

현대상사 (011760)

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 35,000 원(유지) |
| 종가(2018/12/07) | 30,350 원 |

| Stock Indicator | |
|-----------------|----------------|
| 자본금 | 66십억원 |
| 발행주식수 | 1,323만주 |
| 시가총액 | 401십억원 |
| 외국인비율 | 8.9% |
| 52주주가 | 17,500~49,800원 |
| 60일평균거래량 | 350,242주 |
| 60일평균거래대금 | 11.0십억원 |

| 주요수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|------|-------|------|
| 절대수익률 | 239 | -3.3 | -29.5 | 47.0 |
| 상대수익률 | 240 | 5.7 | -13.5 | 62.7 |



| FY | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 4,306 | 4,809 | 5,014 | 5,198 |
| 영업이익(십억원) | 34 | 51 | 57 | 61 |
| 순이익(십억원) | 25 | 35 | 40 | 44 |
| EPS(원) | 1,888 | 2,661 | 3,012 | 3,311 |
| BPS(원) | 27,347 | 29,434 | 31,872 | 34,609 |
| PER(배) | 10.3 | 11.4 | 10.1 | 9.2 |
| PBR(배) | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| ROE(%) | 6.3 | 9.4 | 9.8 | 10.0 |
| 배당수익률(%) | 3.1 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| EV/EBITDA(배) | 11.8 | 12.9 | 8.8 | 8.6 |

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

실적 개선 및 예멘 평화 기대됨

차량부문 DKD 판매 호조 및 철강부문 등으로 인하여 실적 성장세 이어갈 듯

차량 부문은 크게 자동차와 상용차량으로 구성되어 있다. 자동차 부문은 글로벌 시장에 승용차, 특장차, 군용차, 엔진·부품 등을 공급하고 있으며, 현대/기아차가 핵심 파트너 중 하나다. 상용차량 부문은 현대로템과 협력해 고속전철, 전동차, 기관차, 신호통신시스템, 철도전력설비 등을 판매하고 있다. 이러한 차량부문에 아프리카, 중동, 중남미 등 신흥국 중심으로 완성차 및 DKD 판매 호조가 지속되면서 동사 실적 개선을 이끌고 있다.

특히 DKD(Disassembled Knocked Down)은 완성차를 큰 덩어리로 분해해 포장하는 것을 말하며, 수입국에서는 간단한 조립만으로 완성차를 만들 수 있다. 이런 DKD에 대하여 알제리 등 대체시장을 적극 발굴하면서 매출이 성장하고 있으며 향후 지속성도 높아 보인다.

한편, 철강 부문의 경우 전체 수출액에서 미국 시장이 차지하는 비중은 5%밖에 안될 뿐만 아니라 그 중에서도 관세 규제를 받는 품목은 2%에 불과하다. 미국을 제외한 기타 지역으로 유통망을 지속적으로 확대해 수익성 개선을 이어가고 있다.

예멘 불확실성 해소되면 동사 자원개발 가치 상승할 듯

동사의 자원개발사업은 베트남 11-2 가스, 오만 LNG, 카타르 LNG, 예멘 LNG 등으로 구성되어 있다. 이 중에서도 예멘 LNG의 경우 총투자액 45억달러가 투입된 예멘 최대의 LNG 프로젝트로, 최초 확인매장량은 9.15Tcf, 연산 780만톤 규모에 이르고 있다. 동사는 한국가스공사와의 합작법인인 HYLNG(YLNG 지분 5.9% 보유)의 지분 51% 보유를 통해 예멘 LNG 가스전에 투자하고 있다.

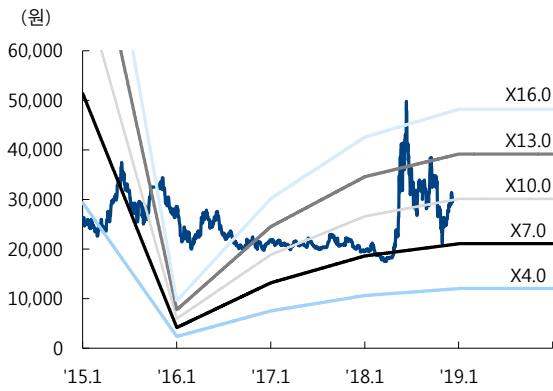
예멘 LNG는 2015년 4월부터 내전으로 생산이 중단된 상태로 가스전은 정부군, 액화기 및 파이프라인은 주변 지역부족민에 의해 보호되고 있다. 현재 시험가동 중에 있어 휴전 및 안전망 확보 시 즉시 액화기 재가동이 가능해 졌다.

한편, 최근 언론인 자말 카슈기 지 살해 사건으로 사우디 왕실이 위기에 처하면서 예멘 내전에 대한 책임론까지 비판이 번지고 있다. 이에 대하여 예멘 내전을 마무리하기 위한 정부와 반군간의 평화협상이 지난 12월 6일 스웨덴에서 시작되어 일주일간 진행될 예정이다. 휴전에 이르는 돌파구를 마련할 수 있을지는 여전히 불투명하지만 향후 휴전을 하기 위한 대화가 시작되었다는데 의의가 있을 것이다. 만약 내전을 종식하기 위한 평화협상이 체결된다면 예멘 LNG 생산이 가능해져 불확실성이 해소되는 동시에 동사 자원개발 부문의 가치가 상승할 수 있을 것이다.

실적 개선 되는 환경하에서 자원개발 가치 상승 기대

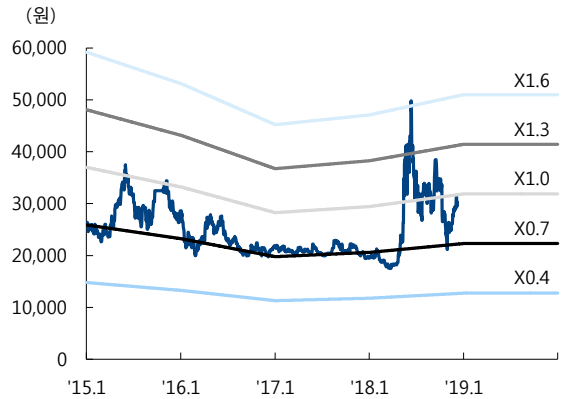
실적이 개선 되는 환경하에서 예멘 LNG 생산이 가능해지면 자원개발 가치 상승 등이 기대되면서 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림86. 현대상사 PER 밴드



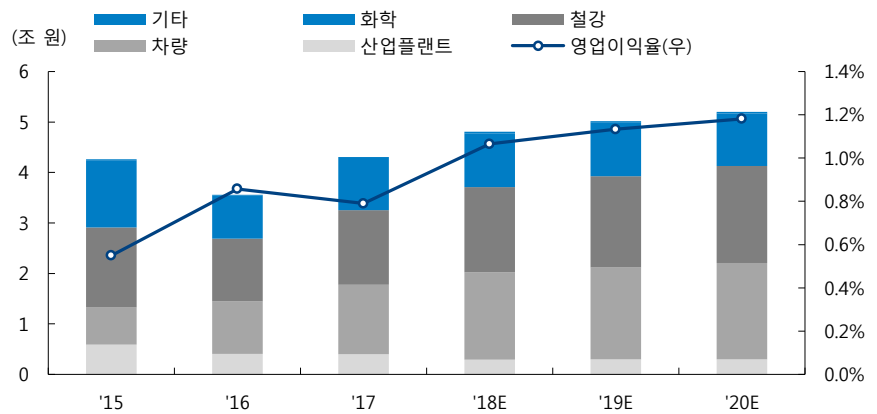
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림87. 현대상사 PBR 밴드



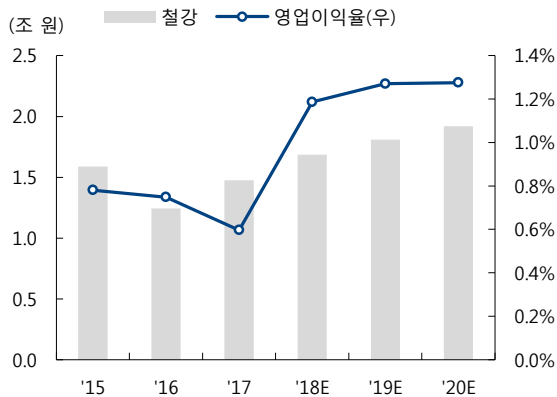
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림88. 현대상사 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



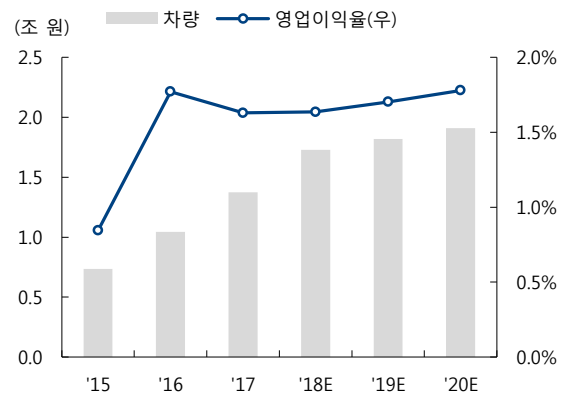
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림89. 현대상사 철강부문 매출액 및 영업이익률 추이



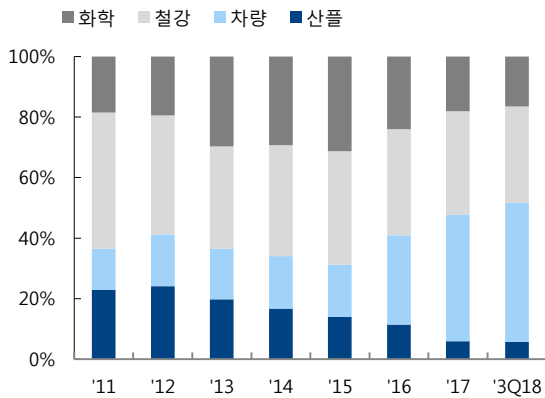
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림90. 현대상사 차량부문 매출액 및 영업이익률 추이



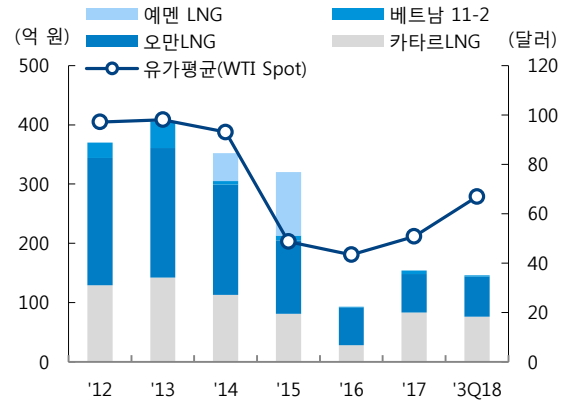
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림91. 현대상사 무역부문별 매출 비중 추이



자료: 현대상사, 하이투자증권

그림92. 현대상사 자원개발부문 실적 추이



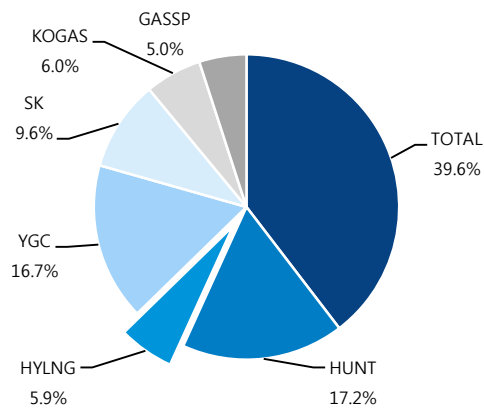
자료: 현대상사, 하이투자증권

표15. 자원개발부문 투자현황

| 구분 | 예멘 LNG(HLNG) | 오만 LNG(KOLNG) | 카타르 LNG(Ras Laffan) | 베트남 11-2 |
|---------|---------------------|---------------------------------|------------------------------|----------------------------------|
| 위치 | 예멘 남동부 해안 Balhaf 지역 | 오만 무스캇 200km 남동쪽 AI Ghaliyah 지역 | 카타르 도하 80km 북쪽 Ras Laffan 지역 | 베트남 봉타우 남동쪽 280km 해상(수심 70~100m) |
| 사업형태 | 컨소시움(HY LNG) | 컨소시움(KOLNG) | 컨소시움(KORAS) | 직접투자 |
| 연간생산량 | LNG 7.8 백만톤 | LNG 5.7 백만톤 | LNG 6.8 백만톤 | 가스 45 BCF |
| 장기계약 | Total/KOGAS/Engie | KOGAS/Osaka Gas/Itchu | KOGAS | Petro Vietnam |
| 운영권자 | Total | Shell | Exxon Mobil | KNOC |
| 프로젝트지분율 | 3.0% | 1.0% | 0.4% | 4.9% |
| 자산인식방식 | 관계기업투자 | 관계기업투자 | 매도가능금융자산 | 해외광구개발비 |
| 수익인식방식 | 지분법이익 | 지분법이익 | 배당금수익 | 매출총이익 |
| 생산시기 | 2009.11 | 2000.04 | 1999.05 | 2006.12 |
| 배당기간 | '12년~'38년 | '02년~'24년 | '01년~'29년 | '07년~'21년 |
| 비고 | '15년 4월 내전으로 생산중단 | | | |

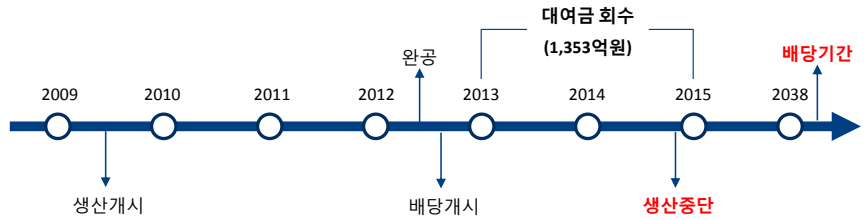
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림93. 예멘 LNG 지분구성



자료: 현대상사, 하이투자증권

그림94. 예멘 LNG 현황



자료: 현대상사, 하이투자증권

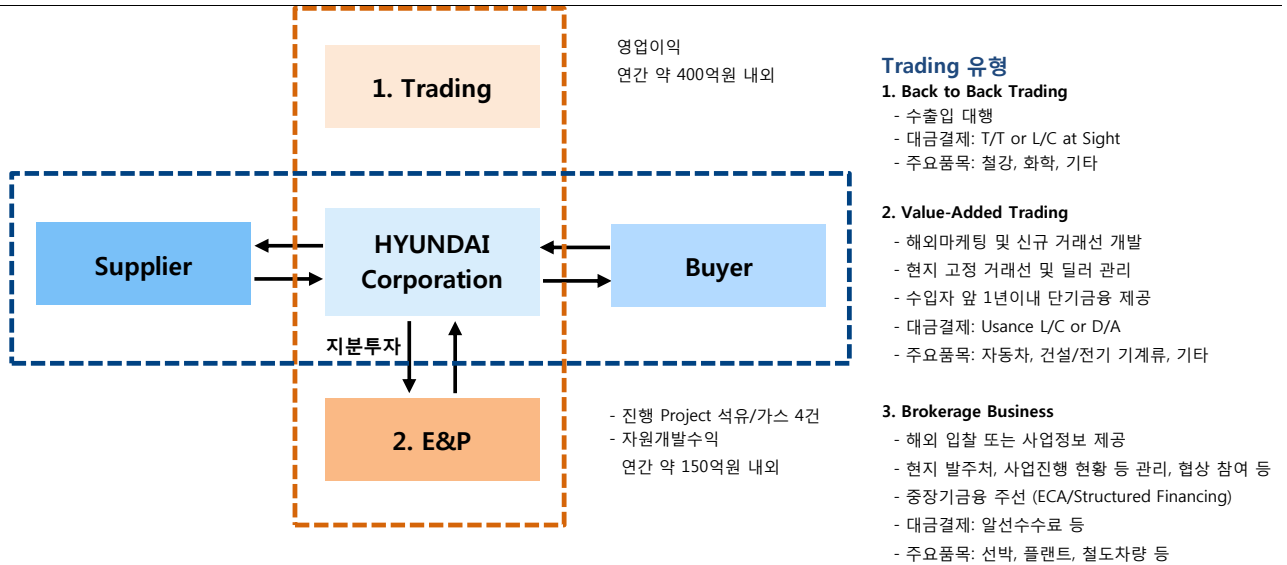
그림95. 예멘 LNG 현황



- 정세: 정부군(사우디 연합군 포함)과 반군간 교전 진행 중
- 생산: 가스전은 정부군, 액화기지 및 파이프라인은 주변 지역부족민에 의해 보호
현재 시험가동중에 있어 휴전 및 안전망 확보시 즉시 액화기지 재가동 가능

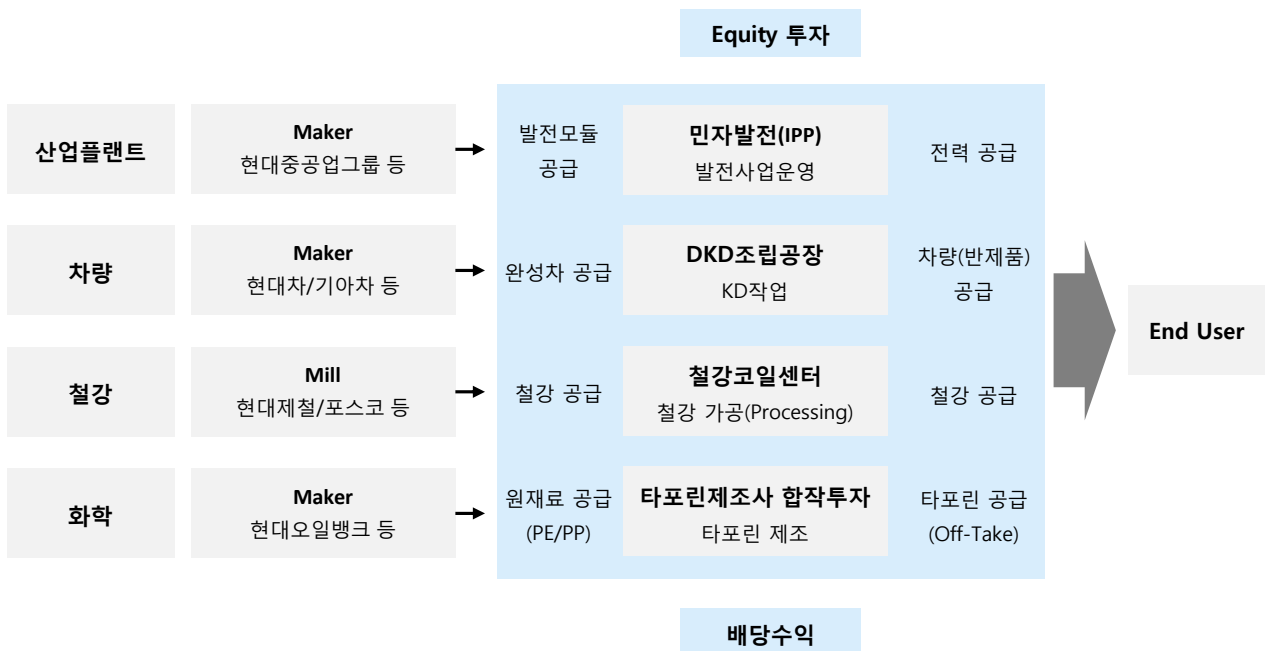
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림96. 트레이딩 부문 비즈니스 모델



자료: 현대상사, 하이투자증권

그림97. Trading 연계 투자를 통한 Value Chain 확장



자료: 현대상사, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

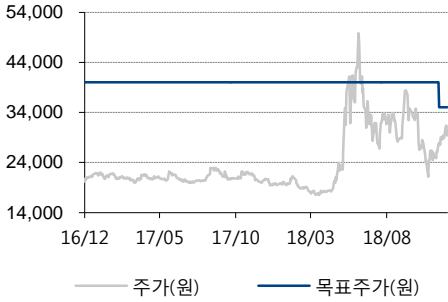
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (단위:십억원) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | (단위:십억원,%) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산 | 993 | 1,064 | 1,113 | 1,162 | 매출액 | 4,306 | 4,809 | 5,014 | 5,198 |
| 현금 및 현금성자산 | 158 | 49 | 221 | 199 | 증가율(%) | 21.0 | 11.7 | 4.3 | 3.7 |
| 단기금융자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 매출원가 | 4,196 | 4,664 | 4,866 | 5,042 |
| 매출채권 | 549 | 640 | 541 | 587 | 매출총이익 | 110 | 144 | 148 | 156 |
| 재고자산 | 240 | 327 | 301 | 327 | 판매비와관리비 | 76 | 93 | 91 | 95 |
| 비유동자산 | 266 | 274 | 282 | 291 | 연구개발비 | - | - | - | - |
| 유형자산 | 3 | 3 | 2 | 1 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 24 | 22 | 21 | 19 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 1,259 | 1,337 | 1,395 | 1,452 | 영업이익 | 34 | 51 | 57 | 61 |
| 유동부채 | 847 | 898 | 923 | 944 | 증가율(%) | 11.5 | 50.7 | 10.8 | 8.1 |
| 매입채무 | 399 | 446 | 465 | 482 | 영업이익률(%) | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 단기차입금 | 337 | 337 | 337 | 337 | 이자수익 | 4 | 1 | 5 | 5 |
| 유동성장기부채 | - | - | - | - | 이자비용 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 비유동부채 | 49 | 49 | 49 | 49 | 지분법이익(손실) | 7 | 10 | 11 | 11 |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | -35 | -17 | -20 | -19 |
| 장기차입금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 세전계속사업이익 | 10 | 47 | 53 | 58 |
| 부채총계 | 896 | 947 | 972 | 993 | 법인세비용 | -15 | 11 | 13 | 14 |
| 자배주주지분 | 362 | 389 | 422 | 458 | 세전계속이익률(%) | 0.2 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 자본금 | 66 | 66 | 66 | 66 | 당기순이익 | 25 | 35 | 40 | 44 |
| 자본잉여금 | - | - | - | - | 순이익률(%) | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 이익잉여금 | 443 | 471 | 503 | 539 | 자배주주구속 순이익 | 25 | 35 | 40 | 44 |
| 기타지분항목 | -273 | -273 | -273 | -273 | 기타포괄이익 | -84 | - | - | - |
| 비자배주주지분 | 1 | 1 | 1 | 1 | 총포괄이익 | -59 | 35 | 40 | 44 |
| 자본총계 | 363 | 390 | 423 | 459 | 자배주주구속총포괄이익 | -59 | 35 | 40 | 44 |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (단위:십억원) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름 | 49 | -78 | 203 | 9 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 25 | 35 | 40 | 44 | EPS | 1,888 | 2,661 | 3,012 | 3,311 |
| 유형자산감가상각비 | 1 | 1 | 1 | 0 | BPS | 27,347 | 29,434 | 31,872 | 34,609 |
| 무형자산상각비 | 2 | 2 | 2 | 1 | CFPS | 2,129 | 2,852 | 3,176 | 3,455 |
| 지분법관련손실(이익) | 7 | 10 | 11 | 11 | DPS | 600 | 600 | 600 | 600 |
| 투자활동 현금흐름 | 18 | -70 | -70 | -69 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | 0 | - | - | - | PER | 10.3 | 11.4 | 10.1 | 9.2 |
| 무형자산의 처분(취득) | 3 | - | - | - | PBR | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 금융상품의 증감 | -46 | -109 | 173 | -22 | PCR | 9.2 | 10.6 | 9.6 | 8.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -95 | -8 | -8 | -8 | EV/EBITDA | 11.8 | 12.9 | 8.8 | 8.6 |
| 단기금융부채의증감 | -89 | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | - | - | - | - | ROE | 6.3 | 9.4 | 9.8 | 10.0 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA 이익률 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 배당금지급 | -6 | -8 | -8 | -8 | 부채비율 | 247.0 | 242.5 | 229.8 | 216.2 |
| 현금및현금성자산의증감 | -35 | -110 | 172 | -22 | 순부채비율 | 49.8 | 74.3 | 27.8 | 30.4 |
| 기초현금및현금성자산 | 194 | 158 | 49 | 221 | 매출채권회전율(x) | 7.6 | 8.1 | 8.5 | 9.2 |
| 기말현금및현금성자산 | 158 | 49 | 221 | 199 | 재고자산회전율(x) | 16.4 | 17.0 | 16.0 | 16.5 |

자료 : 현대상사, 하이투자증권 리서치센터

| |
|-----------------------------|
| 현대상사 |
| 최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이 |

| 일자 | 투자이건 | 목표주가 (원) | 목표주가 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2018-11-20 | Buy | 35,000 | 1년 | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자이건 비율(%) | 90.1% | 9.9% | - |