

# Company Update



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

## AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	<b>35,000원 (27.5%)</b>
현재주가	27,450원
Bloomberg code	011760 KS
시가총액	6,129.5억원
Shares (float)	22,329,802주 (48.7%)
52주 최저/최고	27,450원/39,100원
60일-평균거래대금	22.9억원
One-year performance	1M 6M 12M
현대상사 (%)	-27.8 -24.6 -16.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.6 -19.2 -17.5

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	35,000	42,000	-16.7%
2014E EPS	2,172	2,323	-6.5%
2015E EPS	3,622	4,613	-21.5%
2016E EPS	4,417	5,453	-19.0%

## 분기 실적

(십억원)	4Q14	증감 (%)		차이 (%)	
		전년 동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,359.2	14.5	(0.2)	(2.3)	0.2
영업이익	10.6	흑자 전환	(11.4)	1.6	9.0
세전계속사업이익	(0.3)	적자 전환	적자 전환	n/a	n/a
순이익	(3.2)	적자 전환	적자 전환	n/a	n/a
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	0.8				
세전계속사업이익	(0.0)				
순이익	(0.2)				

자료: 현대상사, 삼성증권 추정

# 현대상사 (011760)

## 컨센서스 수준의 4분기 실적, 문제는 유가 하락

### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 현대상사가 금일 매출액 1조 3,592억원, 영업이익 106억원의 4분기 잠정실적을 발표.

**Impact:** 원자재 가격 하락에도 불구하고 원화 약세 지속에 따른 견조한 매출 유지되며 매출 및 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스에 부합하는 수준. 하지만 당 분기 대손충당금과 청도조선소 관련 자산 손상차손을 인식하여 세전이익 및 당기순이익은 적자 전환.

**Action:** HOLD투자의견 유지하며 목표주가를 기존의 42,000원에서 35,000원으로 하향. 이는 최근의 유가 하락과 예멘의 쿠데타로 2015년 동사 이익의 높은 비중을 차지할 예멘 LNG 터미널의 배당이익의 가시성이 낮아졌기 때문.

### THE QUICK VIEW

**당사 추정치 및 컨센서스에 부합하는 매출액과 영업이익:** 금일 현대상사가 매출액 1조 3,592억원(전 분기 대비 -0.2%, 전년 대비 +14.5%), 영업이익 106억원으로(전 분기 대비 -11.4%, 전년 대비 흑자전환) 당사 추정치 및 시장 컨센서스에 부합하는 수준의 4분기 잠정실적을 발표했다. 원자재 가격 하락에도 불구하고 판매 물량 확대와 원화 약세가 지속되며 매출이 견조한 수준으로 유지되었고, 일회성 비용의 미발생으로 컨센서스 수준의 영업이익을 달성한 것으로 판단된다.

**세전이익과 순이익은 적자로 전환:** 한편, 4분기 세전이익과 순이익은 적자로 전환하였는데, 이는 당 분기 대손충당금과 청도조선소 관련 자산 손상차손을 인식한데 따른 것으로 판단된다. 동사는 2013년 청도 조선소의 유상증자에 참여하며 지분 66.3%를 매각했는데, 유상증자 참여 금액의 50%에 달하는 130억원 규모의 손상차손을 당 분기 중 인식한 것으로 판단된다.

**HOLD 투자의견 유지, 목표주가 35,000원으로 하향, 예멘 LNG터미널 이익 가시성 악화:** 당사 추정치 및 컨센서스에 부합하는 4분기 영업이익에도 불구하고, SOTP방식을 통해 산정한 동사의 목표주가를 기존의 42,000원에서 35,000원으로 하향한다. 이는 최근의 유가 급락으로 예멘 LNG터미널의 기준 가격이 되는 Henry Hub 가격과 JCC (Japan Crude Cocktail) 가격이 하락하였고, 예멘 지역의 쿠데타 발생으로 지정학적 리스크가 부각됨에 따라, 동사가 보유한 예멘 LNG터미널의 지분 가치를 하향했기 때문이다. 2015년부터 예멘 LNG터미널 배당수익을 회계적 이익으로 인식하기 시작할 것으로 전망하나, 유가 하락에 따른 예상 배당금 하락으로 동사가 보유한 valuation 매력(현 주가는 2015년 예상 EPS 기준 P/E 7.6배 수준) 감소한 것으로 판단한다.

## Valuation summary

	2013	2014E	2015E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	5.6	12.6	7.6
P/B	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	8.5	5.3
Div yield (%)	1.9	1.8	1.8
EPS 증가율 (%)	110.8	(55.4)	66.8
ROE (%)	21.6	8.0	12.3
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	4,867	2,172	3,622
BVPS	26,591	27,962	30,839
DPS	500	500	500

**Sum-of-the-parts valuation**

<b>(십억원)</b>	<b>Value</b>
수정 EBITDA (2015E)	66.9
EV/EBITDA (Peer 대비 30% 할인)	4.8
투자자산 (YLNG 제외, 40% 할인)	67.7
YLNG	263.7
기업가치	652.5
수정순차입금	(126.1)
발행주식수 (백만주)	22.3
목표주가	35,000
현재 주가*	27,450
Upside (%)	27.5

참고: \* 1/29일 기준

자료: 현대상사, 삼성증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>5,468</b>	<b>5,083</b>	<b>5,399</b>	<b>5,722</b>	<b>5,916</b>
매출원가	5,333	4,959	5,261	5,570	5,756
<b>매출총이익</b>	<b>135</b>	<b>123</b>	<b>138</b>	<b>153</b>	<b>160</b>
(매출총이익률, %)	2.5	2.4	2.6	2.7	2.7
판매 및 일반관리비	106	101	100	106	110
<b>영업이익</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>50</b>
(영업이익률, %)	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8
순금융이익	(13)	(8)	1	11	16
순외환이익	0	0	50	0	0
순지분법이익	21	22	16	60	60
기타	27	87	(38)	(7)	6
<b>세전이익</b>	<b>65</b>	<b>122</b>	<b>67</b>	<b>110</b>	<b>131</b>
법인세	13	14	18	29	35
(법인세율, %)	20.0	11.2	27.3	26.6	26.6
순이익	52	108	49	81	96
(순이익률, %)	0.9	2.1	0.9	1.4	1.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>52</b>	<b>109</b>	<b>48</b>	<b>81</b>	<b>96</b>
(순이익률, %)	0.9	2.1	0.9	1.4	1.6
EBITDA	99	142	75	101	117
(EBITDA 이익률, %)	1.8	2.8	1.4	1.8	2.0
EPS(지배주주) (원)	2,309	4,867	2,172	3,622	4,311
EPS(연결기준) (원)	2,312	4,848	2,177	3,627	4,316
수정 EPS (원)**	2,309	4,867	2,172	3,622	4,311
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	500
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	21.7	10.3	23.0	13.8	11.6

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>28</b>	<b>78</b>	<b>13</b>	<b>41</b>	<b>65</b>
순이익	52	108	48	81	96
유·무형자산 상각비	21	12	8	2	2
순외환관련손실 (이익)	3	(2)	1	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(16)	(60)	(60)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>50</b>	<b>97</b>	<b>74</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
순운전자본감소 (증가)	(26)	(38)	(62)	5	25
기타	(18)	(9)	0	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(46)</b>	<b>44</b>	<b>99</b>	<b>76</b>	<b>84</b>
설비투자	1	0	(8)	(22)	(22)
Free cash flow	29	78	5	19	43
투자자산의 감소(증가)	4	15	(37)	59	48
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	(51)	29	144	39	58
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(13)</b>	<b>(180)</b>	<b>(19)</b>	<b>(26)</b>	<b>(26)</b>
차입금의 증가(감소)	(2)	(165)	56	(10)	(10)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(11)	(11)	(11)	(17)	(17)
기타	0	(3)	(64)	1	1
<b>현금증감</b>	<b>(42)</b>	<b>(59)</b>	<b>88</b>	<b>91</b>	<b>123</b>
기말현금	356	314	255	342	434
기말현금	314	255	342	434	556

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

**재무상태표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	<b>1,431</b>	<b>1,226</b>	<b>1,462</b>	<b>1,595</b>	<b>1,706</b>
현금 및 현금등가물	314	255	343	434	556
매출채권	782	629	701	718	698
재고자산	201	210	244	263	269
기타	134	131	176	180	183
<b>비유동자산</b>	<b>484</b>	<b>493</b>	<b>418</b>	<b>446</b>	<b>487</b>
투자자산	263	359	346	346	358
(지분법증권)	113	247	233	234	246
유형자산	44	4	10	30	51
무형자산	68	61	61	69	77
기타	109	69	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>1,915</b>	<b>1,718</b>	<b>1,880</b>	<b>2,041</b>	<b>2,192</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,369</b>	<b>1,017</b>	<b>1,132</b>	<b>1,174</b>	<b>1,185</b>
매입채무	647	499	577	623	637
단기차입금	477	329	426	416	406
기타 유동부채	245	190	128	135	142
<b>비유동부채</b>	<b>136</b>	<b>106</b>	<b>123</b>	<b>178</b>	<b>238</b>
사채 및 장기차입금	86	33	18	18	18
기타 장기부채	50	74	105	160	221
<b>부채총계</b>	<b>1,505</b>	<b>1,124</b>	<b>1,255</b>	<b>1,352</b>	<b>1,423</b>
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	175	272	310	374	453
기타	122	210	203	203	203
비지배주주지분	2	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	<b>410</b>	<b>594</b>	<b>625</b>	<b>689</b>	<b>769</b>
순부채	307	113	20	(81)	(213)
주당장부가치 (원)	18,278	26,591	27,962	30,839	34,404

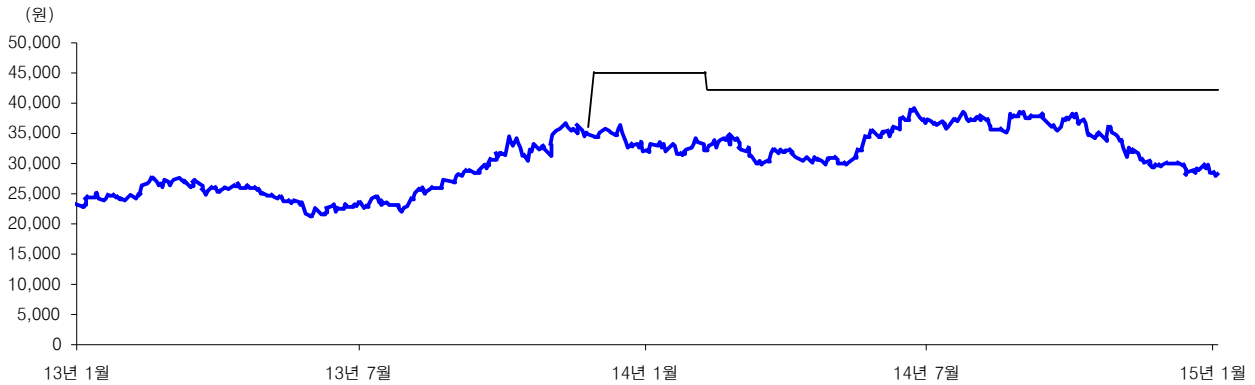
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	0.4	(7.1)	6.2	6.0	3.4
영업이익	(45.5)	(23.8)	76.5	20.9	7.3
세전이익	7.9	88.7	(45.1)	65.0	19.0
순이익	23.2	109.6	(55.1)	66.6	19.0
영업순이익*	73.1	110.8	(55.4)	66.8	19.0
EBITDA	16.9	(15.3)	(47.3)	35.6	15.9
수정 EPS**	73.1	110.8	(55.4)	66.8	19.0
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	13.0	21.6	8.0	12.3	13.2
ROA (%)	2.6	6.0	2.7	4.1	4.6
ROIC (%)	3.2	2.8	4.4	5.0	4.8
순부채비율 (%)	74.8	19.0	3.3	(11.7)	(27.7)
이자보상배율 (배)	3.7	8.1	15.2	5.5	6.5
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
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	9.9	5.6	12.6	7.6	6.4
P/B	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	5.1	8.5	5.3	3.4
EV/EBIT	10.5	5.6	9.6	5.3	3.5
배당수익률 (보통, %)	2.2	1.9	1.8	1.8	1.8

■ Compliance Notice

- 당사는 1월 28일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 1월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 28일 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	2014/1/29
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	45,000	42,000	42,000	35,000

• 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