

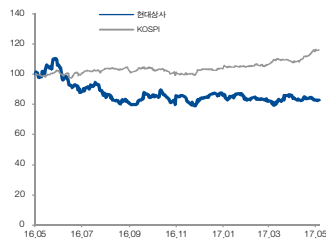
단기적 모멘텀은 부족할지라도

현재주가 (5/15)	20,700원	
상승여력	54.6%	
시가총액	274십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	27,600원/19,750원	
일평균 거래대금 (60일)	7억원	
외국인지분율	14.80%	
주요주주	현대코퍼레이션홀딩스 외 10인 28.67%	
주가상승률	1M	3M
절대주가(%)	-1.0	-1.7
상대주가(%p)	-7.7	-10.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(17F)	EPS(18F)	T/P
Before	4,431	5,523	32,000
After	1,973	1,925	32,000
Consensus	1,549	4,460	36,000
Cons. 차이	27.4%	-56.8%	-11.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 당초 예상보다 다소 부진한 1분기 영업실적을 기록했지만, 2분기 이후 글로벌 경기 개선과 commodity 가격 회복, 수익성 위주의 사업전략이 맞물리면서 추세적 실적 회복 지속될 전망
- 그동안의 주가하락에 따른 높아진 valuation 수준과 배당주로서의 매력을 감안해 저점 매수 권고. 예멘LNG 재가동 시점이 향후 주가 상승에 catalyst로 작용할 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 1조 500억원 (YoY 12.3%), 영업이익 85억원 (YoY -20.2%) 기록, 당초 당사 전망치를 하회하는 다소 부진한 실적 달성. 외형은 국제유가 및 철강 등 commodity 가격 상승으로 철강, 화학, 차량부문의 호조로 당초 예상보다 큰 폭 성장함. 반면, 영업이익은 환율하락에 따른 마진을 축소로 당초 전망치를 하회함.
- 자원개발 수익은 국제유가 상승으로 전년동기비 증가함. 2016년 1분기에는 오만(지분법이익 13.3억원), 카타르(배당금 수익, 9.2억원) 등 총 22.5억원에서 2017년 1분기에는 각각 18.7억원과 18.6억원으로 총 37.3억원을 기록함.
- 2분기 이후에는 실적 회복 가시화 될 전망. 철강과 화학 부문은 그동안 commodity 가격의 약세로 수익성이 악화되어 왔지만, 지난 1분기를 기점으로 향후 상품가격의 회복을 감안하면 수익성 개선 여지는 충분함. 또한, 산업플랜트와 차량 부문은 수익성 위주의 사업전략을 유지하면서 향후에도 수익성 강화 추세는 지속될 것이기 때문
- 예멘 내전의 종료가 아직도 불투명한 상황이라 예멘LNG 상업생산 재개에 대해 보수적 입장을 유지하면서 배당금 발생 시기는 2019년으로 지연될 것으로 추정함. 비록 지난 1분기 영업이익이 전년에 비해 감익됐지만, 올해 2분기 이후 영업이익 증가로 연간 영업이익은 증가가 가능할 것. 올해 연결기준 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 23.0%, 12.9% 증가한 4조 3,765억원과 344억원으로 수정 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 10.6배, 0.6배로 저평가 상태
- 충분한 주가 하락 조정을 거친 바, 이전 매수관점에서 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 (%)
2015	4,262	23	147	34	7,336	385.2	3.9	0.8	17.4	25.5	2.6
2016	3,559	30	8	39	602	-91.8	36.4	0.7	13.3	1.7	2.3
2017F	4,377	34	26	45	1,973	228.0	10.5	0.6	11.8	5.9	2.4
2018F	4,688	37	25	48	1,925	-2.4	10.8	0.6	11.9	5.5	2.4
2019F	4,815	38	58	49	4,376	127.3	4.7	0.5	10.5	11.7	2.4

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2017년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원 %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q16	4Q16	1Q17P	(YoY)	(QoQ)	1Q17P	Diff.	1Q17P	Diff.
매출액	935	897	1,050	12,3%	17,0%	1,030	1,9%	833	26,1%
영업이익	11	7	9	-20,2%	20,1%	13	-34,3%	4	112,5%
세전이익	10	-4	10	2,1%	-361,2%	11	-1,5%	12	-13,3%
순이익	5	-6	7	25,5%	-214,5%	8	-16,9%	9	-25,9%

자료: 현대상사, HMC투자증권

〈표2〉 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	4,377	4,688	4,373	4,691	0,1%	-0,1%
영업이익	34	37	35	39	-1,7%	-4,4%
세전이익	36	34	77	97	-53,2%	-64,7%
지배주주 순이익	26	25	59	73	-55,8%	-65,1%

주: 예멘 LNG 재가동 시점 지연으로 세전이익과 지배주주순이익의 변동치가 크게 나타남

자료: 현대상사, HMC투자증권

〈표3〉 적정주주 가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	16	17F	18F	12M Forward	비고
1. 사업가치	288	329	354	339	
EBITDA	39	45	48		
EV/EBITDA	7.4	7.4	7.4		업증평균(8.2배) 대비 10% 할인율 적용
2. 투자자산가치	203	203	203	203	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	154	154	154	154	현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	645	686	711	697	
5. 순차입금	227	251	297	270	
6. 비지배주주지분	1	1	1	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	417	435	413	426	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	13,229	
적정주가	31,553	32,859	31,204	32,169	
현재주가 (원)	20,700	20,700	20,700	20,700	
상승여력	52.4	58.7	50.7	55.4	

자료: HMC투자증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원 %)	2016				2017F				2015	2016	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			
매출액	935	841	886	897	1,050	1,026	1,126	1,175	4,262	3,559	4,377
철 강	345	281	304	257	379	341	414	355	1,540	1,186	1,488
화 학	221	215	288	306	244	262	395	426	1,396	1,028	1,327
차량건장	202	177	105	155	223	217	144	217	641	639	801
선박플랜트	165	165	123	125	182	202	168	174	668	577	726
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	14	0	0
매출총이익	29	27	22	28	33	34	30	39	106	107	135
영업이익	11	8	4	7	8	10	6	10	23	30	34
세전이익	10	11	4	-4	10	8	4	14	158	21	36
지배주주순이익	5	7	2	-6	7	6	3	11	147	8	26
수익성											
GPM	3.1	3.2	2.5	3.2	3.1	3.3	2.6	3.3	2.5	3.0	3.1
OPM	1.1	1.0	0.5	0.8	0.8	1.0	0.5	0.8	0.6	0.9	0.8
RPM	1.1	1.3	0.5	-0.4	1.0	0.8	0.3	1.2	3.7	0.6	0.8
NPM	0.6	0.8	0.2	-0.7	0.6	0.6	0.3	0.9	3.5	0.2	0.6
성장성 (YoY)											
매출액	-17.7	-26.0	-16.0	-4.1	12.3	22.0	27.1	31.0	-19.1	-16.5	23.0
영업이익	148.6	-44.3	-23.8	흑전	-21.1	25.0	35.7	35.5	-20.2	30.0	12.9
세전이익	-64.3	-25.4	-58.7	-103.8	2.1	-26.8	-12.0	흑전	210.6	-86.5	68.9
지배주주순이익	-77.9	-36.1	-77.3	-105.6	26.4	-9.5	53.8	흑전	335.9	-94.6	228.0
기본기정											
세계GDP	2.9	3.0	3.2	3.5	3.3	3.4	3.4	3.5	3.1	3.2	3.4
국제유가	33.7	45.0	42.5	49.3	52.0	53.0	56.0	58.0	51.0	43.3	54.7
원/달러 (평균)	1201.0	1163.0	1120.0	1158.4	1155.0	1130.0	1130.0	1140.0	1132.0	1160.6	1139.0
원/달러 (기말)	1143.0	1152.0	1101.0	1205.8	1120.0	1150.0	1110.0	1130.0	1172.5	1205.8	1130.0

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

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	4,262	3,559	4,377	4,688	4,815
증가율 (%)	-19.1	-16.5	23.0	7.1	2.7
매출원가	4,156	3,452	4,242	4,542	4,666
매출원가율 (%)	97.5	97.0	96.9	96.9	96.9
매출총이익	106	107	135	146	149
매출이익률 (%)	2.5	3.0	3.1	3.1	3.1
증가율 (%)	-1.7	1.0	26.4	8.0	2.5
판매관리비	82	76	100	108	111
판매비율 (%)	1.9	2.1	2.3	2.3	2.3
EBITDA	34	39	45	48	49
EBITDA 이익률 (%)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
증가율 (%)	-19.7	13.2	14.2	7.4	2.6
영업이익	23	30	34	37	38
영업이익률 (%)	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8
증가율 (%)	-20.2	30.0	12.9	8.4	2.5
영업외손익	-6	-16	-10	-10	-10
금융수익	32	41	4	2	2
금융비용	30	51	7	6	6
기타영업외손익	-8	-5	-6	-6	-6
증속/관계기업관련손익	20	7	11	7	49
세전계속사업이익	38	21	36	34	78
세전계속사업이익률	0.9	0.6	0.8	0.7	1.6
증가율 (%)	-6.6	-44.4	68.9	-5.0	126.8
법인세비용	11	13	10	9	20
계속사업이익	27	8	26	26	58
중단사업이익	120	0	0	0	0
당기순이익	147	8	26	26	58
당기순이익률 (%)	3.5	0.2	0.6	0.5	1.2
증가율 (%)	334.8	-94.5	225.0	-2.4	127.3
지배주주지분 순이익	147	8	26	25	58
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-25	-48	0	0	0
총포괄이익	122	-40	26	26	58

(단위: 십억원)

현금흐름표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	75	47	-16	-35	66
당기순이익	147	8	26	26	58
유형자산 상각비	1	1	1	2	2
무형자산 상각비	10	7	9	9	9
외환손익	-1	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	8	19	-42	-64	4
기타	-90	12	-11	-7	-8
투자활동으로인한현금흐름	-17	-30	-1	-5	-4
투자자산의 감소(증가)	43	69	11	7	8
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	0	-2	-2	-2
기타	-58	-98	-10	-10	-10
재무활동으로인한현금흐름	-294	104	-65	-16	-16
장기차입금의 증가(감소)	-155	133	-59	-10	-10
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-46	0	0	0	0
배당금	-11	-10	-6	-6	-6
기타	-82	-20	0	0	0
기타현금흐름	0	3	0	0	0
현금의증가(감소)	-236	124	-83	-56	45
기초현금	306	70	194	111	55
기말현금	70	194	111	55	100

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,058	1,130	1,244	1,241	1,323
현금성자산	70	194	111	55	100
단기투자자산	14	13	13	13	13
매출채권	517	564	723	761	786
재고자산	341	287	324	341	352
기타유동자산	116	72	72	72	72
비유동자산	446	385	386	388	389
유형자산	5	4	5	5	6
무형자산	31	29	31	31	32
투자자산	401	338	338	338	338
기타비유동자산	9	13	13	13	13
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,504	1,514	1,630	1,629	1,712
유동부채	914	1,009	1,103	1,082	1,113
단기차입금	288	423	363	353	343
매입채무	465	446	599	588	628
유동성장기부채	7	3	3	3	3
기타유동부채	154	137	138	138	138
비유동부채	100	72	74	75	75
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	5	5	5	5
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	92	67	69	70	70
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,014	1,081	1,177	1,157	1,188
지배주주지분	489	432	452	471	522
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-261	-268	-268	-268	-268
기타포괄이익누계액	255	208	208	208	208
이익잉여금	429	426	446	465	517
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	490	433	453	472	524

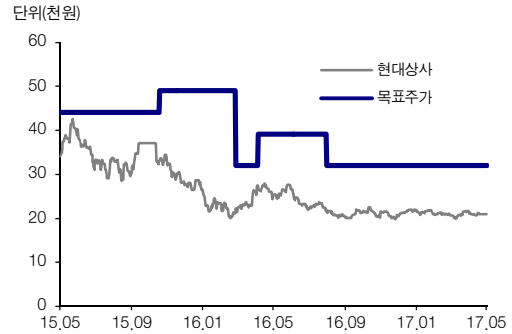
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS(당기순이익 기준)	7,339	610	1,982	1,934	4,396
EPS(지배순이익 기준)	7,336	602	1,973	1,925	4,376
BPS(자본총계 기준)	37,038	32,727	34,222	35,677	39,595
BPS(지배지분 기준)	36,977	32,657	34,143	35,590	39,488
DPS	750	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	3.9	35.9	10.4	10.7	4.7
P/E(지배순이익 기준)	3.9	36.4	10.5	10.8	4.7
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	17.4	13.3	11.8	11.9	10.5
배당수익률	2.6	2.3	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	384.0	-91.7	225.0	-2.4	127.3
EPS(지배순이익 기준)	385.2	-91.8	228.0	-2.4	127.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	25.5	1.7	5.9	5.5	11.7
ROE(지배순이익 기준)	25.5	1.7	5.9	5.5	11.7
ROA	8.6	0.5	1.7	1.6	3.5
안정성 (%)					
부채비율	207.0	249.7	260.0	245.2	226.8
순차입금비율	45.2	52.4	55.3	62.9	46.2
이자보상배율	4.5	4.2	5.0	6.2	6.6

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
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			
16/11/15	BUY	32,000			
17/05/16	BUY	32,000			

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 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 중목투자의견은 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 (2016.04.01~2017.3.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	136건	90.1%
보유	15건	9.9%
매도	0건	0.0%

- 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.