

지난해의 부진을 딛고

Analyst 박종렬

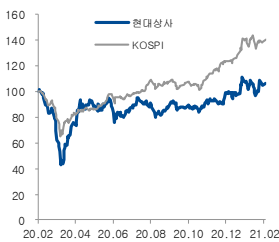
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (2/15)	17,400원		
상승여력	32.2%		
시가총액	230십억원		
발행주식수	13,229천주		
자본금/액면가	66십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	18,150원/7,060원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	6.70%		
주요주주	현대코퍼레이션홀딩스 외 4인 24.96%		
추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	0.9	17.2	20.4
상대주가(%p)	-1.1	-7.1	-7.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	2,572	2,835	20,000
After	3,706	2,178	23,000
Consensus	2,646	2,872	20,000
Cons. 차이	40.1%	-24.2%	15.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4분기 영업실적은 당초 전망치를 하회하는 다소 부진한 실적 기록함. 코로나19 장기화에 따른 글로벌 경기 둔화와 교역량 감소 때문임.
- 지난해 부진한 실적을 기록했지만, 올해는 글로벌 경기회복과 함께 의미 있는 실적 턴어라운드 가능할 전망이다.
- 기존 BUY 의견을 유지하며, 목표주가를 23,000원으로 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했음. 올해 실적 모멘텀 개선을 고려해 사업가치산출시 EV/EBITDA 멀티플을 8.7배(최근 3년간 low 평균 대비 25% 할인)로 상향했기 때문임. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 4분기 연결기준 매출액 6,511억원 (YoY -31.3%), 영업이익 63억원 (YoY -3.4%)으로 당초 전망치를 하회하는 부진한 실적을 기록함. 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 지속에 따른 부정적인 대외 환경 때문임. 매출액은 주력 사업인 차량소재와 철강 부문이 코로나19에 따른 트레이딩 상황 침체로 외형이 큰 폭 감소함. 영업이익도 외형의 큰 폭 감소에 따른 고정비 부담 증대로 부진했음. 긍정적인 점은 외형 감소에도 불구하고 차량소재 부문의 개선으로 영업이익률은 1.0%로 전년동기 대비 0.3%p 개선됨. 한편, 세전이익과 순이익은 당초 전망치를 크게 상회했는데, 이는 투자자산 공정가치 평가에 따른 기타수익 증가 때문임.
- 코로나19 장기화와 미-중 무역전쟁 갈등 심화에 따른 대외환경 악화로 지난해 부진한 영업실적을 기록했지만, 올해는 지난해의 낮은 기저효과와 함께 글로벌 경기 회복에 따라 점진적인 실적 개선이 가능할 전망
- 당초 예상보다 부진했던 지난해 4분기 실적을 감안해 올해 연간 수익예상을 하향 조정함. 매출액과 영업이익을 기존 전망치 대비 각각 9.8%, 24.6% 하향 조정함.
- 올해 1분기까지는 다소 부진한 실적 흐름이 이어지고 본격적인 실적 회복은 2분기부터 가능할 전망이다. 1분기 연결기준 매출액 8,321억원 (YoY -9.7%), 영업이익 138억원 (YoY -3.0%)으로 전망함.

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 7.9배, 0.6배 수준으로 valuation 매력은 양호함.
- 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 3.4%로 매력적임.

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 (%)
2018	4,714	51	-9	53	-666	적전	NA	1.2	11.8	NA	2.1
2019	4,263	44	16	48	1,236	흑전	14.5	0.7	14.6	5.1	3.4
2020F	2,881	33	49	39	3,706	199.7	4.3	0.6	14.4	13.8	3.8
2021F	3,275	40	29	48	2,178	-41.2	8.0	0.6	12.5	7.5	3.4
2022F	3,273	41	30	49	2,280	4.7	7.6	0.6	11.5	7.4	3.4

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 현대상사 2020년 4분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q19	3Q20	4Q20P	(YoY)	(QoQ)	4Q20P	Diff.	4Q20P	Diff.
매출액	948	693	651	-31.3%	-6.0%	781	-16.6%	804	-19.0%
영업이익	7	9	6	-3.4%	-30.0%	10	-37.0%	10	-37.0%
세전이익	-4	8	24	흑전	202.5%	10	142.0%	9	168.9%
순이익	-2	7	22	흑전	217.1%	7	217.1%	7	217.1%

자료: 현대상사, 현대차증권

<표2> 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,881	3,275	3,034	3,631	-5.0%	-9.8%
영업이익	33	40	37	53	-10.2%	-24.6%
세전이익	54	38	39	49	38.9%	-23.1%
지배주주순이익	49	29	34	38	44.7%	-23.8%

자료: 현대상사, 현대차증권

<표3> 적정주주 가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	343	418	418	
EBITDA	39	48		
EV/EBITDA	8.7	8.7		최근 3년 low평균(11.6배) 대비 25% 할인율 적용
2. 투자자산가치	155	155	155	순자산가액대비 30% 할인율
3. 예멘LNG가치	104	104	104	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	602	677	677	
5. 순차입금	355	366	366	
6. 비지배주주지분	2	2	2	
7. 주주가치 (=4-5-6)	245	308	308	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	18,531	23,315	23,315	
현재주가 (원)	17,400	17,400	17,400	
상승여력	6.5	34.0	34.0	

자료: 현대차증권

<표4> 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원, %)	2020P				2021F				2019	2020P	2021F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	922	615	693	651	832	908	787	748	4,263	2,881	3,275
철강	362	268	242	221	322	384	271	251	1,534	1,092	1,228
차량소재	492	277	409	393	448	419	468	454	2,451	1,571	1,790
산업플랜트	55	59	42	37	50	89	48	42	243	193	230
기타	13	11	0	0	11	16	0	0	36	24	28
매출총이익	33	20	26	21	30	31	30	24	121	99	115
영업이익	14	4	9	6	14	7	11	8	44	33	40
세전이익	15	7	8	24	13	7	9	8	17	54	38
지배주주순이익	12	8	6	22	10	6	7	6	16	49	29
수익성 (%)											
GPM	3.5	3.2	3.7	3.2	3.6	3.4	3.8	3.3	2.8	3.4	3.5
OPM	1.5	0.6	1.3	1.0	1.7	0.8	1.4	1.0	1.0	1.2	1.2
RPM	1.7	1.1	1.2	3.7	1.6	0.8	1.2	1.1	0.4	1.9	1.2
NPM	1.3	1.4	0.9	3.4	1.2	0.6	0.9	0.8	0.4	1.7	0.9
성장성 (% YoY)											
매출액	-19.0	-47.4	-31.3	-31.3	-9.7	47.7	13.5	14.9	-9.6	-32.4	13.7
영업이익	15.2	-67.1	-31.5	-3.9	-3.0	90.4	24.0	24.6	-13.8	-23.7	20.2
세전이익	33.4	흑전	-34.9	흑전	-14.1	10.8	15.5	-67.4	흑전	223.4	-30.4
지배주주순이익	39.5	흑전	-39.0	흑전	-18.4	-33.8	9.2	-71.5	흑전	199.7	-41.2
기본가정											
세계GDP (% YoY)	-3.0	-14.0	5.0	1.2	5.0	8.0	5.0	3.8	3.0	-2.7	5.5
국제유가 (\$/bbl)	46.0	28.0	38.0	41.0	43.0	45.0	47.0	49.0	57.1	38.3	46.0
원/달러 (평균)	1,195	1,220	1,190	1,118	1,080	1,070	1,060	1,050	1,166	1,181	1,065
원/달러 (기말)	1,195	1,220	1,190	1,090	1,070	1,060	1,050	1,040	1,156	1,090	1,040

주 : 2020년 투자자산 공정가치 평가에 따른 기타수익 180억원 발생

자료 : 현대상사, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	4,263	2,881	3,275	3,273
증가율 (%)	9.5	-9.6	-32.4	13.7	-0.1
매출원가	4,587	4,143	2,782	3,161	3,157
매출원가율 (%)	97.3	97.2	96.6	96.5	96.5
매출총이익	127	121	99	115	116
매출이익률 (%)	2.7	2.8	3.4	3.5	3.5
증가율 (%)	15.5	-4.7	-18.2	16.2	0.9
판매관리비	76	77	66	75	75
판매비율 (%)	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3
EBITDA	53	48	39	48	49
EBITDA 이익률 (%)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5
증가율 (%)	43.2	-9.4	-18.8	23.1	2.1
영업이익	51	44	33	40	41
영업이익률 (%)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
증가율 (%)	50.0	-13.7	-25.0	21.2	2.5
영업외손익	-55	-27	-6	-12	-12
금융수익	29	22	25	2	2
금융비용	37	31	35	10	10
기타영업외손익	-47	-18	4	-4	-4
증속/관계기업관련손익	0	0	28	10	10
세전계속사업이익	-4	17	54	38	39
세전계속사업이익률	-0.1	0.4	1.9	1.2	1.2
증가율 (%)	적전	흑전	217.6	-29.6	2.6
법인세비용	5	0	5	9	9
계속사업이익	-9	16	49	29	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	16	49	29	30
당기순이익률 (%)	-0.2	0.4	1.7	0.9	0.9
증가율 (%)	적전	흑전	206.3	-40.8	3.4
지배주주지분 순이익	-9	16	49	29	30
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-41	27	-1	0	0
총포괄이익	-49	43	48	29	30

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-42	141	144	-6	42
당기순이익	-9	16	49	29	30
유형자산 상각비	1	5	6	8	8
무형자산 상각비	2	0	0	0	0
외환손익	-3	-3	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-94	115	89	-33	14
기타	61	8	2	-10	-10
투자활동으로인한현금흐름	-28	-330	-8	2	2
투자자산의 감소(증가)	5	-17	2	10	10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8	-8	-10	-8	-8
기타	-25	-305	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-8	270	36	-27	-27
차입금의 증가(감소)	0	314	8	0	0
사채의 증가(감소)	30	30	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-8	-8	-8	-7	-7
기타	-30	-66	36	-20	-20
기타현금흐름	1	1	1	0	0
현금의 증가(감소)	-77	82	173	-31	17
기초현금	158	81	163	336	304
기말현금	81	163	336	304	321

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	883	852	819	860	847
현금성자산	81	163	336	304	321
단기투자자산	12	11	4	4	4
매출채권	460	435	318	373	350
채고자산	286	193	112	129	122
기타유동자산	43	50	49	49	49
비유동자산	215	593	613	613	613
유형자산	10	17	24	24	24
무형자산	8	9	9	9	10
투자자산	176	216	221	221	221
기타비유동자산	21	351	359	359	358
기타금융업부채	0	0	0	0	0
자산총계	1,098	1,445	1,432	1,473	1,460
유동부채	730	675	625	637	604
단기차입금	309	257	304	284	264
매입채무	324	321	218	249	237
유동성장기부채	0	4	3	3	3
기타유동부채	97	93	100	101	100
비유동부채	63	427	433	440	437
사채	30	60	60	60	60
장기차입금	5	310	318	318	318
장기금융부채	0	9	9	9	9
기타비유동부채	28	48	46	53	50
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	792	1,103	1,059	1,078	1,042
지배주주지분	305	341	371	393	416
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-273	-273	-282	-282	-282
기타포괄이익누계액	86	114	113	113	113
이익잉여금	426	434	475	497	519
비지배주주지분	1	1	2	2	2
자본총계	306	342	373	395	418

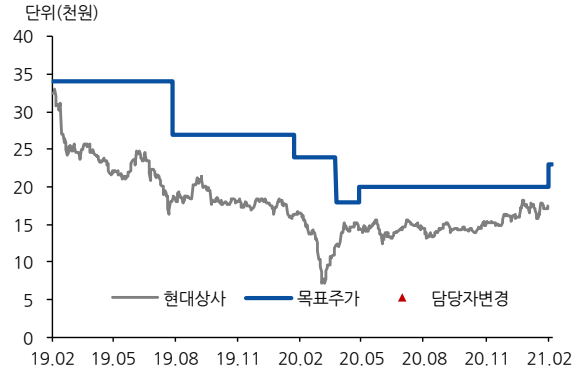
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	-654	1,243	3,718	2,189	2,292
EPS(지배순이익 기준)	-666	1,236	3,706	2,178	2,280
BPS(자본총계 기준)	23,125	25,834	28,224	29,869	31,616
BPS(지배지분 기준)	23,039	25,722	28,102	29,735	31,470
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	-43.0	14.4	4.3	7.9	7.6
P/E(지배순이익 기준)	-42.2	14.5	4.3	8.0	7.6
P/B(자본총계 기준)	1.2	0.7	0.6	0.6	0.6
P/B(지배지분 기준)	1.2	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	11.8	14.6	14.4	12.5	11.5
배당수익률	2.1	3.4	3.8	3.4	3.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	199.2	-41.1	4.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	199.7	-41.2	4.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-2.6	5.1	13.8	7.5	7.5
ROE(지배순이익 기준)	-2.6	5.1	13.8	7.5	7.4
ROA	-0.7	1.3	3.4	2.0	2.1
안정성 (%)					
부채비율	259.0	322.7	283.5	272.7	249.1
순차입금비율	82.4	136.2	95.0	92.7	78.8
이자보상배율	4.1	3.1	2.8	3.8	4.1

▶ **투자의견 및 목표주가 추이**

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.10.29	BUY	34,000	-17.75	3.38
2019.04.29	AFTER 6M	34,000	-35.75	-26.91
2019.08.12	BUY	27,000	-32.69	-20.93
2020.02.07	BUY	24,000	-47.76	-30.63
2020.04.08	BUY	18,000	-21.53	-15.28
2020.05.13	BUY	20,000	-28.32	-22.00
2020.11.13	AFTER 6M	20,000	-18.51	-9.25
2021.02.16	BUY	23,000		

▶ **최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가**



▶ **Compliance Note**

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ **투자의견 분류**

- ▶ **업종 투자의견 분류** 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견**은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ **투자등급 통계 (2020.01.01~2020.12.31)**

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	89%
보유	18건	11%
매도	0건	0%

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