

유통/상사/교육/제지

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(011760)

현대코퍼레이션

BUY(신규)

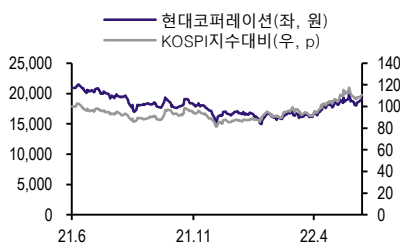
실적호전을 통한 재평가

목표주가	27,000원(신규)			
현재주가(06/03)	19,450원			
상승여력	38.8%			
시가총액	257십억원			
발행주식수	13,229천주			
52주 최고가 / 최저가	21,500 / 14,950원			
3개월 일평균거래대금	2십억원			
외국인 지분율	5.5%			
주요주주				
현대코퍼레이션홀딩스 (외 5인)	25.0%			
케이씨씨 (외 1인)	12.0%			
자사주 (외 1인)	9.2%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.5	14.7	20.4	-7.2
상대수익률(KOSPI)	7.8	17.5	30.5	10.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,881	3,782	4,735	5,053
영업이익	33	35	51	56
EBITDA	39	41	58	64
지배주주순이익	49	38	54	54
EPS	3,727	2,857	4,526	4,494
순차입금	360	731	726	733
PER	4.3	5.9	4.3	4.3
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	14.7	23.1	16.9	15.5
배당수익률	3.8	3.6	3.1	3.1
ROE	15.1	11.2	14.5	13.2
컨센서스 영업이익	33	35	53	52
컨센서스 EPS	3,727	2,857	3,931	4,006

주가추이



현대코퍼레이션에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시함. 지난해 2분기 이후 시작된 실적 회복세는 올해 들어 더욱 가속도가 붙고 있음. 철강과 석유화학 부문은 원자재가격 강세로 호조를 보이고 있고, 일부 사업부문을 제외한 전 부문의 고른 실적 개선으로 2분기 및 하반기에도 양호한 실적 모멘텀 지속 가능할 전망이다. 이를 통해 주가 재평가도 가능할 것임.

철강과 석유화학 주도, 실적 회복 가속화

지난해 2분기 이후 시작된 실적 턴어라운드세는 올해 들어 가속도가 붙고 있음. 승용부품과 상용에너지의 부진에도 불구하고 철강과 석유화학 부문의 호조로 영업이익은 큰 폭의 증가세를 기록함. 상품가격 강세가 지속되고 있어, 2분기 및 하반기 실적도 견조한 흐름이 가능할 전망이다. 원화 약세도 이어지고 있어, 종합상사 전반의 업황은 호조를 보이고 있음. 올해 연간 매출액 4조 7,350억원(+25.2% YoY), 영업이익 509억원(+40.0% YoY)으로 외형 증가 폭을 상회하는 영업이익 증가가 가능할 것임.

올해까지는 양호한 업황, 내년에는 둔화 불가피

현재 종합상사의 업황 호조를 이끄는 것은 인플레이션과 원화약세임. 글로벌 불확실성(우크라이나와 러시아 전쟁이 몰고온 고물가, 미국 금융긴축에 따른 금리상승)이 장기화된다면 종합상사의 업황도 꺾일 수 있다고 판단함. 글로벌 수요 둔화에 따른 교역량 감소와 원자재가격 하락 반전 등이 불가피할 것이기 때문임. 현재 진행되고 있는 원자재가격 강세와 원화 약세를 감안하면 올해 연간 실적 호조세는 지속될 수 있을 것으로 판단함.

투자 의견 BUY, 목표주가 27,000원 제시

목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정시 EV/EBITDA Multiple 11.4배(최근 3년간 평균치 35% 할인)를 적용함. 최근 주가 상승에도 불구하고 valuation 매력(12개월 Forward 기준 P/E 4.2배)은 여전히 높음. 올해 매 분기 진행될 실적 턴어라운드를 통해 주가 재평가 가능성은 충분함.

1. 현대코퍼레이션의 사업내용

현대코퍼레이션은 1976년 12월 현대그룹의 수출입 전문기업으로 설립되었음. 1977년 12월 주식 시장에 상장했고, 1978년 2월 종합무역상사로 지정되었음. 1979년 12월 호주 드레이튼 석탄개발 사업허가를 획득함으로써 E&P 사업을 시작함. 1983년 7월 호주 드레이튼 석탄 생산을 시작했고, 1984년 2월 예멘 마리브 유전 개발사업 컨소시엄에 참가함으로써 사업 역량을 확대해갔음. 1984년 7월 예멘 마리브 유전 탐사정에서 유정을 발견함. 1996년 12월 오만 LNG 개발사업 컨소시엄에 참가했고, 1997년 10월 예멘 LNG 개발사업 컨소시엄에 참가함. 1999년 11월 카타르 라스라판 LNG 생산광구 컨소시엄에 참가했음. 2000년 4월 오만 LNG 상업생산을 시작으로 그동안 투자했던 광구들에서 결실을 맺기 시작함. 2006년 11월 베트남 11-2 가스전(PNG) 상업생산과 2009년 11월 예멘LNG도 생산을 시작함.

2010년 1월 정목혁 회장 취임 이후 사업다각화가 진행됨. 2010년 5월 서든 캘리포니아 에디슨과 6억 달러 규모의 변압기 수출 계약을 시작으로 6월에는 4억 달러 규모의 인도 가우타미 복합화력 발전소 공사를 수주하기도 함. 같은 해 8월에는 우루과이 전력청의 6억 3,000만 달러 규모의 복합화력 발전소 공사를 수주했고, 12월에는 우크라이나 고속전동차 90량 공급 MOU 체결함. 또한 같은 달 UAE 에디하드에 연간 2만t 항공유를 처음으로 보급했음.

2015년 10월 현대종합상사에서 현대씨엔에프를 인적 분할함. 이로써 현대종합상사는 트레이딩과 E&P 사업에 집중하는 계기가 되었음. 2016년 3월 현대중공업그룹에서 계열분리하여 현대코퍼레이션그룹으로 독립했음. 2021년 3월 현대종합상사에서 현대코퍼레이션으로 사명을 변경해 지주사인 현대코퍼레이션홀딩스와 일원화함. 회사명을 현대코퍼레이션으로 변경한 이유는 기존 트레이딩이라는 특정한 업종의 한계에서 벗어나 신사업 발굴 및 육성을 통해 회사의 사업영역을 새롭게 확대시키고 다변화할 목적임.

2022년 1분기 기준 사업부문별 매출 비중은 다음과 같음. 철강(강판, 강관 및 철강 제품/ 매출 비중 40.7%), 석유화학(석유화학제품 및 병커링/ 매출비중 35.7%)이 대부분을 차지하고 있음. 승용부품(자동차, 자동차 부품/ 11.2%), 기계선박(선박, EPC 기자재, 건설장비/ 5.9%), 상용에너지(상용차량, 철차 및 변압기, 육상엔진/ 3.3%), 기타(자원개발 등 / 3.2%)로 구성되어 있음. 각 사업부문은 수출입업, 삼국각 무역 및 해외자원개발 프로젝트를 영위하고 있음.

표 1 현대코퍼레이션 회사 연혁

연도	내용
1976	현대중합상사주식회사 설립
1977	주식 상장
1997	철강기공센터 포스현대스틸 설립
1999	카타르 리스라판 LNG 생산광구 컨소시엄 참가
2000	오만 LNG 개발사업 생산개시
2015	현대중합상사에서 현대씨엔에프 인적 분할
2017	현대씨엔에프, 현대코퍼레이션홀딩스로 사명 변경
2020	현물출자 통한 새 물류법인 '현대네비스' 분할 설립
2021	현대중합상사, 현대코퍼레이션으로 사명 일원화

자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

표 2 현대코퍼레이션 사업 포트폴리오

구분	사업 내용
철강	강판, 강관 및 철강 제품
승용부품	자동차, 부품 등
상용에너지	상용차량, 철차 및 변압기, 육상엔진 등
기계선박	선박, EPC 기자재, 건설장비 등
석유화학	석유화학제품 및 방커링 등
기타	자원개발 등

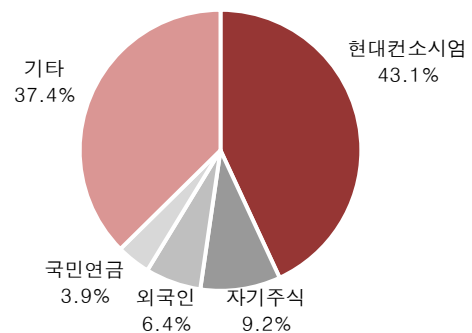
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 1 현대코퍼레이션 보유 사업



자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 2 현대코퍼레이션 주주현황



자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

II. 이익전망 및 Valuation

1분기 연결기준 매출액 1조 2,782억원(+69.9% YoY), 영업이익 148억원(+98.8% YoY)으로 양호한 실적을 기록함. 매출액이 큰 폭으로 증가한 것은 철강과 석유화학 부문의 호조 때문임. 철강과 석유화학은 건조한 물량 증가와 함께 원자재 상품 가격이 급등하면서 매출 증가와 함께 영업이익도 크게 증가하면서 연결 영업이익 증가를 견인했음. 영업이익 증가율이 외형 증가를 크게 상회하면서 영업이익률도 1.2%로 전년동기비 0.2%p 개선됨. 승용부품과 상용에너지 부문의 이익에도 불구하고 철강 부문의 큰 폭의 증가와 함께 석유화학, 기계선박 등이 호조를 보였기 때문임.

2분기에도 양호한 실적이 지속될 전망이다. 연결기준 매출액 9,078억원(+11.3% YoY), 영업이익 94억원(+32.7% YoY)으로 예상함. 원자재가격 강세가 당분간 실적 호조를 이끌 것으로 판단함. 전분기에 이어 2분기에도 철강과 석유화학이 매출과 영업이익 증가를 견인하면서 일부 사업부문의 부진을 크게 상쇄할 것임.

올해 연간 매출액과 영업이익은 각각 4조 7,350억원과 509억원으로 전년비 25.2%, 40.0% 증가할 전망이다. 지난해 2분기부터 시작된 실적 턴어라운드 추세는 올해 가속화될 전망이다. 하반기에도 상반기에 이어 건조한 실적 회복 모멘텀은 지속될 것임. 연간으로도 부문별로 볼 때 철강과 석유화학의 이익 기여도가 가장 높을 것이고, 승용부품과 상용에너지를 제외한 전부문의 고른 이익 기여도 향상으로 양호한 실적 모멘텀이 지속될 전망이다.

인플레이션과 함께 금리상승 등으로 세계경기 둔화 우려가 대두되고 있는 가운데 하반기 글로벌 교역량 감소가 불가피할 전망이다. 다만, 국제유가를 비롯한 각종 상품가격의 강세가 이어지고 있어 올해 연간 실적 모멘텀은 건조한 추세가 지속될 전망이다. 현재 진행되고 있는 대외 불확실성(우크라이나와 러시아 전쟁, 미국 금융긴축과 금리 인상)이 장기화된다면 내년 글로벌 경기 둔화는 보다 가속화될 것으로 판단함. 이에 따라 글로벌 수요 둔화와 교역량 감소로 진행된다면 종합상사 업계 전반의 실적 둔화는 불가피할 것임.

표 3 현대코퍼레이션 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	752	816	1,038	1,177	1,278	908	1,204	1,345	3,783	4,735	5,053
철강	231	268	370	473	520	306	437	550	1,342	1,813	1,934
승용부품	121	111	129	189	144	120	146	212	551	622	664
상용에너지	46	59	50	50	42	50	43	43	205	178	190
기계선박	41	57	72	53	76	65	85	62	223	287	307
석유화학	299	301	387	372	457	344	457	432	1,358	1,689	1,803
기타	13	20	30	39	41	23	36	46	103	145	155
매출총이익	25	24	29	33	35	29	39	41	111	144	152
영업이익	7	7	11	11	15	9	13	14	36	51	56
철강	3	4	8	8	10	6	9	10	23	36	38
승용부품	1	0	0	1	1	0	0	1	3	2	2
상용에너지	1	1	0	-1	-1	0	0	0	1	-1	1
기계선박	1	0	1	0	1	1	1	0	1	3	3
석유화학	2	1	2	2	3	2	2	2	6	8	9
기타	0	1	0	1	0	0	0	1	2	1	2
세전이익	16	9	16	16	33	9	12	19	56	73	73
순이익	12	6	10	11	24	7	9	14	38	55	55
수익성 (%)											
GPM	3.3	3.0	2.8	2.8	2.7	3.2	3.2	3.1	2.9	3.0	3.0
OPM	1.0	0.9	1.1	0.9	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
RPM	2.1	1.1	1.5	1.4	2.6	1.0	1.0	1.4	1.5	1.5	1.4
NPM	1.6	0.7	0.9	0.9	1.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.2	1.1
성장성 (% YoY)											
매출액	-18.4	32.7	49.7	80.7	69.9	11.3	16.0	14.3	31.3	25.2	6.7
영업이익	-48.6	68.0	17.2	62.9	98.8	32.7	14.4	30.5	4.8	40.0	10.6
세전이익	2.2	30.5	95.2	-32.3	110.4	10.4	-22.1	15.2	4.4	30.4	-0.9
지배주주순이익	-3.4	-29.1	50.4	-52.9	107.4	20.4	-5.7	32.8	-23.0	44.1	-0.4

자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

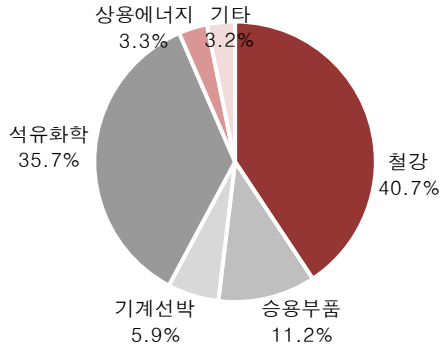
표 4 현대코퍼레이션 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2022E	2023E	12M Forward	비고
1. 사업가치	660	724	692	
EBITDA	58	64		
EV/EBITDA	11.4	11.4		최근 3년간 평균(7.1배) 대비 35% 할인율 적용
2. 투자자산가치	400	416	408	
투자유가증권	101	105		순자산가액 대비 30% 할인율 적용
기타투자자산 등	299	312		순자산가액 대비 30% 할인율 적용
3. 기업가치 (=1+2)	1,060	1,140	1,100	
4. 순차입금	726	733	729	
5. 비지배주주지분	4	4	4	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	330	403	367	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가 (원)	24,979	30,456	27,717	
현재주가	19,450	19,450	19,450	
상승여력 (%)	28.4	56.6	42.5	

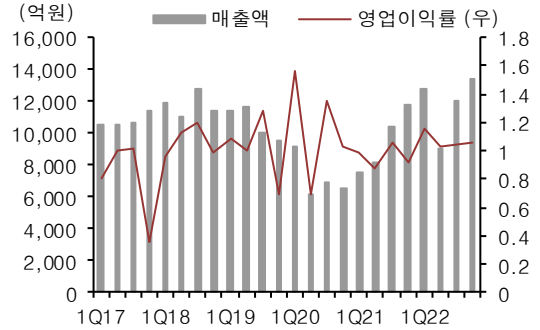
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 현대코퍼레이션 유형별 매출 비중 (2022년 1분기)



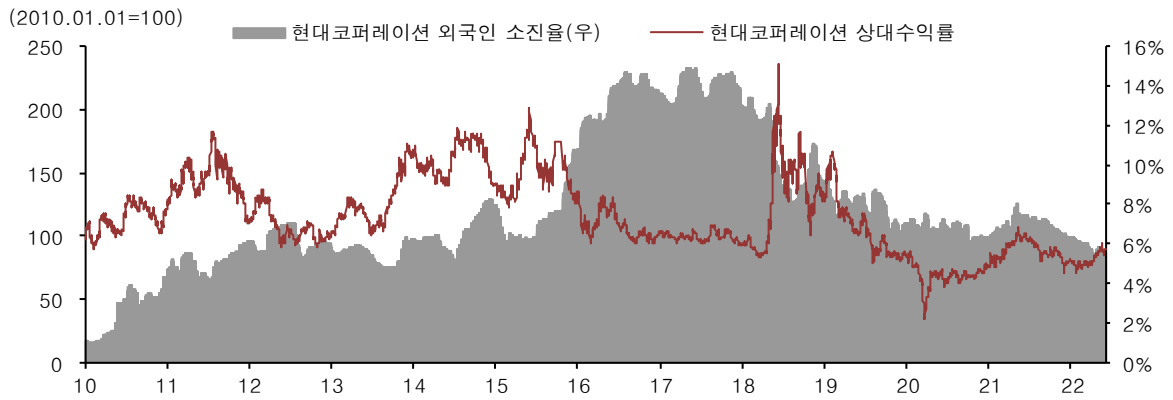
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 4 매출액 및 영업이익 추이



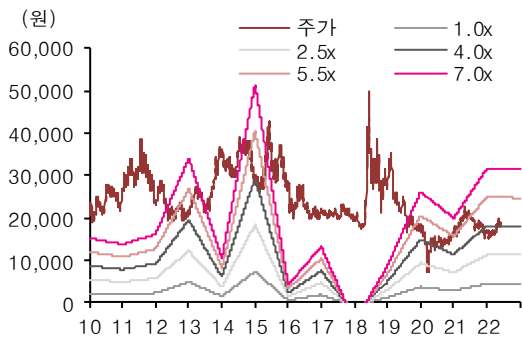
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 5 현대코퍼레이션 외국인 지분율과 상대수익률



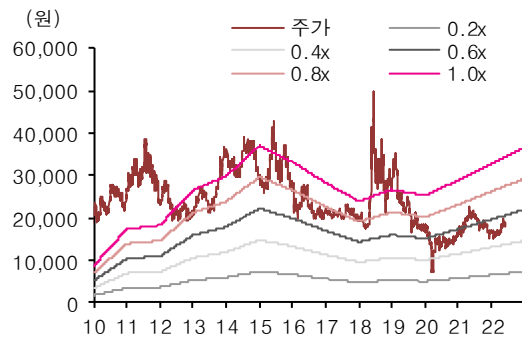
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 6 현대코퍼레이션 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 7 현대코퍼레이션 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,881	3,782	4,735	5,053	5,297
증가율 (Y-Y,%)	(32.4)	31.3	25.2	6.7	4.8
영업이익	33	35	51	56	59
증가율 (Y-Y,%)	(23.6)	5.5	44.6	11.1	4.8
EBITDA	39	41	58	64	66
영업외손익	21	21	20	16	18
순이자수익	(9)	(3)	(2)	(4)	(2)
외화관련손익	(11)	6	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	54	56	70	73	77
당기순이익	49	38	52	55	58
지배기업당기순이익	49	38	54	54	57
증가율 (Y-Y,%)	201.4	(23.4)	43.8	(0.7)	5.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(12.5)	(7.1)	3.6	20.6	11.9
영업이익증가율(3Yr)	(0.7)	(11.4)	5.2	19.2	18.9
EBITDA증가율(3Yr)	1.5	(8.1)	6.4	18.0	17.2
순이익증가율(3Yr)	25.2	n/a	46.6	3.4	14.9
영업이익률(%)	1.2	0.9	1.1	1.1	1.1
EBITDA마진(%)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2
순이익률 (%)	1.7	1.0	1.1	1.1	1.1
NOPLAT	30	24	37	42	44
(+) Dep	6	6	7	7	7
(-) 운전자본투자	(111)	387	14	34	29
(-) Capex	2	4	4	6	6
OpFCF	145	(362)	27	10	17

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	659	1,111	1,251	1,251	1,251
현금성자산	254	200	239	179	128
매출채권	300	673	753	798	837
재고자산	76	213	227	241	252
비유동자산	560	596	608	630	653
투자자산	535	558	572	595	619
유형자산	17	29	28	26	26
무형자산	8	9	9	9	9
자산총계	1,219	1,707	1,859	1,881	1,905
유동부채	461	874	1,009	1,001	991
매입채무	224	326	394	417	437
유동성이자부채	208	501	551	516	483
비유동부채	443	471	459	443	426
비유동이자부채	406	429	414	397	379
부채총계	905	1,345	1,468	1,443	1,417
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	475	504	551	598	648
자본조정	(228)	(209)	(231)	(231)	(231)
자기주식	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
자본총계	314	363	391	438	487
투하자본	548	953	973	1,021	1,065
순차입금	360	731	726	733	733
ROA(%)	3.7	2.6	3.0	2.9	3.0
ROE(%)	15.1	11.2	14.5	13.2	12.4
ROIC(%)	5.2	3.2	3.9	4.2	4.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data (원)					
EPS	3,727	2,857	4,526	4,494	4,750
BPS	23,665	27,294	29,248	32,784	36,552
DPS	600	600	600	600	600
Multiples (배)					
PER	4.3	5.9	4.2	4.2	4.0
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/ EBITDA	14.7	23.1	16.8	15.4	14.9
배당수익율(%)	3.8	3.6	3.2	3.2	3.2
PCR	5.4	3.9	5.1	4.0	3.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
재무건전성 (%)					
부채비율	287.7	370.6	375.7	329.9	290.8
Net debt/Equity	114.4	201.4	185.8	167.6	150.5
Net debt/EBITDA	926.3	1,775.0	1,248.4	1,150.2	1,108.0
유동비율	142.9	127.2	123.9	125.0	126.3
이자보상배율	3.8	12.3	24.7	15.3	24.3
이자비용/매출액	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
자산구조 (%)					
투하자본	41.0	55.7	54.5	56.9	58.8
현금+투자자산	59.0	44.3	45.5	43.1	41.2
자본구조 (%)					
차입금	66.1	71.9	71.2	67.6	63.9
자기자본	33.9	28.1	28.8	32.4	36.1

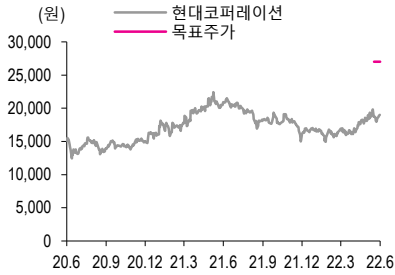
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	141	(345)	31	29	37
당기순이익	49	38	55	55	58
자산상각비	6	6	7	7	7
운전자본증감	100	(398)	(20)	(34)	(29)
매출채권감소(증가)	163	(355)	(65)	(45)	(39)
재고자산감소(증가)	116	(134)	(11)	(14)	(12)
매입채무증가(감소)	(167)	86	52	24	20
투자현금	(3)	(20)	(23)	(29)	(31)
단기투자자산감소	8	(0)	(1)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(6)	(12)	(5)	(6)	(6)
설비투자	(2)	(4)	(4)	(6)	(6)
유무형자산감소	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(47)	306	32	(60)	(58)
차입금증가	(31)	313	30	(53)	(51)
자본증가	(17)	(7)	(7)	(7)	(7)
배당금	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)
현금 증감	85	(53)	39	(60)	(51)
총현금흐름(Gross CF)	39	57	49	63	66
(-) 운전자본증가(감소)	(111)	387	14	34	29
(-) 설비투자	2	4	4	6	6
(+) 자산매각	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	148	(336)	31	23	31
(-) 기타투자	6	12	5	6	6
잉여현금	142	(348)	26	17	25

현대코퍼레이션 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자의건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-06-07	당락자변경			
2022-06-07	BUY	27,000		

투자의건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 03월 31일 기준)

Buy (94.1%)	Hold (5.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286