

유통/상사/교육제지 Analyst 박종렬
Jr. Analyst 최진성

02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com
02) 3787-2559 jschoi@hmcib.com

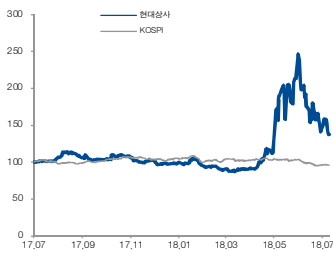
어려운 환경에도 선방 중

현재주가 (7/23)	26,750원	
상승여력	27.1%	
시가총액	354십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	49,800원/17,500원	
일평균 거래대금 (60일)	42십억원	
	8.26%	
외국인지분율	현대코퍼레이션홀딩스 외	
주요주주	4인 28.42%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-28.7	47.9 39.3
상대주가(%)	-26.4	59.9 53.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	2,383	2,560	28,000
After	2,803	3,072	34,000
Consensus	2,419	2,570	28,000
Cons. 차이	15.9%	19.5%	21.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 동사의 주가는 대북경협 테마주로 부각되면서 지난 6월 중순 고점(6/12, 54,000원)까지 상승한 이후 하락 조정을 보임. 양호한 실적 모멘텀과 valuation 수준을 감안하면 적절한 주가 재평가 작업이 진행되고 있는 것으로 판단
- 기존 BUY 의견을 유지하며, 목표주가를 34,000원으로 상향함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출함. <표3 참조>

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 1조 1,061억원 (YoY 5.5%), 영업이익 125억원 (YoY 19.3%)으로 당초 전망치를 상회하는 양호한 실적을 기록함. 외형은 국제유가 및 철강 등 commodity 가격 상승으로 철강, 화학, 차량부문의 호조 때문. 환율하락에도 불구하고 상품가격 상승과 중동 등 고마진 대체시장 발굴로 영업이익율은 11%로 전년동기 대비 0.1%p 호전. 아프리카와 중남미 등 신흥국 중심의 완성차 및 KD차량 판매 호조 등이 긍정적 요인으로 작용했음. 다만 세전이익은 지난해 2분기 법인세 경정청구 환급(109억원)과 리보금리 인상에 따른 금융비용 증가로 전년동기비 11.9% 감소함.
- 양호한 2분기 실적을 반영해 연간 수익예상 상향 조정함. 하반기에도 분기별로 양호한 실적 모멘텀 지속 가능할 전망. 2018년 연간 매출액과 영업이익은 각각 4조 5,745억원과 447억원으로 전년비 6.2%, 31.6% 증가할 전망. 수익성 위주의 사업전략을 고수하고 있는 트레이딩 부문의 견고한 영업이익 증가와 함께, 국제유가 상승에 따른 자원개발(오만LNG, 카타르LNG, 베트남11-2)의 배당금 수입 증가가 가능하기 때문
- 미국과 중국간 통상전쟁에 이어 환율전쟁으로 치닫고 있는 등 대외환경의 불확실성 확대되고 있지만, 적극적인 대체시장 확장전략으로 선방해갈 것으로 판단. 현대상사의 철강부문의 미국 향 비중은 5.0%이고, 특히 관세와 영향이 있는 부분은 2.0%에 불과함. 미국을 제외한 기타 지역으로의 매출 증대를 통해 영향을 최소화하는데 역량을 집중할 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 9.1배, 0.9배 수준으로 valuation 매력은 양호함. 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 2.2%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 (%)
2016	3,559	30	8	39	602	-91.8	36.4	0.7	13.3	1.7	2.3
2017	4,306	34	25	37	1,888	213.9	10.3	0.7	11.9	6.3	3.1
2018F	4,575	45	37	48	2,803	48.4	9.5	0.9	11.1	9.9	2.2
2019F	5,059	46	41	49	3,072	9.6	8.7	0.8	10.9	10.1	2.2
2020F	5,511	50	44	53	3,331	8.4	8.0	0.8	10.2	10.0	2.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2018년 2분기 실적 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q17	1Q18	2Q18P	(YoY)	(QoQ)	2Q18P	Diff.	2Q18P	Diff.
매출액	1,048	1,190	1,106	5.5%	-7.1%	1,157	-4.4%	1,264	-12.5%
영업이익	10	11	12	19.3%	10.0%	10	22.0%	12	4.1%
세전이익	11	11	10	-11.9%	-13.8%	10	0.8%	10	-1.0%
순이익	19	8	8	-57.3%	5.6%	8	7.0%	6	38.3%

자료: 현대상사, 현대차증권

〈표2〉 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	4,575	5,059	4,306	5,101	6.2%	-0.8%
영업이익	45	46	42	44	6.5%	5.3%
세전이익	48	52	42	43	15.2%	21.1%
지배주주순이익	37	41	32	34	15.9%	19.5%

자료: 현대상사, 현대차증권

〈표3〉 적정주주 가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	18F	19F	12M Forward	비고
1. 사업가치	328	340	334	
EBITDA	48	49		
EV/EBITDA	6.9	6.9		최근 5년 low평균(15.3배) 대비 55% 할인율 적용
2. 투자자산가치	137	137	137	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	154	154	154	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	620	631	626	
5. 순차입금	163	171	167	
6. 비지배주주지분	1	2	2	
7. 주주가치 (=4-5-6)	456	458	457	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	34,436	34,646	34,541	
현재주가 (원)	26,750	26,750	26,750	
상승여력	28.7	29.5	29.1	

자료: 현대차증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원 %)	2017				2018F				2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			
매출액	1,050	1,048	1,066	1,142	1,190	1,106	1,156	1,121	4,306	4,575	5,059
철 강	380	333	383	321	452	373	424	338	1,409	1,587	1,705
화 학	244	267	366	385	295	300	407	407	1,255	1,409	1,539
차량건장	223	221	134	196	270	248	148	207	768	873	944
선박플랜트	182	205	156	157	220	231	173	166	697	790	855
자원개발	4	22	4	4	4	5	4	4	34	17	17
매출총이익	26	29	29	25	31	36	36	28	110	130	145
영업이익	9	10	11	4	11	13	13	7	34	45	46
세전이익	10	11	-5	-7	11	10	13	14	10	48	52
지배주주순이익	7	19	6	-7	8	8	10	11	25	37	41
수익성 (%)											
GPM	2.5	2.8	2.7	2.2	2.6	3.3	3.1	2.5	2.6	2.8	2.9
OPM	0.8	1.0	1.0	0.4	1.0	1.1	1.2	0.7	0.8	1.0	0.9
RPM	1.0	1.1	-0.4	-0.6	1.0	0.9	1.1	1.3	0.2	1.1	1.0
NPM	0.6	1.8	0.5	-0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	0.6	0.8	0.8
성장성 (% YoY)											
매출액	12.3	24.7	20.3	27.3	13.4	5.5	8.5	-1.8	21.0	6.2	10.6
영업이익	-20.0	26.9	141.2	-41.4	33.3	20.6	23.2	77.8	11.5	31.6	3.6
세전이익	2.3	3.0	적전	적지	10.2	-11.8	흑전	흑전	-53.0	382.0	7.7
지배주주순이익	25.7	190.5	218.2	적지	17.8	-57.7	72.8	흑전	213.9	48.4	9.6
기본기정											
세계GDP (% YoY)	3.3	3.4	3.4	3.5	3.7	3.5	3.5	3.3	3.6	3.6	3.7
국제유가 (\$/bbl)	52.1	48.4	52.0	54.0	62.9	67.8	67.0	65.0	51.6	65.7	66.4
원/달러 (평균)	1155.0	1130.0	1127.0	1107.3	1072.3	1079.9	1115.0	1115.0	1123.0	1096.0	1115.0
원/달러 (기말)	1118.5	1144.1	1145.4	1067.4	1063.5	1114.5	1115.0	1115.0	1067.4	1115.0	1115.0

자료 : 현대상사, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,559	4,306	4,575	5,059	5,511
증가율 (%)	-16.5	21.0	6.2	10.6	8.9
매출원가	3,452	4,196	4,444	4,915	5,352
매출원가율 (%)	97.0	97.4	97.2	97.1	97.1
매출총이익	107	110	130	145	159
매출이익률 (%)	3.0	2.6	2.8	2.9	2.9
증가율 (%)	1.0	3.1	18.4	11.2	9.6
판매관리비	76	76	85	98	109
판매비율 (%)	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0
EBITDA	39	37	48	49	53
EBITDA 이익률 (%)	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
증가율 (%)	13.2	-4.8	28.3	3.5	8.1
영업이익	30	34	45	46	50
영업이익률 (%)	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9
증가율 (%)	30.0	11.5	31.6	3.6	7.5
영업외손익	-16	-31	-6	-2	-1
금융수익	41	35	24	24	24
금융비용	51	31	31	31	31
기타영업외손익	-5	-35	0	5	5
증속/관계기업관련손익	7	7	10	7	8
세전계속사업이익	21	10	48	52	56
세전계속사업이익률	0.6	0.2	1.1	1.0	1.0
증가율 (%)	-44.4	-53.0	382.0	7.7	8.4
법인세비용	13	-15	11	11	12
계속사업이익	8	25	37	41	45
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	25	37	41	45
당기순이익률 (%)	0.2	0.6	0.8	0.8	0.8
증가율 (%)	-94.5	211.7	49.0	9.8	8.4
지배주주지분 순이익	8	25	37	41	44
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	1
기타포괄이익	-48	-84	4	0	0
총포괄이익	-40	-59	41	41	45

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	47	49	28	-6	5
당기순이익	8	25	37	41	45
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	7	2	2	2	2
외환손익	-1	12	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	19	-17	-10	-43	-35
기타	12	26	-2	-7	-8
투자활동으로인한현금흐름	-30	18	-8	5	-4
투자자산의 감소(증가)	69	122	4	7	8
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	-3	-2	-2
기타	-98	-104	-9	0	-10
재무활동으로인한현금흐름	104	-95	14	-8	-8
장기차입금의 증가(감소)	133	-85	18	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-10	-6	-8	-8	-8
기타	-20	-3	3	0	0
기타현금흐름	3	-7	0	0	0
현금의증가(감소)	124	-35	35	-8	-7
기초현금	70	194	158	193	185
기말현금	194	158	193	185	178

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,130	993	962	1,054	1,118
현금성자산	194	158	193	185	178
단기투자자산	13	3	8	8	8
매출채권	564	516	486	556	607
재고자산	287	240	202	231	252
기타유동자산	72	76	73	73	73
비유동자산	385	266	271	270	278
유형자산	4	3	5	6	6
무형자산	29	24	21	20	27
투자자산	338	223	229	229	229
기타비유동자산	13	16	16	16	16
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,514	1,259	1,233	1,323	1,396
유동부채	1,009	847	794	851	886
단기차입금	423	337	358	358	358
매입채무	446	399	342	391	427
유동성장기부채	3	0	0	0	0
기타유동부채	137	111	94	101	101
비유동부채	72	49	50	51	51
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	5	5	5	5
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	67	44	45	46	46
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,081	896	844	901	937
지배주주지분	432	362	387	420	457
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-268	-273	-273	-273	-273
기타포괄이익누계액	208	126	129	129	129
이익잉여금	426	443	465	498	534
비지배주주지분	1	1	1	2	2
자본총계	433	363	389	422	459

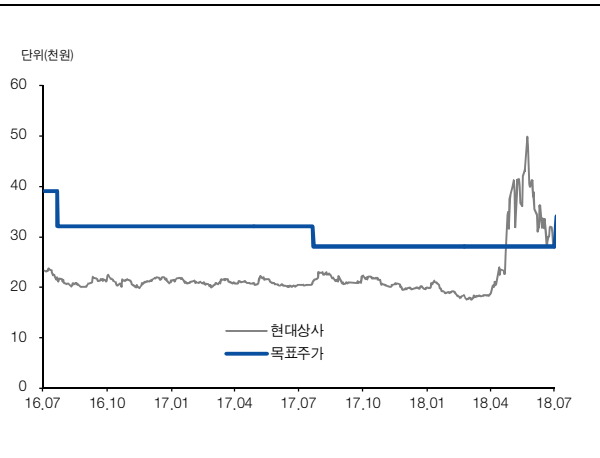
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	610	1,901	2,832	3,110	3,371
EPS(지배순이익 기준)	602	1,888	2,803	3,072	3,331
BPS(자본총계 기준)	32,727	27,425	29,380	31,915	34,712
BPS(지배지분 기준)	32,657	27,347	29,274	31,772	34,529
DPS	500	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	35.9	10.3	9.4	8.6	7.9
P/E(지배순이익 기준)	36.4	10.3	9.5	8.7	8.0
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	13.3	11.9	11.1	10.9	10.2
배당수익률	2.3	3.1	2.2	2.2	2.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-91.7	211.7	49.0	9.8	8.4
EPS(지배순이익 기준)	-91.8	213.9	48.4	9.6	8.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	6.3	10.0	10.1	10.1
ROE(지배순이익 기준)	1.7	6.3	9.9	10.1	10.0
ROA	0.5	1.8	3.0	3.2	3.3
안정성 (%)					
부채비율	249.7	247.0	217.1	213.4	204.1
순차입금비율	52.4	50.8	41.9	40.5	38.7
이자보상배율	4.2	4.7	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
16/08/10	BUY	32,000	-34.5	-29.8
16/11/15	BUY	32,000	-34.4	-29.8
17/05/16	BUY	32,000	-35.5	-30.6
17/08/10	BUY	28,000	-21.4	-18.0
17/09/21	BUY	28,000	-22.6	-18.0
17/11/16	BUY	28,000	-25.2	-18.0
18/02/02	BUY	28,000	-27.1	-18.0
18/03/26	BUY	28,000	-27.7	-14.6
18/05/08	BUY	28,000	-16.0	77.9
18/07/24	BUY	34,000	-	-

▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

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

▶ 투자의견 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 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.87%
보유	16건	10.13%
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 하시기를 바랍니다.
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.