

# 현대상사 (011760)

# 트레이딩, 자원개발 경쟁력 회복 중



정연우  
yon.woo.chung@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

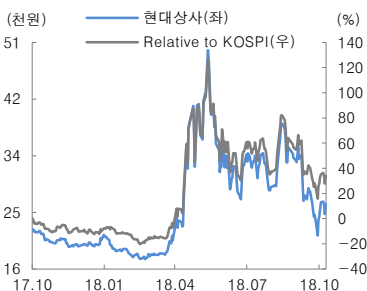
6개월 목표주가 **32,300**  
신규

현재주가 **26,000**  
(18.11.08)

유통업종

| 4차 산업혁명/안전등급 <span style="color: gray;">■</span> Dark Gray |                         |
|--|-------------------------|
| KOSPI  | 2,092.63                |
| 시가총액   | 344십억원                  |
| 시가총액비중   | 0.02%                   |
| 자본금(보통주)   | 66십억원                   |
| 52주 최고/최저  | 49,800원 / 17,500원       |
| 120일 평균거래대금  | 268억원                   |
| 외국인지분율   | 10.59%                  |
| 주요주주   | 현대코퍼레이션홀딩스 외 4 인 24.96% |
|  | 케이씨씨 12.00%             |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M    | 6M   | 12M  |
|----------|-------|-------|------|------|
| 절대수익률    | -22.7 | -20.2 | 11.8 | 19.0 |
| 상대수익률    | -16.8 | -12.3 | 30.9 | 45.1 |



## 투자의견 매수, 목표주가 32,300원 제시

- 현대상사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 32,300원을 제시하며 커버리지를 개시
- 목표주가는 2019년 EPS에 PER 8.9배를 적용  
2019년 이익증가율을 반영하여 KOSPI PER 대비 10% 프리미엄을 부여했음
- 2018년 상반기 대북관련주로 부각되면서 불확실성이 커졌지만, 현재주는 이슈에 따른 주가 상승분을 대부분 반납함. 펀드멘탈에 따라 평가 받을 수 있는 여건 마련

## 트레이딩 부문 경쟁력 부각

- 2016년 계열 분리 이후 우려가 있었지만, 범현대 계열 매출 비중이 커지고 실적 역시 2015년을 저점으로 매출과 이익 모두 증가하고 있음
- 글로벌 경제성장을 전망치 하락, 무역분쟁 등으로 수출 환경은 악화되고 있지만, 역설적으로 이러한 상황이 동사에게는 기회로 작용하기도 함
- 트레이딩 주력 사업부인 차량 부문은 2016년 이후 이익이 크게 증가하고 있고, 보호무역 영향을 받는 철강 역시 2018년 영업이익이 큰 폭으로 증가하고 있음
- 수출 환경이 어려워지면서 종합상사의 역할이 커지고 있다는 점으로 해석 가능, 또한 수익성 개선을 위한 연계투자도 확대되면서 효과가 나타나고 있는 것으로 판단

## 자원개발, 이미 저점은 지나고 기대감이 커지고 있는 상황

- 오만 LNG, 카타르 LNG, 베트남 11-2 가스전 등 생산광구로부터의 손익은 2016년 92억원까지 줄어들었지만, 2018년에는 3분기 누적 142억원 달성
- 유가 변동성이 크긴 하지만 2015~2016년의 저유가 수준에서 벗어나면서 이익이 증가하고 있으며, 예멘 LNG 생산 재개에 대한 기대도 커지고 있음
- 내전으로 인해 생산이 중단된 예멘 LNG는 향후 기대수익이 가장 큰 광구로 생산이 재개되면 2020년, 2021년 동사 EPS는 15.6%, 34.6% 증가 가능, 기업가치 상승의 모멘텀으로 작용할 것임

## 실적 개선 추세, 꾸준히 진행

- 2018년 3분기까지 매출 및 영업이익 모두 두자리수대 증가율 기록
- 2019년 이후에도 차량 사업부 호조가 예상되고, 자원개발 부문 역시 실적 개선에 기여
- 영업외 일회성비용 발생 여지도 많이 줄어들면서 실적 가시성도 높아지고 있음

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 3,559  | 4,306  | 4,824  | 5,008  | 5,197  |
| 영업이익    | 30     | 34     | 51     | 57     | 60     |
| 세전순이익   | 21     | 10     | 48     | 63     | 66     |
| 총당기순이익  | 8      | 25     | 36     | 48     | 50     |
| 지배지분순이익 | 8      | 25     | 36     | 48     | 50     |
| EPS     | 602    | 1,888  | 2,738  | 3,626  | 3,797  |
| PER     | 36.4   | 10.3   | 9.5    | 7.2    | 6.8    |
| BPS     | 32,657 | 27,347 | 29,796 | 33,142 | 36,667 |
| PBR     | 0.7    | 0.7    | 0.9    | 0.8    | 0.7    |
| ROE     | 1.7    | 6.3    | 9.6    | 11.5   | 10.9   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

### 범현대 계열의 수출 창구이면서도, 투자 부문 강화를 통해 value up 진행

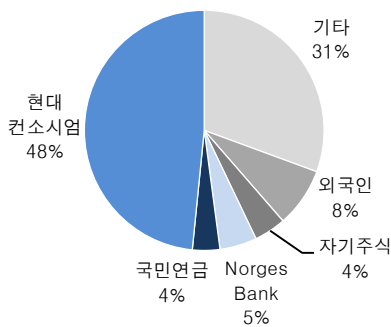
현대상사는 1976년 현대그룹의 일원으로 설립되었다. 설립 초기만 하더라도 동사를 비롯한 종합상사들의 위상은 지금과는 비교할 수 없을 정도로 컸었다. 정책적인 지원 외에도 세제, 금융 등에서 여러가지 혜택을 받았고, 그 시기만 하더라도 해외 네트워크를 구축할 수 있는 몇 안되는 기업이었기 때문이다. 자연스럽게 종합상사의 비즈니스 모델은 수출을 지원하는 트레이딩이 중심이 되었고, 지금도 여전히 중요한 사업으로 남아 있다.

하지만 앞으로의 종합상사에서는 트레이딩 뿐 아니라 투자 부문 역시 중요한 사업 모델로 부각될 것이다. 단순 트레이딩에서는 종합상사가 갖고 있는 메리트가 사라지면서 새로운 수익원에 대한 필요가 커지고 있기 때문이다. 종합상사가 강점을 갖고 있는 글로벌 네트워크와 정보력, 수출 관련 다양한 경험과 노하우를 통해 신규 사업에 집중하고 있는 이유이다. 그동안의 자원개발 투자와 특히 최근 동사가 늘려가고 있는 연계투자도 지속 가능 수익을 창출하기 위한 일환이라고 할 수 있다.

동사는 2016년 현대중공업 계열에서 분리됐다. 그동안 현대자동차, 현대상선, 현대중공업 등 범현대가 대표하는 기업들이 대주주로 있으면서 그룹 물량을 중심으로 안정적인 사업을 영위해왔다. 이러한 점은 계열 분리 후 트레이딩의 기본인 물량확보에 어려움을 겪을 수 있다라는 우려로 작용했다. 또한 2016년은 주요 수익원 중 하나였던 자원개발 부문도 고전을 면치 못하던 시기여서 그러한 우려는 더 커질 수 밖에 없는 상황이었다. 하지만, 2년이 지난 지금도 여전히 범현대 계열사 물량이 압도적인 비중을 차지하고 있고, 오히려 계열 분리전보다 높아졌다. 2016년 범현대 계열 물량 비중은 59%였지만, 2018년 2분기에는 72%까지 높아졌다.

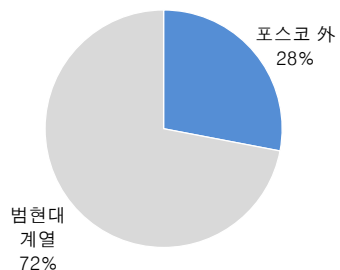
오히려 계열 분리 후에는 제한돼 있던 동종업종의 타사제품 취급이 가능해 판매군이 다양해지는 계기가 되었다. 자금조달 여건에서도 정부의 주채무계열대상 규제 및 조선업 등 특정 산업군에 대한 여신 규제 움직임에도 자유롭게 된 점은 예상치 않았던 소득이라고 할 수 있다.

그림 1. 범현대가 중심의 지분 구성(2017년말 기준)



주: 현대건설은 현대코퍼레이션홀딩스 19.37%, KCC 12.00%, 정몽혁 외 9.05%, 정몽석 2.00%, 현대산업개발 2.00%, 한라홀딩스 2.00%, 현대백화점 1.00%, 현대홈쇼핑 1.00%로 구성  
 자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 계열분리 이후에도 범현대 계열사 물량 압도적



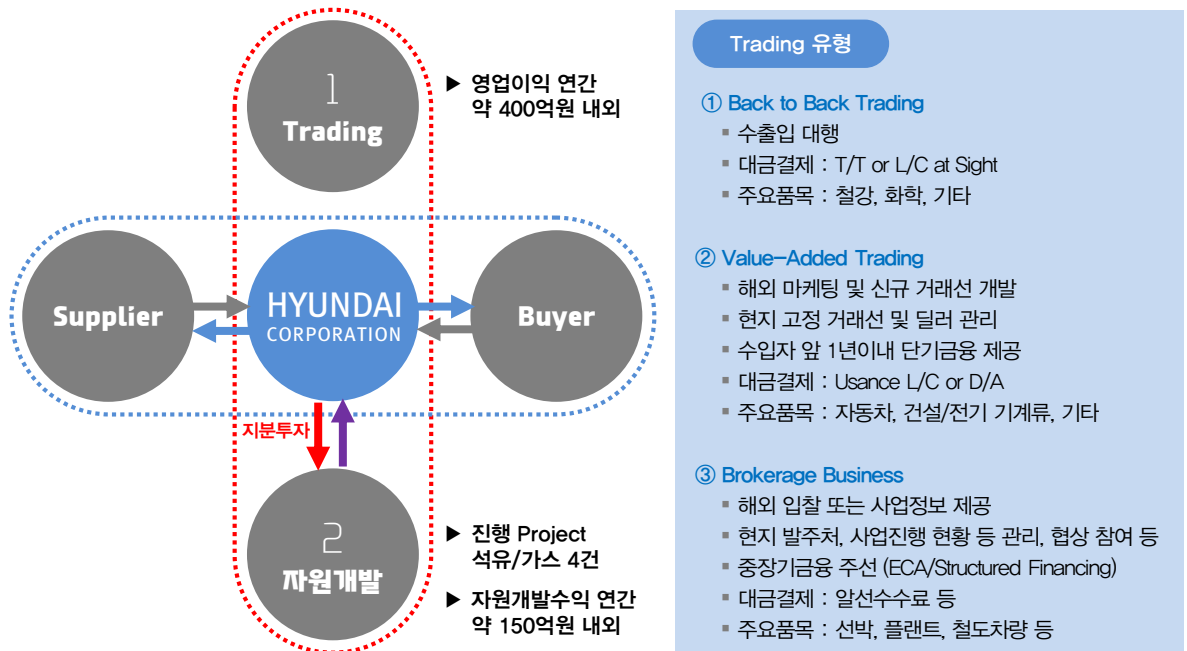
자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

### 트레이딩을 통해 꾸준한 수익을 창출

본업인 트레이딩 부문은 Back to Back, Value-Added, Brokerage 등의 방식을 통해 꾸준히 수익을 창출하고 있다. 유형에 따라 매출규모와 수익은 다양한데, 점차 수익에 대한 중요성이 부각되면서 단순 수출입 대행 보다는 현지 거래선 관리, 복잡한 형태의 금융서비스 제공 등 동사의 관여도가 높을 수 있는 트레이딩에 집중하고 있다.

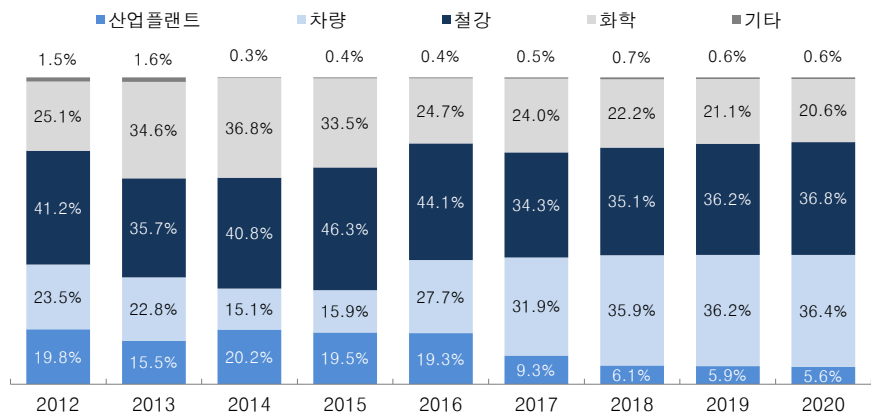
동사 사업부는 산업플랜트, 차량, 철강, 화학 등으로 구분되는데, 차량과 철강 비중이 압도적으로 높다. 상대적으로 고마진을 얻을 수 있는 분야이고, 범현대그룹에 속해 있다는 점에서 다른 종합상사들보다 유리한 위치에 있다는 판단이다.

그림 3. 트레이딩 부문 사업 모델 유형



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 트레이딩 사업부별 매출 비중 추이



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

### 트레이딩 부문 호조, 실적 개선 추세 지속

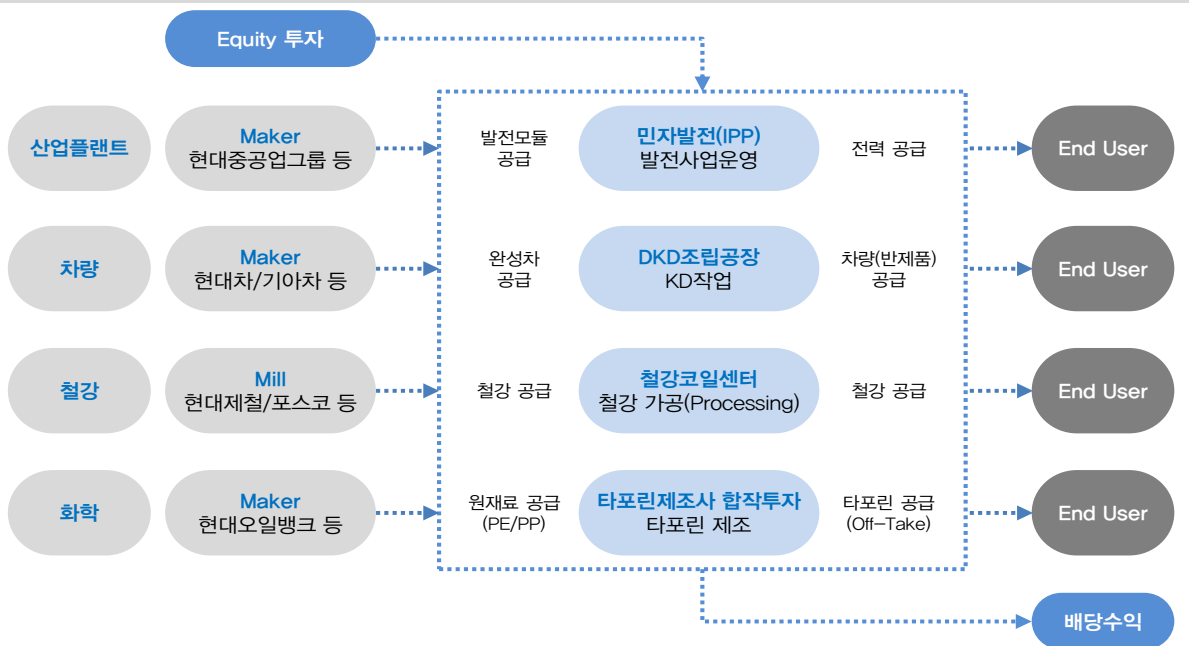
당초 계열 분리에 따른 우려와는 달리 트레이딩 부문은 2015년을 저점으로 매출 및 이익이 증가하고 수익성도 개선되고 있다. 특히 3분기 실적까지 발표된 2018년에는 2011년 이후 처음으로 연간 영업이익이 500억원을 상회할 전망이다.

글로벌 경기전망이 불투명해지고 있고 무역분쟁으로 인한 여파가 철강, 자동차 등 국내 주요 산업들에 영향을 주고 있는 상황이다. 당연히 글로벌 물동량도 위축될 수 밖에 없고 수출 관련 사업을 영위하는 동사에게도 이러한 환경은 불리하게 작용할 수 있다.

하지만 역설적으로 동사에게는 이러한 위기가 기회로 작용하기도 한다. 차량 사업부는 2016년 이후 이익이 크게 증가했다. 또다른 주요 사업부인 철강 부문은 2018년 영업이익이 큰 폭으로 증가하고 있다. 사실상 차량, 철강 사업부의 호조가 최근의 전사 실적을 견인하고 있는 것이다. 공급사들이 어려운 상황에 처해있을 때, 수출을 대행하거나 수요처를 발굴하면서 동사는 매출과 수익을 높일 수 있다. 아프리카, 중남미 등 완성차업체가 직접 진출하기 어려운 지역에서 국산 자동차 수출이 증가하는 데에는 일정 부분 동사의 역할이 있었고, 철강업계가 수출 쿼터제로 난관에 봉착할 때 역시 동사의 역할이 부각될 수 있다.

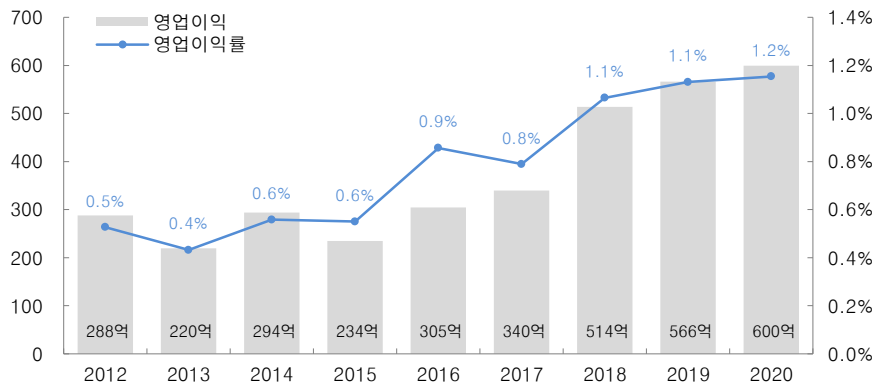
트레이딩 부문의 수익성 개선을 위한 연계투자도 강화되고 있다. 오랜 기간 수출을 통해 경험을 축적해 온 동사는 단순 수출입 대행 보다는 수출 과정에서 관여도를 높일 수 있는 방안으로 제조업에 진출하거나 관련 지분에 대한 투자를 늘려가고 있다. 철강코일센터에 대한 투자는 동사 뿐 아니라 다른 종합상사들도 이전부터 실행해왔던 대표적인 케이스라 할 수 있다. 최근에는 민자발전사업, 자동차 DKD조립공장 설립, 화학공장 등 다양한 분야로 투자를 확대하고 있다.

그림 5. 트레이딩 수익성 개선, 연계투자 강화



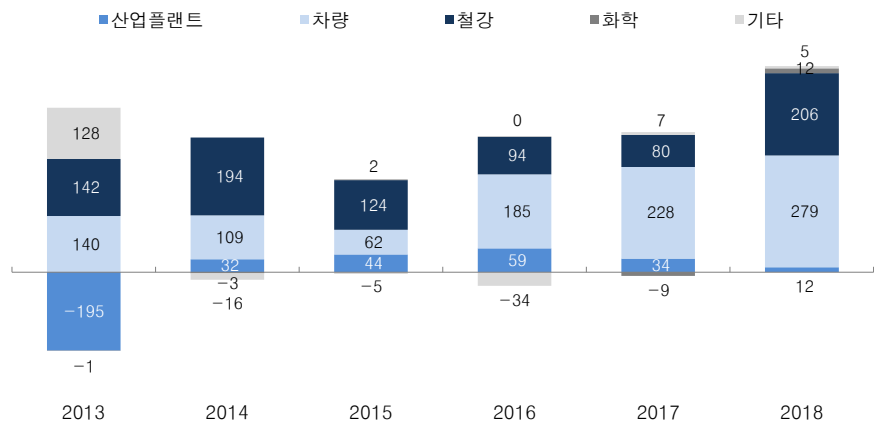
자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy/본부

그림 6. 2015년을 저점으로 꾸준히 증가하고 있는 이익



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 차량, 철강 부문이 전사 이익을 견인 중



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

### 회복되고 있는 자원개발사업

대표적인 투자사업으로 분류될 수 있는 자원개발 부문도 손익이 개선되고 있다. 생산광구로부터의 손익은 2016년 92억원까지 줄어들었지만, 2017년에는 153억원, 2018년에는 3분기 누적 142억원으로 증가하고 있다. 최근 유가의 변동성이 커지고 있긴 하지만, 2015~2016년 대비 가격수준이 높아지면서 이익 개선을 견인했다. 더불어 가장 큰 수익을 기대할 수 있는 예멘 LNG의 경우 생산 재개에 대한 기대가 커지고 있다는 점도 주목해야 할 사항이다.

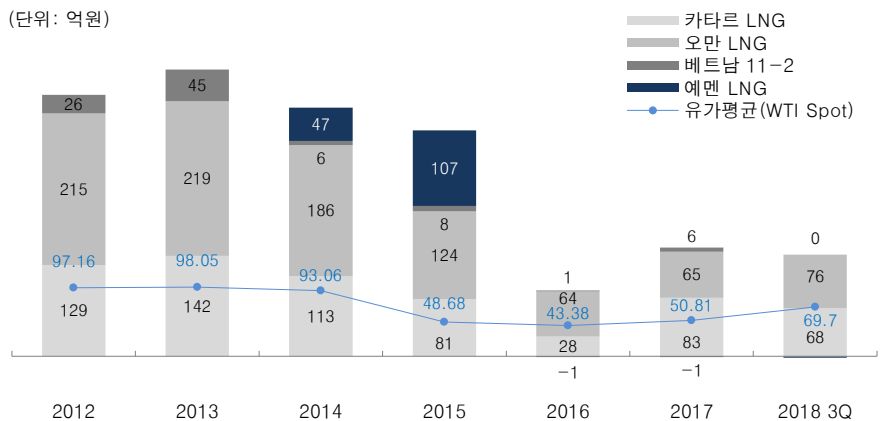
동사가 투자했던 자원개발광구 중 현재 생산중인 곳은 오만 LNG, 카타르 LNG, 베트남 11-2 광구 등이 있다. 고유가 시기였던 2014년까지 매년 350억원 이상 이익에 기여했고 2015년부터는 예멘 LNG까지 본격적으로 이익이 발생하면서 자원개발사업은 미래의 주력 수익원으로 기대가 큰 부문이었다. 생산 광구 중 베트남 11-2는 배당기간 종료가 다가오고 있지만, 상대적으로 이익 기여가 미미해서 부정적인 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

표 1. 자원개발부문 투자 현황

|        | 예멘 LNG(HLNG)        | 오만 LNG(KOLNG)                  | 카타르 LNG(Ras Laffan)          | 베트남 11-2             |
|--------|---------------------|--------------------------------|------------------------------|----------------------|
| 위치     | 예멘 남동부 해안 Balhaf 지역 | 오만 무스캇 200km 남동쪽 Al Ghailah 지역 | 카타르 도하 80km 북쪽 Ras Laffan 지역 | 베트남 봉타우 남동쪽 280km 해상 |
| 사업형태   | 컨소시엄(HY LNG)        | 컨소시엄(KOLNG)                    | 컨소시엄(KORAS)                  | 직접투자                 |
| 연간생산량  | LNG 7.8 백만톤         | LNG 5.7 백만톤                    | LNG 6.8 백만톤                  | 가스 45 BCF            |
| 장기계약   | Total/KOGAS/Engie   | KOGAS/Osaka Gas/Itochu         | KOGAS                        | Petro Vietnam        |
| 운영권자   | Total               | Shell                          | Exxon Mobil                  | KNOC                 |
| 지분율    | 3.0%                | 1.0%                           | 0.4%                         | 4.9%                 |
| 자산인식방식 | 관계기업투자              | 관계기업투자                         | 매도가능금융자산                     | 해외개발광구비              |
| 수익인식방식 | 지분법이익               | 지분법이익                          | 배당금수익                        | 매출총이익                |
| 생산시기   | 09년 11월             | 00년 4월                         | 99년 5월                       | 06년 12월              |
| 배당기간   | 12년~38년             | 02년~24년                        | 01년~29년                      | 07년~21년              |
| 비고     | 15년 4월 내전으로 생산중단    |                                |                              |                      |

자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 8. 자원개발부문 이익, 2015년을 저점으로 회복 중



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy 본부

## 예멘 LNG 생산 재개되면 현대상사의 이익 수준 큰 폭으로 증가

2015년 이후 내전으로 인해 생산이 중단된 예멘 LNG에 대해서 기대가 커지고 있다. 예멘 LNG의 가스전은 정부군과 반군 교전지역 부근에 위치해 있고, 내전 양상이 사우디아라비아와 이란간의 대리전 형태로 격화되면서 그동안 생산이 불가능한 상황이었다.

하지만 최근 조금씩 변화의 조짐이 나타나고 있다. 사우디아라비아가 언론인 살해사건으로 수세에 몰리면서 뜻하지 않게 예멘 문제까지 불거지게 되었는데, 민간인 희생에 대한 우려로 휴전 요구가 강해지고 있기 때문이다. 또한 예멘 정부에서도 가스전의 생산을 원하고 있는 것으로 추정된다. 실제로 예멘의 또다른 가스전인 예멘 OMV는 예멘 정부 요청으로 지난 4월부터 생산이 재개되었고, 7월에는 선적까지 완료된 것으로 알려지고 있다. 예멘 LNG 역시 가스전은 정부군, 액화기지와 파이프라인은 주변 지역 부족민에 의해 보호되고 있고 이미 시험가동중에 있어 휴전 및 안전망 확보시 바로 액화시설의 재가동이 가능한 상황이다.

예멘 LNG는 동사가 투자한 자원개발광구 중 기대수익이 가장 큰 광구로 생산이 재개되면 현대상사의 전사 이익이 큰 폭으로 증가할 수 있다. 당연히 기업가치 상승과 함께 주가 상승의 모멘텀으로도 작용할 것이란 판단이다.

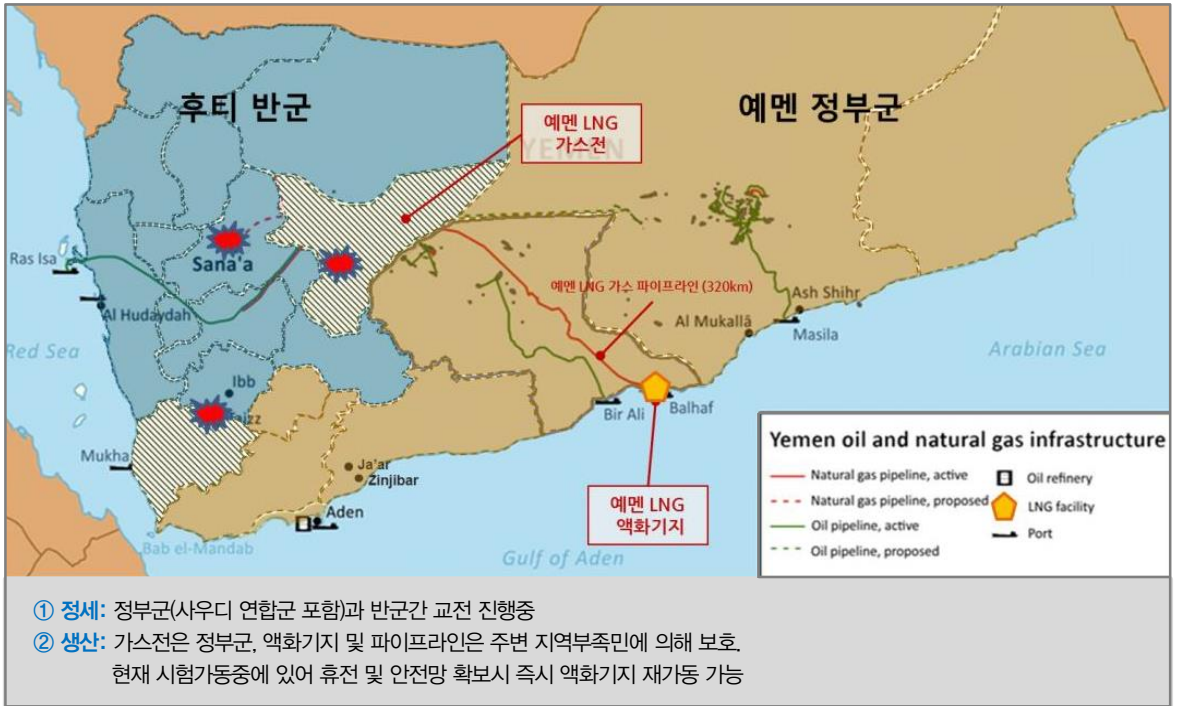
유가를 US \$50로 가정하고 생산이 재개되면(2019년 1월 가정), 2020년부터는 지분법이 이익 가능할 것으로 예상된다. 2020년에는 103억원, 2021년에는 236억원까지 증가하고 그 이후에는 비슷한 수준에서 유지될 전망이다. 예멘 LNG로부터 이익이 없다는 기본가정과 생산이 재개된다는 가정을 비교하면 2020년 EPS는 15.6%, 2021년에는 34.6% 증가하는 것으로 추정된다.

표 2. 예멘 LNG 생산재개시 예상되는 이익 증가 및 목표주가 변화

|                              | 2018             | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   |
|------------------------------|------------------|-------|--------|--------|--------|
| 기본가정                         | 예멘 LNG 지분법이익(억원) | 0     | 0      | 0      | 0      |
|                              | 현대상사 순이익(억원)     | 362   | 480    | 502    | 518    |
|                              | 현대상사 EPS(원)      | 2,738 | 3,626  | 3,797  | 3,913  |
|                              | PER 8.9 배 적용시(원) |       | 32,271 | 33,793 | 34,825 |
| 생산재개시<br>(2019년 1월<br>생산 시작) | 예멘 LNG 지분법이익(억원) |       |        | 103.4  | 236.39 |
|                              | 현대상사 순이익(억원)     | 362   | 480    | 581    | 697    |
|                              | 현대상사 EPS(원)      | 2,738 | 3,626  | 4,390  | 5,267  |
|                              | PER 8.9 배 적용시(원) |       | 32,271 | 39,071 | 46,876 |

주: 유가는 US \$50로 가정, 원달러환율은 1,100 원 적용  
 PER 8.9 배는 2019년 KOSPI 추정 PER 8.09 대비 10% 할증한 것임  
 자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 9. 생산 재개 가능성이 커지고 있는 예멘 LNG



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부



### 실적 개선 추세, 꾸준히 진행 중

트레이딩 부문의 호조, 자원개발부문 이익 증가에 따라 현대상사의 실적 개선 추세가 꾸준히 이어지고 있다. 2018년 3분기까지 매출액은 두자리수대 이상 증가했고 영업이익은 훨씬 큰 폭으로 늘어나고 있다. 4분기 일회성 비용 등 특이사항이 발생하지 않는다면, 2018년 연간 기준으로 매출과 영업이익 모두 두자리수대 증가가 가능할 전망이다. 특히 영업이익은 2011년 이후 처음으로 500억원 상회도 가능할 것으로 추정된다.

영업외부문에서는 외환관련손익에 따라 변동 가능성이 있지만, 수익과 비용이 상계되는 것으로 가정하면 오만 LNG의 지분법이익과 카타르 LNG의 배당금수익이 (+) 요인으로 기여하고 순이자비용, 매출채권처분손실, 대손상각비 등은 (-) 요인으로 작용하면서 상계될 전망이다.

실적 개선 추세는 2019년 이후에도 꾸준할 것으로 전망된다. 차량 사업부가 여전히 호조를 보이고, 자원개발부문에서도 2018년과 비슷한 이익 수준이 전망되기 때문이다. 오히려 2017년~2018년을 거치면서 일회성비용 발생 여지를 대부분 해소한 것으로 추정되고 있어 실적 개선 여지는 더 높아졌다는 판단이다.

표 3. 현대상사 연간 및 분기 실적 추이

(단위: 억원, %)

|                   | 2017   |        |        |        | 2018   |        |        |        | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                   | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     |        |        |        |
| 매출액               | 10,500 | 10,481 | 10,656 | 11,422 | 11,905 | 11,061 | 12,806 | 12,470 | 43,060 | 48,242 | 50,078 |
| 증가율(% , yoy)      | 12.3   | 24.7   | 20.3   | 27.3   | 13.4   | 5.5    | 20.2   | 9.2    | 21.0   | 12.0   | 3.8    |
| 산업플랜트             | 1,382  | 881    | 857    | 901    | 874    | 574    | 680    | 807    | 4,021  | 2,936  | 2,949  |
| 차량                | 2,356  | 3,240  | 3,899  | 4,253  | 4,867  | 3,613  | 4,265  | 4,576  | 13,748 | 17,321 | 18,152 |
| 철강                | 3,877  | 3,999  | 3,574  | 3,307  | 3,675  | 4,029  | 4,813  | 4,407  | 14,756 | 16,923 | 18,120 |
| 화학                | 2,865  | 2,320  | 2,262  | 2,886  | 2,387  | 2,756  | 2,959  | 2,616  | 10,334 | 10,718 | 10,556 |
| 기타                | 20     | 40     | 65     | 75     | 102    | 89     | 89     | 64     | 201    | 344    | 300    |
| 영업이익              | 85     | 105    | 108    | 41     | 114    | 125    | 154    | 121    | 340    | 514    | 566    |
| 이익률(% , of sales) | 0.8    | 1.0    | 1.0    | 0.4    | 1.0    | 1.1    | 1.2    | 1.0    | 0.8    | 1.1    | 1.1    |
| 증가율(% , yoy)      | -20.0  | 26.9   | 141.2  | -41.4  | 33.3   | 19.3   | 41.9   | 192.4  | 11.5   | 51.2   | 10.3   |
| 산업플랜트             | 18     | -7     | 3      | -4     | 6      | 3      | 1      | 1      | 34     | 12     | 4      |
| 차량                | 35     | 65     | 60     | 65     | 70     | 68     | 68     | 73     | 228    | 279    | 306    |
| 철강                | 17     | 38     | 49     | -16    | 33     | 53     | 76     | 44     | 80     | 206    | 240    |
| 화학                | 2      | 4      | -3     | -11    | -1     | 3      | 8      | 3      | -9     | 12     | 14     |
| 기타                | 14     | 5      | -1     | 7      | 6      | -1     | 0      | 0      | 7      | 5      | 1      |
| 세전이익              | 104    | 112    | -47    | -70    | 115    | 99     | 136    | 128    | 100    | 478    | 633    |
| 이익률(% , of sales) | 1.0    | 1.1    | -0.4   | -0.6   | 1.0    | 0.9    | 1.1    | 1.0    | 0.2    | 0.2    | 1.0    |
| 증가율(% , yoy)      | 2.3    | 3.0    | 적전     | 적지     | 10.2   | -11.8  | 흑전     | 흑전     | -53.0  | 376.3  | 32.4   |
| 순이익               | 67     | 194    | 59     | -69    | 79     | 83     | 96     | 105    | 251    | 362    | 480    |
| 이익률(% , of sales) | 0.6    | 1.9    | 0.6    | -0.6   | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.6    | 0.8    | 1.0    |
| 증가율(% , yoy)      | 25.6   | 189.9  | 214.5  | 적지     | 17.8   | -57.4  | 62.9   | 흑전     | 211.7  | 44.1   | 32.4   |

**기본가정**  
 2019년 차량사업부 매출액은 4.8% 증가하는 것으로 추정(ASP 2.0%, 판매대수 2.7% 증가 적용)  
 철강사업부는 수출 쿼터제가 강화되고 있지만, 2019년에도 7.1% 매출 증가 추정  
 2019년 두바이 유가 평균은 3.6% 상승한 배럴당 US \$74.58로 가정  
 영업외부문에서 일회성의 대손상각비는 발생하지 않는 것으로 가정

자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy 본부

### 투자의견 매수와 적정주가 32,300 원 제시

현대상사에 대한 투자의견은 매수, 목표주가로 32,300원을 제시한다. 목표주가 산정은 2019년 추정 EPS 3,626원에 PER 8.9배를 적용했다. 2019년 시장 PER인 8.1배 대비 10% 프리미엄을 적용한 것으로 2018년, 2019년 2년 연속 KOSPI 대비 이익증가율이 큰 폭으로 상회하는 점을 감안했다. 현재 거래되는 주가는 2018년 추정 실적 기준으로 시장 대비 10% 이상 할증되어 거래되고 있지만, 다른 종합상사들보다는 저평가되어 있다. 실적이 꾸준히 개선되고 있고 예멘 LNG 생산 재개 가능성까지 감안하면 현주가 수준에서의 투자메리트는 충분하다는 판단이다.

현대상사 주가는 2016년 계열 분리 이후 20,000원 수준에서 지지부진한 등락을 반복했다. 전반적으로 실적이 부진했고 각종 일회성 비용 발생에 따른 실적 가시성이 낮아진 점이 영향을 준 것으로 판단된다. 또한 2018년 상반기에는 대북관련주로 부각되면서 큰 폭의 상승과 하락을 기록하는 등 변동성이 커져 불확실성이 확대됐다. 다만 현주가는 대북 이슈에 따른 주가 상승분을 대부분 반납한 상황으로 앞으로는 펀드멘탈에 따라 평가 받을 수 있는 여건이 마련됐다는 판단이다. 2018년에 이어 2019년 실적 개선 추세가 이어지면서 주가 저평가를 벗어날 것으로 전망한다.

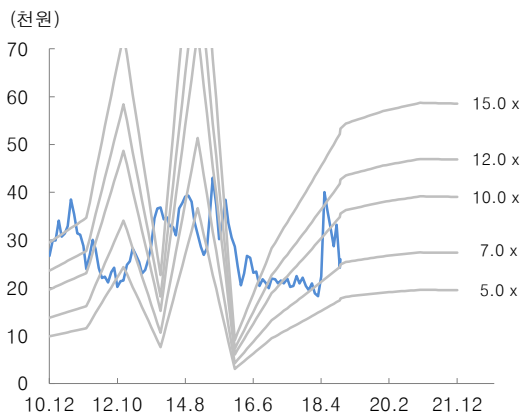
표 4. KOSPI 및 주요 종합상사와 현대상사 비교

(단위: %, 배)

|         | 2018년  |      |      |     | 2019년  |      |      |     |
|---------|--------|------|------|-----|--------|------|------|-----|
|         | 순이익증가율 | PER  | ROE  | PBR | 순이익증가율 | PER  | ROE  | PBR |
| KOSPI   | 10.8   | 8.4  | 11.2 | 0.9 | 5.4    | 8.1  | 10.6 | 0.8 |
| 삼성물산    | 100.7  | 16.2 | 5.6  | 0.8 | -7.6   | 17.5 | 5.1  | 0.7 |
| 포스코대우   | 33.9   | 10.1 | 8.1  | 0.8 | 38.4   | 7.3  | 10.5 | 0.7 |
| SK 네트웍스 | -8.1   | 35.6 | 1.3  | 0.4 | 169.6  | 13.3 | 3.5  | 0.4 |
| LG 상사   | 적자전환   | -    | -1.1 | 0.5 | 흑자전환   | 5.9  | 8.3  | 0.5 |
| 현대상사    | 44.1   | 9.5  | 9.6  | 0.8 | 32.4   | 7.2  | 11.5 | 0.7 |

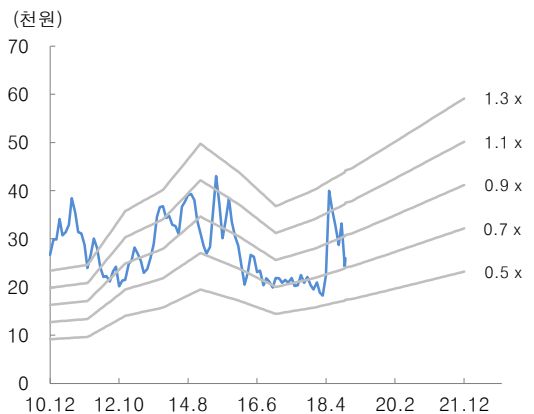
주: 주가는 11/8일 증가 기준  
 자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 10. 현대상사 PER 밴드



자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 11. 현대상사 PBR 밴드



자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

## 주당 내재가치

## RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

|   | 2018F         | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>   | 36            | 48    | 50    | 52    | 52    | 53    | 55    | 56    | 58    | 60    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2018~2022년까지 사업부문별 추정을 통해 전사 실적 전망</li> <li>- 2023~2027년까지 순이익증가율은 3%로 가정, 2018~2022년 순이익증가율의 단순평균은 17%에 달하나, 높아진 기저를 반영함</li> <li>- 영업외부문 대규모 M&amp;A 및 기존 사업과 무관한 부문에 대한 투자는 없는 것으로 가정</li> <li>- 자원개발부문 중 가장 높은 수익이 가능한 예멘LNG로부터의 지분법이익은 포함하지 않음</li> </ul> |               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>  | 394           | 438   | 485   | 533   | 582   | 627   | 674   | 723   | 774   | 826   |
| 추정ROE   | 9.6           | 11.5  | 10.9  | 9.7   | 8.9   | 8.5   | 8.1   | 7.8   | 7.5   | 7.2   |
| III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>   | 7.6           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 무위험이자율 <sup>(주4)</sup>  | 2.1           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>  | 4.0           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 베타  | 1.37          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| IV Spread(추정ROE-필요수익률)  | 2.0           | 3.9   | 3.3   | 2.1   | 1.3   | 0.9   | 0.5   | 0.2   | -0.1  | -0.4  |
| V 필요수익  | 28            | 30    | 33    | 37    | 41    | 44    | 48    | 51    | 55    | 59    |
| VI 잔여이익(I-V)  | 9             | 18    | 17    | 15    | 11    | 9     | 7     | 5     | 3     | 1     |
| 현가계수  | 0.99          | 0.92  | 0.86  | 0.80  | 0.74  | 0.69  | 0.64  | 0.59  | 0.55  | 0.51  |
| 잔여이익의 현가  | 9             | 17    | 15    | 12    | 8     | 6     | 5     | 3     | 2     | 1     |
| VII 잔여이익의 합계  | 76            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| VIII 추정기간 이후 잔여이익의<br>현가  | 1             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 연구성장률(g) <sup>(주6)</sup>  | 0.0%          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| IX 기초자기자본   | 362           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| X 주주지분가치(VII+VIII+IX)   | 444           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 총주식수(천주)  | 13,229        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| XI <b>적정주당가치(원)</b>   | <b>33,642</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 현재가치(원)   | 26,000        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Potential (%)   | 29.4%         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 연구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

기업개요

기업 및 경영진 현황

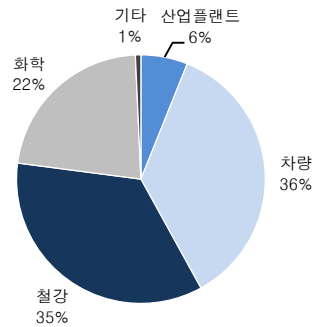
- 1976년 현대그룹의 수출 창구 역할을 하는 종합상사로 설립 되었으며, 현대차, 현대상선, 현대중공업 그룹을 거쳐 계열분리됨
- 계열분리 후에도 범현대 계열과 안정적인 사업기반을 유지하고 있음
- 2018년 2분기 매출비중은 72%로 사상 최고치 수준으로 높아짐
- 최대주주는 현대코퍼레이션홀딩스(19.37%)이며, 그룹 최대주주는 정몽혁 회장으로 범현대그룹으로 분류
- 자산 1,403십억원, 부채 1,015십억원, 자본 390십억원 (발행주식수: 13,228,966 / 자기주식수: 570,000)

주가 변동요인

- 차량, 철강 부문 무역 여건 호조
- 남북협력사업 진행
- 예멘 LNG 생산 재개 및 유가 상승 여부

자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

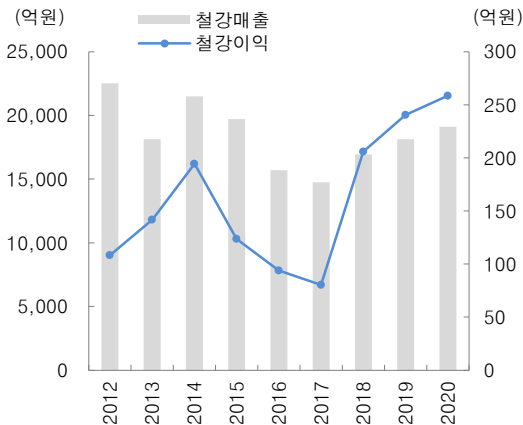
현대상사 사업부문별 매출 비중



주: 2018년 전망치 기준  
자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

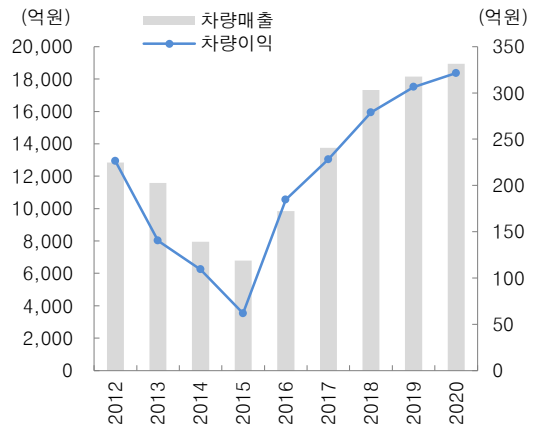
Earnings Driver

철강 사업부 매출 및 이익 추이



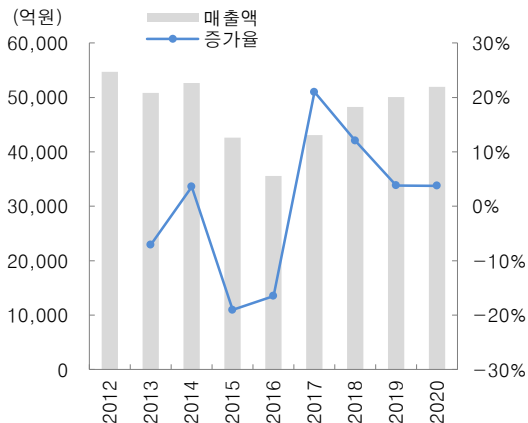
자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

차량 사업부 매출 및 이익 추이



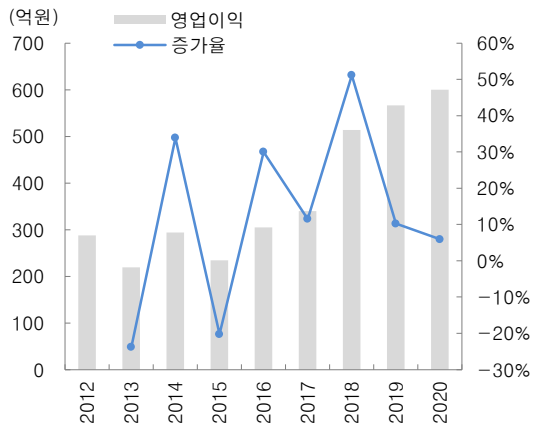
자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

현대상사 매출액 및 증가율 추이



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

현대상사 영업이익 및 증가율 추이



자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

|             | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 3,559 | 4,306 | 4,824 | 5,008 | 5,197 |
| 매출원가        | 3,452 | 4,196 | 4,699 | 4,878 | 5,061 |
| 매출총이익       | 107   | 110   | 125   | 130   | 136   |
| 판매비와관리비     | 76    | 76    | 74    | 73    | 76    |
| 영업이익        | 30    | 34    | 51    | 57    | 60    |
| 영업이익률       | 0.9   | 0.8   | 1.1   | 1.1   | 1.2   |
| EBITDA      | 39    | 37    | 54    | 60    | 63    |
| 영업외손익       | -9    | -24   | -4    | 7     | 6     |
| 관계기업손익      | 7     | 7     | 9     | 9     | 9     |
| 금융수익        | 41    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 외환관련이익      | 73    | 49    | 89    | 89    | 89    |
| 금융비용        | -51   | -31   | -40   | -41   | -41   |
| 외환관련손실      | 44    | 23    | 33    | 33    | 33    |
| 기타          | -5    | -35   | -7    | 3     | 3     |
| 법인세비용차감전순이익 | 21    | 10    | 48    | 63    | 66    |
| 법인세비용       | -13   | 15    | -12   | -15   | -16   |
| 계속사업순이익     | 8     | 25    | 36    | 48    | 50    |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 8     | 25    | 36    | 48    | 50    |
| 당기순이익률      | 0.2   | 0.6   | 0.8   | 1.0   | 1.0   |
| 비지배지분순이익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익     | 8     | 25    | 36    | 48    | 50    |
| 매도가능금융자산변화  | -4    | -16   | -16   | -16   | -16   |
| 기타포괄이익      | -44   | -68   | -68   | -68   | -68   |
| 포괄순이익       | -40   | -59   | -48   | -36   | -34   |
| 비지배지분포괄이익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익    | -40   | -59   | -48   | -36   | -34   |

|           | 2016A   | 2017A   | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 602     | 1,888   | 2,738   | 3,626   | 3,797   |
| PER       | 36.4    | 10.3    | 9.5     | 7.2     | 6.8     |
| BPS       | 32,657  | 27,347  | 29,796  | 33,142  | 36,667  |
| PBR       | 0.7     | 0.7     | 0.9     | 0.8     | 0.7     |
| EBITDAPS  | 2,952   | 2,810   | 4,107   | 4,500   | 4,747   |
| EV/EBITDA | 132     | 11.8    | 10.1    | 8.9     | 8.1     |
| SPS       | 269,013 | 325,494 | 364,670 | 378,547 | 392,835 |
| PSR       | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| CFPS      | 3,281   | 3,343   | 6,401   | 7,550   | 7,806   |
| DPS       | 500     | 600     | 600     | 600     | 600     |

|          | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | -16.5 | 21.0  | 12.0  | 3.8   | 3.8   |
| 영업이익 증가율 | 30.0  | 11.5  | 51.2  | 10.3  | 5.9   |
| 순이익 증가율  | -94.5 | 211.7 | 44.1  | 32.4  | 4.7   |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROC      | 2.7   | 20.8  | 9.5   | 9.8   | 10.0  |
| ROA      | 2.0   | 2.5   | 3.9   | 4.1   | 4.1   |
| ROE      | 1.7   | 6.3   | 9.6   | 11.5  | 10.9  |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 249.7 | 247.0 | 242.0 | 224.5 | 209.2 |
| 순차입금비율   | 51.7  | 49.8  | 51.3  | 42.1  | 34.1  |
| 이자보상배율   | 4.2   | 4.7   | 6.9   | 7.4   | 7.7   |

자료: 현대상사, 대신증권 Research&Strategy 본부

|             | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,130 | 993   | 1,075 | 1,137 | 1,203 |
| 현금및현금성자산    | 194   | 158   | 147   | 174   | 204   |
| 매출채권 및 기타채권 | 586   | 549   | 612   | 635   | 658   |
| 재고자산        | 287   | 240   | 268   | 279   | 289   |
| 기타유동자산      | 63    | 47    | 48    | 49    | 51    |
| 비유동자산       | 385   | 266   | 277   | 290   | 302   |
| 유형자산        | 4     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 관계기업투자지급    | 215   | 139   | 149   | 158   | 168   |
| 기타비유동자산     | 166   | 124   | 126   | 128   | 130   |
| 자산총계        | 1,514 | 1,259 | 1,352 | 1,427 | 1,504 |
| 유동부채        | 1,009 | 847   | 907   | 935   | 965   |
| 매입채무 및 기타채무 | 522   | 469   | 517   | 534   | 552   |
| 차입금         | 423   | 337   | 347   | 358   | 368   |
| 유동성채무       | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 61    | 41    | 42    | 44    | 45    |
| 비유동부채       | 72    | 49    | 50    | 51    | 53    |
| 차입금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 전환증권        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 67    | 44    | 45    | 47    | 48    |
| 부채총계        | 1,081 | 896   | 957   | 987   | 1,018 |
| 자배지분        | 432   | 362   | 394   | 438   | 485   |
| 자본금         | 66    | 66    | 66    | 66    | 66    |
| 자본잉여금       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금       | 426   | 443   | 472   | 512   | 555   |
| 기타지분변동      | -60   | -147  | -144  | -140  | -136  |
| 비지배지분       | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 자본총계        | 433   | 363   | 395   | 440   | 486   |
| 순차입금        | 224   | 181   | 203   | 185   | 166   |

|           | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 47    | 49    | 6     | 45    | 47    |
| 당기순이익     | 8     | 25    | 36    | 48    | 50    |
| 비현금항목의 가감 | 35    | 19    | 48    | 52    | 53    |
| 감가상각비     | 9     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 외환손익      | -1    | 12    | 17    | 17    | 17    |
| 지분법평가손익   | -7    | -7    | -9    | -9    | -9    |
| 기타        | 34    | 11    | 38    | 41    | 42    |
| 자산부채의 증감  | 19    | -17   | -63   | -36   | -36   |
| 기타현금흐름    | -15   | 22    | -15   | -19   | -20   |
| 투자활동 현금흐름 | -30   | 18    | -6    | -6    | -6    |
| 투자자산      | -13   | 0     | -12   | -13   | -12   |
| 유형자산      | 0     | 0     | -1    | -1    | -1    |
| 기타        | -17   | 18    | 7     | 7     | 7     |
| 재무활동 현금흐름 | 104   | -95   | 3     | 3     | 3     |
| 단기차입금     | 128   | -80   | 10    | 10    | 11    |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -10   | -6    | -8    | -8    | -8    |
| 기타        | -14   | -8    | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감    | 124   | -35   | -12   | 28    | 30    |
| 기초 현금     | 70    | 194   | 158   | 147   | 174   |
| 기말 현금     | 194   | 158   | 147   | 174   | 204   |
| NOPLAT    | 12    | 85    | 39    | 43    | 45    |
| FCF       | 14    | 87    | 40    | 44    | 46    |

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여



[Compliance Notice]

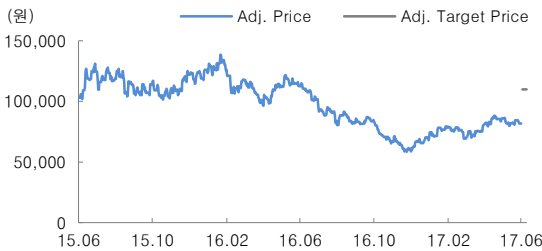
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정연우)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

현대상사(011760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|              |          |
|--------------|----------|
| 제시일자         | 18.11.12 |
| 투자의견         | Buy      |
| 목표주가         | 32,300   |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181103)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 84.0%   | 14.4%             | 1.0%             |

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상