

# Company Update



최지호  
Analyst  
geeho.choi@samsung.com  
02 2020 7809

## 현대상사 (011760)

긍정적인 모멘텀 지속될 것

### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 동사의 주가는 2013년 7월부터 56.6% 상승하며 KOSPI지수를 50.1% outperform.

**Impact:** 최근의 주가 강세는 부실 자회사였던 청도조선소의 매각과 예멘LNG터미널의 실적에 대한 기대감에 기인한 것. 예멘LNG터미널의 이익은 2015년 말부터 본격적으로 기여할 것으로 판단되며, 계열사 관련 물량 증가를 통한 매출 성장은 또 하나의 긍정적인 요소로 판단.

**Action:** BUY투자의견과 목표주가 45,000원으로 커버 재개.

### THE QUICK VIEW

**이익 개선에 따른 모멘텀은 계속될 것:** 동사의 주가는 2013년 7월부터 56.6% 상승하며 KOSPI지수를 50.1% outperform하였다. 이는 1) 지속적인 손실이 발생하던 청도조선소 지분 매각(보유지분 96.36% 중 66.25%)에 따른 향후 추가적인 손실 감소에 대한 기대감과, 2) 예멘 LNG터미널 사업의 가치가 부각되기 시작한 것에 기인한 것으로 판단한다. 2012년부터 배당이 시작된 예멘 LNG터미널(지분율 3.0%)을 통해 동사는 매년 400억원 이상의 배당수익이 기대된다. 다만 동사의 회계적인 수익 인식방식에 따라, 해당 프로젝트에 출자한 금액이 모두 상각되는 2015년 하반기부터 이를 수익으로 인식이 가능할 것으로 예상된다. 동 프로젝트의 평균판매가격은 KOGAS와의 판매가격 채협상에 따라 현재 mmBtu당 4.9달러에서 2014년 1분기부터 전 분기 대비 최소 35% 상승할 것으로 전망한다.

**범현대가 시너지의 최대 수혜자:** 현대오일뱅크의 BTX 증설 완공(연산 100만톤, 2013년 7월), 윤활기유 증설 (일산 2만배럴, 2014년 하반기 완공 예정), 그리고 현대제철의 제 3고로 완공(연산 400만톤, 2013년 9월) 등을 통해 동사 무역부문 취급액의 빠른 성장이 예상된다. 특히 화학 부문의 경우, 지속적인 인력 충원을 통해 취급 품목/물량의 성장이 진행되며 향후 이를 통한 규모의 경제가 달성 가능할 것으로 판단한다.

**BUY투자의견, 목표주가 45,000원으로 커버 재개:** 현대상사를 BUY투자의견과 목표주가 45,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 예멘 LNG터미널에서 발생하는 수익이 동사의 자원개발 회계인식방식에 따라 2015년 하반기부터 수익으로 인식한다는 점을 감안하여 Sum-of-the-parts 방식으로 산정하였다. 2011년 현대자원개발 분사로 인하여 동사의 추가적인 자원개발 광구 확보는 제한적이나, 현재 보유하고 있는 광구가 모두 생산 단계이며, 안정적인 배당금 수입이 발생하고 있다는 점에서 동사의 자원개발 포트폴리오를 긍정적으로 평가한다.

### ■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	<b>45,000원 (30.1%)</b>
현재주가	<b>34,600원</b>
Bloomberg code	011760 KS
시가총액	7,726.1억원
Shares (float)	22,329,802주 (48.7%)
52주 최저/최고	20,450원/36,600원
60일-평균거래대금	34.7억원
One-year performance	1M 6M 12M
현대상사 (%)	+7.5 +49.9 +63.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	+10.3 +45.3 +64.4

### ■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	-	-
목표주가	45,000	-	-
2013E EPS	4,808	-	-
2014E EPS	3,817	-	-
2015E EPS	5,588	-	-

### ■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	6
Target price vs I/B/E/S mean	2.3%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	4.2%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	BUY (1.6)

### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	5,468.4	5,141.2	5,682.8	6,248.7
순이익 (십억원)	35.1	107.4	85.2	121.1
EPS (adj) (원)	1,541	4,808	3,817	5,421
EPS (adj) growth (%)	15.6	212.0	(20.6)	42.0
EBITDA margin (%)	1.8	3.0	2.1	2.6
ROE (%)	13.0	23.5	15.8	19.4
P/E (adj) (배)	22.7	7.2	9.1	6.4
P/B (배)	1.9	1.5	1.4	1.1
EV/EBITDA (배)	11.0	6.0	7.6	5.5
Dividend yield (%)	1.4	1.4	1.4	1.4

자료: 삼성증권 추정

Sum-of-the-parts 방식으로 산정한 목표주가는 45,000원

(십억원)	Value
EBITDA (2014)	72.8
EV/EBITDA	5.8
투자자산 ( YLNG 제외, 20% 할인)	90.3
YLNG	424.7
기업가치	933.8
수경순차입금	(74.7)
발행주식수 (백만주)	22.3
목표주가	45,000
현재 주가*	34,600
Upside (%)	30.1

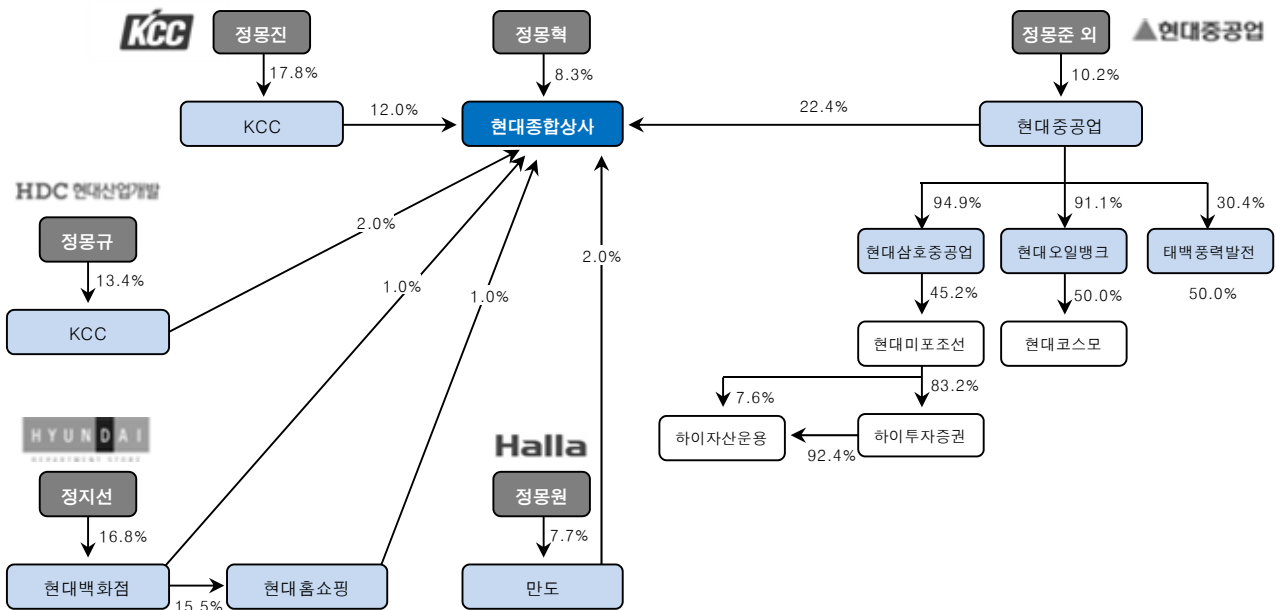
참고: \* 12/20일 기준  
 자료: 현대상사, 삼성증권 추정

부문별 Breakdown

(십억원)	2012				2013E				2014E				2012	2013E	2014E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	1,417	1,457	1,350	1,245	1,215	1,436	1,244	1,246	1,366	1,492	1,406	1,419	5,468	5,141	5,683
기계/플랜트	235	242	248	214	217	257	158	224	206	244	158	224	939	856	832
차량/건설장비	389	298	286	456	342	283	256	417	367	296	275	422	1,429	1,298	1,361
철강	584	665	549	455	453	528	388	431	440	559	478	449	2,253	1,800	1,926
화학	368	368	380	256	344	472	524	307	479	504	613	450	1,372	1,647	2,046
기타	(160)	(116)	(112)	(136)	(141)	(103)	(82)	(133)	(127)	(110)	(118)	(127)	(524)	(459)	(482)
영업이익	11	13	20	(14)	6	17	9	12	12	16	14	11	29	44	54
기계/플랜트	2	(7)	5	(0)	(1)	(3)	5	2	2	2	1	2	0	3	7
차량/건설장비	4	17	3	(8)	8	13	(10)	4	2	2	2	2	17	15	7
철강	4	12	2	(8)	0	16	(6)	3	3	4	3	3	11	13	13
화학	(0)	3	0	(4)	2	1	(3)	2	3	4	5	3	(1)	2	15
기타	(0)	(13)	9	5	(3)	(10)	23	2	3	5	3	2	1	11	13

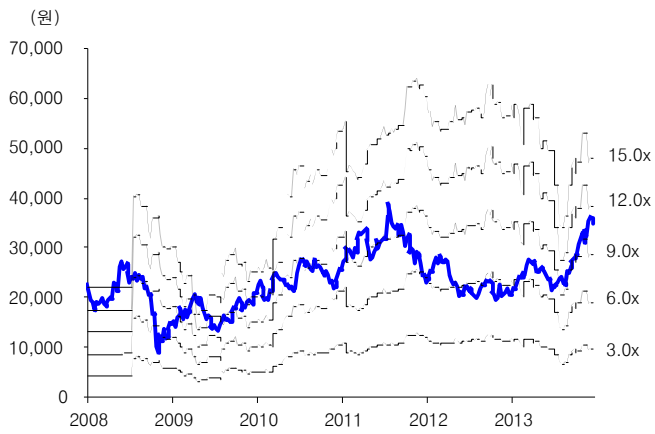
자료: 대우인터네셔널, 삼성증권 추정

현대상사: 지분구조



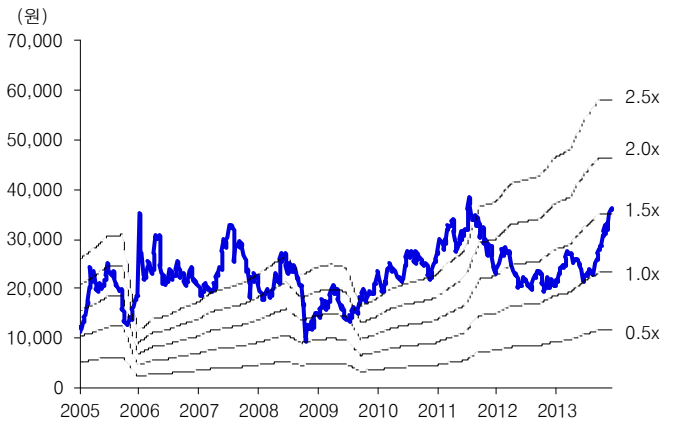
자료: 산업 자료

현대상사: 12m forward P/E



자료: Datastream

현대상사: P/B



자료: Bloomberg

**포괄손익계산서**

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>매출액</b>	<b>5,449</b>	<b>5,468</b>	<b>5,141</b>	<b>5,683</b>	<b>6,249</b>
매출원가	5,310	5,333	5,016	5,541	6,097
<b>매출총이익</b>	<b>138</b>	<b>135</b>	<b>125</b>	<b>141</b>	<b>152</b>
(매출총이익률, %)	2.5	2.5	2.4	2.5	2.4
판매 및 일반관리비	86	106	81	87	93
<b>영업이익</b>	<b>53</b>	<b>29</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>59</b>
(영업이익률, %)	1.0	0.5	0.9	1.0	0.9
순금융이익	(16)	(13)	(0)	(1)	(1)
순외환이익	0	0	65	0	0
순지분법이익	0	0	27	36	74
기타	23	49	1	21	27
<b>세전이익</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>136</b>	<b>111</b>	<b>159</b>
법인세	18	13	16	27	38
(법인세율, %)	30.0	20.0	11.7	24.2	24.2
순이익	42	52	107	84	120
(순이익률, %)	0.8	0.9	2.1	1.5	1.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>44</b>	<b>52</b>	<b>107</b>	<b>85</b>	<b>121</b>
(순이익률, %)	0.8	0.9	2.1	1.5	1.9
EBITDA	85	99	152	118	165
(EBITDA 이익률, %)	1.6	1.8	3.0	2.1	2.6
EPS(지배주주) (원)	1,965	1,541	4,808	3,817	5,421
EPS(연결기준) (원)	1,877	2,312	4,785	3,783	5,387
수정 EPS (원)**	1,334	1,541	4,808	3,817	5,421
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	500
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	25.4	21.7	10.4	13.1	9.2

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>72</b>	<b>28</b>	<b>(5)</b>	<b>(23)</b>	<b>(61)</b>
순이익	42	52	107	85	121
유·무형자산 상각비	9	21	15	6	5
순외환관련손실 (이익)	0	3	(0)	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(27)	(36)	(74)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>73</b>	<b>50</b>	<b>116</b>	<b>35</b>	<b>27</b>
순운전자본감소 (증가)	(16)	(26)	(121)	(58)	(88)
기타	(5)	(18)	0	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>44</b>	<b>(46)</b>	<b>149</b>	<b>40</b>	<b>65</b>
설비투자	(3)	1	(5)	(20)	(22)
Free cash flow	69	29	(10)	(43)	(83)
투자자산의 감소(증가)	(7)	4	48	0	0
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	54	(51)	106	60	87
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>80</b>	<b>(13)</b>	<b>37</b>	<b>99</b>	<b>(21)</b>
차입금의 증가(감소)	85	(2)	46	110	(10)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(6)	(11)	(11)	(17)	(17)
기타	0	0	2	5	6
<b>현금증감</b>	<b>199</b>	<b>(42)</b>	<b>176</b>	<b>116</b>	<b>(16)</b>
기말현금	156	356	314	490	606
기말현금	356	314	490	606	589

참고: \* 일회성 항목 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외  
 \*\*\* 지분법증권으로부터의 배당  
 자료: 현대상사, 삼성증권 추정

**재무상태표**

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>유동자산</b>	<b>1,558</b>	<b>1,431</b>	<b>1,670</b>	<b>1,947</b>	<b>2,127</b>
현금 및 현금등가물	356	314	490	606	589
매출채권	750	782	987	1,124	1,291
재고자산	262	201	132	150	173
기타	190	134	61	68	75
<b>비유동자산</b>	<b>521</b>	<b>484</b>	<b>321</b>	<b>386</b>	<b>492</b>
투자자산	289	263	247	283	356
(지분법증권)	125	113	97	133	207
유형자산	52	44	8	22	39
무형자산	68	68	66	81	96
기타	113	109	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>2,079</b>	<b>1,915</b>	<b>1,991</b>	<b>2,333</b>	<b>2,619</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,523</b>	<b>1,369</b>	<b>1,343</b>	<b>1,557</b>	<b>1,671</b>
매입채무	668	647	634	723	831
단기차입금	510	477	448	558	548
기타 유동부채	346	245	261	276	292
<b>비유동부채</b>	<b>169</b>	<b>136</b>	<b>149</b>	<b>209</b>	<b>276</b>
사채 및 장기차입금	117	86	59	59	59
기타 장기부채	52	50	90	150	217
<b>부채총계</b>	<b>1,693</b>	<b>1,505</b>	<b>1,492</b>	<b>1,766</b>	<b>1,947</b>
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	135	175	271	339	444
기타	142	122	119	119	119
비지배주주지분	(2)	2	(2)	(2)	(2)
<b>자본총계</b>	<b>386</b>	<b>410</b>	<b>499</b>	<b>568</b>	<b>672</b>
순부채	315	307	133	127	134
주당장부가치 (원)	17,381	18,278	22,448	25,521	30,197

**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	45.9	0.4	(6.0)	10.5	10.0
영업이익	17.4	(45.5)	53.6	23.1	7.8
세전이익	10.5	7.9	111.0	(18.2)	42.4
순이익	(10.6)	23.2	133.0	(29.8)	42.4
영업순이익*	(37.2)	15.6	212.0	(20.6)	42.0
EBITDA	(5.0)	(37.7)	53.4	(22.4)	40.0
수정 EPS**	(37.2)	15.6	212.0	(20.6)	42.0
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	14.4	13.0	23.5	15.8	19.4
ROA (%)	2.4	2.6	5.5	3.9	4.9
ROIC (%)	5.3	3.2	6.2	5.9	5.5
순부채비율 (%)	81.7	74.8	26.7	22.4	19.9
이자보상배율 (배)	3.7	3.7	894.8	164.5	224.6
매출채권 회수기간 (일)	37.3	51.1	62.8	67.8	70.5
매입채무 결제기간 (일)	44.3	43.9	45.5	43.6	45.4
재고자산 보유기간 (일)	21.7	15.4	11.8	9.1	9.4
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	22.9	22.7	7.2	9.1	6.4
P/B	1.8	1.9	1.5	1.4	1.1
EV/EBITDA	11.8	11.0	6.0	7.6	5.5
EV/EBIT	13.2	14.1	6.6	8.0	5.7
배당수익률 (보통, %)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4