

Company Visit



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

현대상사 (011760)

3Q review – 수익성 추구를 통한 안정적인 실적 달성

WHAT'S THE STORY?

Event: 3분기 실적을 발표한 현대상사를 방문

Impact: 최근 국제유가 급락으로 동사의 예멘LNG터미널의 배당수익 감소에 대한 우려가 존재하나 한국가스공사와의 초과배당수익 분배계약에 따라 일정 부분 상쇄 가능.

Action: 2015년부터 예멘LNG터미널의 배당수익을 인식하며 동사의 실적은 큰 폭으로 개선될 전망. 하지만 아직까지 개선된 현금흐름을 통한 배당금 인상 혹은 신규 사업에 대한 투자가 진행되지 않는다는 점을 감안하여 HOLD투자조건과 목표주가 42,000원 유지.

THE QUICK VIEW

3Q review – 컨센서스 수준의 실적: 12월 1일 동사는 매출액 1조 3,622억원 (전 분기 대비 -1.1%, 전년 동기 대비 +9.2%), 영업이익 128억원의 3분기 실적을 발표하였다(전 분기 대비 +48.1%, 전년 동기 대비 +20.0%). 무역 부문의 주요 제품인 철강, 화학 부문에서 수익성 위주의 품목 선정을 통해 매출 증가 폭은 제한적이었으나, 영업이익은 전 분기 및 전년 동기 대비 상승한 것으로 판단된다.

유가 하락에 따른 예멘 LNG터미널의 수익성 감소 폭은 제한적: 최근 유가 및 천연가스 가격이 급락하며 동사가 지분 2.9%를 보유한 예멘LNG터미널의 수익성 감소에 대한 우려로 주가가 지난 1개월간 KOSPI 지수를 11.4pts% underperform하였다. 예멘 LNG프로젝트의 판매 가격이 국제유가 (JCC, 50~60%) 및 천연가스 가격(Henry Hub Index, 40~50%) 연동되어 있다는 점을 감안했을 때, 판매 가격 하락에 따른 프로젝트의 수익성 악화는 불가피한 것으로 판단된다. 하지만 1)기존에 알려진 바와 같이 LNG 구매처들과의 재협상을 통해 판매 가격은 2014년부터 큰 폭으로 상승하였고 (2013년 연간 배당금 226억원→2014년 예상 배당금 610억원), 2)동사가 2006년 한국가스공사에 매각한 지분 2.9%에 포함된 초과이익 분배조항이 (연간 배당 수익이 900만달러 초과시 초과 수익의 40%를 동사에 지급) 판매 가격 인상을 통해 2014년부터 시행 될 전망이라는 점을 감안했을 때, 유가 하락에 따른 LNG터미널의 수익성 감소 폭은 제한적인 것으로 판단된다.

HOLD투자조건과 목표주가 42,000원 유지: 판매 가격 재협상과 한국가스공사와의 초과수익 분배조항을 통해 유가하락에 따른 예멘LNG 프로젝트의 수익성 하락은 대부분 상쇄될 것으로 판단된다. 또한 빠르면 2014년 4분기부터 예멘 LNG프로젝트의 배당수익에 대한 상장이 종료되며 배당수익을 회계적으로도 수익 인식이 가능할 것으로 전망된다. 최근의 주가 하락을 통해 valuation 매력은 지속적으로 상승하고 있지만 개선된 현금흐름을 통한 배당금 인상 혹은 신규 사업에 대한 투자 등 주주가치 재고 방안이 구체적으로 제시되고 있지 않다는 점은 여전히 동사 주가의 추가적인 upside를 제한하는 요소로 판단된다. HOLD투자조건과 목표주가 42,000원을 유지한다.

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	42,000원 (31.3%)
현재주가	32,000원
Bloomberg code	011760 KS
시가총액	7,145.5억원
Shares (float)	22,329,802주 (48.7%)
52주 최저/최고	29,550원/39,100원
60일-평균거래대금	19.0억원
One-year performance	1M 6M 12M
현대상사 (%)	-9.7 +6.8 -12.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-11.4 +7.3 -12.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자조건	HOLD	HOLD	
목표주가	42,000	42,000	0.0%
2014E EPS	2,323	2,432	-4.5%
2015E EPS	4,613	4,827	-4.4%
2016E EPS	5,453	5,651	-3.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	3
Target price vs I/B/E/S mean	-14.9%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-5.8%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	BUY(1.9)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	5,082.5	5,399.4	5,722.5	5,916.3
순이익 (십억원)	193.3	51.9	103.0	121.8
EPS (adj) (원)	4,867	2,323	4,613	5,453
EPS (adj) growth (%)	110.8	(52.3)	98.6	18.2
EBITDA margin (%)	2.8	1.4	2.3	2.6
ROE (%)	21.6	8.6	15.6	16.1
P/E (adj) (배)	6.6	13.8	6.9	5.9
P/B (배)	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	5.8	10.0	5.0	3.5
Dividend yield (%)	1.9	1.6	1.6	1.6

자료: 삼성증권 추정

3분기 실적 review

(십억원)	3Q14	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,362	9.2	(1.1)	0.5	0.5
영업이익	12	20.0	48.1	12.9	5.8
세전계속사업이익	16	(77.0)	(10.7)	(20.2)	(21.3)
순이익	12	(81.9)	(10.4)	(17.5)	(18.6)
이익률 (%)					
영업이익	0.9				
세전계속사업이익	1.2				
순이익	0.9				

자료: 현대상사, 삼성증권 추정

부문별 Breakdown

(십억원)	2013				2014E				2015E				2013	2014E	2015E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)			
매출액	1,215	1,436	1,244	1,187	1,268	1,378	1,362	1,392	1,370	1,472	1,379	1,501	5,083	5,399	5,722
기계/플랜트	266	208	158	158	130	186	146	151	137	195	153	158	790	613	643
차량/건설장비	293	332	256	276	291	333	259	423	351	360	289	420	1,158	1,305	1,420
철강	453	528	388	444	515	528	553	513	511	581	576	593	1,813	2,110	2,261
화학	344	472	524	420	437	468	556	423	487	447	473	452	1,760	1,884	1,860
기타	(141)	(103)	(82)	(111)	(105)	(138)	(152)	(118)	(114)	(112)	(113)	(122)	(437)	(512)	(462)
영업이익	6.5	8.2	17.7	(10.3)	8.1	8.1	12.0	10.5	11.5	12.2	11.9	11.3	22.0	38.7	46.8
기계/플랜트	1.2	(1.5)	1.0	(20.2)	1.4	2.2	0.8	1.2	1.1	1.6	1.2	1.3	(19.5)	5.7	5.1
차량/건설장비	3.9	4.2	3.0	2.9	2.5	1.7	3.5	2.5	2.1	2.9	2.3	2.5	14.0	10.3	9.8
철강	4.0	5.2	1.5	3.5	3.7	3.2	4.8	3.3	3.1	3.5	3.5	3.6	14.2	15.0	13.6
화학	0.1	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.1)	(1.1)	(0.1)	0.8	1.0	1.3	1.9	1.4	(0.1)	(0.4)	5.6
기타	(2.9)	0.4	12.1	3.7	0.6	2.0	3.0	2.6	4.2	2.9	3.0	2.6	13.3	8.2	12.7

자료: 현대상사, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,468	5,083	5,399	5,722	5,916
매출원가	5,333	4,959	5,266	5,575	5,758
매출총이익	135	123	134	148	158
(매출총이익률, %)	2.5	2.4	2.5	2.6	2.7
판매 및 일반관리비	106	101	95	101	105
영업이익	29	22	39	47	54
(영업이익률, %)	0.5	0.4	0.7	0.8	0.9
순금융이익	(13)	(8)	2	11	16
순외환이익	0	0	37	0	0
순지분법이익	21	22	19	88	91
기타	27	87	(26)	(6)	6
세전이익	65	122	71	141	166
법인세	13	14	20	37	44
(법인세율, %)	20.0	11.2	27.3	26.6	26.6
순이익	52	108	52	103	122
(순이익률, %)	0.9	2.1	1.0	1.8	2.1
지배주주순이익	52	109	52	103	122
(순이익률, %)	0.9	2.1	1.0	1.8	2.1
EBITDA	99	142	75	131	152
(EBITDA 이익률, %)	1.8	2.8	1.4	2.3	2.6
EPS(지배주주) (원)	2,309	4,867	2,323	4,613	5,453
EPS(연결기준) (원)	2,312	4,848	2,328	4,619	5,458
수정 EPS (원)**	2,309	4,867	2,323	4,613	5,453
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	500
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	21.7	10.3	21.5	10.8	9.2

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	28	78	1	31	57
순이익	52	108	52	103	122
유·무형자산 상각비	21	12	6	2	2
순외환관련손실 (이익)	3	(2)	1	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(19)	(88)	(91)
Gross Cash Flow	50	97	62	27	31
순운전자본감소 (증가)	(26)	(38)	(61)	5	25
기타	(18)	(9)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(46)	44	121	80	87
설비투자	1	0	(13)	(22)	(22)
Free cash flow	29	78	(12)	9	35
투자자산의 감소(증가)	4	15	(16)	59	48
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	(51)	29	151	43	61
재무활동에서의 현금흐름	(13)	(180)	(62)	(26)	(26)
차입금의 증가(감소)	(2)	(165)	11	(10)	(10)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(11)	(11)	(11)	(17)	(17)
기타	0	(3)	(62)	1	1
현금증감	(42)	(59)	54	86	118
기말현금	356	314	255	309	395
기말현금	314	255	309	395	513

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

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	1,431	1,226	1,398	1,525	1,631
현금 및 현금등가물	314	255	309	395	513
매출채권	782	629	701	718	698
재고자산	201	210	244	263	268
기타	134	131	145	149	152
비유동자산	484	493	430	488	559
투자자산	263	359	352	381	424
(지분법증권)	113	247	239	269	312
유형자산	44	4	15	35	56
무형자산	68	61	63	70	78
기타	109	69	1	1	1
자산총계	1,915	1,718	1,829	2,012	2,190
유동부채	1,369	1,017	1,086	1,128	1,139
매입채무	647	499	577	623	636
단기차입금	477	329	372	362	352
기타 유동부채	245	190	137	144	151
비유동부채	136	106	123	178	240
사채 및 장기차입금	86	33	17	17	17
기타 장기부채	50	74	105	161	222
부채총계	1,505	1,124	1,209	1,306	1,378
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	175	272	313	399	504
기타	122	210	195	195	195
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	410	594	620	706	812
순부채	307	113	38	(57)	(185)
주당장부가치 (원)	18,278	26,591	27,737	31,605	36,313

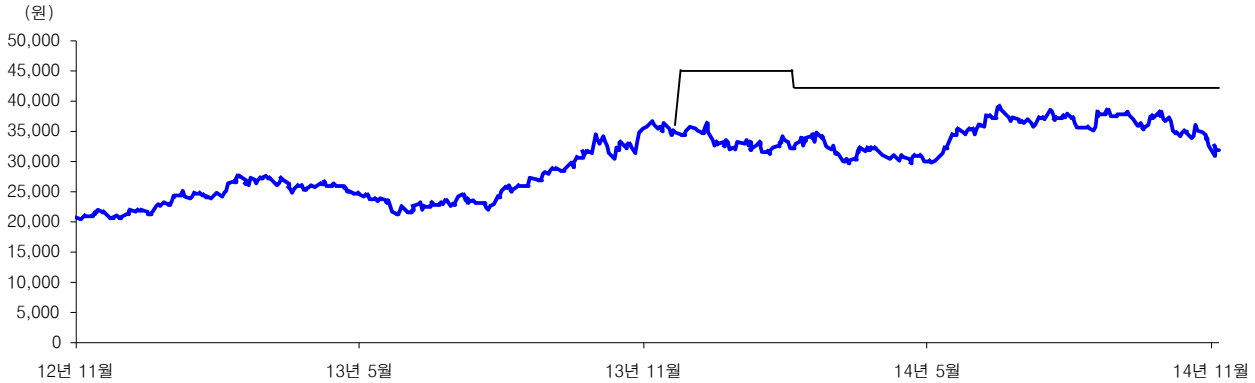
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	0.4	(7.1)	6.2	6.0	3.4
영업이익	(45.5)	(23.8)	76.5	20.9	14.2
세전이익	7.9	88.7	(41.3)	96.6	18.2
순이익	23.2	109.6	(52.0)	98.4	18.2
영업순이익*	73.1	110.8	(52.3)	98.6	18.2
EBITDA	16.9	(15.3)	(46.9)	74.3	15.6
수정 EPS**	73.1	110.8	(52.3)	98.6	18.2
비율 및 회전					
ROE (%)	13.0	21.6	8.6	15.6	16.1
ROA (%)	2.6	6.0	2.9	5.4	5.8
ROIC (%)	3.2	2.8	4.3	4.9	4.8
순부채비율 (%)	74.8	19.0	6.2	(8.1)	(22.8)
이자보상배율 (배)	3.7	8.1	8.6	7.9	9.4
매출채권 회수기간 (일)	51.1	50.7	45.0	45.3	43.7
매입채무 결제기간 (일)	43.9	41.1	36.4	38.3	38.8
재고자산 보유기간 (일)	15.4	14.8	15.3	16.1	16.4
Valuations (배)					
P/E	9.9	6.6	13.8	6.9	5.9
P/B	1.2	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.2	5.8	10.0	5.0	3.5
EV/EBIT	10.5	6.4	10.9	5.1	3.5
배당수익률 (보통, %)	2.2	1.9	1.6	1.6	1.6

■ Compliance Notice

- 당사는 12월 4일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2013/12/23	2014/3/5	7/17
투자 의견	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	45,000	42,000	42,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상