

2014. 12. 10

Analyst

김현태 02) 3777-8128
htkim@kbsec.co.kr

현대상사 (011760)

기업 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **50,000 (원)**

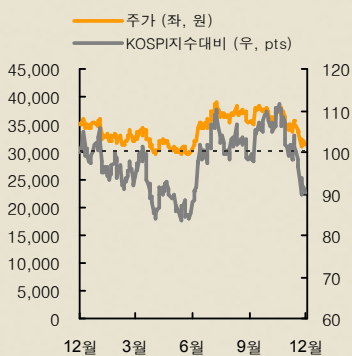
Upside / Downside (%)	63.1
현재가 (12/09, 원)	30,650
Consensus target price (원)	45,000
Difference from consensus (%)	11.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	5,083	5,272	5,671	5,841
영업이익 (십억원)	22	40	51	53
순이익 (십억원)	108	49	106	113
EPS (원)	4,867	2,192	4,733	5,069
증감률 (%)	110.8	(55.0)	116.0	7.1
PER (X)	7.3	14.0	6.5	6.0
EV/EBITDA (X)	26.5	16.5	12.1	10.4
PBR (X)	1.3	1.1	0.9	0.8
ROE (%)	21.6	8.0	15.6	14.6

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(11.3)	(13.5)	(0.5)	(12.8)
KOSPI대비 상대수익률	(12.9)	(9.7)	0.5	(11.3)



Trading Data

시가총액 (십억원)	684
유통주식수 (백만주)	15
Free Float (%)	69.3
52주 최고/최저 (원)	39,100 / 29,550
거래대금 (3M, 십억원)	2
외국인 소유지분율 (%)	8.2
주요주주 지분율 (%)	현대중공업(주)외 1인 30.7
자료: Fnguide, KB투자증권	

유가 급락에도 2015년 예멘 배당금은 올해와 유사할 전망

현대상사의 투자포인트인 예멘LNG 배당 수익은 유가와 셰일가스 가격에 영향을 받는다. 따라서 최근의 유가 급락은 실적 전망에 부정적 변수이다. 하지만 언론에 보도된 '가스공사에서 수령하는 추가 수익'을 감안하면, 2015년 예멘 배당금은 올해와 유사한 수준이 예상된다. 유가 하락이 부담인 것은 사실이나, ① 예멘 배당금 축소 가능성이 작다는 점, ② Valuation 레벨을 감안하면 저평가 상태로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 유지한다.

유가 하락의 부담은 한국가스공사에서 수령하는 추가 수익이 완충해줄 전망

현대상사의 주된 투자포인트는 예멘LNG에서의 배당 수익과 이에 따른 2015년 EPS 개선이다. 그런데 예멘LNG의 가스 가격과 수익성이 유가와 셰일가스에 의해 좌우되기 때문에 최근의 유가 급락은 섹터먼트 및 실적 전망에 부정적인 변수로 작용하고 있다. 하지만 한편으로는 최근에 시장에 알려지기 시작한 '한국가스공사로부터의 추가 배당수익 인식'이라는 긍정적인 내용 변화도 있어 유가 하락에도 불구하고, 2015년 예멘LNG 배당 수익은 기존 예상과 크게 달라지지 않을 것으로 전망된다.

예멘LNG 배당금 관련해 가스공사로부터 연간 1,000만 달러 이상의 추가 수익 예상

당초 현대상사는 예멘LNG 지분 5.9%를 보유하고 있었다. 하지만 회사의 재무상황이 어려워지면서 2006년에 예멘LNG 지분 2.88%를 한국가스공사에 매각했고, 현재까지 3.02%의 지분을 보유하고 있다. 그런데 2006년 지분 매각 당시 '예멘LNG에서의 배당 수익이 연간 900만 달러를 초과할 경우 초과분의 40%를 현대상사에 지급한다'는 단서 조항이 붙어 있었다. 당시에 예상하지 못했던 LNG 가격 상승과 이에 따른 배당금 증가로 2015년부터 한국가스공사가 수령하는 예멘 배당금 중 일부분이 현대상사 추가 수익으로 유입될 전망이다. 올해와 동일한 배당금 (연간 5,400만 달러)을 가정할 때, 900만 달러를 초과하는 4,500만 달러의 40%, 즉 1,800만 달러가 추가 수익이 되는 것이다.

유가 70달러 가정할 때, 2015년 예멘 배당금은 2014년과 유사할 전망

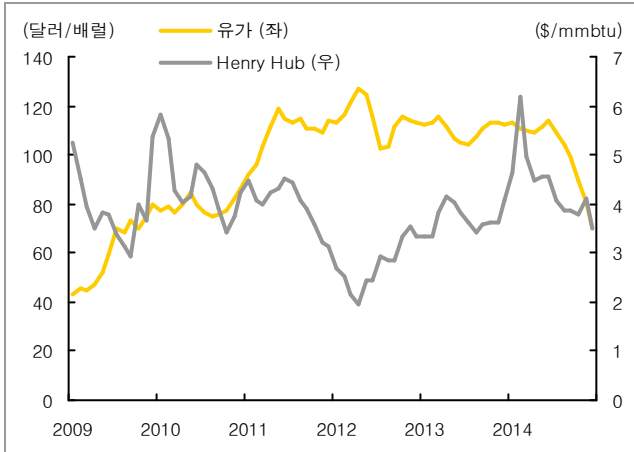
최근 유가 레벨을 감안하면, 배당 수익이 기대보다 낮아지는 것은 불가피하다. KB투자증권은 2015년 예멘 배당금 6,500만 달러를 예상하고 있었다 (WTI 100달러 기준). 2015년 평균 유가를 70달러로 가정하면, 배당금은 4,160만 달러로 낮아질 것으로 예상된다. 하지만 한국가스공사에서 1,310만 달러를 추가 수령하기 때문에 전체 배당금은 5,470만 달러가 될 전망이다. 기존 예상보다 15.9% 축소된 금액이지만, 원/달러 환율이 2015년 기존 예상 환율 대비 8% 상승했기 때문에 원화 기준 수익은 9.3% 감소에 그칠 것으로 예상된다. 또한 2014년 예상 배당금 5,400만 달러와 비교하면 비슷한 수준의 배당금이 유지되는 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원 유지

앞서 언급한 유가와 배당 수익을 기준으로 계산하면 2015E EPS 4,733원이 예상되고, 현 주가는 PER 6.5X, PBR 0.9X (ROE 15.6%)로 낮아져 있다. 유가 하락 속도가 가파르고, 바닥을 예상하기 어렵다는 점에서 섹터먼트가 약화된 것은 사실이나, ① 한국가스공사에서 수령하는 추가 배당금, ② Valuation 레벨, ③ 순현금 상태의 재무구조 (무역금융 제외 기준)를 감안하면, 저평가 상태로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 유지한다.

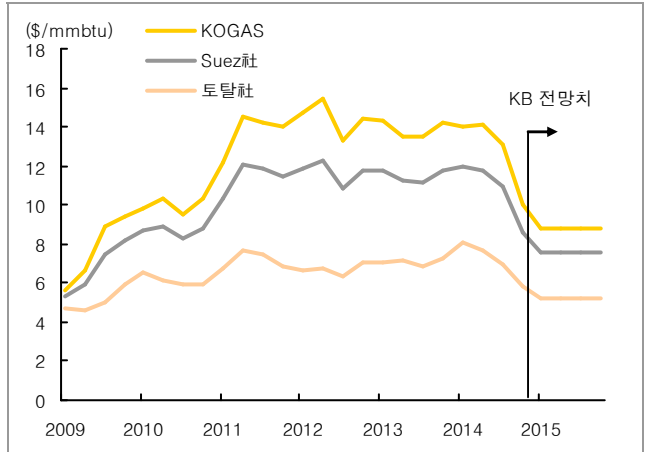
주요 Table, Chart

그림 1. 에멘LNG 가격을 결정하는 유가와 Henry Hub 가격 동향



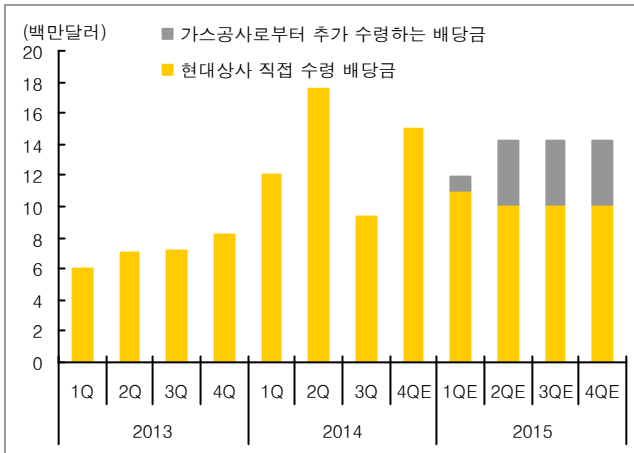
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 2. 에멘LNG 공급사별 ASP 전망 (유가 70달러 가정)



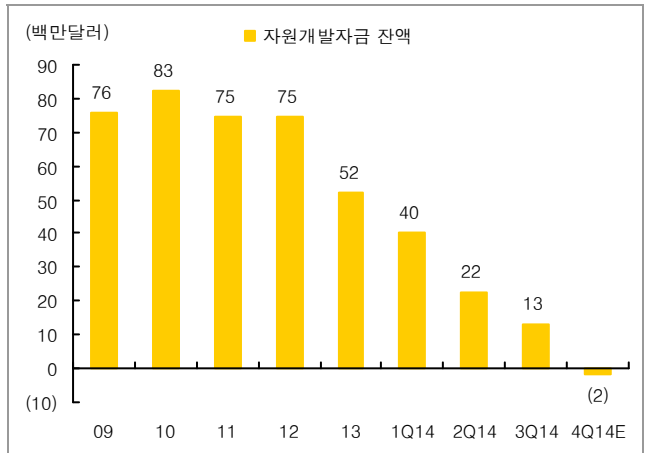
자료: KB투자증권 추정

그림 3. 2015년 에멘LNG 배당 수익 전망



자료: 현대상사, KB투자증권 추정

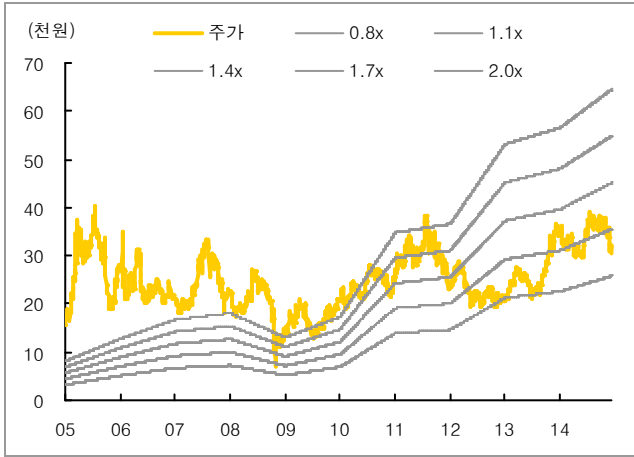
그림 4. 자원개발자금 상각은 4Q14에 종료될 전망



자료: 현대상사, KB투자증권 추정

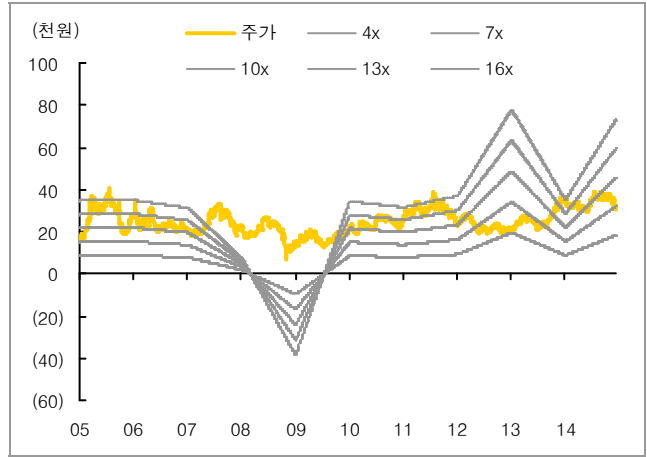
주: 상각 후 잔액 200만 달러가 4Q14 I/S에 배당금 수익으로 인식될 전망

그림 5. PBR 밴드 (12개월 Forward 기준)



자료: KB투자증권 추정

그림 6. PER 밴드 (12개월 Forward 기준)



자료: KB투자증권 추정

Appendices – Peers comparison

표 1. Peers comparison

	현대상사	대우인터내셔널	LG상사	MITSUBISHI	MITSUMI	SUMITOMO	MARUBENI	ITOCHU	AVERAGE
투자 의견	BUY	BUY	BUY						
목표주가 (원)	50,000	50,000	32,000						
현재주가 (원, 달러, 12/09)	30,650	30,900	29,500	18.5	13.5	10.5	6.1	11.1	
Upside (%)	63.1	61.8	8.5						
시가총액 (십억원, 백만달러)	684	3,519	1,143	30,016	24,221	13,132	10,590	18,446	
절대수익률 (%)									
1M	(11.3)	(10.2)	19.7	0.0	(2.7)	3.8	1.9	(0.1)	0.6
3M	(13.5)	(13.2)	7.3	3.7	(3.0)	(5.2)	(1.5)	2.1	(0.8)
6M	(0.5)	(3.9)	5.4	11.0	6.7	(4.5)	6.0	13.3	6.5
12M	(12.8)	(19.1)	5.0	18.8	23.5	6.1	7.1	13.2	13.7
초과수익률 (%)									
1M	(12.9)	(11.8)	18.1	(1.6)	(4.3)	2.2	0.3	(1.7)	(1.0)
3M	(9.7)	(9.4)	11.1	0.2	(6.4)	(8.6)	(5.0)	(1.3)	(4.2)
6M	0.5	(2.9)	6.3	4.2	(0.1)	(11.2)	(0.7)	6.5	(0.3)
12M	(11.3)	(17.6)	6.5	2.3	7.0	(10.4)	(9.4)	(3.3)	(2.8)
PER (X)									
2013	7.3	34.0	23.1	8.8	7.7	49.1	5.7	7.1	15.7
2014C	14.0	15.1	62.6	8.4	7.8	6.0	5.5	7.1	7.0
2015C	6.5	8.9	10.2	7.7	7.3	5.8	5.2	6.7	6.5
PBR (X)									
2013	1.3	2.1	0.8	0.7	0.7	0.6	0.8	0.9	0.7
2014C	1.1	1.5	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
2015C	0.9	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
매출액성장률 (%)									
2013	(7.1)	(1.2)	(5.6)	146.9	(25.1)	(22.7)	(8.7)	(21.7)	13.7
2014C	3.7	18.5	(5.8)	3.0	2.3	3.3	3.3	1.7	2.7
2015C	7.6	4.7	8.5	3.9	3.8	1.6	3.1	2.1	2.9
영업이익성장률 (%)									
2013	(23.8)	13.7	(52.2)	(14.3)	(38.7)	(71.1)	(3.1)	(24.8)	(30.4)
2014C	80.5	134.9	62.2	14.1	(1.2)	218.5	0.9	0.8	46.6
2015C	28.5	49.7	(6.7)	10.3	10.0	5.4	5.7	5.7	7.4
순이익성장률 (%)									
2013	109.6	(38.3)	(80.8)	(13.8)	(14.7)	(97.4)	19.7	(22.1)	(25.7)
2014C	(54.8)	75.3	(57.3)	4.3	(2.4)	2840.9	3.2	0.6	569.3
2015C	116.0	68.9	520.2	7.1	6.9	4.7	6.0	5.3	6.0
영업이익률 (%)									
2013	0.4	0.9	0.8	1.0	2.3	0.8	1.3	1.9	1.5
2014C	0.8	1.8	1.4	1.1	2.2	2.5	1.2	1.9	1.8
2015C	0.9	2.6	1.2	1.1	2.4	2.6	1.3	2.0	1.9
순이익률 (%)									
2013	2.1	0.8	0.4	1.9	3.4	0.1	1.6	2.0	1.8
2014C	0.9	1.1	0.2	1.9	3.2	2.9	1.6	2.0	2.3
2015C	1.9	1.9	0.9	2.0	3.3	3.0	1.6	2.1	2.4
ROE (%)									
2013	21.6	6.0	3.0	7.8	9.2	0.4	14.4	13.4	9.0
2014C	8.0	10.0	1.3	7.5	8.2	10.1	13.3	12.2	10.2
2015C	15.6	15.2	7.6	7.8	8.5	9.8	12.8	11.6	10.1

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 대우인터, LG상사, 현대상사는 KB투자증권 추정

손익계산서	[십억원]				
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,468	5,083	5,272	5,671	5,841
증감률 (YoY %)	0.4	(7.1)	3.7	7.6	3.0
매출원가	5,333	4,959	5,132	5,515	5,679
판매 및 일반관리비	106	101	100	105	108
기타	0	0	0	(0)	0
영업이익	29	22	40	51	53
증감률 (YoY %)	(45.5)	(23.8)	80.5	28.5	5.0
EBITDA	50	34	47	57	59
증감률 (YoY %)	(18.8)	(33.0)	38.2	23.0	3.6
이자수익	8	8	8	10	12
이자비용	21	16	11	11	10
지분법손익	21	95	17	17	13
기타	27	13	15	75	82
세전계속사업손익	65	122	68	141	151
증감률 (YoY %)	7.9	88.7	(44.1)	106.9	7.1
법인세비용	13	14	19	35	38
당기순이익	52	108	49	106	113
증감률 (YoY %)	23.2	109.6	(54.8)	116.0	7.1
순손익의 귀속					
지배주주	52	109	49	106	113
비지배주주	0	(0)	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	0.5	0.4	0.8	0.9	0.9
EBITDA마진	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0
세전이익률	1.2	2.4	1.3	2.5	2.6
순이익률	0.9	2.1	0.9	1.9	1.9

대차대조표	[십억원]				
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
자산총계	1,915	1,718	1,770	1,878	1,988
유동자산	1,431	1,226	1,265	1,361	1,456
현금성자산	354	307	326	400	474
매출채권	803	634	644	654	664
재고자산	201	210	220	230	240
기타	72	74	75	76	77
비유동자산	484	493	505	518	532
투자자산	372	428	445	463	482
유형자산	44	4	3	3	3
무형자산	68	61	56	52	48
부채총계	1,505	1,124	1,138	1,152	1,166
유동부채	1,369	1,017	1,028	1,039	1,050
매입채무	696	545	555	565	575
유동성이자부채	574	375	375	375	375
기타	99	97	98	99	100
비유동부채	136	106	109	112	116
비유동이자부채	86	33	33	33	33
기타	50	74	77	80	83
자본총계	410	594	632	727	822
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	175	272	310	405	500
자본조정	122	210	210	210	210
지배주주지분	408	594	632	726	821
순차입금	306	101	82	8	(66)
이자지급성부채	661	408	408	408	408

현금흐름표	[십억원]				
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	(15)	86	32	89	99
당기순이익	52	108	49	106	113
자산상각비	21	12	7	6	6
기타비현금성손익	(24)	(23)	(14)	(13)	(10)
운전자본증감	(68)	(30)	(10)	(10)	(10)
매출채권감소 (증가)	(71)	123	(10)	(10)	(10)
재고자산감소 (증가)	52	(14)	(10)	(10)	(10)
매입채무증가 (감소)	(11)	(106)	10	10	10
기타	(38)	(33)	0	0	0
투자현금	(3)	36	(4)	(5)	(9)
단기투자자산감소 (증가)	8	(11)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소 (증가)	2	0	3	2	(1)
설비투자	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
유무형자산감소 (증가)	(13)	(4)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(13)	(180)	(11)	(11)	(18)
차입금증가 (감소)	(2)	(165)	0	0	0
자본증가 (감소)	(11)	(11)	(11)	(11)	(18)
배당금지급	11	11	11	11	18
현금 증감	(42)	(59)	17	72	72
총현금흐름 (Gross CF)	50	97	42	99	109
(-) 운전자본증가 (감소)	49	(5)	10	10	10
(-) 설비투자	1	0	0	0	0
(+) 자산매각	(13)	(4)	(1)	(1)	(1)
Free Cash Flow	(14)	97	31	87	97
(-) 기타투자	(2)	0	(3)	(2)	1
잉여현금	(12)	97	34	90	96

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.0	7.3	14.0	6.5	6.0
PBR	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
PSR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	15.3	26.5	16.5	12.1	10.4
배당수익률	2.4	1.4	1.6	2.6	2.6
EPS	2,309	4,867	2,192	4,733	5,069
BPS	18,278	26,591	28,282	32,516	36,785
SPS	244,893	227,611	236,085	253,963	261,581
DPS	500	500	500	800	800
수익성지표 (%)					
ROA	2.6	6.0	2.8	5.8	5.9
ROE	13.0	21.6	8.0	15.6	14.6
ROIC	4.7	4.5	7.9	10.4	10.8
안정성지표 (% , X)					
부채비율	367.1	189.1	180.0	158.5	141.9
순차입비율	74.7	17.0	13.0	1.1	n/a
유동비율	104.5	120.5	123.0	130.9	138.6
이자보상배율	2.2	2.6	12.3	40.6	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.7	2.8	3.0	3.1	3.0
매출채권회전율	6.8	7.1	8.2	8.7	8.9
재고자산회전율	23.6	24.7	24.5	25.2	24.8
자산/자본구조 (%)					
투자자본	41.0	32.8	32.0	29.9	28.2
차입금	61.7	40.7	39.2	36.0	33.2

주: EPS는 원전회석 EPS

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	현대상사 주가 및 KB투자증권 목표주가
현대상사	2013/05/14	BUY	40,000		
	2013/06/03	BUY	40,000		
	2013/10/10	BUY	40,000		
	2014/04/30	BUY	40,000		
	2014/06/16	BUY	50,000		
	2014/10/14	BUY	50,000		
	2014/12/10	BUY	50,000		



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

Compliance Notice

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 등 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

고지 사항

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.