

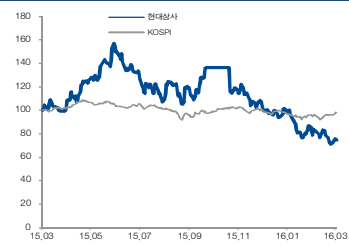
여전히 저평가된 기업

현재주가 (3/4)	20,950원	
상승여력	52.7%	
시가총액	277십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	44,300원/20,000원	
일평균 거래대금 (60일)	3십억원	
외국인지분율	12.02%	
주요주주	현대C&F외 10인 31.64%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-11.6	-25.3 -34.2
상대주가(%p)	-13.4	-24.6 -36.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(15P)	EPS(16F)	T/P
Before	3,812	4,754	49,000
After	1,549	3,558	32,000
Consensus	1,549	4,925	39,000
Cons. 차이	0.0%	-27.8%	-17.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (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
2015P	4,262	24	31	34	1,549	2.5	18.5	0.8	19.1	5.4	1.4
2016F	3,966	28	47	35	3,558	129.7	5.9	0.5	14.4	9.2	2.4
2017F	6,343	49	91	55	6,880	93.3	3.0	0.5	8.9	15.9	2.6

* K-IFRS 연결 기준

1) 투자포인트 및 결론

- 현대상사의 목표주가를 32,000원으로 하향하나, 투자의견은 기존 BUY를 유지함. 목표주가는 가치합산방식(SOTP)에 따른 것으로 동사의 적정주가치는 4,263억원이고, 주당가치는 32,000원으로 평가. 이는 1) 사업가치 2,282억원(EV/EBITDA multiple 6.0배 적용), 2) 투자자산가치 2,637억원(순자산가액의 40% 할인을 적용), 3) 예멘LNG 현재가치 1,542억원에다 4) 순차입금 2,190억원과 비지배주주지분 9억원을 차감한 것
- 예멘LNG광구의 가동 중단이 지속되고 있지만, 올해 3월말 종전 협상 타결 가능성도 상존. 재가동까지는 적어도 3~4개월이 소요됨에 따라 일러야 8월 이후에나 가능할 전망. 다만, 아직까지는 불투명한 상태

2) 주요이슈 및 실적전망

- 최근 국제유가가 산유국들의 생산량 동결 합의 이후 큰 폭 반등함으로써 commodity 관련주들도 그동안의 낙폭을 빠르게 만회하고 있는데, 현대상사의 주가는 부진한 모습이 지속되고 있음. 이는 예멘LNG가스전이 가동 중단된 상태라 동사 주가에 대한 매력도가 떨어져 있기 때문. 반면, 재가동 시점이 현대상사의 주가 상승의 촉매제로 작용할 것임을 반증
- 올해 상반기까지는 부진한 업황과 실적 모멘텀 불가피할 전망. 국제유가를 비롯한 commodity 가격의 약세로 트레이딩과 E&P부문의 수익 개선은 제한적일 것이기 때문. 다만, 하반기에는 지난해의 낮은 기저효과와 commodity 가격 회복으로 실적 모멘텀은 개선될 전망. 올해 연결 기준 연간 매출액은 전년비 6.9% 감소한 3조 9,657억원, 영업이익은 17.5% 증가한 277억원으로 전망. 또한, 세전이익은 전년비 55.3% 증가한 597억원으로 전망하는데, 이는 4분기에 예멘 LNG 재가동을 감안했기 때문

3) 주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 5.4배, 0.5배로 저평가 상태. 목표주가 32,000원은 2016년과 2017년 수익예상 기준 P/E 각각 9.0배, 4.7배에 해당
- 현대상사는 실제 순현금(2015년 기준 859억원)상태임. 이는 D/A(외상수출어음)가 3,499억원(단기차입금) 때문. 이를 감안한 2016년 기준 실질P/E 1.2배로 절대 저평가 상태
- 현 시점에서는 예멘LNG 재가동 시기를 눈여겨 보면서 저점 분할 매수로 접근할 필요가 있음

COMPANY NOTE

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	15P	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	202	208	331	228	
EBITDA	34	35	55		
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0		시장평균 적용
2. 투자자산가치	269	266	254	264	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	154	154	154	154	현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	625	628	739	646	
5. 순차입금	264	221	211	219	
6. 비지배주주지분	1	1	1	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	360	406	527	426	
발행주식수	20,061	13,229	13,229	13,229	
적정주가	17,942	30,702	39,821	32,222	
현재주가 (원)	20,950	20,950	20,950	20,950	
상승여력	-14.4	46.5	90.1	53.8	

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

〈표2〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원, %)	2015P				2016F				2014	2015P	2016F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,136	1,137	1,054	936	1,044	854	1,091	977	5,367	4,262	3,966
철 강	629	494	482	407	557	380	495	400	2,146	2,011	1,832
화 학	380	342	370	413	339	265	383	409	2,017	1,505	1,396
차량간장	183	156	134	193	163	121	139	191	1,045	666	614
선박플랜트	231	219	195	108	206	170	202	107	705	754	685
기타	29	14	0	0	0	0	0	0	115	43	0
매출총이익	22	37	24	26	18	27	25	27	126	109	97
영업이익	4	15	6	-1	4	11	6	7	39	24	28
세전이익	29	15	10	-15	6	13	9	31	51	38	60
지배주주순이익	24	10	8	-11	5	11	7	24	34	31	47
수익성											
GPM	1.9	3.2	2.3	2.8	1.8	3.1	2.3	2.7	2.3	2.5	2.4
OPM	0.4	1.3	0.6	-0.2	0.3	1.3	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
RPM	2.5	1.3	1.0	-1.6	0.6	1.6	0.8	3.2	0.9	0.9	1.5
NPM	2.1	0.9	0.8	-1.2	0.5	1.2	0.6	2.5	0.6	0.7	1.2
성장성 (YoY)											
매출액	-10.4	-17.5	-22.6	-31.2	-8.1	-24.9	3.5	4.4	5.6	-20.6	-6.9
영업이익	-47.2	82.0	-50.9	적전	-15.4	-27.5	3.3	흑전	76.9	-39.4	17.5
세전이익	52.4	-12.3	-35.2	적지	-77.8	-8.0	-14.1	흑전	-58.2	-24.6	55.3
지배주주순이익	103.9	-21.9	-32.4	적지	-78.7	0.7	-12.9	흑전	-68.8	-7.9	51.4
기본기점											
세계GDP	3.1	3.5	3.7	3.9	3.8	3.8	3.7	3.8	3.3	3.1	3.3
국제유가	48.5	58.0	46.5	50.0	38.0	40.0	45.0	45.0	92.9	51.0	42.0
원/달러 (평균)	1100.3	1097.0	1170.0	1157.0	1200.0	1180.0	1200.0	1220.0	1053.0	1132.0	1200.0
원/달러 (기말)	1109.5	1115.0	1185.0	1175.0	1200.0	1180.0	1200.0	1220.0	1099.0	1175.0	1220.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	5,083	5,367	4,262	3,966	6,343
증가율 (%)	-7.1	5.6	-20.6	-6.9	59.9
매출원가	4,959	5,241	4,153	3,869	6,172
매출원가율 (%)	97.6	97.7	97.5	97.6	97.3
매출총이익	123	126	109	97	171
매출이익률 (%)	2.4	2.3	2.5	2.4	2.7
증가율 (%)	-8.9	2.1	-13.6	-10.8	76.3
판매관리비	101	87	85	69	122
판매비율 (%)	2.0	1.6	2.0	1.7	1.9
EBITDA	34	52	34	35	55
EBITDA 이익률 (%)	0.7	1.0	0.8	0.9	0.9
증가율 (%)	-33.0	55.9	-35.9	2.9	59.2
영업이익	22	39	24	28	49
영업이익률 (%)	0.4	0.7	0.6	0.7	0.8
증가율 (%)	-23.8	77.2	-39.4	17.5	76.9
영업외손익	78	2	-32	7	7
금융수익	28	25	22	0	0
금융비용	38	25	19	0	0
기타영업외손익	88	3	-35	7	7
총속/관계기업관련손익	22	10	36	25	59
세전계속사업이익	122	51.0	28	60	115
세전계속사업이익률	2.4	0.9	0.6	1.5	1.8
증가율 (%)	88.7	-58.2	-46.0	117.0	92.9
법인세비용	14	17	5	13	24
계속사업이익	108	34	22	47	91
중단사업이익	0	0	9	0	0
당기순이익	108	34	31	47	91
당기순이익률 (%)	2.1	0.6	0.7	1.2	1.4
증가율 (%)	109.6	-68.7	-8.1	51.6	93.3
지배주주지분 순이익	109	34	31	47	91
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	85	50	28	0	0
총포괄이익	193	84	59	47	91

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	78	-60	-70	39	-15
당기순이익	108	34	31	47	91
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	-110	-8	-99
기타	-3	32	2	-7	-13
투자활동으로인한현금흐름	44	76	2	10	31
투자자산의 감소(증가)	-73	-25	-13	12	33
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-3	-1	-2	-2
기타	117	104	16	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-180	39	228	-5	-36
장기차입금의 증가(감소)	-202	91	-85	0	-29
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-46	0	0
배당금	-11	-11	-11	-5	-7
기타	33	-40	370	0	0
기타현금흐름	-1	-4	-386	0	0
현금의증가(감소)	-59	51	-227	44	-19
기초현금	314	255	306	78	122
기말현금	255	306	78	122	103

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,226	1,433	1,011	1,082	1,398
현금성자산	255	306	78	122	103
단기투자자산	52	16	32	32	32
매출채권	629	774	492	514	774
재고자산	210	267	143	149	225
기타유동자산	79	71	265	265	265
비유동자산	493	494	493	483	459
유형자산	4	5	5	6	6
무형자산	61	56	31	26	21
투자자산	359	423	448	443	423
기타비유동자산	69	10	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,718	1,927	1,504	1,566	1,858
유동부채	1,017	1,146	982	1,001	1,205
단기차입금	329	437	350	350	320
매입채무	499	577	440	460	692
유동성장기부채	46	7	8	8	8
기타유동부채	144	124	184	184	185
비유동부채	106	114	32	33	37
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	33	15	15	15	15
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	99	17	17	21
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,124	1,260	1,014	1,034	1,241
지배주주지분	594	666	489	531	615
자본금	112	112	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	66	66	66
기타포괄이익잉여금	229	280	44	44	44
이익잉여금	272	294	313	355	440
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	594	667	490	532	616

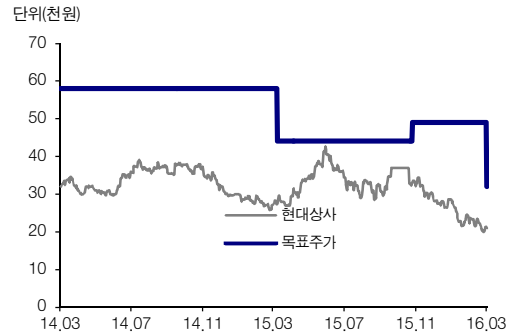
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,848	1,516	1,551	3,565	6,893
EPS(지배순이익 기준)	4,867	1,512	1,549	3,558	6,880
BPS(자본총계 기준)	26,618	29,871	37,042	40,207	46,600
BPS(지배지분 기준)	26,591	29,839	36,982	40,140	46,520
DPS	500	500	400	500	550
P/E(당기순이익 기준)	7.3	19.8	18.4	5.9	3.0
P/E(지배순이익 기준)	7.6	20.6	18.5	5.9	3.0
P/B(자본총계 기준)	1.4	1.0	0.8	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	1.4	1.0	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	26.5	15.4	19.1	14.4	8.9
배당수익률	1.4	1.6	1.4	2.4	2.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	109.6	-68.7	2.3	129.9	93.3
EPS(지배순이익 기준)	110.8	-68.9	2.5	129.7	93.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	21.6	5.4	5.4	9.2	15.9
ROE(지배순이익 기준)	21.7	5.4	5.4	9.2	15.9
ROA	6.0	1.9	1.8	3.1	5.3
안정성 (%)					
부채비율	189.1	188.8	206.9	194.4	201.3
순차입금비율	17.0	20.8	53.9	41.5	34.2
이자보상배율	1.4	6.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/01/14	BUY	58,000			
14/04/17	BUY	58,000			
14/07/17	BUY	58,000			
14/09/17	BUY	58,000			
14/10/17	BUY	58,000			
14/12/02	BUY	58,000			
15/03/11	BUY	44,000			
15/05/18	BUY	44,000			
15/08/04	BUY	44,000			
15/10/28	BUY	49,000			
16/03/07	BUY	32,000			

▶ 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 (2015.01.01~2015.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	129건	82.7%
보유	26건	16.7%
매도	1건	0.6%

- 본 조사자료는 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.