

# 현대상사 (011760)

## 외형감소를 넘어서는 안정적인 수익성

### 목표주가 20,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

현대상사 목표주가 20,000원으로 기존대비 25% 상향한다. 2020년 BPS에 목표 PBR 0.7배를 적용했다. 연간 실적전망 조정으로 목표주가를 상향한다. 코로나19 영향으로 외형은 가파르게 감소했다. 하지만 수익성은 오히려 이전보다 강화되는 모습이다. 신흥국 수요감소 우려는 아직 유의미한 영향으로 나타나고 있지 않다. 물론 무역 시황 부진에 따른 외형 감소는 지속될 전망이나 리스크 관리와 수익성 제고 노력에 따른 영업이익률 안정화 추세는 지속될 것으로 예상된다. 2020년 추정 실적 기준으로 PER 8.8배, PBR 0.5배로 ROE 6%와 예상배당수익률 4%를 감안하면 저평가다.

### 1Q20 영업이익 142억원(YoY +15.2%)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액은 9,218억원으로 전년대비 19.0% 감소했다. 코로나19 확대에 따른 시황 부진에 차량소재와 철강의 외형 감소가 지속되었다. 2~3분기는 코로나19 영향이 본격화될 시기로 트레이딩 부문의 외형 감소는 지속될 전망이다. 영업이익은 142억원으로 전년대비 15.2% 개선되었다. 외형이 감소했지만 차량소재와 철강의 영업이익률은 1.4%, 1.9%로 각각 전분기대비 0.4%p, 1.4%p 상승했다. 수익성위주 선별 수주의 결과로 판단된다. 투르크메니스탄 현대차 대형버스 공급계약은 하반기부터 실적에 반영될 것이기 때문에 외형 감소 추세에도 수익성 안정화는 지속될 전망이다.

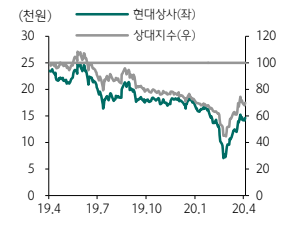
### 상사 네트워크 가치로 만들어진 긍정적인 수익성 상승

언론에 따르면 리비아 정부와 마이티 트럭 공급을 협의 중인 것으로 보인다. 최근 코로나19 확산에 따른 교역 조건 약화에도 불구하고 투르크메니스탄 대형버스 공급계약 체결 등 범현대계열 기반 물량과 상사 네트워크 시너지가 발휘되는 모습이다. 물류사업부의 독립법인 분사가 예상되고 있으며 2PL에서 3PL로 확장을 기대해볼 수 있는 유의미한 변화로 판단된다. 어려운 영업환경이지만 수익성 중심 영업활동과 사업포트폴리오 다각화로 긍정적인 결과가 기대된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 20,000원(상향) | CP(5월 4일): 14,650원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	1,947.56	매출액(십억원)	4,034.3	4,529.6
52주 최고/최저(원)	24,850/7,060	영업이익(십억원)	40.5	49.9
시가총액(십억원)	193.8	순이익(십억원)	10.8	21.8
시가총액비중(%)	0.01	EPS(원)	816	1,645
발행주식수(천주)	13,229.0	BPS(원)	28,286	30,745
60일 평균 거래량(천주)	117.2	<b>Stock Price</b>		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4			
20년 배당금(예상, 원)	600			
20년 배당수익률(예상, %)	4.10			
외국인지분율(%)	6.70			
주요주주 지분율(%)				
현대코퍼레이션 외 4인	24.96			
케이씨씨	12.00			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	52.6 (18.8) (37.3)			
상대	34.6 (12.8) (28.6)			

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	4,714.0	4,263.4	3,793.6	4,079.6	4,227.6
영업이익	십억원	50.5	43.5	44.2	47.0	48.5
세전이익	십억원	(3.8)	16.7	27.8	30.1	31.6
순이익	십억원	(8.8)	16.4	22.0	23.8	25.0
EPS	원	(666)	1,236	1,665	1,798	1,892
증감률	%	적전	흑전	34.7	8.0	5.2
PER	배	N/A	14.48	8.80	8.15	7.74
PBR	배	1.17	0.67	0.53	0.51	0.48
EV/EBITDA	배	11.80	14.57	12.96	12.73	12.53
ROE	%	(2.64)	5.07	6.34	6.56	6.59
BPS	원	23,952	26,635	27,727	28,955	30,277
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 유재선  
02-3771-8011  
jaeseon.yoo@hanafn.com

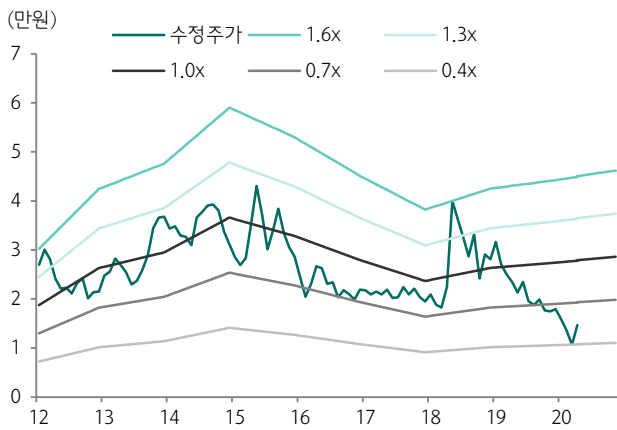
표 1. 현대상사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019				2020F				1Q20 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>11,377</b>	<b>11,688</b>	<b>10,092</b>	<b>9,476</b>	<b>9,218</b>	<b>9,631</b>	<b>9,859</b>	<b>9,228</b>	<b>(19.0)</b>	<b>(2.7)</b>
산업플랜트	533	740	635	518	554	732	628	513	3.9	6.9
차량소재	6,842	6,502	5,487	5,679	4,922	4,876	5,213	5,395	(28.1)	(13.3)
철강	3,920	4,349	3,879	3,191	3,616	3,914	3,918	3,223	(7.8)	13.3
기타	82	98	91	88	127	108	100	97	54.3	44.8
<b>영업이익</b>	<b>123</b>	<b>116</b>	<b>130</b>	<b>66</b>	<b>142</b>	<b>94</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>15.2</b>	<b>116.5</b>
산업플랜트	(12)	14	11	(20)	0	4	3	3	(101.4)	(100.9)
차량소재	87	71	45	58	70	49	63	65	(20.1)	20.1
철강	48	35	73	17	70	39	39	32	46.2	305.4
기타	0	(3)	1	10	2	2	1	1	481.3	(81.1)
<b>세전이익</b>	<b>115</b>	<b>(27)</b>	<b>125</b>	<b>(45)</b>	<b>153</b>	<b>34</b>	<b>82</b>	<b>9</b>	<b>33.4</b>	<b>(441.8)</b>
<b>순이익</b>	<b>87</b>	<b>(14)</b>	<b>106</b>	<b>(16)</b>	<b>182</b>	<b>40</b>	<b>97</b>	<b>11</b>	<b>108.5</b>	<b>(1,230.5)</b>
영업이익률	1.1	1.0	1.3	0.7	1.5	1.0	1.1	1.1	-	-
세전이익률	1.0	(0.2)	1.2	(0.5)	1.7	0.4	0.8	0.1	-	-
순이익률	0.8	(0.1)	1.1	(0.2)	2.0	0.4	1.0	0.1	-	-

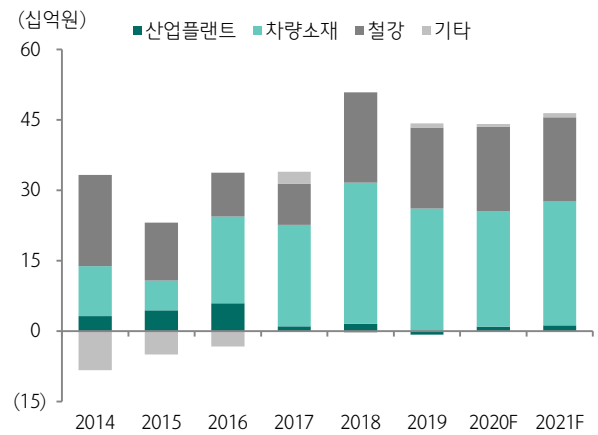
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 1. 현대상사 12MF PBR 추이



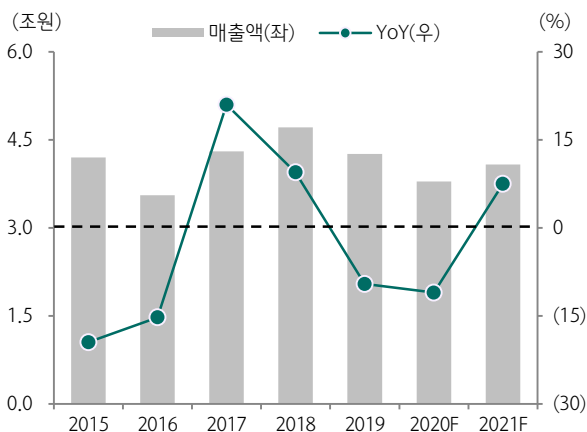
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 2. 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



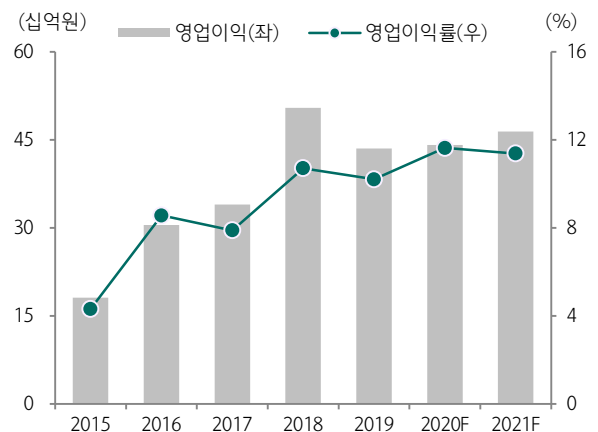
자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 3. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 현대상사, 하나금융투자

그림 4. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대상사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714.0	4,263.4	3,793.6	4,079.6	4,227.6
매출원가	4,587.4	4,142.6	3,686.0	3,971.2	4,117.0
매출총이익	126.6	120.8	107.6	108.4	110.6
판관비	76.1	77.3	63.4	61.5	62.1
영업이익	50.5	43.5	44.2	47.0	48.5
금융손익	(7.6)	(9.1)	(9.6)	(9.5)	(13.0)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	14.3	14.2	14.3
기타영업외손익	(46.7)	(17.7)	(21.0)	(21.6)	(18.2)
세전이익	(3.8)	16.7	27.8	30.1	31.6
법인세	4.8	0.3	5.7	6.1	6.4
계속사업이익	(8.7)	16.4	22.2	23.9	25.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.7)	16.4	22.2	23.9	25.2
비지배주주지분순이익	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	(8.8)	16.4	22.0	23.8	25.0
지배주주지분포괄이익	(49.4)	43.1	22.3	24.0	25.3
NOPAT	114.9	42.7	35.2	37.4	38.6
EBITDA	53.0	48.3	49.3	51.0	51.9
성장성(%)					
매출액증가율	9.5	(9.6)	(11.0)	7.5	3.6
NOPAT증가율	34.9	(62.8)	(17.6)	6.2	3.2
EBITDA증가율	42.5	(8.9)	2.1	3.4	1.8
영업이익증가율	48.5	(13.9)	1.6	6.3	3.2
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	34.1	8.2	5.0
EPS증가율	적전	흑전	34.7	8.0	5.2
수익성(%)					
매출총이익률	2.7	2.8	2.8	2.7	2.6
EBITDA이익률	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
영업이익률	1.1	1.0	1.2	1.2	1.1
계속사업이익률	(0.2)	0.4	0.6	0.6	0.6

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(666)	1,236	1,665	1,798	1,892
BPS	23,952	26,635	27,727	28,955	30,277
CFPS	3,319	1,385	6,758	6,913	6,995
EBITDAPS	4,005	3,650	3,724	3,855	3,921
SPS	356,340	322,274	286,762	308,386	319,570
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	N/A	14.5	8.8	8.1	7.7
PBR	1.2	0.7	0.5	0.5	0.5
PCFR	8.5	12.9	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	11.8	14.6	13.0	12.7	12.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	(2.6)	5.1	6.3	6.6	6.6
ROA	(0.7)	1.3	1.5	1.6	1.7
ROIC	29.6	11.6	10.8	11.2	11.0
부채비율	259.0	322.7	306.1	300.6	291.7
순부채비율	82.4	136.2	124.3	121.7	116.4
이자보상배율(배)	4.1	3.1	0.6	0.7	0.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	883.1	851.6	856.2	889.3	915.2
금융자산	93.4	173.9	196.3	185.7	185.1
현금성자산	81.3	162.9	185.6	174.3	173.3
매출채권 등	480.2	454.1	442.2	471.5	489.2
재고자산	286.5	192.6	187.6	200.0	207.5
기타유동자산	23.0	31.0	30.1	32.1	33.4
비유동자산	215.1	593.0	590.8	603.9	613.6
투자자산	175.7	215.8	211.7	221.7	227.8
금융자산	21.9	22.4	21.9	23.3	24.2
유형자산	10.3	17.2	19.3	22.5	26.3
무형자산	7.8	8.8	8.6	8.3	8.1
기타비유동자산	21.3	351.2	351.2	351.4	351.4
자산총계	1,098.2	1,444.6	1,447.1	1,493.2	1,528.8
유동부채	729.6	675.4	664.6	691.2	707.3
금융부채	310.9	260.5	260.5	260.6	260.6
매입채무 등	385.2	381.5	371.5	396.1	411.0
기타유동부채	33.5	33.4	32.6	34.5	35.7
비유동부채	62.6	427.4	426.2	429.3	431.2
금융부채	34.7	378.8	378.8	378.8	378.8
기타비유동부채	27.9	48.6	47.4	50.5	52.4
부채총계	792.2	1,102.8	1,090.8	1,120.5	1,138.4
지배주주지분	304.8	340.3	354.7	371.0	388.4
자본금	66.1	66.1	66.1	66.1	66.1
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	(273.0)	(273.0)	(273.0)	(273.0)	(273.0)
기타포괄이익누계액	85.9	113.6	113.6	113.6	113.6
이익잉여금	425.7	433.5	448.0	464.2	481.7
비지배주주지분	1.1	1.5	1.6	1.7	1.9
자본총계	305.9	341.8	356.3	372.7	390.3
순금융부채	252.2	465.5	443.0	453.7	454.2

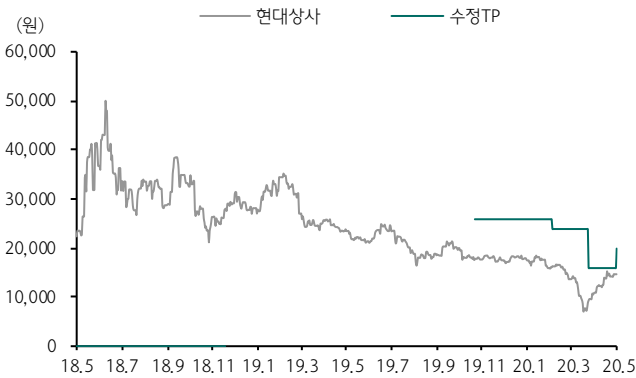
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(41.8)	140.6	32.9	14.0	20.1
당기순이익	(8.7)	16.4	22.2	23.9	25.2
조정	60.8	9.3	5.0	4.1	3.4
감가상각비	2.5	4.8	5.1	4.0	3.4
외환거래손익	(2.9)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(11.2)	(14.7)	0.0	0.0	0.0
기타	72.4	21.8	(0.1)	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(93.9)	114.9	5.7	(14.0)	(8.5)
투자활동 현금흐름	(28.1)	(329.9)	(2.6)	(17.8)	(13.5)
투자자산감소(증가)	46.9	(40.0)	4.1	(10.1)	(6.1)
유형자산감소(증가)	(7.7)	(7.6)	(7.0)	(7.0)	(7.0)
기타	(67.3)	(282.3)	0.3	(0.7)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(8.1)	270.5	(7.6)	(7.5)	(7.5)
금융부채증가(감소)	0.2	293.7	(0.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.7)	(15.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.5)	(7.5)
현금의 증감	(77.0)	81.7	22.7	(11.3)	(1.0)
Unlevered CFO	43.9	18.3	89.4	91.5	92.5
Free Cash Flow	(49.8)	132.9	25.9	7.0	13.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대상사



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.4	BUY	20,000		
20.3.27	BUY	16,000	-20.77%	-4.69%
20.2.7	BUY	24,000	-45.17%	-30.63%
19.10.25	BUY	26,000	-32.25%	-29.04%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 05월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.