

현대상사 (011760)

예멘 종전시 LNG 사업 가치 회복

Not Rated

주가 (11월 27일) **29,350 원**

허민호 ☎ (02) 3772-2183
 ✉ hiroo79@shinhan.com

이진명 ☎ (02) 3772-1534
 ✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

KOSPI	2,099.42p
KOSDAQ	700.67p
시가총액	388.3 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	13.2 백만주
유동주식수	9.4 백만주(70.7%)
52 주 최고가/최저가	49,800 원/17,500 원
일평균 거래량 (60 일)	350,680 주
일평균 거래액 (60 일)	10,995 백만원
외국인 지분율	9.44%
주요주주	현대코퍼레이션홀딩스 외 4 인 24.96%
	케이씨씨 12.00%
절대수익률	3개월 2.6%
	6개월 -7.7%
	12개월 46.8%
KOSPI 대비	3개월 12.4%
상대수익률	6개월 8.2%
	12개월 75.3%

- ◆ 2020년초 예멘LNG 재가동시 실적 및 밸류에이션 Level-up 가능
- ◆ 무역: 차량 및 철강 사업 확대로 사업구조 개편 성공, 실적 안정화 기대
- ◆ 예멘LNG 지분법이익: 20F 74억원, 21F 179억원, 22F 315억원

2020년초 예멘LNG 재가동시 실적 및 밸류에이션 Level-up 가능

언론보도에 따르면, 12월 초 예멘 내전 종식을 위한 평화회담이 열릴 예정이다. 카슈끄지 피살 사건으로 궁지에 몰린 사우디는 예멘 내전 종식을 위기 탈출의 돌파구로 삼을 가능성이 높다. 예멘 종전시 YLNG(생산능력 690만톤) 프로젝트 재가동이 기대된다. 현재 주가는 기존 사업가치 2,695억원(적정 PER 7배)과 YLNG 지분 3%의 장부가치 1,338억원을 반영한 4,033억원과 유사한 수준에서 거래되고 있다. 2020년초 예멘LNG 재가동 성공시 사업가치 2,204억원(두바이 유가 60달러/배럴 가정)으로 반영 가능하다. 예멘 종전에 대한 불확실성이 아직 해소되는 않은 점을 감안해 목표주가는 산정하지 않았다.

무역: 차량 및 철강 사업 확대로 사업구조 개편 성공, 실적 안정화 기대

2018~19년 기존 무역 및 자원개발 사업은 영업이익 520억원, 순이익 380억원 내외가 예상된다. 상대적으로 고마진의 차량 및 철강 매출 확대를 통한 사업구조 개편에 성공했다. 향후 글로벌 경기 둔화에 따른 원자재 시황 부진에도 인도 차량 DKD 생산법인(생산능력 18,000대, 2018년 4월 가동), 철강코일센터(8만톤 → 18만톤, 2018년 11월 가동) 등을 기반으로 안정적인 실적 창출이 기대된다. 2018년 차량 매출 비중은 35%, 철강은 35%, 차량 영업이익 비중은 52%, 철강은 42%로 2개 사업이 이익의 대부분을 차지할 전망이다.

예멘LNG 지분법이익: 20F 74억원, 21F 179억원, 22F 315억원

2018년 오만/카타르LNG 관련 지분법이익/배당수익은 187억원(+27% YoY)이 기대된다. 2019년에는 유가(LNG가격은 유가에 3~5개월 후행) 하락 영향으로 149억원(-21%)이 예상된다. 예멘 LNG가 재가동될 경우 2020년 74억원, 2021년 179억원, 2022년 315억원 등 2039년까지 총 6,404억원의 지분법이익이 기대된다. 총 세후현금흐름은 5,629억원, 할인율 10%로 계산한 사업가치는 2,204억원으로 추정된다. 유가 5달러/배럴당 지분법이익 민감도는 37억원, 사업가치 민감도는 277억원으로 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	3,558.8	30.5	21.4	8.0	602	(91.8)	32,657	36.4	13.3	0.7	1.7	52.4
2017	4,306.0	34.0	10.0	25.0	1,888	213.9	27,347	10.3	11.9	0.7	6.3	50.8
2018F	4,843.1	51.4	51.3	37.9	2,862	51.6	29,635	10.0	11.2	1.0	10.0	61.8
2019F	5,127.6	52.0	51.0	38.5	2,910	1.7	31,971	9.8	11.0	0.9	9.4	57.9
2020F	5,250.8	51.7	50.4	38.0	2,875	(1.2)	34,271	9.9	11.2	0.8	8.7	55.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2020년 예멘LNG 재가동시 실적 및 밸류에이션 Level-up 가능

현대상사에 대한 투자포인트는 다음과 같다.

투자포인트

1. 기존 무역 및 자원개발 사업은 영업이익 520억원, 순이익 380억원 내외 → 가치 2,695억원(적정 PER 7배)

2. 예멘LNG 재가동시 20F 74억원, 21F 179억원, 22F 315억원(두바이 유가 60달러/배럴 가정) → 가치 2,204억원 추가 가능

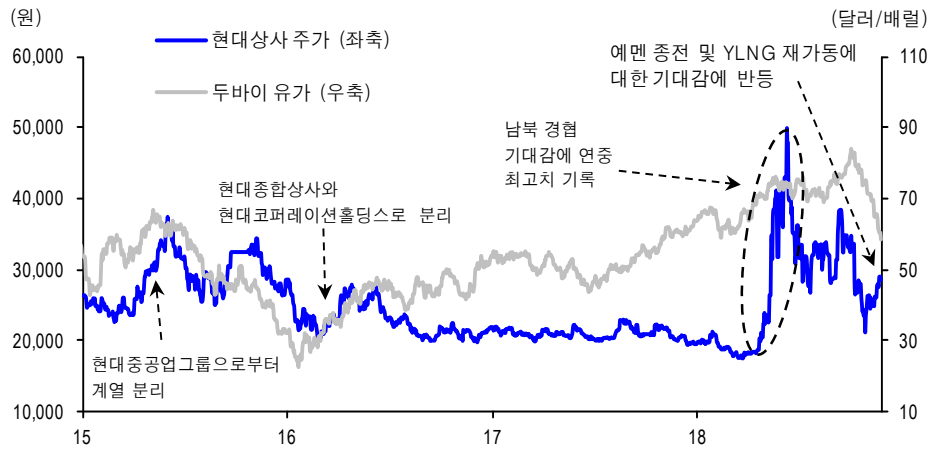
현재 주가는 기존 사업 가치와 예멘 LNG 장부가 1,338억원만 반영 중

첫째, 기존 무역 및 자원개발 사업은 영업이익 520억원, 순이익 380억원 내외의 안정적인 이익 발생이 가능하다. 차량 매출 확대, 철강 수익성 개선을 통한 사업구조 개편에 성공했다. 향후 글로벌 경기 둔화에 따른 원자재 시황 부진에도 인도 차량 DKD 생산법인(생산능력 18,000대, 18년 4월 가동), 철강코일센터(8만톤에서 18만톤으로 증설, 18년 11월 가동) 등을 기반으로 안정적인 매출 및 영업이익 창출이 예상된다.

둘째, 언론보도에 따르면, 12월 초 예멘 내전 종식을 위한 평화회담이 열릴 예정이다. 카슈끄지 피살 사건으로 궁지에 몰린 사우디는 예멘 내전 종식을 위기 탈출의 돌파구로 삼을 가능성이 높다. 예멘 종전시 YLNG(생산능력 690만톤) 프로젝트 재가동이 기대된다. 재가동 결정시 5개월 이내 생산 가능하다. 파트너사에게 지불해야 하는 대여금 210억원을 상환 후 지분법이적으로 반영된다. 보수적인 접근을 위해 중장기 두바이 유가 60달러/배럴, 환율 1,120원/달러 가정시 2020년 74억원, 2021년 179억원, 2022년 315억원 등 2039년까지 총 6,404억원의 지분법이이익이 기대된다.

2018년 상반기 남북경협 이슈로 상승했던 주가는 대부분을 반납한 상황이다. 10월말 이후에는 예멘 종전, YLNG 재가동 기대감이 반영되며 재상승 중이다. 현재 주가는 기존 사업가치 2,695억원과 YLNG 지분 3%의 장부가치 1,338억원을 반영한 4,033억원과 유사한 수준에서 거래되고 있다. 2020년초 예멘LNG 재가동에 성공할 경우 사업가치 2,204억원(두바이 유가 60달러/배럴 가정)으로 반영 가능하다. 예멘 종전에 대한 불확실성이 아직 해소되는 않은 점을 감안해 목표주가는 산정하지 않았다.

현대상사 주가, 유가, 이벤트 추이



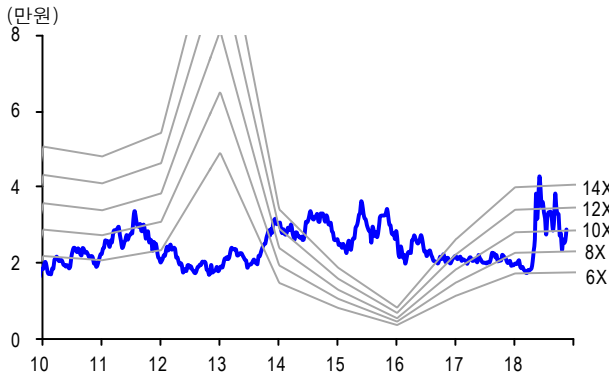
자료: FnGuide, Bloomberg, 신한금융투자

현대상사의 HYLNG 시나리오별 Valuation

(십억원, 배, 원)	HYLNG	HYLNG	HYLNG	2019F	2020F	2021F	비고
	미반영	장부가액	2020.01				
	가치	가치	가치	순이익	순이익	순이익	
기존사업	269.5	269.5	269.5	38.5	38.0	38.0	국내 종합상사 평균 PER 7배 적용
HYLNG 51%		133.8	220.4	0.0	6.5	15.8	HYLNG는 YLNG 지분 6% 보유, 예멘 전쟁 종전시 2020년 1월 가동 기대
총계	269.5	403.3	489.9	38.5	44.5	53.8	HYLNG 지분 51%에 대한 가치는 현금흐름할인법으로 산정
적정 PER	7.0	10.5	12.7				중장기 두바이 유가 60달러/배럴, 환율 1,120원/달러, 할인율 10% 가정
적정주가	20,400	30,500	37,000				

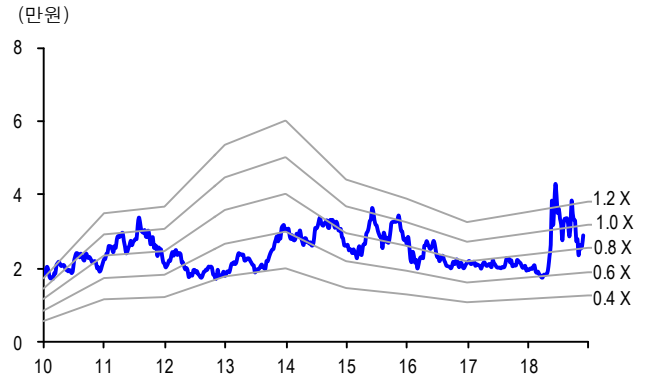
자료: 신한금융투자 추정

현대상사의 12개월 선행 PER 밴드



자료: Bloomberg, 신한금융투자

현대상사의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 트레이딩 및 E&P업체 Peers Valuation

(백만달러, 배, %)	시가 총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS Growth		
		17	18F	19F	17	18F	19F	17	18F	19F	17	18F	19F	17	18F	19F
국내 트레이딩 업체																
포스코대우	2,059	12.6	11.9	7.6	0.8	0.8	0.7	9.9	9.1	7.6	6.6	6.8	10.1	47.8	9.6	57.8
SK네트웍스	1,083	49.4	62.0	17.0	0.7	0.5	0.5	9.0	8.5	7.8	1.4	0.8	3.1	흑전	(40.1)	264.7
LG상사	575	17.5	(25.8)	6.9	0.9	0.6	0.5	8.3	8.1	7.8	4.9	(2.2)	8.0	3.5	적전	흑전
현대상사	344	10.3	10.0	9.8	0.7	1.0	0.9	11.9	11.2	11.0	6.3	10.0	9.4	213.9	51.6	1.7
글로벌 트레이딩 업체																
Glencore(영)	51,608	8.7	7.4	7.3	1.1	1.1	1.0	6.4	4.8	4.6	11.2	14.3	13.6	흑전	26.4	2.2
Mitsubishi(일)	42,600	7.8	8.8	7.4	0.8	0.9	0.8	11.7	13.6	11.3	11.5	10.7	11.8	흑전	27.5	19.6
이토추상사(일)	28,151	7.5	7.3	6.3	1.1	1.1	1.0	14.8	15.0	12.6	11.8	16.8	17.3	20.6	15.6	16.5
미쓰이물산(일)	27,263	7.7	6.9	6.8	0.7	0.8	0.7	15.7	14.5	13.3	10.0	11.4	11.0	흑전	54.6	2.0
Marubeni(일)	13,042	5.8	7.3	6.0	0.8	0.9	0.8	15.5	16.7	13.9	14.3	11.9	14.0	79.3	38.6	22.0
글로벌 E&P 업체																
ENI(이)	58,880	8.9	11.3	9.5	1.0	1.0	1.0	3.4	3.2	2.9	9.4	9.1	9.9	흑전	120.8	18.8
HYDRO(노)	10,065	10.1	12.7	10.6	1.0	1.0	0.9	5.0	5.6	4.8	10.9	7.4	9.1	119.5	(12.0)	20.5
OIL Search(호)	7,952	31.5	21.0	12.9	1.6	1.5	1.4	12.4	10.3	7.5	5.3	7.4	11.1	171.9	26.4	62.2
Tullow Oil(영)	3,251	18.3	8.5	6.4	1.3	1.2	1.0	4.6	4.5	4.2	13.7	11.3	12.7	(46.7)	42.2	33.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

2018년 차량 매출 비중 35%, 철강 35% 예상, 차량 영업이익 비중 52%, 철강 42%로 차량과 철강사업 이익 비중 확대

2019년 차량 매출 1.86조원(+9% YoY), 영업이익 274억원(+3%) 예상

* CKD(Complete Knock Down): 전부 다 분해된 반조립제품

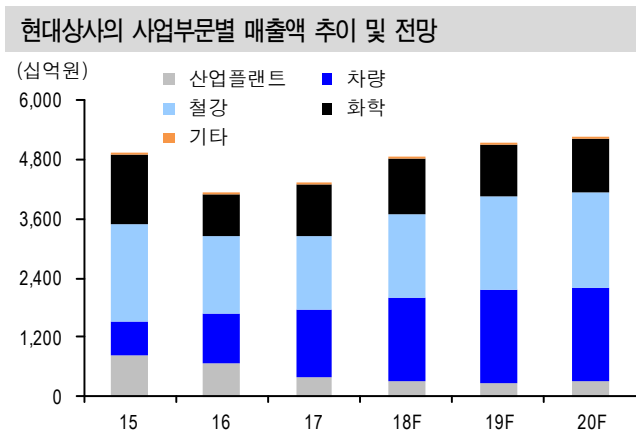
* DKD(Disassembled Knocked Down): 완성차 생산 후 큰 덩어리로 다시 분해

무역: 차량 및 철강 사업 확대로 사업구조 개편 성공, 실적 안정화 기대

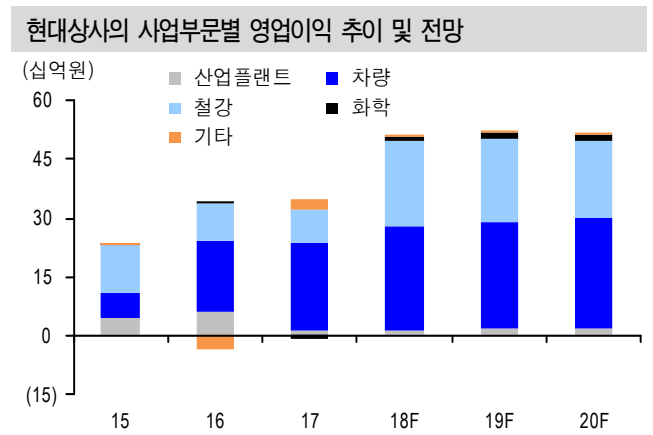
무역 사업은 2015년 10월 현대중공업그룹으로부터 계열분리 이후 차량 트레이딩(자동차/전동차) 매출 증가세 지속, 2018년 미국향 철강 매출 확대 등에 힘입어 실적 개선에 성공했다. 2018년 차량 매출은 1.71조원(+25% YoY), 철강 매출액은 1.71조원(+16%)이 예상된다. 총 매출 4.84조원 중 차량 비중은 35%, 철강은 35%로 차량과 철강 매출이 총 매출액의 70%를 차지할 전망이다. 영업이익도 차량 267억원(+19%), 철강 217억원(+147%)으로 총 영업이익 508억원 중 각각 52%, 42%로 영업이익의 94%가 차량과 철강사업에서 창출될 전망이다.

2019년 매출액은 5.13조원(+6% YoY), 영업이익은 520억원(+1%)이 예상된다. 글로벌 원자재 시황 둔화에도 차량 및 철강사업 호조가 이어지며 양호한 실적을 시현할 전망이다.

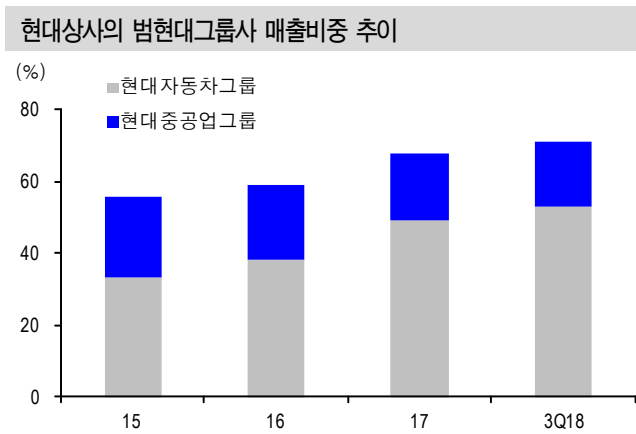
차량 트레이딩은 현대/기아차의 인도, 멕시코 공장에서 생산된 자동차 및 *CKD를 판매하는 것이 주력 사업이다. 완성차가 직접 마케팅하기 어려운 중동, 아프리카, 중남미 국가에서 완성차 판매 및 CKD 조립 대리점에 수출, 관리한다. 2018년 4월에는 인도 차량 *DKD 공장(생산능력 18,000대)이 상업가동되었다. 현대차 인도 공장에서 생산된 완성차를 분해해 중동 등지의 조립공장에 판매하는 것이다. 신흥국은 보호무역주의, 자국산업 발전을 위해 현지에서 부품을 조립하는 방식을 선호하기 때문이다. 2019년 차량 매출은 1.86조원(+9% YoY), 영업이익은 274억원(+3%)이 예상된다.



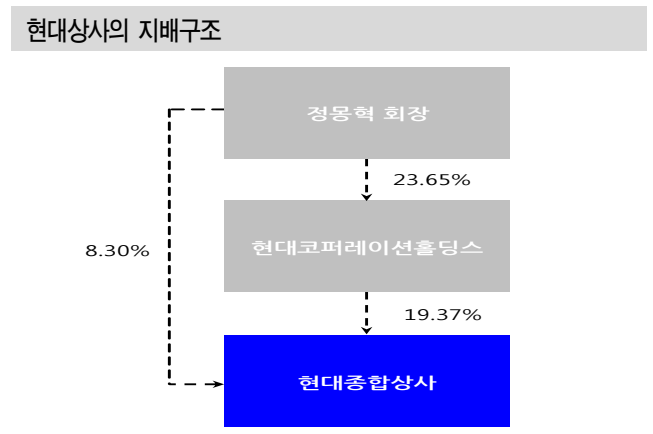
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2019년 철강 매출은 1.89조원(+11% YoY), 영업이익은 215억원(-1%) 예상
 철강가격 하락에도 물량 증가로 양호한 실적 기대

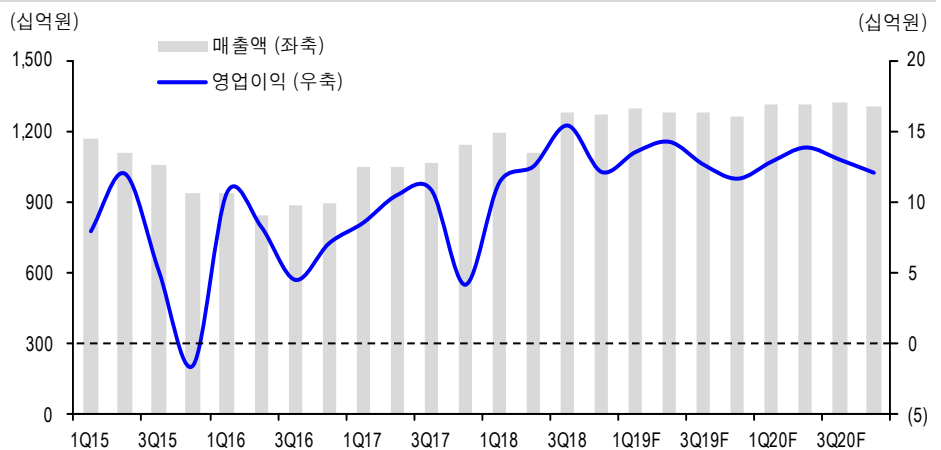
2018년 이후 EBITDA 560억원, 운영업현금흐름(순이익 + 감가/감모상각비) 430억원 내외 유지

철강사업은 현대제철, 포스코 등의 철강제품을 수출하는 사업이다. 2018년 2분기부터 포스코의 미국향 연간 철강 쿼터 55만톤이 현대제철로 이관되었다. 이에 따라 동사의 현대제철발 미국향 철강 제품 트레이딩 매출이 증가했다. 미국향 판매량 증가 효과는 2019년 상반기까지 이어질 수 있다. 철강 수익성 개선을 통한 사업구조 개편에 성공했다. 2018년 11월 인도 철강코일센터의 생산능력이 8만톤에서 18만톤으로 증설되었다. 이를 기반으로 판매량 증가가 지속될 전망이다. 2019년 철강 매출은 1.89조원(+11% YoY), 영업이익은 215억원(-1%)이 예상된다. 철강 가격 하락 등에 따른 수익성 둔화에도 불구하고 판매량 증가에 힘입어 영업이익은 2018년과 유사할 전망이다.

풍부한 영업현금흐름과 건실한 재무구조를 바탕으로 연계투자 사업 확대

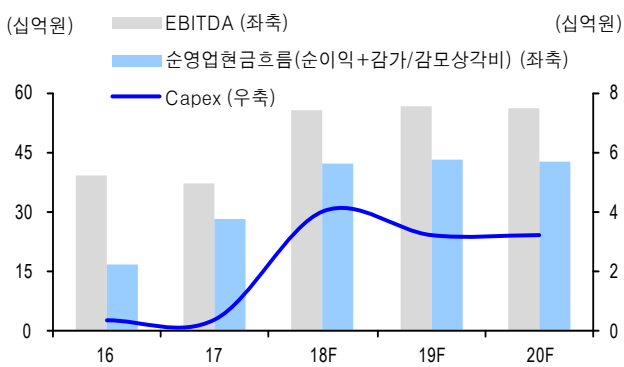
2018년 이후 EBITDA는 560억원, 운영업현금흐름(순이익 + 감가/감모상각비)은 430억원 내외가 유지될 전망이다. 설비투자금액은 30~40억원에 불과하다. 차입금은 4,300억원 내외이지만, 실제 장기차입금은 50억원 수준으로 대부분이 무역사업을 영위하기 위해 발생하는 무역어음할인이다. 이와 같은 풍부한 영업현금흐름과 건실한 재무구조를 바탕으로 태양광 2.9MW(투자비 50억원), 인도 DKD 생산법인(36만달러), 인도 철강가공센터 증설(460만달러), 베트남 PE타포린제조사 합작투자(300만달러) 등 무역 연계투자 사업을 확대하고 있다. 향후에도 추가 투자가 지속될 수 있는 점은 긍정적이다.

현대상사의 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



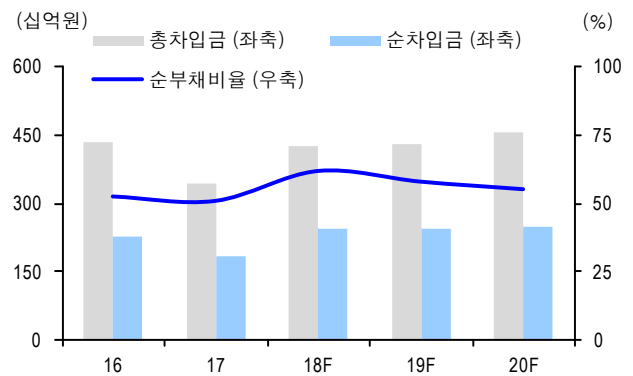
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대상사의 EBITDA, 운영업현금흐름, Capex 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

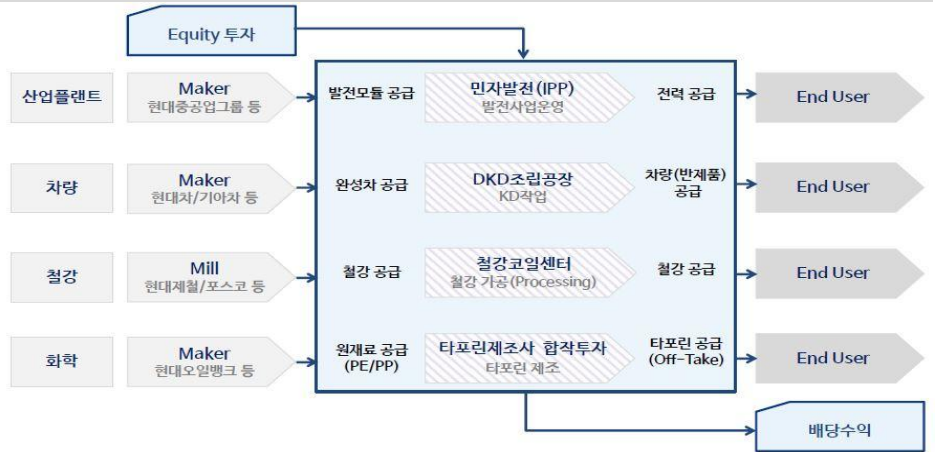
현대상사의 차입금, 순차입금, 순부채비율



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2018/19년 예상 총차입금 4,300억원 내외 중 장기차입금은 50억원 수준, 대부분이 무역어음할인임

현대종합상사의 연계투자 사업



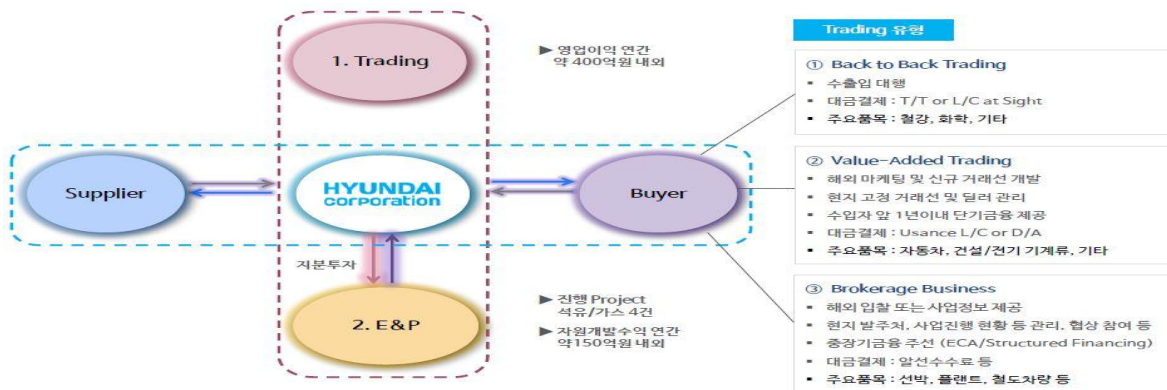
자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대종합상사의 신규 연계투자 현황

구분	사업명	지분율	투자금액(억원, 만달러)	생산능력(kW)	진행현황
산업플랜트	현대리뉴어블랩 태양광 IPP		49.8	2,936	17년 10월 설립
	현대리뉴 1호(대우에이피, 전북전주)	현대리뉴어블랩(100%)	10.8	686	18년 3월 준공/ 상업운전개시
	현대리뉴 2호(딤체식품, 충남논산)		3.3	185	18년 4월 준공/ 상업운전개시
	현대리뉴 3호(대우합금1공장, 전북완주)		1.7	96	18년 10월 준공/ 상업운전개시
	현대리뉴 4호(대우합금2공장, 전북완주)		6.9	398	18년 11월 개발 인허가, 12월 준공 예정
	현대리뉴 5호(대우전자 광주공장)		27.1	1,57	19년 2분기 준공 예정
차량	인도DKD생산법인 합작투자				
	ELIAS AUTO INDIA PVT. LTD	포스현대(51%) 영산글로벌(49%)	35.7	연 18,000대	18년 3월 법인설립 18년 4월 가동
철강	인도 철강가공센터 Slitter 증설				
	POS HYUNDAI	포스현대(94%)	460.0	연 18만MT	18년 1월 공장착공 18년 11월 공장 준공예정 18년 11월 시운전 예정
화학	베트남 PE타포린제조사 합작투자				
	KAPS TEX VINA	현대종합상사(13%)	300.0	연 21,600MT	18년 1월 출자완료 (3년내 추가 17% 신주인수옵션보유)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대상사의 사업부문별 영업전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2019년 오만카타르 LNG 149억원(-21%) 예상. 유가 하락 영향

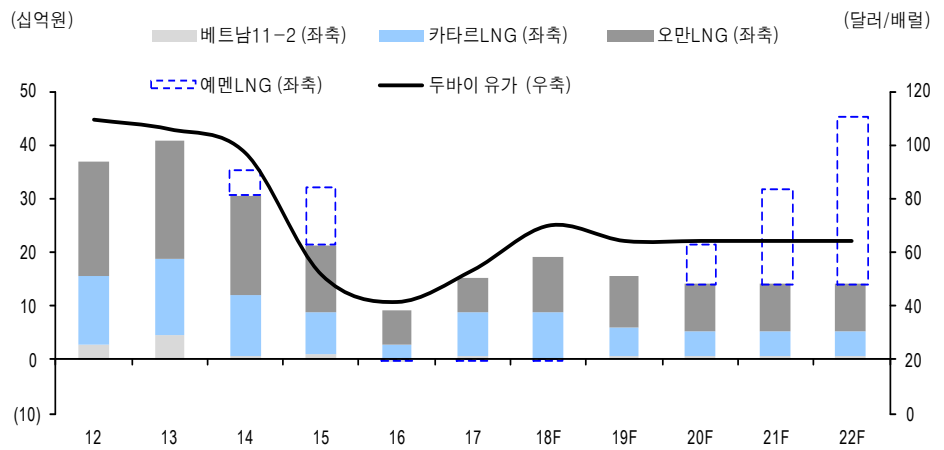
12월 초 예멘 내전 종식을 위한 평화 회담 성공시, 2020년초 예멘LNG 재가동 가능

자원개발: 오만/카타르 LNG + 예멘LNG

자원개발 사업은 베트남 11-2 지분 4.9%(매출/영업이익), 오만LNG 1.0%(지분법이익), 카타르LNG(배당금수익), 예멘LNG 3%(예멘LNG의 지분 6%를 보유하고 있는 HYLNG 지분 51%, 지분법이익)를 영위하고 있다. 베트남 11-2 사업은 매장량 고갈로 사업이 거의 종료되고 있는 상황이다. 예멘LNG는 2015년 3월 이후 예멘 내전으로 인해 사업이 중단되었다. 현재는 오만LNG와 카타르LNG만 정상 생산 중이며, 2018년 관련 이익은 187억원(+27% YoY)이 기대된다. 자원개발 이익은 유가 1달러/배럴당 13억원의 민감도가 예상된다. 2019년에는 유가(LNG가격은 유가에 3~5개월 후행) 하락 영향으로 149억원(-21%)으로 추정된다.

관건은 예멘LNG 재가동 여부이다. 언론보도에 따르면, 12월 초 예멘 내전 종식을 위한 평화회담이 열릴 예정이다. 카슈끄지 피살 사건으로 궁지에 몰린 사우디는 예멘 내전 종식을 위기 탈출의 돌파구로 삼을 가능성이 높다. 예멘 내전 종전시 YLNG(생산능력 690만톤) 프로젝트 재가동이 기대된다. 예멘은 내전으로 인해 석유 생산량이 2014년 12만배럴/일에서 2018년 1만배럴/일로 추락했다. GDP도 2014년 43억달러에서 2016년 18억달러로 하락했다. 종전시 경제 재건을 위해서는 석유 및 LNG 생산 재개가 선행되어야 한다. 예멘LNG는 현재도 마리브 가스전에서 주변 가스발전소로 가스를 일부 공급 중이다. LNG플랜트는 재가동 결정시 5개월 이내 생산 가능하다.

현대상사의 자원개발 이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

	예멘LNG(HLNG)	오만LNG(KOLNG)	카타르LNG(Ras Laffan)	베트남 11-2
위치	예멘 남동부 Balhaf 지역	오만 무스캇 200km 남동쪽 Al Ghaliah 지역	카타르 도하 80km 북쪽 Ras Laffan 지역	베트남 봉타우 남동쪽 280km 해상(수심 70~100m)
사업형태	컨소시움(HYLNG)	컨소시움(KOLNG)	컨소시움(KORAS)	직접투자
연간 생산량(백만톤)	6.9	5.7	6.8	45Bcf
장기계약	Total, KOGAS	KOGAS, Osaka Gas, Itochu	KOGAS	Petro Vietnam
운영권자	Total	Shell	Exxon Mobil	KNOG
지분율(%)	3.0(HYLNG 6% 중 51%)	1.0	0.4	4.9
자산인식방식	관계기업투자	관계기업투자	매도가능금융자산	해외광구개발비
수익인식방식	지분법이익	지분법이익	배당금수익	매출총이익
생산시기	09.11	00.04	99.05	06.12
배당기간	12~38년	02~24년	01~29년	07~21년
비고	15년 4월 내전으로 생산중단			

자료: 회사 자료, 신한금융투자

예멘LNG 사업가치 2,204억원(할인율 10%)

유가 5달러/배럴당 지분법이익 민감도 37억원, 사업가치 민감도 277억원으로 추정

예멘LNG: 두바이 유가 60달러/배럴 기준 20F 74억원 → 22F 315억원

예멘LNG프로젝트는 파트너사에게 지불해야 하는 대여금 210억원을 상환 후 지분법 이익으로 반영된다. 보수적인 접근을 위해 중장기 두바이 유가 60달러/배럴, 환율 1,120원/달러 가정시 2020년 74억원, 2021년 179억원, 2022년 315억원 등 2039년까지 총 6,404억원의 지분법이익이 기대된다. 총 세후현금흐름은 5,629억원, 할인율 10%로 계산한 사업가치는 2,204억원으로 추정된다. 유가 5달러/배럴당 지분법이익 민감도는 37억원, 사업가치 민감도는 277억원으로 예상된다.

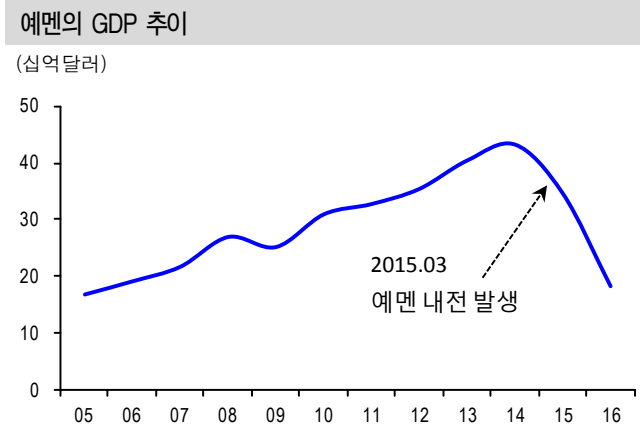
예멘 내전, 예멘LNG 프로젝트 현황



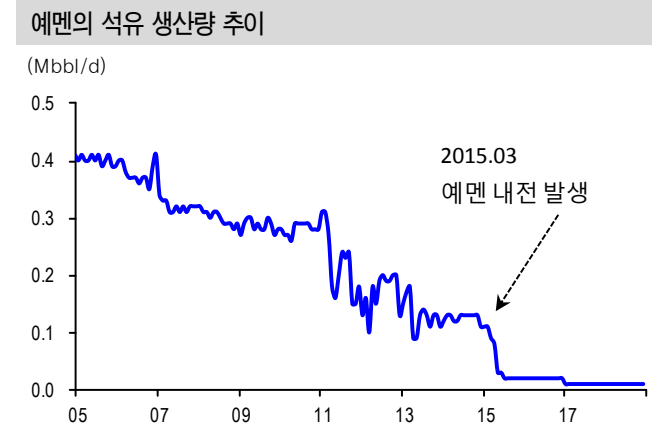
자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대상사의 예멘LNG 지분 3%(HYLNG 지분 51%)에 대한 지분법이익, 세후 현금흐름, 현재가치 전망, 유가 민감도											
(십억원, 1,120원/달러)		달러/배럴	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025-39F	총 현금유입	현재가치
지분법이익 (세전 현금흐름)	두바이 유가	50	0.0	0.0	10.5	24.1	22.5	27.9	407.3	492.3	-
		55	0.0	3.7	14.2	27.8	26.2	31.6	462.9	566.4	-
		60	0.0	7.4	17.9	31.5	29.9	35.3	518.4	640.4	-
		65	0.0	11.1	21.6	35.2	33.6	39.0	573.9	714.5	-
		70	0.0	14.8	25.3	38.9	37.3	42.7	629.5	788.5	-
순이익 (세후 현금흐름)	두바이 유가	50	0.0	0.0	9.3	21.2	19.8	24.5	358.1	432.7	165.0
		55	0.0	3.3	12.5	24.4	23.0	27.8	406.9	497.8	192.7
		60	0.0	6.5	15.8	27.7	26.3	31.0	455.7	562.9	220.4
		65	0.0	9.8	19.0	30.9	29.5	34.3	504.5	628.0	248.1
		70	0.0	13.0	22.3	34.2	32.8	37.5	553.3	693.1	275.8

자료: 신한금융투자 추정 / 주: 순이익(세후 현금흐름) 계산시 법인세는 지분법이익 x 입급불산입률 50% x 24.2%로 추정했음



자료: IMF, 신한금융투자



자료: EIA, 신한금융투자

영업실적: 4Q18F 영업이익 121억원(+192% YoY), 세전이익 162억원(흑전)

2019F 매출액 5.13조원(+6% YoY), 영업이익 520억원(+1%), 자원개발 지분법이익/배당수익 130억원(-9%)

2018년 4분기 매출액은 1.27조원(+11% YoY), 영업이익은 121억원(+192%), 세전이익은 162억원(흑자전환, +232억원)으로 추정된다. 차량 및 철강 매출 증가, 유가 상승분 반영(유가에 3~6개월 후행)에 따른 자원개발 이익 개선 등에 따른 실적 개선 이외에도 2017년 4분기 철강/화학 관련 대손충당금, 선박 처분손실 등 200억원 발생에 따른 기저 효과로 실적 개선에 성공할 전망이다. 참고로 2017년 연간 충당금은 290억원이었다.

2019년 매출액은 5.13조원(+6% YoY), 영업이익은 520억원(+1%)이 전망된다. 글로벌 원자재 시황 둔화에도 차량 및 철강사업 호조가 이어지며 양호한 실적을 시현할 전망이다. 자원개발 지분법이익/배당수익은 유가(LNG가격은 유가에 3~5개월 후행) 하락 영향으로 149억원(-21%)이 예상된다.

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F	2020F
환율(원/달러)	1,154.3	1,129.4	1,132.2	1,107.0	1,072.3	1,079.5	1,123.0	1,134.0	1,138.0	1,128.0	1,120.0	1,115.0	1,130.7	1,102.2	1,125.3	1,120.0
유가(달러/배럴)	52.9	49.6	50.5	59.2	64.0	71.8	73.8	69.0	63.0	65.3	64.5	63.0	53.1	69.7	64.0	63.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,050.0	1,048.1	1,065.6	1,142.2	1,190.5	1,106.1	1,280.6	1,265.9	1,298.4	1,281.3	1,282.5	1,265.4	4,306.0	4,843.1	5,127.6	5,250.8
산업플랜트	138.2	88.1	85.7	90.1	87.4	57.4	68.0	78.5	89.0	57.6	65.8	74.8	402.1	291.3	287.3	294.4
차량	235.6	324.0	389.9	425.3	486.7	361.3	426.5	440.1	480.4	437.9	463.6	480.3	1,374.8	1,714.5	1,862.2	1,918.5
철강	387.7	399.9	357.4	330.7	367.5	402.9	481.3	457.3	479.7	505.2	465.6	440.6	1,475.6	1,708.9	1,891.1	1,938.4
화학	286.5	232.0	226.2	288.6	238.7	275.6	295.9	280.9	240.7	273.6	280.3	262.4	1,033.4	1,091.1	1,057.0	1,073.5
기타	2.0	4.0	6.5	7.5	10.2	8.9	8.9	9.2	8.6	7.0	7.1	7.3	20.1	37.2	30.0	26.0
영업이익	8.5	10.5	10.8	4.1	11.4	12.5	15.4	12.1	13.5	14.2	12.6	11.6	34.0	51.4	52.0	51.7
산업플랜트	1.8	(0.7)	0.3	(0.4)	0.6	0.3	0.1	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	1.0	1.2	1.5	1.6
차량	3.5	6.5	6.0	6.5	7.0	6.8	6.8	6.2	6.7	7.4	7.0	6.2	22.4	26.7	27.4	28.2
철강	1.7	3.8	4.9	(1.6)	3.3	5.3	7.6	5.5	5.9	6.1	4.9	4.6	8.8	21.7	21.5	20.2
화학	0.2	0.4	(0.3)	(1.1)	(0.1)	0.3	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	(0.8)	1.3	1.3	1.4
기타	1.4	0.5	(0.1)	0.7	0.6	(0.1)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	2.6	0.5	0.4	0.3
금융손익	7.1	(1.1)	(1.1)	(0.5)	(1.6)	(0.6)	(3.1)	3.3	(1.1)	(1.5)	(1.2)	(0.9)	4.4	(2.0)	(4.7)	(4.9)
기타 영업외손익	(7.2)	(0.2)	(15.5)	(12.1)	(0.8)	(5.0)	(1.5)	(2.0)	(3.0)	(1.5)	(1.0)	(1.0)	(35.1)	(9.2)	(6.5)	(6.0)
지분법이익	2.0	2.1	1.1	1.5	2.5	3.0	2.8	2.9	2.8	2.5	2.4	2.4	6.7	11.2	10.2	9.5
세전이익	10.4	11.2	(4.7)	(7.0)	11.5	9.9	13.6	16.2	12.2	13.8	12.9	12.2	10.0	51.3	51.0	50.4
순이익	6.7	19.4	5.9	(6.9)	7.9	8.3	9.6	12.3	9.2	10.4	9.7	9.2	25.1	38.0	38.6	38.2
지배지분 순이익	6.6	19.4	5.8	(6.9)	7.8	8.2	9.5	12.3	9.2	10.4	9.7	9.2	25.0	37.9	38.5	38.0
영업이익률	0.8	1.0	1.0	0.4	1.0	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

(십억원)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F	2020F
베트남 11-2	영업이익	0.1	0.5	0.3	(0.3)	0.3	0.3	(0.3)	0.3	0.3	0.3	(0.3)	0.3	0.6	0.2	0.5	0.5
예멘LNG	지분법이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	0.0	7.4
오만LNG	지분법이익	1.9	2.1	1.0	1.5	2.4	2.8	2.4	2.7	2.6	2.3	2.2	2.2	6.5	7.6	9.4	8.7
카타르LNG	배당금수익	1.9	4.1	1.3	1.1	2.4	2.9	1.4	1.7	1.6	1.3	1.2	1.3	8.3	6.8	5.4	4.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,514.2	1,258.9	1,463.3	1,538.3	1,622.7
유동자산	1,129.7	993.1	1,170.1	1,231.7	1,311.2
현금및현금성자산	193.6	158.3	177.8	181.1	203.7
매출채권	563.6	516.2	607.3	642.9	681.9
재고자산	287.0	239.5	296.1	313.5	328.2
비유동자산	384.5	265.8	293.2	306.6	311.5
유형자산	4.5	3.4	4.7	4.9	4.9
무형자산	29.3	24.0	22.3	20.8	19.3
투자자산	338.1	222.6	250.4	265.1	271.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,081.2	896.1	1,070.1	1,114.0	1,167.9
유동부채	1,009.5	847.4	1,015.9	1,056.9	1,109.5
단기차입금	422.9	337.2	415.9	421.8	449.4
매입채무	446.2	399.0	475.3	503.2	525.1
유동성장기부채	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	71.8	48.7	54.2	57.1	58.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	432.9	362.8	393.2	424.3	454.8
자본금	66.1	66.1	66.1	66.1	66.1
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자본	(268.2)	(273.0)	(273.0)	(273.0)	(273.0)
기타포괄이익누계액	207.9	125.7	125.7	125.7	125.7
이익잉여금	426.2	442.9	473.2	504.1	534.5
지배주주지분	432.0	361.8	392.0	423.0	453.3
비지배주주지분	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5
*총차입금	434.0	345.4	424.1	430.2	457.8
*순차입금(순현금)	226.9	184.2	243.1	245.5	250.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	47.0	48.5	(29.0)	13.5	2.6
당기순이익	8.1	25.1	38.0	38.6	38.2
유형자산상각비	1.2	1.2	2.7	3.0	3.2
무형자산상각비	7.4	2.0	1.7	1.5	1.4
외화환산손실(이익)	(0.9)	11.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	3.1	3.1	3.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(6.5)	(6.7)	(6.7)	(6.7)	(6.7)
운전자본변동	19.1	(17.2)	(67.8)	(26.1)	(36.6)
(법인세납부)	(19.5)	0.0	(13.3)	(12.3)	(12.2)
기타	38.1	32.2	13.3	12.4	12.2
투자활동으로인한현금흐름	(29.7)	17.9	(25.4)	(11.4)	(2.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.3)	(0.4)	(4.0)	(3.2)	(3.2)
유형자산의감소	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(5.5)	0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(9.5)	(0.8)	(21.0)	(8.0)	0.4
기타	(14.5)	18.2	(0.4)	(0.2)	(0.1)
FCF	35.6	105.2	(28.9)	17.7	8.7
재무활동으로인한현금흐름	103.6	(94.5)	71.1	(1.6)	20.0
차입금의 증가(감소)	120.5	(83.1)	78.7	6.0	27.6
자기주식의처분(취득)	6.9	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(9.9)	(6.4)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
기타	(13.9)	(10.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	2.8	2.8	2.8
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.0	(7.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	123.8	(35.3)	19.5	3.3	22.6
기초현금	69.7	193.6	158.3	177.8	181.1
기말현금	193.6	158.3	177.8	181.1	203.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,558.8	4,306.0	4,843.1	5,127.6	5,250.8
증가율 (%)	(16.5)	21.0	12.5	5.9	2.4
매출원가	3,452.1	4,196.0	4,713.0	4,992.1	5,113.6
매출총이익	106.6	109.9	130.1	135.5	137.2
매출총이익률 (%)	3.0	2.6	2.7	2.6	2.6
판매관리비	76.2	75.9	78.8	83.5	85.5
영업이익	30.5	34.0	51.4	52.0	51.7
증가율 (%)	30.0	11.5	51.1	1.3	(0.6)
영업이익률 (%)	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
영업외손익	(9.1)	(24.0)	(0.1)	(1.0)	(1.3)
금융손익	(10.3)	4.4	(2.0)	(4.7)	(4.9)
기타영업외손익	(5.4)	(35.1)	(9.2)	(6.5)	(6.0)
종속 및 관계기업관련손익	6.5	6.7	11.2	10.2	9.5
세전계속사업이익	21.4	10.0	51.3	51.0	50.4
법인세비용	13.3	(15.1)	13.3	12.3	12.2
계속사업이익	8.1	25.1	38.0	38.6	38.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	25.1	38.0	38.6	38.2
증가율 (%)	(94.5)	211.7	51.2	1.7	(1.2)
순이익률 (%)	0.2	0.6	0.8	0.8	0.7
(지배주주)당기순이익	8.0	25.0	37.9	38.5	38.0
(비지배주주)당기순이익	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
총포괄이익	(39.9)	(58.9)	38.0	38.6	38.2
(지배주주)총포괄이익	(40.1)	(59.0)	38.1	38.7	38.2
(비지배주주)총포괄이익	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	39.0	37.2	55.7	56.5	56.3
증가율 (%)	13.2	(4.8)	49.9	1.4	(0.4)
EBITDA 이익률 (%)	1.1	0.9	1.2	1.1	1.1

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	610	1,901	2,873	2,921	2,885
EPS (지배순이익, 원)	602	1,888	2,862	2,910	2,875
BPS (자본총계, 원)	32,727	27,425	29,724	32,071	34,382
BPS (지배지분, 원)	32,657	27,347	29,635	31,971	34,271
DPS (원)	500	600	600	600	600
PER (당기순이익, 배)	35.9	10.3	9.9	9.8	9.9
PER (지배순이익, 배)	36.4	10.3	10.0	9.8	9.9
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	13.3	11.9	11.2	11.0	11.2
배당성향 (%)	81.0	30.4	20.1	19.7	20.0
배당수익률 (%)	2.3	3.1	2.1	2.1	2.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	1.1	0.9	1.2	1.1	1.1
영업이익률 (%)	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
순이익률 (%)	0.2	0.6	0.8	0.8	0.7
ROA (%)	0.5	1.8	2.8	2.6	2.4
ROE (지배순이익, %)	1.7	6.3	10.0	9.4	8.7
ROIC (%)	(3.4)	17.0	11.1	9.7	8.8
안정성					
부채비율 (%)	249.7	247.0	272.1	262.6	256.8
순차입금비율 (%)	52.4	50.8	61.8	57.9	55.1
현금비율 (%)	19.2	18.7	17.5	17.1	18.4
이자보상배율 (배)	4.2	4.7	7.2	6.5	6.3
활동성					
순운전자본회전을 (회)	10.2	12.9	13.5	12.7	12.2
재고자산회수기간 (일)	32.2	22.3	20.2	21.7	22.3
매출채권회수기간 (일)	55.4	45.8	42.3	44.5	46.0

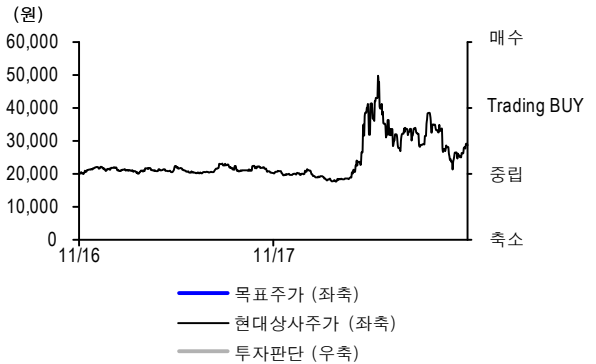
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대상사 (011760)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 허민호, 이진명)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	비중	비중확대
<ul style="list-style-type: none"> 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2018년 11월 23일 기준)

투자등급	비율
매수 (매수)	95.43%
Trading BUY (중립)	1.83%
중립 (중립)	2.74%
축소 (매도)	0%