1	593.8	729.0	915.6	1,126.8
자본금	111.6	111.6	111.6	111.6	111.6
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자본	-19.1	-18.9	-18.9	-18.9	-18.9
기타포괄이익누계액	141.0	228.7	313.4	398.1	482.8
이익잉여금	174.6	272.3	322.8	424.7	551.2
비지배주주지분	1.8	0.6	0.5	0.2	-0.1
자본총계	409.9	594.4	729.5	915.8	1,126.7
총차입금	660.6	407.9	407.9	407.9	407.9
순차입금	306.3	101.3	13.8	-116.7	-277.1

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Per Share (원)					
EPS(지배순이익 기준)	2,309	4,867	2,762	5,063	6,167
BPS(지배지분 기준)	18,278	26,591	32,646	41,002	50,462
DPS(보통주)	500	500	500	500	500
Multiples (배)					
PER(지배순이익 기준)	9.0	7.3	12.4	6.8	5.6
PBR(지배지분 기준)	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (발표 기준)	15.3	26.5	14.1	8.4	5.3

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	17.5%	110.8%	-43.3%	83.3%	21.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-18.7%	-33.0%	64.4%	38.8%	19.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	13.0%	21.6%	9.3%	13.7%	13.5%
ROE(지배순이익 기준)	13.0%	21.7%	9.3%	13.7%	13.5%
ROIC	4.3%	10.2%	7.9%	11.3%	12.5%
안정성(%)					
부채비율	367.1%	189.1%	158.7%	132.7%	112.5%
순차입금비율	74.7%	17.0%	1.9%	-12.7%	-24.6%
이자보상배율	1.4	1.4	4.1	4.1	4.5

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수**: 향후 12개월 동안 추천일 중기대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- 중립**: 향후 12개월 동안 추천일 중기대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- 매도**: 향후 12개월 동안 추천일 중기대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대**: 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- 중립**: 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- 비중축소**: 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 등 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	주식선물	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
현대상사	-	-	-	-	-

