

현대상사 (011760)

이동현 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

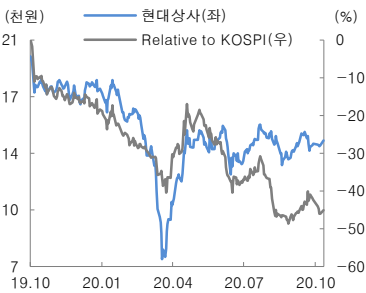
6개월 목표주가 **20,000**
유지

현재주가 (20.10.12) **14,600**
유통업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2403.73
시가총액	193십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	66십억원
52주 최고/최저	18,550원 / 7,060원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	6.10%
주요주주	현대코퍼레이션홀딩스 외 4 인 24.96% 케이씨씨 12.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	2.1	19.2	-18.9
상대수익률	0.4	-8.7	-7.7	-31.0



차량소재 중심으로 회복, 확인되는 개선 흐름

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 2,601원에 타깃 PER 7.7배를 적용
- 타깃 PER은 국내 종합상사 4사(포스코인터내셔널, SK네트웍스, 삼성물산, LG상사)의 2021E 평균 PER을 20% 할인

3Q20 Preview 차량소재 중심으로 회복

- 3Q20 실적은 매출액 7,008억원(-25% yoy), 영업이익 90억원(-31% yoy)
- 추정치는 컨센서스 대비 매출액 -8% 하회, 영업이익 12.5% 상회
- 매출액은 차량소재 부문이 +50% qoq 개선되며 전분기 대비 +14% 상승할 전망. 721억원 규모의 투르크메니스탄 대형버스 400대 공급계약 중 상당량이 매출 인식
- 영업이익은 차량소재 부문의 외형 회복에 따른 이익 성장과 철강 부문의 선별수주에 따른 수익성 개선 영향. 수익성 좋은 프로젝트 믹스 효과

확인되는 개선 흐름

- 차량소재 부문은 최근 3,600억원 규모로 미국 광 전력청과 발전연료용 중유 공급계약을 체결. 4분기부터 3년에 걸쳐 매출 인식될 예정. 장기 물량 확보로 분기 실적 안정성 개선. 이외 아프리카 중심으로 대형버스 수출 영업 강화 중
- 철강 부문은 주요지역 락다운 해제 등 시황 개선으로 완만한 반등 예상. 코로나 기간 동안 수익성 중심의 선별수주 기조 유지할 전망
- 법인세, 반덤핑관세 환입 등으로 배당가능 여유 확보, 배당 기조 유지 가능

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)				4Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,009	615	808	701	-30.6	14.0	763	710	-25.0	1.4
영업이익	13	4	7	9	-31.1	135.2	8	5	-21.8	-42.9
순이익	11	8	4	6	-41.7	-25.5	7	5	흑전	-13.4

자료: 현대상사, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	4,263	2,948	3,839	4,062
영업이익	51	44	32	50	55
세전순이익	-4	17	37	42	50
총당기순이익	-9	16	32	34	42
자배분순이익	-9	16	32	34	42
EPS	-666	1,236	2,424	2,601	3,195
PER	NA	14.5	6.0	5.6	4.6
BPS	23,039	25,722	30,342	36,060	43,554
PBR	1.2	0.7	0.5	0.4	0.3
ROE	-2.6	5.1	8.6	7.8	8.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	3,249	3,895	2,948	3,839	-9.3	-1.4
판매비와 관리비	76	77	73	75	-3.6	-1.8
영업이익	35	55	32	50	-9.2	-9.1
영업이익률	1.1	1.4	1.1	1.3	0.0	-0.1
영업외손익	2	-15	5	-8	125.4	적자유지
세전순이익	37	40	37	42	-1.6	5.4
지배지분순이익	27	30	32	34	17.8	13.8
순이익률	0.8	0.8	1.1	0.9	0.3	0.1
EPS(지배지분순이익)	2,057	2,286	2,424	2,601	17.8	13.8

자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

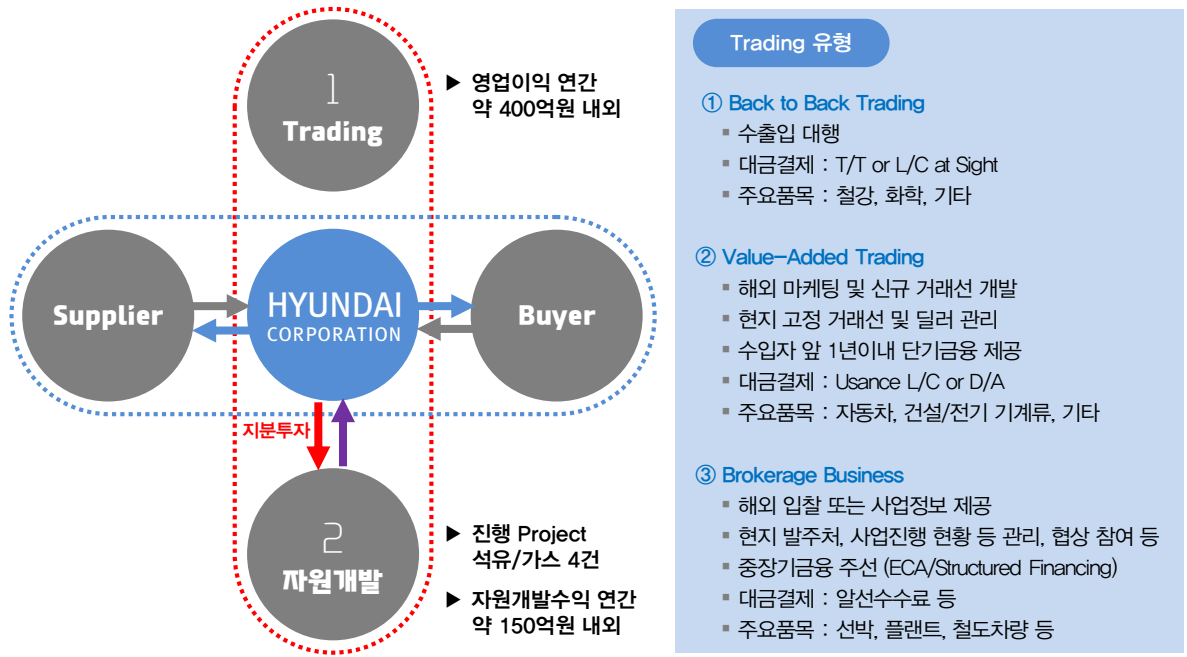
현대상사 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	4,714	4,263	2,948	3,839	1,138	1,169	1,009	948	922	615	701	710
yoy(%)	9.5	-9.6	-30.9	30.2	-4.4	5.7	-21.2	-16.6	-19.0	-47.4	-30.6	-25.0
산업플랜트	287	243	224	250	53	74	63	52	55	59	54	57
차량소재	2,756	2,451	1,591	2,051	684	650	549	568	492	277	415	406
철강	1,634	1,534	1,089	1,492	392	435	388	319	362	268	221	238
기타	37	36	44	46	8	10	9	9	13	11	10	10
산업플랜트(yoy)	-39.1	-15.6	-7.5	11.3	-39.0	28.8	-6.7	-30.5	3.9	-20.8	-15.6	9.8
차량소재(yoy)	83.9	-11.1	-35.1	28.9	-5.7	2.1	-24.0	-15.4	-28.1	-57.4	-24.3	-28.5
철강(yoy)	-13.3	-6.1	-29.0	37.1	6.7	7.9	-19.4	-16.5	-7.8	-38.4	-42.9	-25.4
기타(yoy)	56.2	-2.3	21.1	5.6	-19.0	10.5	1.7	0.1	54.3	11.7	13.3	8.7
영업이익	51	44	32	50	12	12	13	7	14	4	9	5
yoy(%)	48.6	-13.8	-26.2	55.3	8.5	-7.1	-15.3	-41.8	15.2	-67.1	-31.1	-21.8
opm(%)	1.1	1.0	1.1	1.3	1.1	1.0	1.3	0.7	1.5	0.6	1.3	0.7
산업플랜트	2	-1			-1	1	1	-2	0	1		
차량소재	30	26			9	7	4	6	7	2		
철강	19	17			5	3	7	2	7	1		
기타	0	1			0	0	0	1	0	0		
산업플랜트(opm)	0.5	-0.3			-2.3	1.8	1.8	-3.8	0.0	1.3		
차량소재(opm)	1.1	1.1			1.3	1.1	0.8	1.0	1.4	0.6		
철강(opm)	1.2	1.1			1.2	0.8	1.9	0.5	1.9	0.5		
기타(opm)	-1.0	2.4			0.4	-2.6	1.1	11.2	1.5	-0.4		
세전이익	-4	17	37	42	11	-3	12	-4	15	7	8	7
당기순이익	-9	16	32	34	9	-1	11	-2	12	8	6	5
지배순이익	-9	16	32	34	9	-1	11	-2	12	8	6	5
yoy(%)	적전	흑전	96.3	6.8	11.6	적전	11.7	적축	39.5	흑전	-41.4	흑전
nim(%)	-0.2	0.4	1.1	0.9	0.8	-0.1	1.1	-0.2	1.3	1.4	0.9	0.8

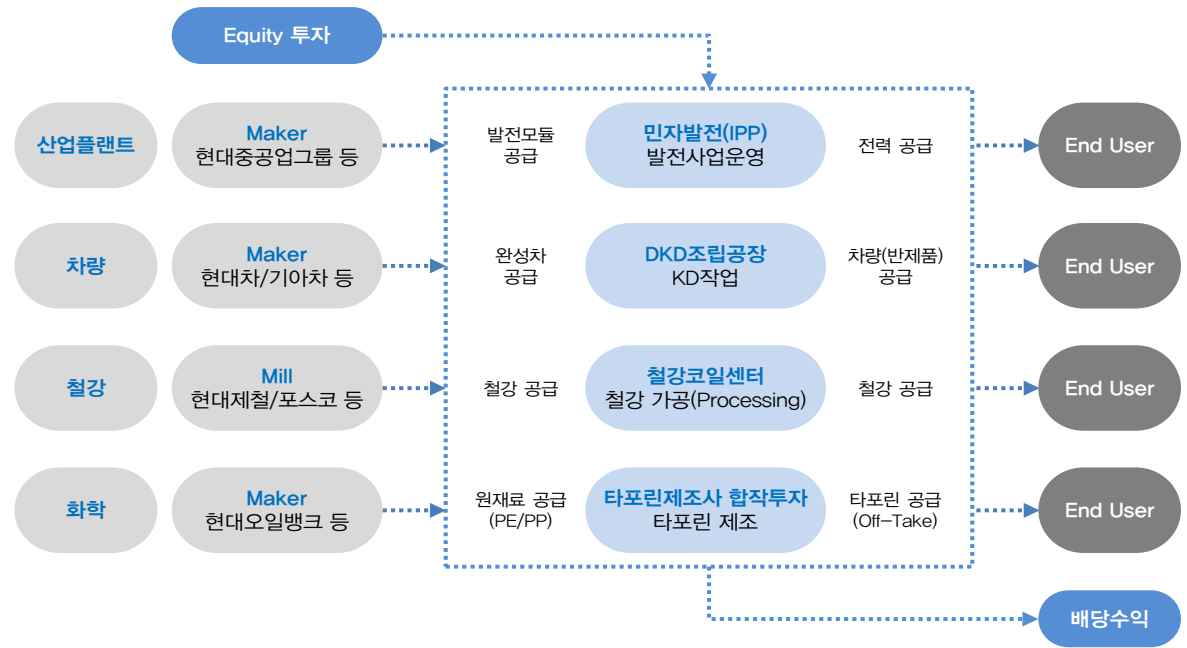
자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

트레이딩 부문 사업 모델 유형



자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

트레이딩 수익성 개선, 연계투자 강화



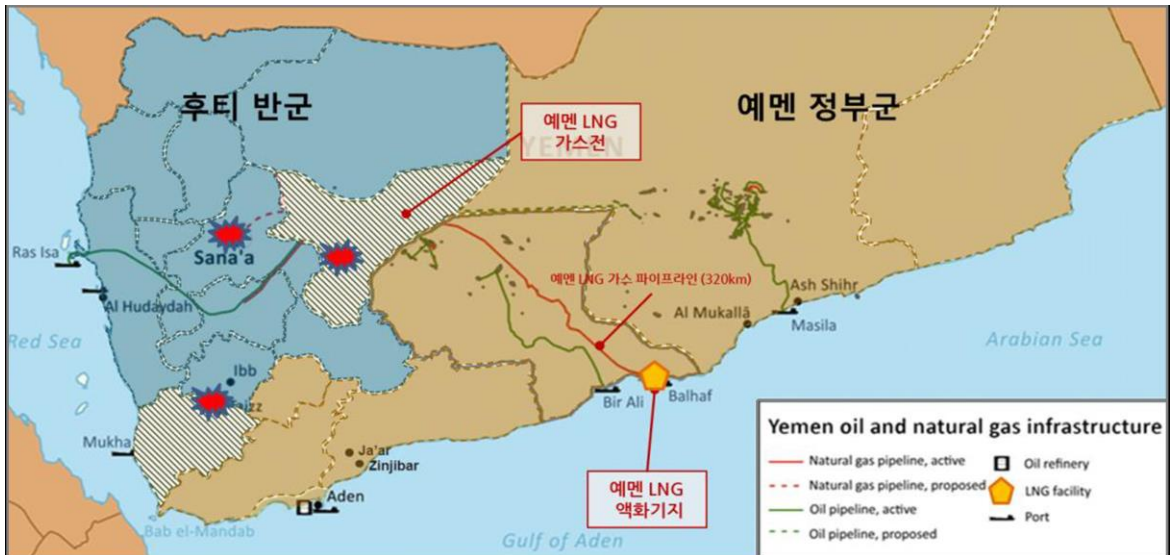
자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

자원개발부문 투자 현황

	예멘 LNG(HLNG)	오만 LNG(KOLNG)	카타르 LNG(Ras Laffan)	베트남 11-2
위치	예멘 남동부 해안 Balhaf 지역	오만 무스캣 200km 남동쪽 Al Ghailah 지역	카타르 도하 80km 북쪽 Ras Laffan 지역	베트남 봉타우 남동쪽 280km 해상
사업형태	컨소시엄(HY LNG)	컨소시엄(KO LNG)	컨소시엄(KO RAS)	직접투자
연간생산량	LNG 7.8백만톤	LNG 5.7백만톤	LNG 6.8백만톤	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 Center

기동 중단 상태에 있는 예멘 LNG 액화플랜트 관련 진행 상황



- ① 정세: 정부군과 반군은 내전 종식을 위한 1차 UN평화협상에 참석('18년 12월)
- ② 생산: 가스전은 정부군, 액화기지 및 파이프라인은 주변 지역부족민에 의해 보호, 현재 시험가동중에 있어 휴전 및 안전망 확보시 즉시 액화기지 재가동 가능

자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

Global Peer

회사명		HYUNDAI CORPORATION	POSCO INTERNATIONAL CORP	LG INTERNATIONAL CORP	SAMSUNG C&T CORP	SK NETWORKS CO LTD
코드		011760 KS	047050 KS	001120 KS	028260 KS	001740 KS
현재주가(USD)		12.7	12.2	13.3	91.5	4.1
시가총액(십억원, USDmn)		168	1,500	515	17,107	1,014
매출액 (십억원, USDmn)	19A	3,660	22,891	9,083	28,331	11,499
	20C	2,829	20,967	9,041	26,410	11,207
	21C	3,088	18,521	8,467	25,697	9,549
매출액 yoy (%)	19A	-14.6	14.7	-19.9	9.4	-14.5
	20C	-22.7	-8.4	-0.5	-6.8	-2.5
	21C	9.2	-11.7	-6.4	-2.7	-14.8
영업이익 (십억원, USDmn)	19A	37	430	151	1,049	121
	20C	31	520	116	782	94
	21C	36	448	133	787	148
영업이익 yoy (%)	19A	-18.6	21.1	-22.3	32.7	-3.8
	20C	-17.7	20.9	-23.2	-25.4	-22.7
	21C	18.3	-13.8	14.8	0.7	57.2
OPM (%)	19A	1.0	1.9	1.7	3.7	1.1
	20C	1.1	2.5	1.3	3.0	0.8
	21C	1.2	2.4	1.6	3.1	1.5
PER (배)	19A	13.9	13.9	9.7	10.0	26.4
	20C	6.6	11.0	20.4	17.0	30.9
	21C	6.0	6.7	2.4	18.5	10.9
PBR (배)	19A	0.7	0.7	0.5	0.8	0.5
	20C	0.5	0.8	0.5	0.7	0.7
	21C	0.5	0.5	0.4	0.8	0.5
EV/EBITDA (배)	19A	14.2	9.2	8.8	12.6	8.8
	20C	14.7	6.1	6.8	14.4	6.6
	21C	15.0	5.8	6.2	15.7	4.8
ROE (%)	19A	5.1	5.4	-6.1	8.0	0.3
	20C	8.3	7.1	2.5	4.7	-5.9
	21C	8.4	7.9	18.8	4.6	5.0
EPS (USD)	19A	1.1	1.1	-1.7	9.4	0.0
	20C	1.9	1.5	0.6	5.5	-0.5
	21C	2.1	1.8	6.4	5.0	0.4
BPS (USD)	19A	23.2	21.0	26.2	109.4	8.6
	20C	23.6	21.3	26.2	127.4	7.7
	21C	25.1	22.4	31.6	109.4	7.8

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

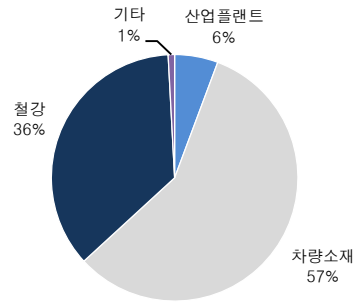
- 1976년 현대그룹의 수출 창구 역할을 하는 종합상사로 설립 되었으며, 현재는 현대상선, 현대중공업 그룹을 거쳐 계열분리됨
- 계열분리 후에도 범현대 계열과 안정적인 사업기반을 유지하고 있음
- 최대주주는 현대코퍼레이션홀딩스(19.37%)이며, 그룹 최대주주는 정몽헌 회장으로 범현대그룹으로 분류
- 자산 1조 4,627억원 부채 1조 1,054억원 자본 3,573억원
- 발행주식수: 13,228,966주 / 자기주식수: 570,000주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2020년 6월 기준
 자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

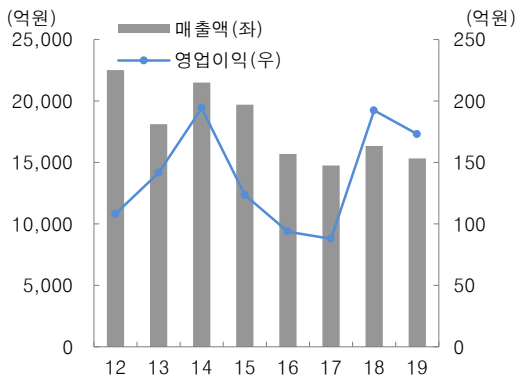
현대상사 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 12월 기준
 자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

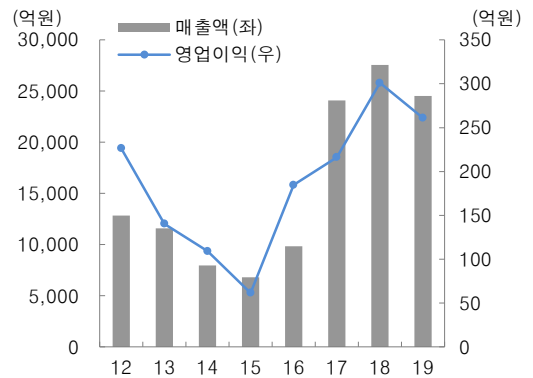
2. Earnings Driver

철강 사업부 매출 및 이익 추이



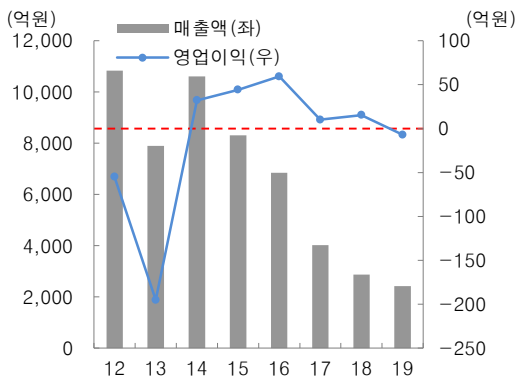
자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

차량소재 사업부 매출 및 이익 추이



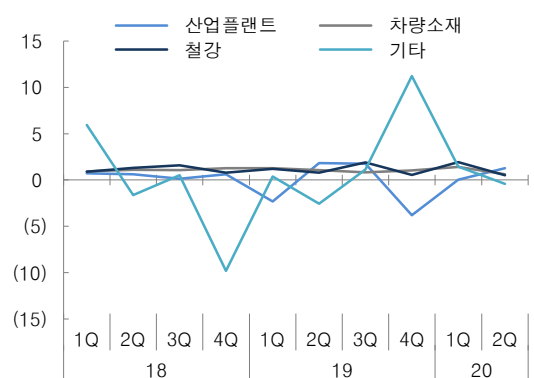
자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

산업플랜트 사업부 매출 및 이익 추이



자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

사업부별 영업이익률 추이



자료: 현대상사, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	4,263	2,948	3,839	4,062
매출원가	4,587	4,143	2,842	3,714	3,929
매출총이익	127	121	106	125	133
판매비와관리비	76	77	73	75	78
영업이익	51	44	32	50	55
영업외수익	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
EBITDA	53	48	38	57	62
영업외손익	-54	-27	5	-8	-4
관계기업손익	0	0	10	12	11
금융수익	29	22	27	30	30
외환관련이익	37	41	61	61	61
금융비용	-37	-31	-36	-35	-40
외환관련손실	24	18	27	27	27
기타	-47	-18	3	-15	-6
법인세비용차감전순이익	-4	17	37	42	50
법인세비용	-5	0	-5	-8	-8
계속사업순이익	-9	16	32	34	42
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	16	32	34	42
당기순이익	-0.2	0.4	1.1	0.9	1.0
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	-9	16	32	34	42
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-41	27	27	27	27
포괄순이익	-49	43	59	61	69
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	-49	43	59	61	69

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-666	1,236	2,424	2,601	3,195
PER	NA	14.5	6.0	5.6	4.6
BPS	23,039	25,722	30,342	36,060	43,554
PBR	1.2	0.7	0.5	0.4	0.3
EBITDAPS	4,005	3,650	2,889	4,300	4,684
EV/EBITDA	11.8	14.6	13.8	9.7	8.1
SPS	356,340	322,274	222,811	290,195	307,027
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
CFPS	3,319	1,385	2,959	2,866	4,069
DPS	600	600	600	600	600

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	9.5	-9.6	-30.9	30.2	5.8
영업이익 증감률	48.6	-13.8	-26.2	55.3	9.3
순이익 증감률	작전	흑전	96.5	7.3	22.9
수익성					
ROIC	28.0	11.2	9.8	14.5	13.6
ROA	4.3	3.4	2.3	3.4	3.4
ROE	-2.6	5.1	8.6	7.8	8.0
안정성					
부채비율	259.0	322.7	245.9	219.9	185.2
순차입금비율	82.4	136.2	82.7	73.9	53.2
이자보상비율	4.1	3.1	3.6	6.2	4.2

자료: 현대상사 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	883	852	781	898	995
현금및현금성자산	81	163	283	257	305
매출채권 및 기타채권	480	454	314	402	424
재고자산	286	193	133	173	184
기타유동자산	35	42	51	65	82
비유동자산	215	593	613	635	655
유형자산	10	17	19	20	20
관계기업투자지급	83	134	149	167	183
기타비유동자산	121	442	445	448	452
자산총계	1,098	1,445	1,394	1,533	1,650
유동부채	730	675	532	563	550
매입채무 및 기타채무	385	381	282	350	366
차입금	309	257	213	177	147
유동상채무	0	4	4	4	4
기타유동부채	36	34	33	33	33
비유동부채	63	427	459	490	522
차입금	35	369	400	430	461
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	28	58	59	60	61
부채총계	792	1,103	991	1,054	1,072
자배분	305	340	401	477	576
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	426	434	458	485	520
기타자본변동	-187	-159	-123	-74	-10
비자배분	1	1	2	2	2
자본총계	306	342	403	479	579
순차입금	252	465	333	354	308

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-42	141	123	-38	18
당기순이익	-9	16	32	34	42
비현금성목의기갑	53	2	7	3	12
감가상각비	2	5	6	7	7
외환손익	-3	-3	13	13	13
지분법평가손익	0	0	-10	-12	-11
기타	53	0	-2	-4	3
자산부채의증감	-94	115	94	-69	-22
기타현금흐름	8	7	-10	-7	-14
투자활동 현금흐름	-28	-330	-23	-25	-25
투자자산	-10	-12	-16	-18	-17
유형자산	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-11	-310	0	0	0
재무활동 현금흐름	-8	270	-24	-16	-10
단기차입금	-30	-53	-43	-36	-30
사채	30	30	30	30	30
장기차입금	0	305	1	1	1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-7	-7
기타	0	-3	-3	-3	-3
현금의증감	-77	82	120	-25	48
기초 현금	158	81	163	283	257
기말 현금	81	163	283	257	305
NOPLAT	115	43	28	41	46
FCF	110	39	25	39	45

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 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

Dark Gray (하립)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

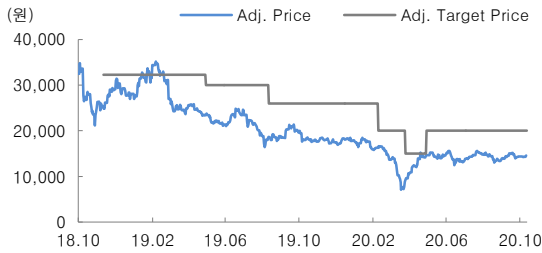
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 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	20.10.13	20.08.03	20.04.30	20.03.26	20.02.10	19.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	20,000	20,000	20,000	15,000	20,000	26,000
과다율(평균%)		(28.28)	(28.12)	(15.49)	(35.18)	(30.18)
과다율(최대/최소%)		(22.00)	(22.00)	1.67	(16.75)	(17.88)
제시일자	19.08.13	19.05.01	18.11.12			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	26,000	30,000	32,300			
과다율(평균%)	(27.01)	(27.42)	(12.92)			
과다율(최대/최소%)	(17.88)	(17.17)	8.82			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201010)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.1%	12.9%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(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