

# Company Update



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

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	<b>42,000원 (40.9%)</b>
현재주가	29,800원
Bloomberg code	011760 KS
시가총액	6,654.3억원
Shares (float)	22,329,802주 (48.7%)
52주 최저/최고	21,100원/36,600원
60일-평균거래대금	28.1억원
One-year performance	6M 12M
현대상사 (%)	-10.8 -15.1 +21.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.5 -13.5 +21.0

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	42,000	42,000	0.0%
2014E EPS	2,711	2,887	-6.4%
2015E EPS	4,235	4,157	+1.9%
2016E EPS	5,038	5,373	-6.2%

■ 분기 실적

(십억원)	1Q14	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,268	4.3	6.8	(7.2)	(2.0)
영업이익	8	25.7	흑자전환	(25.6)	(16.3)
세전계속사업이익	19	36.0	41.8	33.2	1.0
순이익	12	3.2	(47.5)	10.3	(20.8)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	1.4				
세전계속사업이익	3.2				
순이익	2.0				

자료: 현대상사, 삼성증권 추정

## 현대상사 (011760)

### 리스크 관리를 통한 안정적인 이익 창출 모색

WHAT'S THE STORY?

**Event:** 금일 현대상사가 매출액 1조 2,677억원, 영업이익 81억원으로 컨센서스 및 당사 추정치 소폭 하회하는 1분기 실적 발표.

**Impact:** 1분기 예멘LNG터미널에서의 배당금은 1,200만달러 수준으로 파악되며 2015년 2분기부터 실적 개선에 기여할 것으로 전망. 동사는 보수적인 리스크 관리를 통해, 이익 변동폭 감소를 위한 노력을 지속할 것.

**Action:** BUY투자의견과 목표주가 42,000원 유지.

THE QUICK VIEW

**컨센서스 소폭 하회하는 1분기 실적:** 현대상사가 금일 매출액 1조 2,677억원 (전년 동기 대비 +4.3%, 전 분기 대비 +6.8%), 영업이익 81억원 (전년 동기 대비 +25.7%)의 1분기 실적을 발표했다. 화학 부문의 부진과 철강 부문의 수익성 개선이 인상적이었는데, 화학 부문은 업황 악화에 따른 수익성 악화가 지속되면서 마진이 둔화되고, 이에 따라 동사가 기존에 지향했던 매출 성장을 통한 수익성 개선이 차질을 빚은 것으로 파악된다. 한편 철강 부문의 경우, 국내 철강업체들의 수출물량 증가와 동사의 거래처 다변화에 따른 마진 개선이 부문 실적 개선의 가장 큰 원인으로 판단된다. 지분법으로 인식하는 자원개발 수익은 안정적이었으나, 해외 자회사에 대한 세액공제 기준의 변화로 유효세율이 상승한 것으로 파악된다.

**예멘 LNG터미널 1분기 배당금은 1,200만 달러:** 동사가 1분기 예멘 LNG 프로젝트로부터 수령한 배당금은 1,200만 달러 수준으로 파악된다. 당초 동사의 예상치인 1,450만 달러에 못 미치는 수준이지만, 현재 협의중인 GDP Suez와 Total사와의 장기판매 가격 협상(2014~2018년)이 종료된 이후, 소급 적용된 배당금을 인식 가능할 것으로 예상된다. 2014년 예멘 LNG터미널로부터 예상되는 배당금은 667억원이며, 1분기 말을 기준으로 동사가 자원개발자금과 장기대여금으로 인식하고 있는 636억원이 모두 상각되는 2015년 2분기부터 동사의 이익 개선에 기여할 것으로 전망한다.

**보수적인 리스크 관리를 통한 이익 변동성 감소를 위한 노력 지속:** 지난해 동사의 실적은 선박/플랜트 부문의 대손충당금 인식 및 청도조선소 손실 인식 등 일회성 요소에 큰 타격을 받았다. 동사는 2014년 보수적인 리스크 관리를 통해 수익성 개선에 집중할 예정인데, 이에 따른 매출 성장 속도의 둔화는 불가피하나 일회성 요인에 따른 실적 변동폭의 감소가 예상된다.

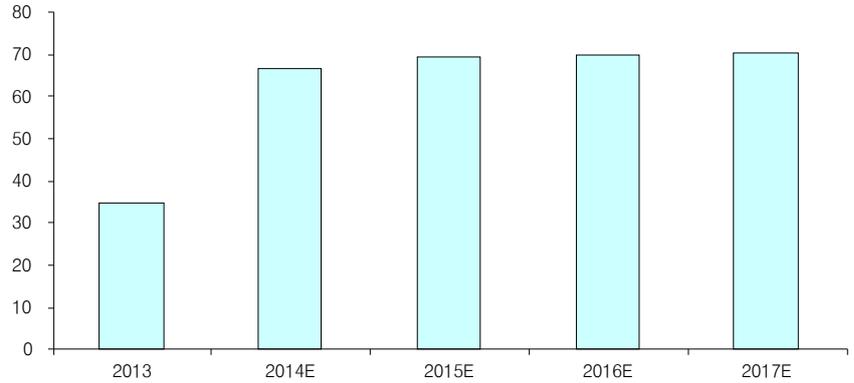
**BUY투자의견과 목표주가 42,000원 유지:** 컨센서스 소폭 하회한 1분기 실적에도 불구하고 BUY투자의견과 목표주가 42,000원을 유지한다. 예멘 LNG터미널의 판가 협상 종료에 따른 모멘텀이 기대되며 향후 무역부문의 보수적인 리스크 관리를 통한 실적 변동성 감소를 위한 동사의 노력을 긍정적으로 평가하기 때문이다.

■ Valuation summary

	2013	2014E	2015E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	6.1	11.0	7.0
P/B	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	8.6	5.0
Div yield (%)	1.7	1.7	1.7
EPS 증가율 (%)	110.8	(44.3)	56.2
ROE (%)	21.6	9.8	13.9
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	4,867	2,711	4,235
BVPS	26,591	28,557	32,047
DPS	500	500	500

예멘 LNG 배당금 추이

(백만달러)



자료: 현대상사, 삼성증권 추정

부문별 Breakdown

(십억원)	2013				2014E				2015E				2013	2014E	2015E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	1,215	1,436	1,244	1,187	1,268	1,378	1,363	1,429	1,414	1,496	1,451	1,546	5,083	5,437	5,907
기계/플랜트	266	208	158	158	130	166	150	151	137	175	157	158	790	597	627
차량/건설장비	293	332	256	276	291	343	275	423	351	360	289	420	1,158	1,332	1,420
철강	453	528	388	444	515	527	546	513	511	581	576	593	1,813	2,101	2,261
화학	344	472	524	420	437	449	503	449	519	481	535	481	1,760	1,838	2,016
기타	(141)	(103)	(82)	(111)	(105)	(108)	(111)	(107)	(103)	(101)	(107)	(106)	(437)	(431)	(417)
영업이익	6.5	8.2	17.7	(10.3)	8.1	12.0	10.8	11.2	12.6	14.3	12.9	13.7	22.0	42.2	53.4
기계/플랜트	1.2	(1.5)	1.0	(20.2)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.4	1.3	1.3	(19.5)	5.1	5.0
차량/건설장비	3.9	4.2	3.0	2.9	2.5	2.1	1.7	1.7	2.1	2.9	2.3	2.5	14.0	7.9	9.8
철강	4.0	5.2	1.5	3.5	3.7	3.7	3.8	3.6	3.1	3.5	3.5	3.6	14.2	14.8	13.6
화학	0.1	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.1)	0.9	1.0	0.9	2.1	2.4	2.7	2.4	(0.1)	2.8	9.6
기타	(2.9)	0.4	12.1	3.7	0.6	4.0	3.1	3.8	4.2	4.1	3.2	3.9	13.3	11.6	15.5

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>5,437</b>	<b>5,907</b>	<b>6,028</b>
매출원가	5,333	4,959	5,291	5,743	5,855
<b>매출총이익</b>	<b>135</b>	<b>123</b>	<b>146</b>	<b>164</b>	<b>173</b>
(매출총이익률, %)	2.5	2.4	2.7	2.8	2.9
판매 및 일반관리비	106	101	104	110	114
<b>영업이익</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>42</b>	<b>53</b>	<b>59</b>
(영업이익률, %)	0.5	0.4	0.8	0.9	1.0
순금융이익	(13)	(8)	2	6	10
순외환이익	0	0	0	0	0
순지분법이익	21	22	32	76	90
기타	27	87	4	(9)	(10)
<b>세전이익</b>	<b>65</b>	<b>122</b>	<b>81</b>	<b>126</b>	<b>150</b>
법인세	13	14	22	33	41
(법인세율, %)	20.0	11.2	27.2	26.2	27.2
순이익	52	108	59	93	109
(순이익률, %)	0.9	2.1	1.1	1.6	1.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>52</b>	<b>109</b>	<b>59</b>	<b>93</b>	<b>109</b>
(순이익률, %)	0.9	2.1	1.1	1.6	1.8
EBITDA	99	142	84	125	144
(EBITDA 이익률, %)	1.8	2.8	1.5	2.1	2.4
EPS(지배주주) (원)	2,309	4,867	2,640	4,168	4,890
EPS(연결기준) (원)	2,312	4,848	2,630	4,158	4,880
수정 EPS (원)**	2,309	4,867	2,640	4,168	4,890
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	500
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	21.7	10.3	18.9	12.0	10.2

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>28</b>	<b>78</b>	<b>3</b>	<b>39</b>	<b>75</b>
순이익	52	108	59	93	109
유·무형자산 상각비	21	12	5	5	5
순외환관련손실 (이익)	3	(2)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(32)	(76)	(90)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>50</b>	<b>97</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
순운전자본감소 (증가)	(26)	(38)	(32)	(1)	33
기타	(18)	(9)	0	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(46)</b>	<b>44</b>	<b>106</b>	<b>67</b>	<b>84</b>
설비투자	1	0	(20)	(22)	(22)
Free cash flow	29	78	(17)	17	53
투자자산의 감소(증가)	4	15	12	39	48
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	(51)	29	114	50	58
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(13)</b>	<b>(180)</b>	<b>95</b>	<b>(25)</b>	<b>(24)</b>
차입금의 증가(감소)	(2)	(165)	110	(10)	(10)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(11)	(11)	(17)	(17)	(17)
기타	0	(3)	2	2	2
<b>현금증감</b>	<b>(42)</b>	<b>(59)</b>	<b>203</b>	<b>82</b>	<b>134</b>
기말현금	356	314	255	458	540
기초현금	314	255	458	540	675

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

**재무상태표**

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	<b>1,431</b>	<b>1,226</b>	<b>1,565</b>	<b>1,696</b>	<b>1,798</b>
현금 및 현금등가물	314	255	458	540	675
매출채권	782	629	719	740	705
재고자산	201	210	250	270	271
기타	134	131	137	146	148
<b>비유동자산</b>	<b>484</b>	<b>493</b>	<b>465</b>	<b>526</b>	<b>591</b>
투자자산	263	359	379	417	459
(지분법증권)	113	247	267	304	347
유형자산	44	4	19	36	53
무형자산	68	61	66	72	79
기타	109	69	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>1,915</b>	<b>1,718</b>	<b>2,030</b>	<b>2,221</b>	<b>2,390</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,369</b>	<b>1,017</b>	<b>1,231</b>	<b>1,282</b>	<b>1,288</b>
매입채무	647	499	592	640	642
단기차입금	477	329	439	429	419
기타 유동부채	245	190	200	213	228
<b>비유동부채</b>	<b>136</b>	<b>106</b>	<b>163</b>	<b>226</b>	<b>296</b>
사채 및 장기차입금	86	33	33	33	33
기타 장기부채	50	74	130	193	263
<b>부채총계</b>	<b>1,505</b>	<b>1,124</b>	<b>1,393</b>	<b>1,508</b>	<b>1,584</b>
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	175	272	315	391	484
기타	122	210	210	210	210
비지배주주지분	2	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	<b>410</b>	<b>594</b>	<b>637</b>	<b>713</b>	<b>806</b>
순부채	307	113	19	(73)	(217)
주당장부가치 (원)	18,278	26,591	28,486	31,909	36,055

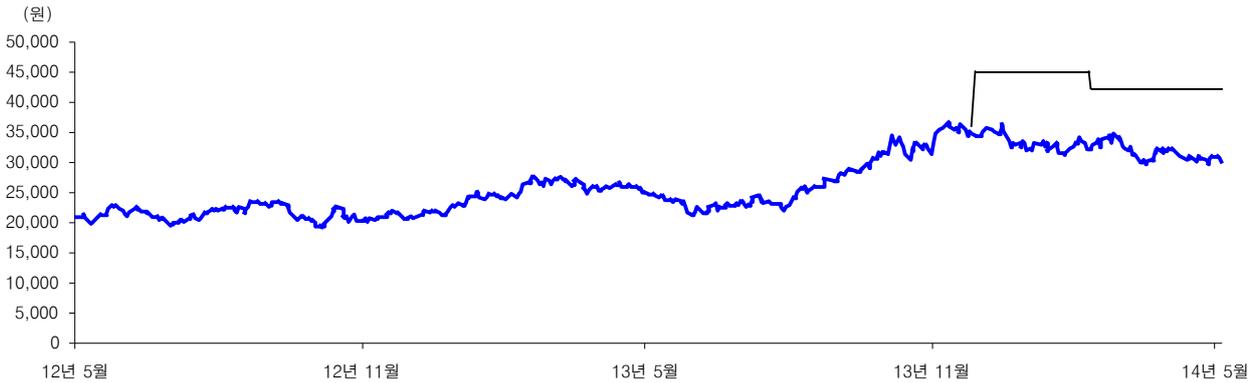
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	0.4	(7.1)	7.0	8.6	2.0
영업이익	(45.5)	(23.8)	92.1	26.7	9.6
세전이익	7.9	88.7	(33.8)	56.0	19.1
순이익	23.2	109.6	(45.7)	58.1	17.4
영업순이익*	73.1	110.8	(45.8)	57.9	17.3
EBITDA	16.9	(15.3)	(40.6)	48.6	15.2
수정 EPS**	73.1	110.8	(45.8)	57.9	17.3
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	13.0	21.6	9.5	13.8	14.3
ROA (%)	2.6	6.0	3.1	4.4	4.7
ROIC (%)	3.2	2.8	4.7	5.5	5.3
순부채비율 (%)	74.8	19.0	3.0	(10.2)	(26.9)
이자보상배율 (배)	3.7	8.1	4.0	6.0	7.0
매출채권 회수기간 (일)	51.1	50.7	45.3	45.1	43.7
매입채무 결제기간 (일)	43.9	41.1	36.6	38.1	38.8
재고자산 보유기간 (일)	15.4	14.8	15.4	16.1	16.4
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	9.9	6.1	11.3	7.1	6.1
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	5.5	8.1	4.7	3.1
EV/EBIT	10.5	6.0	8.7	4.9	3.2
배당수익률 (보통, %)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7

■ Compliance Notice

- 당사는 5월 29일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 5월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 29일 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 당사에 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
투자 의견	BUY	BUY
TP (원)	45,000	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