

## 수익성 중심의 경영 지속

### Analyst 박종렬

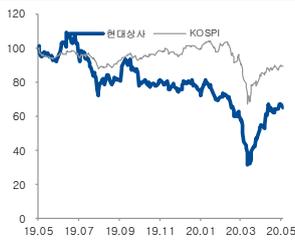
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (5/12)	14,350원	
상승여력	39.4%	
시가총액	190십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	24,850원/7,060원	
일평균 거래대금 (60일)	1십억원	
외국인지분율	6.65%	
주요주주	현대코퍼레이션홀딩스 외 4인 24.96%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	20.8	-11.1 -18.5
상대주가(%p)	16.2	2.1 -10.5

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	1,706	2,653	18,000
After	2,423	2,952	20,000
Consensus	1,644	2,037	19,500
Cons. 차이	47.4%	44.9%	2.6%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 1분기 당초 우려보다는 양호한 영업실적 기록함. 코로나19 장기화에 따른 글로벌 경기 둔화와 교역량 감소 등 대외환경 악화 등을 감안하면 외형의 큰 폭 감소는 불가피할 전망. 다만, 수익성 중심의 경영으로 영업이익은 견고한 흐름 지속 가능할 것. 특히, 대형버스 공급계약으로 4분기 영업이익은 큰 폭 개선 가능할 전망
- 1분기 실적을 근간으로 연간 수익 예상을 조정함. 매출액 전망치는 하향하나, 영업이익은 소폭 상향 조정함. 기존 BUY 의견을 유지하며, 목표주가를 20,000원으로 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, EBITDA 상향에 따른 결과 <표3 참조>

### 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 9,218억원 (YoY -19.0%), 영업이익 142억원 (YoY 18.3%)으로 당초 전망치를 상회하는 양호한 실적을 기록함. 코로나19 확산과 미-중 무역전쟁 지속에 따른 부정적인 대외 환경을 감안하면 선전할 것임. 매출액은 주력 사업인 차량소재와 철강 부문이 코로나 19에 따른 트레이딩 시황 침체로 외형이 큰 폭 감소함. 반면, 수익성 위주의 선별 수주로 영업이익은 견조한 모습을 보임.
- 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 갈등 심화에 따른 대외환경 악화로 2분기 및 하반기에도 철강, 차량소재, 산업플랜트 등 전 부문 매출액의 감소가 불가피할 것임. 반면, 지속적인 수익성 위주의 영업전략을 고수하면서 영업이익은 매출 감소 폭보다는 선방할 것임.
- 올해 상반기까지는 실적 모멘텀 둔화가 불가피하나 하반기에는 개선될 것으로 판단함. 이는 투르크메니스탄 교통청과 현대자동차 대형버스 400대 공급계약(약 6,000만달러/ 약 721억원)을 체결했고, 7월~11월 중에 선적이 진행될 예정임. 향후 생산 지연이 없다면 올해 3~4분기 중에 매출액과 영업이익의 전액이 인식될 것이기 때문
- 글로벌 경기침체와 교역량 감소에 따른 부진한 업황을 반영해 감안해 올해 연간 매출액을 기준 전망치 대비 7.1% 하향함. 반면, 수익성 중심 경영과 투르크메니스탄 대형버스 공급계약을 감안해 영업이익은 8.3% 상향 조정함. 2020년 연간 매출액 3조 7,186억원(YoY -12.8%), 영업이익 498억원(YoY 14.5%)으로 수정 전망함.

### 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 5.5배, 0.5배 수준으로 valuation 매력은 양호함. 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 4.2%로 매력적

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	4,714	51	-9	53	-666	N/A	NA	1.2	11.8	NA	2.1
2019	4,263	44	16	48	1,236	N/A	14.5	0.7	14.6	5.1	3.4
2020F	3,719	50	32	54	2,423	96.0	5.9	0.5	11.6	9.1	4.2
2021F	4,488	63	39	69	2,952	21.8	4.9	0.5	9.8	10.3	4.2
2022F	4,675	67	43	73	3,238	9.7	4.4	0.4	8.8	10.3	4.2

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> 현대상사 2020년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q19	4Q19	1Q20P	(YoY)	(QoQ)	1Q20P	Diff.	1Q20P	Diff.
매출액	1,138	948	922	-19.0%	-2.8%	1,028	-10.3%	1,056	-12.7%
영업이익	12	7	14	18.3%	102.7%	12	18.3%	12	19.6%
세전이익	11	-4	15	39.1%	흑전	9	70.0%	10	53.0%
순이익	9	-2	12	35.6%	흑전	7	74.3%	8	52.5%

자료: 현대상사, 현대차증권

<표2> 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	3,719	4,488	4,002	5,187	-7.1%	-13.5%
영업이익	50	63	46	63	8.3%	0.4%
세전이익	42	52	30	46	38.9%	12.4%
지배주주순이익	32	39	23	35	40.2%	12.2%

자료: 현대상사, 현대차증권

<표3> 적정주주 가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	427	539	473	
EBITDA	54	69		
EV/EBITDA	7.8	7.8		최근 3년 low평균(11.7배) 대비 33% 할인율 적용
2. 투자자산가치	151	151	151	순자산가액대비 30% 할인율
3. 예멘LNG가치	104	104	104	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	682	794	729	
5. 순차입금	441	480	457	
6. 비지배주주지분	2	2	2	
7. 주주가치 (=4-5-6)	239	312	269	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	18,046	23,613	20,366	
현재주가 (원)	14,350	14,350	14,350	
상승여력	25.8	64.6	41.9	

자료: 현대차증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,138	1,169	1,009	948	922	977	917	903	4,263	3,719	4,488
철강	392	435	388	319	362	363	352	304	1,534	1,380	1,654
차량소재	684	650	549	568	492	544	499	541	2,451	2,076	2,518
산업플랜트	53	74	64	52	55	62	58	49	243	224	272
기타	8	10	9	9	13	8	8	8	36	38	45
매출총이익	31	31	32	28	33	27	30	28	121	117	143
영업이익	12	12	13	7	14	11	13	11	44	50	63
세전이익	11	-3	12	-4	15	8	10	8	17	42	52
지배주주순이익	9	-1	11	-2	12	6	8	6	16	32	39
수익성 (%)											
GPM	2.7	2.6	3.1	2.9	3.5	2.7	3.3	3.1	2.8	3.2	3.2
OPM	1.1	1.0	1.3	0.7	1.5	1.1	1.4	1.3	1.0	1.3	1.4
RPM	1.0	-0.2	1.2	-0.5	1.7	0.8	1.1	0.9	0.4	1.1	1.2
NPM	0.8	-0.1	1.1	-0.2	1.3	0.6	0.8	0.7	0.4	0.9	0.9
성장성 (% YoY)											
매출액	-4.4	5.7	-21.2	-16.6	-19.0	-16.4	-9.1	-4.8	-9.6	-12.8	20.7
영업이익	8.5	-7.1	-15.3	-41.8	15.2	-5.9	1.4	75.3	-13.8	14.5	26.9
세전이익	-0.1	-127.3	-8.7	적지	33.5	흑전	-17.8	흑전	흑전	148.8	24.0
지배주주순이익	11.6	-117.0	11.7	적지	39.1	흑전	-27.3	흑전	흑전	96.0	21.8

자료 : 현대상사, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	4,263	3,719	4,488	4,675
증가율 (%)	9.5	-9.6	-12.8	20.7	4.2
매출원가	4,587	4,143	3,601	4,345	4,525
매출원가율 (%)	97.3	97.2	96.8	96.8	96.8
매출총이익	127	121	117	143	150
매출이익률 (%)	2.7	2.8	3.1	3.2	3.2
증가율 (%)	15.5	-4.7	-3.3	22.2	4.9
판매관리비	76	77	67	80	84
판매비율 (%)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
EBITDA	53	48	54	69	73
EBITDA 이익률 (%)	1.1	1.1	1.5	1.5	1.6
증가율 (%)	43.2	-9.4	12.5	27.8	5.8
영업이익	51	44	50	63	67
영업이익률 (%)	1.1	1.0	1.3	1.4	1.4
증가율 (%)	50.0	-13.7	13.6	26.0	6.3
영업외손익	-55	-27	-24	-27	-26
금융수익	29	22	3	2	3
금융비용	37	31	18	17	17
기타영업외손익	-47	-18	-9	-12	-12
증속/관계기업관련손익	0	0	15	16	16
세전계속사업이익	-4	17	42	52	57
세전계속사업이익률	-0.1	0.4	1.1	1.2	1.2
증가율 (%)	-140.0	-525.0	147.1	23.8	9.6
법인세비용	5	0	9	12	14
계속사업이익	-9	16	32	39	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	16	32	39	43
당기순이익률 (%)	-0.2	0.4	0.9	0.9	0.9
증가율 (%)	-136.0	-277.8	100.0	21.9	10.3
지배주주지분 순이익	-9	16	32	39	43
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-41	27	0	0	0
총포괄이익	-49	43	32	39	43

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-42	141	25	-38	30
당기순이익	-9	16	32	39	43
유형자산 상각비	1	5	4	5	6
무형자산 상각비	2	0	0	0	0
외환손익	-3	-3	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-94	115	3	-67	-3
기타	61	8	-14	-15	-16
투자활동으로인한현금흐름	-28	-330	7	7	8
투자자산의 감소(증가)	47	-40	15	16	16
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-67	-282	0	-1	0
재무활동으로인한현금흐름	-8	270	-28	-27	-28
차입금의 증가(감소)	0	314	0	0	0
사채의 증가(감소)	30	30	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-30	-66	-20	-19	-20
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-77	82	4	-58	10
기초현금	158	81	163	167	109
기말현금	81	163	167	109	119

\* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	883	852	830	914	940
현금성자산	81	163	167	109	119
단기투자자산	12	11	11	11	11
매출채권	460	435	441	548	558
채고자산	286	193	161	196	202
기타유동자산	43	50	50	50	50
비유동자산	215	593	597	600	601
유형자산	10	17	21	24	26
무형자산	8	9	9	9	9
투자자산	176	216	216	216	216
기타비유동자산	21	351	351	351	350
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,098	1,445	1,427	1,514	1,542
유동부채	730	675	636	680	671
단기차입금	309	257	237	217	197
매입채무	324	321	302	366	377
유동성장기부채	0	4	4	4	4
기타유동부채	97	93	93	93	93
비유동부채	63	427	425	435	437
사채	30	60	60	60	60
장기차입금	5	310	310	310	310
장기금융부채	0	9	9	9	9
기타비유동부채	28	48	46	56	58
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	792	1,103	1,061	1,116	1,108
지배주주지분	305	341	364	396	432
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-273	-273	-273	-273	-273
기타포괄이익누계액	86	114	114	114	114
이익잉여금	426	434	458	490	525
비지배주주지분	1	1	2	2	2
자본총계	306	342	366	398	434

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	-654	1,243	2,437	2,969	3,257
EPS(지배순이익 기준)	-666	1,236	2,423	2,952	3,238
BPS(자본총계 기준)	23,125	25,834	27,697	30,096	32,783
BPS(지배지분 기준)	23,039	25,722	27,571	29,954	32,622
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	-43.0	14.4	5.9	4.8	4.4
P/E(지배순이익 기준)	-42.2	14.5	5.9	4.9	4.4
P/B(자본총계 기준)	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	11.8	14.6	11.6	9.8	8.8
배당수익률	2.1	3.4	4.2	4.2	4.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	96.1	21.8	9.7
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	96.0	21.8	9.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-2.6	5.1	9.1	10.3	10.4
ROE(지배순이익 기준)	-2.6	5.1	9.1	10.3	10.3
ROA	-0.7	1.3	2.2	2.7	2.8
안정성 (%)					
부채비율	259.0	322.7	289.6	280.2	255.5
순차입금비율	82.4	136.2	120.5	120.5	103.6
이자보상배율	4.1	3.1	2.8	3.7	4.0

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2017.11.16	BUY	28,000	-29.08	24.64
2018.05.16	AFTER 6M	28,000	27.72	-4.46
2018.07.24	BUY	34,000	-12.23	13.09
2019.01.24	AFTER 6M	34,000	-28.09	3.38
2019.08.12	BUY	27,000	-32.69	-20.93
2020.02.07	BUY	24,000	-47.76	-30.63
2020.04.08	BUY	18,000	-21.59	-15.28
2020.05.13	BUY	20,000		

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.