

Sector Update



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

■ AT A GLANCE

대우인터내셔널 (047050 KS, 34,700원)

SELL HOLD **BUY** 45,000원(+29.7%)
목표주가

현대상사 (011760 KS, 34,250원)

SELL HOLD **BUY** 42,000원(+22.6%)
목표주가

LG상사 (001120 KS, 28,750원)

SELL HOLD **BUY** 39,000원(+35.7%)
목표주가

종합상사 (NEUTRAL)

하반기 전망: 신규사업이 수익성 개선의 실마리가 될 것

WHAT'S THE STORY?

Event: 하반기 종합상사 전망.

Impact: 종합상사들의 본업인 무역 부문은 글로벌 경기 회복의 지연에 따른 수익성 감소가 지속되고 있으며, 원자재 가격의 약세가 지속되며 자원개발 부문에서의 의미 있는 실적 개선도 기대하기 어려운 상황. 이에 따라 종합상사들은 신규사업을 통해 수익성 개선 모색 중.

Action: 섹터 Neutral 투자의견 유지. 실적 모멘텀에 따른 선별적인 트레이딩 전략 유효한 것으로 판단.

THE QUICK VIEW

2014년 상반기 종합상사 review - 미진한 업황 회복: 2014년 상반기, 한국 종합상사들의 주가는 2.6% 하락하며 KOSPI 지수를 1.5%pts underperform하였다. 이는 2013년 12월부터 미국의 테이퍼링이 진행되었으나 원자재 가격의 약세가 지속되며 자원개발 사업의 의미 있는 실적 개선이 이루어지지 않았기 때문이다. 또한 종합상사들의 본업이라고 할 수 있는 무역 부문에서의 수익성 또한 크게 개선되지 못하고 있는데, 이는 글로벌 경기 회복이 지연되며 철강/화학 등 무역부문의 주요 전방산업의 업황 회복이 미진했고, 환율 하락이 실적에 부정적인 영향을 끼쳤기 때문인 것으로 판단한다.

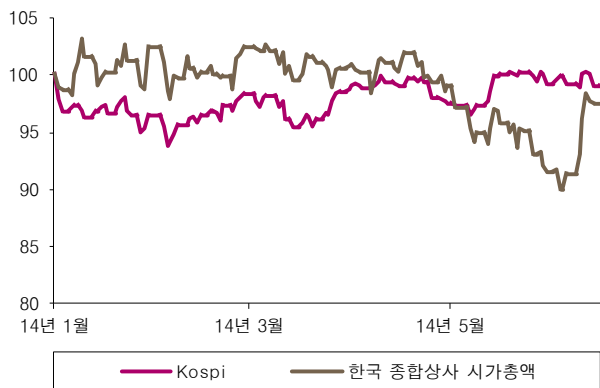
무역, 자원개발의 의미 있는 수준의 수익성 개선은 어려울 전망: 당사 커버리지 기준으로 2013년 0.5%에 불과했던 한국 종합상사 무역부문의 영업이익률은 2014년에도 0.6% 수준에 머무를 것으로 전망한다. 종합상사들은 수익성 개선을 위해 1) 취급 품목 조정을 통한 수익성 개선, 2) 매출 확대를 통한 절대적 이익금액 증가 등 다양한 타개책을 모색하고 있지만, 전방 산업의 업황 회복이 없는 한, 큰 폭의 개선이 어려울 것으로 판단하기 때문이다. 자원개발 부문의 수익성을 결정짓는 원자재 가격 또한 2000년 초반부터 나타났던 4번째 원자재 super cycle이 사실상 종료되며 의미 있는 수준의 개선은 어려울 것으로 예상된다. 이는 이번 원자재 super cycle을 이끌었던 가장 큰 원인인 중국의 고정투자가 지속적으로 감소하고 있으며, 원자재 가격 상승을 이끌었던 또 다른 축인 글로벌 투자은행들의 시장 참여가 원자재 관련 트레이딩 부문의 수익성 악화와 금융시장의 규제 강화가 지속되며 축소되고 있기 때문이다. 원자재 가격의 약세는 필연적으로 종합상사 자원개발 부문의 수익성 개선의 발목을 잡을 것으로 판단한다.

신규사업이 수익성 개선의 유일한 실마리: 일본의 종합상사들은 원자재 가격 하락이 시작된 2011년부터 이미 음식료 등 비자원 부문의 M&A 등 “탈 자원 경영”을 통한 이익 구조 개선 활동을 진행하고 있다. 한국 종합상사들도 IPP (대우인터), 플랜트 (LG상사), 내수 (SK네트웍스) 등 다양한 신규 사업을 통해 자원개발 이익의 변동성을 감소시키기 위한 노력을 진행 중이다. 대규모의 자원개발 프로젝트가 진행중인 대우인터내셔널을 제외하면, 종합상사들의 수익성 개선은 자원개발보다 이러한 신규 project를 통해 이루어질 것으로 전망한다.

섹터 NEUTRAL 투자의견 유지: 신규사업을 제외한 기존 사업부문의 수익성 회복이 요원하다는 점을 감안하여 기존의 NEUTRAL 투자의견을 유지한다. Valuation 관점에서 저평가 구간에 진입했을 경우 선별적인 트레이딩 전략을 추천하며 미안마 가스전의 증산을 통한 이익 성장이 기대되는 대우인터내셔널을 Top pick으로 유지한다.

상반기 종합상사는 kospi 대비 1.5%pts underperform*

(2014년 1월 = 100)

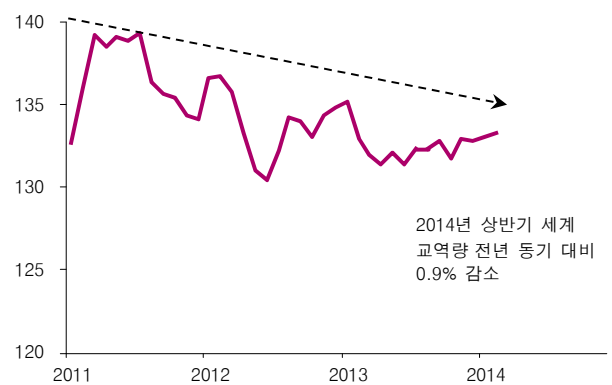


참고: * x/x일 기준, 종합상사 주가는 대우인터내셔널, SK네트웍스, LG상사, 현대상사, GS글로벌 시가총액의 합

자료: Bloomberg

글로벌 경기 회복 지연에 따른 물동량 감소

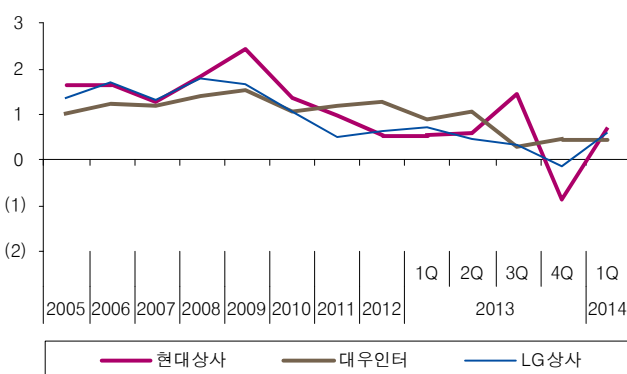
(2005=100)



자료: CPB

요원한 종합상사 무역부문의 마진 개선

(%)



자료: 대우인터내셔널, 현대상사, LG상사

달러화 약세에도 큰 반등이 나타나지 않는 원자재 가격

(원/달러)



자료: Bloomberg

종합상사 섹터 NEUTRAL 투자 의견 유지

(십억원)	투자 의견	목표주가 (원)	종가 (원)	upside (%)	2Q14 영업이익		2014 영업이익	
					Samsung	Consensus	Samsung	Consensus
대우인터	BUY	45,000	34,700	29.7	84.5	86.8	384.9	372.6
LG상사	BUY	39,000	28,750	35.7	41.8	42.8	134.0	127.5
현대상사	BUY	42,000	34,250	22.6	12.0	9.4	42.2	39.6

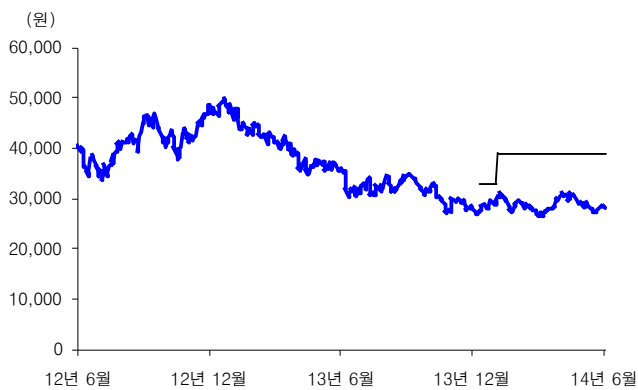
자료: FnGuide, 삼성증권 추정

■ Compliance Notice

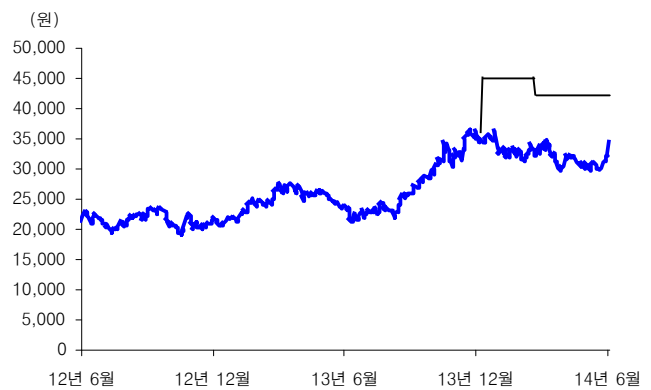
- 당사는 6월 16일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 6월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 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

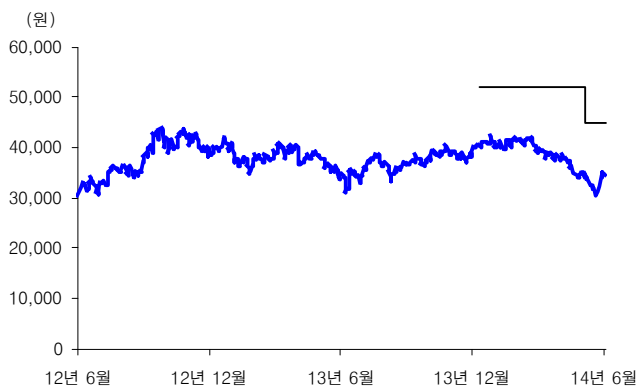
LG상사



현대상사



대우인터내셔널



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

LG상사

일 자	2013/12/23	2014/1/17
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	33,000	39,000

현대상사

일 자	2013/12/23	2014/3/5
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	45,000	42,000

대우인터내셔널

일 자	2013/12/23	2014/5/20
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	52,000	45,000

- **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