

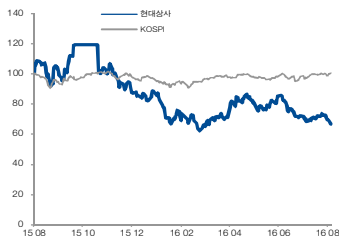
더 이상 하락할 이유는 없다

현재주가 (8/9)	21,900원	
상승여력	46.1%	
시가총액	290십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	38,400원/20,000원	
일평균 거래대금 (60일)	14억원	
외국인지분율	14.15%	
주요주주	현대C&F외 9인 28.65%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-2.3	-17.3 -8.3
상대주가(%p)	-5.6	-19.6 -13.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	2,875	5,715	39,000
After	1,948	4,269	32,000
Consensus	1,549	3,704	39,000
Cons. 차이	25.8%	15.2%	-17.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 부진한 2분기 실적과 예멘LNG 재가동 시점 지연에 따른 이익 감소 등을 감안해 연간 수익예상 하향 조정. 기존 BUY의견을 유지하나, 목표주가를 32,000원으로 하향함
- 반면, 이미 주가에 상당 부분 반영된 상태이고, 배당주로서의 매력을 감안해 저점 매수 권고. 예멘 LNG 재가동 시점이 향후 주가 상승에 catalyst로 작용할 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 8,407억원 (YoY -23.8%), 영업이익 83억원 (YoY -30.8%) 기록, 당초 당사 및 컨센서스를 크게 하회하며 부진한 실적 달성. 외형보다는 수익성 위주의 사업전략을 고수한 가운데 저마진 및 리스크가 있는 사업을 지양한 결과 외형의 큰 폭 감소가 불가피했던 것으로 판단. 사업전략 전환에 따른 매출총이익률의 개선(3.2%로 전년동기비 0.4%p)에도 불구하고, 예상보다 영업이익의 감소 폭이 컸던 것은 판관비 부담 확대에 따른 것임. 영업이익률은 0.1%p 약화된 1.0%를 기록
- 하반기에도 뚜렷한 실적 회복을 기대하기는 쉽지 않지만 영업이익은 저점을 통과 중에 있음. 철강과 화학 부문은 그동안 commodity 가격의 약세로 수익성이 악화되어 왔지만, 향후 상품가격과 원/달러 환율 전망을 고려하면 수익성 개선 여지는 충분함. 또한, 산업플랜트와 차량 부문은 수익성 위주의 사업전략으로 이미 지난 상반기에 마진 개선이 가시화됐고, 향후에도 동 추세는 더욱 강화될 것이기 때문.
- 3분기에는 영업이익의 감익이 불가피하나, 4분기에는 지난해의 낮은 기저효과로 실적 모멘텀은 개선 될 전망. 또한, 예멘LNG 배당금을 당초 올해 4분기부터 발생할 것으로 예상했으나, 예멘 내전의 종료가 아직도 불투명한 상황이라 2017년 2분기부터 발생할 것으로 수정 전망함. 비록 2~3분기 영업이익이 전년에 비해 감익될 것이지만, 지난 1분기와 올해 4분기 영업이익 증가로 연간 영업이익은 증가가 가능할 것. 올해 연결기준 연간 매출액은 전년비 15.2% 감소한 3조 6,153억원, 영업이익은 16.8% 증가한 274억원으로 수정 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 7.7배, 0.6배로 저평가 상태. 지난해 배당수준(DPS 750원)을 유지해도 2016년 배당수익률 3.4%로 배당주로서의 매력도 보유
- 충분한 주가 하락 조정을 거친 바, 이젠 매수관점에서 적극적인 대응이 바람직한 것으로 판단

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	3,615	27	26	39	1,948	-73.4	11.2	0.6	9.6	5.3	3.4
2017F	4,365	34	56	46	4,269	119.1	5.1	0.5	9.2	11.0	3.7
2018F	4,934	40	72	51	5,427	27.1	4.0	0.5	7.4	12.6	3.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2016년 2분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원 %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q15	1Q16	2Q16P	(YoY)	(QoQ)	2Q16P	Diff.	2Q16P	Diff.
매출액	1,103	935	841	-23.8%	-10.1%	954	-11.9%	1,018	-17.4%
영업이익	12	11	8	-30.8%	-22.1%	12	-32.0%	14	-41.1%
세전이익	12	10	11	-10.7%	7.0%	10	10.6%	12	-12.1%
순이익	10	5	7	-35.9%	26.1%	8	-11.3%	10	-34.3%

주 : 2015년 2분기는 인적분할 후로 조정 (산업유통, 브랜드 사업 제외된 수치)

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표2〉 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	3,615	4,365	4,060	4,688	-11.0%	-6.9%
영업이익	27	34	29	36	-5.5%	-5.8%
세전이익	39	75	43	86	-8.6%	-13.2%
지배주주 순이익	26	56	38	76	-32.2%	-25.7%

자료 : 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 적정주주 가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원 %)

구분	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	142	165	155	
EBITDA	39	46		
EV/EBITDA	3.6	3.6		시장평균(6.0배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	230	230	230	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	154	154	154	현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	526	549	540	
5. 순차입금	92	139	120	
6. 비지배주주지분	1	1	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	433	409	419	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	32,728	30,914	31,670	
현재주가 (원)	21,900	21,900	21,900	
상승여력	49.4	41.2	44.6	

자료: HMC투자증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원 %)	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			
매출액	1,136	1,137	1,054	936	935	841	997	842	4,262	3,615	4,365
철 강	629	494	482	413	345	443	471	355	1,830	1,614	1,943
화 학	380	342	370	419	221	217	367	366	1,483	1,170	1,532
차량간장	183	156	134	196	202	230	133	171	666	735	804
선박플랜트	231	219	195	110	165	231	193	96	717	685	793
기타	29	14	0	0	0	0	0	0	14	0	0
매출총이익	22	37	24	23	29	27	22	20	106	98	123
영업이익	4	15	6	-2	11	8	5	3	23	27	34
세전이익	29	15	10	105	10	11	5	13	160	39	75
지배주주순이익	24	10	8	105	5	7	4	10	147	26	56
수익성											
GPM	1.9	3.2	2.3	2.5	3.1	3.2	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8
OPM	0.4	1.3	0.6	-0.2	1.1	1.0	0.5	0.4	0.6	0.8	0.8
RPM	2.5	1.3	1.0	11.2	1.1	1.3	0.5	1.5	3.8	1.1	1.7
NPM	2.1	0.9	0.8	11.2	0.6	0.8	0.4	1.2	3.5	0.7	1.3
성장성 (YoY)											
매출액	-10.4	-17.5	-22.6	-25.6	-17.7	-26.0	-5.4	-10.0	-19.1	-15.2	20.8
영업이익	-47.2	82.0	-50.9	-237.7	148.6	-44.6	-7.2	흑전	-20.2	16.8	23.8
세전이익	52.4	-12.3	-35.2	흑전	-64.3	-25.7	-48.3	-87.9	213.8	-75.4	89.9
지배주주순이익	103.9	-21.9	-32.4	흑전	-77.9	-36.4	-49.7	-90.7	335.9	-82.5	119.1
기본가정											
세계GDP	3.1	3.5	3.7	3.9	2.9	3.0	3.2	3.5	3.1	3.2	3.4
국제유가	48.5	58.0	46.5	50.0	33.7	45.0	42.0	40.0	51.0	40.2	46.5
원/달러 (평균)	1100.3	1097.0	1170.0	1158.0	1201.0	1163.0	1170.0	1180.0	1132.0	1179.0	1200.0
원/달러 (기말)	1109.5	1115.0	1185.0	1172.5	1143.0	1152.0	1180.0	1190.0	1172.5	1190.0	1150.0

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

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	5,265	4,262	3,615	4,365	4,934
증가율 (%)	3.6	-19.1	-15.2	20.8	13.0
매출원가	5,157	4,156	3,517	4,243	4,793
매출원가율 (%)	98.0	97.5	97.3	97.2	97.2
매출총이익	107	106	98	123	141
매출이익률 (%)	2.0	2.5	2.7	2.8	2.8
증가율 (%)	-12.6	-1.7	-6.7	24.6	14.6
판매관리비	78	82	71	89	101
판매비율 (%)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
EBITDA	43	34	39	46	51
EBITDA 이익률 (%)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0
증가율 (%)	27.6	-19.7	14.0	16.8	12.1
영업이익	29	23	27	34	40
영업이익률 (%)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
증가율 (%)	33.9	-20.2	16.8	23.8	16.5
영업외손익	2	-6	-1	-6	-6
금융수익	25	32	31	20	19
금융비용	25	30	27	19	18
기타영업외손익	3	-8	-6	-6	-6
총속·관계기업관련손익	10	20	13	46	61
세전계속사업이익	41	38.4	39	75	95
세전계속사업이익률	0.8	0.9	1.1	1.7	1.9
증가율 (%)	-66.3	-6.6	2.4	89.9	27.1
법인세비용	15	11	13	18	23
계속사업이익	26	27	26	57	72
중단사업이익	8	120	0	0	0
당기순이익	34	147	26	57	72
당기순이익률 (%)	0.6	3.5	0.7	1.3	1.5
증가율 (%)	-68.7	334.8	-82.4	119.1	27.1
지배주주지분 순이익	34	147	26	56	72
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	50	-25	-4	0	0
총포괄이익	84	122	22	57	72

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	-60	75	137	-38	53
당기순이익	34	147	26	57	72
유형자산 상각비	2	1	1	1	2
무형자산 상각비	12	10	11	11	10
외환손익	-1	-1	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-139	8	113	-94	-17
기타	32	-90	-11	-13	-14
투자활동으로인한현금흐름	76	-17	-4	1	2
투자자산의 감소(증가)	-25	49	28	13	14
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-2	-2	-2	-2
기타	104	-64	-30	-10	-10
재무활동으로인한현금흐름	39	-294	-5	-69	30
장기차입금의 증가(감소)	91	-155	3	-69	40
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-46	0	0	0
배당금	-11	-11	-10	-10	-11
기타	-40	-82	2	0	0
기타현금흐름	-4	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	51	-236	128	-107	85
기초현금	255	306	70	197	90
기말현금	306	70	197	90	175

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,433	1,058	1,081	1,239	1,352
현금성자산	306	70	197	90	175
단기투자자산	16	14	19	19	19
매출채권	774	517	537	708	742
재고자산	267	341	189	282	277
기타유동자산	71	116	139	139	139
비유동자산	494	446	428	428	428
유형자산	5	5	6	6	7
무형자산	56	31	30	30	29
투자자산	423	401	383	383	383
기타비유동자산	10	9	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,927	1,504	1,510	1,667	1,780
유동부채	1,146	914	920	1,028	1,079
단기차입금	437	288	291	231	271
매입채무	577	465	427	595	606
유동성장기부채	7	7	7	7	7
기타유동부채	124	154	194	195	195
비유동부채	114	100	98	100	101
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	15	8	8	8	8
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	99	92	90	92	93
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,260	1,014	1,018	1,128	1,180
지배주주지분	666	489	491	537	599
자본금	112	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-261	-261	-261	-261
기타포괄이익누계액	280	255	251	251	251
이익잉여금	294	429	435	482	543
비지배주주지분	1	1	1	1	2
자본총계	667	490	492	539	600

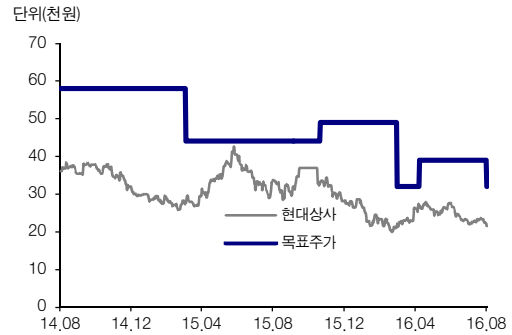
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	1,516	7,339	1,958	4,291	5,456
EPS(지배순이익 기준)	1,512	7,336	1,948	4,269	5,427
BPS(자본총계 기준)	29,871	37,038	37,170	40,712	45,368
BPS(지배지분 기준)	29,839	36,977	37,100	40,619	45,246
DPS	500	750	750	800	800
P/E(당기순이익 기준)	19.8	3.9	11.2	5.1	4.0
P/E(지배순이익 기준)	20.6	3.9	11.2	5.1	4.0
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	18.8	17.4	9.6	9.2	7.4
배당수익률	1.6	2.6	3.4	3.7	3.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-68.7	384.0	-73.3	119.1	27.1
EPS(지배순이익 기준)	-68.9	385.2	-73.4	119.1	27.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.4	25.5	5.3	11.0	12.7
ROE(지배순이익 기준)	5.4	25.5	5.3	11.0	12.6
ROA	1.9	8.6	1.7	3.6	4.2
안정성 (%)					
부채비율	188.8	207.0	207.0	209.5	196.6
순차입금비율	20.8	45.2	18.7	25.9	15.8
이자보상배율	4.6	4.5	1.9	1.8	2.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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			
16/08/10	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 (2015.07.01~2016.6.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	126건	81.8%
보유	27건	17.5%
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.