Company Note
2020. 10. 16

현대상사
(011760)

BUY
TP 20,000원

4분기부터 실적 개선 가능

Analyst 박종렬
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

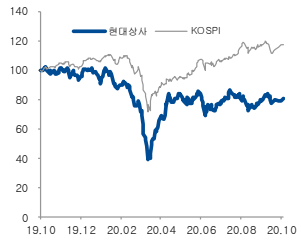
현재주가 (10/15)	14,300원
상승여력	39.9%
시가총액	189십억원
발행주식수	13,229천주
자본금/액면가	66십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	18,550원/7,060원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	6.13%
주요주주	현대코퍼레이션홀딩스 외 4 인 24.96%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.3	1.7	16.4
상대주가(%p)	-1.4	-6.7	-9.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	2,754	3,276	20,000
After	3,233	4,404	20,000
Consensus	2,608	2,809	20,000
Cons. 차이	24.0%	56.8%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 코로나19 장기화에 따른 글로벌 경기 둔화와 교역량 감소 등 대외환경 악화로 3분기까지 영업이익의 감익이 불가피할 것이지만 4분기에는 차량소재와 철강 부문의 개선으로 영업이익이 증가세로 반전될 전망
- 최악의 상황을 벗어나고 있고, 올해 4분기를 기점으로 내년에는 글로벌 경기회복과 올해의 기저효과 등으로 의미 있는 실적 턴어라운드가 가능할 전망임.
- 기존 BUY 의견과 목표주가 20,000원을 유지함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했음. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 연결기준 매출액 6,994억원 (YoY -30.7%), 영업이익 90억원 (YoY -30.9%)으로 전분기에 이어 부진한 실적이 불가피할 전망임. 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 지속에 따른 부정적인 대외 환경 때문임. 매출액은 주력 사업인 차량소재와 철강 부문이 코로나19에 따른 트레이딩 시황 침체로 외형이 큰 폭 감소할 것. 영업이익도 외형의 큰 폭 감소에 따른 고정비 부담 증대로 부진한 흐름이 이어질 것. 긍정적인 점은 외형 감소에도 불구하고 차량소재 부문의 개선으로 영업이익률은 1.3%로 전년동기와 비슷한 수준을 유지할 전망임.
- 3분기까지는 영업이익의 감익이 불가피하나 4분기부터 영업이익이 증익 추세로 반전될 전망임. 차량소재 부문이 주도하는 가운데 철강 부문도 개선될 것이기 때문임. 차량소재에서는 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 것임.
- 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 갈등 심화에 따른 대외환경 악화로 올해 부진한 실적이 불가피할 것이지만, 내년부터는 올해의 기저효과와 함께 글로벌 경기 회복에 따라 점진적인 실적 개선이 가능할 전망
- 내년 글로벌 경기회복과 교역량 증가 등을 반영해 연간 수익예상을 상향 조정함. 올해와 내년 매출액은 기존 전망치 대비 각각 1.8% 7.9% 상향했고, 영업이익은 각각 9.0%, 17.1% 상향 조정함.

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 3.5배, 0.5배 수준으로 valuation 매력은 양호함. 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 4.2%로 매력적임.

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	3,040	37	43	43	3,233	161.5	4.4	0.5	14.5	11.9	4.2
2021F	3,631	53	58	59	4,404	36.2	3.2	0.4	10.5	14.4	4.2
2022F	3,586	53	60	60	4,506	2.3	3.2	0.4	9.1	13.1	4.2

** K-IFRS 연결 기준*

<표1> 현대상사 2020년 3분기 실적 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	3Q19	2Q20	3Q20F	(YoY)	(QoQ)	3Q20F	대비
매출액	1,009	615	699	-30.7%	13.7%	763	-8.3%
영업이익	13	4	9	-30.8%	125.0%	8	13.0%
세전이익	12	7	14	16.7%	100.0%	9	62.2%
순이익	11	8	11	0.0%	37.5%	6	98.2%

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	3,040	3,631	2,987	3,365	1.8%	7.9%
영업이익	37	53	34	45	9.0%	17.1%
세전이익	51	72	43	54	19.1%	33.5%
지배주주순이익	43	58	36	43	18.9%	35.6%

자료 : 현대상사, 현대차증권

<표3> 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	342	473	440	
EBITDA	43	59		
EV/EBITDA	8.0	8.0		최근 3년 low평균(11.7배) 대비 32% 할인율 적용
2. 투자자산가치	159	159	159	순자산가액대비 30% 할인율
3. 예멘LNG가치	104	104	104	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	605	737	704	
5. 순차입금	432	434	433	
6. 비지배주주지분	1	2	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	172	301	269	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	12,998	22,770	20,327	
현재주가 (원)	14,300	14,300	14,300	
상승여력	-9.1	59.2	42.1	

자료: 현대차증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, $/bbl, 원/$)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	1,138	1,169	1,009	948	922	615	699	804	4,263	3,040	3,631
철강	392	435	388	319	362	268	242	263	1,534	1,135	1,363
차량소재	684	650	549	568	492	277	409	497	2,451	1,675	1,984
산업플랜트	53	74	64	52	55	59	42	38	243	194	241
기타	8	10	9	9	13	11	6	6	36	36	44
매출총이익	31	31	32	28	33	20	23	26	121	101	123
영업이익	12	12	13	7	14	4	9	10	44	37	53
세전이익	11	-3	12	-4	15	7	14	15	17	51	72
지배주주순이익	9	-1	11	-2	12	8	11	11	16	43	58
수익성 (%)											
GPM	2.7	2.6	3.1	2.9	3.5	3.2	3.2	3.2	2.8	3.3	3.4
OPM	1.1	1.0	1.3	0.7	1.5	0.6	1.3	1.3	1.0	1.2	1.5
RPM	1.0	-0.2	1.2	-0.5	1.7	1.1	2.1	1.9	0.4	1.7	2.0
NPM	0.8	-0.1	1.1	-0.2	1.3	1.4	1.6	1.4	0.4	1.4	1.6
성장성 (%, YoY)											
매출액	-4.4	5.7	-21.2	-16.6	-19.0	-47.4	-30.7	-15.2	-9.6	-28.7	19.5
영업이익	8.5	-7.1	-15.3	-41.8	15.2	-67.1	-30.9	53.3	-13.8	-14.9	42.2
세전이익	-0.1	-127.3	-8.7	적지	33.4	흑전	16.0	흑전	흑전	205.7	40.8
지배주주순이익	11.6	-117.0	11.7	적지	39.5	흑전	3.1	흑전	흑전	161.5	36.2
기본가정											
세계GDP (%, YoY)	3.4	3.1	3.1	3.2	-3.0	-14.0	5.0	1.2	3.0	-2.7	5.5
국제유가 ($/bbl)	55.1	59.5	56.4	56.9	46.0	28.0	38.0	41.0	57.1	38.3	46.0
원/달러 (평균)	1,125	1,166	1,194	1,176	1,195	1,220	1,190	1,150	1,166	1,189	1,116
원/달러 (기말)	1,135	1,155	1,196	1,156	1,195	1,220	1,190	1,150	1,156	1,150	1,116

자료 : 현대상사, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	4,263	3,040	3,631	3,586
증가율 (%)	9.5	-9.6	-28.7	19.4	-1.2
매출원가	4,587	4,143	2,939	3,508	3,463
매출원가율 (%)	97.3	97.2	96.7	96.6	96.6
매출총이익	127	121	101	123	123
매출이익률 (%)	2.7	2.8	3.3	3.4	3.4
증가율 (%)	15.5	-4.7	-16.5	21.8	0.0
판매관리비	76	77	64	70	70
판관비율(%)	1.6	1.8	2.1	1.9	2.0
EBITDA	53	48	43	59	60
EBITDA 이익률 (%)	1.1	1.1	1.4	1.6	1.7
증가율 (%)	43.2	-9.4	-10.4	37.2	1.7
영업이익	51	44	37	53	53
영업이익률 (%)	1.1	1.0	1.2	1.5	1.5
증가율 (%)	50.0	-13.7	-15.9	43.2	0.0
영업외손익	-55	-27	2	8	8
금융수익	29	22	19	3	3
금융비용	37	31	30	14	14
기타영업외손익	-47	-18	13	19	19
종속/관계기업관련손익	0	0	12	12	13
세전계속사업이익	-4	17	51	72	73
세전계속사업이익률	-0.1	0.4	1.7	2.0	2.0
증가율 (%)	적전	흑전	200.0	41.2	1.4
법인세비용	5	0	8	14	14
계속사업이익	-9	16	43	58	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	16	43	58	60
당기순이익률 (%)	-0.2	0.4	1.4	1.6	1.7
증가율 (%)	적전	흑전	168.8	34.9	3.4
지배주주지분 순이익	-9	16	43	58	60
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-41	27	4	0	0
총포괄이익	-49	43	47	58	60

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	883	852	936	1,022	1,029
현금성자산	81	163	316	295	348
단기투자자산	12	11	0	0	0
매출채권	460	435	393	469	436
재고자산	286	193	184	215	202
기타유동자산	43	50	43	43	43
비유동자산	215	593	615	616	618
유형자산	10	17	19	20	21
무형자산	8	9	9	9	10
투자자산	176	216	228	228	228
기타비유동자산	21	351	359	359	359
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,098	1,445	1,550	1,638	1,647
유동부채	730	675	717	742	703
단기차입금	309	257	357	337	317
매입채무	324	321	269	314	295
유동성장기부채	0	4	4	4	4
기타유동부채	97	93	87	87	87
비유동부채	63	427	454	465	460
사채	30	60	60	60	60
장기차입금	5	310	318	318	318
장기금융부채	0	9	9	9	9
기타비유동부채	28	48	67	78	73
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	792	1,103	1,171	1,207	1,164
지배주주지분	305	341	379	429	481
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-273	-273	-274	-274	-274
기타포괄이익누계액	86	114	117	117	117
이익잉여금	426	434	469	520	572
비지배주주지분	1	1	1	2	2
자본총계	306	342	380	431	483

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-42	141	52	1	76
당기순이익	-9	16	43	58	60
유형자산 상각비	1	5	6	7	7
무형자산 상각비	2	0	0	0	0
외환손익	-3	-3	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-94	115	7	-51	22
기타	61	8	-3	-13	-13
투자활동으로인한현금흐름	-28	-330	3	4	4
투자자산의 감소(증가)	5	-17	2	12	13
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8	-8	-6	-8	-8
기타	-25	-305	7	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	-8	270	97	-27	-27
차입금의 증가(감소)	0	314	8	0	0
사채의증가(감소)	30	30	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-8	-8	-8	-7	-7
기타	-30	-66	97	-20	-20
기타현금흐름	1	1	2	0	0
현금의증가(감소)	-77	82	154	-22	53
기초현금	158	81	163	316	295
기말현금	81	163	316	295	348

(단위:원, 배, %)

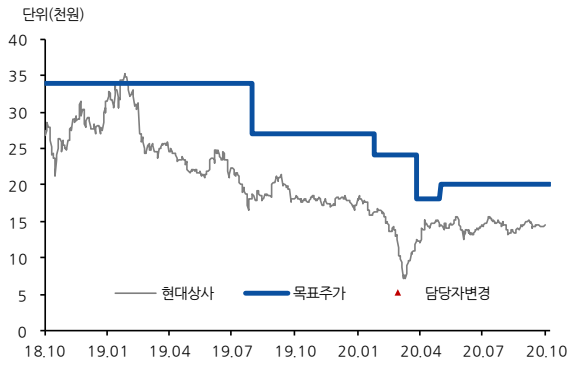
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	-654	1,243	3,235	4,406	4,508
EPS(지배순이익 기준)	-666	1,236	3,233	4,404	4,506
BPS(자본총계 기준)	23,125	25,834	28,695	32,557	36,520
BPS(지배지분 기준)	23,039	25,722	28,584	32,443	36,405
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	N/A	14.4	4.4	3.2	3.2
P/E(지배순이익 기준)	N/A	14.5	4.4	3.2	3.2
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	14.5	10.5	9.1
배당수익률	2.1	3.4	4.2	4.2	4.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	160.3	36.2	2.3
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	161.5	36.2	2.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-2.6	5.1	11.9	14.4	13.1
ROE(지배순이익 기준)	-2.6	5.1	11.9	14.4	13.1
ROA	-0.7	1.3	2.9	3.7	3.6
안정성 (%)					
부채비율	259.0	322.7	308.4	280.3	240.8
순차입금비율	82.4	136.2	113.8	100.7	74.6
이자보상배율	4.1	3.1	2.7	3.7	3.8

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
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	-28.44	-22.00
2020.10.16	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.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 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 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
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.