

# 현대종합상사 (011760.KS)

## 신규 투자처가 필요한 현대종합상사

연간 순이익 800억원과 2014년말 기준 순현금 2,717억원(무역금융제외) 보유했지만 신규 투자처 부재로 인해 주가 모멘텀 부족. 또 제한된 주가상승 여력, 자원개발부문 이익기여도 확대에 따른 유가 변동성 위험으로 Hold의견 제시. 예멘 LNG 가스전 운 영중단이 장기화되면 현금흐름에 부정적이기 때문에 재가동되는 시점에도 주목

### 투자의견 Hold, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

- 현대종합상사에 대해 투자의견 Hold 및 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 부분가치합산(SOTP) 방식으로 산출했으며, 무역부문 영업가치(EV/EBITDA 8배 적용)와 자원개발부문 광구 별 합산 가치(유가 55달러, WACC(가중평균자본비용 7.0% 적용)의 합계
- 동사에 대한 투자의견으로 Hold 제시. 근거로는 1) 신규 투자처 부재로 인한 주가 상승 모멘텀 부족, 2) 예멘 LNG 가스전 가동중단에 따라 목표주가까지 제한된 주가 상승 여력, 3) 자원개발부문의 세전이익 비중 증가에 따른 유가 변동성 리스크 확대

### 신규 투자처가 필요한 현대종합상사

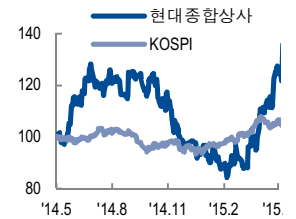
- 무역 부문은 해외 거래처 다변화를 통한 매출 확대 전략, 선별적 거래를 통한 마진 개선 전략 진행 중. 작년 적자였던 화학 부문은 올해 업황 개선으로 흑자 전환 전망
- 자원 개발 부문은 예멘 외에도 오만, 카타르 LNG 등으로부터 연간 180억원의 세전 이익 기대. 유가 1달러 변동 시 자원 개발 부문의 세전이익 민감도는 7.6억원
- 4월 15일 YLNG사는 예멘 정세를 고려하여 수출 중단 결정. 예멘 LNG가스전으로 부터의 수익은 예멘 GDP의 25%(2013년 기준)를 차지하기 때문에 정부군, 반군 모두에게 중요한 자산. 벨류에이션 하향 조정은 시기 상조. 다만, 중단기간에 따라 올해 실적에 받는 영향은 크기 때문에 재가동 시점을 주목해야 할 것
- 2015년 예멘 LNG 가스전 현금 유입에 따른 순이익 급증(739억원, 119% y-y)과 순 현금 규모(무역금융제외 2,717억원, 2014년말 기준) 고려 시 배당지급 확대 가능(배당성향 22% 가정 시 주당배당금 700원). 다만, 신규 사업, 신규 지분투자 계획은 현재까지는 부재. 주가 모멘텀 강화를 위한 투자처 발굴은 앞으로 동사가 해결해야 할 과제

## Hold (신규)

목표주가	45,000원 (신규)
현재가 ('15/06/02)	41,700원
업종	종합상사
KOSPI	2,078.64
KOSDAQ	707.77
시가총액(보통주)	931.2십억원
발행주식수(보통주)	22.3백만주
52주 최고가('15/06/02)	41,700원
최저가('15/02/26)	25,700원
평균거래대금(60일)	9.0십억원
배당수익률(2014)	1.67%
외국인지분율	6.1%
주요주주	
현대중공업	22.4%
KCC	12.0%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	59.8	27.4	38.5
상대수익률	50.1	19.3	31.7

### Price Trend



**Analyst 이민재**  
02)768-7895, minjae.lee@nhwm.com

**Analyst 김동양**  
02)768-7444, dongyang.kim@nhwm.com

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2013	5,083	-7.1	22.0	0.4	108.7	4,867	110.8	7.3	1.3	26.5	21.7	189	101
2014	5,367	5.6	38.9	0.7	33.8	1,512	-68.9	19.8	1.0	15.4	5.4	189	138
2015E	5,411	0.8	50.2	0.9	73.9	3,309	118.9	12.6	1.3	16.2	10.6	183	113
2016F	5,772	6.7	58.1	1.0	89.2	3,997	20.8	10.4	1.2	14.2	11.7	175	75
2017F	6,131	6.2	65.6	1.1	95.3	4,266	6.7	9.8	1.1	12.6	11.4	168	36

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## I. Valuation

**투자의견 Hold**  
**목표주가 45,000원**  
**상승여력 7.9%**

현대상사에 대해 목표주가 45,000원 및 투자의견 Hold를 제시하면서 커버리지를 시작한다 (현 주가 대비 8%의 상승여력 보유). 목표주가 45,000원은 SOTP valuation을 통해 산출되었으며, 2015년 및 2016년 PER기준 12.5배, 10.4배 수준이다.

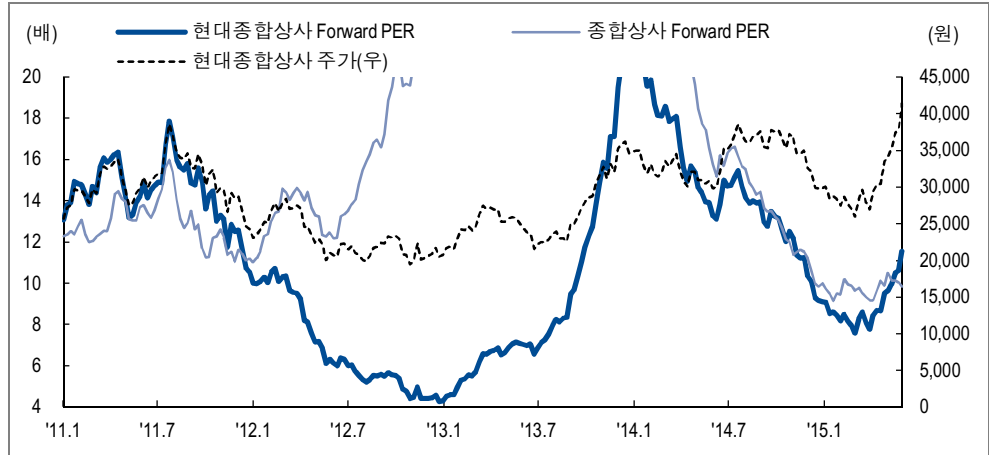
무역부문 가치는 2015년 무역부문 예상 EBITDA 529억원에 8배수를 적용하여 3,971억원으로 산출되었으며, E&P를 제외한 투자유가증권 및 관계기업투자 가치는 장부가인 17억원을 적용했다. E&P부문 가치는 세후 현금흐름에 대한 DCF(현금흐름할인, 할인율 7%)방식을 적용했으며, 최근 정세 불안에 따라 가동 중단으로 30% 할인한 예멘LNG 가스전 2,304억원 등 총 3,433억원으로 산출되었다. 각 부문 가치의 합에 순현금 2,717억원(2014년말 순부채 - 무역금융 차입금)을 더한 적정 NAV는 1조138억원으로 산출되었다.

신규 투자처 부재로 인한 주가 상승 모멘텀 부족, 예멘 LNG 가스전 가동 중단에 따라 목표 주가까지 제한된 주가 상승여력, 자원개발부문의 세전이익 비중 증가에 따른 유가 변동성 리스크 확대 등을 고려하여 현대종합상사에 대한 투자의견을 Hold로 제시한다.

SOTP Valuation		(단위: 십억원, 원)
구분	내역	
무역부문가치 (A)	2015E EBITDA에 EV/EBITDA 8배 적용	397.1
투자자산가치 (B)	E&P제외 합작투자회사 장부가 합계	1.7
E&P부문가치 (C)	각 광구 수입에 대한 DCF (할인율 7%)	343.3
예멘LNG	3.0%, 유가 변동성 리스크에 30% 할인 적용	230.4
오만LNG	1.0%, 유가 변동성 리스크에 30% 할인 적용	55.7
카타르LNG	0.4%, 유가 변동성 리스크에 30% 할인 적용	33.8
기타		23.4
<b>기업가치 (D=A+B+C, 십억원)</b>		<b>742.0</b>
순차입금 (E, 십억원)	총차입금(무역금융제외)-현금성자산(4Q14, IFRS연결기준)	-271.7
<b>NAV (F=D-E, 십억원)</b>		<b>1,013.8</b>
주식수 (G, 백만주)	보통주 합계	22.3
<b>주당 NAV (H=F/G, 원)</b>		<b>45,399</b>
현재주가(원)		41,700
<b>할인율(%)</b>		<b>8.1%</b>
<b>목표주가 (원)</b>		<b>45,000</b>

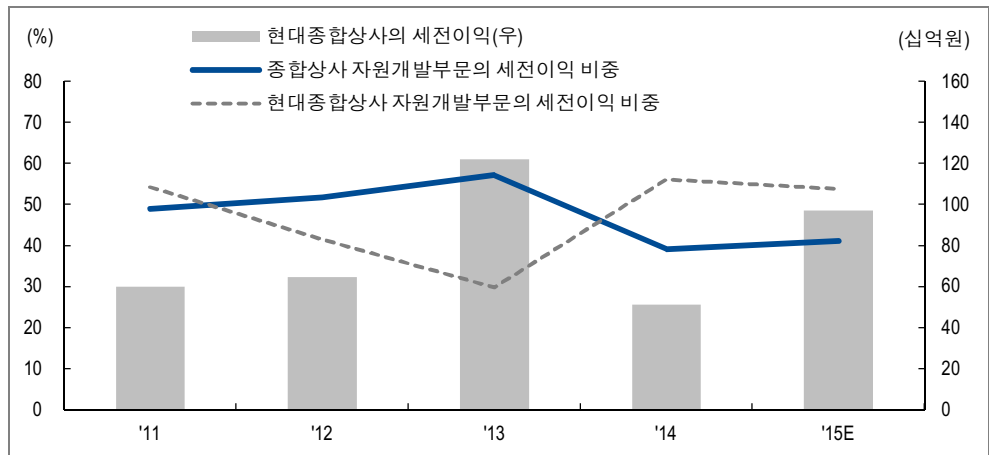
주: 투자유가증권의 가치는 6월 2일 종가 기준임  
 자료: NH투자증권 리서치센터 추정

주가급등으로 밸류에이션 부담이 생긴 현대중합상사



주: PER구간을 4~20배로 설정  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

2015년부터 증가하는 자원개발부문의 세전이익



주: 2015년 예멘 LNG 가스전 수익은 9개월치만 반영  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

## II. 자원개발현황

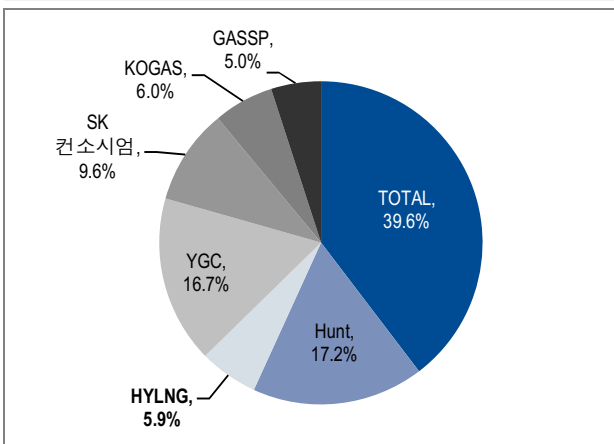
### 유가 1달러 변동 시, 세전이익은 7.6억원 변동

현대중합상사는 1981년 호주 Drayton 석탄개발 합작계약 체결(한국 최초 자원개발 프로젝트) 등 현재 5개 E&P 프로젝트의 지분을 보유하고 있다. 그 중 예멘LNG, 카타르LNG, 오만 LNG로부터 연간 550억원의 세전이익이 발생될 전망이다.

작년 4분기부터 수익이 인식된 예멘LNG 가스전의 경우, 현대중합상사는 한국가스공사와의 합작법인인 HYLNG(YLNG 지분 5.98% 보유)의 지분 51%를 보유하고 있다. 4월 15일, YLNG 측의 생산 중단 결정에도 불구하고, 2015년 HYLNG로부터 270억원의 지분법 이익(3개월 가동 중단 가정)이 기대된다.

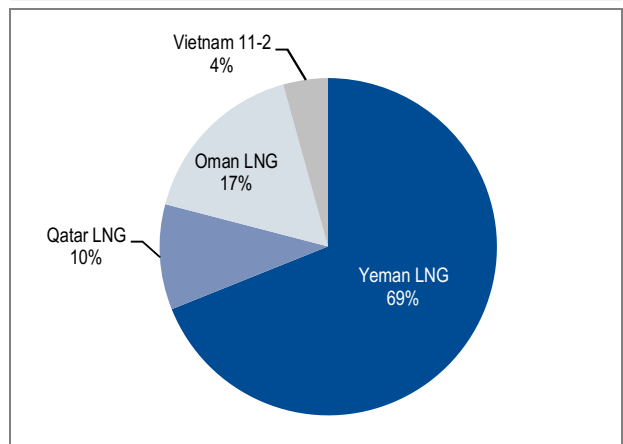
지난 4분기 유가 하락으로 현대중합상사가 보유한 자원개발 프로젝트의 수익성 저하가 우려됐으나 유가 반등(3월 중순 저점대비 37% 상승)으로 주가도 동반 상승했다. 유가 1달러/bbl 변동 시 7.6억원 세전이익이 변동되는 것으로 추정된다.

예멘 LNG 지분구조



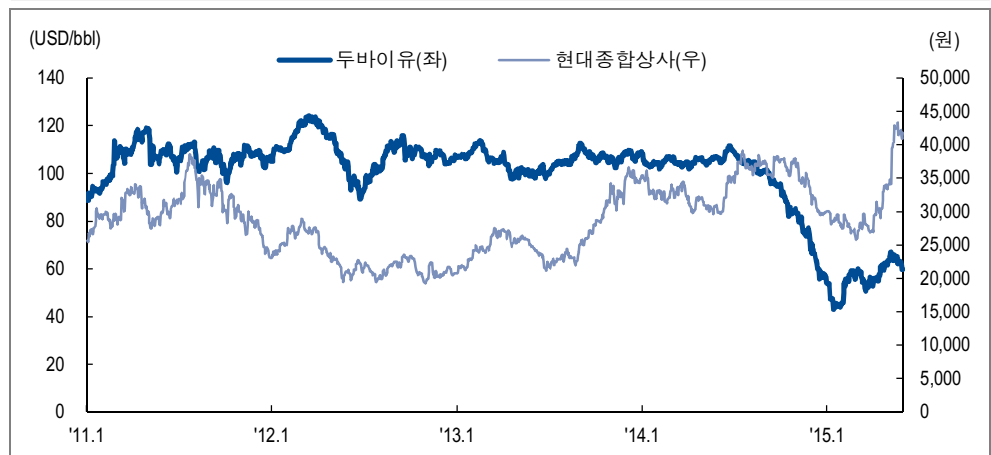
자료: 현대중합상사, NH투자증권 리서치센터

현대중합상사 자원개발 프로젝트 별 가치 비중



자료: NH투자증권 리서치센터

### 두바이유와 현대중합상사 주가 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

	2014	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F	2020~2034F
연간 생산량(만톤)	730	730	730	730	730	730	730
총매출(백만달러)	2,106.0	1,341.0	1,481.5	1,523.1	1,556.4	1,556.4	1,556.4
(-) 로열티	42.1	26.8	29.6	30.5	62.3	62.3	62.3
(-) 운영비	176.2	179.7	183.3	187.0	190.7	194.6	198.5
(-) 예멘정부지분	189.5	120.7	133.3	137.1	140.1	202.3	202.3
(-) 기타	269.5	161.5	165.7	167.0	168.0	107.8	107.8
<b>현대상사 총수익</b>	<b>57.9</b>	<b>27.0</b>	<b>36.5</b>	<b>36.7</b>	<b>35.7</b>	<b>34.4</b>	<b>33.1</b>
환율(원/달러)	1,052.0	1,110.0	1,010.0	980.0	960.0	930.0	900.0
유가(달러/bbl)	93.0	55.0	60.8	62.5	63.8	63.8	63.8

주: 2015년은 9개월만 가동  
 자료: Dart, 현대종합상사, NH투자증권 리서치센터 추정

사업명	지분	투자금액 (백만달러)	투자형태(수익인식)	배당기간	2010	2011	2012	2013	2014
카타르LNG	0.4%	4.7	이익분배방식(배당금)	2001-2024	12.5	17.3	12.9	14.2	0.0
오만LNG	1.0%	1.6	이익분배방식(지분법)	2002-2024	15.4	18.5	21.5	22.0	18.6
베트남11-2	4.9%	55.8	생산물분배(매출연동)	2007-2028	4.3	5.5	2.6	4.5	0.5
예멘LNG	3.0%	115.3	이익분배방식(지분법)	2012-2034	-	-	6.0(백만달러)	37.5(백만달러)	54.6(백만달러)
		183.4			34.5	44.2	37.8	41.1	34.3

자료: Dart, 현대종합상사, NH투자증권 리서치센터 추정

유가/환율	900	950	1,000	1,050	1,100	1,150	1,200
40	22.3	23.5	24.8	26.0	27.2	28.5	29.7
45	24.6	25.9	27.3	28.7	30.0	31.4	32.8
50	26.9	28.3	29.8	31.3	32.8	34.3	35.8
55	29.1	30.8	32.4	34.0	<b>35.6</b>	37.2	38.9
60	31.4	33.2	34.9	36.7	38.4	40.2	41.9
65	33.7	35.6	37.5	39.3	41.2	43.1	45.0
70	36.0	38.0	40.0	42.0	44.0	46.0	48.0
75	38.3	40.4	42.5	44.7	46.8	48.9	51.1
80	40.6	42.8	45.1	47.3	49.6	51.8	54.1

주: 예멘 LNG 가스전 12개월 정상 가동 가정  
 자료: Dart, 현대종합상사, NH투자증권 리서치센터 추정

**예멘LNG 지역상황**

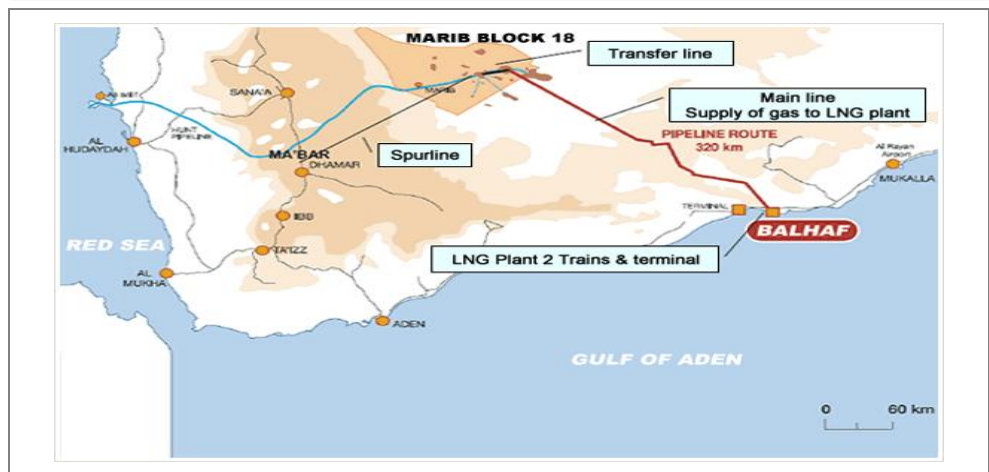
2015년 4월 15일, YLNG사는 수출을 전면 중단하며 Total사(YLNG 지분 39.6% 보유)직원을 인근 지역으로 철수시켰다고 발표했다.

34년간 재임해온 알리 압둘라 살레 예멘 전 대통령은 2010년말 시작된 아랍의 봄 당시 리비아나 이집트의 독재자들과 달리 축출된 이후에도 지배력을 확보하고 있었다. 살레 전 대통령은 자신을 압박해오던 압드라부 만수르 하디 현 대통령에 응수하고자 지역 반 정부 세력인 알 후티를 비밀리에 지원해 분쟁이 시작됐다.

알 후티는 과족지세로 남하하여 수도 사나를 장악하고 항구도시 아덴을 위협했다. 시아파였던 알 후티의 세력 확대를 경계한 사우디(수니파)도 예멘에 대한 군사개입에 나섰다. 예멘 국내 정정이 불안해지며 알카에다, IS 등의 테러 단체들은 활동 범위를 확대했다. 외국인에게 테러 위협을 가했고 이에 YLNG는 수출을 중단하게 되었다.

예멘 LNG 가스는 예멘 중부 마리브주의 가스전에서 생산된다. 이후 320km 떨어진 샤프와주 남부 발하프 항구를 통해 연 30회로 나뉘어 수출된다. 또 예멘 LNG 가스전으로부터의 수입은 예멘 전체 GDP의 25% 이상을 차지한다. 즉, 예멘 정부이든, 반군이든 예멘 LNG 가스전은 모두에게 중요하다. 어느 쪽이든 종전 후 예멘 LNG 가스전은 즉시 가동시킬 것이다. 현 대상사 밸류에이션에서 예멘 LNG 가스전을 하향 조정하는 것은 시기상조라 판단된다. 다만, 중단기간에 따라 2015년 실적이 받는 영향은 크기 때문에 재가동 시점을 주목해야 할 것이다.

**예멘 LNG 가스전 및 수출항구**



자료:한국석유공사

### III. 실적전망 및 기타 투자포인트

**2015년 매출액 5조 4,113억원, 영업이익 502억원, 순이익 741억원 전망**

현대종합상사는 2015년 연결 기준 매출액 5조 4,113억원(+1% y-y), 영업이익 502억원(+29%), 순이익 741억원(+119%)을 달성할 전망이다. 무역 사업에서는 해외 거래처 다변화, 선별적 개선 등을 통해 소폭의 매출 성장 및 영업이익 개선이 기대된다. 또 자원개발 사업에서는 작년 4분기 예멘 LNG 투자금 회수가 완료됨에 따라 39억원이 손익에 반영되기 시작했다. 2015년 예멘 LNG로부터 260억원의 지분법 이익이 기대된다(유가 55달러, 3개월 가동 중단 가정).

예멘 LNG 가스전의 4월 15일 생산 중단으로 인해 2분기 지분법 이익은 감소되겠지만 현지 상황에 대한 언론 보도와 여러 정황 등을 살펴보면 빠른 시일 내에 재가동될 것으로 기대된다.

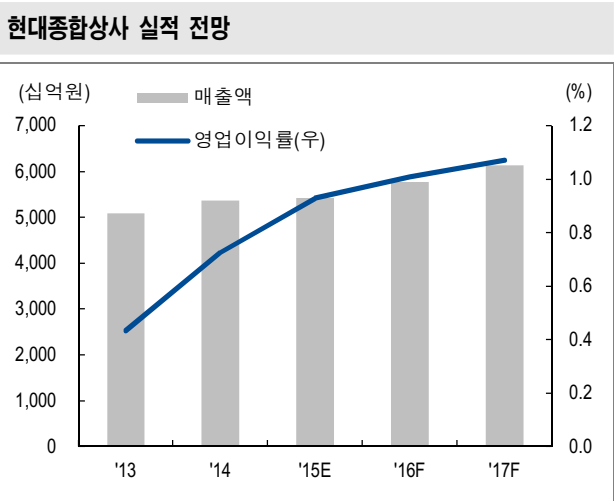
**외형확대와 마진 개선중인 무역부문**

철강, 화학 부문은 매출의 68%를 차지한다. 철강 부문은 해외 거래처 다변화를 통한 매출 확대 전략, 화학 부문은 선별적 거래를 통한 마진 개선 전략을 진행 중이다. 특히 화학 부문 영업이익은 31억원으로 흑자전환이 기대된다.

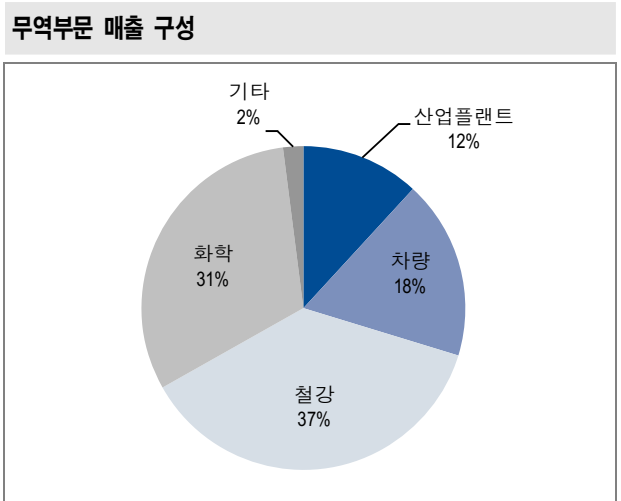
2009년 현대중공업 그룹 편입 후 시너지가 기대되던 산업플랜트 부문은 모기업인 현대중공업의 실적 부진으로 인해 확대되지 못하고 있다. 유가 하락, 경쟁 심화 등에 따라 단기적으로 반등이 이뤄지긴 힘들 전망이다. 다만, 범 현대 계열사와의 시너지를 통해 작년도 흑자 기조는 올해도 이어질 전망이다.

**연간 500억원의 영업이익과 450억원 이상의 기타영업외이익**

동사는 2014년말 기준 순현금이 2,717억원이고, 매년 무역 부문 500억원, 자원개발 부문 450억원 등 총 950억원 이상의 세전이익이 기대된다. 동사는 해당 현금으로 투자처를 발굴하여 추가 모멘텀 강화에 주력해야 할 것이다.



자료: Dart, NH투자증권 리서치센터



자료: Dart, NH투자증권 리서치센터

현대종합상사 부문별 실적 전망									(단위: 십억원, %)			
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15F	4Q15F	2013	2014	2015E	2016F
<b>매출액</b>	1,268	1,378	1,362	1,359	1,198	1,418	1,397	1,398	5,083	5,367	5,411	5,772
증감률(%)	4.3	-4.1	9.2	14.8	-5.5	3.0	2.6	2.8	-7.1	5.6	0.8	6.7
산업플랜트	130	186	146	181	231	183	145	180	790	643	739	749
차량	291	333	259	332	183	334	260	335	1,158	1,215	1,112	1,130
철강	515	528	553	552	628	546	574	562	1,813	2,148	2,311	2,507
화학	437	468	556	476	380	483	578	496	1,760	1,937	1,938	2,024
기타	28	28	29	32	33	29	31	33	82	117	126	148
<b>매출총이익</b>	<b>30</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>123</b>	<b>126</b>	<b>132</b>	<b>143</b>
판관비	22	20	20	25	22	23	22	14	101	87	82	85
인건비	11	11	11	11	11	11	11	3	47	44	36	36
상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	6	2	3	3
<b>영업이익</b>	<b>8.1</b>	<b>8.1</b>	<b>12.0</b>	<b>10.6</b>	<b>10.5</b>	<b>10.3</b>	<b>13.3</b>	<b>16.1</b>	<b>22.0</b>	<b>38.9</b>	<b>50.2</b>	<b>58.1</b>
증감률(%)	25.7	-0.2	20.0	TTP	29.4	26.3	10.8	51.4	-23.8	77.2	29.0	15.8
<b>영업이익률(%)</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
기타영업외손익	11	9	4	-12	18	2	12	16	100	11	47	59
세전순이익	19	17	16	0	29	12	25	31	122	51	97	117
<b>순이익</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>-3</b>	<b>24</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>108</b>	<b>34</b>	<b>74</b>	<b>89</b>
증감률(%)	3.2	0.8	-80.5	TTL	103.8	-32.2	53.9	TTP	109.6	-68.7	118.9	20.8

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

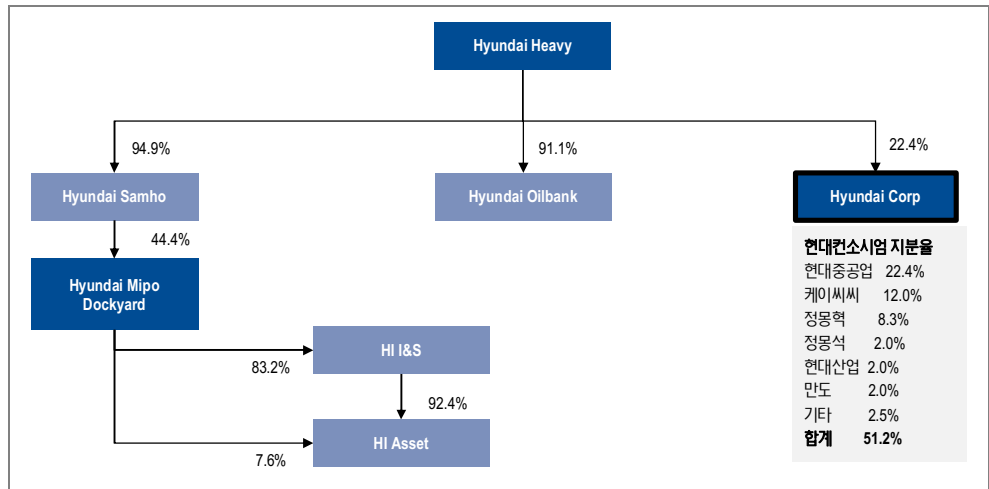


**지배구조**  
**예멘 LNG 가스전**  
**정상화에 따라 확대될**  
**주당배당금**

현대종합상사는 2003년 현대그룹에서 계열 분리되며 채권단 공동관리를 받다 2009년 현대 컨소시엄에 총 51.2%(현대중공업 22.4%, KCC 12.0%, 정몽혁 8.3% 등) 지분이 인수되며 범 현대가(현대중공업 그룹)로 돌아왔다.

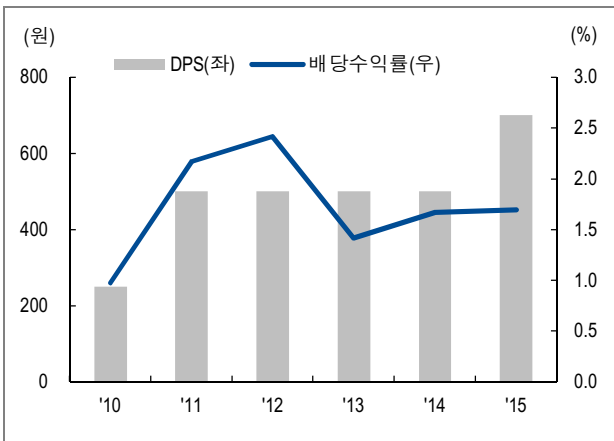
동사는 2011년 이후 꾸준히 500원의 배당금을 지급하며 1.5 ~ 2.5% 사이의 배당수익률을 유지했다. 예멘 LNG 가스전이 재가동되면 수익 인식이 재개됨에 따라 700원의 주당배당금 (배당성향 22% 가정)이 전망된다(2011~ 2014년 평균 배당성향 23%).

**현대종합상사 지배구조**



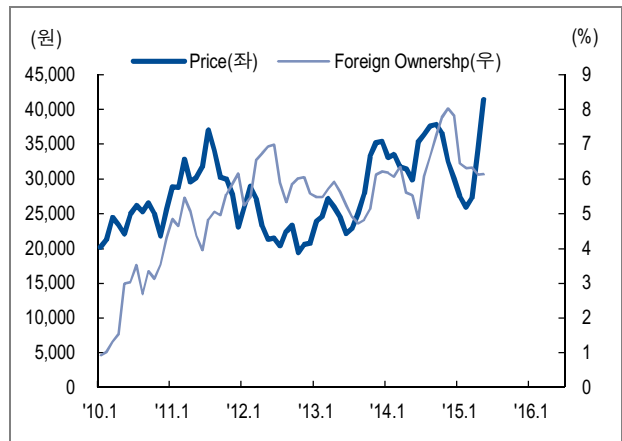
자료: Dart, NH투자증권 리서치센터 전망

**배당수익률 전망**



자료: Dart, NH투자증권 리서치센터

**외국인 지분을 추이**



자료: Dart, NH투자증권 리서치센터

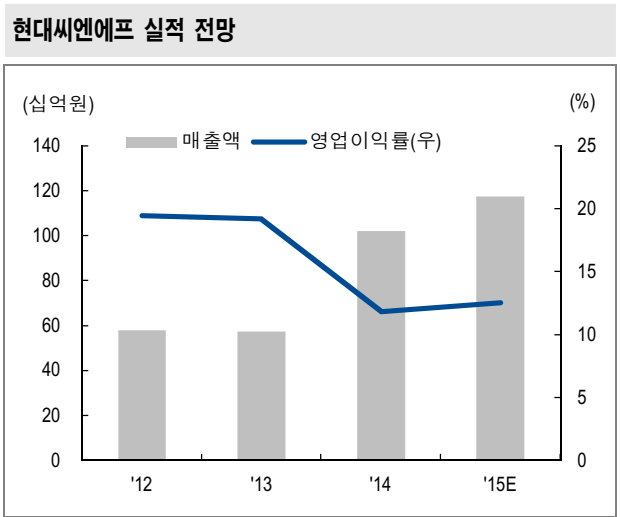
**5월 27일,  
현대중합상사  
인적분할 결정**

현대중합상사는 5월 27일 분할 계획을 공시했다. 기존 현대중합상사의 브랜드 부문과 신사업을 인적분할하여 신설법인인 현대씨엔에프를 설립하기로 했다. 분할비율은 존속법인인 현대중합상사 59.24%, 신설법인인 현대씨엔에프 40.76%으로 결정됐다. 기존 주주들은 기존 지분율에 해당하는 신설법인의 주식을 배정받을 예정이다. 분할 완료시점은 10월 1일이고 분할 이후 현대씨엔에프는 10월말 상장될 예정이다. 존속법인인 현대중합상사는 무역부문과 자원 개발부문에 집중하고, 신설법인인 현대씨엔에프는 브랜드 사업의 가치 제고와 신사업의 다각화에 집중하기 위해 분할한다고 목적을 밝히고 있다.

신설법인의 가치는 1,473억원으로 추정된다. 2015년 예상 EBITDA 147억원에 EV/EBITDA 10배를 곱한 수치로 분할 이전 현대중합상사 기업가치의 14% 규모이다. 브랜드 사업은 'HYUNDAI'라는 상표를 통신기기, 기계, 공구, 공조기계 등 다양한 상품에 이용하는 권리를 부여하고 있고, 2014년말 기준 매출액 188억원, 영업이익 98억원, 신사업은 육류의 수입 및 유통을 담당하고 있으며 2014년말 매출액 837억원, 영업이익 6억원을 기록했다.

현대중합상사 분할일정	
주요업무	일정
이사회 결의일	2015년 5월 27일
분할계획서 작성일	2015년 5월 27일
분할 주주총회를 위한 주주확정일	2015년 6월 30일
분할계획서 승인을 위한 주주총회일	2015년 8월 28일
분할기일	2015년 10월 1일
분할보고총회일 및 창립총회일	2015년 10월 2일
매매거래 정지	2015년 9월 25일
변경상장 및 재상장일	2015년 10월 23일

자료: Dart, NH투자증권 리서치센터



자료: Dart, NH투자증권 리서치센터

**STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME**

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	5,367	5,411	5,772	6,131
증감률 (%)	5.6	0.8	6.7	6.2
매출원가	5,241	5,279	5,629	5,978
매출총이익	126	132	143	154
Gross 마진 (%)	2.3	2.4	2.5	2.5
판매비와 일반관리비	87	82	85	88
영업이익 (GP-SG&A)	39	50	58	66
증감률 (%)	77.2	29.0	15.8	12.8
OP 마진 (%)	0.7	0.9	1.0	1.1
EBITDA	52	65	71	77
영업외손익	12	47	59	60
금융수익(비용)	-1	7	10	10
기타영업외손익	3	3	3	3
종속 및 관계기업관련손익	10	37	47	47
세전계속사업이익	51	97	117	125
법인세비용	17	23	28	30
계속사업이익	34	74	89	96
당기순이익	34	74	89	96
증감률 (%)	-68.7	118.9	20.8	6.7
Net 마진 (%)	0.6	1.4	1.6	1.6
지배주주지분 순이익	34	74	89	95
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	50	0	0	0
총포괄이익	84	74	89	96

**VALUATION INDEX**

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	19.8	12.6	10.4	9.8
PER (High,X)	26.6	12.9	10.7	10.0
PER (Low,X)	18.8	7.6	6.3	5.9
PBR (X)	1.0	1.3	1.2	1.1
PBR (High,X)	1.3	1.3	1.2	1.1
PBR (Low,X)	1.0	0.8	0.7	0.6
PCR (X)	11.7	23.3	19.0	17.0
PSR (X)	0.1	0.2	0.2	0.2
PEG (X)	0.5	1.2	1.8	1.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.0	0.9	0.9	0.9
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.5	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA (X)	15.4	16.2	14.2	12.6
EV/EBIT (X)	20.8	20.8	17.3	14.8
Enterprise Value	809	1,045	1,008	969
EPS CAGR (3년) (%)	41.3	10.7	5.6	5.4
EBITPS CAGR (3년) (%)	19.0	13.4	11.6	10.7
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	13.6	9.0	8.4	8.3
주당EBIT (W)	1,742	2,248	2,604	2,936
주당EBITDA (W)	2,350	2,889	3,173	3,447
EPS (W)	1,512	3,309	3,997	4,266
BPS (W)	29,839	32,448	35,745	39,311
CFPS (W)	2,560	1,791	2,190	2,458
SPS (W)	240,343	242,337	258,476	274,581
DPS (W)	500	700	700	700

**CASH FLOW STATEMENT**

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	-60	29	37	41
당기순이익	34	74	89	96
+ 유무형자산상각비	14	14	13	11
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-10	-37	-47	-47
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	57	40	49	55
- 운전자본의증가(감소)	-139	-22	-18	-19
투자활동 현금흐름	76	7	15	14
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-3	-3	-3	-3
+ 투자자산의매각(취득)	0	14	22	21
Free Cash Flow	-63	26	34	38
Net Cash Flow	15	36	52	54
재무활동 현금흐름	39	13	10	12
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	39	13	10	12
현금의증가	51	49	62	66
기말현금 및 현금성자산	306	355	417	483
기말 순부채(순현금)	138	113	75	36

**RIM & EVA**

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	0.5	5.1	7.8	7.4
Residual Income	3.4	35.7	47.5	49.3
12M RIM Target Price (W)				
EVA				
투자자본	481.7	496.4	514.0	534.3
세후영업이익	48.4	43.5	49.8	55.7
투자자본이익률 (%)	10.8	8.9	9.9	10.6
투자자본이익률 - WACC (%)	7.5	5.8	7.1	7.8
EVA	36.2	28.6	36.7	41.8
DCF				
EBIT	38.9	50.2	58.1	65.6
+ 유무형자산상각비	14	14	13	11
- CAPEX	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
- 운전자본증가(감소)	-125.6	-23.0	-24.3	-25.7
Free Cash Flow for Firm	162.0	72.6	78.3	84.0
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.4	1.8	2.0	2.1
자기자본비용 (COE)	4.8	5.5	3.9	3.9
WACC(%)	3.2	3.1	2.7	2.8

**STATEMENT OF FINANCIAL POSITION**

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	306	355	417	483
매출채권	774	817	863	911
유동자산	1,433	1,545	1,674	1,810
유형자산	5	6	6	6
투자자산	423	446	471	498
비유동자산	494	509	527	548
자산총계	1,927	2,054	2,201	2,358
단기성부채	445	469	495	523
매입채무	577	609	643	679
유동부채	1,146	1,210	1,277	1,348
장기성부채	15	15	15	15
장기충당부채	6	7	7	7
비유동부채	114	119	125	131
부채총계	1,260	1,329	1,402	1,479
자본금	112	112	112	112
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	294	352	425	505
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	667	725	799	879

**PROFITABILITY & STABILITY**

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	5.4	10.6	11.7	11.4
총자산이익률 (ROA) (%)	1.9	3.7	4.2	4.2
투자자본이익률 (ROIC) (%)	10.8	8.9	9.9	10.6
EBITDA/ 자기자본 (%)	7.9	8.9	8.9	8.8
EBITDA/ 총자산 (%)	2.7	3.1	3.2	3.3
배당수익률 (%)	1.7	1.7	1.7	1.7
배당성향 (%)	33.1	21.2	17.5	16.4
총현금배당금 (십억원)	11	16	16	16
보통주 주당현금배당금(W)	500	700	700	700
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	20.7	15.5	9.4	4.1
총부채/ 자기자본 (%)	188.8	183.2	175.4	168.2
순이자비용/ 매출액 (%)	460	484	510	537
EBIT/ 순이자비용 (X)	0.1	0.1	0.1	0.1
유동비율 (%)	6.1	9.0	9.9	10.6
당좌비율 (%)	125.0	127.7	131.1	134.3
총발행주식수 (mn)	22	22	22	22
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	30,000	41,400	41,400	41,400
시가총액 (십억원)	670	924	924	924