

유통/상사/석유 Analyst 박종렬
Jr. Analyst 조용선

02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com
02) 3787-2750 ys.cho@hmcib.com

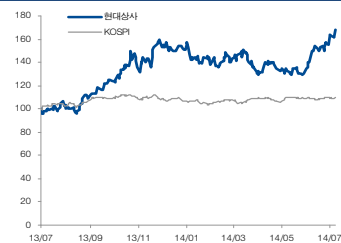
순풍에 돛을 달고

현재주가 (7/16)	38,650원	
상승여력	50.1%	
시가총액	8,608억원	
발행주식수	22,330천주	
지분금/액면가	112십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	38,550원/21,900원	
일평균 거래대금 (60일)	3십억원	
외국인지분율	5.50%	
주요주주	현대중공업 22.36%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	20.5	27.2 17.9
상대주가(%p)	19.2	25.9 14.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	2,725	4,666	58,000
After	2,593	4,440	58,000
Consensus	2,434	4,569	48,000
Cons. 차이	6.5%	-2.8%	20.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 6월초 이후 기관들의 적극적인 순매수로 최근 1개월 절대주가 20.5% 상승, 7월 들어서는 외국인도 순매수로 전환하는 등 수급구조 개선
- 기관 및 외국인의 순매수는 예멘LNG 배당수입이 이르면 올해 4분기부터 반영될 수 있어, 손익구조의 변혁에 대한 기대감
- 최근 상승에도 불구하고 내년 수익예상 기준 PER 8.7배, 순현금 감안한 실질PER 5.2배로 valuation 매력 여전히 우수

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기말 예멘LNG 미상각 잔액은 41.3백만\$ (장기대여금 20.0백만\$, 자원개발자금 21.3백만\$). 장기대여금은 2017년까지 매년 5백만\$씩 상각하고, 자원개발자금은 발생하는 배당금으로 분기별로 상각하고 있음. 올해 배당금은 1분기 12.0백만\$에 이어 2분기 17.6백만\$ 현금 발생했고, 하반기 중에 30.0백만\$ 발생 가능할 전망
- 자원개발자금 상각이 완료되면 바로 손익에 반영될 수 있는데, 올해 4분기에 37~40억원의 배당수입 발생 가능할 것이고, 내년부터는 본격적으로 손익(연간 611억원)에 반영되어 EPS 증가율은 70%를 상회
- 올해에도 상품가격 약세와 물동량 축소, 환율하락 등 전반적인 업황 부진으로 트레이딩 부문의 영업실적은 크게 개선되기는 어려울 것이지만, 지난해 일회성 비용(청도조선소 영업손실, 충당금 등 일회성 비용 200억원)을 감안하면 점진적 실적 개선은 가능할 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고 예멘LNG 수익이 손익에 본격적으로 반영되는 2015년 기준 P/E 8.7배로 여전히 저평가 상태이며, 추가적인 주가 재평가 지속될 전망
- 무엇보다 중요한 것은 현대상사의 손익구조가 내년부터 혁신적으로 변화되며, 현재의 사업구조만으로도 향후 20년간 연평균 1,400억원 대의 세전이익이 가능할 전망. 이 가운데 E&P수익은 연평균 1,000억원(기존 광구 390억원, 예멘LNG 610억원)임

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2012	5,468	29	65	52	50	2,309	17.5	9.0	1.4	15.3	13.0
2013	5,083	22	122	109	34	4,867	110.8	7.3	1.5	26.5	21.7
2014F	5,275	41	78	58	52	2,593	-46.7	14.9	1.5	16.7	9.5
2015F	6,003	45	129	99	55	4,440	71.2	8.7	1.3	14.5	14.7
2016F	6,483	50	138	106	59	4,742	6.8	8.2	1.1	12.4	13.8

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	13	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,212	1,884	6,846	3,125	
조정EBITDA	337	523	1,369		2015년 예멘LNG 배당금 손익에 반영
EV/EBITDA	3.6	3.6	5.0		시장평균 적용
2. 투자자산가치	2,873	2,515	2,260	2,451	순자산가액대비 20% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877	4,877		3,658	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,962	9,276	9,105	9,234	
5. 순현금	2,275	3,488	4,287	3,687	
6. 주주가치 (=4+5)	11,237	12,764	13,392	12,921	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	50,324	57,161	59,974	57,864	
현재주가 (원)	38,650	38,650	38,650	38,650	
상승여력	30.2	47.9	55.2	49.7	

자료: HMC투자증권

<표2> 현대상사의 E&P 수익 현황 및 전망

사업명	지분율(%)	수익인식(억원)	10	11	12	13	14F	15F	16F
베트남 11-2광구	4.9	매출이익	43	55	26	45	42	40	41
오만 KOLNG	1.0	지분법	154	185	215	220	213	207	211
카타르 라스라판	0.4	배당금	125	173	129	142	138	133	136
호주 드레이튼 유연탄	2.5	매출이익	23	29	8	4	5	5	5
예멘 LNG	3.0	배당금			68	410	608	611	623
합계			345	442	446	821	1,005	996	1,017
증감률 (% YoY)			11.3	28.1	0.9	84.1	22.4	-0.9	2.1
연간 생산량									
베트남 11-2광구		만배럴	100	100	100	100	100	100	100
오만 KOLNG		만톤	650	650	650	650	650	650	650
카타르 라스라판		만톤	650	650	650	650	650	650	650
호주 트레이튼 유연탄		만톤	500	500	500	500	500	500	500
예멘 LNG		만톤	690	690	650	710	730	730	730
가격 변수									
유가(WTI, 평균)		\$/bbl	79.5	95.1	94.2	98.8	101.4	101.3	103.7
천연가스(예멘)		\$/mmbtu	2.9	2.9	2.9	5.8	9.0	9.3	9.5
원/달러 (평균)		원/\$	1,156.3	1,108.1	1,126.9	1,095.0	1,033.5	1,004.3	1,003.3

자료: 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2013				2014F				13	14F	15F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	12,151	14,360	12,475	11,839	12,677	14,829	12,849	12,397	50,824	52,752	60,034
철 강	4,532	5,275	3,883	4,436	4,843	5,417	3,627	4,601	18,126	18,488	18,656
화 학	3,439	4,717	5,242	4,200	3,691	4,869	4,920	4,381	17,597	17,861	18,107
차량간장	3,773	2,479	2,560	2,763	4,050	2,560	2,402	2,882	11,575	11,894	12,084
선박플랜트	1,816	2,920	1,578	1,585	1,949	3,014	1,481	1,654	7,899	8,098	8,220
자원개발	60	63	51	57	64	64	47	59	231	234	234
기타	83	199	110	198	88	202	102	203	590	596	597
내부거래	-1,552	-1,293	-982	-1,366	-1,622	-1,298	-897	-1,384	-5,193	-5,200	-5,135
매출총이익	316	349	287	278	297	356	305	320	1,229	1,278	1,413
영업이익	65	82	39	33	81	83	123	121	220	408	448
세전이익	138	179	635	267	187	183	223	222	1,218	814	1,369
지배주주순이익	114	134	612	223	117	145	179	169	1,083	611	1,048
수익성											
GPM	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.6	2.4	2.4	2.4
OPM	0.5	0.6	0.3	0.3	0.6	0.6	1.0	1.0	0.4	0.8	0.7
RPM	1.1	1.2	5.1	2.3	1.5	1.2	1.7	1.8	2.4	1.5	2.3
NPM	0.9	0.9	4.9	1.9	0.9	1.0	1.4	1.4	2.1	1.2	1.7
성장성 (YoY)											
매출액	-14.2	-1.5	-8.2	-4.2	4.3	3.3	3.0	4.7	-7.1	3.8	13.8
영업이익	-39.8	-35.2	-59.1	흑전	25.0	1.7	214.2	268.1	-23.6	85.5	9.8
세전계속이익	-28.2	-47.2	461.9	13,238.6	36.0	2.1	-64.9	-16.9	88.7	-33.2	68.1
순이익	-31.1	-53.2	흑전	284.5	2.5	8.2	-70.7	-24.0	109.9	-43.6	71.7
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	103.6	102.0	98.8	101.4	101.3
원/달러 (평균)	1084.8	1122.0	1110.0	1061.6	1069.0	1030.4	1020.0	1015.0	1095.0	1033.5	1004.3
원/달러 (기말)	1112.9	1142.5	1074.0	1055.4	1068.0	1014.4	1010.0	1005.0	1053.7	1005.0	990.0

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	3,567	3,567	3,567
유동성장기부채	1,336	480	491	972	462	343	343	343
장기차입금	1,010	926	674	864	326	115	0	0
차입금 총계	3,590	3,397	6,769	6,606	4,079	4,026	3,911	3,911
평균차입금	3,378	3,493	5,083	6,688	5,343	4,053	3,968	3,911
이자비용	191	172	205	210	160	126	160	156
조달금리	5.7	4.9	4.0	3.1	3.0	3.1	4.0	4.0
현금성자산	2,032	2,241	3,615	3,543	3,066	3,915	4,542	5,267
이자수익	44	68	49	82	77	50	86	99
순이자비용	147	104	156	128	83	76	74	57
순차입금	1,558	1,156	3,155	3,063	1,013	111	-631	-1,356
실질순현금*	-316	333	1,946	1,706	2,275	3,456	4,198	4,923
지분총계	1,469	1,940	3,862	4,099	5,944	6,312	7,194	8,143

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	5,275	6,003	6,483
증가율 (%)	0.4	-7.1	3.8	13.8	8.0
매출원가	5,333	4,969	5,147	5,862	6,329
매출원가율 (%)	97.5	97.6	97.6	97.6	97.6
매출총이익	135	123	128	141	154
매출이익률 (%)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
증가율 (%)	-2.5	-8.9	3.9	10.6	9.0
판매관리비	106	101	87	97	105
판매비율 (%)	1.9	2.0	1.6	1.6	1.6
EBITDA	50	34	52	55	59
EBITDA 이익률 (%)	0.9	0.7	1.0	0.9	0.9
증가율 (%)	-18.8	-33.0	55.5	5.4	6.1
영업이익	29	22	41	45	50
영업이익률 (%)	0.5	0.4	0.8	0.7	0.8
증가율 (%)	-45.5	-23.8	85.9	9.8	10.5
영업외손익	14	78	3	-7	-6
금융수익	41	28	11	9	10
금융비용	48	38	18	16	16
기타영업외손익	21	88	11	0	0
총속/관계기업관련손익	21	22	33	92	94
세전계속사업이익	65	122	78	129	138
세전계속사업이익률	1.2	2.4	1.5	2.2	2.1
증가율 (%)	7.9	88.7	-36.4	67.0	6.5
법인세비용	13	14	20	30	32
계속사업이익	52	108	58	99	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	108	58	99	106
당기순이익률 (%)	0.9	2.1	1.1	1.7	1.6
증가율 (%)	23.2	109.6	-46.4	71.2	6.8
지배주주지분 순이익	52	109	58	99	106
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	85	1	0	0
총포괄이익	35	193	59	99	106

(단위: 십억원)

현금흐름표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	28	78	37	38	68
당기순이익	52	108	58	99	106
유형자산 상각비	6	5	2	3	2
무형자산 상각비	16	6	9	8	7
외환손익	3	-2	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-26	-38	-27	-54	-29
기타	-23	-3	-6	-18	-18
투자활동으로인한현금흐름	-46	44	80	48	16
투자자산의 감소(증가)	50	-73	58	50	18
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	0	-4	-2	-2
기타	-97	117	26	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-13	-180	-17	-23	-11
장기차입금의 증가(감소)	-15	-202	7	-11	0
사채의증가(감소)	-50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-11	-11	-11	-11	-11
기타	63	33	-12	0	0
기타현금흐름	-10	-1	-3	0	0
현금의증가(감소)	-42	-59	97	63	72
기초현금	356	314	255	351	414
기말현금	314	255	351	414	487

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,431	1,226	1,389	1,621	1,785
현금성자산	314	255	351	414	487
단기투자자산	40	52	40	40	40
매출채권	782	629	746	883	958
재고자산	201	210	173	205	223
기타유동자산	93	79	78	78	78
비유동자산	484	493	427	386	379
유형자산	44	4	6	5	5
무형자산	68	61	54	46	39
투자자산	263	359	314	282	282
기타비유동자산	109	69	53	53	53
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,915	1,718	1,815	2,007	2,165
유동부채	1,369	1,017	1,098	1,199	1,254
단기차입금	477	329	357	357	357
매입채무	647	499	549	650	705
유동성장기부채	97	46	34	34	34
기타유동부채	148	144	158	158	158
비유동부채	136	106	87	89	96
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	86	33	12	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50	74	75	89	96
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,505	1,124	1,184	1,288	1,350
지배주주지분	408	594	630	718	813
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	141	229	230	230	230
이익잉여금	175	272	308	396	491
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	410	594	631	719	814

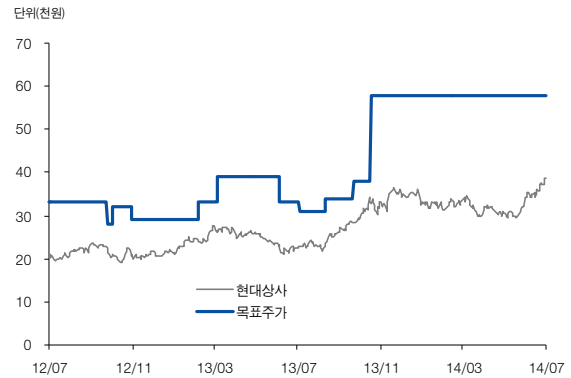
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS(당기순이익 기준)	2,312	4,848	2,598	4,448	4,750
EPS(지배순이익 기준)	2,309	4,867	2,593	4,440	4,742
BPS(자본총계 기준)	15,309	23,894	25,861	30,159	34,708
BPS(지배지분 기준)	15,230	23,867	25,828	30,119	34,660
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	9.0	7.3	14.9	8.7	8.1
PER(지배순이익 기준)	9.0	7.3	14.9	8.7	8.2
PBR(자본총계 기준)	1.4	1.5	1.5	1.3	1.1
PBR(지배지분 기준)	1.4	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	15.3	26.5	16.7	14.5	12.4
배당수익률	2.4	1.4	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	23.2	109.6	-46.4	71.2	6.8
EPS(지배순이익 기준)	17.5	110.8	-46.7	71.2	6.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.0	21.6	9.5	14.7	13.8
ROE(지배순이익 기준)	13.0	21.7	9.5	14.7	13.8
ROA	2.6	6.0	3.3	5.2	5.1
안정성 (%)					
부채비율	367.1	189.1	187.6	179.0	165.8
순차입금비율	74.7	17.0	1.8	-8.8	-16.7
이자보상배율	1.4	1.4	3.2	2.8	3.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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	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			
13/07/19	BUY	31,000			
13/08/27	BUY	34,000			
13/09/17	BUY	34,000			
13/09/24	BUY	34,000			

▶ 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 조시자료는 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.