

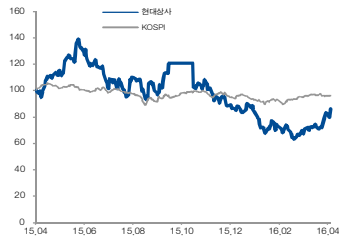
불어오고 있는 훈풍

현재주가 (4/12)	27,350원	
상승여력	42.6%	
시가총액	362십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	44,300원/20,000원	
일평균 거래대금 (60일)	2십억원	
외국인지분율	11.96%	
주요주주	현대C&F외 9인 28.65%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	21.6	9.0 -28.8
상대주가(%p)	2039	4.0 -27.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	2,905	5,163	32,000
After	2,875	5,715	39,000
Consensus	2,948	4,876	31,000
Cons. 차이	-0.2%	17.2%	25.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 현대상사의 목표주가를 39,000원으로 상향하고, 투자 의견은 기존 BUY를 유지함. 예멘LNG 재가동이 당초 예정대로 올해 4분기부터는 가능할 것으로 판단하기 때문
- 가치합산방식(SOTP)에 따른 것으로 동사의 적정주가는 5,208억원이고, 주당가치는 39,000원으로 평가. 이는 1) 사업가치 2,308억원(EV/EBITDA multiple 6.0배 적용), 2) 투자자산가치 2,403억원(순자산가액의 40% 할인을 적용), 3) 예멘LNG 현재가치 1,542억원에다 4) 순차입금 1,037억원과 비지배주주지분 8억원을 차감한 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 국제분쟁으로 비화한 예멘 내전의 휴전이 지난 11일(현지시간) 발효돼 분쟁 당사자들이 적대 행위를 멈췄다는 연합뉴스의 보도가 있었음. 영국 BBC 방송 보도에 따르면 사우디아라비아가 지원하는 예멘의 정부군과 이란의 지원을 받는 예멘 후티 반군(시아파)측은 유엔이 중재로 합의한 휴전안을 준수하고 있다고 밝혔음. 예멘 정부와 반군 측은 오는 18일 쿠웨이트에서 평화 협상을 시작할 예정임
- 예정대로 성사된다면 지난 1년여간 이어진 예멘 내전의 종결과 함께 고대했던 예멘LNG 재가동이 늦어도 올해 10월부터는 가능하고 생산 및 판매로 연결될 전망. 현재 국제유가 수준에서도 연간 274억원 수준의 이익(배당금)이 가능한 구조임. 지난해 세전이익 384억원을 감안하면 대단히 유의미한 규모 올해 4분기 배당금 69억원이 발생 가능할 것으로 수익예상에 반영
- 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 예멘LNG 배당수입 발생 등으로 실적 모멘텀은 개선될 전망. 올해 연결기준 연간 매출액은 전년대비 4.7% 감소한 4조 601억원, 영업이익은 5.5% 증가한 247억원으로 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 7.9배, 0.7배로 저평가 상태. 지난해 DPS 750원으로 상향, 2015년 수준 유지해도 2016년 배당수익률 2.7%로 배당주로서의 매력도 보유

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 (%)
2014	5,265	29	34	43	1,512	-68.9	20.6	1.0	18.8	5.4	1.6
2015	4,262	23	147	34	7,336	385.2	3.9	0.8	17.4	25.5	2.6
2016F	4,060	25	38	37	2,875	-60.8	9.5	0.7	12.4	7.6	2.7
2017F	4,688	30	76	42	5,715	98.8	4.8	0.6	11.6	13.7	2.9
2018F	4,927	31	85	43	6,462	13.1	4.2	0.5	10.0	13.8	2.9

* K-IFRS 연결 기준

COMPANY NOTE

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	15	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	207	220	252	231	
EBITDA	34	37	42		
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0		시장평균 적용
2. 투자자산가치	240	240	240	240	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	154	154	154	154	현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	602	614	647	625	
5. 순차입금	221	92	127	104	
6. 비지배주주지분	1	1	1	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	379	522	519	521	
발행주식수	20,061	13,229	13,229	13,229	
적정주가	18,909	39,424	39,260	39,369	
현재주가 (원)	27,350	27,350	27,350	27,350	
상승여력	-30.9	44.1	43.5	43.9	

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

〈표2〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원, %)	2015				2016F				2014	2015	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,136	1,137	1,054	936	1,290	949	1,001	820	5,265	4,262	4,060
철 강	629	494	482	413	687	420	452	333	2,146	2,017	1,892
화 학	380	342	370	419	419	295	352	343	2,017	1,512	1,409
치량간장	183	156	134	196	201	135	127	161	1,045	669	624
선박플랜트	231	219	195	110	255	189	185	90	705	756	719
기타	29	14	0	0	0	0	0	0	115	43	0
매출총이익	22	37	24	23	22	29	22	19	107	106	93
영업이익	4	15	6	-2	4	12	5	3	29	23	25
세전이익	29	15	10	105	2	11	8	23	49	158	43
지배주주순이익	24	10	8	105	1	10	7	20	34	147	38
수익성											
GPM	1.9	3.2	2.3	2.5	1.7	3.1	2.2	2.4	2.0	2.5	2.3
OPM	0.4	1.3	0.6	-0.2	0.3	1.3	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
RPM	2.5	1.3	1.0	11.2	0.1	1.2	0.8	2.7	0.9	3.7	1.1
NPM	2.1	0.9	0.8	11.2	0.1	1.0	0.7	2.5	0.6	3.5	0.9
성장성 (YoY)											
매출액	-10.4	-17.5	-22.6	-25.6	13.6	-16.5	-5.0	-12.3	3.6	-19.1	-4.7
영업이익	-47.2	82.0	-50.9	-237.7	2.2	-19.7	-8.7	흑전	33.6	-20.2	5.5
세전이익	52.4	-12.3	-35.2	흑전	-94.5	-21.8	-24.6	흑전	-59.8	222.8	-72.7
지배주주순이익	103.9	-21.9	-32.4	흑전	-94.3	-6.9	-15.2	흑전	-68.8	335.9	-74.2
기본기점											
세계GDP	3.1	3.5	3.7	3.9	2.9	3.0	3.2	3.5	3.3	3.1	3.2
국제유가	48.5	58.0	46.5	50.0	33.0	38.0	36.0	40.0	92.9	51.0	36.8
원/달러 (평균)	1100.3	1097.0	1170.0	1158.0	1205.0	1210.0	1220.0	1210.0	1053.0	1132.0	1210.0
원/달러 (기말)	1109.5	1115.0	1185.0	1172.5	1180.0	1240.0	1220.0	1200.0	1099.0	1172.5	1200.0

주 : 2015년 4분기 현대씨앤에프 인적분할에 따른 중단사업이익 1,112억원 발생
 자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	5,265	4,262	4,060	4,688	4,927
증가율 (%)	3.6	-19.1	-4.7	15.5	5.1
매출원가	5,157	4,156	3,967	4,573	4,807
매출원가율 (%)	98.0	97.5	97.7	97.6	97.6
매출총이익	107	106	93	114	120
매출이익률 (%)	2.0	2.5	2.3	2.4	2.4
증가율 (%)	-12.6	-1.7	-11.7	22.6	4.9
판매관리비	78	82	69	84	89
판매비율 (%)	1.5	1.9	1.7	1.8	1.8
EBITDA	43	34	37	42	43
EBITDA 이익률 (%)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
증가율 (%)	27.6	-19.7	6.3	14.7	3.0
영업이익	29	23	25	30	31
영업이익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
증가율 (%)	33.9	-20.2	5.5	21.9	4.2
영업외손익	2	-6	-2	1	5
금융수익	25	32	23	28	29
금융비용	25	30	19	21	18
기타영업외손익	3	-8	-6	-6	-6
총속/관계기업관련손익	10	20	20	55	61
세전계속사업이익	41	38.4	43	86	97
세전계속사업이익률	0.8	0.9	1.1	1.8	2.0
증가율 (%)	-66.3	-6.6	12.8	99.1	13.0
법인세비용	15	11	5	11	12
계속사업이익	26	27	38	76	85
중단사업이익	8	120	0	0	0
당기순이익	34	147	38	76	85
당기순이익률 (%)	0.6	3.5	0.9	1.6	1.7
증가율 (%)	-68.7	334.8	-74.2	98.8	13.1
지배주주지분 순이익	34	147	38	76	85
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	50	-25	0	0	0
총포괄이익	84	122	38	76	85

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	-60	75	144	-25	66
당기순이익	34	147	38	76	85
유형자산 상각비	2	1	2	2	2
무형자산 상각비	12	10	10	10	10
외환손익	-1	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-139	8	101	-100	-17
기타	32	-90	-7	-13	-14
투자활동으로인한현금흐름	76	-17	-5	1	2
투자자산의 감소(증가)	-25	49	7	13	14
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-2	-2	-2	-2
기타	104	-64	-10	-10	-10
재무활동으로인한현금흐름	39	-294	-10	-30	-11
장기차입금의 증가(감소)	91	-155	0	-20	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-46	0	0	0
배당금	-11	-11	-10	-10	-11
기타	-40	-82	0	0	0
기타현금흐름	-4	0	0	0	0
현금의증가(감소)	51	-236	129	-54	58
기초현금	255	306	70	199	145
기말현금	306	70	199	145	202

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,433	1,058	1,036	1,262	1,348
현금성자산	306	70	199	145	202
단기투자자산	16	14	14	14	14
매출채권	774	517	523	706	739
재고자산	267	341	184	281	277
기타유동자산	71	116	116	116	116
비유동자산	494	446	446	446	446
유형자산	5	5	6	6	6
무형자산	56	31	31	30	30
투자자산	423	401	401	401	401
기타비유동자산	10	9	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,927	1,504	1,482	1,708	1,795
유동부채	1,146	914	865	1,023	1,034
단기차입금	437	288	288	268	268
매입채무	577	465	416	593	604
유동성장기부채	7	7	7	7	7
기타유동부채	124	154	153	154	154
비유동부채	114	100	99	101	102
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	15	8	8	8	8
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	99	92	91	93	94
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,260	1,014	964	1,124	1,136
지배주주지분	666	489	517	583	658
자본금	112	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-261	-261	-261	-261
기타포괄이익잉여금액	280	255	255	255	255
이익잉여금	294	429	457	523	598
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	667	490	518	584	659

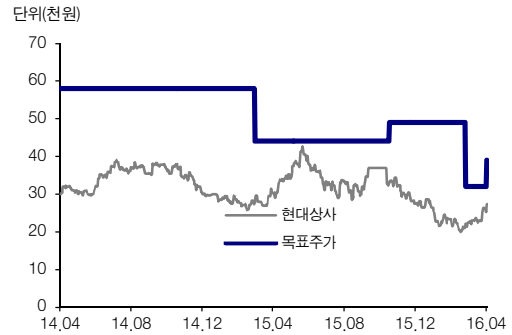
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	1,516	7,339	2,876	5,716	6,463
EPS(지배순이익 기준)	1,512	7,336	2,875	5,715	6,462
BPS(자본총계 기준)	29,871	37,038	39,164	44,130	49,793
BPS(지배지분 기준)	29,839	36,977	39,103	44,068	49,730
DPS	500	750	750	800	800
P/E(당기순이익 기준)	19.8	3.9	9.5	4.8	4.2
P/E(지배순이익 기준)	20.6	3.9	9.5	4.8	4.2
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	18.8	17.4	12.4	11.6	10.0
배당수익률	1.6	2.6	2.7	2.9	2.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-68.7	384.0	-60.8	98.8	13.1
EPS(지배순이익 기준)	-68.9	385.2	-60.8	98.8	13.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.4	25.5	7.5	13.7	13.8
ROE(지배순이익 기준)	5.4	25.5	7.6	13.7	13.8
ROA	1.9	8.6	2.5	4.7	4.9
안정성 (%)					
부채비율	188.8	207.0	186.1	192.5	172.4
순차입금비율	20.8	45.2	17.8	21.7	10.5
이자보상배율	4.6	4.5	1.3	1.5	1.8

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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			
16/04/14	BUY	39,000			

▶ 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 (2015.04.01~2016.3.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	131건	82.9%
보유	26건	16.5%
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.