

현대종합상사 (011760.KS)

Company Comment | 2015. 7. 10

예멘 LNG 가스전 재가동 시점에 주목하자

2분기 실적은 예상치 부합 추정. 무역사업은 양호하나 유가 하락과 예멘 LNG 가스전 가동 중단 장기화로 자원개발사업은 부진할 것으로 추정. 현재 밸류에이션 하단(PER 8.6배)에서 거래되고 있지만 단기적으로 주가 회복 유인 부족. 결국, 예멘 LNG 가스 전 재가동될 것으로 추정되는 4분기에 동사의 저평가도 해소될 것으로 기대

2분기 Preview: 양호한 무역사업, 아쉬운 자원개발사업

- 현대종합상사의 2분기 매출액, 영업이익과 세전이익은 각각 1조3,787억원(+0.1% y-y), 102억원(+26% y-y), 117억원(-30% y-y)으로 당사 예상치에 부합한 것으로 추정. 무역사업은 화학부문의 흑자전환, 마진이 높은 품목을 중심으로 한 선별적 거래 확대로 양호. 자원개발사업은 전년대비 하락한 유가(-44%, y-y)와 예멘LNG 가동중단 영향으로 부진(1분기에는 예멘 LNG 가스전으로부터 100억원의 지분법이익 인식함)
- 한편, 6월 16일, 현대로템과 공동으로 우크라이나 전동차 유지보수 연장계약 체결했다고 발표(3년, 447억원). 범 현대 계열사와 지속적으로 시너지 내고 있는 중

예멘 LNG 가스전은 여전히 가동 중단

- 예멘 LNG 가스전은 4월 15일 이후 가동 중단 상태. 최근 다국적군 공습 강화와 테러단체 활동 확대에 따른 치안 불안으로 3분기 내 가동도 쉽지 않을 전망. 다만, 2, 3 분기가 원래 계절적 비수기라는 점(2014년 전 세계 천연가스 2, 3분기 소비 비중은 각각 15.7%, 16.0%), 최근 유가가 약세인 점까지 고려한다면 현 상황이 부정적이지 않은 않음

밸류에이션 하단. 그렇기 때문에 예멘 LNG 가스전 재가동 시점이 중요

- 주가는 6월 초 역대 최고가(43,000원) 대비 28% 하락. 12개월 forward PER기준 8.6배에서 거래되고 있어 밸류에이션은 매력적인 수준. 그러나 예멘 LNG 가스전 가동 중단, 신규사업 부재로 인해 주가 회복 유인은 부족함
- 결론적으로 예멘 LNG 가스전이 재가동될 것으로 추정되는 4분기에 저평가도 해소될 전망

현대종합상사 2분기 실적 Preview (단위: 십억원, %)

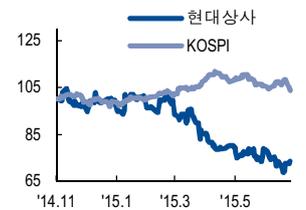
	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E					3Q15F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	Consen	
매출액	1,378	1,362	1,359	1,198	1,379	0.1	15.1	1,418	1,422	1,412
영업이익	8.1	12.0	10.6	10.5	10.2	25.9	-2.5	10.3	11.8	13.6
영업이익률	0.6	0.9	0.8	0.9	0.7			0.7	0.8	1.0
세전이익	16.7	15.8	-0.3	28.5	11.7	-29.6	-58.9	12.3	20.2	17.8
(지배지분)순이익	13.4	11.9	-3.3	23.9	8.7	-35.2	-63.8	9.1	15.0	13.1

주: K-IFRS 연결 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Hold (유지)

목표주가	45,000원 (유지)
현재가 ('15/07/09)	30,900원
업종	종합상사
KOSPI	2,027.81
KOSDAQ	726.01
시가총액(보통주)	673.2십억원
발행주식수(보통주)	22.3백만주
52주 최고가('15/06/02)	42,600원
최저가('15/02/16)	25,700원
평균거래대금(60일)	5.0십억원
배당수익률(2014)	1.67%
외국인지분율	6.8%

Price Trend



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

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

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	5,366.8	5,399.6	5,765.3	6,120.7
	- 수정 전		5,411.3	5,771.7	6,131.3
	- 변동률		-0.2	-0.1	-0.2
영업이익	- 수정 후	38.9	49.3	56.6	63.3
	- 수정 전		50.2	58.1	65.6
	- 변동률		-1.8	-2.7	-3.4
영업이익률(수정 후)		0.7	0.9	1.0	1.0
EBITDA		52.5	63.6	69.3	74.7
(지배지분)순이익		33.8	73.1	88.3	94.0
EPS	- 수정 후	1,512	3,273	3,955	4,211
	- 수정 전		3,309	3,997	4,266
	- 변동률		-1.1	-1.0	-1.3
PER		19.8	9.4	7.8	7.3
PBR		1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA		15.4	12.4	10.8	9.5
ROE		5.4	10.5	11.6	11.3

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

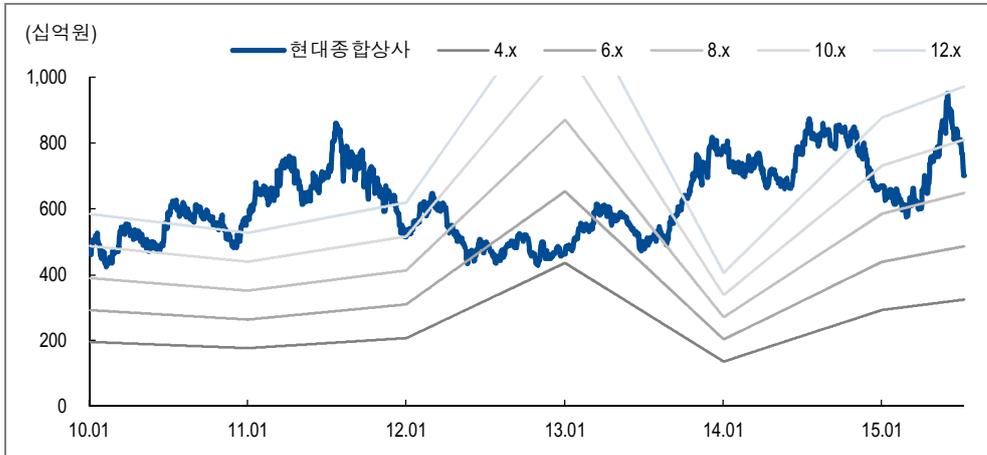
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15F	4Q15F	2013	2014	2015E	2016F
매출액	1,268	1,378	1,362	1,359	1,198	1,379	1,412	1,411	5,083	5,367	5,400	5,765
증감률(%)	4.3	-4.1	9.2	14.8	-5.5	0.1	3.7	3.8	-7.1	5.6	0.6	6.8
산업플랜트	130	186	146	181	231	180	144	180	790	643	736	744
차량	291	333	259	332	183	328	260	334	1,158	1,215	1,105	1,121
철강	515	528	553	552	628	537	573	561	1,813	2,148	2,299	2,490
화학	437	468	556	476	380	475	577	495	1,760	1,937	1,928	2,010
기타	28	28	29	32	33	29	31	33	82	117	126	148
매출총이익	30	28	32	36	33	33	36	29	123	126	131	142
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
영업이익	8.1	8.1	12.0	10.6	10.5	10.2	13.6	15.0	22.0	38.9	49.3	56.6
증감률(%)	25.7	-0.2	20.0	TTP	29.4	25.9	13.3	40.6	-23.8	77.2	26.7	14.7
영업이익률(%)	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9	0.7	1.0	1.1	0.4	0.7	0.9	1.0
기타영업외손익	11	9	4	-12	18	1	4	24	100	11	47	61
세전순이익	19	17	16	0	29	12	18	38	122	51	96	117
순이익	12	13	12	-3	24	9	13	27	108	34	73	89
증감률(%)	3.2	0.8	-80.5	TTL	103.8	-35.2	10.3	TTP	109.6	-68.7	116.5	20.8

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

세전이익 기준으로 본 예멘 LNG 가스전 유가 민감도 분석					(단위: US\$/bbl, 원, 십억원)		
유가/환율	900	950	1,000	1,050	1,100	1,150	1,200
40	21.8	23.0	24.3	25.5	26.7	27.9	29.1
45	24.1	25.5	26.8	28.1	29.5	30.8	32.2
50	26.4	27.9	29.3	30.8	32.3	33.7	35.2
55	28.7	30.3	31.9	33.5	35.1	36.7	38.3
60	31.0	32.7	34.4	36.1	37.9	39.6	41.3
65	33.3	35.1	37.0	38.8	40.7	42.5	44.4
70	35.6	37.5	39.5	41.5	43.5	45.4	47.4
75	37.8	39.9	42.0	44.1	46.3	48.4	50.5
80	40.1	42.4	44.6	46.8	49.0	51.3	53.5

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

현재 12개월 forward PER 기준 8.6 배에서 거래중인 현대중합상사



자료: NH투자증권 리서치센터, DataGuide

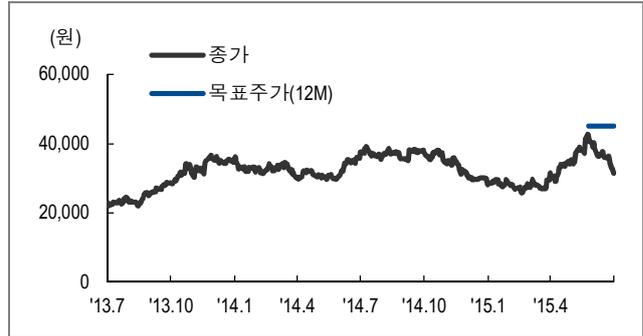
STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2013/12A	2014/12A	2015/12E	2016/12F		2013/12A	2014/12A	2015/12E	2016/12F
매출액	5,083	5,366.8	5,400	5,765	PER (X)	7.3	19.8	9.4	7.8
증감률 (%)	-7.1	5.6	0.6	6.8	PER (High,X)	7.6	26.6	13.1	10.9
매출원가	4,959	5,241	5,269	5,623	PER (Low,X)	4.2	18.8	7.7	6.4
매출총이익	123	126	131	142	PBR (X)	1.3	1.0	1.0	0.9
Gross 마진 (%)	2.4	2.3	2.4	2.5	PBR (High,X)	1.4	1.3	1.3	1.2
판매비와 일반관리비	101	87	82	85	PBR (Low,X)	0.8	1.0	0.8	0.7
영업이익 (GP-SG&A)	22	38.9	49	57	PCR (X)	8.2	11.7	17.2	13.7
증감률 (%)	-23.8	77.2	26.7	14.7	PSR (X)	0.2	0.1	0.1	0.1
OP 마진 (%)	0.4	0.7	0.9	1.0	PEG (X)	-1.1	0.5	0.9	1.4
EBITDA	34	52	64	69	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.2	1.1	0.8	0.7
영업외손익	100	12	47	61	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.3	1.6	1.1	1.0
금융수익(비용)	-10	-1	9	8	EV/EBITDA (X)	26.5	15.4	12.4	10.8
기타영업외손익	88	3	1	7	EV/EBIT (X)	40.6	20.8	16.0	13.3
종속 및 관계기업관련손익	22	10	36	45	Enterprise Value	892	809	787	751
세전계속사업이익	122	51	96	117	EPS CAGR (3년) (%)	-6.7	40.7	10.8	5.5
법인세비용	14	17	23	29	EBITPS CAGR (3년) (%)	37.1	17.6	12.5	10.8
계속사업이익	108	34	73	89	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	27.2	12.5	8.2	7.7
당기순이익	108	33.9	73	89	주당EBIT (W)	983	1,742	2,208	2,534
증감률 (%)	109.6	-68.7	116.5	20.8	주당EBITDA (W)	1,508	2,350	2,849	3,102
Net 마진 (%)	2.1	0.6	1.4	1.5	EPS (W)	4,867	1,512	3,273	3,955
지배주주지분 순이익	109	34	73	88	BPS (W)	26,591	29,839	32,412	35,668
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	CFPS (W)	4,340	2,560	1,801	2,248
기타포괄이익	85	50	0	0	SPS (W)	227,611	240,343	241,812	258,187
총포괄이익	193	84	73	89	DPS (W)	500	500	700	700

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2013/12A	2014/12A	2015/12E	2016/12F		2013/12A	2014/12A	2015/12E	2016/12F
영업활동 현금흐름	78	-60	29	38	RIM				
당기순이익	108	34	73	89	Spread (FROE-COE) (%)	15.4	-1.3	3.2	5.9
+ 유무형자산상각비	12	14	14	13	Residual Income	77.1	-8.2	22.2	32.7
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-95	-10	-36	-45	12M RIM Target Price (W)				
+ 외화환산손실(이익)	-2	-1	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0	투자자본	418.6	481.7	495.8	513.4
Gross Cash Flow	97	57	40	50	세후영업이익	46.6	48.4	42.8	48.2
- 운전자본의증가(감소)	-38	-139	-22	-18	투자자본이익률 (%)	10.1	10.8	8.8	9.6
투자활동 현금흐름	44	76	6	13	투자자본이익률 - WACC (%)	6.0	6.9	5.0	6.2
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	EVA	24.9	33.2	24.7	31.8
- 유형자산의증가(CAPEX)	0	-3	-3	-3	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	11	0	13	20	EBIT	22.0	38.9	49.3	56.6
Free Cash Flow	77	-63	26	35	+ 유무형자산상각비	12	14	14	13
Net Cash Flow	122	15	36	51	- CAPEX	-0.3	-3.0	-3.0	-3.0
재무활동 현금흐름	-180	39	13	10	- 운전자본증가(감소)	-2.7	-125.6	-23.0	-24.3
자기자본 증가	0	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	33.6	162.0	71.9	76.8
부채증감	-180	39	13	10	WACC				
현금의증가	-59	51	49	61	타인자본비용 (COD)	3.0	2.4	1.8	2.0
기말현금 및 현금성자산	255	306	355	416	자기자본비용 (COE)	6.3	6.7	7.3	5.7
기말 순부채(순현금)	101	138	113	77	WACC(%)	4.2	3.9	3.8	3.4

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2013/12A	2014/12A	2015/12E	2016/12F		2013/12A	2014/12A	2015/12E	2016/12F
현금및현금성자산	255	306	355	416	자기자본이익률 (ROE) (%)	21.7	5.4	10.5	11.6
매출채권	629	774	817	863	총자산이익률 (ROA) (%)	6.0	1.9	3.7	4.2
유동자산	1,226	1,433	1,545	1,673	투자자본이익률 (ROIC) (%)	10.1	10.8	8.8	9.6
유형자산	4	5	6	6	EBITDA/ 자기자본 (%)	5.7	7.9	8.8	8.7
투자자산	359	423	446	471	EBITDA/ 총자산 (%)	2.0	2.7	3.1	3.1
비유동자산	493	494	508	527	배당수익률 (%)	1.4	1.7	2.3	2.3
자산총계	1,718	1,927	2,054	2,200	배당성향 (%)	10.3	33.1	21.4	17.7
단기성부채	375	445	469	495	총현금배당금 (십억원)	11	11	16	16
매입채무	499	577	609	643	보통주 주당현금배당금(W)	500	500	700	700
유동부채	1,017	1,146	1,210	1,277	순부채(현금) 자기자본 (%)	17.0	20.7	15.6	9.6
장기성부채	33	15	15	15	총부채/ 자기자본 (%)	189.1	188.8	183.4	175.8
장기충당부채	3	6	7	7	순이자비용/ 매출액 (%)	408	460	484	510
비유동부채	106	114	119	125	EBIT/ 순이자비용 (X)	0.3	0.1	0.1	0.1
부채총계	1,124	1,260	1,329	1,402	유동비율 (%)	1.4	6.1	8.8	9.6
자본금	112	112	112	112	당좌비율 (%)	120.5	125.0	127.7	131.0
자본잉여금	0	0	0	0	총발행주식수 (mn)	22	22	22	22
이익잉여금	272	294	351	424	액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
비지배주주지분	1	1	1	1	주가 (W)	35,400	30,000	30,900	30,900
자본총계	594	667	725	798	시가총액 (십억원)	790	670	673	673

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가
현대종합상사	011760.KS	2015.06.02	Hold	45,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 7월 3일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
70.4%	28.0%	1.6%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "현대종합상사"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 "현대종합상사"에 대해 자문용역업무를 수행중입니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.