



# 현대상사(011760)

## 3Q14 Review: 세전이익은 컨센서스 하회, 예멘 배당금이 4Q14부터 손익계산서에 반영 시작 예상

▶ 3Q14 Review: 세전이익은 전분기와 비슷하여, 당사 추정치와 컨센서스 하회

▶ 4Q14 Preview: 세전이익은 40.1%qoq, 3.9%yoy 증가하여, 컨센서스 하회 예상

전년동기대비 변동 요인들이 크지 않은 것으로 예상된다.

▶ 예멘LNG 관련 배당금은 이르면 4Q14부터 손익계산서에 반영될 전망

이유는, 예멘LNG 관련 부채 잔액은 130억원인 것으로 추정되고, 4Q14 예멘LNG 예상 배당금은 150억원이기 때문이다. 늦어도 1Q15부터는 예멘LNG 배당금 연간 600억원 이상이 손익계산서에 반영될 전망이다.

▶ 최근 유가가 하락했지만, KRW 약세로, 예멘LNG 배당금의 기존 추정치 대비 변동은 크지 않을 전망

최근 유가가 2개월전 대비 21% 하락하여 LNG 판매가격은 14% 하락했을 것으로 추정되지만, KRW/USD 환율이 6% 상승하여, KRW 기준 LNG 판매가격 하락률이 제한적이기 때문이다. LNG 가격 변동률의 탄성치는 유가 변동률의 약 70%인 것으로 판단된다.

YEN 약세로 KRW는 추가 약화될 가능성이 있어, KRW 기준 LNG 판매가격 하락률은 크지 않을 전망이다.

▶ 주가는 예멘LNG 배당금이 반영되기 시작하는 2015년 예상치 기준으로 KOSPI보다 저평가된 것으로 판단되어, 향후 상승할 전망

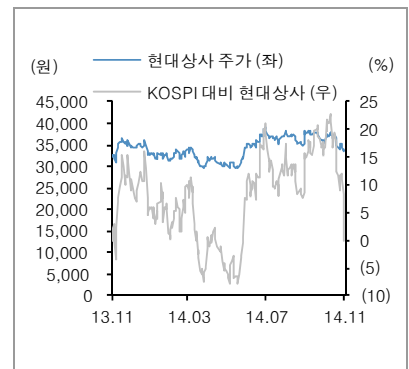
### BUY (Maintain)

6개월 목표주가: 42,000원(유지)

주가(11/18)	34,000원
소속업종	유틸리티/운송/조선/기계
업종투자역전	
자본총계	593 십억원
발행주식수	22,329,802 주(@5,000 원)
시가총액	759 십억원
KOSPI내 비중	0.07%
52주 최고가/최저가	39,100 원 / 29,550 원
평균 거래량(120일)	68,166 주
외국인지분율	8.1%
배당수익률%(13년)	1.4
주요주주	현대중공업(주) 외 8인 51.3%
	국민연금관리공단 7.7%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	(3.7) 11.8 5.9
상대주가	(6.9) 14.5 8.3
현주대비 상승여력	23.5

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액 (십억원)	5,468	5,083	5,192	4,737	4,737
증가율 (YoY, %)	0.4	(7.1)	2.2	(8.8)	0.0
조정영업이익 (십억원)	29	22	37	35	35
증가율 (YoY, %)	(45.5)	(23.8)	68.5	(5.7)	0.0
세전이익 (십억원)	65	122	74	128	128
지배주주귀속순이익(십억원)	52	109	54	96	96
증가율 (YoY, %)	17.5	110.8	(50.5)	77.9	(0.1)
EBITDA (십억원)	50	34	45	45	44
EPS (원)	2,309	4,867	2,409	4,285	4,282
증가율 (YoY, %)	17.5	110.8	(50.5)	77.9	(0.1)
BPS (원)	15,230	23,867	26,309	30,449	34,299
PER (배)	9.0	7.3	14.1	7.9	7.9
PBR (배)	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	15.3	26.5	16.4	16.5	16.8
조정영업이익률 (%)	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
EBITDA Margin (%)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	13.0	21.7	8.7	13.8	12.2

최근 12개월 상대주가 추이



[표 1] 3Q14 Review

	3Q14P			3Q13	yoy	2Q14	qoq	2013	2014F		yoy
	실적	예상치	시장전망치						예상치	시장전망치	
	십억원	십억원	십억원	실적	(%, %p)	실적	(%, %p)	십억원	십억원	십억원	(%, %p)
매출액	1,362.2	1,189.6	1,324.3	1,247.5	9.2	1,377.8	-1.1	5,082.5	5,191.9	5,243.4	2.2
영업이익	12.0	6.5	12.3	10.0	20.0	8.1	47.6	22.0	37.0	40.5	68.5
세전이익	15.9	19.3	18.4	68.7	-76.8	16.7	-4.3	121.8	73.7	88.3	-39.5
순이익	12.0	14.5	13.9	61.2	-80.5	13.4	-10.7	108.2	53.8	63.9	-50.3
OP Margin(%)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.1	0.6	0.3	0.4	0.7	0.8	0.3
NP Margin(%)	0.9	0.9	1.0	4.9	-4.0	1.0	-0.1	2.1	1.0	1.2	-1.1

자료: fndataguide, 아이엠투자증권

[표 2] 4Q14 Preview

	4Q14F		4Q13	yoy	3Q14P		qoq
	예상치	시장전망치			예상치	예상치	
	십억원	십억원	십억원	(%, %p)	십억원	(%, %p)	
매출액	1,184.3	1,273.7	1,184.0	0.0	1,362.2	-13.1	
영업이익	8.7	12.0	-2.7	427.3	12.0	-27.4	
세전이익	22.3	34.5	21.5	3.9	15.9	40.1	
순이익	16.8	24.9	22.4	-25.1	12.0	40.1	
OP Margin(%)	0.7	0.9	-0.2	1.0	0.9	-0.1	
NP Margin(%)	1.4	2.0	1.9	-0.5	0.9	0.5	

자료: fndataguide, 아이엠투자증권

Financial Statement & Ratio

(십억원, 원, 배, %)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,468	5,083	5,192	4,737	4,737
매출원가	5,333	4,960	5,069	4,622	4,622
매출총이익	135	123	123	115	115
판매비외관리비	106	101	86	80	80
EBITDA	50	34	45	45	44
조정영업이익	29	22	37	35	35
발표영업이익	29	22	37	35	35
비영업손익	36	100	37	93	93
이자손익	(13)	(8)	3	2	1
외환관련손익	(0)	0	(78)	(78)	(78)
관계기업투자등 투자손익	22	95	15	70	70
기타	14	(2)	90	99	99
세전계속사업이익	65	122	74	128	128
계속사업법인세비용	13	14	20	32	32
계속사업이익	52	108	54	96	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세 효과	0	0	0	0	0
당기순이익	52	108	54	96	96
지배주주	52	109	54	96	96
비지배주주	0	(0)	0	0	0

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
비유동자산	484	493	460	555	648
장기금융자산	150	112	108	108	108
관계기업투자등	113	247	253	323	393
유형자산	44	4	5	3	5
기타	177	130	95	121	141
유동자산	1,431	1,226	1,209	1,037	1,033
현금및 현금성자산	314	255	185	13	10
단기금융자산	40	52	71	71	71
매출채권 및 기타채권	803	634	678	678	678
재고자산	201	210	201	201	201
기타	72	74	74	74	74
자산총계	1,915	1,718	1,668	1,592	1,681
비유동부채	136	106	90	77	78
장기금융부채	86	33	18	5	7
기타	50	74	72	72	71
유동부채	1,369	1,018	931	777	780
매입채무 및 기타채무	696	545	626	626	626
단기금융부채	574	375	207	53	56
기타	99	97	97	97	97
부채총계	1,505	1,124	1,021	853	858
지배주주지분	408	594	647	738	823
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	175	272	315	399	484
비지배주주지분	2	1	0	0	0
자본총계	410	594	647	738	823

자료: 아이엠투자증권

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	(37)	58	118	12	12
당기순이익(손실)	52	108	54	96	96
비현금수익비용가감	(2)	(11)	(0)	(51)	(51)
유형자산감가상각비	6	6	4	6	6
무형자산상각비	16	6	4	4	4
운전자본증감	(68)	(30)	80	(1)	(1)
매출채권 및 기타채권	(71)	123	(51)	0	0
매입채무 및 기타채무	(11)	(106)	104	0	0
법인세납부	(18)	(9)	(16)	(32)	(32)
투자활동현금흐름	40	80	12	(7)	(11)
유형자산처분(취득)	1	0	(5)	(4)	(8)
금융자산감소(증가)	12	20	(22)	0	0
재무활동현금흐름	(34)	(196)	(193)	(177)	(5)
금융부채증가(감소)	(2)	(165)	(181)	(188)	(26)
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
순현금흐름	(42)	(59)	(70)	(172)	(3)
기초현금	356	314	255	185	13
기말현금	314	255	185	13	10

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS	2,309	4,867	2,409	4,285	4,282
EBITDAPS	2,252	1,508	2,000	1,997	1,989
CFPS	3,271	5,392	2,753	4,721	4,710
BPS	15,230	23,867	26,309	30,449	34,299
DPS	500	500	500	500	500

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
PER	9.0	7.3	14.1	7.9	7.9
EV/EBITDA	15.3	26.5	16.4	16.5	16.8
PCR	6.3	6.6	12.4	7.2	7.2
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액증가율	0.4	(7.1)	2.2	(8.8)	0.0
조정영업이익증가율	(45.5)	(23.8)	68.5	(5.7)	0.0
순이익증가율	23.2	109.6	(50.3)	77.7	(0.1)
유동비율	104.5	120.5	129.8	133.4	132.5
순차입금비율	74.7	17.0	(4.7)	(3.5)	(2.1)
부채비율	367.1	189.1	157.8	115.6	104.2
조정영업이익률	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
EBITDA Margin	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
ROA	2.6	6.0	3.2	5.9	5.8
지배주주ROE	13.0	21.7	8.7	13.8	12.2
ROIC	4.8	4.3	7.7	9.0	9.0
Payout Ratio	21.7	10.3	20.8	11.7	11.7

**Compliance Notice**

1. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 무단한 압력을 받지 아니하고 독립적 위치에서 공정하게 작성되었습니다.
2. 당사 및 본인은 이 자료를 공표하기 전에 조사분석 대상법인 및 이 자료의 작성·심의에 관여하지 않은 임직원에게 이 자료 또는 그 주된 내용을 제공하지 아니하였습니다.
3. 당사 및 본인은 이 자료를 사전에 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.
4. 본인 및 본인의 배우자는 조사분석 대상법인이 발행한 주권 등 또는 그 주권을 기초자산으로 하는 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
5. 당사는 조사분석 대상법인에 대하여 인수관계와의 체결, 지급보증의 제공, 대출채권의 보유, 계열회사관계 또는 인수·합병업무 수행대상, 발행주식총수의 1%이상 보유 등의 이해관계를 가지고 있지 아니합니다. [작성자 : 주익찬]

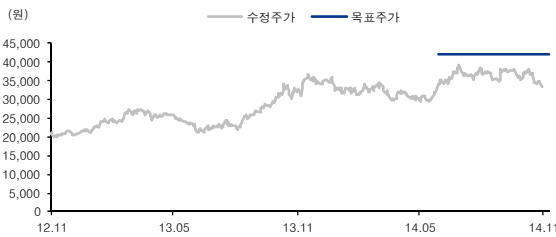
기업분석		산업분석	
분류	적용기준	분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 상승 여력	Overweight(비중확대)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
HOLD(중립)	목표주가가 현주가 대비 -20%~20% 등락	Neutral(중립)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
SELL(매도)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 하락 가능	Underweight(비중축소)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

· 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.  
 · 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.  
 · 6개월 이내에 해당기업에 대한 후속 조사분석자료가 공포되지 않을 수 있습니다.

최근2년간 투자의견 및 목표주가변경

현대상사 (011760)

■BUY ■HOLD ■SELL □Not Rated



날짜	투자의견	목표주가(6개월)
2014/06/16	매수(유지)	42,000원
2014/08/18	매수(유지)	42,000원
2014/11/19	매수(유지)	42,000원