

현대코퍼레이션 (011760)

캔버스는 준비됐으니 그림을 그릴 차례

2025년 4월 23일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	28,000 원 (신규)
✓ 상승여력	32.4%	✓ 현재주가 (4월 22 일)	21,150 원

[종합상사]

한승훈 연구원
✉ snghun.han@shinhan.com

박광래 연구위원
✉ krpark@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	279.8십억원
발행주식수(유동비율)	13.2백만주(65.8%)
52주 최고가/최저가	25,550 원/16,520 원
일평균 거래액 (60 일)	2,638백만원
외국인 지분율	10.9%

주요주주 (%)

현대코퍼레이션홀딩스 외 4인	25.0
케이씨씨	12.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.2)	5.8	28.0	9.8
상대	(3.5)	8.3	35.4	5.9

주가



신한생각 | 탄탄한 실적 위에 놓을 다음 한 수가 필요하다

본업에서 향상된 이익 창출력이 유의미한 신사업 움직임으로 연결되지 못하고 있는 상황. 신사업 방향성 가시화되며 주가 저평가 구간 탈출 기대

1Q25 Preview: 올해도 이어질 것으로 기대되는 컨센서스 개기

2025년 1분기 매출액 1조 8,317억원(+13.5% YoY, 이하 YoY), 영업이익 335억원(+19.1%)으로 시장 기대치를 상회할 전망. 1분기에도 전반적인 사업 부문의 성장세는 이어질 것으로 추정. 유가 하락 및 계약 내용 변경에 따라 LNG 프로젝트는 전년대비 감익 예상

북미향 전력청 변압기 물량 인도로 에너지상용부품 부문이 영업이익 88억원(+80.4%)을 기록하며 1분기 호실적 견인할 전망. 석유화학 부문도 광전력청 중유 공급으로 영업이익 38억원(+22.5%)을 기록하며 증익 기대

승용부문은 CIS향 매출 증가로 영업이익 80억원(+7.7%) 전망. 철강과 기계인프라 부문은 전년대비 주요 시장 수요 둔화로 각각 영업이익 108억원(-3.3%), 18억원(-27.6%)을 기록했을 것으로 추정

2025년 매출액 7조 3,354억원(+4.8%), 영업이익 1,378억원(+3.3%) 전망. 공급망 재편의 시기에 공급망 탄력성을 제공해줄 수 있는 대체 공급선 및 수요처 확보 역량이 주목 받을 것으로 기대

Valuation & Risk: 매력있는 밸류에이션. 수요둔화 여부는 모니터링 필요

투자의견 매수, 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시. 목표 PBR(주가순자산비율) 0.47배 적용. 현재 PER(주가수익비율) 2.5배, PBR은 0.36배로 밸류에이션 매력도 높음. 견조한 이익 창출력은 주가 하단을 지지해줄 요인. 최근 글로벌 경기둔화 우려가 커지고 있어 지켜볼 필요가 있다는 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (%)	DY (%)
2023	6,580.4	99.3	83.7	3.0	16.6	0.4	6.8	3.2
2024	6,995.7	133.5	121.1	2.1	19.7	0.4	3.2	3.7
2025F	7,335.4	137.8	111.8	2.5	15.9	0.4	3.7	3.3
2026F	7,649.4	145.2	118.8	2.4	14.7	0.3	3.3	3.3
2027F	7,822.5	156.0	122.3	2.3	13.3	0.3	3.1	3.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 기업 개요

1976년, 설립
2003년, 현대그룹에서 분리

2010년, 현대중공업그룹
계열에 합류
2016년, 계열 분리

1976년 설립된 현대코퍼레이션은 종합상사로서 2000년대까지 범현대그룹의 수출입 창구 역할을 수행했다. 2000년대에 들어서 일어난 현대그룹에서의 경영권 승계 다툼 속에서 2003년 현대그룹에서 분리되었고 채권단 관리를 받았다.

2010년 현대중공업그룹에 인수되며 현대가로 복귀했고 2015년 브랜드 사업과 신사업 부문을 '현대코퍼레이션홀딩스'로 분할해 지주사 체제를 형성했다. 2016년에는 현대중공업 계열에서 다시 분리되면서 '현대코퍼레이션 그룹'을 형성했다.

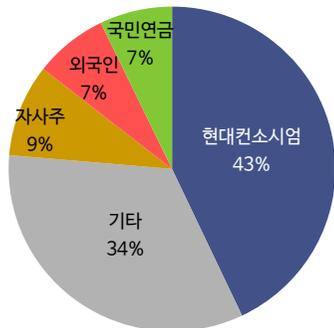
국내 종합상사 중에서 처음으로 자원개발 사업에 뛰어들었다. 1981년 호주의 드레이튼 석탄 광산 개발을 통해 E&P 사업을 시작했다. 이후에도 예멘 마리브 유전 개발 컨소시엄에 참여하며 자원개발 사업을 확대했다. 1996년과 1997년 각각 오만과 예멘에서의 LNG 개발 컨소시엄에 참여했고 2000년과 2009년에 상업생산을 시작하면서 본격적인 수익 창출이 시작됐다.

현대코퍼레이션 주요 연혁

연도	내용
1976년	회사 설립
1978년	종합무역상사 지정
1981년	호주 드레이튼 광산 개발
1984년	예멘 마리브 유전 개발
2003년	현대그룹 계열 분리
2010년	현대중공업 계열 편입
2015년	기업분할 (현대코퍼레이션홀딩스 - 현대종합상사)
2016년	현대중공업 계열 분리
2020년	현대네비스(물류) 신규법인 설립
2021년	상호변경(현대종합상사 → 현대코퍼레이션)
2022년	기업형 벤처캐피탈(CVC) '프롤로그벤처스' 신기술사업금융업 등록

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주주구성 및 지배구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2024년 말 기준

현대컨소시엄 구성

(단위: %)	지분율
현대코퍼레이션홀딩스	21.79
KCC	12.00
정몽혁 외	3.17
정몽석	2.00
한라홀딩스	2.00
현대백화점	1.00
현대홈쇼핑	1.00
소계	42.96

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2024년 말 기준

II. 사업 현황 및 투자포인트

불확실성의 시대 속 '거래의 설계자'로

한번 현대家は 영원한 현대家?

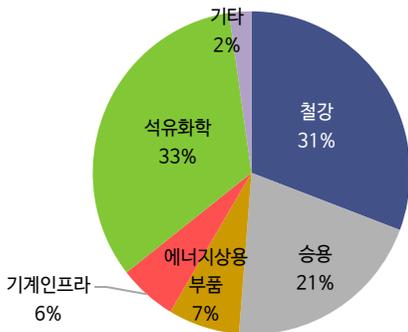
계열 분리 이후에도
현대가와 긴밀한 관계 유지

2016년 계열 분리 이후에도 현대제철, 현대차그룹, 현대오일뱅크 등 범현대가와 긴밀한 사업관계를 유지하고 있다. 2024년 기준 총 매출 중 범현대그룹사 소싱 비중은 약 58%이며 계열분리 이후 50% 이상의 비중이 유지됐다.

트레이딩 사업이 실적의
대부분을 차지

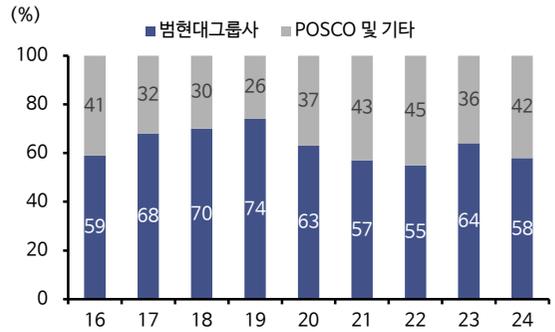
현대코퍼레이션의 사업부문 5가지의 트레이딩 사업으로 구성되어 있다. 이 중 철강, 승용부품, 석유·화학 사업 부문이 전사 매출의 80% 이상을 차지한다. 이는 해당 사업들에서 범현대그룹사가 강점을 가진 것과 연관이 있다. 이를 통해 상품 소싱에서의 시너지를 기대할 수 있기에 비중이 높은 것으로 추정된다.

현대코퍼레이션 2024년 매출 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 사업부 개편 기준

현대코퍼레이션 매출에서 범현대그룹사의 소싱 비중

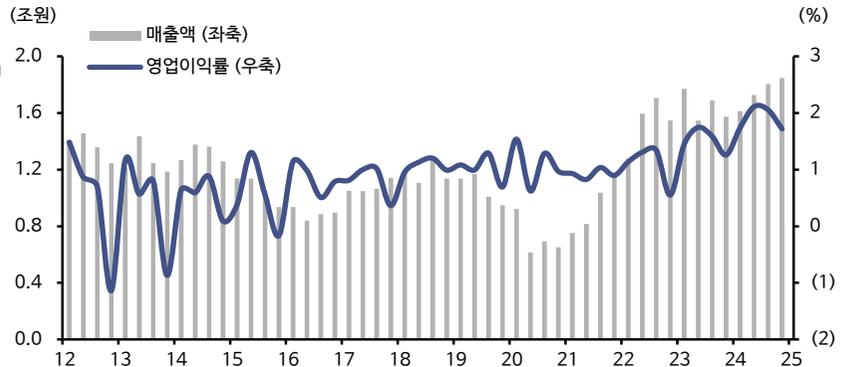


자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 흐름 안정적이나
수익성 개선 전략 필요

범현대그룹과의 캡티브와의 거래 비중이 높아 실적 흐름이 안정적이라는 장점이 있다. 하지만 다른 비즈니스 모델 대비 수익성이 낮다는 단점이 있기에 추가적인 수익성 개선을 위한 전략도 고려할 필요가 있다는 판단이다.

현대코퍼레이션 분기 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

물류와 금융 기능을 제공하는 트레이딩 사업

물류, 금융 기능을 제공하는 종합상사

범현대그룹사들은 업력이 길고 오랜 기간 해외 사업 경험을 축적해왔기에 상사와 함께 사업을 운영하는 것에 다소 의문이 들 수 있다. 해외에 직접 지점 또는 대리점을 두고 사업을 영위하기도 하나 종합상사가 제공하는 ‘물류, 금융 기능’이 해당 업체들에게 이점을 주는 측면이 존재한다.

물류 기능 제공을 통해 본연의 업무에 집중 가능

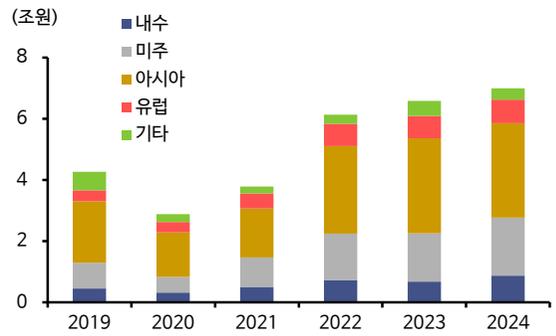
종합상사는 배선, 통관, 재고관리 등의 물류 기능을 제공함으로써 메이커가 본연의 생산업무에 집중할 수 있게 한다. 특히 복잡한 운송 경로의 설계 및 실행을 대신함으로써 제조업체의 물류 역량이 부족한 시장에도 안정적으로 제품 이동이 가능하다. 또한 대량 물량과 관계망을 보유하기에 운임 협상력이 높아 메이커가 단독으로 계약하는 경우보다 유리할 수 있다.

종합상사가 제공하는 물류, 금융 기능

기능 내용	효과
소싱, 재고 운영, 선적, 통관	공급망 안정화, 비용 절감
물류 운송 수단 및 타이밍 최적화	납기 신뢰도 확보
물류	물류 효율성 향상
무역금융 제공	거래 파트너 확보
금융 PF, 투자금 조달	대형 프로젝트 참여 가능성 ↑
환율, 원자재 등 리스크 헤지	수익 안정성 확보

자료: 신한투자증권

현대코퍼레이션 지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

금융 기능 제공을 통해 현금흐름 향상, 회수 위험 회피 효과 제공

현지 바이어는 제품 인수 후 바로 대금을 지급하지 않는 경우(90일 이내 지급)가 많고 신규 시장의 경우 회수 위험 부담이 상대적으로 높은 편이다. 상사는 제조사에 대금을 바로 지급하고 판매대금은 늦게 회수해 중간에서 충격을 흡수하는 버퍼(Buffer) 기능을 수행한다. 바이어 입장에서는 제품 인수 후 바로 대금을 지급하지 않고 선매출을 일으킨 후 대금을 지급함으로써 현금흐름에 긍정적이다.

리스크가 비교적 높은 신흥시장 중심으로 사업을 전개 중

LC(Letter of Credit)나 신용판매대금에서 위험회피 성향이 높은 제조업체들은 회수 부담을 상사에게로 이전해 재무 건전성을 제고할 수 있다. 특히 개발도상국이나 아직 진출하지 않는 지역 등 메이커가 사업을 진행하기 까다로운 곳에서 더욱 부각된다. 중남미, 아프리카, CIS 등 메이커 직판 매장이 없거나 신규 거래 개발이 필요한 지역들은 회수 위험이 높고 현지 네트워크가 중요하기에 현대코퍼레이션은 해당 지역들을 중심으로 사업을 전개하고 있다.

공급망 재편의 시기를 이끌 수 있는 글로벌 네트워크

종합상사의 역량들이
부각될 공급망 재편 시기

기존 공급망 단절, 지역별 병목, 수출 규제 등으로 거래에서의 리스크와 비용이 증가하는 추세이다. 공급망의 불확실성이 증가하면서 글로벌 거래에서는 중간 조정자의 필요성이 증가할 것이며 종합상사의 역량들이 중요해질 전망이다.

대체 공급선 및 수요처 확보
역량의 부각 예상

특히 대체 공급선, 수요처 확보 역량이 주목받을 것이다. 글로벌 무역장벽이 높아지며 통상 환경이 악화되는 상황에서 메이커들은 기존 거래선들이 단절되거나 축소되면서 신규 거래선을 모색해야만 하는 상황이 발생한다. 종합상사는 글로벌 수출입 네트워크, 현지 바이어 및 메이커 풀을 보유하고 있다. 이는 기존 거래선이 막히거나 불안할 경우 공급망 탄력성을 제공해줄 수 있다.

러-우 전쟁 발발 이후
러시아향 물량의 전환은
수요처 확보 역량을 보여줌

현대코퍼레이션은 과거 그룹의 수출 창구 역할을 수행해오면서 금융 기능과 글로벌 네트워크를 쌓아왔다. 오랜기간 축적된 역량은 최근의 꾸준한 실적 증가세에 기여했고 향후 공급망 재편 시기에 주요 자산으로 역할을 수행할 전망이다.

2022년 러-우 전쟁으로 철강, 자동차 업계에서 기존 거래선이 끊겼을 때 기존 업체들의 러시아향 수주와 매출이 현대코퍼레이션이 거래선을 보유한 CIS향으로 전환되면서 수혜를 입기도 했다. 이는 글로벌 네트워크를 이용한 수요처 확보 역량이 실적으로 입증된 사례이다.

현재의 호실적을 기반으로
사업 다각화 필요

다만 트레이딩 위주의 비즈니스 모델은 규모 확대를 통한 실적 성장이 가능하지만 낮은 수익성은 벗어나기 어렵다. 한단계 레벨업을 위해서는 안정적인 기존 사업을 바탕으로 또다른 무기를 준비해야 할 필요가 있다고 판단한다.

현대코퍼레이션 글로벌 네트워크



자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 해외지사 18개, 해외법인 13개, 투자법인 6개

실적의 점진적인 우상향 추세 지속

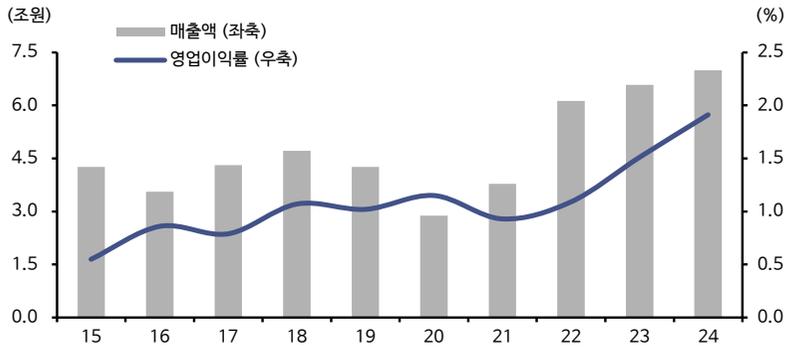
3년 연속 최고 실적을 갱신하며 뛰어난 사업력을 증명

비우호적인 사업환경 속 글로벌 네트워크 역량, 안정적인 물량 소싱으로 실적 개선세 지속

현대코퍼레이션은 철강, 석유화학, 승용, 기계인프라, 에너지상용부품의 분야에서 트레이딩 사업을 영위 중이다. 폭발적인 이익의 성장은 없지만 꾸준하게 우상향하는 이익 흐름을 보여주고 있다. 최근 3년간(2022~2024년)은 영업력을 바탕으로 최고 실적을 연속으로 갱신했다. 2024년 매출액은 6조 9,957억원으로 2021년부터 연평균 22.7%의 성장을 시현했고 영업이익도 연평균 56.1% 성장했다.

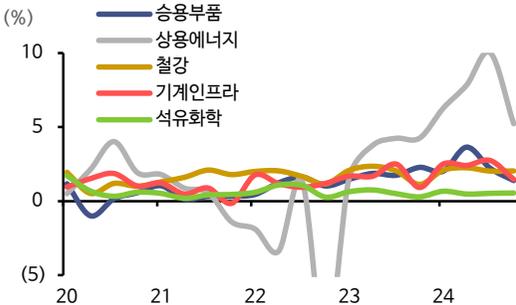
일반적으로 트레이딩 사업은 경기 상황에 따른 실적 변동성이 높다. 하지만 현대코퍼레이션은 안정적인 소싱을 기반으로 글로벌 네트워크 역량 및 우수한 금융 제공 능력을 활용해 꾸준한 외형 성장을 보이고 있다. 또한 비우호적인 사업 환경 속에서도 고수익 철강재 판매 증가, 승용 부문 거래선 확보, 북미 변압기 사업 성과를 바탕으로 1% 후반대로의 영업이익률 개선세를 보이고 있다.

현대코퍼레이션 연간 실적 추이



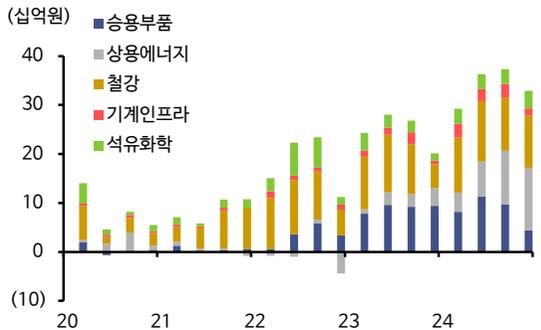
자료: 회사 자료, 신한투자증권

현대코퍼레이션 사업부문별 분기 영업이익률



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 사업부문 개편 이전 기준

현대코퍼레이션 사업부문별 분기 영업이익 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 사업부문 개편 이전 기준

철강

포스코, 현대제철 물량을 해외 수요처에 직수출

철강 부문은 대부분 현대제철이나 포스코의 철강제품을 해외에 수출하는 사업이다. 국내나 중국 공장에서 생산된 물량을 미국이나 아시아 등지의 수요처에 직수출한다. 소싱 물량 비중은 현대제철이 60%, 포스코가 30% 가량으로 추정된다.

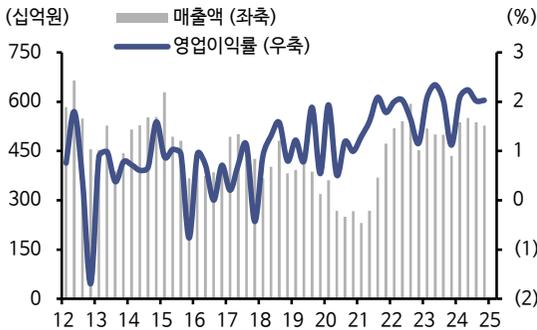
미국향 수출 비중 고 주로 인프라향 제품을 수출

철강 부문의 미국향 수출 비중이 높아 미국의 수입산 철강 25% 관세 부과 관련 수요 둔화 우려가 있으나 중장기적으로 부정적인 영향은 제한적일 전망이다. 우선 주로 조선용 후판, 강관(유전, 송유관), 건설 등 수요 변동성이 크지 않은 인프라 투입 제품이 미국향 수출의 대부분을 차지하는 것으로 추정된다.

美 관세의 부정적 영향은 제한적일 전망

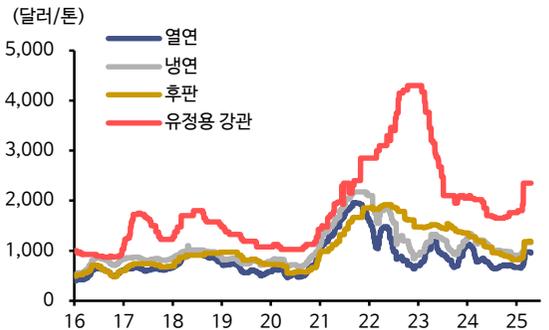
현지 철강 가격이 전반적으로 상승한 점도 우려를 완화시켜줄 요인이다. 연초 대비 미국 현지 철강 유통 가격은 열연 +43%, 냉연 +27.7%, 유정용 강관 +33.4%씩 상승했다. 이는 관세 부과 영향, 제조업 인플레이션, 에너지향 수요 증가 등의 영향으로 추정되며 한국 철강재의 가격 경쟁력 훼손은 제한적일 전망이다. 관세 시행과 함께 연 263만톤의 쿼터 폐지는 중장기적으로 수출 물량 증가까지도 기대하게 할 만한 요인이다.

철강 부문 실적



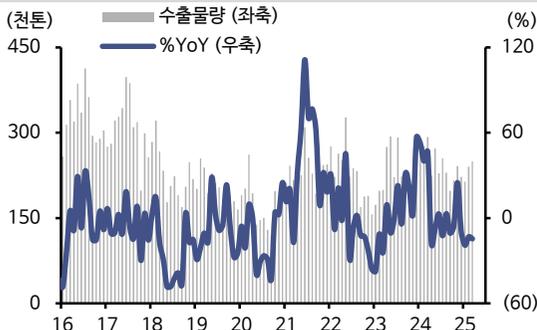
자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 철강재 가격 추이



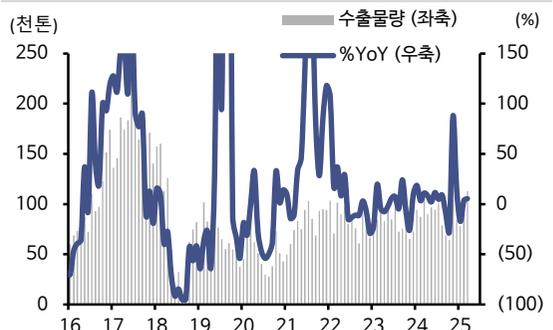
자료: Bloomberg, 신한투자증권

한국의 미국향 철강 수출 물량



자료: 한국철강협회, 신한투자증권

한국의 미국향 강관 수출 물량



자료: 한국철강협회, 신한투자증권

승용

현대차그룹의 완성차를 신흥시장 대리점에 수출

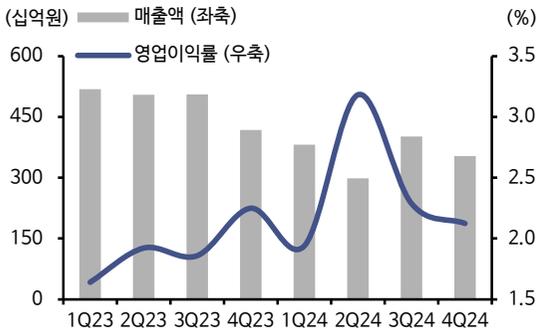
승용 사업은 현대차그룹의 완성차를 현지 대리점에 판매하는 구조이다. 주로 국내 공장이나 중국, 인도 등지에서 생산된 물량을 아시아 지역에 판매하고 슬로바키아 공장에서 생산된 물량을 유럽에 일부 판매하는 것으로 알려졌다. 2024년 전사 매출에서 소싱 비중은 기아가 17%를 차지하기에 승용 부문에서는 약 80%를 차지할 것으로 추정된다. (현대차 매출 비중은 전체 4%, 승용 20%로 추정)

주로 중남미, 아프리카, CIS를 중심으로 완성차 물량을 수출하고 있다. 이는 유럽, 미국 등 선진국에는 메이커가 직판 매장을 보유해 직접 사업을 운영하기 때문이다. 따라서 신규 시장 발굴을 위해 신흥시장을 중심으로 사업을 확장하고 있다.

기아 2025 CID, 신흥시장 판매 확대 계획. 향후 역할 확대 기대

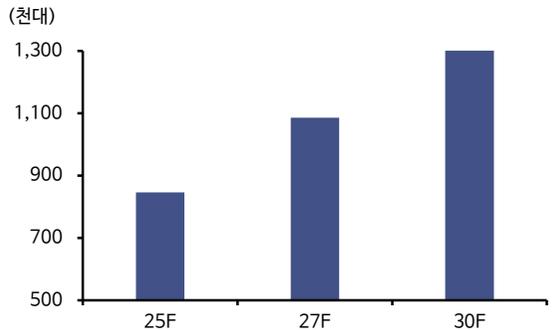
러-우 전쟁으로 대체 시장인 유럽과 CIS 지역에 현대차그룹의 기존 러시아향 물량이 들어오며 수혜를 받았다. CIS 지역은 신용측면에서의 리스크가 상대적으로 높기에 메이커의 리스크 분산 차원에서 함께 현지 사업을 전개한다. 최근 기아는 CEO Investor Day에서 2030년까지 신흥시장에서의 판매량 50만대 증가 계획을 발표한 만큼 신흥시장에서의 역할이 확대될 것으로 기대한다.

승용 부문 실적 추이



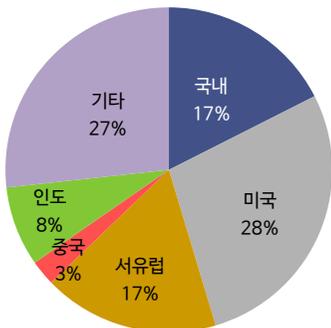
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 사업부문 개편 기준

기아 신흥시장 중장기 판매 계획



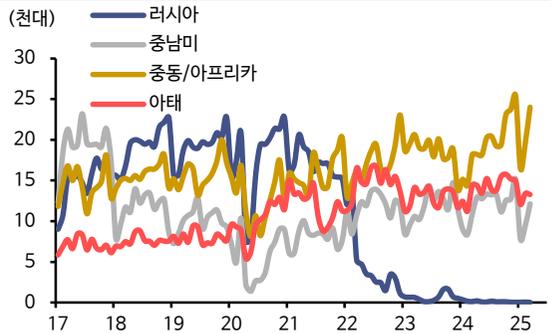
자료: 기아, 신한투자증권 / 주: 중국 포함, 인도 미포함

기아 지역별 판매 비중



자료: 기아, 신한투자증권

기아 주요 신흥시장 월간 판매량 추이



자료: 기아, 신한투자증권 / 주: 인도, 중국 미포함

에너지상용부품

상용차 및 전기설비 등을 수출하는 사업
변압기 수출 비중이 높음

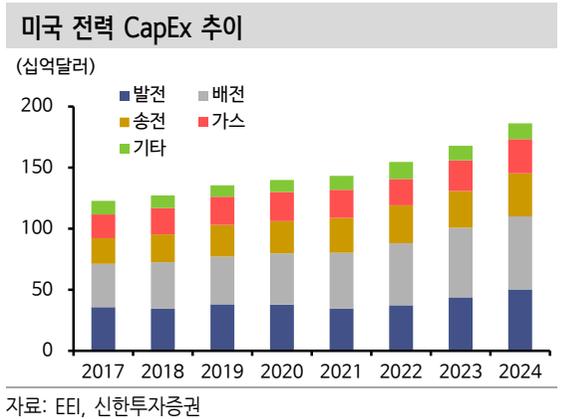
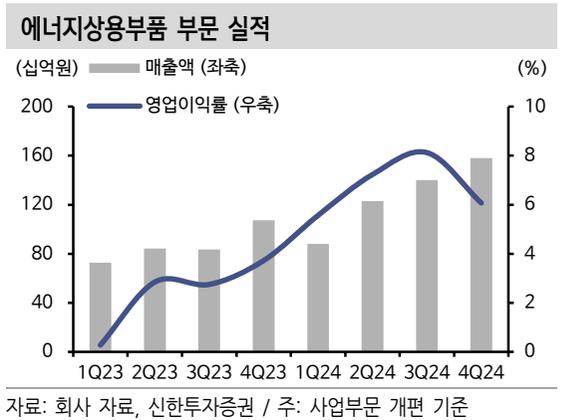
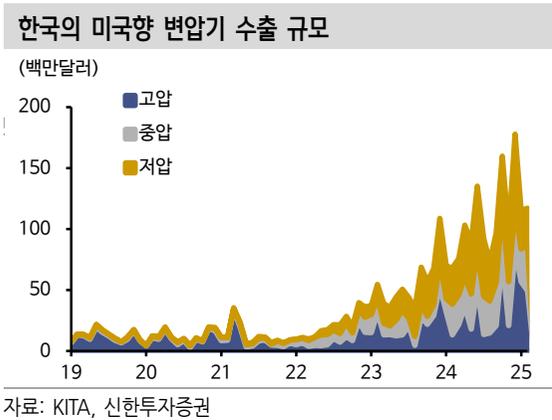
에너지상용부품 부문은 상용차, 전기설비(전력, 배전 변압기), 차량부품 등을 판매하는 사업부문이다. 실적에서는 북미시장에 판매하는 국내 변압기 물량의 기여도가 높은 것으로 추정된다. 기존에는 HD현대일렉트릭의 전력기기 물량을 매입해 수출하는 것을 중심으로 있었으나 현재는 비캡티브 거래를 확대하고 있다.

북미 전력기기 호황 및 신규 거래 업체 확대로 수익성 향상

코로나 팬데믹 이후 북미지역의 전력기기 호황과 함께 국내 중소·중견 전력기기 업체들과의 거래가 확대되면서 수익성이 향상된 것으로 추정된다. 해당 업체들은 해외사업 경험이 전무하거나 규모가 작은 경우가 많아 자생력이 낮기에 관련 해외사업 경험이 많은 종합상사의 도움을 받을 수 밖에 없다. 현대코퍼레이션은 역할 확대로 수익성을 높일 수 있었고 영업이익률은 2%대에서 8%까지 상승했다.

건조한 변압기 시장 수요로 美 관세 영향 제한적일 전망

전력기기도 관세 영향으로부터 완전히 자유롭지는 않겠다. 하지만 관세 부담에도 북미지역의 전력기기 수요가 강해 호실적 추세가 이어질 가능성이 높다. 또한 북미향 물량 중 미국 및 캐나다 전력청의 장기 수주계약 관련 물량의 비중이 높은 것으로 추정되기에 타격은 크지 않을 것으로 예상된다



석유화학

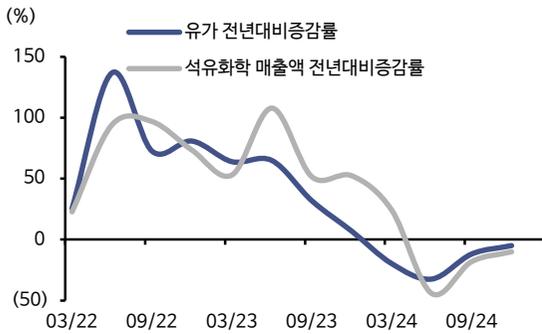
매출 비중은 높지만
영업이익 기여도는 낮은
석유화학 사업

병커링 사업이 60~70%를 차지하는 석유화학 사업의 매출은 전사 매출의 약 3분의 1이지만 영업이익 비중은 8%로 이익 기여도가 낮다. 일반적으로 병커링 사업이 1% 내외의 낮은 수익성을 가진 비즈니스이기 때문이다. 그리고 매출은 유가에 동행하는 모습을 보이기에 중장기적으로 유가 하락에 따른 사업환경에 대한 우려도 있다. 하지만 항공유, 아스팔트 사업을 통해 외형을 확대해가고 있다.

괘 전력청 공급 계약으로
당분간 안정적인 실적 전망

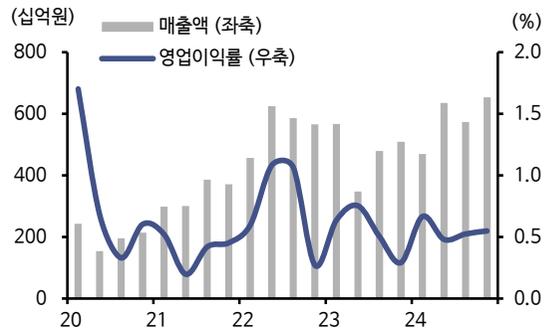
2024년 5월 괘 전력청에 HD현대오일뱅크의 경유 720만배럴 공급계약을 따내면서 2024년 석유화학 매출은 2조 3천억원으로 전년대비 20% 이상 증가했다. 괘 전력청과의 경유 공급계약 기간은 3년으로 2026년까지의 매출은 안정적인 추세를 보일 전망이다. 또한 과거 괘 전력청의 중유 공급 연장 계약을 성사시키거나 동일 프로젝트의 재수주 경험이 있어 향후 계약 연장의 가능성도 있다.

석유화학 부문 매출액과 유가 변동



자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한투자증권

석유화학 부문 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

석유화학 주요 수주 계약

품목	납기	수주총액		수주잔고	
		수량(MT, GLL)	금액(천달러)	수량(MT, GLL)	금액(천달러)
경유	2027-01-31	785,000	669,684	683,184	582,824
중유	2026-08-31	248,062	205,795	219,199	181,850
항공유	2026-07-31	37,920,000	97,491	30,748,510	79,053
항공유	2026-06-30	32,000,006	78,754	30,392,687	74,798
항공유	2026-06-30	32,200,002	77,879	24,470,312	59,184
항공유	2026-06-30	4,000,005	10,381	3,299,257	8,563
항공유	2026-06-30	1,400,000	4,021	1,215,425	3,490
항공유	2025-06-30	2,400,000	8,841	1,134,732	4,180
항공유	2025-05-31	1,450,000	4,993	1,028,104	3,540
항공유	2025-06-30	1,200,004	3,081	593,745	1,525
합계		-	1,160,920	-	999,007

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2024년 사업보고서 기준

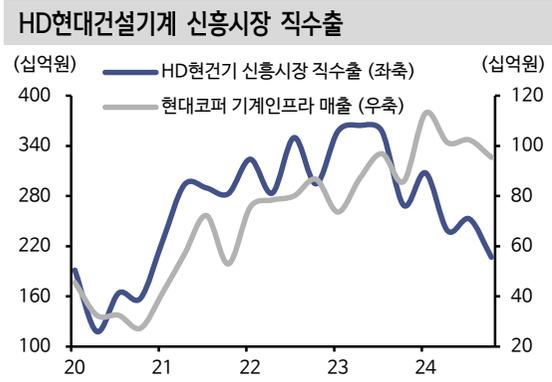
기계인프라

신흥시장에 건설장비를 수출하는 사업

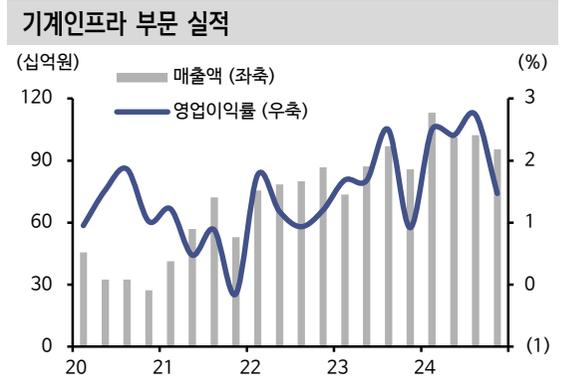
건설장비나 선박 엔진부품 등을 수출하며 주로 HD현대건설기계, HD현대인프라 코어의 물량을 수출한다. 승용 부문처럼 선진국 시장은 메이커가 사업을 운영하고 현대코퍼레이션이 아프리카, 중남미, CIS 등의 신흥시장에서 사업을 전개한다. 전사 영업이익에서의 비중은 6%로 사업 부문 중 이익 기여도가 가장 낮다.

신흥시장의 수요 성장세 둔화가 예상되나 반등을 기대하게 만드는 요소들도 존재

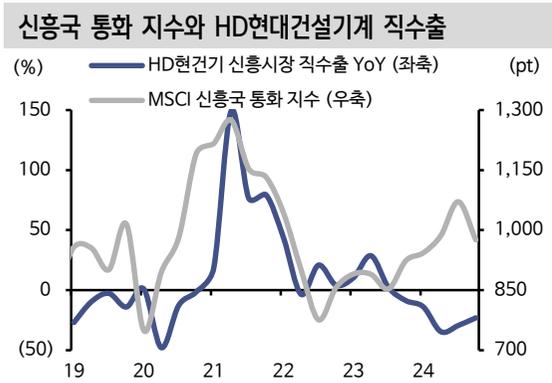
하향 안정화된 원자재 가격, 달러 강세로 인한 신흥국들의 구매력 회복 지연으로 신흥시장에서의 건설기계 수요 성장세가 둔화될 가능성이 높다. 이는 기계인프라 부문 실적의 성장세에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만 향후 중동에서의 분쟁 종식이나 유럽에서의 종전 이후 재건 등 건설기계 수요의 반등을 기대하게 하는 요소들도 있기에 지켜볼 필요가 있다.



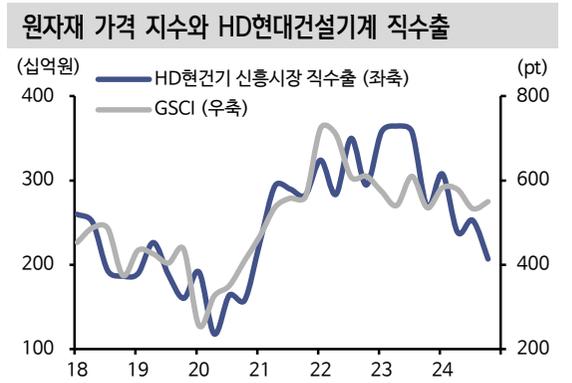
자료: HD현대건설기계, 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권

이제 미래의 청사진을 제시해야할 때

꾸준한 이익 기여도를 보여온 LNG사업

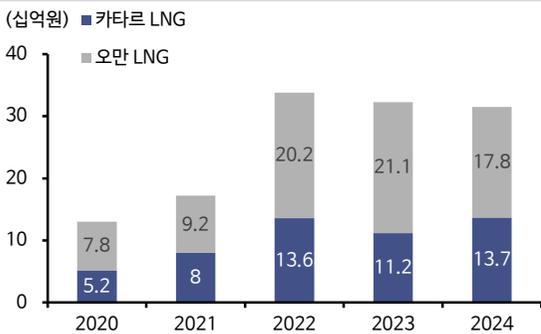
영업외에서 주요 수익원인 중동 LNG 프로젝트들

현대코퍼레이션의 자원개발사업(LNG사업)은 영업외수익에서 연간 300억원 가량을 가져다주는 주요 수익원 중 하나이다. LNG 프로젝트의 판가는 유가를 3개월 가량 후행하여 반영하며 이에 따라 실적은 유가에 따른 변동성을 보인다.

지분투자 형태로 지분법이익, 배당수익 인식

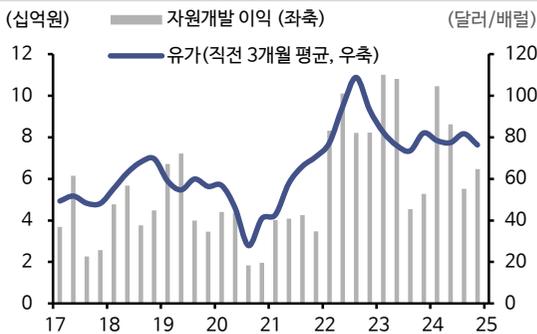
단순 지분투자의 형태이기에 오만LNG와 카타르LNG로부터의 수익을 지분법이익과 배당수익으로 인식해 영업외수익으로 처리된다. 다른 종합상사들이 광산이나 광구를 직접 운영하며 수익을 창출하는 것과는 다른 모습이다.

LNG 프로젝트별 자원개발 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 오만(지분법이익), 카타르(배당금 수익)

유가와 자원개발 실적 추이



자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한투자증권

주요 자원개발 투자 내용

	예멘LNG	오만LNG	카타르 라스라판LNG	베트남 유전 11-2광구
사업형태	컨소시엄(HYLNG)	컨소시엄(KOLNG)	컨소시엄(KORAS)	직접투자
연간 생산량	670만톤	570만톤	680만톤	가스 45Bcf
장기구매계약	Total/KOGAS/Engie	KOGAS/Osaka Gas/Itochu	KOGAS	Petro Vietnam (~2028년)
운영권자	Total	Shell	Exxon Mobil	KNOC
지분율	3%	1%	0.4%	4.9%
자산인식	관계기업투자	관계기업투자	공정가치측정금융자산	해외광구개발비
수익인식	지분법이익(이익분배)	지분법이익(이익분배)	배당금 수익(이익분배)	매출총이익(생산물분배)
상업생산	2009년	2000년	1999년	2007년
배당기간	2025~2044년	2002~2034년	2001~2029년	2007~2021년
특이사항	2015년 4월 내전으로 중단	기존 계약 연장(24년→34년)		매각 청산 중

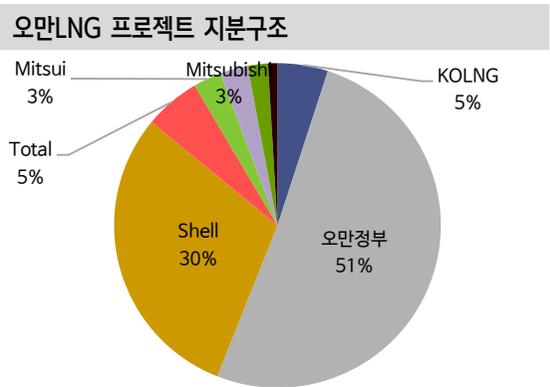
자료: 회사 자료, 신한투자증권

올해부터 감익이 예상되는
오만LNG 프로젝트

오만LNG 프로젝트는 오만 중부 내륙 가스전의 천연가스를 액화해 판매하는 사업이다. 한국가스공사가 LNG 매매계약을 체결하며 지분 5%를 확보했다. 현대코퍼레이션은 한국가스공사의 컨소시엄 KOLNG 지분 약 20%를 보유하고 있다. 2023년 11월에 한국가스공사의 장기 LNG 도입계약 종료와 별개로 지분투자 기간을 2034년까지 연장했다. 하지만 연장 계약 과정에서 향후 운영비용을 추가로 부담하기로 하면서 과거 대비 이익 규모가 감소할 전망이다. 2024년에는 178억 원의 지분법 이익을 기록했다.



자료: 한국가스공사, 신한투자증권



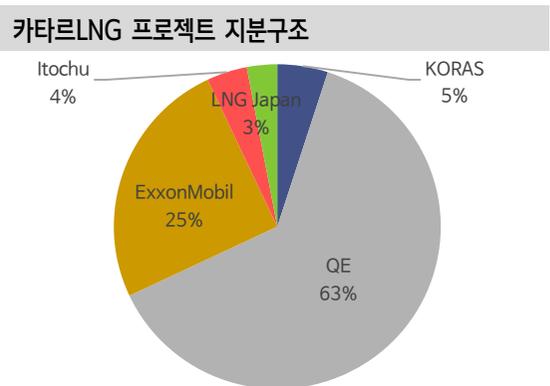
자료: 한국가스공사, 신한투자증권 / 주: KOLNG의 지분 20% 보유

배당수익으로 인식되는
카타르LNG 프로젝트 실적

카타르LNG 사업은 카타르 북동쪽 해저에 형성된 북부 가스전의 해상 광권을 보유한 RasGas社가 운영하는 사업이다. Ras Laffan 지역의 액화공장까지 해저 배관으로 수송 후 액화해 아시아 및 유럽 지역에 수출하는 사업이다. 한국가스공사가 KORAS를 설립해 지분 5%를 확보했고 현대코퍼레이션은 KORAS 컨소시엄의 지분 약 8%를 보유하고 있다. 지난해 배당금으로 137억을 수취했다.



자료: 한국가스공사, 신한투자증권



자료: 한국가스공사, 신한투자증권 / 주: KORAS의 지분 8% 보유

예멘 내전 장기화로
생산재개가 요원한
예멘LNG 프로젝트

예멘LNG 프로젝트는 프랑스 에너지 기업인 Total社와 예멘 동부 해안에서 가스 공급 배관과 액화플랜트를 운영하는 사업이다. HYLNG(현대예멘 LNG법인)에 한국가스공사가 49%, 현대코퍼레이션이 51%를 투자했다.

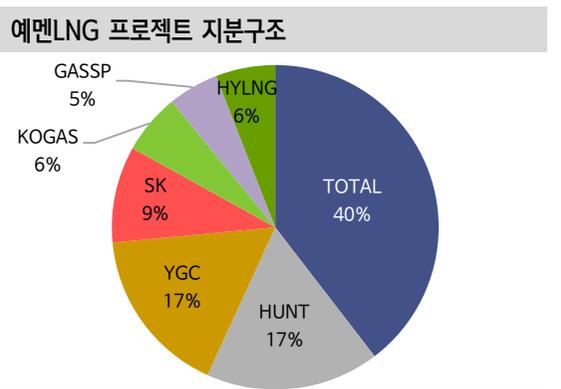
예멘LNG 사업은 2015년 4월 예멘 내전의 본격화로 운영이 중단됐다. 8년이 지난 2023년 9월에 평화 협정을 체결하며 LNG 가스전 재가동 기대감이 커지기도 했다. 하지만 이스라엘-팔레스타인 분쟁이 발발하며 기대감은 사그라들었다.

배당 기간은 중단기간만큼
자동 연장되는 중

결국 2015년 1분기에 배당금 100억원 가량을 받은 이후 10년간 배당을 받지 못했다. 배당기간은 중단기간만큼 자동연장되고 있지만 불확실성이 높기에 미래가치에 대해서는 경영계획에 반영되지 않고 있는 것으로 알려졌다.



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: HYLNG의 지분 51% 보유

예멘LNG 생산재개 가정 시 현금흐름 추정

유가	76달러 가정(인상률 1~2% 가정)	
주요 가정	배당기간	생산재개 시점부터 2048년까지 전쟁에 따른 생산중단은 계약상 불가항력으로 중단기간만큼 자동연장
생산재개 가정	배당기간(31~48년)	현금유입 합계
2028년	787백만달러	연평균 현금유입액 43,7백만달러

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 생산재개 가정 시기는 임의로 가정한 것

신사업 확장 의지는 有, 구체적인 계획 공유 必

기존 사업과 연관된
자동차부품 제조업으로
확장 시도

2025년 GSC(글로벌 전략회의)에서는 M&A를 통한 신사업 확장 의지를 내비쳤다. 특히 자동차 부품 사업으로의 영역 확대를 시도하고 있다. 2021년에는 첫 M&A로 플라스틱 부품 생산업체인 신기인터모빌 인수를 시도하기도 했다. 그리고 러시아, 인도네시아 등지에 자동차 부품 합작법을 설립하는 등 보유한 네트워크와의 시너지를 기대하며 사업 포트폴리오 확장 시도를 지속해왔다.

러-우 전쟁 종전 시
러시아 JV 재가동 기대

자동차 부품 업체인 영산글로벌넷과 러시아에 설립한 HY오토솔루션 합작법인은 현대차그룹으로의 공급을 계획했었지만 러-우 전쟁으로 가동 중단이 이어졌다. 최근 새로운 수요처와 협의 중인 것으로 알려졌으며 러-우 전쟁 종전 이후 현대차그룹의 러시아 복귀가 현실화될 경우 기존 계획대로의 납품도 기대해볼만하다.

태양광 패널 폐기물 재활용
관련 업체 지분 인수로
사업 범위 확대 시도

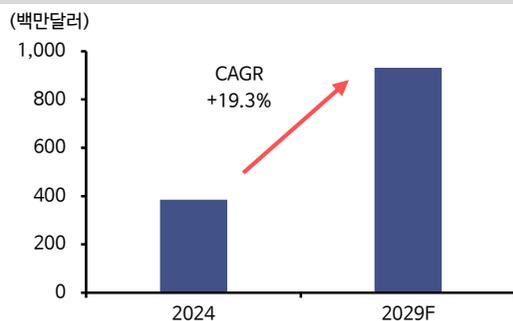
친환경 리사이클 시장에도 도전하기 위해 태양광 모듈 재활용 업체인 Flaxres의 지분 일부를 인수했다. 2020년대 후반부터 태양광 패널 폐기물의 본격적인 발생이 예상되기에 선제적인 투자에 나선 것으로 보인다. 기존의 태양광 모듈 판매 및 사업 개발에 이어 리사이클링으로 범위를 넓히려는 움직임으로 해석된다.

현대코퍼레이션 글로벌 전략회의(GSC)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 태양광 폐패널 재활용 시장 규모



자료: MarketsandMarkets, 신한투자증권

구체적인 신사업 비전 제시
필요한 시점

현대코퍼레이션은 최근 3년 연속 최대 실적을 경신하고 있다. 하지만 아직 트레이딩 중심의 사업 구조 속에서 구체적인 신사업 계획 공유가 없어 수익 기반 다변화에 대한 필요성이 지속적으로 제기되고 있다. 견조한 이익 창출력을 활용한 유의미한 신사업 움직임이 나타나며 저평가 국면을 벗어날 것으로 기대한다.

현대코퍼레이션의 사업 포트폴리오 확장 시도

분야, 시기	내용
자동차 부품 제조 (2021년)	플라스틱 부품 업체인 신기인터모빌 인수 시도
자동차 부품 제조 (2021년)	러시아에 영산글로벌넷과 HY오토솔루션 합작법인 설립
푸드 바이오텍스 (2022년)	베름사에 50억원 투자하며 건강기능식품 원료 분야로 진출 모색
자동차 부품 제조 (2023년)	인도네시아에 일본 스키하라사와 경량 트럭크 보드 생산 공장 설립
태양광 폐기물 재활용 (2024년)	태양광 패널 재활용 업체 Flaxres 지분 인수
자동차 부품 제조 (2025년)	국내 소재 자동차부품 회사 지분 인수 양해각서 체결

자료: 회사 자료, 언론 종합, 신한투자증권

보기와는 다르게 양호한 실질적인 재무여력

무역금융으로 인해 부채비율은 높은 편

2024년 말 부채비율은 214.7%로 상대적으로 높은 수준이 지속되고 있다. (포스코인터 135.9%, LX인터 169.0%, SK네트웍스 151.2%, GS글로벌 151.2%) 이는 무역금융 중심 구조의 트레이딩 사업 비중이 큰 영향으로 판단된다.

무역 거래 관련 부채는 전체의 70%로 추정

무역과정에서 자금 흐름을 원활하게 위해 수입자/수출자/금융기관 간 단기금융을 활용하는 구조를 가진다. 수출채권 Nego, Usance 등의 자금조달 방식을 사용하기에 차입금에서 무역금융의 비중이 높다. 2024년 말 현대코퍼레이션 매입채무 및 Usance 등 트레이딩 관련 부채는 전체의 70%를 차지하는 것으로 추정된다.

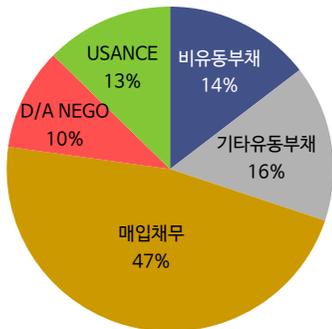
신사업 투자 실행에 무리가 크지 않은 재무상태로 판단

부채의 대부분이 '거래 실행을 위한 운전자금성 부채'이고 이익창출력이 양호하기에 표면적으로 부채 관련 재무비율이 높더라도 실질적인 부담은 크지 않다고 판단된다. 따라서 신사업 투자 자금 조달에는 무리가 없을 것으로 예상된다.

적극적인 주주환원보다는 신사업 투자에 자금 집행 예상

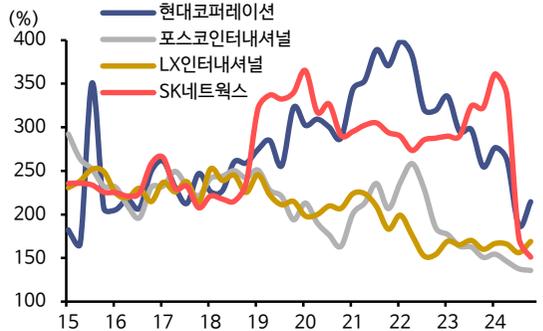
2024년 배당금은 전년대비 100원 증가한 700원이다. 실적 상승세와 함께 8년만에 배당금을 인상했기에 향후 적극적인 주주환원에 대한 기대도 생겨났다. 하지만 신사업을 위한 투자에 집중할 것으로 예상되기에 공격적인 주주환원 정책을 추가로 실행할 가능성은 높지 않다고 예측된다.

현대코퍼레이션 부채 구성



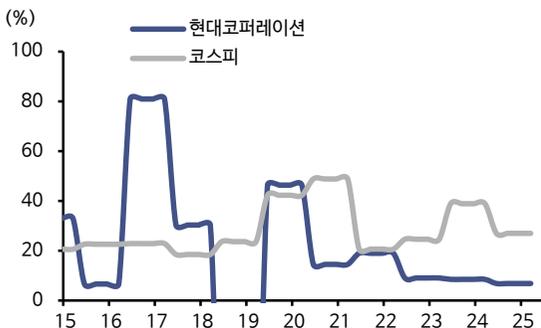
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국 종합상사 부채비율



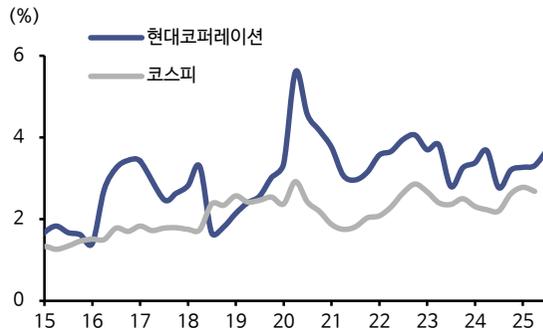
자료: QuantiWise, 신한투자증권

현대코퍼레이션 배당성향



자료: QuantiWise, 신한투자증권

현대코퍼레이션 배당수익률



자료: QuantiWise, 신한투자증권

III. 밸류에이션 및 실적 추정

투자 의견 '매수', 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시

밸류에이션 및 목표주가 산정

일본 종합상사 비교군 설정
사업 구조의 차이,
시장 지수 할인율 반영

투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 28,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS 59,636원에 목표 PBR 0.47배를 적용했다. 목표 PBR은 일본 종합상사 4개社(이토추 제외)를 비교군으로 설정해 해당 업체들의 5년 평균 PBR에 TOPIX 지수 대비 코스피 지수 할인율과 기업 간 사업 구조 차이 등을 반영했다.

건조한 이익 창출력을
신사업으로 연결시켜야...

현재 12개월 선행 PBR은 0.36배로 실적규모 대비 저평가되어 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다. 우수한 영업력을 바탕으로 한 건조한 이익 창출력은 주가하방을 지지해줄 전망이다. 하지만 현재 트레이딩 중심 사업 구조로 인한 낮은 수익성, 구체적인 신사업 계획 공유의 부재가 주가를 억누르고 있는 것으로 보인다. 든든한 본업의 기반 위에 수익성과 성장성을 더해줄 신사업 M&A로 연결된다면 주가 저평가 구간을 점차 벗어날 것으로 기대한다.

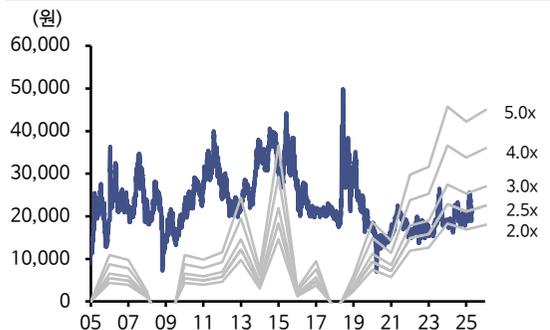
현대코퍼레이션 목표주가 산정

항목	내용	비고
A: 12개월 선행 BPS (원)	59,636	
B: 목표 PBR (배)	0.47	일본 종합상사 4개社의 평균 PBR 기준 일본 종합상사와 사업 구조 차이와 TOPIX 지수 대비 KOSPI 할인율 반영
적정주가(= A x B) (원)	28,029	
목표주가 (원)	28,000	

자료: 신한투자증권 추정

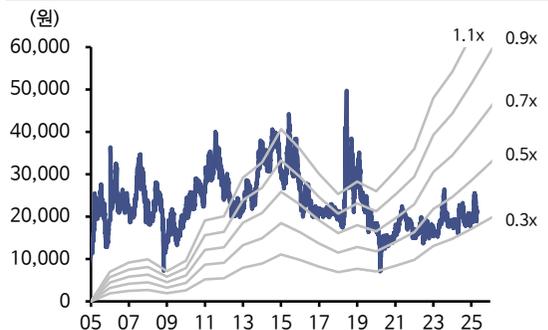
주: 비교그룹 선정에는 사업 구조, 밸류에이션 괴리를 감안

현대코퍼레이션 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

현대코퍼레이션 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

종합상사 Valuation 컨센서스

기업명 (배, %)	시가총액 (십억원)	2025F					2026F				
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	배당수익률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	배당수익률
포스코인터내셔널	8,954.5	12.9	1.3	8.6	10.3	3.7	11.4	1.2	7.9	11.0	4.1
LX인터내셔널	988.4	4.1	0.4	4.0	8.9	7.7	3.8	0.3	3.9	9.3	8.0
SK네트웍스	919.4	12.5	0.4	3.8	3.3	6.0	10.6	0.4	4.4	3.8	6.3
현대코퍼레이션	279.8	2.3	0.3	3.3	14.6	3.4	2.2	0.3	3.1	13.6	3.5
이토추상사	111,116.0	10.8	1.5	13.0	14.7	3.0	10.2	1.4	12.6	14.3	3.2
미쓰비시상사	103,132.5	13.3	1.0	14.2	8.0	4.2	11.3	1.0	14.3	9.1	4.4
미쓰이물산	78,687.4	8.9	0.9	14.3	10.9	4.1	8.4	0.9	13.9	10.5	4.2
스미토모상사	40,379.4	7.2	0.8	10.4	11.2	4.3	6.7	0.7	9.8	11.0	4.6
마루베니	39,954.1	7.9	1.0	12.6	13.1	4.2	7.2	0.9	12.2	13.0	4.5
평균		8.9	0.9	9.4	10.5	4.5	8.0	0.8	9.1	10.6	4.7

자료: Bloomberg, 신한투자증권

2025년 1분기 실적 추정

1분기에도 컨센서스 상회 실적 달성 예상

2025년 1분기 매출액은 1조 8,317억원(+13.5% YoY 이하 YoY), 영업이익은 335억원(+19.1%)을 기록하며 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. LNG 프로젝트 수익은 유가 하락 및 계약 내용 변경에 따라 일부 감소할 것으로 추정한다.

1분기 실적 호조를 견인할 에너지상용부품의 북미향 변압기 수출

에너지상용부품 부문(기존 상용에너지+부품)이 1분기 호실적을 견인할 전망이다. 북미지역 전력청 변압기 인도에 따라 88억원(+80.4%)의 영업이익을 기록할 것으로 예상된다. 북미향 변압기 매출은 2023년 말부터 발생했고 인도량이 전년동기대비 증가한 것으로 추정된다.

석유화학 부문도 광 전력청 공급 계약으로 실적 성장에 기여 예상

석유화학 부문은 영업이익 38억원(+22.5%)을 기록할 전망이다. 2024년 2분기에 계약을 체결한 광 전력청 중유 공급계약의 영향으로 외형 성장 및 증익이 예상된다. 항공유 수요도 지속되면서 실적 성장에 기여했을 것으로 추정된다.

성장세 둔화가 예상되는 철강과 기계인프라

승용 부문(기존 승용부품-부품)은 카자흐스탄 등 CIS향 매출의 증가와 함께 영업이익의 증가가 예상되며(80억원, +7.7%) 철강과 기계인프라 부문은 전년대비 주요 시장의 수요 둔화로 실적 성장세의 둔화가 예상된다.

현대코퍼레이션 2025년 1분기 실적 전망

(십억원, %)	1Q25F	1Q24	% YoY	4Q24	% QoQ	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,831.7	1,613.4	13.5	1,851.2	(1.1)	1,713.1	6.9
영업이익	33.5	28.1	19.1	31.6	6.1	29.9	12.0
순이익	29.6	34.7	(14.9)	15.7	87.9	27.6	7.2
영업이익률 (%)	1.8	1.7		1.7		1.7	
순이익률 (%)	1.6	2.2		0.8		1.6	

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정

2025년 연간 실적 추정

비우호적인 사업 환경에도
외형 성장과 증익 기대

2025년 매출은 7조 3,354억원(+4.8% YoY 이하 YoY), 영업이익은 1,378억원(+3.3%)으로 실적 성장세가 이어질 전망이다. 비우호적인 통상 환경에 따른 영향을 피해갈 수는 없겠으나 글로벌 네트워크 기반의 효율적인 영업력을 바탕으로 2025년에도 외형 성장과 증익이 기대한다. 순이익은 유가 하락 및 비용 증가로 인한 LNG 프로젝트 수익 감소 영향으로 111.8억원(-7.7%) 달성이 예상된다.

건조한 북미 변압기 수요로
에너지상용부품 부문에서의
유의미한 성장 기대

2025년에는 에너지상용부품 부문에서의 유의미한 성장이 주요할 것으로 예상된다. 관세 관련 노이즈에도 북미에서의 변압기 수요는 건조할 것으로 예상되며 장기 수주계약 물량을 바탕으로 높아진 실적의 안정적인 흐름이 이어질 전망이다. 이에 따라 영업이익은 3,990억원(+14.6%)으로 증가할 것으로 예상된다.

철강, 기계인프라 부문은
성장세 둔화가 예상됨

승용 부문은 신흥시장을 중심으로 한 판매 성장으로 영업이익 340억원(+1.2%), 철강은 주요 시장인 미국에서의 관세 부과 영향으로 성장세는 둔화되었으나 영업이익 478억원(+4.5%)을 기록하며 증익 기초의 유지가 기대된다. 기계인프라 부문은 신흥국의 구매력 감소에 따른 수요 둔화가 전망되기에 영업이익 65억원(-30.9%)으로 전년 대비 감익이 예상된다.

현대코퍼레이션 분기 영업 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	1,771.4	1,549.1	1,689.0	1,571.0	1,613.4	1,727.5	1,809.7	1,851.2	1,831.7	1,742.0	1,860.6	1,901.1
철강	518.8	501.0	499.6	435.5	537.6	551.2	537.9	527.3	538.1	552.0	550.7	550.3
승용	518.7	505.0	506.0	418.0	381.7	298.4	402.1	353.2	398.4	310.6	418.0	366.1
에너지상용부품	72.7	84.3	83.6	107.4	88.0	123.0	140.2	158.0	130.9	132.9	149.1	167.2
기계인프라	73.6	87.1	96.9	85.8	113.1	101.3	102.4	95.4	113.6	100.1	107.7	104.6
석유화학	567.1	348.1	479.7	509.1	470.1	635.6	573.0	654.2	634.6	628.2	580.0	648.7
기타	20.5	23.6	23.2	15.2	23.0	18.0	54.1	63.1	16.1	18.2	55.2	64.4
영업이익	25.7	27.1	26.8	19.8	28.1	36.5	37.2	31.6	33.5	36.1	36.6	31.7
철강	10.7	11.7	10.2	4.9	11.2	12.3	10.9	10.7	10.8	12.7	11.0	11.2
승용	8.5	9.7	9.4	9.4	7.4	9.5	9.2	7.5	8.0	8.5	9.5	8.0
에너지상용부품	0.2	2.4	2.3	4.0	4.9	8.9	11.4	9.6	8.8	9.4	10.4	11.2
기계인프라	1.2	1.5	2.4	0.8	2.8	2.4	2.8	1.4	2.0	1.5	2.2	0.8
석유화학	3.6	2.6	2.4	1.5	3.1	3.1	3.0	3.6	3.8	4.0	3.7	2.5
기타	1.4	(0.8)	0.1	(0.8)	(1.3)	0.3	(0.1)	(1.2)	0.0	(0.0)	(0.3)	(2.1)
지배주주순이익	27.2	24.5	22.2	9.8	34.7	30.9	39.7	15.7	29.6	29.5	35.2	17.6
영업이익률(%)	1.5	1.8	1.6	1.3	1.7	2.1	2.1	1.7	1.8	2.1	2.0	1.7
순이익률(%)	1.5	1.6	1.3	0.6	2.2	1.8	2.2	0.8	1.6	1.7	1.9	0.9
매출액 증가율(%)												
YoY	38.6	(2.9)	(1.0)	1.5	(8.9)	11.5	7.1	17.8	13.5	0.8	2.8	2.7
QoQ	14.4	(12.5)	9.0	(7.0)	2.7	7.1	4.8	2.3	(1.1)	(4.9)	6.8	2.2
영업이익 증가율(%)												
YoY	76.7	30.1	17.0	132.1	9.5	34.7	38.6	60.0	19.1	(1.2)	(1.7)	0.2
QoQ	201.8	5.6	(1.1)	(26.3)	42.5	29.9	1.7	(15.0)	6.1	7.7	1.3	(13.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 사업부 개편 기준

현대코퍼레이션 과거 분기 영업 실적 추이 (사업부 개편 이전 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액	1,278.2	1,594.9	1,705.7	1,548.2	1,771.4	1,549.1	1,689.0	1,571.0	1,613.4	1,727.5	1,809.7	1,851.2
철강	519.8	540.7	594.3	452.1	518.8	501.0	499.6	435.5	537.6	551.2	537.9	527.3
승용부품	143.7	296.1	361.8	332.2	530.7	515.0	529.0	412.9	406.4	310.6	439.3	317.2
상용에너지	41.7	28.6	53.6	43.5	57.6	68.5	61.1	84.7	62.7	91.4	109.2	245.1
기계인프라	75.6	78.4	80.0	86.7	73.6	87.1	96.9	85.8	113.1	101.3	102.4	95.4
석유화학	456.8	624.7	586.2	566.3	567.1	348.1	479.7	509.1	470.1	635.6	573.0	654.2
기타	40.6	26.4	29.7	67.3	22.9	27.4	21.8	46.8	23.4	38.8	45.2	7.2
영업이익	14.5	20.8	22.9	8.5	25.7	27.1	26.8	19.8	28.1	36.5	37.2	31.6
철강	10.4	11.0	9.8	5.2	10.7	11.7	10.2	4.9	11.2	12.3	10.9	10.7
승용부품	0.6	3.7	5.9	3.4	7.8	9.6	9.2	9.4	8.2	11.3	9.7	4.4
상용에너지	(0.8)	(1.0)	0.7	(4.4)	0.9	2.6	2.6	3.6	3.9	7.2	10.9	12.8
기계인프라	1.3	0.9	0.7	1.0	1.2	1.5	2.4	0.8	2.8	2.4	2.8	1.4
석유화학	2.7	6.8	6.2	1.5	3.6	2.6	2.4	1.5	3.1	3.1	3.0	3.6
기타	0.2	(0.5)	(0.5)	1.7	1.4	(1.0)	(0.0)	(0.8)	(1.2)	0.2	(0.2)	(1.1)

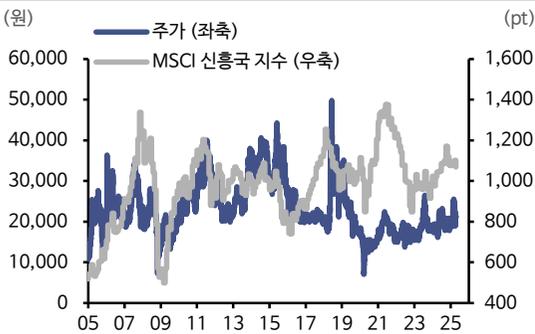
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

현대코퍼레이션 연간 영업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,261.9	3,558.8	4,306.0	4,714.0	4,263.4	2,880.9	3,782.5	6,127.0	6,580.5	6,995.7	7,335.4	7,649.4
영업이익	23.5	30.5	34.0	50.5	43.5	33.2	35.1	66.8	99.3	133.5	137.8	145.2
순이익	147.2	8.0	25.0	(8.8)	16.4	49.3	37.8	78.7	83.7	121.1	111.8	118.8
OPM (%)	0.6	0.9	0.8	1.1	1.0	1.2	0.9	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9
NPM (%)	3.5	0.2	0.6	(0.2)	0.4	1.7	1.0	1.3	1.3	1.7	1.5	1.6

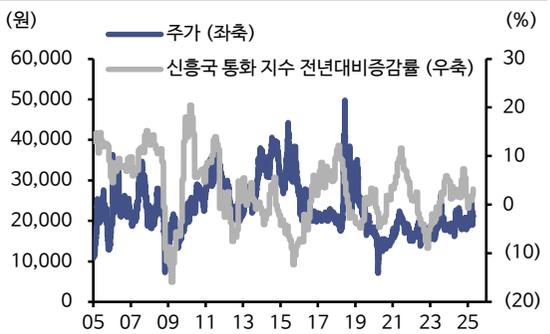
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주가와 MSCI 신흥국 지수 추이



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

주가와 신흥국 통화 지수 추이



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,059.7	2,062.3	2,316.3	2,488.5	2,676.7
유동자산	1,337.9	1,678.4	1,933.0	2,105.9	2,295.9
현금및현금성자산	297.9	303.0	349.0	429.5	468.2
매출채권	758.3	996.9	656.9	673.7	734.4
재고자산	221.1	266.2	306.6	314.4	342.7
비유형자산	721.8	383.9	383.3	382.6	380.8
유형자산	31.6	41.9	35.8	31.1	27.5
무형자산	10.0	9.5	8.9	8.4	7.9
투자자산	259.5	266.6	272.7	277.2	279.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,479.1	1,407.0	1,557.1	1,618.4	1,692.1
유동부채	1,363.1	1,202.1	1,346.6	1,412.4	1,477.0
단기차입금	370.8	321.0	421.9	469.1	507.0
매입채무	477.0	661.8	475.1	484.0	505.4
유동성장기부채	363.3	6.0	6.4	6.5	6.8
비유동부채	115.9	204.9	210.5	206.0	215.1
사채	0.0	99.7	109.7	109.7	119.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	52.9	83.4	78.4	73.4	72.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	580.6	655.3	759.2	870.1	984.6
자본금	66.1	66.1	66.1	66.1	66.1
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자본	(282.1)	(282.1)	(282.1)	(282.1)	(282.1)
기타포괄이익누계액	143.6	106.6	106.6	106.6	106.6
이익잉여금	649.8	761.4	864.7	975.2	1,089.1
지배주주지분	577.3	651.9	755.4	865.7	979.7
비지배주주지분	3.3	3.4	3.8	4.4	4.9
*총차입금	790.0	524.6	631.4	674.1	721.3
*순차입금(순현금)	476.4	198.3	255.6	217.1	223.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	(69.9)	40.5	(27.1)	68.9	22.7
당기순이익	83.4	121.0	112.3	119.4	122.8
유형자산상각비	6.7	7.4	7.6	6.6	5.7
무형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
외환환산손실(이익)	(1.1)	(11.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(78.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(18.7)	(5.5)	6.4	7.8	8.1
운전자본변동	(184.9)	(82.2)	(154.0)	(65.3)	(114.4)
(법인세납부)	(21.2)	(32.1)	(35.5)	(37.7)	(38.8)
기타	65.4	120.7	35.5	37.6	38.8
투자활동으로인한현금흐름	(48.5)	305.9	(17.5)	(14.9)	(15.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.9)	(1.5)	(1.6)	(1.8)	(2.2)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.8)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(13.6)	(101.7)	(12.4)	(12.4)	(10.5)
기타	(33.4)	409.1	(3.5)	(0.7)	(2.4)
FCF	(76.5)	21.7	(51.0)	42.0	0.2
재무활동으로인한현금흐름	56.8	(351.8)	98.4	34.2	38.9
차입금의 증가(감소)	69.1	(299.7)	106.8	42.6	47.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.2)	(7.2)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
기타	(5.1)	(44.9)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(7.8)	(7.7)	(7.7)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	2.6	10.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(59.0)	5.1	46.0	80.5	38.7
기초현금	356.9	297.9	303.0	349.0	429.5
기말현금	297.9	303.0	349.0	429.5	468.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,580.4	6,995.7	7,335.4	7,649.4	7,822.5
증감률 (%)	7.4	6.3	4.9	4.3	2.3
매출원가	6,380.9	6,747.2	7,082.9	7,383.4	7,543.8
매출총이익	199.6	248.5	252.6	266.0	278.7
매출총이익률 (%)	3.0	3.6	3.4	3.5	3.6
판매관리비	100.3	114.9	114.7	120.8	122.7
영업이익	99.3	133.5	137.8	145.2	156.0
증감률 (%)	48.6	34.4	3.2	5.4	7.4
영업이익률 (%)	1.5	1.9	1.9	1.9	2.0
영업외손익	10.1	18.9	9.9	11.8	5.6
금융손익	(7.8)	(7.7)	(2.4)	(2.8)	(3.4)
기타영업외손익	(0.7)	20.6	6.6	9.0	3.7
중상 및 관계기업관련손익	18.7	6.0	5.7	5.6	5.4
세전계속사업이익	109.4	152.5	147.7	157.0	161.6
법인세비용	26.0	31.5	35.5	37.7	38.8
계속사업이익	83.4	121.0	112.3	119.4	122.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	83.4	121.0	112.3	119.4	122.8
증감률 (%)	6.0	45.1	(7.2)	6.3	2.9
순이익률 (%)	1.3	1.7	1.5	1.6	1.6
(지배주주)당기순이익	83.7	121.1	111.8	118.8	122.3
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	(0.1)	0.5	0.5	0.5
총포괄이익	151.3	81.9	112.3	119.4	122.8
(지배주주)총포괄이익	151.5	81.8	112.9	120.0	123.5
(비지배주주)총포괄이익	(0.3)	0.1	(0.6)	(0.6)	(0.7)
EBITDA	106.7	141.6	146.1	152.3	162.2
증감률 (%)	45.1	32.7	3.2	4.3	6.5
EBITDA 이익률 (%)	1.6	2.0	2.0	2.0	2.1

주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	6,303	9,145	8,487	9,022	9,286
EPS (지배순이익, 원)	6,326	9,152	8,449	8,982	9,244
BPS (자본총계, 원)	43,892	49,537	57,389	65,775	74,425
BPS (지배지분, 원)	43,644	49,284	57,098	65,444	74,053
DPS (원)	600	700	700	700	700
PER (당기순이익, 배)	3.0	2.1	2.5	2.3	2.3
PER (지배순이익, 배)	3.0	2.1	2.5	2.4	2.3
PBR (자본총계, 배)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	6.8	3.2	3.7	3.3	3.1
배당성향 (%)	8.6	6.9	7.5	7.1	6.9
배당수익률 (%)	3.2	3.7	3.3	3.3	3.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	1.6	2.0	2.0	2.0	2.1
영업이익률 (%)	1.5	1.9	1.9	1.9	2.0
순이익률 (%)	1.3	1.7	1.5	1.6	1.6
ROA (%)	4.3	5.9	5.1	5.0	4.8
ROE (지배순이익, %)	16.6	19.7	15.9	14.7	13.3
ROIC (%)	28.2	16.3	17.0	15.1	14.4
안정성					
부채비율 (%)	254.7	214.7	205.1	186.0	171.9
순차입금비율 (%)	82.0	30.3	33.7	24.9	22.7
현금비율 (%)	21.9	25.2	25.9	30.4	31.7
이자보상배율 (배)	4.1	4.4	6.6	4.9	4.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	20.5	15.7	12.8	11.1	9.9
재고자산회수기간 (일)	14.3	12.7	14.2	14.8	15.3
매출채권회수기간 (일)	35.6	45.8	41.1	31.7	32.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권