

LG상사 (001120.KS)

Company Comment | 2015. 1. 30

산업재와 물류사업이 이끌어갈 2015년

4Q14 일회성손실로 세전순이익이 시장 컨센서스 하회. 2015년 E&P 반등은 쉽지 않겠지만, 산업재 오거나이징사업 수익기여 본격화와 범한판토스 인수에 따른 물류사업 개시로 5년만dp 세전순이익 개선 전망

4Q14 Review: 예상 상회한 영업이익에도 일회성손실로 세전순이익은 예상 하회

- LG상사의 4분기 실적은 매출액 2조8,202억원(-3% y-y), 영업이익 464억원(457% y-y), 세전순이익 58억원(흑전 y-y) 등으로 영업이익은 당사 추정치 및 시장 컨센서스 상회했으나, 세전순이익은 대폭 하회
- 부진한 에너지시장으로 E&P(자원개발)사업 영업이익이 전분기대비 148억원 감소했으나, 투르크메니스탄 오거나이징 수익인식 개시와 트레이딩 손익개선으로 산업재 영업이익은 263억원 증가. 그러나, 캐나다 Raven 석탄광산 손상차손 77억원, 인도네시아 산업조립 손상차손 94억원 등 일회성 손실로 세전순이익은 예상 하회
- Raven 석탄광산은 장부가 0원이고, 산업조립은 매각예상 금액 정도만 장부가로 반영하고 있어 추가적인 손상차손 가능성은 낮음

E&P에서 산업재와 물류로 사업의 중심 이동

- 2015년 E&P는 오만8광구 매장량 평가결과에 따른 변수는 있으나, 에너지가격 약세와 신규생산 지연(인도네시아 GAM, 4Q16으로 연기)으로 실적개선 쉽지 않을 전망
- 4Q14부터 이익기여 시작된 산업재 오거나이징사업(투르크메니스탄 플랜트 등)과 6월 전후 편입 예정인 물류사업(범한판토스 지분 51%)으로 2015년 사업 중심 이동 예상. 특히, 범한판토스 연결에 따라, (1)매출액 2조418억원, 영업이익 592억원, 지배주주지분 순이익 220억원(이상 2013년 기준, 레드캡투어 지분법이익 63억원 제외) 증가효과, (2)기존사업의 물류비용 내재화(연간 수출비용 1,300억원 내외, 수입비용 1,000억원 이상), (3)안정적 물류사업을 통한 기존사업 이익의 변동성 축소, (4) 범한판토스 물류사업의 LG그룹물량(현재 매출액의 약 70%) 확대에 따른 추가적인 외형 성장 가능성(지난 5년간 매출액 CAGR 4%에 불과) 등의 시너지 기대

LG 상사 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P					1Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	Consen	
매출액	2,901	2,617	3,035	2,900	2,820	-2.8	-2.7	2,934	2,843	2,452
영업이익	8	24	67	35	46	457.1	33.1	24	30	36
영업이익률	0.3	0.9	2.2	1.2	1.6			0.8	1.1	1.5
세전이익	-27	33	-30	3	6	흑전	84.2	29	30	44
(지배지분)순이익	-25	19	-31	-2	1	흑전	흑전	22	23	29

주: K-IFRS 연결 기준

자료: LG상사, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

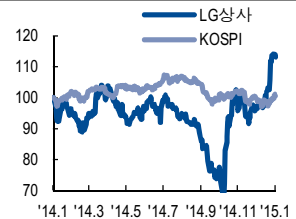
목표주가 42,000원 (상향)

현재가 ('15/01/29) 33,650원

업종 종합상사

KOSPI	1,951.02
KOSDAQ	593.12
시가총액(보통주)	1,304.3십억원
발행주식수(보통주)	38.8백만주
52주 최고가('15/01/26)	33,950원
최저가('14/11/04)	20,000원
평균거래대금(60일)	9.8십억원
배당수익률(2013)	1.04%
외국인지분율	9.9%

Price Trend



Analyst 김동양

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

RA 이민재

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

물류사업 실적 반영하여, 목표주가 42,000원으로 상향조정

- 범한판토스 연결실적 반영(2H15부터)하고, SOTP 밸류에이션에 물류사업 가치 반영하여, 목표주가를 37,000원에서 42,000원으로 상향 조정. 투자 의견 Buy 유지
- 지난 11월 6일 범한판토스 인수검토 공시 이후 67% 상승했으나, 현재 주가는 2015년 PER 9.4배, PBR 0.8배로 밸류에이션 부담 없음
- 2014년의 과도한 일회성 손실(각종 손상 차손 1,141억원 등) 해소, 산업재 오거나이징사업 수익인식 본격화로 2015년 실적 턴어라운드 예상되며, 물류사업 개시에 따른 시너지효과 기대

LG상사 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014P	2015E	2016F
매출액	- 수정 후	12,072.7	11,372.2	12,035.9	13,387.3
	- 수정 전		11,565.0	11,161.8	11,444.1
	- 변동률		-1.7	7.8	17.0
영업이익	- 수정 후	98.3	172.0	186.2	222.0
	- 수정 전		153.0	119.0	122.0
	- 변동률		12.4	56.4	82.0
영업이익률(수정 후)		0.8	1.5	1.5	1.7
EBITDA		216.4	280.4	283.6	309.6
(지배지분)순이익		48.2	-13.2	138.5	153.4
EPS	- 수정 후	1,242	-340	3,573	3,957
	- 수정 전		205	3,507	3,544
	- 변동률		적전	1.9	11.7
PER		23.1	N/A	9.4	8.5
PBR		0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA		11.0	8.2	8.8	8.3
ROE		3.3	-0.9	9.1	9.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

NAV 계산

구분	내역	
산업재부문가치 (A, 십억원)	2015E 산업재부문 EBITDA에 EV/EBITDA 6배 적용	845.0
자원개발부문가치 (B, 십억원)	E&P세후현금흐름을 DCF(할인율 10%, 영구성장률 2%)	1,781.3
물류부문가치 (C, 십억원)	2015E 범한판토스(지분 51%) EBITDA에 EV/EBITDA 10배 적용	361.6
자사주 (D, 십억원)	보통주 0.3%, 시장가 적용	3.4
투자유가증권 (E, 십억원)	상장사는 시장가, 비상장사는 장부가 적용	26.6
기업가치 (F=A+B+C+D+E, 십억원)		3,017.8
순차입금 (G, 십억원)	'이자성부채-현금자산(2014년말)'에 범한판토스 인수예정금액 반영	1,375.9
NAV (H=F-G, 십억원)		1,641.9
주식수 (I, 백만주)	보통주와 우선주 합계	38.8
주당 NAV (J=H/I, 원)		42,362
현재주가(원)		33,650
할인율(%)		20.6
목표주가 (원)		42,000

주: 투자유가증권의 가치는 1월 29일 종가 기준임

자료: 우리투자증권 리서치센터 추정

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
매출액	12,073	11,372	12,036	13,387
증감률 (%)	-5.6	-5.8	5.8	11.2
매출원가	11,583	10,826	11,458	12,745
매출총이익	490	546	578	643
Gross 마진 (%)	4.1	4.8	4.8	4.8
판매비와 일반관리비	392	374	392	421
영업이익 (GP-SG&A)	98	172	186	222
증감률 (%)	-52.2	75.0	8.3	19.2
OP 마진 (%)	0.8	1.5	1.5	1.7
EBITDA	216.4	280.4	283.6	309.6
영업외손익	-24	-160	15	14
금융수익(비용)	-41	-45	-40	-41
기타영업외손익	47	-106	60	60
중속 및 관계기업관련손익	-30	-8	-5	-5
세전계속사업이익	74	12	201	236
법인세비용	30	26	48	56
계속사업이익	44	-14	154	180
당기순이익	44.1	-13.8	153.9	180.5
증감률 (%)	-80.8	적전	흑전	17.3
Net 마진 (%)	0.4	-0.1	1.3	1.3
지배주주지분 순이익	48	-13	138	153
비지배주주지분 순이익	-4	-1	15	27
기타포괄이익	-23	0	0	0
총포괄이익	21	-14	154	180

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
PER (X)	23.1	N/A	9.4	8.5
PER (High,X)	40.5	N/A	9.7	8.7
PER (Low,X)	21.4	N/A	7.9	7.1
PBR (X)	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR (High,X)	1.3	0.8	0.8	0.8
PBR (Low,X)	0.7	0.5	0.7	0.6
PCR (X)	4.2	7.6	4.9	4.2
PSR (X)	0.1	0.1	0.1	0.1
PEG (X)	0.5	N/A	1.6	2.9
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.7	N/A	1.2	3.6
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.8	N/A	3.8	-11.1
EV/EBITDA (X)	11.0	8.2	8.8	8.3
EV/EBIT (X)	24.2	13.4	13.4	11.5
Enterprise Value	2,378	2,311	2,502	2,555
EPS CAGR (3년) (%)	47.1	-330.8	5.8	2.9
EBITPS CAGR (3년) (%)	31.2	9.9	7.9	2.4
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	12.7	3.1	2.5	-0.8
주당EBIT (W)	2,536	4,437	4,803	5,727
주당EBITDA (W)	5,583	7,234	7,316	7,988
EPS (W)	1,242	-340	3,573	3,957
BPS (W)	38,076	37,437	40,710	44,368
CFPS (W)	6,840	3,791	6,917	8,105
SPS (W)	311,473	293,401	310,524	345,390
DPS (W)	300	300	300	300

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
영업활동 현금흐름	-174	262	183	162
당기순이익	44	-14	154	180
+ 유/무형자산상각비	118	108	97	88
+ 중속, 관계기업관련손익(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손익(이익)	2	-1	-56	-35
+ 자산처분손익(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	265	147	268	314
- 운전자본의증가(감소)	-287	168	-12	-71
투자활동 현금흐름	-235	-186	-156	-177
+ 유형자산의감소	1	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-9	-12	-12	-12
+ 투자자산의매각(취득)	-107	-135	-200	-200
Free Cash Flow	-183	250	171	150
Net Cash Flow	-409	76	27	-15
재무활동 현금흐름	239	58	58	58
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	239	58	58	58
현금의증가	-149	135	86	44
기말현금 및 현금성자산	385	519	605	649
기말 순부채(순현금)	1,126	1,061	1,045	1,072

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-6.7	-11.8	-1.3	-1.1
Residual Income	-98.2	-173.4	-27.3	-27.1
12M RIM Target Price (W)				
EVA				
투자자본	1,790.0	1,528.6	1,455.1	1,450.1
세후영업이익	-37.4	-230.5	142.2	169.6
투자자본이익률 (%)	-2.2	-13.9	9.5	11.7
투자자본이익률 - WACC (%)	-6.9	-14.7	4.2	6.3
EVA	-122.7	-224.3	60.7	91.2
DCF				
EBIT	98.3	172.0	186.2	222.0
+ 유/무형자산상각비	118	108	97	88
- CAPEX	-9.1	-12.0	-12.0	-12.0
- 운전자본증가(감소)	-305.6	168.0	-12.0	-70.6
Free Cash Flow for Firm	472.8	-263.0	239.6	315.9
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.0	-4.0	2.9	2.9
자기자본비용 (COE)	9.9	10.9	10.4	10.4
WACC(%)	4.6	0.8	5.4	5.4

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

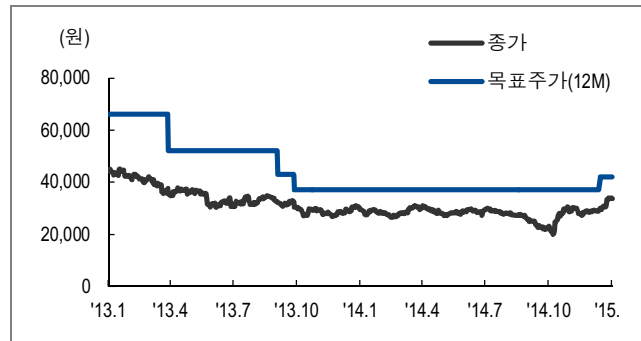
(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
현금및현금성자산	385	519	605	649
매출채권	1,181	1,176	1,245	1,385
유동자산	2,799	2,802	2,984	3,270
유형자산	89	86	84	83
투자자산	926	1,061	1,261	1,461
비유동자산	2,078	2,156	2,271	2,395
자산총계	4,877	4,958	5,255	5,665
단기성부채	836	846	856	865
매입채무	1,239	1,218	1,289	1,434
유동부채	2,245	2,292	2,386	2,567
장기성부채	907	967	1,027	1,088
장기충당부채	15	15	15	15
비유동부채	1,018	1,078	1,139	1,199
부채총계	3,264	3,370	3,524	3,766
자본금	194	194	194	194
자본잉여금	102	102	102	102
이익잉여금	1,125	1,100	1,227	1,369
비지배주주지분	138	137	152	180
자본총계	1,613	1,588	1,730	1,899

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	3.3	-0.9	9.1	9.3
총자산이익률 (ROA) (%)	0.9	-0.3	3.0	3.3
투자자본이익률 (ROIC) (%)	-2.2	-13.9	9.5	11.7
EBITDA/ 자기자본 (%)	13.4	17.7	16.4	16.3
EBITDA/ 총자산 (%)	4.4	5.7	5.4	5.5
배당수익률 (%)	1.0	1.0	0.9	0.9
배당성향 (%)	24.1	-87.9	8.4	7.6
총현금배당금 (십억원)	12	12	12	12
보통주 주당현금배당금(W)	300	300	300	300
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	69.8	66.8	60.4	56.4
중부채/ 자기자본 (%)	202.3	212.2	203.7	198.3
순이자비용/ 매출액 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EBIT/ 순이자비용 (X)	2.1	3.4	3.6	4.1
유동비율 (%)	124.7	122.3	125.1	127.4
당좌비율 (%)	94.0	94.5	96.9	98.2
총발행주식수 (mn)	39	39	39	39
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	28,750	28,700	33,650	33,650
시가총액 (십억원)	1,114	1,112	1,304	1,304

투자이전 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
LG상사	001120.KS	2015.01.30	Buy	42,000원(12개월)
		2014.01.17	Buy	37,000원(12개월)
		2013.10.25	Hold	37,000원(12개월)
		2013.10.01	Buy	43,000원(12개월)
		2013.04.26	Buy	52,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자이전을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "LG상사"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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 투자판단을 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.