

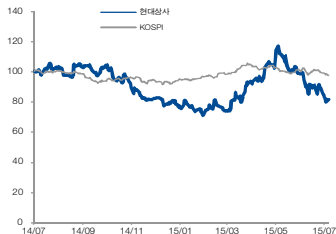
## 기대 이상의 선전, 예멘만 가동된다면

현재주가 (8/3)	29,650원	
상승여력	48.4%	
시가총액	662십억원	
발행주식수	22,330천주	
자본금/액면가	112십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	42,600원/25,700원	
일평균 거래대금 (60일)	60억원	
외국인지분율	7.19%	
주요주주	현대중공업 22.36%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-13.7	-12.9 0.3
상대주가(%p)	-9.6	-7.8 -2.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	3,812	4,754	44,000
After	3,506	4,271	44,000
Consensus	3,189	4,102	45,667
Cons. 차이	10.0%	4.1%	-3.6%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 양호한 실적 모멘텀에도 불구하고, 지난 4월 중순 이후 예멘LNG 가동 중단으로 주가는 고점(6/2, 43,000원) 대비 31.0% 하락한 상태
- 수익성 위주의 사업전략으로 영업이익은 견고한 추세 유지 가능, 예멘LNG광구의 재가동 시점이 주가 상승의 촉매제로 작용할 전망. 기존 매수이견과 목표주가 44,000원 유지

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 매출액 1.1조원(YoY -17.5%)과 영업이익 148억원(YoY 81.9%)을 기록하면서 당초 당사 전망 및 시장 컨센서스를 상회. 매출액이 당초 예상치를 하회한 것은 원화약세에도 불구하고, 전반적인 상품가격 하락과 외형 보다는 수익성 위주의 사업전략으로 여마진 사업은 철저히 배제하고 있기 때문. 반면 영업이익이 예상치를 상회한 것은 수익성 위주의 사업전략에 따른 마진개선이 전분기에 이어 지속되고 있기 때문
- 2분기 실적을 반영해 연간 수익예상을 조정함. 상품가격 약세로 인해 매출액은 기존 전망치 대비 7.9% 하향하나, 수익성 위주의 사업전략에 따른 마진개선을 감안해 영업이익은 1.6% 상향함. 한편, 예멘LNG 광구는 지난 4월 15일 이후 가동 중단 상태가 지속되고 있는 점을 감안해 3분기에도 수익발생은 어려울 것으로 봤고, 4분기에는 재가동될 것으로 추정함. 이에 따라 세전이익은 기존 전망치 대비 8.0% 하향함
- 올해 연간 매출액은 전년비 8.7% 감소한 4.9조원에 그칠 것이지만, 영업이익과 세전이익은 각각 35.6%, 98.3% 증가한 528억원과 1,011억원을 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, 예멘 입장에서 볼 때 GDP의 40%를 차지하고 있을 정도로 매우 중요한 자산이라는 점과 주요 주주사들이 미국과 프랑스 등 다국적 기업인 바 올해 9월 또는 10월 중에 재가동될 것으로 전망

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 양호한 실적 모멘텀과 향후 재가동 가능성 높은 예멘LNG, 부담스럽지 않은 valuation 수준을 감안하면 현재 주가 수준에서 매수전략이 바람직한 것으로 판단

### 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	4,900	53	78	64	3,506	131.9	8.3	0.9	10.6	11.3	1.7
2016F	5,392	59	95	69	4,271	21.8	6.8	0.8	8.5	12.5	1.7
2017F	5,674	63	104	72	4,636	8.5	6.3	0.7	6.9	12.1	1.7

\* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2015년 2분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q14	1Q15	2Q15P	(YoY)	(QoQ)	2Q15P	Diff.	2Q15P	Diff.
매출액	1,378	1,198	1,137	-17.5%	-5.1%	1,392	-18.3%	1,378	-17.5%
영업이익	8	11	15	81.9%	40.8%	12	22.0%	12	28.5%
세전순이익	17	29	15	-12.4%	-48.8%	15	-2.9%	14	6.4%
순이익	13	24	10	-22.0%	-56.3%	11	-8.6%	10	-0.3%

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	4,900	5,392	5,319	6,430	-7.9%	-16.1%
영업이익	53	59	52	63	1.6%	-6.5%
세전이익	101	126	110	130	-8.0%	-3.2%
지배주주 순이익	78	95	86	100	-8.6%	-4.5%

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 적정주주 가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원, %)

구분	14	15F	16F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,889	2,312	2,490	2,416	
EBITDA	525	642	692		
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.6		시장평균(6.0배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,959	3,089	3,054	3,068	순자산가액대비 30% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,877				손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	9,726	5,401	5,544	5,484	
5. 순현금	2,987	4,183	5,090	4,712	
6. 주주가치 (=4+5)	12,712	9,584	10,634	10,197	
발행주식수	22,330	22,330	22,330	22,330	
적정주가	<b>56,930</b>	<b>42,922</b>	<b>47,623</b>	<b>45,664</b>	
현재주가 (원)	29,650	29,650	29,650	29,650	
상승여력	92.0	44.8	60.6	54.0	

자료: HMC투자증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			
매출액	12,677	13,778	13,622	13,592	11,978	11,368	12,797	12,858	53,668	49,001	53,923
철 강	5,153	5,285	5,526	5,500	4,413	4,193	5,178	5,189	21,464	18,972	21,355
화 학	4,368	4,676	5,565	5,560	3,519	3,420	5,235	5,267	20,169	17,441	20,220
차량간장	1,933	3,332	2,589	2,600	1,798	1,561	2,435	2,463	10,454	8,257	10,549
선박플랜트	2,274	1,861	1,459	1,460	1,922	1,824	1,372	1,383	7,054	6,502	7,142
기타	278	284	294	290	326	370	276	274	1,146	1,246	1,122
매출총이익	297	282	320	357	326	367	322	352	1,256	1,367	1,535
영업이익	81	81	120	106	105	148	148	126	389	528	592
세전이익	187	167	158	-3	285	146	211	369	510	1,011	1,258
지배주주순이익	117	134	119	-33	239	104	160	280	338	783	954
수익성											
GPM	2.3	2.0	2.3	2.6	2.7	3.2	2.5	2.7	2.3	2.8	2.8
OPM	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.2	1.0	0.7	1.1	1.1
RPM	1.5	1.2	1.2	0.0	2.4	1.3	1.6	2.9	0.9	2.1	2.3
NPM	0.9	1.0	0.9	-0.2	2.0	0.9	1.2	2.2	0.6	1.6	1.8
성장성 (YoY)											
매출액	4.3	-4.1	9.2	14.8	-5.5	-17.5	-6.1	-5.4	5.6	-8.7	10.0
영업이익	25.0	-0.2	208.0	222.4	29.4	81.9	23.6	18.6	76.9	35.6	12.2
세전이익	36.0	-7.0	-75.1	적전	52.4	-12.3	33.0	흑전	-58.2	98.3	24.5
지배주주순이익	2.5	-0.1	-80.5	적전	103.9	-21.9	33.9	흑전	-68.8	131.9	21.8
기본기정											
세계GDP	1.9	2.4	2.8	2.4	3.1	3.5	3.7	3.9	3.3	3.7	3.5
국제유가	98.7	103.1	97.6	73.2	48.5	58.0	57.0	55.0	92.9	52.0	55.0
원/달러 (평균)	1069.2	1029.2	1026.6	1087.0	1100.3	1097.4	1117.0	1120.0	1053.0	1095.0	1108.0
원/달러 (기말)	1064.7	1011.8	1055.3	1099.2	1109.5	1115.5	1120.0	1130.0	1099.0	1080.0	1130.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	5,083	5,367	4,900	5,392	5,674
증가율 (%)	-7.1	5.6	-8.7	10.0	5.2
<b>매출원가</b>	4,959	5,241	4,763	5,239	5,511
매출원가율 (%)	97.6	97.7	97.2	97.2	97.1
<b>매출총이익</b>	123	126	137	154	163
매출이익률 (%)	2.4	2.3	2.8	2.8	2.9
증가율 (%)	-8.9	2.1	8.9	12.3	6.4
판매관리비	101	87	84	94	100
판매관리비율 (%)	2.0	1.6	1.7	1.7	1.8
EBITDA	34	52	64	69	72
EBITDA 이익률 (%)	0.7	1.0	1.3	1.3	1.3
증가율 (%)	-33.0	55.9	22.4	7.7	3.6
<b>영업이익</b>	22	39	53	59	63
영업이익률 (%)	0.4	0.7	1.1	1.1	1.1
증가율 (%)	-23.8	77.2	35.6	12.2	6.4
<b>영업외손익</b>	78	2	5	7	7
금융수익	28	25	6	0	0
금융비용	38	25	6	0	0
기타영업외손익	88	3	4	7	7
종속/관계기업관련손익	22	10	44	59	66
<b>세전계속사업이익</b>	122	51	101	126	137
세전계속사업이익률	2.4	0.9	2.1	2.3	2.4
증가율 (%)	88.7	-58.2	98.3	24.5	8.6
법인세비용	14	17	23	30	33
계속사업이익	108	34	78	96	104
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	108	34	78	96	104
당기순이익률 (%)	2.1	0.6	1.6	1.8	1.8
증가율 (%)	109.6	-68.7	131.6	21.9	8.5
지배주주지분 순이익	109	34	78	95	104
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	85	50	0	0	0
총포괄이익	193	84	78	96	104

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	78	-60	129	90	78
당기순이익	108	34	78	96	104
유형자산 상각비	5	2	2	2	2
무형자산 상각비	6	12	10	8	7
외환손익	-2	-1	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-38	-139	42	-7	-22
기타	-3	32	-3	-9	-12
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	44	76	-19	12	30
투자자산의 감소(증가)	-73	-25	-9	14	32
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-3	-2	-2	-2
기타	117	104	-8	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-180	39	2	-11	-11
장기차입금의 증가(감소)	-202	91	14	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	-1	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-59	51	111	91	97
기초현금	314	255	306	416	507
기말현금	255	306	416	507	604

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	1,226	1,433	1,461	1,567	1,716
현금성자산	255	306	416	507	604
단기투자자산	52	16	25	25	25
매출채권	629	774	732	744	784
재고자산	210	267	211	215	227
기타유동자산	79	71	77	77	77
<b>비유동자산</b>	493	494	504	491	464
유형자산	4	5	5	6	6
무형자산	61	56	48	40	33
투자자산	359	423	441	436	416
기타비유동자산	69	10	9	9	9
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	1,718	1,927	1,965	2,058	2,181
<b>유동부채</b>	1,017	1,146	1,127	1,135	1,164
단기차입금	329	437	451	451	451
매입채무	499	577	529	538	567
유동성장기부채	46	7	7	7	7
기타유동부채	144	124	139	139	140
<b>비유동부채</b>	106	114	115	116	116
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	33	15	15	15	15
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	99	101	101	101
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,124	1,260	1,242	1,251	1,280
<b>지배주주지분</b>	594	666	722	806	899
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	229	280	280	280	280
이익잉여금	272	294	350	434	526
<b>비지배주주지분</b>	1	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	594	667	723	808	900

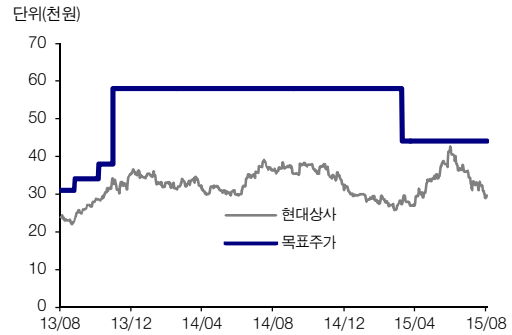
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,848	1,516	3,512	4,280	4,645
EPS(지배순이익 기준)	4,867	1,512	3,506	4,271	4,636
BPS(자본총계 기준)	26,618	29,871	32,383	36,163	40,308
BPS(지배지분 기준)	26,591	29,839	32,344	36,115	40,251
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	7.3	19.8	8.3	6.8	6.2
PER(지배순이익 기준)	7.3	19.8	8.3	6.8	6.3
PBR(자본총계 기준)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(지배지분 기준)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	26.5	15.4	10.6	8.5	6.9
배당수익률	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	109.6	-68.7	131.6	21.9	8.5
EPS(지배순이익 기준)	110.8	-68.9	131.9	21.8	8.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	21.6	5.4	11.3	12.5	12.1
ROE(지배순이익 기준)	21.7	5.4	11.3	12.5	12.1
ROA	6.0	1.9	4.0	4.8	4.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	189.1	188.8	171.8	154.9	142.3
순차입금비율	17.0	20.8	4.5	-7.2	-17.2
이자보상배율	1.4	6.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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	15/08/04	BUY	44,000
13/11/01	BUY	58,000			
13/12/19	BUY	58,000			
14/01/09	BUY	58,000			
14/01/14	BUY	58,000			
14/04/17	BUY	58,000			
14/07/17	BUY	58,000			
14/09/17	BUY	58,000			

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

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

▶ 투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	117건	82.98%
보유	24건	17.02%
매도	0건	0%

- 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.