

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(011760)

현대코퍼레이션

BUY(유지)

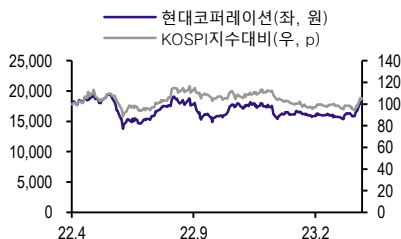
실적 겸비한 가치주

목표주가	27,000원(유지)			
현재주가(04/20)	18,050원			
상승여력	49.6%			
시가총액	239십억원			
발행주식수	13,229천주			
52주 최고가 / 최저가	19,850 / 13,750원			
3개월 일평균거래대금	1십억원			
외국인 지분율	7.2%			
주요주주				
현대코퍼레이션홀딩스	25.0%			
케이씨씨 (외 1인)	12.0%			
자사주 (외 1인)	9.2%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.0	12.5	14.0	0.1
상대수익률(KOSPI)	7.5	4.4	-1.1	5.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,782	6,127	6,571	6,464
영업이익	35	67	76	74
EBITDA	41	74	84	82
지배주주순이익	38	79	69	68
EPS	2,857	5,950	5,705	5,695
순차입금	731	359	420	376
PER	5.9	2.7	3.2	3.2
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	23.1	7.8	7.9	7.5
배당수익률	3.6	3.7	3.9	4.1
ROE	11.2	19.8	15.1	13.6
컨센서스 영업이익	35	67	68	72
컨센서스 EPS	2,857	5,950	6,100	6,293

주가추이



당초 전망과는 달리 부정적인 영업환경에도 불구하고, 1분기 양호한 실적을 기록할 전망. 실적을 겸비한 가치주로서 주가 재평가는 지속 가능할 것임.

1Q 영업이익 229억원(+56.1% YoY), 전망치 상회할 것

1분기 연결기준 매출액 1.7조원(+33.9% YoY), 영업이익 229억원(+56.1% YoY)으로 전분기 부진을 만회하면서 양호한 실적을 기록할 전망이다. 지난해 2분기를 피크로 상품가격 약세 전환과 글로벌 물동량 감소 등 매크로 변수가 부정적으로 변화된 것과는 상이한 결과를 보일 것임. 철강, 승용부품, 석유화학을 중심으로 실적 호조를 보인 가운데 나머지 사업부문도 견조한 수익성을 기록할 것이기 때문임. 철강(유럽 제조사들의 감산, 2월 터키 대지진 영향으로 평가 인상), 승용부품(원활한 반도체 수급으로 중남미, 아중동 실적 호조와 CIS 지역 수요 개선), 석유화학(GPA 장기계약분 공급, 한국지역난방공사 Fuel Oil 수주, 항공유 공급 계약 갱신) 등으로 양호한 실적이 가능할 것임.

매크로 변수는 부정적이거나, 견조한 실적은 유지될 것

올해 연간 연결기준 매출액 6.6조원(+7.2% YoY), 영업이익 762억원(+13.2% YoY)으로 지난해의 높은 기저효과에도 불구하고 견조한 실적 모멘텀이 지속 가능할 전망이다. 지난해까지의 원화 약세와 상품가격 강세로 인한 적지않은 긍정적 효과가 오히려 올해는 높은 기저효과로 작용할 전망이다. 상품가격과 원/달러 환율의 평균치는 지난해 2~3분기 정점으로 빠르게 하락 안정화 되고 있어, 실적 모멘텀에 미치는 부정적인 영향이 줄 것으로 판단함. 전반적인 영업 환경의 악화에도 불구하고, 주력사업 부문인 철강, 승용부품, 석유화학 등의 견조한 실적 모멘텀은 긍정적으로 평가함.

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원 유지

목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정시 EV/EBITDA Multiple 4.3배(최근 5년간 평균치 70% 할인)를 적용함. 최근 주가 상승에도 불구하고 valuation 매력(12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 2.8배, 0.4배)은 여전히 높음. 순이익 증가에 따른 DPS도 증가할 것이고, 배당수익률도 3.9%로 양호함.

표 1 현대코퍼레이션 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,278	1,595	1,706	1,548	1,711	1,526	1,675	1,659	6,127	6,571	6,464
철강	524	539	593	454	532	439	530	449	2,110	1,950	1,921
승용부품	145	295	361	366	483	466	473	490	1,168	1,912	1,874
상용에너지	41	29	53	43	42	23	48	43	167	156	154
기계선박	76	78	80	87	77	64	72	86	321	298	294
석유화학	457	624	586	567	542	508	524	561	2,234	2,136	2,105
기타	34	31	31	31	35	25	28	31	128	119	117
매출총이익	35	42	46	36	44	37	43	37	159	161	157
영업이익	15	21	23	8	23	20	22	11	67	76	74
철강	10	11	10	5	11	8	8	5	36	33	32
승용부품	1	4	6	3	6	5	7	4	14	24	23
상용에너지	-1	-1	1	-4	1	0	1	-2	-6	-1	-1
기계선박	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	3
석유화학	3	7	6	2	3	5	5	1	17	15	15
기타	0	0	-1	1	0	0	0	1	1	1	1
세전이익	33	37	50	-29	34	25	22	7	91	89	89
순이익	24	27	49	-22	27	20	17	6	79	69	69
수익성 (%)											
GPM	2.7	2.6	2.7	2.3	2.6	2.4	2.6	2.2	2.6	2.5	2.4
OPM	1.1	1.3	1.4	0.5	1.3	1.3	1.3	0.7	1.1	1.2	1.1
RPM	2.6	2.3	2.9	-1.9	2.0	1.6	1.3	0.4	1.5	1.4	1.4
NPM	1.9	1.7	2.9	-1.4	1.6	1.3	1.0	0.3	1.3	1.1	1.1
성장성 (% YoY)											
매출액	69.9	95.5	64.3	31.6	33.9	-4.3	-1.8	7.2	62.0	7.2	-1.6
영업이익	97.5	199.6	110.0	-21.2	56.1	-7.6	-2.7	35.0	86.6	13.2	-2.7
세전이익	110.4	328.8	217.1	적전	3.8	-32.0	-55.6	흑전	61.0	-2.0	-0.2
지배주주순이익	107.4	351.2	401.8	적전	9.0	-26.7	-64.7	흑전	107.0	-12.0	-0.2
기본 가정											
세계GDP	3.7	3.8	3.0	3.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.4	2.8	3.0
국제유가(WTI)	95.0	108.5	91.4	82.6	77.0	81.0	82.0	80.0	94.4	80.0	82.3
원/달러 환율(평균)	1,206	1,261	1,341	1,358	1,300	1,275	1,260	1,250	1291	1271	1205
WTI×FX	76.9	84.6	49.9	23.0	-12.6	-24.5	-15.7	-10.9	59	-16	-2.5

자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

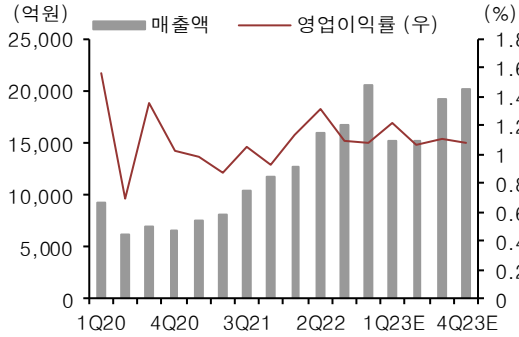
표 2 현대코퍼레이션 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2023E	2024E	12M Forward	비고
1. 사업가치	361	353	358	최근 5년간 평균(15.2배) 대비 62% 할인을 적용
EBITDA	84	82		
EV/EBITDA	4.3	4.3		
2. 투자자산가치	401	415	406	순자산가액 대비 30% 할인을 적용 순자산가액 대비 30% 할인을 적용
투자유가증권	100	102		
기타투자자산 등	301	314		
3. 기업가치 (=1+2)	762	768	764	
4. 순차입금	420	376	405	
5. 비지배주주지분	4	4	4	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	339	388	355	
발행주식수	13,229	13,229	13,229	
적정주가 (원)	25,604	29,361	26,856	
현재주가	18,050	18,050	18,050	
상승여력 (%)	41.9	62.7	48.8	

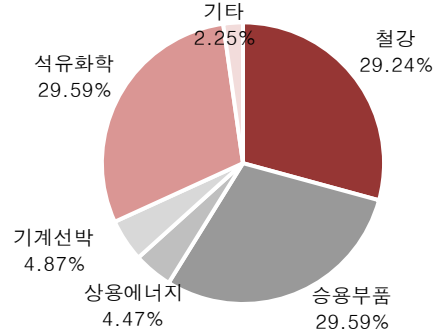
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이



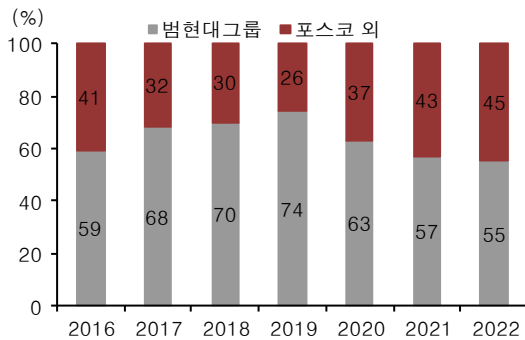
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유형별 매출 비중 (2022년 4분기 기준)



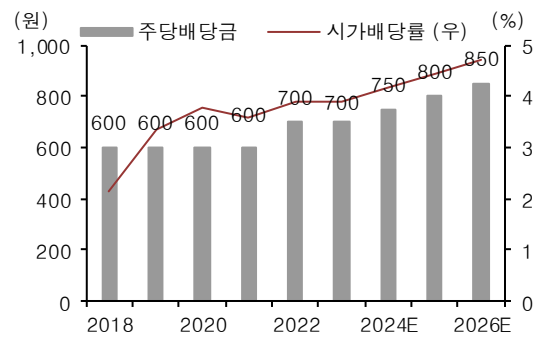
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 3 범현대그룹사 매출비중 추이



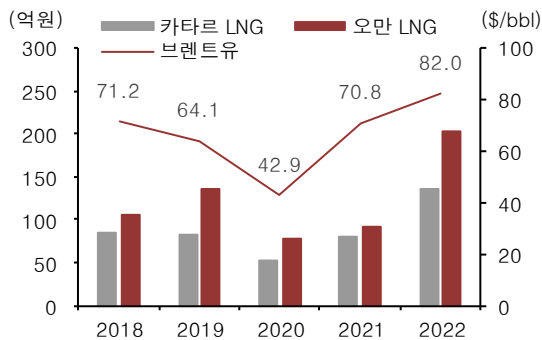
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 4 배당금 및 시가배당률 추이



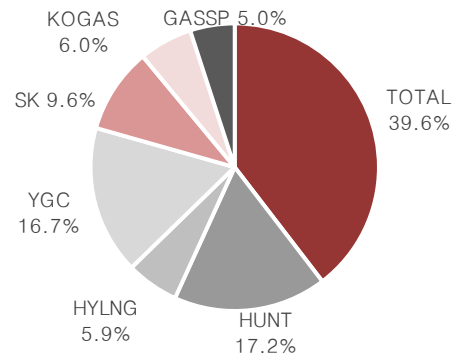
자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 5 광구별 실적 추이



자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

그림 6 예멘LNG 지분율



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

표 3 현대코퍼레이션 광구별 투자현황

구분	예멘 LNG	오만 LNG	카타르 LNG
위치	예멘 남동부 해안 Balhaf 지역	오만 무스캇 200km 남동쪽 Al Ghaliah 지역	카타르 도하 80km 북쪽 Ras Laffan 지역
사업형태	컨소시움(HYLNG)	컨소시움(KOLNG)	컨소시움(KORAS)
연간생산량	LNG 6.7 백만 t ('13년 기준)	LNG 5.7 백만 t	LNG 6.8 백만 t
장기계약	Total, KOGAS Engine	KOGAS, Itochu Osaka Gas	KOGAS
운영권자	Total	Shell	Exxon Mobil
PJT 지분율	3.0%	1.0%	0.4%
자산	관계기업투자	관계기업투자	매도가능금융자산
생산시기	'09년 11월	'00년 4월	'99년 5월
배당기간	'12년~'42년	'02년~'24년	'01년~'29년
비고	'15년 4월 내전으로 생산 중단		

자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

표 4 예멘 LNG 현황 및 배당 타임라인

연도	타임라인
2009년	생산 개시
2012년	완공
2013년	배당 개시
2015년	생산 중단
2021년 2월	미국 바이든 행정부, 예멘 내전 지원 종식 선언
2021년 3월	사우디, 예멘 반군 앞 휴전 제안
2022년 4월	사우디 주도 아랍 동맹군과 후티 반군 휴전 합의
2022년 10월	임시 휴전 종료
2044년	배당완료('25년 생산재개 가정 시)

자료: 현대코퍼레이션, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,782	6,127	6,571	6,464	6,671
증가율 (Y-Y,%)	31.3	62.0	7.2	(1.6)	3.2
영업이익	35	67	76	74	76
증가율 (Y-Y,%)	5.5	90.6	14.1	(2.7)	2.6
EBITDA	41	74	84	82	84
영업외손익	21	24	13	14	16
순이자수익	(3)	(1)	(3)	(2)	0
외화관련손익	6	(2)	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	56	91	89	89	92
당기순이익	38	79	69	69	72
지배기업당기순이익	38	79	69	68	71
증가율 (Y-Y,%)	(23.4)	108.3	(12.9)	(0.2)	4.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(7.1)	12.8	31.6	19.6	2.9
영업이익증가율(3Yr)	(11.4)	15.4	31.9	28.3	4.4
EBITDA증가율(3Yr)	(8.1)	15.0	29.2	25.7	4.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	68.5	11.9	22.0	(2.9)
영업이익률(%)	0.9	1.1	1.2	1.1	1.1
EBITDA마진(%)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
순이익률 (%)	1.0	1.3	1.1	1.1	1.1
NOPLAT	24	58	59	58	59
(+) Dep	6	7	7	8	8
(-) 운전자본투자	387	(299)	81	(4)	7
(-) Capex	4	7	7	7	7
OpFCF	(362)	357	(21)	63	53

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,111	1,235	1,245	1,252	1,272
현금성자산	200	368	267	272	266
매출채권	673	542	727	728	747
재고자산	213	294	218	218	224
비유동자산	596	596	617	639	662
투자자산	558	553	573	593	614
유형자산	29	33	33	33	34
무형자산	9	10	11	12	14
자산총계	1,707	1,831	1,863	1,891	1,934
유동부채	874	977	987	973	972
매입채무	320	490	514	514	527
유동성이자부채	501	350	330	310	290
비유동부채	471	417	399	381	363
비유동이자부채	429	378	358	338	318
부채총계	1,345	1,395	1,386	1,354	1,335
자본금	66	66	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	504	576	637	697	759
자본조정	(209)	(209)	(230)	(230)	(230)
자기주식	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
자본총계	363	437	477	537	599
투하자본	953	657	755	768	792
순차입금	731	359	420	376	341
ROA	2.6	4.4	3.7	3.6	3.7
ROE	11.2	19.8	15.1	13.6	12.6
ROIC	3.2	7.2	8.4	7.6	7.6

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	2,857	5,950	5,705	5,695	5,944
BPS	27,294	32,734	35,777	40,312	45,027
DPS	600	600	700	750	800
Multiples(x,%)					
PER	5.9	2.7	3.2	3.2	3.0
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	23.1	7.8	7.9	7.5	6.9
배당수익율	3.6	3.7	3.9	4.1	4.4
PCR	3.9	2.2	4.3	3.1	3.0
PSR	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
재무건전성 (%)					
부채비율	370.6	319.5	290.6	252.2	222.8
Net debt/Equity	201.3	82.3	88.1	70.0	56.9
Net debt/EBITDA	1,774.7	489.0	502.1	460.4	407.5
유동비율	127.2	126.4	126.2	128.6	130.9
이자보상배율	12.3	132.1	23.2	49.3	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	55.7	41.6	47.3	47.0	47.4
현금+투자자산(%)	44.3	58.4	52.7	53.0	52.6
자본구조					
차입금(%)	71.9	62.5	59.0	54.7	50.3
자기자본(%)	28.1	37.5	41.0	45.3	49.7

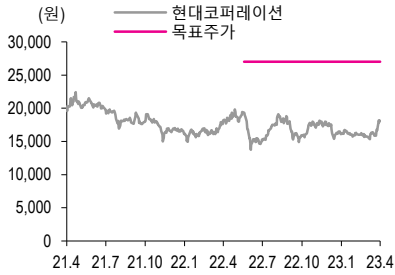
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	(345)	386	(25)	82	74
당기순이익	38	79	69	69	72
자산상각비	6	7	7	8	8
운전자본증감	(398)	268	(81)	4	(7)
매출채권감소(증가)	(355)	125	(185)	(1)	(19)
재고자산감소(증가)	(134)	(79)	76	(0)	(6)
매입채무증가(감소)	86	162	24	0	13
투자현금	(20)	(5)	(29)	(29)	(31)
단기투자자산감소	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(12)	(9)	(3)	(3)	(3)
설비투자	(4)	(7)	(7)	(7)	(7)
유무형자산감소	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)
재무현금	306	(218)	(47)	(48)	(49)
차입금증가	313	(213)	(40)	(40)	(40)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(7)	(7)	(7)	(8)	(9)
현금 증감	(53)	162	(101)	4	(6)
총현금흐름(Gross CF)	57	97	56	77	81
(-) 운전자본증가(감소)	387	(299)	81	(4)	7
(-) 설비투자	4	7	7	7	7
(+) 자산매각	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)
Free Cash Flow	(336)	389	(34)	73	65
(-) 기타투자	12	9	3	3	3
잉여현금	(348)	380	(37)	70	62

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		
2023-01-18	Buy	27,000		
2023-04-21	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 (2023년 03월 31일 기준)

Buy (98.1%)	Hold (1.9%)	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, 대어, 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