

# 현대상사 (011760)

## 어려운 시황에 필요한 수익성 관리

### 목표주가 24,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

현대상사 목표주가 24,000원으로 기존대비 7.7% 하향한다. 2020년 BPS에 목표 PBR 0.9배를 적용했다. 최근 하락한 주가와 목표주가의 괴리를 확대에 대한 조정이며 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 영업이익은 66억원을 기록하면서 시장 기대치를 하회했다. 글로벌 무역분쟁 심화로 전반적인 외형감소와 수익성 악화가 불가피했던 상황으로 판단된다. 하지만 미중 무역협상 1단계 합의와 중국 관세 인하로 무역 상황 회복 실마리가 보이고 있으며 코로나바이러스 유행에 대한 우려만 해소된다면 부정적 시황은 개선될 여지가 충분하다. 2020년 기준 PER 11.6배, PBR 0.6배다.

### 4Q19 영업이익 66억원(YoY -41.7%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 1,0조원을 기록하며 전년대비 10.4% 감소했다. 전분기와 마찬가지로 차량소재와 철강의 외형감소가 지속되었다. 2018년 4분기 매출액의 기저는 높지 않았지만 전반적인 시황부진이 부정적 영향을 미친 것으로 판단된다. 영업이익은 66억원으로 전년대비 41.7% 감소했다. 외형이 감소하면서 나타난 이익축소이며 분기 영업이익률은 0.6%로 전년대비 0.4%p, 전분기대비 0.7%p 하락했다. 세전이익은 60억원으로 전년대비 흑자로 전환했다. 지난해 4분기 발생했던 베트남 11-2 광구 일회성 비용의 기저효과 때문이다. 순이익도 88억원으로 전년대비 흑자로 전환했으며 DPS는 전년과 동일한 600원으로 결정되었다.

### 외형 성장보다 안정성 확보와 수익성 방어에 집중할 시점

상사의 기존 네트워크 활용가치가 높아질 수 있지만 심화된 무역시황 부진을 극복하기 쉽지 않은 상황이었다. 전반적인 외형감소는 시황이 개선되는 시그널이 명확하게 확인되기 전까지 지속될 가능성이 높다. 따라서 2020년은 상대적으로 안정성이 확보되었다고 간주할 수 있는 범현대계열 물량을 기반으로 수익성 중심의 보수적 영업활동이 전개될 것으로 예상된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 24,000원(하향) | CP(2월 5일): 16,300원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,227.94		
52주 최고/최저(원)	35,150/15,800	매출액(십억원)	4,481.0 4,512.0
시가총액(십억원)	215.6	영업이익(십억원)	50.0 53.0
시가총액비중(%)	0.02	순이익(십억원)	22.0 24.0
발행주식수(천주)	13,229.0	EPS(원)	1,663 1,814
60일 평균 거래량(천주)	42.0	BPS(원)	25,200 26,542
60일 평균 거래대금(십억원)	0.7		
19년 배당금(예상, 원)	600	Stock Price	
19년 배당수익률(예상, %)	3.35		
외국인지분율(%)	6.85		
주요주주 지분율(%)			
현대코퍼레이션 외 4인	24.96		
케이씨씨	12.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(16.1) (25.3) (26.6)		
상대	(15.5) (21.2) (26.1)		

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	4,306.0	4,714.0	4,334.8	4,302.9	4,385.2
영업이익	십억원	34.0	50.5	43.5	39.1	48.5
세전이익	십억원	10.0	(3.8)	27.2	23.4	34.6
순이익	십억원	25.0	(8.8)	26.7	18.6	27.4
EPS	원	1,888	(666)	2,019	1,402	2,069
증감률	%	213.6	적전	흑전	(30.6)	47.6
PER	배	10.33	N/A	8.87	11.62	7.88
PBR	배	0.69	1.17	0.68	0.60	0.57
EV/EBITDA	배	11.92	11.80	9.87	10.29	8.34
ROE	%	6.29	(2.64)	8.35	5.46	7.70
BPS	원	28,260	23,952	26,201	27,029	28,524
DPS	원	600	600	600	600	600



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

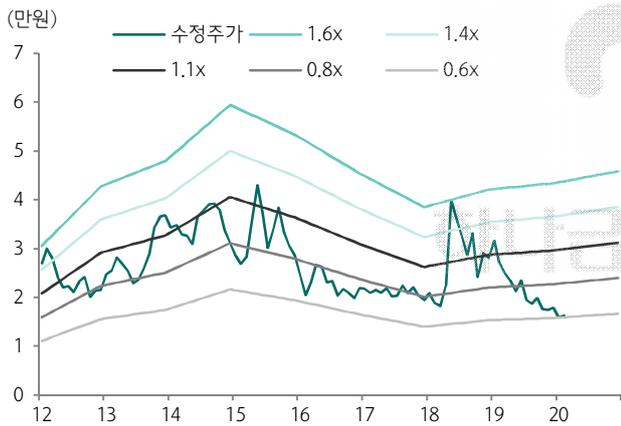
표 1. 현대상사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019P				2020F				4Q19 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>11,377</b>	<b>11,688</b>	<b>10,092</b>	<b>10,191</b>	<b>11,136</b>	<b>10,942</b>	<b>10,671</b>	<b>10,280</b>	<b>(10.4)</b>	<b>1.0</b>
산업플랜트	533	740	635	518	528	732	628	513	(30.5)	(18.4)
차량소재	6,842	6,502	5,487	6,394	6,568	5,721	6,036	6,458	(4.7)	16.5
철강	3,920	4,349	3,879	3,191	3,959	4,392	3,918	3,223	(16.5)	(17.7)
기타	82	98	91	88	81	96	89	86	0.1	(3.5)
<b>영업이익</b>	<b>123</b>	<b>116</b>	<b>130</b>	<b>66</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>105</b>	<b>108</b>	<b>(41.7)</b>	<b>(49.6)</b>
산업플랜트	(12)	14	11	(9)	3	6	6	6	적전	적전
차량소재	87	71	45	58	59	51	60	71	(32.4)	29.6
철강	48	35	73	17	24	35	37	35	(43.4)	(76.4)
기타	0	(3)	1	(1)	3	(2)	1	(5)	적지	적전
<b>세전이익</b>	<b>115</b>	<b>(27)</b>	<b>125</b>	<b>60</b>	<b>83</b>	<b>40</b>	<b>73</b>	<b>38</b>	<b>흑전</b>	<b>(52.1)</b>
<b>순이익</b>	<b>87</b>	<b>(14)</b>	<b>106</b>	<b>88</b>	<b>66</b>	<b>32</b>	<b>58</b>	<b>31</b>	<b>흑전</b>	<b>(17.6)</b>
영업이익률	1.1	1.0	1.3	0.6	0.8	0.8	1.0	1.0	-	-
세전이익률	1.0	(0.2)	1.2	0.6	0.7	0.4	0.7	0.4	-	-
순이익률	0.8	(0.1)	1.1	0.9	0.6	0.3	0.5	0.3	-	-

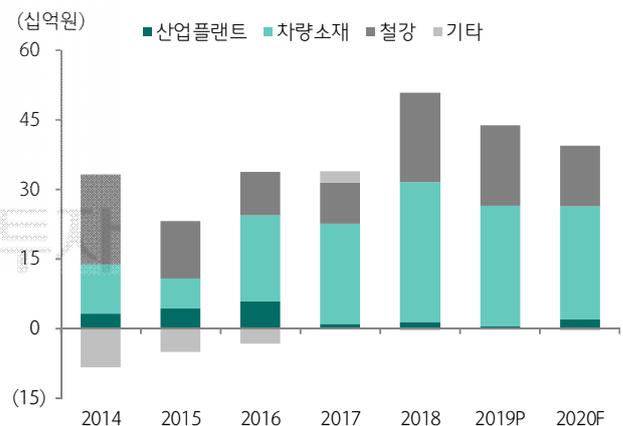
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 1. 현대상사 12MF PBR 추이



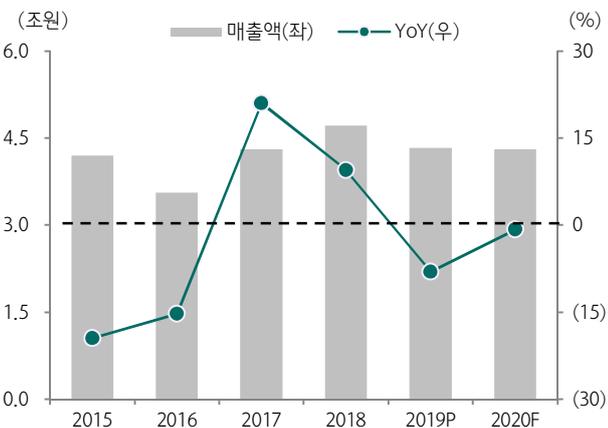
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 2. 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



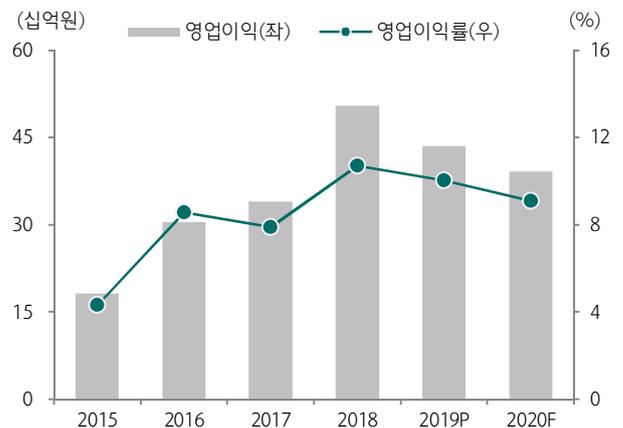
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 3. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 4. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대상사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>4,306.0</b>	<b>4,714.0</b>	<b>4,334.8</b>	<b>4,302.9</b>	<b>4,385.2</b>
매출원가	4,196.0	4,587.4	4,216.7	4,199.1	4,274.5
매출총이익	110.0	126.6	118.1	103.8	110.7
판매비	75.9	76.1	74.7	64.7	62.2
<b>영업이익</b>	<b>34.0</b>	<b>50.5</b>	<b>43.5</b>	<b>39.1</b>	<b>48.5</b>
금융손익	4.4	(7.6)	(10.0)	(9.9)	(9.8)
중속/관계기업손익	6.7	11.2	15.4	14.2	14.5
기타영업외손익	(35.1)	(58.0)	(21.7)	(20.0)	(18.7)
<b>세전이익</b>	<b>10.0</b>	<b>(3.8)</b>	<b>27.2</b>	<b>23.4</b>	<b>34.6</b>
법인세	(15.1)	4.8	0.4	4.8	7.1
계속사업이익	25.1	(8.7)	26.8	18.6	27.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>25.1</b>	<b>(8.7)</b>	<b>26.8</b>	<b>18.6</b>	<b>27.5</b>
비배주주지분순이익	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>25.0</b>	<b>(8.8)</b>	<b>26.7</b>	<b>18.6</b>	<b>27.4</b>
지배주주지분포괄이익	(59.0)	(49.4)	37.4	18.5	27.3
NOPAT	85.2	114.9	42.9	31.1	38.6
EBITDA	37.2	53.0	48.0	43.5	52.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	21.0	9.5	(8.0)	(0.7)	1.9
NOPAT증가율	640.9	34.9	(62.7)	(27.5)	24.1
EBITDA증가율	(4.6)	42.5	(9.4)	(9.4)	20.7
영업이익증가율	11.5	48.5	(13.9)	(10.1)	24.0
(지배주주)순이익증가율	212.5	적전	흑전	(30.3)	47.3
EPS증가율	213.6	적전	흑전	(30.6)	47.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	2.6	2.7	2.7	2.4	2.5
EBITDA이익률	0.9	1.1	1.1	1.0	1.2
영업이익률	0.8	1.1	1.0	0.9	1.1
계속사업이익률	0.6	(0.2)	0.6	0.4	0.6

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,888	(666)	2,019	1,402	2,069
BPS	28,260	23,952	26,201	27,029	28,524
CFPS	3,343	3,319	2,149	2,098	2,914
EBITDAPS	2,810	4,005	3,625	3,286	3,971
SPS	325,494	356,340	327,678	325,265	331,482
DPS	600	600	600	600	600
<b>주기지표(배)</b>					
PER	10.3	N/A	8.9	11.6	7.9
PBR	0.7	1.2	0.7	0.6	0.6
PCFR	5.8	8.5	8.3	7.8	5.6
EV/EBITDA	11.9	11.8	9.9	10.3	8.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.3	(2.6)	8.4	5.5	7.7
ROA	1.8	(0.7)	2.5	1.7	2.5
ROIC	22.6	29.6	10.6	7.8	9.5
부채비율	247.0	259.0	221.1	215.1	205.5
순부채비율	50.8	82.4	70.0	66.4	60.3
이자보상배율(배)	4.7	4.1	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>993.1</b>	<b>883.1</b>	<b>810.1</b>	<b>821.1</b>	<b>843.9</b>
금융자산	161.2	93.4	102.1	106.9	116.0
현금성자산	158.3	81.3	91.2	96.0	104.8
매출채권 등	548.7	480.2	430.5	434.2	442.5
재고자산	239.5	286.5	256.8	259.0	264.0
기타유동자산	43.7	23.0	20.7	21.0	21.4
<b>비유동자산</b>	<b>265.8</b>	<b>215.1</b>	<b>268.4</b>	<b>271.9</b>	<b>276.8</b>
투자자산	222.6	175.7	198.4	199.3	201.1
금융자산	83.8	21.9	19.7	19.8	20.2
유형자산	3.4	10.3	30.3	33.2	36.5
무형자산	<b>24.0</b>	<b>7.8</b>	<b>8.3</b>	<b>8.1</b>	<b>7.8</b>
기타비유동자산	<b>15.8</b>	<b>21.3</b>	<b>31.4</b>	<b>31.3</b>	<b>31.4</b>
<b>자산총계</b>	<b>1,258.9</b>	<b>1,098.2</b>	<b>1,078.5</b>	<b>1,093.0</b>	<b>1,120.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>847.4</b>	<b>729.6</b>	<b>670.6</b>	<b>673.9</b>	<b>681.1</b>
금융부채	340.6	310.9	290.3	290.3	290.3
매입채무 등	469.2	385.2	345.3	348.3	355.0
기타유동부채	37.6	33.5	35.0	35.3	35.8
<b>비유동부채</b>	<b>48.7</b>	<b>62.6</b>	<b>72.0</b>	<b>72.2</b>	<b>72.7</b>
금융부채	<b>4.8</b>	<b>34.7</b>	<b>46.9</b>	<b>46.9</b>	<b>46.9</b>
기타비유동부채	43.9	27.9	25.1	25.3	25.8
<b>부채총계</b>	<b>896.1</b>	<b>792.2</b>	<b>742.6</b>	<b>746.1</b>	<b>753.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>361.8</b>	<b>304.8</b>	<b>334.6</b>	<b>345.5</b>	<b>365.3</b>
자본금	<b>66.1</b>	<b>66.1</b>	<b>66.1</b>	<b>66.1</b>	<b>66.1</b>
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	(273.0)	(273.0)	(273.0)	(273.0)	(273.0)
기타포괄이익누계액	125.7	85.9	96.6	96.6	96.6
이익잉여금	442.9	425.7	444.8	455.7	475.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>362.8</b>	<b>305.9</b>	<b>335.9</b>	<b>346.9</b>	<b>366.8</b>
순금융부채	184.2	252.2	235.1	230.3	221.2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>48.5</b>	<b>(41.8)</b>	<b>66.5</b>	<b>20.2</b>	<b>25.5</b>
당기순이익	25.1	(8.7)	26.8	18.6	27.5
조정	40.6	60.8	7.9	4.3	4.0
감가상각비	3.2	2.5	4.4	4.3	4.0
외환거래손익	11.9	(2.9)	(3.0)	0.0	0.0
지분법손익	(6.7)	(11.2)	(12.0)	0.0	0.0
기타	32.2	72.4	18.5	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(17.2)	(93.9)	31.8	(2.7)	(6.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>17.9</b>	<b>(28.1)</b>	<b>(26.8)</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(9.0)</b>
투자자산감소(증가)	122.2	58.1	(10.6)	(0.8)	(1.8)
유형자산감소(증가)	(0.3)	(7.7)	(9.4)	(7.0)	(7.0)
기타	(104.0)	(78.5)	(6.8)	(0.1)	(0.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(94.5)</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(33.6)</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(7.6)</b>
금융부채증가(감소)	(88.5)	0.2	(8.4)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(0.7)	(17.6)	0.0	0.0
배당지급	(6.4)	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>(35.3)</b>	<b>(77.0)</b>	<b>10.0</b>	<b>4.7</b>	<b>8.9</b>
Unlevered CFO	44.2	43.9	28.4	27.8	38.5
Free Cash Flow	48.2	(49.8)	57.1	13.2	18.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대상사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	24,000		
19.10.25	BUY	26,000	-32.25%	-29.04%
18.11.22				-
17.11.17				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 5일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 02월 07일 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.