

현대상사(011760)

올해 실적 턴라운드 및 자원개발 불확실성 해소될 듯

■ 범현대계열의 종합상사

동사는 지난 1976년 구 현대그룹의 종합상사로 설립되었다. 현재 산업플랜트, 차량, 철강, 화학, 자원개발 등 5개의 사업부문으로 구성되어 있으며, 각 사업부문의 수출입업, 삼국간 무역 및 해외자원개발 프로젝트 등을 영위하고 있다. 또한 지난해 기준으로 범현대계열의 매출 비중은 56%에 이르고 있다.

■ 올해 무역사업부문 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

■ 자원개발사업부문 향후 불확실성 해소되면서 저평가 탈피될 듯

■ 투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가 40,000원을 제시한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션에서 영업가치는 2016년 예상 EV/EBITDA에 7.0배를, 투자지분가치에서는 장부가액을, 예멘LNG에 대하여는 현금흐름할인법(할인율 10%)을 적용한 결과 40,000원으로 산출된다.

동사의 무역사업부문은 범현대계열의 안정적인 매출처를 기반으로 한 차량 및 철강부문의 이익증가로 인하여 올해 실적 턴어라운드가 가시화 될 뿐만 아니라 해를 거듭할수록 실적향상이 기대된다.

한편, 동사의 자원개발사업부문은 지난해 자원개발 관련 수익이 313억원을 기록하였는데, 올해의 경우 저유가 영향 및 예멘 LNG 생산 중단 등으로 상당 부분 줄어들 것으로 예상된다. 그러나 예멘 LNG의 경우 현재 평화회담 진행 중으로 빠른 시일 안에 생산이 재개된다면 불확실성이 해소되는 동시에 내년 부터 동사는 배당을 받을 수 있기 때문에 실적 모멘텀이 발생하면서 기업가치 상승을 이끌 것이다.

또한 지난해 주당 배당금 750원 기준으로 현재 배당수익률은 2.8%에 이르고 있으며, 향후 실적 향상 등으로 주당 배당금이 증가할 가능성이 높으므로 동사는 배당주로서도 매력적이다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

김종관 (2122-9195) ziter@hi-ib.com

Buy (Initiate)

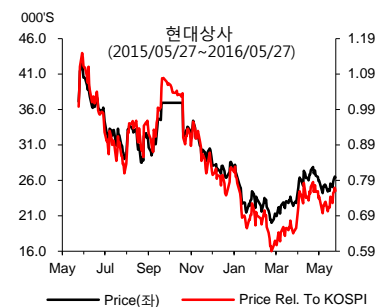
목표주가(6M) 40,000원

종가(2016/05/27) 26,400원

Stock Indicator

자본금	66십억원
발행주식수	1,323만주
시가총액	349십억원
외국인지분율	13.6%
배당금(2015)	750원
EPS(2016E)	2,418원
BPS(2016E)	36,726원
ROE(2016E)	6.6%
52주 주가	20,000~42,600원
60일평균거래량	93,332주
60일평균거래대금	2.3십억원

Price Trend



I. 기업개요 및 밸류에이션

■ 범현대계열의 종합상사

동사는 지난 1976년 구 현대그룹의 종합상사로 설립되었다. 현재 산업플랜트, 차량, 철강, 화학, 자원개발 등 5개의 사업부문으로 구성되어 있으며, 각 사업부문은 수출입업, 삼국간 무역 및 해외자원개발 프로젝트 등을 영위하고 있다. 또한 지난해 기준으로 범현대계열의 매출 비중은 56%에 이르고 있다.

2003년부터 워크아웃을 진행하다가 2009년 12월 현대중공업 컨소시엄에 인수되었으며, 지난해 10월 1일 인적분할 하여 무역/자원개발은 존속법인인 동사가 담당하고 브랜드/신사업은 신설법인인 현대씨엔에프가 담당하고 있다. 또한 지난해 12월 현대중공업이 보유 중인 동사 주식 19.37%를 현대씨엔에프에 매각함으로써 정몽혁 회장 → 현대씨엔에프 → 동사로 이어지는 지배구조가 구축되었다.

지난해 기준으로 매출 비중을 살펴보면 철강 36.1%, 화학 32.8%, 산업플랜트 15.7%, 차량 15.0%, 기타 0.4% 등이다.

한편, 주주는 현대씨엔에프 19.4%를 비롯하여, 정몽혁 회장 8.3%, KCC 12.0%, 퀴드자산 5.5%, 국민연금 5.1%, 기타 49.7% 등으로 분포되어 있다.

■ 투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시 ⇒ 올해 실적 턴라운드 및 자원개발 불확실성 해소될 듯

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가 40,000원을 제시한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션에서 영업가치는 2016년 예상 EV/EBITDA에 7.0배를, 투자지분가치에서는 장부가액을, 예멘LNG에 대하여는 현금흐름할인법(할인율 10%)을 적용한 결과 40,000원으로 산출된다.

동사의 무역사업부문은 범현대계열의 안정적인 매출처를 기반으로 한 차량 및 철강 부문의 이익증가로 인하여 올해 실적 턴어라운드 가시화 될 뿐만 아니라 해를 거듭할수록 실적향상이 기대된다.

한편, 동사의 자원개발사업부문은 지난해 자원개발 관련 수익이 313억원을 기록하였는데, 올해의 경우 저유가 영향 및 예멘 LNG 생산 중단 등으로 상당부분 줄어들 것으로 예상된다. 그러나 예멘 LNG의 경우 현재 평화회담 진행 중으로 빠른 시일 안에 생산이 재개된다면 불확실성이 해소되는 동시에 내년부터 동사는 배당을 받을 수 있기 때문에 실적 모멘텀이 발생하면서 기업가치 상승을 이끌 것이다.

또한 지난해 주당 배당금 750원 기준으로 현재 배당수익률은 2.8%에 이르고 있으며, 향후 실적 향상 등으로 주당 배당금이 증가할 가능성이 높으므로 동사는 배당 주로서도 매력적이다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2014	5,265	29	34	1,512	19.8	18.8	29,839	1.0	5.1	188.8
2015	4,262	23	147	7,336	3.9	17.4	36,977	0.8	25.5	207.0
2016E	4,099	32	32	2,418	10.9	13.3	36,726	0.7	6.6	204.7
2017E	4,581	40	49	3,669	7.2	11.3	37,726	0.7	9.9	209.8
2018E	4,818	47	58	4,378	6.0	9.8	39,436	0.7	11.3	205.7

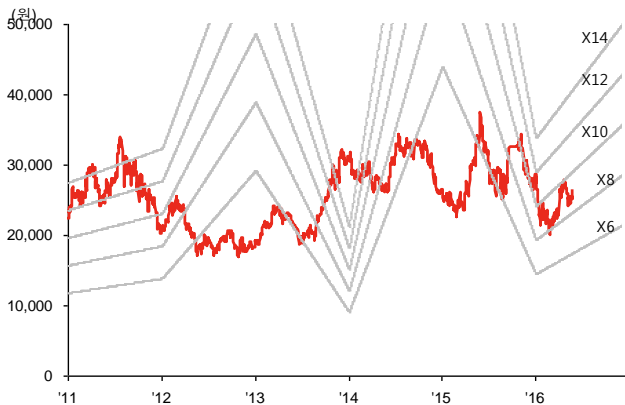
자료 : 현대상사, 하이투자증권 리서치센터

<표 1> 현대상사 주당 가치 (단위: 억원)

영업가치	3,101
투자지분가치	3,127
순차입금	900
NAV	5,328
발행주식수	13,228,966
주당 NAV(원)	40,275

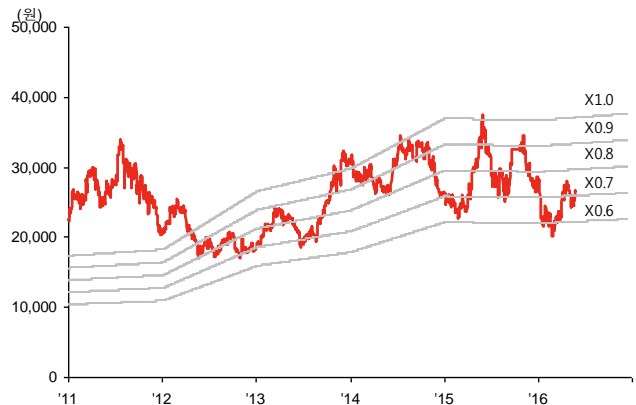
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 1> 현대상사 PER 밴드



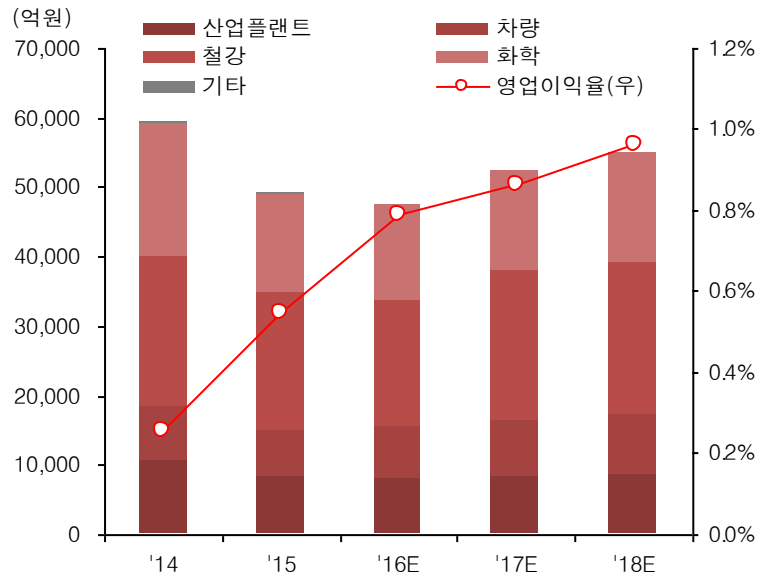
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 2> 현대상사 PBR 밴드



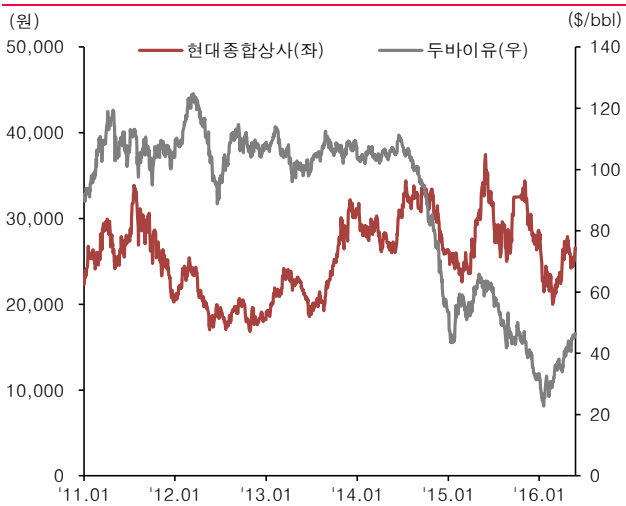
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 3> 현대상사 실적 추이



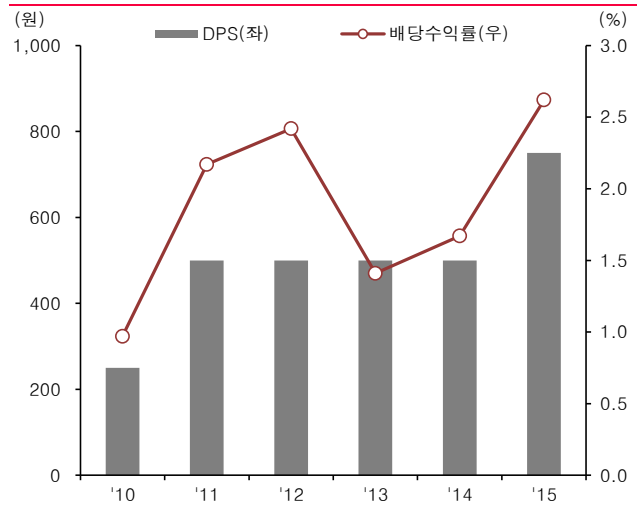
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 4> 현대상사 주가 및 두바이유 추이



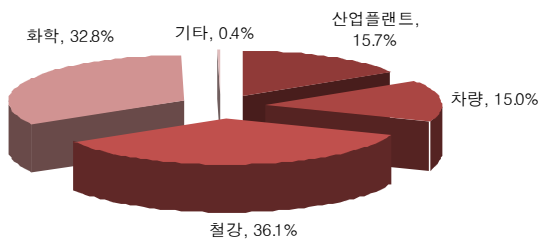
자료: Datastream, 하이투자증권

<그림 5> DPS 및 배당수익률 추이



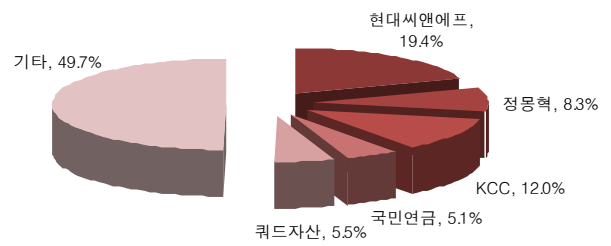
자료: 현대상사, DataGuide, 하이투자증권

<그림 6> 매출구성(2015년 기준)



자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 7> 주주분포(2016년 5월 9일 기준)



자료: 현대상사, 하이투자증권

Ⅱ. 올해 실적 턴라운드 및 자원개발 불확실성 해소될 듯

■ 올해 무역사업부문 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

동사의 무역사업부문은 판매하는 상품 종류에 따라 산업플랜트(선박 및 엔진 등 관련 기자재, 플랜트, 전기/기계류, 그린에너지, 건설장비 등), 차량(자동차 및 부품, 철도차량 및 철도시스템 등), 철강(강관, 강판, 형강 제품 및 스테인레스 제품 등), 화학(석유, 석유화학제품 및 벙커링 등) 등으로 구분된다.

지난해 기준으로 범현대계열의 매출 비중은 56%에 이르고 있기 때문에 안정적인 매출처를 확보하고 있다.

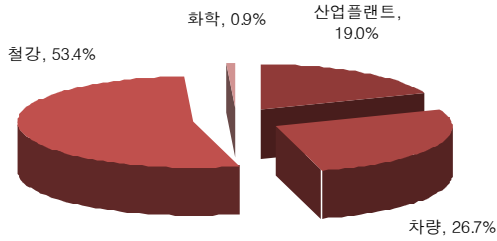
또한 지난해 기준으로 무역사업 부문별 영업이익 기여도는 철강 53.4%, 차량 26.7%, 산업플랜트 19.0%, 화학 0.9% 등으로, 철강 및 차량부문 등이 이익의 절대적인 비중을 차지하고 있다.

올해 1분기 기준으로 무역사업 부문별 영업이익 기여도는 차량 48.2%, 철강 34.8%, 산업플랜트 13.4%, 화학 3.6% 등으로, 여전히 철강 및 차량부문 등이 이익의 절대적인 비중을 차지하고 있다.

특히 올해 1분기 영업이익의 경우 전년동기 대비 35.4% 증가하면서 107억 원의 호 실적을 기록하였다. 이에 따라 올해 영업이익은 전년동기 대비 38.0% 증가한 323억 원으로 예상되면서 실적 턴어라운드가 가시화 될 수 있을 것이다.

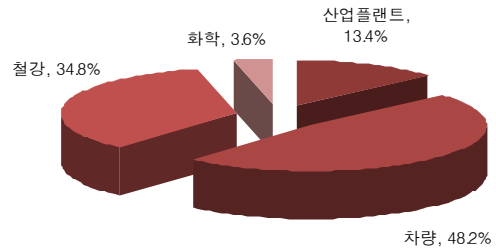
향후에도 범현대계열의 안정적인 매출처를 기반으로 한 차량 및 철강부문의 이익증가로 인하여 해를 거듭할 수록 실적향상이 기대된다.

<그림 8> 무역사업 부문별 영업이익 기여도(2015년 기준)



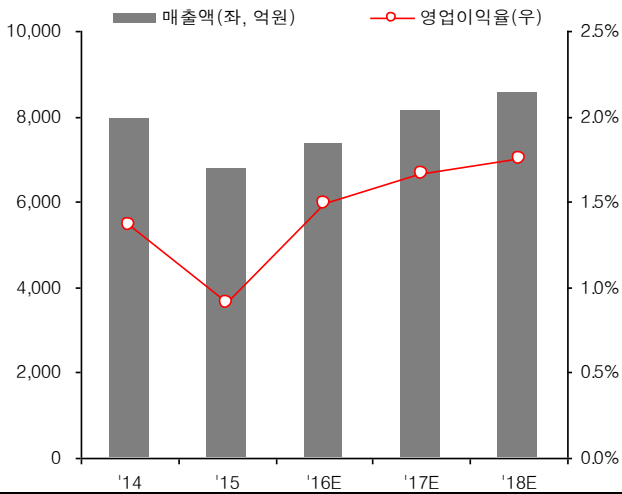
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 9> 무역사업 부문별 영업이익 기여도(2016년 1분기 기준)



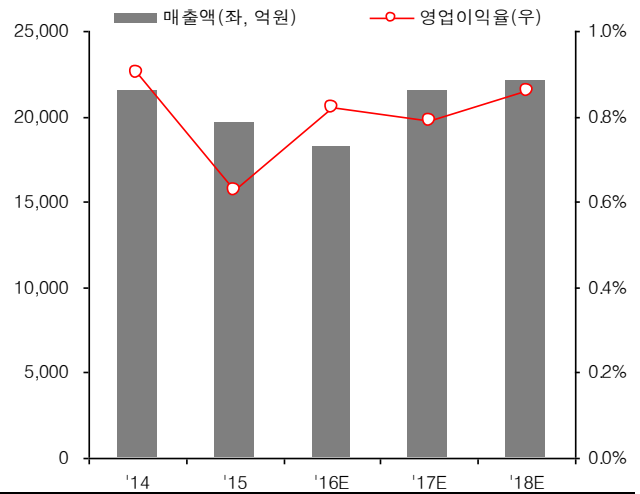
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 10> 차량부문 실적 추이



자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 11> 철강부문 실적 추이



자료: 현대상사, 하이투자증권

■ 자원개발사업부문 향후 불확실성 해소되면서 저평가 탈피 될 듯

동사의 자원개발사업부문은 베트남 11-2 가스, 오만 LNG, 카타르 LNG, 예멘 LNG 등으로 구성되어 있다. 지난해 기준으로 자원개발사업부문의 수익 구성을 살펴보면 오만 LNG(지분법이익) 122억원, 예멘 LNG(지분법이익) 102억원, 카타르 LNG(배당금수익) 81억원, 베트남 11-2(매출이익) 8억원 등이다.

자원개발사업부문에서 향후 이익의 기여도가 가장 높을 것으로 기대되는 것이 예멘 LNG 프로젝트이다.

예멘 LNG(YLNG)은 총투자액 45억달러가 투입된 예멘 최대의 LNG 프로젝트로, 최초 확인매장량은 9.15Tcf, 연산 730만톤 규모로 생산이 이루어지고 있다. 예멘 중부 마리브주의 가스전에서 생산되고 있으며, 320km 떨어진 샤브와주 남부 발하프 항구를 통해 연 30회로 나뉘어 수출되고 있다. 동사는 한국가스공사와의 합작법인인 HYLNG(YLNG 지분 5.9% 보유)의 지분 51% 보유를 통해 예멘 LNG 가스전에 투자하고 있다. 동 사업에 총 1,353억원이 투자되었는데 2012년부터 현금이 유입되어 대여금 회수가 마무리 된 상태이다. 또한 지난해 1분기에만 예멘LNG 배당금으로 102억원을 수취하였다.

그러나 지난해 4월 15일 YLNG사는 내전 심화에 따라 수출을 전면 중단하며 운영사인 Total사(YLNG지분 39.6% 보유)직원을 인근 지역으로 철수시켰다고 발표하였다. 34년간 재임해온 알리 압둘라 살레 예멘 전 대통령은 자신을 압박해오던 압드라부 만수르 하디 현 대통령에 응수하고자 지역 반 정부 세력인 알 후티를 비밀리에 지원해 분쟁이 시작되었으며, 알 후티는 파죽지세로 남하하여 수도 사나를 장악하고 항구도시 아덴을 위협하였다. 시아파였던 알 후티의 세력 확대를 경계한 사우디(수니파)도 예멘에 대한 군사개입에 나서 예멘 국내 정정이 불안해지며 알카에다, IS 등의 테러 단체들은 활동 범위를 확대하였다.

이와 같이 내전이 심화됨에 따라 YLNG는 수출을 중단하게 되었으며, 중단 이후 현재 시점에도 생산이 재개되지 못하고 있다. 그러나 지난 4월 휴전 이후 예멘 내전 종식방안을 논의하기 위한 평화회담이 진행되고 있다. 더군다나 YLNG가 예멘 GDP의 25%이상을 차지할 정도로 국가적으로 주요한 시설이기 때문에 빠른 시일 안에 생산이 재개될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

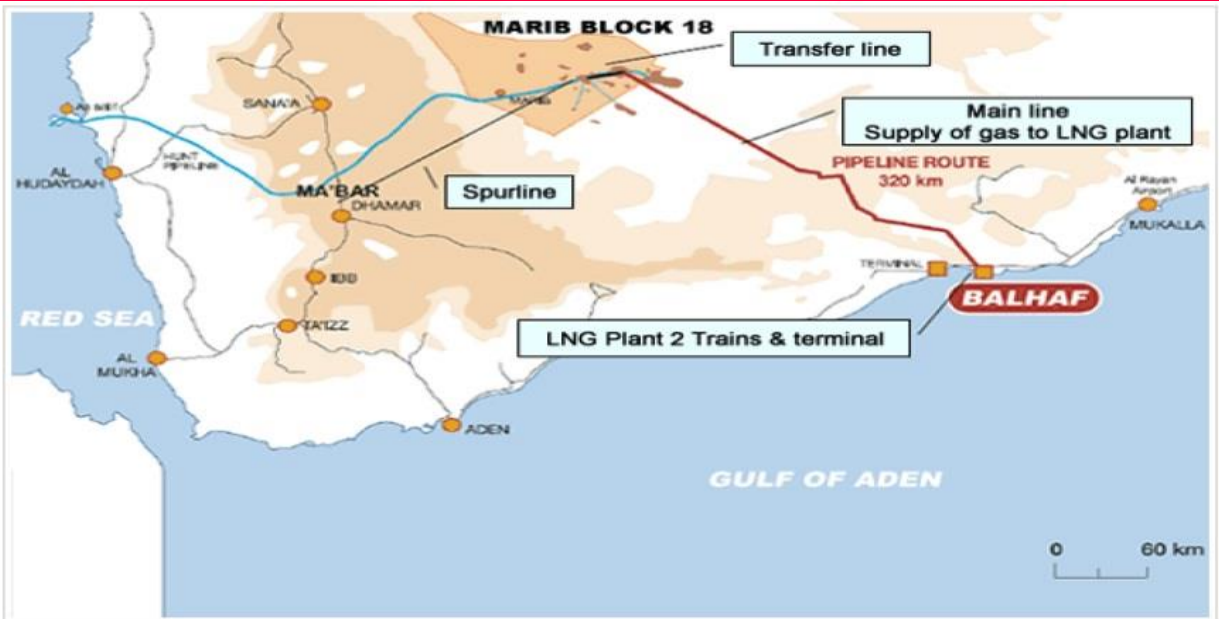
YLNG 생산이 재개 된다면 불확실성이 해소되는 동시에 내년부터 동사는 배당을 받을 수 있기 때문에 실적 모멘텀이 발생할 수 있을 것이다.

<표 2> 자원개발사업부문 현황

사업명	지분	수익인식	배당기간	자원개발 수익(억원)			
				'12	'13	'14	'15
카타르 LNG	0.4%	배당금 수익	2001~2029	129	142	113	81
오만 LNG	1.0%	지분법 이익	2002~2024	215	220	186	122
베트남 11-2	4.9%	매출이익	2007~2020	26	45	5	8
예멘 LNG	3.0%	지분법 이익	2012~2034	- (US\$ 6.0M)	- (US\$ 22.5M)	39 (US\$ 54.6M)	102
합계				378	411	343	313

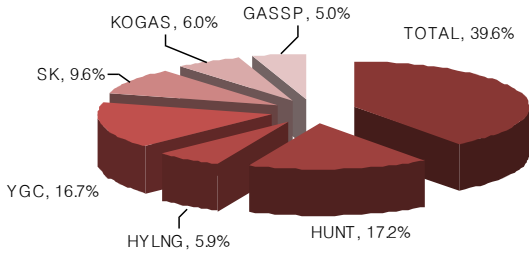
자료: 현대상사, 하이투자증권

<그림 12> 예멘 LNG 가스전 현황



자료: 한국석유공사, 하이투자증권

<그림 13> 예멘 LNG 주주분포



자료: 현대상사, 하이투자증권

<표 3> 유가 \$50 가정시 예멘 LNG Cash Flow(단위: 백만달러)

생산재개시점	'16.06	'17.01	'17.06
'16			
'17	15.79		
'18	18.77	19.34	0.67
'19	14.45	19.90	27.85
'20	16.05	16.05	16.05
~'34	248.58	248.58	248.58
합계	313.64	303.87	293.15

자료: 현대상사, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,058	1,030	1,067	1,084
현금 및 현금성자산	70	59	61	57
단기금융자산	14	15	16	15
매출채권	589	558	577	602
재고자산	341	348	366	361
비유동자산	446	453	481	513
유형자산	5	6	6	6
무형자산	31	31	37	40
자산총계	1,504	1,483	1,549	1,597
유동부채	914	896	949	975
매입채무	465	447	500	525
단기차입금	288	288	288	288
유동성장기부채	7	7	7	7
비유동부채	100	100	100	100
사채	-	-	-	-
장기차입금	8	8	8	8
부채총계	1,014	996	1,049	1,075
지배주주지분	489	486	499	522
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	-	-	-	-
이익잉여금	429	451	490	538
기타자본항목	-261	-261	-261	-261
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	490	487	500	523

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,262	4,099	4,581	4,818
증가율(%)	-19.1	-3.8	11.8	5.2
매출원가	4,156	3,990	4,460	4,683
매출총이익	106	109	121	135
판매비와관리비	82	77	82	88
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	23	32	40	47
증가율(%)	-20.2	37.7	22.5	17.7
영업이익률(%)	0.6	0.8	0.9	1.0
이자수익	6	6	6	5
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	20	11	28	33
기타영업외손익	-8	-3	-5	-4
세전계속사업이익	38	42	65	77
법인세비용	11	10	16	19
세전계속이익률(%)	0.9	1.0	1.4	1.6
당기순이익	147	32	49	58
순이익률(%)	3.5	0.8	1.1	1.2
지배주주귀속 순이익	147	32	49	58
기타포괄이익	-25	-25	-25	-25
총포괄이익	122	7	23	33
지배주주귀속총포괄이익	122	7	23	33

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	75	-87	-30	-8
당기순이익	147	32	49	58
유형자산상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	10	10	10	11
지분법관련손실(이익)	20	11	28	33
투자활동 현금흐름	-17	-62	-66	-65
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	9	10	15	15
금융상품의 증감	-238	-9	2	-5
재무활동 현금흐름	-294	-135	-135	-135
단기금융부채의증감	-149	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	-236	-11	1	-4
기초현금및현금성자산	306	70	59	61
기말현금및현금성자산	70	59	61	57

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	7,336	2,418	3,669	4,378
BPS	36,977	36,726	37,726	39,436
CFPS	7,887	3,257	4,519	5,354
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	3.9	10.9	7.2	6.0
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	3.6	8.1	5.8	4.9
EV/EBITDA	17.4	13.3	11.3	9.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	25.5	6.6	9.9	11.3
EBITDA 이익률	0.8	1.1	1.1	1.2
부채비율	207.0	204.7	209.8	205.7
순부채비율	44.9	47.1	45.5	44.4
매출채권회전율(x)	6.2	7.2	8.1	8.2
재고자산회전율(x)	14.0	11.9	12.8	13.2

자료 : 현대상사, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-05-30(담당자 변경)	Buy	40,000원

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김종관)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.3%	10.2%	0.5%