

2분기 부진, 하반기 개선

Analyst 박종렬

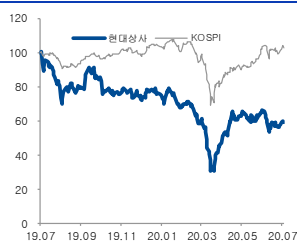
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (7/7)	13,800원		
상승여력	44.9%		
시가총액	183십억원		
발행주식수	13,229천주		
자본금/액면가	66십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	23,500원/7,060원		
일평균 거래대금 (60일)	1십억원		
	6.72%		
외국인지분율	현대코퍼레이션홀딩스 외		
주요주주	4 인 24.96%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.3	13.1	-19.5
상대주가(%p)	-10.5	-4.7	-19.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	2,423	2,952	20,000
After	2,515	2,952	20,000
Consensus	1,814	2,113	20,000
Cons. 차이	38.6%	39.7%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 코로나19 장기화에 따른 글로벌 경기 둔화와 교역량 감소 등 대외환경 악화 등으로 2분기 실적은 당초 전망치 대비 부진한 실적 불가피할 것. 실적 모멘텀 부진은 3분기까지 지속되고 4분기에는 대형버스 공급계약으로 개선될 전망. 수익성 중심의 경영으로 매출액 감소 폭 보다는 영업이익의 감소 폭은 크지 않을 것.
- 부정적인 업황을 반영해 연간 수익 예상을 소폭 하향 조정함. 매출액 전망치는 당초 예상과 동일한 수준이나, 영업이익은 소폭 하향함. 기존 BUY 의견과 목표주가 20,000원을 유지함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했음. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 9,697억원 (YoY -17.0%), 영업이익 103억원 (YoY -11.7%)으로 부진한 실적 불가피할 전망. 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 지속에 따른 부정적인 대외 환경으로 인해 실적이 큰 폭 악화될 것으로 판단함. 매출액은 주력 사업인 차량소재와 철강 부문이 코로나19에 따른 트레이딩 상황 침체로 외형이 큰 폭 감소할 전망. 반면, 수익성 위주의 선별 수주로 영업이익률은 1.1%로 견조한 모습을 유지할 것임.
- 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 갈등 심화에 따른 대외환경 악화로 하반기에도 철강, 차량소재, 산업플랜트 등 전 부문 매출액의 감소가 불가피할 전망. 반면, 지속적인 수익성 위주의 영업전략을 고수하면서 영업이익은 매출 감소 폭보다는 선방할 것임.
- 3분기까지는 실적 모멘텀 둔화가 불가피하나 4분기에는 개선될 것으로 판단함. 이는 투르크메니스탄 교통청과 현대자동차 대형버스 400대 공급계약(약 6,000만달러/ 약 721억원)을 체결했고, 11월까지 선적이 완료될 예정임. 향후 생산 지연이 없다면 올해 4분기 중에 매출액과 영업이익의 전액이 인식될 것이기 때문
- 코로나19 장기화에 따른 글로벌 경기침체와 교역량 감소 등을 반영해 올해 연간 수익예상을 소폭 하향 조정함. 매출액과 영업이익을 기존 전망치 대비 각각 0.2% 4.1% 하향함. 2020년 연간 매출액 3조 7,113억원(YoY -12.9%), 영업이익 479억원(YoY 10.2%)으로 수정 전망함.

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 5.2배, 0.5배 수준으로 valuation 매력은 양호함. 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 4.3%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	적전	NA	1.2	11.8	NA	2.1
2019	4,263	44	16	48	1,236	흑전	14.5	0.7	14.6	5.1	3.4
2020F	3,711	48	33	53	2,515	103.4	5.6	0.5	11.8	9.3	4.3
2021F	4,479	61	39	66	2,952	17.4	4.7	0.5	9.9	10.0	4.3
2022F	4,665	64	42	70	3,210	8.8	4.4	0.4	8.9	10.0	4.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2020년 2분기 실적 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	2Q19	1Q20	2Q20F	(YoY)	(QoQ)	2Q20F	대비
매출액	1,169	922	970	-17.0%	5.2%	982	-1.2%
영업이익	12	14	10	-16.7%	-28.6%	11	-12.8%
세전이익	-3	15	9	흑전	-40.0%	8	10.7%
순이익	-1	12	7	흑전	-41.7%	8	-12.5%

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	3,711	4,479	3,719	4,488	-0.2%	-0.2%
영업이익	48	61	50	63	-4.1%	-3.5%
세전이익	43	51	42	52	2.6%	-1.1%
지배주주순이익	33	39	32	39	4.0%	0.2%

자료 : 현대상사, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

	2020F	2021F	12M Forward	비고
(십억원, 천주, 원, %)				
1. 사업가치	416	521	468	
EBITDA	53	66		
EV/EBITDA	7.8	7.8		최근 3년 low평균(11.7배) 대비 33% 할인율 적용
2. 투자자산가치	161	161	161	순자산가액대비 30% 할인율
3. 예멘LNG가치	104	104	104	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	681	785	733	
5. 순차입금	437	473	455	
6. 비지배주주지분	1	2	2	
7. 주주가치 (=4-5-6)	242	310	276	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	18,262	23,466	20,864	
현재주가 (원)	14,000	14,000	14,000	
상승여력	30.4	67.6	49.0	

자료: 현대차증권

〈표4〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,138	1,169	1,009	948	922	970	917	903	4,263	3,711	4,479
철강	392	435	388	319	362	359	352	304	1,534	1,376	1,649
차량소재	684	650	549	568	492	541	499	541	2,451	2,073	2,513
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	26	30	27	121	115	141
영업이익	12	12	13	7	14	10	13	11	44	48	61
세전이익	11	-3	12	-4	15	9	11	8	17	43	51
지배주주순이익	9	-1	11	-2	12	7	8	6	16	33	39
수익성 (%)											
GPM	2.7	2.6	3.1	2.9	3.5	2.7	3.2	3.0	2.8	3.1	3.1
OPM	1.1	1.0	1.3	0.7	1.5	1.1	1.4	1.2	1.0	1.3	1.4
RPM	1.0	-0.2	1.2	-0.5	1.7	0.9	1.2	0.9	0.4	1.2	1.1
NPM	0.8	-0.1	1.1	-0.2	1.3	0.7	0.9	0.7	0.4	0.9	0.9
성장성 (% YoY)											
매출액	-4.4	5.7	-21.2	-16.6	-19.0	-17.0	-9.1	-4.8	-9.6	-12.9	20.7
영업이익	8.5	-7.1	-15.3	-41.8	15.2	-11.7	-3.6	67.0	-13.8	10.2	26.8
세전이익	-0.1	-127.3	-8.7	적지	33.4	흑전	-14.0	흑전	흑전	157.2	19.3
지배주주순이익	11.6	-117.0	11.7	적지	39.5	흑전	-23.6	흑전	흑전	103.4	17.4

자료 : 현대상사, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	4,263	3,711	4,479	4,665
증가율 (%)	9.5	-9.6	-12.9	20.7	4.2
매출원가	4,587	4,143	3,596	4,338	4,517
매출원가율 (%)	97.3	97.2	96.9	96.9	96.8
매출총이익	127	121	115	141	148
매출이익률 (%)	2.7	2.8	3.1	3.1	3.2
증가율 (%)	15.5	-4.7	-5.0	22.6	5.0
판매관리비	76	77	68	80	84
판매비율 (%)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
EBITDA	53	48	53	66	70
EBITDA 이익률 (%)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5
증가율 (%)	43.2	-9.4	10.4	24.5	6.1
영업이익	51	44	48	61	64
영업이익률 (%)	1.1	1.0	1.3	1.4	1.4
증가율 (%)	50.0	-13.7	9.1	27.1	4.9
영업외손익	-55	-27	-17	-23	-22
금융수익	29	22	13	3	3
금융비용	37	31	21	12	11
기타영업외손익	-47	-18	-9	-14	-14
종속/관계기업관련손익	0	0	13	13	14
세전계속사업이익	-4	17	43	51	56
세전계속사업이익률	-0.1	0.4	1.2	1.1	1.2
증가율 (%)	적전	흑전	152.9	18.6	9.8
법인세비용	5	0	10	12	13
계속사업이익	-9	16	33	39	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	16	33	39	42
당기순이익률 (%)	-0.2	0.4	0.9	0.9	0.9
증가율 (%)	적전	흑전	106.3	18.2	7.7
지배주주지분 순이익	-9	16	33	39	42
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-41	27	8	0	0
총포괄이익	-49	43	42	39	42

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-42	141	41	-33	32
당기순이익	-9	16	33	39	42
유형자산 상각비	1	5	5	5	6
무형자산 상각비	2	0	0	0	0
외환손익	-3	-3	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-94	115	12	-65	-3
기타	61	8	-8	-12	-13
투자활동으로인한현금흐름	-28	-330	-32	5	5
투자자산의 감소(증가)	5	-17	5	13	14
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-25	-305	-29	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	-8	270	21	-27	-28
차입금의 증가(감소)	0	314	9	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	2	0	0
현금의증가(감소)	-77	82	32	-56	10
기초현금	158	81	163	195	139
기말현금	81	163	195	139	149

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	883	852	889	974	1,000
현금성자산	81	163	195	139	149
단기투자자산	12	11	0	0	0
매출채권	460	435	441	548	558
채고자산	286	193	159	193	199
기타유동자산	43	50	54	54	54
비유동자산	215	593	613	616	618
유형자산	10	17	21	23	25
무형자산	8	9	9	9	9
투자자산	176	216	229	229	229
기타비유동자산	21	351	354	355	355
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,098	1,445	1,502	1,590	1,617
유동부채	730	675	683	727	718
단기차입금	309	257	281	261	241
매입채무	324	321	302	366	377
유동성장기부채	0	4	4	4	4
기타유동부채	97	93	96	96	96
비유동부채	63	427	443	455	457
사채	30	60	60	60	60
장기차입금	5	310	195	195	195
장기금융부채	0	9	133	133	133
기타비유동부채	28	48	55	67	69
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	792	1,103	1,126	1,182	1,175
지배주주지분	305	341	375	405	440
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-273	-273	-273	-273	-273
기타포괄이익누계액	86	114	122	122	122
이익잉여금	426	434	459	491	526
비지배주주지분	1	1	1	2	2
자본총계	306	342	376	407	442

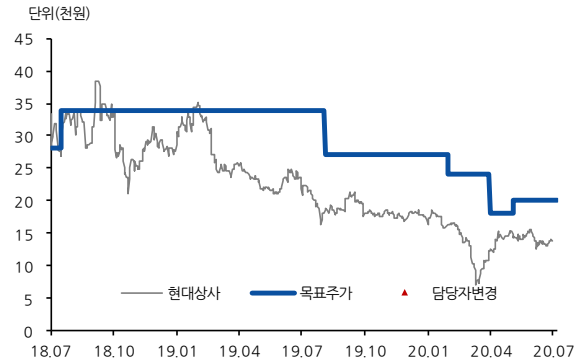
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	-654	1,243	2,517	2,953	3,212
EPS(지배순이익 기준)	-666	1,236	2,515	2,952	3,210
BPS(자본총계 기준)	23,125	25,834	28,408	30,794	33,437
BPS(지배지분 기준)	23,039	25,722	28,295	30,679	33,321
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	N/A	14.4	5.6	4.7	4.4
P/E(지배순이익 기준)	N/A	14.5	5.6	4.7	4.4
P/B(자본총계 기준)	1.2	0.7	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	1.2	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	11.8	14.6	11.8	9.9	8.9
배당수익률	2.1	3.4	4.3	4.3	4.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	102.5	17.4	8.8
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	103.4	17.4	8.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-2.6	5.1	9.3	10.0	10.0
ROE(지배순이익 기준)	-2.6	5.1	9.3	10.0	10.0
ROA	-0.7	1.3	2.3	2.5	2.6
안정성 (%)					
부채비율	259.0	322.7	299.5	290.3	265.6
순차입금비용	82.4	136.2	116.4	116.2	100.3
이자보상배율	4.1	3.1	4.1	5.3	5.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.02.02	BUY	28,000	-6.49	77.86
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	-21.53	-15.28
2020.05.13	BUY	20,000	-29.58	-22.25
2020.07.09	BUY	20,000		

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 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 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	132건	87.4%
보유	19건	12.6%
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.