

# 현대상사(011760)(요약)

BUY / TP 39,000원

## 변방(邊方)에서 중원(中原)으로

**Analyst 박종렬**

02) 3787-2099  
jrpark@hmcib.com

현재주가 (3/19)	26,150원		
상승여력	49.1%		
시가총액	596십억원		
발행주식수	22,330천주		
자본금/액면가	112십억원/5천원		
52주 최고가/최저가	27,650원/19,150원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	5.69%		
주요주주	현대중공업 22.36%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.9	24.8	14.1
상대주가(%p)	8.6	26.3	16.2
당사추정 EPS (2013F)	5,496원		
컨센서스 EPS (2013F)	5,161원		
컨센서스 목표주가	35,000원		
※ K-IFRS 개별 기준			

**최근 12개월 주가수익률**



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 종합상사 변방주에서 핵심주로의 발돋움은 시작됐다
- 예멘LNG의 증산, diversion, 판가 재협상 등으로 올해부터 E&P 수익 극대화
- 목표주가 3.9만원으로 상향, valuation 매력 가장 우수

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2009	3,634	54	47	58	2,098	-189.1	12.2	3.8	10.7	27.5
2010	5,031	74	68	78	3,026	44.2	7.6	1.9	11.6	26.0
2011F	4,717	62	72	68	3,218	6.4	6.4	1.4	11.7	20.2
2012F	5,101	71	123	76	5,496	70.8	4.8	1.3	11.8	27.9
2013F	5,589	79	95	84	4,269	-22.3	6.1	1.1	10.3	17.7

\* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 개별 기준

**종합상사 변방주에서 핵심주로의 발돋움은 시작됐다**

올해 들어 주가가 상승 추세를 보이고 있는 현대상사에 대해 적극적인 편입을 권고한다. 최근 주가 상승에도 불구하고 현대상사의 주가는 여전히 저평가되어 있을 뿐만 아니라 향후 발생 가능한 긍정적 뉴스 플로우를 감안하면 추가 상승이 가능할 것이기 때문이다. 올해 전동차와 플랜트 관련 대규모 수주 입찰이 총 7건 진행되고 있는데, 이중 한두개만 성공해도 외형과 이익에 기여도가 클 것이기 때문이다. 청도현대조선소의 영업 종료에 따른 지분법손실 축소와 근본적인 해결책 마련이 기대되고 있고, 늦어도 3분기 중에 금리 관련 과징금 환입 가능성 등 비 영업부문에서도 긍정적인 시그널 발생으로 기업가치 할인 요소가 제거되고 있기 때문이다.

**예멘LNG의 증산, diversion, 판가 재협상 등으로 올해부터 E&P 수익 극대화**

예멘LNG광구에서 올해부터 긍정적인 이슈들이 발생할 것인데, 예멘정부의 증산 허가로 향후 연평균 730만톤으로 확대될 것인데, 실제 생산량 기준으로 전년비 12.3% 증가할 것이다. 동시에 물량 diversion으로 북미지역에 판매된 물량 중 일부를 아시아 지역으로 변환하고, 한국가스공사와의 판매가격 재협상 등으로 평균판매단가의 인상이 내년부터 가능할 것이다. 대여금 회수시기는 2015년 중에 마무리돼 당초 예상보다 이른 2015년부터 일부 배당금 수입으로 손익에 긍정적인 영향을 제공할 전망이다.

**목표주가 3.9만원으로 상향, valuation 매력 가장 우수**

최근 상승에도 불구하고 현대상사의 주가는 여전히 매력적이다. 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 4.8배, 6.1배로 대단히 저평가되어 있기 때문이다. 현대상사의 목표주가를 기존 33,000원에서 39,000원으로 상향하며 기존 매수 의견을 유지한다. 목표주가를 상향한 이유는 예멘LNG광구에 대한 재평가와 수익예상을 상향했기 때문이다. 예멘LNG의 경우 2015년까지 대여금 회수로 회계 처리될 것이어서 동 광구의 현재가치인 3,552억원을 가치합산방식에 포함했다. 목표주가 39,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E 각각 7.1배, 9.1배 수준이다.

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012P	2013F	2014F
<b>매출액</b>	3,634	5,031	4,717	5,101	5,589
증가율 (%)	41.0	38.4	-6.2	8.1	9.6
<b>매출원가</b>	3,522	4,890	4,595	4,969	5,443
매출원가율 (%)	96.9	97.2	97.4	97.4	97.4
<b>매출총이익</b>	111	141	122	132	146
매출이익률 (%)	3.1	2.8	2.6	2.6	2.6
증가율 (%)	-1.4	26.8	-13.6	8.2	10.7
<b>판매관리비</b>	57	67	60	61	67
판매비율(%)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2
<b>EBITDA</b>	58	78	68	76	84
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
증가율 (%)	-11.0	34.5	-12.3	11.7	10.3
<b>영업이익</b>	54	74	62	71	79
영업이익률 (%)	1.5	1.5	1.3	1.4	1.4
증가율 (%)	-12.5	37.0	-16.4	15.0	11.2
<b>영업외손익</b>	1	6	22	59	15
금융수익	28	42	39	36	36
금융비용	28	50	41	37	37
기타영업외손익	1	14	24	60	16
중속/관계기업관련손익	-4	-1	0	20	22
<b>세전계속사업이익</b>	51	79	84	151	117
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.6	1.8	3.0	2.1
증가율 (%)	흑전	54.1	6.7	79.4	-22.3
법인세비용	4	11	12	28	22
계속사업이익	47	68	72	123	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	47	68	72	123	95
당기순이익률 (%)	1.3	1.3	1.5	2.4	1.7
증가율 (%)	흑전	44.2	6.4	70.8	-22.3
지배주주지분 순이익	47	68	72	123	95
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	74	-3	0	0
총포괄이익	0	141	69	123	95

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	55	58	2	11	49
<b>당기순이익</b>	47	68	72	123	95
유형자산 상각비	0	1	1	1	1
무형자산 상각비	4	3	5	4	4
외환손익	2	0	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	-39	-67	-96	-29
기타	17	26	-12	-20	-22
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-65	3	69	29	1
투자자산의 감소(증가)	-28	-3	120	10	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-2	-2
기타	-36	8	-50	20	22
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-43	76	-44	-71	19
차입금의 증가(감소)	-9	448	13	-60	30
사채의증가(감소)	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-6	-11	-11	-11
기타	-84	-367	-46	0	0
<b>기타현금흐름</b>	0	1	-1	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-53	138	26	-31	68
기초현금	120	67	205	231	200
기말현금	67	205	231	200	268

\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
<b>유동자산</b>	721	1,354	1,281	1,480	1,618
현금성자산	67	205	231	200	268
단기투자자산	40	6	0	0	0
매출채권	337	858	934	1,138	1,200
재고자산	247	130	117	142	150
기타유동자산	30	155	0	0	0
<b>비유동자산</b>	297	403	280	266	283
유형자산	2	3	3	3	3
무형자산	45	56	54	50	47
투자자산	234	235	116	106	126
기타비유동자산	16	109	107	107	107
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	1,018	1,756	1,561	1,746	1,900
<b>유동부채</b>	716	1,291	1,020	1,108	1,177
단기차입금	0	437	434	394	424
매입채무	548	560	585	713	752
유동성장기부채	48	49	0	0	0
기타유동부채	120	244	2	2	2
<b>비유동부채</b>	109	139	157	142	143
사채	50	50	50	50	50
장기차입금	56	67	83	63	63
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	22	23	28	30
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	824	1,430	1,177	1,250	1,320
<b>지배주주지분</b>	194	327	384	496	580
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	8	76	73	73	73
이익잉여금	89	154	214	326	410
<b>비지배주주지분</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	194	327	384	496	580

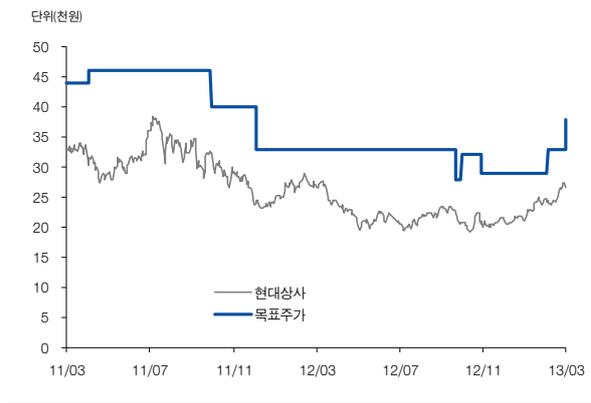
(단위: 원,%)

주요투자지표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	2,098	3,026	3,218	5,496	4,269
EPS(지배순이익 기준)	2,098	3,026	3,218	5,496	4,269
BPS(자본총계 기준)	6,670	12,131	14,784	19,957	23,890
BPS(지배자본 기준)	6,670	12,131	14,784	19,957	23,890
DPS	250	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	12.2	7.6	6.4	4.8	6.1
PER(지배순이익 기준)	12.2	7.6	6.4	4.8	6.1
PBR(자본총계 기준)	3.8	1.9	1.4	1.3	1.1
PBR(지배자본 기준)	3.8	1.9	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	10.7	11.6	11.7	11.8	10.3
배당수익률	1.0	2.2	2.4	1.9	1.9
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	-189.1	44.2	6.4	70.8	-22.3
EPS(지배순이익 기준)	-189.1	44.2	6.4	70.8	-22.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	27.5	26.0	20.2	27.9	17.7
ROE(지배순이익 기준)	27.5	26.0	20.2	27.9	17.7
ROA	5.1	4.9	4.3	7.4	5.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	425.4	437.6	306.1	252.0	227.6
순차입금비율	24.4	120.5	87.7	62.2	46.6
이자보상배율	7.8	4.9	N/A	N/A	N/A

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
11/04/20	BUY	46,000	13/03/20	BUY	39,000
11/07/18	BUY	46,000			
11/10/17	BUY	40,000			
11/12/21	BUY	33,000			
12/01/20	BUY	33,000			
12/05/09	BUY	33,000			
12/07/03	BUY	33,000			
12/10/09	BUY	28,000			
12/10/17	BUY	32,000			
12/11/15	BUY	29,000			
12/12/26	BUY	29,000			
13/02/20	BUY	33,000			

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이견 분류

- ▶ 업종 투자이견 분류: HMC투자증권의 업종투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 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.