

Company Update



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

현대상사 (011760)

주가 상승에 따른 밸류에이션 매력 감소

WHAT'S THE STORY?

Event: 최근 1개월간 주가가 22.9% 상승하며 Kospi 지수를 outperform.

Impact: 최근의 주가 급등은 예멘 LNG터미널에서의 배당이 실적으로 인식되는 2015년 동사의 밸류에이션 매력에 기인한 것으로 판단.

Action: 최근의 주가 상승을 반영하여 투자 의견을 기존의 BUY에서 HOLD로 하향. 경쟁사 대비 밸류에이션 매력은 존재하지만, 이는 예멘 LNG터미널을 제외하고 현 시점에서 신규 성장 동력이 존재하지 않는 동사의 특성을 반영한 것으로 판단하기 때문. 향후 1) 배당 성향 인상 등을 통한 주주 친화적인 배당 정책 혹은 2) 이익 가시성이 높은 신규 성장 동력이 발표되기 전까지 주가의 추가적인 upside는 제한적일 것으로 판단.

THE QUICK VIEW

예멘 LNG 배당 수익 인식은 2015년 1분기부터 가능: 동사는 지난 6월 예멘 LNG에서의 2분기 배당금 1,760만 달러를 수령했다. 배당금 수령에 따른 자산상각을 통해 2분기 말 예멘 LNG관련 잔여 장기대여금 및 자원개발자금은 452억원 규모로 추정된다. 추가적인 배당금 수령을 통해 예멘LNG 관련 장기대여금 및 자원개발자금은 2014년 말에 기점으로 상각이 완료될 것으로 예상하며, 이에 따라 2015년 1분기부터 회계적으로도 배당 수익을 인식할 수 있을 것으로 전망(당사 기존 예상 시기 2015년 2분기)한다. 2015년 671억원으로 추정되는 예멘LNG의 배당을 통해 동사의 2015년 세전이익은 2014년 대비 91.3% 증가한 1,084억원으로 성장할 것으로 전망한다.

신규 성장 동력의 부재: 동사는 계열사들과의 출자를 통해 2011년 자원개발 전문 회사인 현대자원개발을 설립(현대종합상사 지분 10%)했다. 이후 현대중공업 그룹의 자원개발 역량이 현대자원개발에 집중되고 있다는 점을 감안했을 때, 예멘LNG의 배당수익을 제외하면 자원개발 이익의 성장을 기대하기는 어려운 것으로 판단된다. 또한 2013년 추가 향후 동사의 성장을 위한 신사업개발팀이 설립되었으나, 아직까지 신규 성장을 위한 중장기 계획이 제시되지 못하고 있다.

목표주가 42,000원 유지하나, 투자 의견을 HOLD로 하향: 근래의 주가 상승을 통해 동사 예멘 LNG 터미널의 배당이 이익으로 인식되기 시작하는 2015년 P/E는 8.0배로 상승하였으며, 동사의 밸류에이션 매력이 감소한 것으로 판단된다. 기존의 목표주가 42,000원을 유지하지만, 투자 의견을 BUY에서 HOLD로 하향한다. 예멘 LNG를 제외하고 현 시점에서 신규 성장 동력이 존재하지 않는 동사의 특성을 감안했을 때, 1) 배당 성향 인상 등을 통한 주주 친화적인 배당 정책 혹은 2) 이익 가시성이 높은 신규 성장 동력이 발표되기 전까지 주가의 추가적인 upside는 제한적일 것으로 판단한다.

■ AT A GLANCE

SELL **HOLD** **BUY**

목표주가	42,000원 (8.7%)
현재주가	38,650원
Bloomberg code	011760 KS
시가총액	8,630.5억원
Shares (float)	22,329,802주 (48.7%)
52주 최저/최고	21,900원/38,650원
60일-평균거래대금	27.6억원
One-year performance	1M 6M 12M
현대상사 (%)	+22.9 +14.2 +65.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	+15.8 +11.7 +59.0

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	BUY	-
목표주가	42,000	42,000	0.0%
2014E EPS	2,432	2,640	-7.9%
2015E EPS	4,827	4,268	+13.6%
2016E EPS	5,651	5,380	+5.0%

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

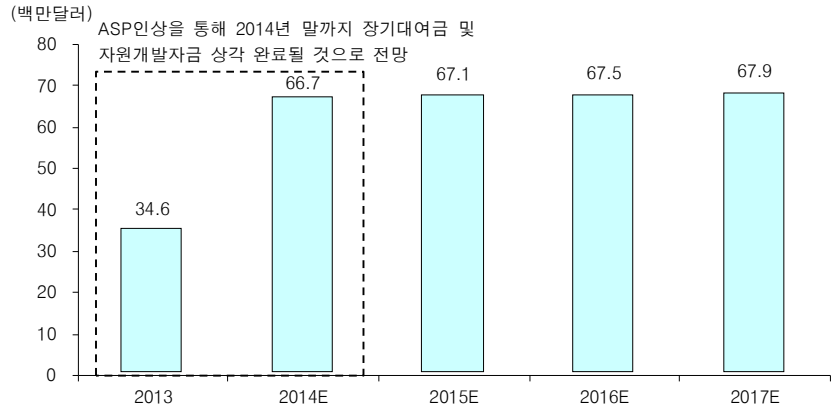
	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	5,082.5	5,371.7	5,750.5	5,961.3
순이익 (십억원)	193.3	54.3	107.8	126.2
EPS (adj) (원)	4,867	2,432	4,827	5,651
EPS (adj) growth (%)	110.8	(50.0)	98.5	17.1
EBITDA margin (%)	2.8	1.5	2.5	2.7
ROE (%)	21.6	8.8	15.8	16.1
P/E (adj) (배)	7.6	15.9	8.0	6.8
P/B (배)	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	6.6	12.4	6.5	4.9
Dividend yield (%)	1.3	1.3	1.3	1.3

자료: 삼성증권 추정

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	6
Target price vs I/B/E/S mean	-13.6%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	2.5%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	BUY(1.7)

예멘 LNG 배당금 추이



자료: 현대상사, 삼성증권 추정

Sum-of-the-parts valuation

(십억원)	Value
EBITDA (12개월 Forward)	58.4
Target EV/EBITDA multiple*	3.6
투자자산 (YLNG 제외, 30% 할인)	52.4
YLNG가치	472.5
기업가치	732.9
수정 순차입금*	(214.4)
발행주식수 (백만주)	22.3
목표주가	42,000
현재 주가	38,650
Upside (%)	8.7

참고: Peer 대비 40% 할인

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	1,346	1,356	1,402	1,381	1,463	1,389	1,517	5,083	5,372	5,750
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	418	496	423	487	447	473	452	1,760	1,773	1,860
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	9.7	9.8	9.4	11.5	11.9	11.1	11.3	22.0	37.0	45.7
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	1.5	2.1	2.9	2.3	2.5	14.0	7.7	9.8
철강	4.0	5.2	1.5	3.5	3.7	3.7	3.8	3.3	3.1	3.5	3.5	3.6	14.2	14.5	13.6
화학	0.1	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.8	1.0	1.3	1.9	1.4	(0.1)	0.7	5.6
기타	(2.9)	0.4	12.1	3.7	0.6	2.7	3.1	2.6	4.2	2.7	2.1	2.6	13.3	9.0	11.7

자료: 현대상사, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,468	5,083	5,372	5,750	5,961
매출원가	5,333	4,959	5,234	5,597	5,798
매출총이익	135	123	138	153	164
(매출총이익률, %)	2.5	2.4	2.6	2.7	2.7
판매 및 일반관리비	106	101	101	107	112
영업이익	29	22	37	46	52
(영업이익률, %)	0.5	0.4	0.7	0.8	0.9
순금융이익	(13)	(8)	2	7	11
순외환이익	0	0	14	0	0
순지분법이익	21	22	32	100	103
기타	27	87	(9)	(6)	6
세전이익	65	122	77	147	172
법인세	13	14	22	39	46
(법인세율, %)	20.0	11.2	29.2	26.6	26.6
순이익	52	108	54	108	126
(순이익률, %)	0.9	2.1	1.0	1.9	2.1
지배주주순이익	52	109	54	108	126
(순이익률, %)	0.9	2.1	1.0	1.9	2.1
EBITDA	99	142	78	142	162
(EBITDA 이익률, %)	1.8	2.8	1.5	2.5	2.7
EPS(지배주주) (원)	2,309	4,867	2,432	4,827	5,651
EPS(연결기준) (원)	2,312	4,848	2,436	4,830	5,654
수정 EPS (원)**	2,309	4,867	2,432	4,827	5,651
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	500
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	21.7	10.3	20.6	10.4	8.8

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	28	78	(34)	25	53
순이익	52	108	54	108	126
유·무형자산 상각비	21	12	4	1	1
순외환관련손실 (이익)	3	(2)	(14)	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(32)	(100)	(103)
Gross Cash Flow	50	97	29	23	27
순운전자본감소 (증가)	(26)	(38)	(63)	2	26
기타	(18)	(9)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(46)	44	74	46	86
설비투자	1	0	(18)	(22)	(22)
Free cash flow	29	78	(52)	3	31
투자자산의 감소(증가)	4	15	(39)	26	48
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	(51)	29	130	42	60
재무활동에서의 현금흐름	(13)	(180)	51	(26)	(26)
차입금의 증가(감소)	(2)	(165)	85	(10)	(10)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(11)	(11)	(17)	(17)	(17)
기타	0	(3)	(18)	1	1
현금증감	(42)	(59)	90	45	113
기말현금	356	314	255	345	390
기초현금	314	255	345	390	503

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
유동자산	1,431	1,226	1,411	1,502	1,602
현금 및 현금등가물	314	255	345	390	503
매출채권	782	629	706	726	705
재고자산	201	210	246	266	271
기타	134	131	115	120	123
비유동자산	484	493	517	618	701
투자자산	263	359	430	504	559
(지분법증권)	113	247	318	392	447
유형자산	44	4	20	41	61
무형자산	68	61	66	73	80
기타	109	69	1	1	1
자산총계	1,915	1,718	1,928	2,120	2,304
유동부채	1,369	1,017	1,152	1,197	1,209
매입채무	647	499	582	629	643
단기차입금	477	329	427	417	407
기타 유동부채	245	190	143	151	159
비유동부채	136	106	137	193	256
사채 및 장기차입금	86	33	32	32	32
기타 장기부채	50	74	106	162	224
부채총계	1,505	1,124	1,289	1,391	1,464
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	175	272	315	407	516
기타	122	210	211	211	211
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	410	594	639	730	839
순부채	307	113	108	52	(70)
주당장부가치 (원)	18,278	26,591	28,574	32,656	37,561

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	0.4	(7.1)	5.7	7.1	3.7
영업이익	(45.5)	(23.8)	68.6	23.5	13.4
세전이익	7.9	88.7	(37.0)	91.3	17.1
순이익	23.2	109.6	(49.8)	98.3	17.1
영업순이익*	73.1	110.8	(50.0)	98.5	17.1
EBITDA	16.9	(15.3)	(44.9)	81.4	14.2
수정 EPS**	73.1	110.8	(50.0)	98.5	17.1
비율 및 회전					
ROE (%)	13.0	21.6	8.8	15.8	16.1
ROA (%)	2.6	6.0	3.0	5.3	5.7
ROIC (%)	3.2	2.8	3.5	4.3	4.5
순부채비율 (%)	74.8	19.0	16.9	7.2	(8.4)
이자보상배율 (배)	3.7	8.1	5.4	7.3	8.5
매출채권 회수기간 (일)	51.1	50.7	45.4	45.4	43.8
매입채무 결제기간 (일)	43.9	41.1	36.7	38.4	38.9
재고자산 보유기간 (일)	15.4	14.8	15.5	16.2	16.4
Valuations (배)					
P/E	9.9	7.6	15.9	8.0	6.8
P/B	1.2	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.2	6.6	12.4	6.5	4.9
EV/EBIT	10.5	7.2	13.1	6.5	4.9
배당수익률 (보통, %)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3