

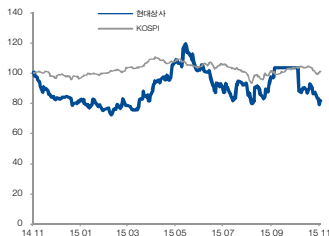
에멘LNG 재가동이 주가상승 촉매제

현재주가 (11/20)	30,300원	
상승여력	61.7%	
시가총액	401십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	44,300원/26,700원	
일평균 거래대금 (60일)	2십억원	
외국인지분율	9.60%	
주요주주	현대중공업 22.36%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-21.1	-3.8 -25.0
상대주가(%p)	-19.5	-7.4 -19.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	3,143	7,473	49,000
After	3,143	7,473	49,000
Consensus	3,290	6,803	49,000
Cons. 차이	-4.5%	9.8%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 인적분할로 이익의 훼손보다는 주당 가치 제고 효과가 더 큼. 기존 BUY 투자조건과 목표주가 49,000원을 유지
- 에멘LNG광구의 재가동 시점이 주가 상승의 촉매제일 것이고, 그 시점은 늦어도 내년 1분기 중에는 가능할 전망이다
- 2016년에 자원개발(660억원)과 트레이딩(440억원)을 통해 최소 세전이익 1,100억원을 실현해 제2의 도약기를 맞이할 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 기업분할로 인해 존속법인인 현대상사의 주주가치 훼손이 있을 것이라는 우려가 있지만, 실질적으로는 일시적인 효과일 뿐 중장기적으로는 발행주식수의 감소(-40.8%)로 주당 가치가 오히려 제고되는 측면을 고려해야 함
- 현대상사의 세전이익 기초 체력은 트레이딩 부문 440억원, E&P 부문 660억원 등 총 1,100억원 규모임. E&P 부문의 내역은 에멘LNG가 405억원으로 가장 크고, 오멘LNG와 카타르 LNG가 각각 148억원과 96억원 수준임
- 존속법인인 현대상사는 기존 트레이딩 부문과 자원개발 부문 사업을 영위하고, 신설법인인 현대C&F는 브랜드 사업과 육류 수입유통 및 육가공 사업을 담당하고, 농수산물 유통사업을 신규 진출할 것
- 현대상사는 보수적이고 안정적인 경영활동으로 인해 타사 대비 안정적인 수익모델을 확보하고 있음. 트레이딩 부문은 철강, 화학, 산업플랜트, 차량 등으로 집중 육성할 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 에멘정부 입장과 에멘LNG 주주사들이 그동안 국제유가가 급락하면서 굳이 재가동 시기를 빨리 취할 이유가 크지 않았지만, 국제유가도 바닥권을 확인하고 있는 상황이라서 더 이상 언제까지 가동을 중단할 상황은 아닐 것임. 전반적인 상황을 고려하면 이르면 올해 12월 중에 늦어도 내년 1분기 내에 재가동이 가능할 것으로 판단하며, 재가동이 현대상사 주가 재평가의 촉매제로 작용할 것임

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (십억원)	증감율 (원)	P/E (%)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (배)	배당수익률 (%)
2013	5,083	22	109	34	4,867	110.8	7.6	1.4	26.5	21.7	1.4
2014	5,367	39	34	52	1,512	-68.9	20.6	1.0	15.4	5.4	1.6
2015F	4,613	36	63	46	3,143	107.9	9.6	1.3	15.4	12.9	1.3
2016F	5,496	56	99	63	7,473	137.7	4.1	1.0	9.6	27.9	1.7
2017F	5,559	57	104	64	7,850	5.0	3.9	0.8	7.7	23.1	1.8

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 적정주주가치 산출 근거

(단위: 억원, 천주, 원 %)

구분	14	15F	16F	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,047	1,781	2,472	2,415	
EBITDA	525	457	634		
EV/EBITDA	3.9	3.9	3.9		시장평균(6.0배) 대비 35% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,537	2,821	2,791	2,794	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,130			0	손익반영 전까지 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,713	4,602	5,264	5,208	
5. 순현금	2,987	477	1,430	1,351	
6. 비지배주주지분	7	9	10	10	
7. 주주가치 (=4+5-6)	11,693	5,070	6,684	6,549	
발행주식수	22,330	20,061	13,229	13,798	
적정주가	52,364	25,274	50,523	48,419	
현재주가 (원)	30,300	30,300	30,300	30,300	
상승여력	72.8	-16.6	66.7	59.8	

주 : 발행주식수는 평균발행주식수 기준, 인적분할로 주식수 감소
 자료: HMC투자증권

<표2> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			
매출액	1,268	1,378	1,362	1,359	1,136	1,137	1,054	1,286	5,367	4,613	5,496
철 강	515	529	553	550	441	419	541	530	2,146	1,932	2,223
화 학	437	468	557	556	352	342	547	538	2,017	1,780	2,104
치량간장	193	333	259	260	180	156	255	252	1,045	842	1,098
선박플랜트	227	186	146	146	192	182	144	141	705	660	744
기타	28	28	29	29	33	37	0	0	115	70	0
매출총이익	30	28	32	36	22	37	24	36	126	118	160
영업이익	8	8	12	11	4	15	6	11	39	36	56
세전이익	19	17	16	0	27	15	10	27	51	78	126
지배주주순이익	12	13	12	-3	24	10	8	21	34	63	99
수익성											
GPM	2.3	2.0	2.3	2.6	1.9	3.2	2.3	2.8	2.3	2.6	2.9
OPM	0.6	0.6	0.9	0.8	0.4	1.3	0.6	0.8	0.7	0.8	1.0
RPM	1.5	1.2	1.2	0.0	2.4	1.3	0.9	2.1	0.9	1.7	2.3
NPM	0.9	1.0	0.9	-0.2	2.1	0.9	0.8	1.6	0.6	1.4	1.8
성장성 (YoY)											
매출액	4.3	-4.1	9.2	14.8	-10.4	-17.5	-22.6	-5.4	5.6	-14.0	19.1
영업이익	25.0	-0.2	208.0	222.4	-47.2	82.0	-50.9	-0.4	76.9	-8.5	58.7
세전이익	36.0	-7.0	-75.1	적전	43.5	-12.3	-39.2	흑전	-58.2	53.6	60.4
지배주주순이익	2.5	-0.1	-80.5	적전	103.9	-21.9	-32.4	흑전	-68.8	86.8	56.8
기본가정											
세계GDP	1.9	2.4	2.8	2.4	3.1	3.5	3.7	3.9	3.3	3.5	3.8
국제유가	98.7	103.1	97.6	73.2	48.5	58.0	46.5	50.0	92.9	51.0	59.0
원/달러 (평균)	1069.2	1029.2	1026.6	1087.0	1100.3	1097.4	1168.0	1145.0	1053.0	1128.0	1115.0
원/달러 (기말)	1064.7	1011.8	1055.3	1099.2	1109.5	1115.5	1195.0	1130.0	1099.0	1130.0	1090.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

SECTOR OUTLOOK

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	5,083	5,367	4,613	5,496	5,559
증가율 (%)	-7.1	5.6	-14.0	19.1	1.1
매출원가	4,959	5,241	4,495	5,336	5,396
매출원가율 (%)	97.6	97.7	97.4	97.1	97.1
매출총이익	123	126	118	160	163
매출이익률 (%)	2.4	2.3	2.6	2.9	2.9
증가율 (%)	-8.9	2.1	-5.9	35.4	1.8
판매관리비	101	87	83	104	105
판매비율 (%)	2.0	1.6	1.8	1.9	1.9
EBITDA	34	52	46	63	64
EBITDA 이익률 (%)	0.7	1.0	1.0	1.2	1.1
증가율 (%)	-33.0	55.9	-13.0	38.8	0.2
영업이익	22	39	36	56	57
영업이익률 (%)	0.4	0.7	0.8	1.0	1.0
증가율 (%)	-23.8	77.2	-8.5	58.7	1.7
영업외손익	78	2	-2	7	7
금융수익	28	25	22	0	0
금융비용	38	25	19	0	0
기타영업외손익	88	3	-5	7	7
증속/관계기업관련손익	22	10	36	62	67
세전계속사업이익	122	51.0	70	126	132
세전계속사업이익률	2.4	0.9	1.5	2.3	2.4
증가율 (%)	88.7	-58.2	36.7	80.2	5.1
법인세비용	14	17	15	26	28
계속사업이익	108	34	55	99	104
중단사업이익	0	0	9	0	0
당기순이익	108	34	63	99	104
당기순이익률 (%)	2.1	0.6	1.4	1.8	1.9
증가율 (%)	109.6	-68.7	86.5	56.8	5.0
지배주주지분 순이익	109	34	63	99	104
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	85	50	28	0	0
총포괄이익	193	84	91	99	104

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	78	-60	127	86	90
당기순이익	108	34	63	99	104
유형자산 상각비	5	2	1	1	2
무형자산 상각비	6	12	9	6	5
외환손익	-2	-1	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-38	-139	55	-8	-4
기타	-3	32	2	-12	-15
투자활동으로인한현금흐름	44	76	-20	15	33
투자자산의 감소(증가)	-73	-25	-35	17	35
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-3	-1	-2	-2
기타	117	104	16	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-180	39	15	-5	-7
장기차입금의 증가(감소)	-202	91	-85	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-46	0	0
배당금	-11	-11	-11	-5	-7
기타	33	-40	157	0	0
기타현금흐름	-1	-4	-386	0	0
현금의증가(감소)	-59	51	-265	95	117
기초현금	314	255	306	41	136
기말현금	255	306	41	136	253

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,226	1,433	1,211	1,335	1,467
현금성자산	255	306	41	136	253
단기투자자산	52	16	32	32	32
매출채권	629	774	677	699	710
재고자산	210	267	196	203	206
기타유동자산	79	71	265	265	265
비유동자산	493	494	516	506	482
유형자산	4	5	5	6	6
무형자산	61	56	31	26	21
투자자산	359	423	470	465	445
기타비유동자산	69	10	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,718	1,927	1,727	1,841	1,949
유동부채	1,017	1,146	1,383	1,403	1,413
단기차입금	329	437	350	350	350
매입채무	499	577	605	625	635
유동성장기부채	46	7	8	8	8
기타유동부채	144	124	420	420	420
비유동부채	106	114	35	36	36
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	33	15	15	15	15
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	99	20	20	20
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,124	1,260	1,418	1,438	1,449
지배주주지분	594	666	308	402	499
자본금	112	112	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	229	280	44	44	44
이익잉여금	272	294	345	439	536
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	594	667	309	403	500

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,848	1,516	3,148	7,487	7,865
EPS(지배순이익 기준)	4,867	1,512	3,143	7,473	7,850
BPS(자본총계 기준)	26,618	29,871	23,355	30,442	37,807
BPS(지배지분 기준)	26,591	29,839	23,290	30,363	37,713
DPS	500	500	400	500	550
P/E(당기순이익 기준)	7.3	19.8	9.6	4.0	3.9
P/E(지배순이익 기준)	7.6	20.6	9.6	4.1	3.9
P/B(자본총계 기준)	1.4	1.0	1.3	1.0	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.4	1.0	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA(Reported)	26.5	15.4	15.4	9.6	7.7
배당수익률	1.4	1.6	1.3	1.7	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	109.6	-68.7	107.6	137.8	5.0
EPS(지배순이익 기준)	110.8	-68.9	107.9	137.7	5.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	21.6	5.4	12.9	27.8	23.0
ROE(지배순이익 기준)	21.7	5.4	12.9	27.9	23.1
ROA	6.0	1.9	3.5	5.6	5.5
안정성 (%)					
부채비율	189.1	188.8	459.0	357.1	289.6
순차입금비율	17.0	20.8	97.9	51.4	18.0
이자보상배율	1.4	6.1	N/A	N/A	N/A