

유통/상사/지주

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(011760)

현대코퍼레이션

BUY(유지)

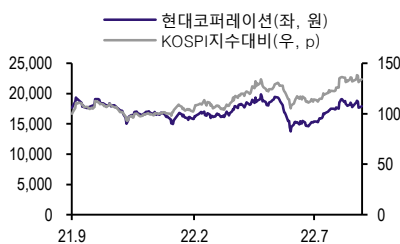
사상 최대의 영업이익

목표주가	27,000원(유지)			
현재주가(09/21)	18,050원			
상승여력	49.6%			
시가총액	239십억원			
발행주식수	13,229천주			
52주 최고가 / 최저가	19,850 / 13,750원			
3개월 일평균거래대금	1십억원			
외국인 지분율	6.5%			
주요주주				
현대코퍼레이션홀딩스 (외 5인)	25.0%			
케이씨씨 (외 1인)	12.0%			
자사주 (외 1인)	9.2%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.1	15.9	9.8	0.3
상대수익률(KOSPI)	6.1	16.8	21.9	24.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,881	3,782	6,169	5,906
영업이익	33	35	72	67
EBITDA	39	41	80	76
지배주주순이익	49	38	81	65
EPS	3,727	2,857	6,770	5,448
순차입금	360	731	558	483
PER	4.3	5.9	2.6	3.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	14.7	23.1	10.0	9.5
배당수익률	3.8	3.6	3.9	3.9
ROE	15.1	11.2	21.0	14.8
컨센서스 영업이익	33	35	72	63
컨센서스 EPS	3,727	2,857	6,319	4,724

주가추이



올해 들어 상품가격 강세와 원화약세로 실적 회복에 가속도가 붙고 있음. 철강 부문 마진 둔화에도 불구하고 나머지 사업부문 모두 고른 실적 개선세가 지속될 것임. 4분기에도 양호한 실적 모멘텀 지속 가능할 전망이다.

3Q 영업이익 183억원(+71.0% YoY), 순항 지속될 것

3분기 연결기준 매출액 1조 6,721억원(+61.1% YoY), 영업이익 183억원(+71.0% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 실적을 기록할 전망이다. 상품가격 강세와 원화 약세로 인한 업황 호조가 지속된 가운데 철강 부문을 제외한 전 부문의 고른 실적 향상 때문. 철강 부문은 가격 하락에 따른 마진 둔화를 보일 것임. 반면, 상용에너지의 실적 턴어라운드와 함께 승용부품(중남미, 아중동향 지연된 수주 시현), 석유화학(빙커링과 아스팔트 판매 호조) 등 전부문의 고른 실적 개선 가능할 것임. 전분기 대비 국제유가가 하락으로 인해 배당수익은 전분기비 감소가 불가피하지만, 전년동기비 양호한 성장세 지속 가능해 세전이익도 견조한 증가세를 기록할 전망이다.

픽아웃에 대한 우려는 지나치다

픽아웃에 대한 우려가 적지 않지만 4분기에도 양호한 실적이 지속될 전망이다. 상품가격과 원/달러 환율의 평균치는 지난해 4분기 수준을 크게 상회하고 있기 때문임. 연결기준 매출액 1조 6,238억원(+38.0% YoY), 영업이익 186억원(+75.8% YoY)으로 예상함. 철강 부문의 마진 둔화에도 불구하고 나머지 사업부문의 견조한 수익성은 지속될 전망이다. 원자재가격 강세와 원화 약세가 당분간 실적 호조를 이끌 것임. 올해 연간 매출액 6조 1,690억원(+63.1% YoY), 영업이익 716억원(+103.5% YoY)으로 수정 전망이다.

투자이견 BUY, 목표주가 27,000원 유지

목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정시 EV/EBITDA Multiple 5.8배(최근 5년간 평균치 62% 할인)를 적용함. 최근 주가 상승에도 불구하고 valuation 매력(12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 3.0배, 0.5배)은 여전히 높음. 순이익 증가로 따른 DPS도 증가할 것이고, 배당수익률도 3.9%로 양호함. 4분기에도 양호한 실적 모멘텀을 통해 주가 재평가 가능성은 충분함.

I. 이익전망 및 Valuation

3분기 연결기준 매출액 1조 6,721억원(+61.1% YoY), 영업이익 183억원(+71.0% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 실적 흐름이 지속될 전망이다. 매출액이 큰 폭으로 증가한 것은 상품가격 강세와 원화 약세로 인한 업황 호조가 지속된 가운데 전 부문의 고른 증가세 때문이다. 특히, 매출 비중이 높은 철강과 석유화학 부문의 호조 때문이다. 철강과 석유화학은 견조한 물량 증가와 함께 원자재 상품 가격이 급등하면서 매출 증가와 함께 영업이익도 크게 증가하면서 연결 영업이익 증가를 견인할 것이다. 영업이익 증가율이 외형 증가를 크게 상회하면서 영업이익률도 1.1%로 전년동기비 0.1%p 개선될 전망이다. 철강 부문 경우 판가 하락에 따른 마진 축소는 불가피할 것이다. 철강을 제외한 나머지 부문은 영업이익률도 개선된 흐름을 보일 것이다. 세전 이익도 견조한 증가율이 가능할 것이다. 다만, 자원개발 부문이 전분기 대비 국제유가 하락으로 배당 수익(오만, 카타르 LNG)이 전분기에 비해 다소 둔화될 것이다.

피크아웃에 대한 우려가 적지 않지만 4분기에도 양호한 실적이 지속될 전망이다. 연결기준 매출액 1조 6,238억원(+38.0% YoY), 영업이익 186억원(+75.8% YoY)으로 예상된다. 올해 연말까지는 원자재가격 강세와 원화약세가 실적 호조를 이끌 것으로 판단한다.

양호한 업황 흐름을 감안해 연간 수익예상을 다소 조정한다. 올해 연간 매출액과 영업이익은 각각 6조 1,690억원과 716억원으로 전년비 63.1%, 103.5% 증가할 전망이다. 지난해 2분기부터 시작된 실적 턴어라운드 추세는 올해 연말까지 가속화될 것이다. 4분기에도 견조한 실적 회복 모멘텀은 지속될 것이다. 당초 예상보다 철강 부문의 수익성 둔화는 불가피하지만, 연간으로 부문별로 볼 때 철강과 석유화학의 이익 기여도가 가장 높을 것이다. 또한, 전부문의 고른 이익 기여도 향상으로 양호한 실적 모멘텀이 지속될 전망이다.

인플레이션과 함께 금리상승 등으로 세계경기 둔화 우려가 대두되고 있는 가운데 4분기에 글로벌 교역량 감소가 불가피할 것이다. 다만, 국제유가를 비롯한 각종 상품가격의 강세가 이어지고 있어 올해 연간 실적 모멘텀은 견조한 추세가 지속될 전망이다. 현재 진행되고 있는 대외 불확실성(우크라이나와 러시아 전쟁, 미국 금융 긴축과 금리 인상)이 장기화된다면 내년 글로벌 경기 둔화는 보다 가속화될 것으로 판단한다. 이에 따라 글로벌 수요 둔화와 교역량 감소로 진행된다면 종합상사 업계 전반의 실적 둔화는 불가피할 것이다.

표 1 현대코퍼레이션 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	752	816	1,038	1,177	1,278	1,595	1,672	1,624	3,783	6,169	5,906
철강	231	268	370	473	524	539	544	661	1,342	2,267	2,238
승용부품	121	111	129	189	145	295	317	261	551	1,019	786
상용에너지	46	59	50	50	41	29	71	54	205	195	231
기계선박	41	57	72	53	76	78	93	74	223	321	364
석유화학	299	301	387	372	457	624	625	519	1,358	2,225	2,115
기타	13	20	30	39	34	31	23	55	103	143	171
매출총이익	25	24	29	33	35	61	55	49	111	199	181
영업이익	7	7	11	11	14	21	18	19	35	72	67
철강	3	4	8	8	10	11	7	9	23	37	29
승용부품	1	0	0	1	1	4	4	3	3	11	10
상용에너지	1	1	0	-1	-1	-1	1	1	1	0	3
기계선박	1	0	1	0	1	1	1	1	1	4	4
석유화학	2	1	2	2	3	7	4	4	6	18	17
기타	0	1	0	1	0	-1	1	1	2	1	4
세전이익	16	9	16	16	33	37	18	23	56	111	88
순이익	12	6	10	11	24	27	13	17	38	82	66
수익성 (%)											
GPM	3.3	3.0	2.8	2.8	2.7	3.8	3.3	3.0	2.9	3.2	3.1
OPM	1.0	0.9	1.1	0.9	1.1	1.3	1.1	1.1	0.9	1.2	1.1
RPM	2.1	1.1	1.5	1.4	2.6	2.3	1.1	1.4	1.5	1.8	1.5
NPM	1.6	0.7	0.9	0.9	1.9	1.7	0.8	1.1	1.0	1.3	1.1
성장성 (% YoY)											
매출액	-18.4	32.7	49.7	80.7	69.9	95.5	61.1	38.0	31.3	63.1	-4.3
영업이익	-48.6	68.0	17.2	62.9	94.8	201.5	71.0	75.8	5.7	103.5	-6.0
세전이익	2.2	30.5	95.2	-32.3	110.4	328.8	13.4	41.9	4.4	96.7	-20.3
지배주주순이익	-3.4	-29.1	50.4	-52.9	107.4	351.2	37.2	63.6	-23.0	115.0	-19.1

자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

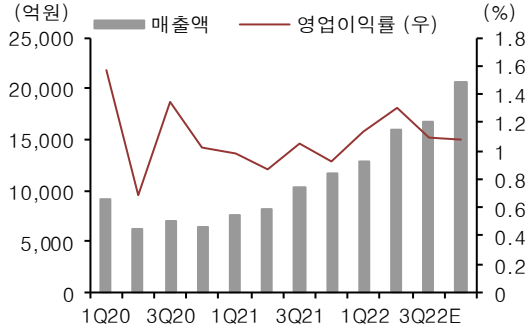
표 2 현대코퍼레이션 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2022E	2023E	12M Forward	비고
1. 사업가치	460	437	443	
EBITDA	80	76		
EV/EBITDA	5.8	5.8		최근 5년간 평균(15.2배) 대비 62% 할인율 적용
2. 투자자산가치	413	429	425	
투자유가증권	112	117		순자산가액 대비 30% 할인율 적용
기타투자자산 등	300	312		순자산가액 대비 30% 할인율 적용
3. 기업가치 (=1+2)	873	866	868	
4. 순차입금	558	483	502	
5. 비지배주주지분	4	4	4	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	311	379	362	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가 (원)	23,527	28,621	27,348	
현재주가	18,050	18,050	18,050	
상승여력 (%)	30.3	58.6	51.5	

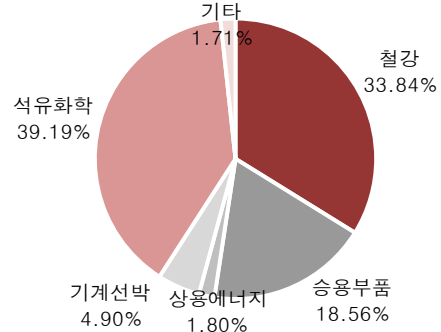
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이



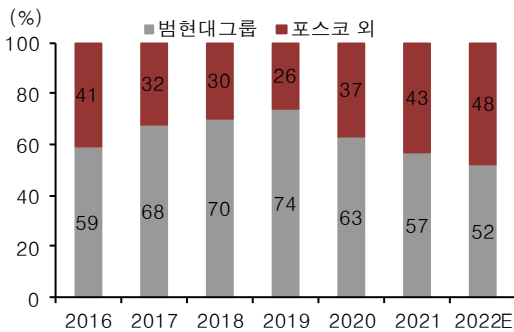
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유형별 매출 비중 (2022년 2분기 기준)



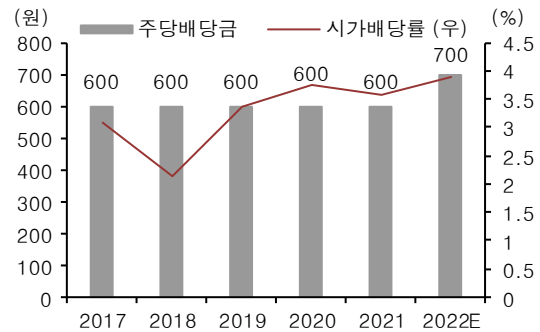
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 3 범현대그룹사 매출비중 추이



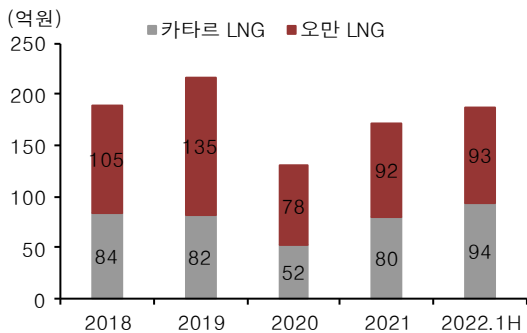
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 4 배당금 및 시가배당률 추이



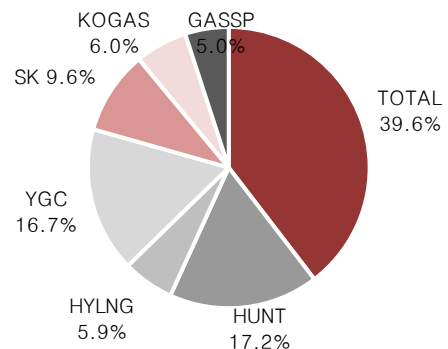
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 5 광구별 실적 추이



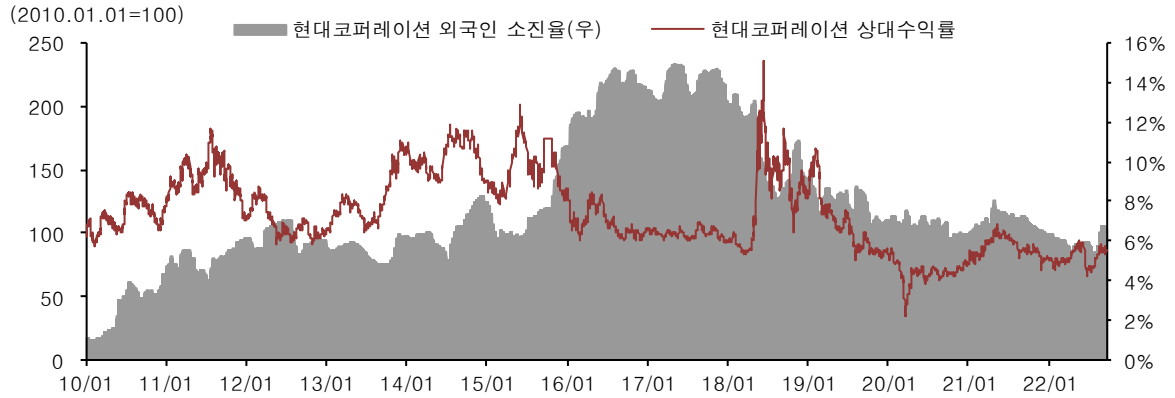
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 6 예멘LNG 지분율



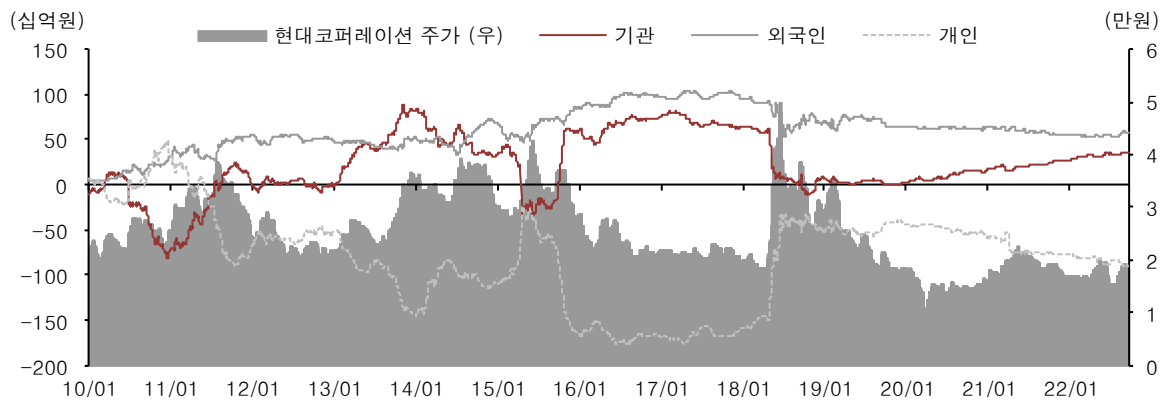
주: 당사는 HYLNG 지분 중 51% 보유 (총 프로젝트 지분율 3%)
 자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 7 현대코퍼레이션 외국인 지분을 및 주가 추이



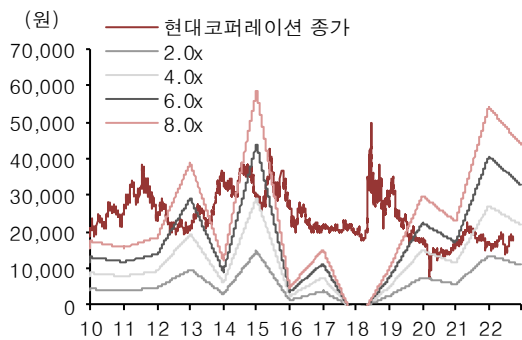
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 8 현대코퍼레이션 수급 동향



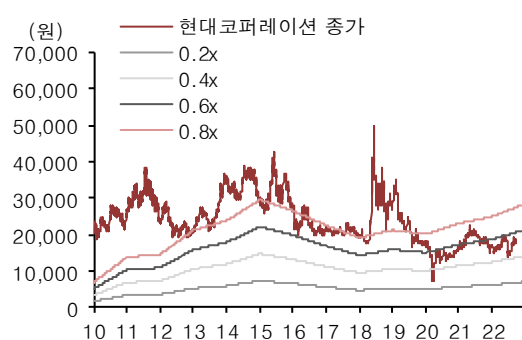
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 9 현대코퍼레이션 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 10 현대코퍼레이션 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,881	3,782	6,169	5,906	5,205
증가율 (Y-Y,%)	(32.4)	31.3	63.1	(4.3)	(11.9)
영업이익	33	35	72	67	59
증가율 (Y-Y,%)	(23.6)	5.5	106.2	(6.9)	(12.4)
EBITDA	39	41	80	76	67
영업외손익	21	21	29	21	22
순이자수익	(9)	(3)	0	(4)	(3)
외화관련손익	(11)	6	7	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	54	56	111	88	81
당기순이익	49	38	82	66	61
지배기업당기순이익	49	38	81	65	60
증가율 (Y-Y,%)	201.4	(23.4)	115.2	(19.5)	(7.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(12.5)	(7.1)	13.1	27.0	11.2
영업이익증가율(3Yr)	(0.7)	(11.4)	18.4	26.5	18.9
EBITDA증가율(3Yr)	1.5	(8.1)	18.2	24.8	17.5
순이익증가율(3Yr)	25.2	n/a	64.0	10.2	17.1
영업이익률(%)	1.2	0.9	1.2	1.1	1.1
EBITDA마진(%)	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3
순이익률(%)	1.7	1.0	1.2	1.1	1.2
NOPLAT	30	24	52	51	44
(+) Dep	6	6	7	8	8
(-) 운전자본투자	(111)	387	(143)	(39)	(35)
(-) Capex	2	4	5	7	6
OpFCF	145	(362)	196	91	81

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	659	1,111	1,360	1,320	1,280
현금성자산	254	200	397	426	448
매출채권	300	673	712	658	609
재고자산	76	213	214	197	183
비유동자산	560	596	629	652	675
투자자산	535	558	589	613	638
유형자산	17	29	30	29	28
무형자산	8	9	9	9	9
자산총계	1,219	1,707	1,988	1,972	1,956
유동부채	461	874	1,102	1,041	987
매입채무	224	326	454	420	389
유동성이자부채	208	501	536	506	477
비유동부채	443	471	469	456	442
비유동이자부채	406	429	419	404	389
부채총계	905	1,345	1,571	1,497	1,429
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	475	504	578	635	687
자본조정	(228)	(209)	(231)	(231)	(231)
자기주식	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
자본총계	314	363	418	475	527
투하자본	548	953	815	791	771
순차입금	360	731	558	483	418
ROA(%)	3.7	2.6	4.4	3.3	3.1
ROE(%)	15.1	11.2	21.0	14.8	12.2
ROIC(%)	5.2	3.2	5.9	6.3	5.7

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data (원)					
EPS	3,727	2,857	6,770	5,448	5,026
BPS	23,665	27,294	31,279	35,590	39,518
DPS	600	600	700	700	700
Multiples (배)					
PER	4.3	5.9	2.6	3.3	3.6
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	14.7	23.1	10.0	9.5	9.8
배당수익율(%)	3.8	3.6	3.9	3.9	3.9
PCR	5.4	3.9	3.8	3.1	3.4
PSR	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
재무건전성 (%)					
부채비율	287.7	370.6	376.0	315.4	271.3
Net debt/Equity	114.4	201.4	133.6	101.8	79.3
Net debt/EBITDA	926.3	1,775.0	700.4	640.0	625.1
유동비율	142.9	127.2	123.4	126.8	129.7
이자보상배율	3.8	12.3	n/a	16.3	20.5
이자비용/매출액	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
자산구조 (%)					
투하자본	41.0	55.7	45.2	43.2	41.5
현금+투자자산	59.0	44.3	54.8	56.8	58.5
자본구조 (%)					
차입금	66.1	71.9	69.6	65.7	62.2
자기자본	33.9	28.1	30.4	34.3	37.8

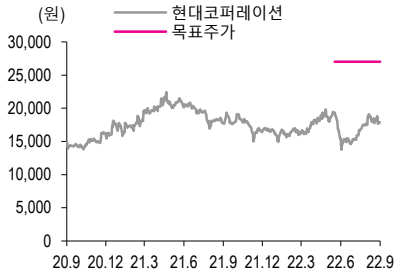
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	141	(345)	208	114	105
당기순이익	49	38	82	66	61
자산상각비	6	6	7	8	8
운전자본증감	100	(398)	141	39	35
매출채권감소(증가)	163	(355)	(12)	54	48
재고자산감소(증가)	116	(134)	10	16	15
매입채무증가(감소)	(167)	86	99	(34)	(31)
투자현금	(3)	(20)	(29)	(32)	(32)
단기투자자산감소	8	(0)	(2)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(6)	(12)	(11)	(7)	(7)
설비투자	(2)	(4)	(5)	(7)	(6)
유무형자산감소	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(47)	306	10	(54)	(52)
차입금증가	(31)	313	15	(45)	(44)
자본증가	(17)	(7)	(7)	(8)	(8)
배당금	(8)	(7)	7	8	8
현금 증감	85	(53)	193	29	21
총현금흐름(Gross CF)	39	57	63	75	70
(-) 운전자본증가(감소)	(111)	387	(143)	(39)	(35)
(-) 설비투자	2	4	5	7	6
(+) 자산매각	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)
Free Cash Flow	148	(336)	199	107	99
(-) 기타투자	6	12	11	7	7
잉여현금	142	(348)	188	100	92

현대코퍼레이션 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-06-07	담당자변경			
2022-06-07	Buy	27,000	(32.1)	(28.0)
2022-08-05	Buy	27,000	(35.7)	(31.8)
2022-09-22	Buy	27,000		

투자이건(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 06월 30일 기준)

Buy (94.4%)	Hold (5.6%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 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