

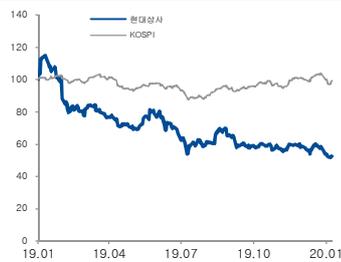
견조한 실적 지속 가능

현재주가 (2/6)	16,300원	
상승여력	47.2%	
시가총액	216십억원	
발행주식수	13,229천주	
자본금/액면가	66십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	35,150원/15,800원	
일평균 거래대금 (60일)	1십억원	
외국인지분율	6.78%	
	현대코퍼레이션홀딩스 외	
주요주주	4인 24.96%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-8.0	-11.1 -6.4
상대주가(%p)	-7.6	-12.0 -15.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	2,263	3,018	27,000
After	2,013	2,204	24,000
Consensus	1,663	1,814	25,000
Cons. 차이	21.1%	21.5%	-4.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 지난해 4분기 글로벌 경기 둔화와 교역량 감소 등 대외환경 악화로 전 사업부문의 실적 부진. 올해에도 업황의 뚜렷한 회복을 기대하기는 어렵지만, 차량소재, 철강, 산업플랜트 등 전 부문에서 수익성 위주의 사업 전략을 구사함으로써 견조한 실적은 가능할 전망이다
- 업황 침체를 반영해 연간 수익예상을 하향 조정함. 기존 BUY 의견을 유지하나, 목표주가를 24,000원으로 하향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 대외환경 악화에 따른 멀티플 하향에 따른 결과 <표3 참조>

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4분기 연결기준 매출액 1조 191억원 (YoY -10.5%), 영업이익 66억원 (YoY -41.7%)으로 당초 전망치를 하회하는 부진한 실적을 기록함. 지난해 높은 기저효과에다 미-중 무역전쟁 지속에 따른 대외환경 악화로 철강, 차량소재, 산업플랜트 전부문의 매출액이 감소세를 시험함. 영업이익도 매출 부진과 시황 침체로 인해 전 사업부문의 수익성이 악화됨. 주력 사업인 차량소재와 철강 부문의 수익성 둔화가 전체 영업이익 감소의 주된 원인으로 작용함.
- 한편, 세전이익은 60억원으로 흑자 전환했는데, 지난해 발생했던 일회성 비용(베트남 11-2 광구의 생산량 감소 및 장기운송계약 총당금 관련, 256억원) 소멸 때문임.
- 글로벌 경기침체와 교역량 감소에 따른 부진한 업황을 반영해 감안해 올해 연간 수익예상을 하향 조정함. 2020년 연간 매출액 4조 3,810억원(YoY 1.1%), 영업이익 447억원(YoY 2.7%)으로 수정 전망함.
- 미국과 중국간 무역전쟁이 완전히 종료되지 않은 관계로 인해 대외환경의 불확실성이 상존하고 있지만, 적극적인 대체시장 확장전략을 도모할 것으로 판단. 또한, 차량소재와 철강부문의 견조한 수익성은 유지 가능할 전망이다

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 6.8배, 0.6배 수준으로 valuation 매력은 양호함. 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 3.7%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 (%)
2017	4,306	34	25	37	1,888	213.9	10.3	0.7	11.9	6.3	3.1
2018	4,714	51	-9	53	-666	적전	N/A	1.2	11.8	-2.6	2.1
2019	4,335	44	27	48	2,013	흑전	8.9	0.7	8.1	8.3	3.4
2020F	4,381	45	29	50	2,204	9.5	7.4	0.6	7.0	8.4	3.7
2021F	4,661	53	51	58	3,837	74.1	4.2	0.5	5.8	13.4	3.7

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 현대상사 2019년 4분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q18	3Q19	4Q19P	(YoY)	(QoQ)	4Q19P	Diff.	4Q19P	Diff.
매출액	1,177	1,009	1,019	-10.4%	1.0%	1,154	-11.7%	1,160	-12.1%
영업이익	11	13	7	-40.0%	-49.2%	12	-45.0%	13	-46.2%
세전이익	-39	12	6	-115.4%	-50.0%	12	-50.0%	13	-53.8%
순이익	-34	11	9	-125.6%	-20.9%	10	-13.0%	11	-18.2%

자료: 현대상사, 현대차증권

<표2> 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	4,335	4,381	4,496	4,495	-3.6%	-2.5%
영업이익	44	45	49	50	-10.5%	-9.7%
세전이익	27	38	37	54	-25.7%	-28.9%
지배주주순이익	27	29	30	40	-11.5%	-27.5%

자료: 현대상사, 현대차증권

<표3> 적정주주 가치 산출 근거

(십억원, 전주, 원 %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	211	246	216	
EBITDA	50	58		
EV/EBITDA	4.2	4.2		최근 2년 low평균(8.4배) 대비 50% 할인율 적용
2. 투자자산가치	131	131	131	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘 LNG가치	104	104	104	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	446	481	452	
5. 순차입금	135	119	132	
6. 비지배주주지분	1	2	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	309	360	318	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	23,395	27,205	24,030	
현재주가 (원)	16,300	16,300	16,300	
상승여력	43.5	66.9	47.4	

자료: 현대차증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원 %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원 %)	2019P				2020F				2018	2019P	2020F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,138	1,169	1,009	1,019	1,165	1,167	1,011	1,038	4,714	4,335	4,381
철강	392	435	388	319	388	427	382	319	1,634	1,534	1,517
차량소재	684	650	549	639	712	655	555	656	2,756	2,522	2,578
산업플랜트	53	74	64	52	55	75	64	53	287	243	247
기타	8	10	9	9	9	10	9	9	37	36	38
매출총이익	31	31	32	25	32	31	32	26	127	118	121
영업이익	12	12	13	7	13	12	13	7	51	44	45
세전이익	11	-3	12	6	12	10	12	5	-4	27	38
지배주주순이익	9	-1	11	9	9	8	9	3	-9	27	29
수익성 (%)											
GPM	2.7	2.6	3.1	2.5	2.8	2.6	3.2	2.5	2.7	2.7	2.8
OPM	1.1	1.0	1.3	0.6	1.1	1.0	1.3	0.7	1.1	1.0	1.0
RPM	1.0	-0.2	1.2	0.6	1.0	0.9	1.1	0.4	-0.1	0.6	0.9
NPM	0.8	-0.1	1.1	0.9	0.8	0.7	0.9	0.3	-0.2	0.6	0.7
성장성 (% YoY)											
매출액	-4.4	5.7	-21.2	-10.4	2.4	-0.1	0.2	1.8	9.5	-8.0	1.1
영업이익	8.5	-7.1	-15.3	-41.4	4.0	1.6	1.8	4.1	48.6	-13.7	2.7
세전이익	-0.1	-127.3	-8.7	흑전	4.6	흑전	-7.0	-24.5	적전	흑전	41.4
지배주주순이익	11.6	-117.0	11.7	흑전	4.2	흑전	-17.5	-60.4	적전	흑전	9.5
기본가정											
세계GDP (% YoY)	3.4	3.1	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	3.1	3.	3.0	3.1
국제유가 (\$/bbl)	55.1	59.5	56.4	56.9	62.0	63.0	62.0	63.0	64.8	57.1	63.0
원/달러 (평균)	1125.3	1165.7	1194.1	1175.9	1160.0	1150.0	1140.0	1130.0	1100.3	1165.8	1150.0
원/달러 (기말)	1135.2	1154.8	1196.4	1155.8	1150.0	1140.0	1130.	1120.0	1111.0	1155.8	1130.0

자료: 현대상사, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	4,306	4,714	4,335	4,381	4,661
증가율 (%)	21.0	9.5	-8.0	1.1	6.4
매출원가	4,196	4,587	4,216	4,260	4,528
매출원가율 (%)	97.4	97.3	97.3	97.2	97.2
매출총이익	110	127	118	121	133
매출이익률 (%)	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8
증가율 (%)	3.1	15.2	-6.5	2.1	9.9
판매관리비	76	76	75	76	80
판매비율 (%)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
EBITDA	37	53	48	50	58
EBITDA 이익률 (%)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.3
증가율 (%)	-4.8	42.5	-9.1	4.1	16.6
영업이익	34	51	44	45	53
영업이익률 (%)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.1
증가율 (%)	11.5	48.6	-13.7	2.7	18.4
영업외손익	-31	-66	-31	-22	-2
금융수익	35	29	24	22	22
금융비용	31	37	32	40	20
기타영업외손익	-35	-58	-23	-4	-4
중속/관계기업관련손익	7	11	15	15	16
세전계속사업이익	10	-4	27	38	67
세전계속사업이익률	0.2	-0.1	0.6	0.9	1.4
증가율 (%)	-53.0	적전	흑전	41.4	74.1
법인세비용	-15	5	0	9	16
계속사업이익	25	-9	27	29	51
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	-9	27	29	51
당기순이익률 (%)	0.6	-0.2	0.6	0.7	1.1
증가율 (%)	211.7	적전	흑전	9.3	74.1
지배주주지분 손이익	25	-9	27	29	51
비지배주주지분 손이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-84	-41	11	0	0
총포괄이익	-59	-49	37	29	51

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	49	-42	162	16	14
당기순이익	25	-9	27	29	51
유형자산 상각비	1	1	4	5	5
무형자산 상각비	2	2	0	0	0
외환손익	12	-3	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-17	-94	130	-3	-27
기타	26	61	3	-15	-16
투자활동으로인한현금흐름	18	-28	-30	9	10
투자자산의 감소(증가)	122	58	-28	15	16
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의	0	-8	-5	-6	-6
기타	-104	-79	3	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-95	-8	-25	-68	-67
장기차입금의 증가(감소)	-85	-30	-3	-60	-60
사채의증가(감소)	0	30	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-8	-8	-8	-8
기타	-3	-1	-14	0	0
기타현금흐름	-7	1	4	0	0
현금의증가(감소)	-35	-77	111	-42	-44
기초현금	194	158	81	193	150
기말현금	158	81	193	150	106

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	993	883	882	856	874
현금성자산	158	81	193	150	106
단기투자자산	3	12	1	1	1
매출채권	516	460	470	482	528
재고자산	240	286	169	172	189
기타유동자산	76	43	50	50	50
비유동자산	266	215	284	285	285
유형자산	3	10	26	26	27
무형자산	24	8	8	9	9
투자자산	223	176	219	219	219
기타비유동자산	16	21	31	31	31
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,259	1,098	1,167	1,140	1,160
유동부채	847	730	739	690	662
단기차입금	337	309	295	235	175
매입채무	399	324	332	344	375
유동성장기부채	0	0	3	3	3
기타유동부채	111	97	108	108	108
비유동부채	49	63	92	93	98
사채	0	30	30	30	30
장기차입금	5	5	7	7	7
장기금융부채 (리스포함)	0	0	10	10	10
기타비유동부채	44	28	45	46	51
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	896	792	831	783	759
지배주주지분	362	305	334	356	399
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-273	-273	-273	-273	-273
기타포괄이익누계액	126	86	97	97	97
이익잉여금	443	426	445	466	509
비지배주주지분	1	1	1	1	2
자본총계	363	306	336	357	401

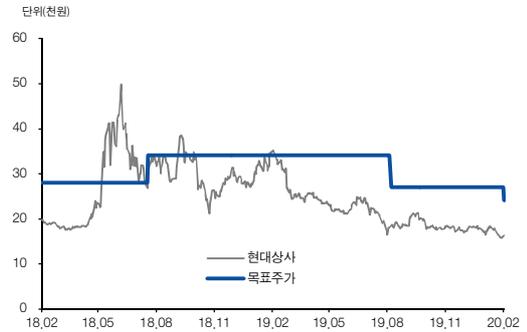
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	1,901	-654	2,023	2,212	3,851
EPS(지배순이익 기준)	1,888	-666	2,013	2,204	3,837
BPS(자본총계 기준)	27,425	23,125	25,384	27,022	30,298
BPS(지배지분 기준)	27,347	23,039	25,283	26,912	30,176
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	10.3	N/A	8.8	7.4	4.2
P/E(지배순이익 기준)	10.3	N/A	8.9	7.4	4.2
P/B(자본총계 기준)	0.7	1.2	0.7	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.7	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reporte)	11.9	11.8	8.1	7.0	5.8
배당수익률	3.1	2.1	3.4	3.7	3.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	211.7	적전	흑전	9.3	74.1
EPS(지배순이익 기준)	213.9	적전	흑전	9.5	74.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.3	-2.6	8.3	8.4	13.4
ROE(지배순이익 기준)	6.3	-2.6	8.3	8.4	13.4
ROA	1.8	-0.7	2.4	2.5	4.4
안정성 (%)					
부채비율	247.0	259.0	247.4	219.0	189.4
순차입금비율	50.8	82.4	45.4	37.7	29.7
이자보상배율	4.7	4.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	과달률(%)	
			평균	최고/최저
18/03/26	BUY	28,000	-30.9	-14.6
18/05/08	BUY	28,000	4.8	77.9
18/07/24	BUY	34,000	-7.8	13.1
18/10/29	BUY	34,000	-12.7	13.1
19/01/08	BUY	34,000	-12.0	13.1
19/03/15	BUY	34,000	-14.5	13.1
19/04/29	BUY	34,000	-20.5	13.1
19/08/12	BUY	27,000	-29.7	-20.9
19/10/29	BUY	27,000	-32.6	-20.9
20/02/07	BUY	24,000	-	-

▶ 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 주가싸로 참여하지 않았습니다.
- 당사는 추천일 현재 현대상사와 관련하여 계열 회사의 관계에 있습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이견 분류

▶ 업종 투자이견 분류 현대차증권의 업종투자이견은 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 종목투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 중기대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 중기대비 초과수익률 +15%p 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 중기대비 초과수익률 -15%~+15%p 이내
- SELL : 추천일 중기대비 초과수익률 -15%p 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	135건	85.99%
보유	22건	14.01%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 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 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.