Earnings preview

Korea / General trading company

27 March 2014

BUY

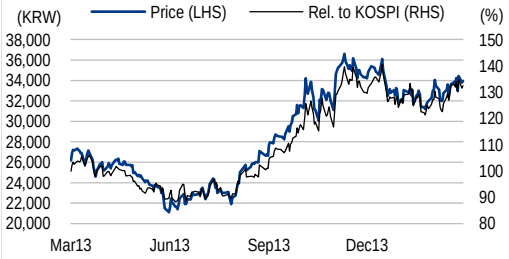
목표주가	**42,000** 원
현재주가 (26 Mar 2014)	**33,450** 원

Upside/downside (%)	23.7
KOSPI	1,941.25
시가총액 (십억원)	758
52주 최저/최고	21,100 - 36,600
일평균거래대금 (십억원)	3.15
외국인 지분율 (%)	6.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13 E	Dec-14 E	Dec-15 E
매출액 (십억원)	**5,468**	**5,083**	**5,282**	**5,667**
영업이익 (십억원)	28.8	22.0	48.6	62.6
당기순이익 (십억원)	**51.6**	**113.4**	**50.6**	**99.7**
수정순이익 (십억원)	51.6	108.2	50.6	99.7
EPS (원)	2,309	4,848	2,266	4,465
EPS 성장률 (%)	17.5	109.9	(53.2)	97.0
P/E (x)	**9.0**	**7.3**	**14.8**	**7.5**
EV/EBITDA (x)	15.3	26.8	12.2	8.2
배당수익률 (%)	2.4	1.4	1.5	1.5
P/B (x)	1.1	1.3	1.2	1.0
ROE (%)	**13.0**	**22.6**	**8.2**	**14.7**
순차입금/자기자본 (%)	74.7	18.8	5.0	(15.7)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	2.9	(1.2)	26.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	4.1	1.9	27.8

권해순, Analyst
3774 6022 hskwon@miraeasset.com

심은솔
3774 3824 esshim@miraeasset.com

현대상사 (011760 KS)

매력적인 밸류에이션

1Q14 현대상사의 연결기준 영업이익은 80 억원으로 시장 컨센서스(110 억원)를 하회할 것으로 예상됨. 무역부문의 실적 회복이 예상보다 늦어 상반기 동사의 주가 상승 모멘텀은 크지 않은 상황. 그러나 하반기로 갈수록 주가 상승 모멘텀이 강화될 전망인데, 이는 2015 년 신규 자원개발이익이 반영되면서 큰 폭의 이익 성장이 예상되기 때문. 예멘 LNG 개발사업에서 대여금 회수가 예상보다 빨라지면서 자원개발이익은 2014 년 약 350 억원에서 2015 년 약 1,000 억원으로 증가할 전망. 이에 따라 2015 년 순이익 성장률은 97%YoY 에 달할 전망. 현대상사의 현 주가는 예멘 LNG 개발이익이 반영되는 2015 년 예상실적 기준 P/E 7.5 배 수준으로 밸류에이션 매력이 높음. 투자의견 BUY 및 목표주가 42,000 원 유지함.

1Q14E preview

2014 년 1 분기 영업이익 및 순이익은 각각 80 억원, 140 억원으로 시장 컨센서스를 각각 27%, 31% 하회할 전망. 동사가 주요 트레이딩 제품과 관련된 철강업 및 화학업황의 부진이 지속되면서 무역부문의 실적 개선이 더디게 진행되고 있음. YLNG(예멘 LNG 개발프로젝트에 대한 YLNG 의 지분율 5.9%, YLNG 에 대한 현대상사의 지분율 50%)로부터의 대여금 상환금액은 약 12 백만달러 수준으로 추정됨.

2015 년부터 예멘 LNG 개발이익 반영 예상

무역부문의 실적 회복이 당사 예상을 하회할 전망임에 따라 2014 년 및 2015 년 영업이익을 각각 400 억원, 450 억원으로 종전 대비 각각 30%, 34% 하향 조정함. 이에 따라 2014 년 순이익도 종전 대비 34% 하향 조정하였음. 그러나 2015 년 당기순이익은 예멘 LNG 로부터의 배당수익이 종전 예상시기인 3Q15 보다 빨리 반영될 것으로 예상되어 종전대비 19% 상향 조정함. 2013 년말 기준 YLNG 에 대한 잔여 대여금 중 일부인 610 억원이 2014 년에 회수되면서 배당수익은 2015 년 1 분기부터 발생할 것으로 예상됨. 나머지 주주대여금인 200 억은 2017 년까지 연간 50 억원씩 균등 분할 상환될 예정.

우량해진 재무구조

청도현대조선 매각으로 현금 유출 요인이 제거되었고, 자원개발사업에서 연간 1 천억원을 상회하는 현금이 유입되면서 현대상사는 2013 년 1,000 억원을 상회하는 차입금을 상환함. 이에 따라 2013 년 말 기준 동사는 순현금(약 1,000 억원, 무역금융 제외) 구조로 전환하였으며, 부채비율은 189.1%로 2012 년 대비 178.1ppt 하락함. 2014 년에도 자원개발부문에서 1 천억원을 상회하는 현금 유입으로 동사의 순현금은 증가할 예정.

투자의견 BUY 및 목표주가 42,000 원 유지

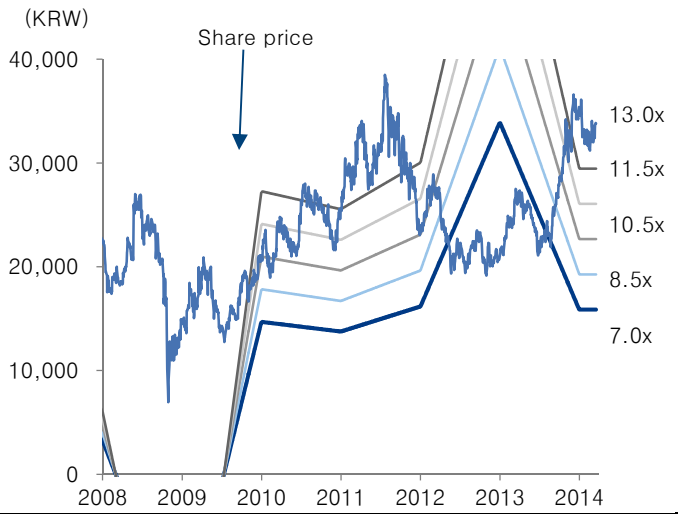
무역부문의 실적 개선이 예상보다 더디지만, 우량한 재무구조와 자원개발자산의 가치, 예멘 LNG 개발이익이 2015 년부터 실적으로 반영되는 것을 감안할 때, 현대상사의 중장기적 투자 매력은 여전히 높다는 판단. 2014 년 실적을 하향조정하였지만, 동 요인이 현대상사의 중장기 투자매력에 미치는 영향은 미미하다고 판단하여 목표주가를 유지함. 목표주가는 2015 년(예멘 LNG 개발이익이 배당이익으로 유입되는 시기) 예상실적기준 P/E 9.4 배에 해당함.

권해순, Analyst, 3774 6022, hskwon@miraeasset.com
심은솔, 3774 3824, esshim@miraeasset.com

Figure 1 현대상사 주가 및 이슈 차트

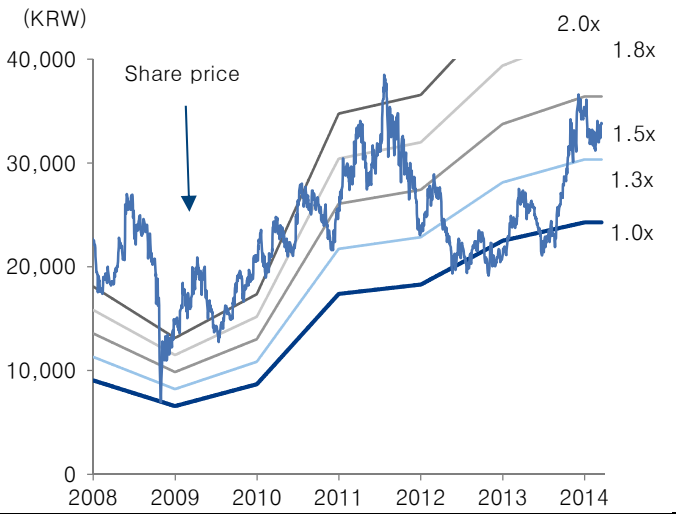
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 현대상사 12M Fwd P/E 밸류에이션 추이



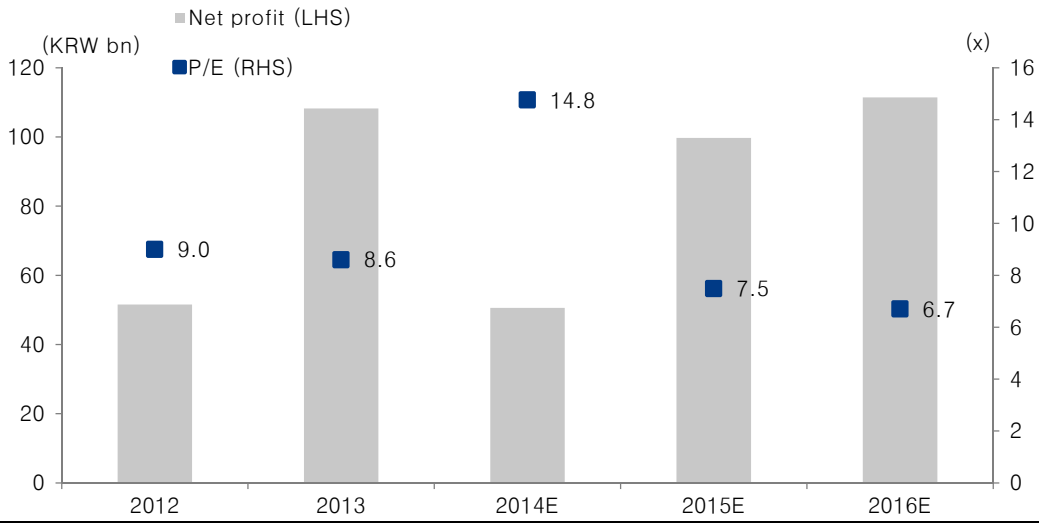
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 현대상사 12M Fwd P/B 밸류에이션 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 현대상사 순이익 추이 및 P/E 밸류에이션 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 (3 월 26 일 종가 기준)

Figure 5 현대상사 1Q13E preview

(KRWbn, %, ppt)	1Q13	4Q13	1Q14E Mirae	YoY	QoQ	1Q14 Consensus	Diff.
Sales	1,215	1,184	1,276	5	7.8	1,366	(6.6)
Operating profit	6	(3)	8	24	T.P	11	(27.1)
Pretax profit	14	21	17	21	(22.3)	27	(38.2)
Net profit	11	22	14	21	(38.5)	20	(31.3)
Operating margin	0.5	(0.2)	0.6	0.1	0.9	0.8	(0.2)
Pretax profit margin	1.1	1.8	1.3	0.2	(0.5)	2.0	(0.7)
Net margin	0.9	1.9	1.1	0.1	(0.8)	1.5	(0.4)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 현대상사 이익 추정치 변경

(KRWbn, KRW, %, ppt)		New			Old		New	
	2013	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2014E	2015E
Sales	5,083	5,282	5,667	6,081	5,478	6,264	(3.6)	(9.5)
Operating profit	22	40	45	54	57	68	(30.1)	(34.0)
Pretax profit	122	62	127	141	75	116	(17.6)	9.3
Net profit	108	51	100	111	61	84	(16.5)	19.0
Operating margin	0.4	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	(0.3)	(0.3)
Pretax profit margin	2.4	1.2	2.2	2.3	1.4	1.9	(0.2)	0.4
Net margin	2.1	1.0	1.8	1.8	1.1	1.3	(0.1)	0.4
EPS	4,848	2,266	4,465	4,991	2,714	3,752	(16.5)	19.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

권해순, Analyst, 3774 6022, hskwon@miraeasset.com
심은솔, 3774 3824, esshim@miraeasset.com

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	**5,468**	**5,083**	**5,282**	**5,667**
매출원가	5,333	4,959	5,133	5,508
매출총이익	**135**	**123**	**149**	**159**
판매비와관리비	106	101	109	114
영업이익 (조정)	**29**	**22**	**40**	**45**
영업이익	**29**	**22**	**49**	**63**
순이자손익	0	6	2	2
지분법손익	21	95	19	70
기타	14	(1)	(8)	(8)
세전계속사업손익	**65**	**122**	**62**	**127**
법인세비용	13	14	11	27
당기순이익	**52**	**113**	**51**	**100**
당기순이익 (지배주주지분)	**52**	**108**	**51**	**100**
EPS (지배주주지분, 원)	2,309	4,848	2,266	4,465

증가율&마진 (%)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액증가율	0.4	(7.1)	3.9	7.3
매출총이익증가율	(2.5)	(8.9)	20.9	7.1
영업이익증가율	(45.5)	(23.8)	121.4	28.9
당기순이익증가율	17.5	109.9	(53.2)	97.0
EPS 증가율	17.5	109.9	(53.2)	97.0
매출총이익율	2.5	2.4	2.8	2.8
영업이익률	0.5	0.4	0.9	1.1
당기순이익률	0.9	2.1	1.0	1.8

자료: 현대상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	**1,431**	**1,226**	**1,397**	**1,556**
현금및현금성자산	314	255	333	477
단기금융자산	40	41	43	45
매출채권	803	634	803	814
재고자산	201	210	133	134
기타유동자산	72	85	86	87
비유동자산	**484**	**493**	**402**	**341**
유형자산	44	4	2	(0)
투자자산	211	338	338	338
기타비유동자산	229	151	62	4
자산총계	**1,915**	**1,718**	**1,799**	**1,898**
유동부채	**1,369**	**1,017**	**1,058**	**1,067**
매입채무	696	545	584	592
단기금융부채	574	375	375	375
기타유동부채	99	97	98	99
비유동부채	**136**	**106**	**108**	**109**
장기금융부채	86	33	33	33
기타비유동부채	50	74	75	77
부채총계	**1,505**	**1,124**	**1,165**	**1,176**
지배주주지분	408	594	633	722
비지배주주지분	2	1	0	0
자본총계	**410**	**594**	**633**	**722**
BVPS (원)	18,278	26,591	28,357	32,323

자료: 현대상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	**(15)**	**86**	**(3)**	**42**
당기순이익	52	108	51	100
유무형자산상각비	21	12	16	16
기타	(20)	(4)	(18)	(68)
운전자본증감	(68)	(30)	(51)	(5)
투자현금	**(3)**	**36**	**92**	**112**
자본적지출	1	0	(2)	(2)
기타	(4)	36	94	114
재무현금	**(13)**	**(180)**	**(11)**	**(11)**
배당금	(11)	(11)	(11)	(11)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(2)	(165)	0	0
기초현금	356	314	255	333
기말현금	314	255	333	477

자료: 현대상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2012	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	13.0	22.6	8.2	14.7
총자산이익률 (%)	2.6	6.2	2.9	5.4
재고자산보유기간 (일)	15.4	14.8	11.8	8.6
매출채권회수기간 (일)	53.4	51.6	49.6	52.1
매입채무결재기간 (일)	48.3	44.6	39.0	37.9
순차입금/자기자본 (%)	74.7	18.8	5.0	(15.7)
이자보상배율 (x)	(87.8)	(3.7)	(24.3)	(31.3)

자료: 현대상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

권해순, Analyst, 3774 6022, hskwon@miraeasset.com
심은솔, 3774 3824, esshim@miraeasset.com

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10%초과

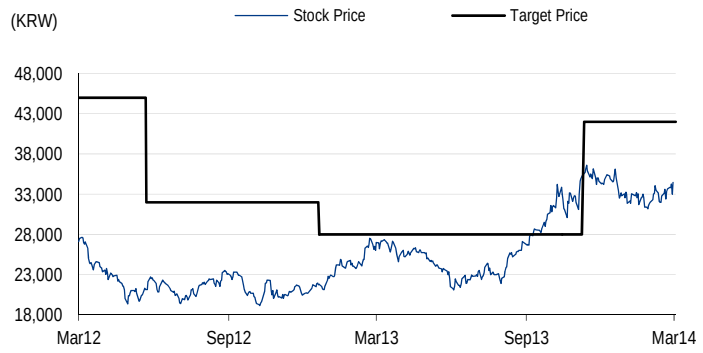
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
[작성자 : 권해순, 심은솔]

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가	취득일				

Target Price and Recommendation Chart

현대상사 (011760 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2012-06-13	BUY	32,000
2012-10-17	BUY	32,000
2013-01-11	BUY	28,000 (Down)
2013-02-28	BUY	28,000
2013-05-31	BUY	28,000
2013-12-02	BUY	42,000 (Up)
2014-03-03	BUY	42,000
2014-03-27	BUY	42,000