

유통/상사/교육제지 Analyst 박종렬
Jr. Analyst 최진성

02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com
02) 3787-2559 jschoi@hmcib.com

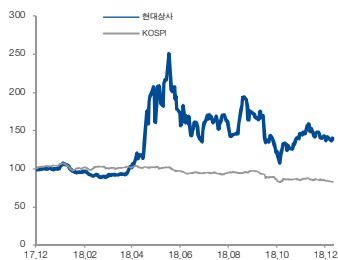
부정적인 환경에도 성장은 지속

현재주가 (1/7)	28500원
상승여력	19.3%
시가총액	377십억원
발행주식수	13,229천주
자본금/액면가	66십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	49,800원/17,500원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
	9.02%
외국인지분율	현대코퍼레이션홀딩스 외
주요주주	4인 24.96%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-12.4 -21.0 -16.5
상대주가(%)	-7.9 -10.6 -5.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	3,177	3,229	34,000
After	2,587	2,165	34,000
Consensus	2,852	3,203	33,767
Cons. 차이	-9.3%	-32.4%	0.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 미-중 무역전쟁과 글로벌 경기 둔화 등 대외환경 악화에도 불구하고 차량과 철강 부문의 호조로 지난 4분기에도 전분기에 이어 양호한 실적 모멘텀 지속된 것으로 추정
- 글로벌 경기 둔화를 반영해 올해 연간 수익예상 하향 조정 불가피하나, 수익성 위주의 사업 전략과 대체시장 확장 등으로 2019년에도 안정적인 실적 추세는 이어질 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4분기 연결기준 매출액 1조 1,915억원 (YoY 4.3%), 영업이익 104억원 (YoY 150.8%), 세전이 익 110억원 (YoY 흑전)으로 양호한 실적 모멘텀 지속 가능할 전망. 수익성 위주의 사업전략을 고수하고 있는 트레이딩 부문의 견고한 영업이익의 증가와 함께 국제유가 상승에 따른 자원개발(오만LNG, 카타르LNG, 베트남11-2)의 배당금 수입 증가가 가능하기 때문
- 외형은 국제유가 및 철강 등 commodity 가격 상승으로 철강, 화학, 차량부문의 호조로 성장 지속 가능할 것. 환율하락에도 불구하고 상품가격 상승과 중동 등 고마진 대체시장 발굴로 영업이익률은 0.9%로 전년동기 대비 0.5%p 호전될 전망. 아프리카와 중남미 등 신흥국 중심의 완성차 및 DKD차량 판매 호조 등이 긍정적 요인으로 작용함.
- 미-중 무역 분쟁과 글로벌 경기 둔화 등 대외환경 악화에 따른 교역량 감소와 전반적인 Commodity가격 하락 등으로 2019년 외형성장은 한계가 있을 전망. 2019년 연간 매출액과 영업이익은 각각 4조 7,558억원과 494억원으로 전년비 0.3%, 0.5% 감소할 전망
- 아직까지는 미국과 중국간 통상전쟁에 이어 환율전쟁으로 치닫고 있는 등 대외환경의 불확실성 확대되고 있지만, 적극적인 대체시장 확장전략으로 선방해갈 것으로 판단.
- 올해 예멘 가스전 상업생산에 대한 기대는 열려 있는 상태. 아직까지는 단언하기 이른 상황이지만, 재가동시 현재 유가 수준에서도 연간 300억원 이상의 배당금 수입이 추가될 수 있는 점은 대단히 긍정적인 주가 재평가 모멘텀으로 작용할 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 13.1배, 0.9배 수준으로 valuation 매력은 양호함. 올해 DPS 600원으로 배당수익률은 2.1%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 (%)
2016	3,559	30	8	39	602	-91.8	36.4	0.7	13.3	1.7	2.3
2017	4,306	34	25	37	1,888	213.9	10.3	0.7	11.9	6.3	3.1
2018F	4,769	50	34	52	2,587	37.0	10.9	0.9	12.6	9.0	2.1
2019F	4,756	49	29	52	2,165	-16.3	13.2	0.9	9.8	7.0	2.1
2020F	4,831	50	29	53	2,226	2.8	12.8	0.9	9.7	6.9	2.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대상사 2018년 4분기 실적 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	4Q18F	4Q17	3Q18	(YoY)	(QoQ)	4Q18F	대비
매출액	1,191	1,142	1,281	4.3%	-7.0%	1,247	-4.4%
영업이익	10	4	15	150.8%	-32.4%	13	-20.2%
세전이익	11	-7	14	-257.4%	-19.7%	17	-34.5%
순이익	9	-7	10	-226.2%	-9.4%	12	-27.9%

자료 : 현대상사, 현대차증권

〈표2〉 현대상사 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	4,769	4,756	4,805	5,142	-0.8%	-7.5%
영업이익	50	49	54	58	-8.1%	-14.8%
세전이익	46	36	56	55	-17.8%	-33.8%
지배주주순이익	34	29	42	43	-18.5%	-33.4%

자료 : 현대상사, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(억원 천주, 원, %)	18F	19F	12M Forward	비고
1. 사업가치	303	301	301	
EBITDA	52	52		
EV/EBITDA	5.8	5.8		최근 5년 low평균(15.3배) 대비 62% 할인율 적용
2. 투자자산가치	143	143	143	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	154	154	154	손익반영 전까지 E&P 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	600	598	598	
5. 순차입금	282	142	142	
6. 비지배주주지분	1	1	1	
7. 주주가치 (=4-5-6)	317	455	455	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가	23,970	34,392	34,392	
현재주가 (원)	28,100	28,500	28,500	
상승여력	-14.7	20.7	20.7	

자료: 현대차증권

〈표4〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %, \$/bbl, 원/\$)

(십억원, %)	2018F				2019F				2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,190	1,106	1,281	1,191	1,293	1,112	1,220	1,132	4,306	4,769	4,756
철 강	368	403	481	370	432	418	459	352	1,476	1,621	1,661
화 학	239	276	296	321	255	259	256	277	1,033	1,131	1,047
차량건장	487	361	427	431	496	369	435	439	1,375	1,705	1,739
선박플랜트	87	57	68	66	97	56	61	60	402	279	275
자원개발	10	9	9	4	12	9	8	4	20	32	33
매출총이익	31	31	33	28	35	32	31	26	110	123	124
영업이익	11	12	15	10	12	13	15	10	34	50	49
세전이익	11	10	14	11	7	7	9	12	10	46	36
지배주주순이익	8	8	10	9	6	6	7	10	25	34	29
수익성 (%)											
GPM	2.6	2.8	2.6	2.4	2.7	2.9	2.5	2.3	2.6	2.6	2.6
OPM	1.0	1.1	1.2	0.9	1.0	1.1	1.2	0.9	0.8	1.0	1.0
RPM	1.0	0.9	1.1	0.9	0.6	0.7	0.8	1.1	0.2	1.0	0.8
NPM	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	0.8	0.6	0.7	0.6
성장성 (% YoY)											
매출액	13.4	5.5	20.2	4.3	8.6	0.5	-4.8	-5.0	21.0	10.7	-0.3
영업이익	33.3	19.3	41.9	150.8	9.5	0.7	-5.5	-5.3	11.5	46.1	-0.5
세전이익	10.2	-11.8	흑전	흑전	-36.3	-24.6	-30.9	11.1	-53.0	358.5	-20.9
지배주주순이익	17.8	-57.5	63.1	흑전	-26.4	-28.7	-22.1	11.1	213.9	37.0	-16.3
기본가정											
세계GDP (% YoY)	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.7	3.7	3.6	3.5	3.6	3.7
국제유가 (\$/bbl)	60.1	66.0	67.4	66.0	68.0	67.0	66.5	66.0	51.9	65.7	67.0
원/달러 (평균)	1072.3	1079.5	1121.6	1118.0	1100.0	1090.0	1070.0	1050.0	1130.8	1097.1	1077.5
원/달러 (기말)	1063.6	1114.7	1109.3	1110.0	1090.0	1080.0	1060.0	1060.0	1067.4	1110.0	1075.0

자료 : 현대상사, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,559	4,306	4,769	4,756	4,831
증가율 (%)	-16.5	21.0	10.7	-0.3	1.6
매출원가	3,452	4,196	4,646	4,632	4,706
매출원가율 (%)	97.0	97.4	97.4	97.4	97.4
매출총이익	107	110	123	124	125
매출이익률 (%)	3.0	2.6	2.6	2.6	2.6
증가율 (%)	1.0	3.1	11.9	0.6	1.0
판매관리비	76	76	73	74	75
판매비율 (%)	2.1	1.8	1.5	1.6	1.5
EBITDA	39	37	52	52	53
EBITDA 이익률 (%)	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
증가율 (%)	13.2	-4.8	40.3	-0.7	2.2
영업이익	30	34	50	49	50
영업이익률 (%)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
증가율 (%)	30.0	11.5	46.1	-0.5	1.3
영업외손익	-16	-31	-19	-20	-20
금융수익	41	35	27	21	21
금융비용	51	31	35	34	34
기타영업외손익	-5	-35	-11	-8	-8
종속/관계기업관련손익	7	7	15	7	8
세전계속사업이익	21	10	46	36	37
세전계속사업이익률	0.6	0.2	1.0	0.8	0.8
증가율 (%)	-44.4	-53.0	358.5	-20.9	2.8
법인세비용	13	-15	12	8	8
계속사업이익	8	25	34	29	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	25	34	29	30
당기순이익률 (%)	0.2	0.6	0.7	0.6	0.6
증가율 (%)	-94.5	211.7	36.7	-16.3	2.8
지배주주지분 순이익	8	25	34	29	29
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-48	-84	9	0	0
총포괄이익	-40	-59	43	29	30

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	47	49	-88	142	6
당기순이익	8	25	34	29	30
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	7	2	2	2	2
외환손익	-1	12	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	19	-17	-131	119	-18
기타	12	26	9	-7	-8
투자활동으로인한현금흐름	-30	18	-18	5	-4
투자자산의 감소(증가)	69	122	0	7	8
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	-4	-2	-2
기타	-98	-104	-14	0	-10
재무활동으로인한현금흐름	104	-95	76	-8	-8
장기차입금의 증가(감소)	133	-85	83	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-10	-6	-8	-8	-8
기타	-20	-3	1	0	0
기타현금흐름	3	-7	1	0	0
현금의증가(감소)	124	-35	-28	140	-6
기초현금	70	194	158	131	271
기말현금	194	158	131	271	265

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,130	993	970	1,073	1,104
현금성자산	194	158	131	271	265
단기투자자산	13	3	16	16	16
매출채권	564	516	509	484	509
재고자산	287	240	242	230	242
기타유동자산	72	76	72	72	72
비유동자산	385	266	281	281	290
유형자산	4	3	6	7	8
무형자산	29	24	20	19	27
투자자산	338	223	238	238	238
기타비유동자산	13	16	17	17	17
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,514	1,259	1,251	1,353	1,394
유동부채	1,009	847	798	879	898
단기차입금	423	337	424	424	424
매입채무	446	399	374	355	374
유동성장기부채	3	0	0	0	0
기타유동부채	137	111	0	100	100
비유동부채	72	49	55	55	55
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	5	5	5	5
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	67	44	50	50	50
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,081	896	853	934	953
지배주주지분	432	362	397	418	440
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-268	-273	-273	-273	-273
기타포괄이익누계액	208	126	134	134	134
이익잉여금	426	443	470	491	513
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	433	363	398	419	441

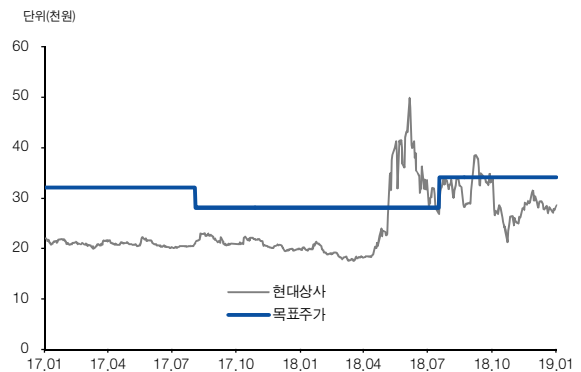
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	610	1,901	2,597	2,173	2,234
EPS(지배순이익 기준)	602	1,888	2,587	2,165	2,226
BPS(자본총계 기준)	32,727	27,425	30,108	31,707	33,367
BPS(지배자본 기준)	32,657	27,347	30,027	31,618	33,270
DPS	500	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	35.9	10.3	10.8	13.1	12.8
P/E(지배순이익 기준)	36.4	10.3	10.9	13.2	12.8
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
P/B(지배자본 기준)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	13.3	11.9	12.6	9.8	9.7
배당수익률	2.3	3.1	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-91.7	211.7	36.7	-16.3	2.8
EPS(지배순이익 기준)	-91.8	213.9	37.0	-16.3	2.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	6.3	9.0	7.0	6.9
ROE(지배순이익 기준)	1.7	6.3	9.0	7.0	6.9
ROA	0.5	1.8	2.7	2.2	2.2
안정성 (%)					
부채비율	249.7	247.0	214.1	222.6	215.9
순차입금비율	52.4	50.8	70.8	33.8	33.4
이자보상배율	4.2	4.7	N/A	N/A	N/A

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/05/16	BUY	32,000	-35.5	-30.6
17/08/10	BUY	28,000	-21.4	-18.0
17/09/21	BUY	28,000	-22.6	-18.0
17/11/16	BUY	28,000	-25.2	-18.0
18/02/02	BUY	28,000	-27.1	-18.0
18/03/26	BUY	28,000	-27.7	-14.6
18/05/08	BUY	28,000	-16.0	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	-	-

▶ 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 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 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 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 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	92.45%
보유	12건	7.55%
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.