

# 현대상사 (011760)

## 견조한 성장과 장기 YLNG 재개 기대감

### 글로벌 무역분쟁 이슈에도 꾸준한 이익성장은 긍정적

미-중 무역분쟁과 글로벌 경기둔화 이슈에도 견조한 실적을 지속하고 있다. 범현대계열 매출비중이 높으며 현대자동차 그룹의 판매법인과 중복이 없는 신흥국 중심의 성장이 나타나고 있다. 주가 상승을 위해서는 추가 ROE 개선이 필요한 상황이며 최근 조정에도 밸류에이션은 실적 대비 다소 높다. 다만 실적방향성은 명확하며 장기적으로 예멘LNG 재가동 가능성은 주가 재평가 기회로 작용될 수 있다. 2019년 기준 ROE는 5.8%로 추정되며 PER 16.9배, PBR 1.0배다.

### 2018년 영업이익 505억원으로 전년대비 83.0% 증가

2018년 매출액은 4.7조원을 기록하며 전년대비 9.5% 증가했다. 산업플랜트는 전년대비 감소했으나 매출비중이 높은 차량소재와 철강이 양호한 성장을 기록했기 때문이다. 영업이익은 전년대비 83.0% 개선된 505억원을 기록했다. 무역분쟁과 경기침체로 인한 수출실적 감소 우려에도 불구하고 자동차 DKD 사업의 호조와 범현대계열 물량 증가 영향으로 당분간 실적개선은 지속될 전망이다. 세전이익은 전반적인 이익개선과 오만LNG 등 지분법 증가에도 불구하고 베트남 11-2 광구 일회성 비용으로 적자로 전환되었다. 자원개발 관련 추가 손상차손 가능성은 제한적이기 때문에 올해 연간 순이익 개선의 기저효과로 작용할 전망이다.

### 예멘 내전은 UN 중재로 휴전협상 이후 후속조치 진행 중

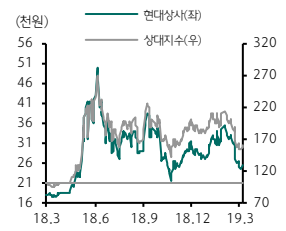
본업은 지속적으로 성장하고 있으나 밸류에이션 재평가를 가져올 결정적 이벤트는 결국 예멘LNG 재가동에 따른 배당수입 증가로 판단된다. 현재 UN은 예멘 정부군과 반군간의 내전을 종식하기 위해 휴전 협상을 중재하고 있다. 지난 2월 전략 요충지인 호테이다 항구에서 군대를 단계적으로 철수하는 '1단계 철군안' 내용에 합의한 바 있다. 최근 산발적인 전투가 지속되는 등 추가 합의이행에 대한 전망은 불투명한 상황이다. 다만 휴전협상의 후속조치는 속도가 느릴지언정 올바른 방향으로 진행되고 있고 예멘LNG가 정상 가동되면 연간 300억원 이상 배당수입으로 순이익 개선이 가능하다.

Update

**Not Rated**

| CP(3월 14일): 25,600원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,155.68		
52주 최고/최저(원)	49,800/17,500	매출액(십억원)	4,811.3 4,756.0
시가총액(십억원)	338.7	영업이익(십억원)	50.9 49.0
시가총액비중(%)	0.03	순이익(십억원)	35.8 29.0
발행주식수(천주)	13,229.0	EPS(원)	2,701 2,192
60일 평균 거래량(천주)	227.2	BPS(원)	31,045 33,020
60일 평균 거래대금(십억원)	7.0		
18년 배당금(예상, 원)	600	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	2.14		
외국인지분율(%)	7.84		
주요주주 지분율(%)			
현대코퍼레이션 외 4인	24.96		
케이씨씨	12.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(20.1) (33.4) 42.6		
상대	(17.5) (28.4) 64.5		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	3,558.8	4,306.0	4,714.0	4,558.6	4,649.6
영업이익	십억원	30.5	34.0	50.5	52.2	55.3
세전이익	십억원	21.4	10.0	(3.8)	37.2	45.3
순이익	십억원	8.0	25.0	(21.1)	20.0	33.4
EPS	원	602	1,888	(1,598)	1,512	2,527
증감률	%	(91.8)	213.6	적전	흑전	67.1
PER	배	36.40	10.33	N/A	16.93	10.13
PBR	배	0.66	0.69	1.09	0.96	0.89
EV/EBITDA	배	13.25	11.92	10.84	9.48	8.66
ROE	%	1.73	6.29	(6.01)	5.75	9.10
BPS	원	33,210	28,260	25,842	26,780	28,733
DPS	원	500	600	600	600	600



Analyst 유재선  
02-3771-8011  
jaeseon.yoo@hanafn.com

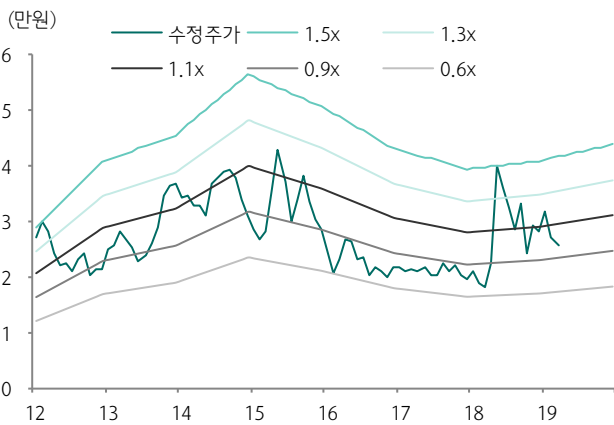
표 1. 현대상사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2018P				2019F				4Q18 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>11,905</b>	<b>11,061</b>	<b>12,806</b>	<b>11,368</b>	<b>11,328</b>	<b>11,105</b>	<b>12,062</b>	<b>11,091</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(11.2)</b>
산업플랜트	874	574	680	746	699	546	544	559	(17.2)	9.6
차량소재	7,254	6,369	7,224	6,711	6,498	6,268	6,501	6,534	(6.0)	(7.1)
철강	3,675	4,029	4,813	3,823	4,035	4,208	4,931	3,914	15.6	(20.6)
기타	102	89	89	88	97	84	85	83	16.6	(2.0)
<b>영업이익</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>154</b>	<b>113</b>	<b>123</b>	<b>139</b>	<b>145</b>	<b>115</b>	<b>171.4</b>	<b>(26.8)</b>
산업플랜트	6	3	1	5	3	3	3	3	흑전	370.7
차량소재	68	70	76	86	76	74	69	79	59.4	12.5
철강	33	53	76	31	43	63	73	33	(289.4)	(59.8)
기타	6	(1)	0	(9)	1	0	1	0	적전	적전
<b>세전이익</b>	<b>115</b>	<b>99</b>	<b>136</b>	<b>(389)</b>	<b>179</b>	<b>103</b>	<b>102</b>	<b>(12)</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>
<b>순이익</b>	<b>78</b>	<b>82</b>	<b>95</b>	<b>(344)</b>	<b>98</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>(12)</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>
영업이익률	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	1.3	1.2	1.0	-	-
세전이익률	1.0	0.9	1.1	(3.4)	1.6	0.9	0.8	(0.1)	-	-
순이익률	0.7	0.7	0.7	(3.0)	0.9	0.5	0.5	(0.1)	-	-

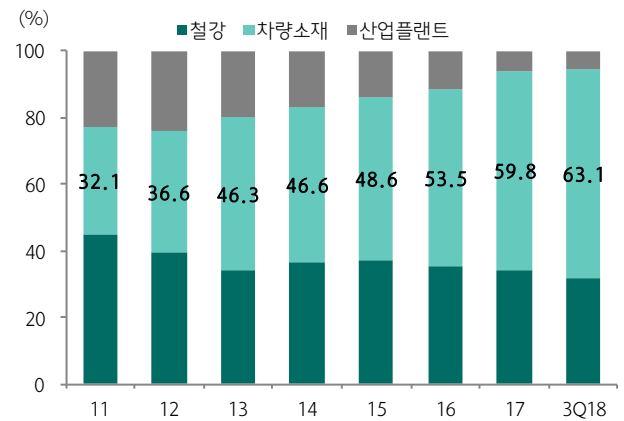
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 1. 현대상사 12MF PBR 추이



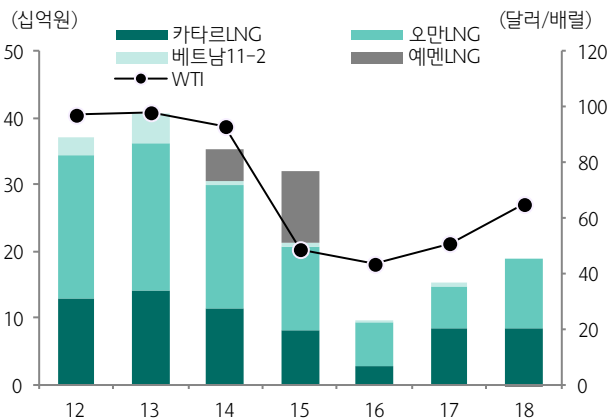
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 2. 현대상사 부문별 매출액 추이



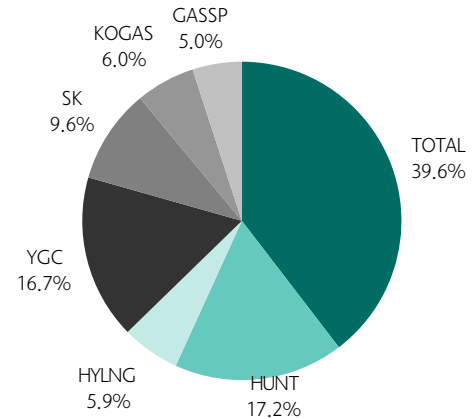
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 3. 자원개발부문 영업실적 추이



자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 4. 예멘LNG 프로젝트 지분율



자료: 현대상사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>3,558.8</b>	<b>4,306.0</b>	<b>4,714.0</b>	<b>4,558.6</b>	<b>4,649.6</b>
매출원가	3,452.1	4,196.0	4,587.4	4,436.2	4,532.1
매출총이익	106.7	110.0	126.6	122.4	117.5
판매비	76.2	75.9	76.1	70.2	62.3
<b>영업이익</b>	<b>30.5</b>	<b>34.0</b>	<b>50.5</b>	<b>52.2</b>	<b>55.3</b>
금융손익	(10.3)	4.4	(7.6)	(2.8)	(4.1)
중속/관계기업손익	6.5	6.7	11.2	11.4	11.6
기타영업외손익	(5.4)	(35.1)	(58.0)	(23.6)	(17.5)
<b>세전이익</b>	<b>21.4</b>	<b>10.0</b>	<b>(3.8)</b>	<b>37.2</b>	<b>45.3</b>
법인세	13.3	(15.1)	17.4	17.1	11.8
계속사업이익	8.1	25.1	(21.2)	20.1	33.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>8.1</b>	<b>25.1</b>	<b>(21.2)</b>	<b>20.1</b>	<b>33.6</b>
비지배주주지분순이익	0.1	0.2	(0.1)	0.1	0.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>8.0</b>	<b>25.0</b>	<b>(21.1)</b>	<b>20.0</b>	<b>33.4</b>
지배주주지분포괄이익	(40.1)	(59.0)	(12.7)	20.2	33.7
NOPAT	11.5	85.2	281.5	28.2	40.9
EBITDA	39.0	37.2	53.0	54.3	57.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(16.5)	21.0	9.5	(3.3)	2.0
NOPAT증가율	(31.1)	640.9	230.4	(90.0)	45.0
EBITDA증가율	13.0	(4.6)	42.5	2.5	5.3
영업이익증가율	30.3	11.5	48.5	3.4	5.9
(지배주주)순이익증가율	(94.6)	212.5	적전	흑전	67.0
EPS증가율	(91.8)	213.6	적전	흑전	67.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	3.0	2.6	2.7	2.7	2.5
EBITDA이익률	1.1	0.9	1.1	1.2	1.2
영업이익률	0.9	0.8	1.1	1.1	1.2
계속사업이익률	0.2	0.6	(0.4)	0.4	0.7

투자지표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	602	1,888	(1,598)	1,512	2,527
BPS	33,210	28,260	25,842	26,780	28,733
CFPS	3,281	3,343	(332)	2,972	3,575
EBITDAPS	2,952	2,810	4,005	4,107	4,327
SPS	269,013	325,494	356,340	344,591	351,469
DPS	500	600	600	600	600
<b>주기지표(배)</b>					
PER	36.4	10.3	N/A	16.9	10.1
PBR	0.7	0.7	1.1	1.0	0.9
PCR	6.7	5.8	N/A	8.6	7.2
EV/EBITDA	13.3	11.9	10.8	9.5	8.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.7	6.3	(6.0)	5.7	9.1
ROA	0.5	1.8	(1.8)	1.9	3.1
ROIC	2.9	22.6	71.8	6.8	9.9
부채비율	249.7	247.0	211.7	201.5	189.5
순부채비율	52.4	50.8	58.9	49.3	40.9
이자보상배율(배)	4.2	4.7	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>1,129.7</b>	<b>993.1</b>	<b>859.5</b>	<b>867.7</b>	<b>899.3</b>
금융자산	207.1	161.2	115.3	141.7	161.0
현금성자산	193.6	158.3	112.4	138.8	158.1
매출채권 등	586.0	548.7	463.8	452.5	460.1
재고자산	287.0	239.5	238.4	232.6	236.5
기타유동자산	49.6	43.7	42.0	40.9	41.7
<b>비유동자산</b>	<b>384.5</b>	<b>265.8</b>	<b>208.9</b>	<b>203.1</b>	<b>204.3</b>
투자자산	338.1	222.6	166.0	162.0	164.7
금융자산	123.6	83.8	83.4	81.4	82.7
유형자산	4.5	3.4	5.6	5.5	5.4
무형자산	29.3	24.0	20.1	18.5	17.1
기타비유동자산	12.6	15.8	17.2	17.1	17.1
<b>자산총계</b>	<b>1,514.2</b>	<b>1,258.9</b>	<b>1,068.4</b>	<b>1,070.9</b>	<b>1,103.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,009.5</b>	<b>847.4</b>	<b>677.1</b>	<b>668.2</b>	<b>674.2</b>
금융부채	429.2	340.6	312.2	312.1	312.2
매입채무 등	522.4	469.2	326.2	318.2	323.6
기타유동부채	57.9	37.6	38.7	37.9	38.4
<b>비유동부채</b>	<b>71.8</b>	<b>48.7</b>	<b>48.5</b>	<b>47.4</b>	<b>48.2</b>
금융부채	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
기타비유동부채	67.0	43.9	43.7	42.6	43.4
<b>부채총계</b>	<b>1,081.2</b>	<b>896.1</b>	<b>725.7</b>	<b>715.6</b>	<b>722.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>432.0</b>	<b>361.8</b>	<b>341.8</b>	<b>354.3</b>	<b>380.1</b>
자본금	66.1	66.1	66.1	66.1	66.1
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	(268.2)	(273.0)	(273.0)	(273.0)	(273.0)
기타포괄이익누계액	207.9	125.7	134.5	134.5	134.5
이익잉여금	426.2	442.9	414.3	426.7	452.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>432.9</b>	<b>362.8</b>	<b>342.7</b>	<b>355.2</b>	<b>381.2</b>
손금유부채	226.9	184.2	201.7	175.2	156.0

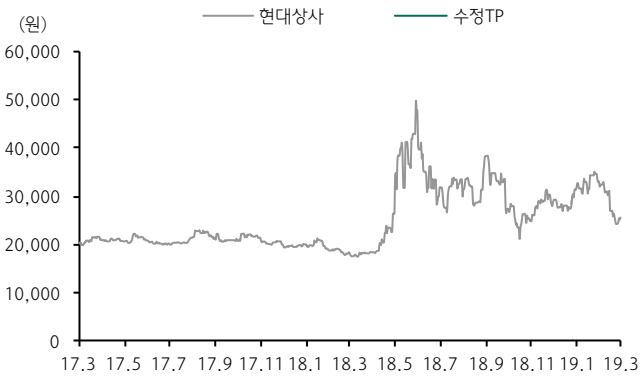
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>47.0</b>	<b>48.5</b>	<b>(72.3)</b>	<b>30.4</b>	<b>30.0</b>
당기순이익	8.1	25.1	(21.2)	20.1	33.6
조정	19.8	40.6	16.4	2.1	1.9
감가상각비	8.6	3.2	2.5	2.1	2.0
외환거래손익	(0.9)	11.9	(2.2)	0.0	0.0
지분법손익	(6.5)	(6.7)	(8.3)	0.0	0.0
기타	18.6	32.2	24.4	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	19.1	(17.2)	(67.5)	8.2	(5.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(29.7)</b>	<b>17.9</b>	<b>60.7</b>	<b>3.7</b>	<b>(3.2)</b>
투자자산감소(증가)	69.0	122.2	64.9	4.0	(2.7)
유형자산감소(증가)	(0.3)	(0.3)	(3.0)	(0.4)	(0.4)
기타	(98.4)	(104.0)	(1.2)	0.1	(0.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>103.6</b>	<b>(94.5)</b>	<b>(35.4)</b>	<b>(7.7)</b>	<b>(7.5)</b>
금융부채증가(감소)	129.2	(88.5)	(28.5)	(0.1)	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.7)	0.4	0.7	(0.0)	0.0
배당지급	(9.9)	(6.4)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>123.8</b>	<b>(35.3)</b>	<b>(45.9)</b>	<b>26.5</b>	<b>19.3</b>
Unlevered CFO	43.4	44.2	(4.4)	39.3	47.3
Free Cash Flow	46.7	48.2	(75.6)	30.0	29.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대상사



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 3월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 03월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.