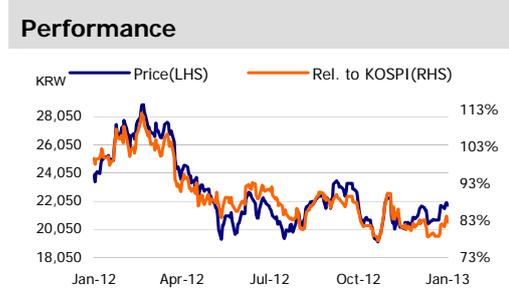


Target Price lowered / Earnings preview

Korea / General trading companies				
11 January 2013	<b>BUY</b>			
목표주가	28,000 원			
현재주가 (10 Jan 13)	21,750 원			
Upside/downside (%)	28.7			
KOSPI	2006.8			
시가총액 (십억원)	485,673			
52 주 최저/최고	18,800 - 29,700			
일평균거래대금 (십억원)	1.5			
외국인 지분율 (%)	5.4			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	5,031	4,893	5,361	6,272
영업이익 (십억원)	87.9	89.7	85.7	102.5
당기순이익 (십억원)	67.6	74.4	71.2	85.6
수정순이익 (십억원)	67.6	74.4	71.2	85.6
EPS (원)	3,026	3,332	3,189	3,833
EPS 성장률 (%)	44.2	10.1	(4.3)	20.2
P/E (x)	7.6	6.2	6.8	5.7
EV/EBITDA (x)	9.9	10.0	10.2	8.7
배당수익률 (%)	2.2	2.4	2.3	2.3
P/B (x)	1.6	1.5	1.3	1.1
ROE (%)	26.0	23.2	20.7	20.8
순차입금/자기자본 (%)	120.5	157.6	115.5	99.6



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	3.6	0.5	(9.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	1.1	(2.6)	(17.3)

권해순, Analyst  
3774 6022 hskwon@miraeasset.com

# 현대종합상사 (011760 KS)

## 4Q12 실적 preview

현대상사의 4분기 영업이익은 3분기대비 소폭 회복되는 추세를 보일 전망이다. 여전히 부진한 무역환경으로 높은 이익 성장은 어려웠을 것으로 보임. 신규 추정치는 당사의 종전 추정 영업이익 141 억원을 6% 하회하며, 컨센서스 190 억원 대비 30% 낮은 수준. 부진했던 하반기 실적을 반영하여 2012년 및 2013년 매출액을 각각 2%, 5%, 영업이익을 각각 5%, 7% 하향 조정함. 또한 영업가치에 적용했던 투자지표를 하향 조정함에 따라 동사의 목표주가를 28,000 원(종전 32,000 원)으로 하향 조정함. 2013년에는 고마진의 프로젝트성 매출 발생이 예상됨에 따라 성장성이 회복 추세로 진입할 전망이다. 또한 동사 기업가치의 할인요소로 작용하였던 청도현대조선의 실적 개선도 기대됨. 다만 과거 예상보다 늦어졌던 구조조정 및 계약체결 시기를 감안하여 당사는 상기 요인들을 아직 실적에 반영하지 않았음. 향후 동 요건들이 가시화되면 현대종합상사의 기업가치는 re-rating 가능할 것으로 예상됨. 투자 의견 BUY 유지.

### 4Q12 preview: 3분기 대비 소폭 회복되는 추세

현대종합상사의 별도 기준 4분기 매출액은 1,2조원(+8%YoY, +8.5%QoQ), 영업이익은 130억 원(-5.3%YoY, +13.6%QoQ)으로 전망. 3분기를 저점으로 매출은 회복되는 추세에 진입한 것으로 파악됨. 수익성도 저마진의 화학부문 매출 비중 감소로 소폭 회복될 전망이다. 현대상사 주가는 2012년 10.2% 하락하며 KOSPI 대비 19.6ppt 언더퍼폼함. 이는 무역부진이 부진한 실적을 기록한 가운데, 자원개발 부문도 신규 자원개발 이익이 부재하며 두 사업부문 모두 (일회성을 제외할 경우) 이익 성장이 둔화되었기 때문. 또한 청도조선소도 적자를 지속하였음.

### 2013년 전망: 성장 궤도 재진입 전망

2013년 매출액 및 영업이익은 각각 5,361조원, 860억 원으로 2012년 대비 매출액은 10% 성장하나, 영업이익은 4% 감소할 전망이다. 한편, 일회성을 제외한 조정영업이익 성장률은 20%YoY에 달해 다시 성장궤도에 진입할 전망이다. 또한 2013년에는 고마진의 프로젝트성 매출 발생이 예상됨. 2011년 현대종합상사의 이익 성장동력이었던 우크라이나 자동차 공급 프로젝트의 영업이익률은 5% 상회하며, 타 무역부문의 평균 수익성 약 1.5%를 큰 폭 상회할 것으로 추정됨. 또한 동사 기업가치의 할인요소로 작용하였던 현대청도조선의 선박 건조 완료에 따른 영업손실이 축소될 전망이다. 2013년 청도조선소 영업손실은 고정비용 관련된 50억 원 수준(2012년 약 170억 원 예상)으로 예상되어 조정순이익은 11%YoY (2Q12 일회성 이익을 제외한 2012년 예상 조정 순이익 대비) 성장할 전망이다.

### 주가 Catalyst 및 투자 Risk

2013년에는 무역부문의 성장성을 회복시켜줄 프로젝트성 계약 체결과 현대청도조선의 손실 축소가 강력한 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다. 한편, 이 외에 금지금 소송 승소 시 기대되는 현금 유입과 예멘으로부터의 대여금 상황에 따른 현금 유입(연간 약 300억 원 예상)은 동사의 재무 리스크를 완화시킬 전망이다. 투자 Risk는 계약 체결 지연에 따른 실적 회복 지연과 현대청도조선의 현금창출 능력 부족에 따른 자금 지원 가능성 대두임. 당사는 상기 risk 요인들을 실적 및 목표주가에 반영하였음.

### 투자의견 BUY 및 목표주가 28,000 원으로 하향

목표주가는 2013E 세후 주당 영업이익에 Target P/E 8 배를 적용한 값 23,956 원, 예멘 LNG 개발사업의 주당 현재가치 6,494 원과 주당 순현금가치 2,481 원을 합산하고, 청도현대조선소로 인한 예상 현금 유출액의 주당가치 4,702 원을 차감하여 산출함. 투자지표 하향 조정은 당사의 상위 종합상사에 적용하는 Target P/E 10 배를 20% 할인함

Figure 1 현대종합상사 4분기 실적 Preview

(KRWbn, %, ppt)	4Q11	3Q12	4Q12E Mirae	YoY	QoQ	4Q12E Consensus	Diff.	1Q13E
Sales	1,127	1,122	1,217	8.0	8.5	1,135	7.2	1,326
Adj. operating profit	17	10	12	(31.1)	24.4	15	(19.0)	13
Operating profit	14	12	13	(5.3)	13.6	19	(30.2)	23
Pretax profit	14	11	14	(0.4)	24.4	N/A	N/A	23
Net profit	6	9	12	121.7	34.5	12	3.9	18
OPM	1.2	1.0	1.2	(0.1)	0.1	1.7	(0.5)	2.1
PPM	1.3	1.0	1.2	(0.0)	0.2	N/A	N/A	2.0
NPM	0.5	0.8	1.1	0.6	0.3	1.1	0.0	1.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 현대종합상사 분기별 실적 추이 및 전망

(KRWbn, %, ppt)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	2011	2012E	YoY
<b>Sales</b>	<b>1,262</b>	<b>1,315</b>	<b>1,327</b>	<b>1,127</b>	<b>1,300</b>	<b>1,253</b>	<b>1,122</b>	<b>1,217</b>	<b>5,031</b>	<b>4,893</b>	(2.7)
Trading	1,259	1,312	1,323	1,123	1,297	1,249	1,119	1,213	5,017	4,879	(2.8)
E&P	3	3	4	3	3	4	4	4	13	14	6.8
GP	36	38	34	33	32	37	27	27	141	122	(13.4)
<b>Adj. OP</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>74</b>	<b>54</b>	<b>(27.4)</b>
Adj. OPM	1.6	1.6	1.2	1.5	1.1	1.5	0.9	1.0	1.5	1.1	(0.4)
Dividends related E&P	8	9	10	9	10	10	7	10	36	37	3.7
<b>OP</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>2.0</b>
OPM	2.0	1.5	2.2	1.2	1.8	3.3	1.0	1.1	1.7	1.8	(0.1)
<b>NP</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>33</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>10.4</b>
Losses from Qingdao	(3)	(5)	(1)	(18)	(6)	(3)	(3)	(7)	(26)	(19)	(27.5)
<b>Adj. NP</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>-3</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>7.2</b>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 현대종합상사 연간 실적 조정

	Revised			Previous			Chg (%)		
Earnings(KRWbn)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
Sales	4,893	5,361	6,272	5,012	5,664	6,854	(2)	(5)	(8)
GP	122	139	169	135	159	199	(10)	(12)	(15)
SG&A	69	75	88	70	79	96	(2)	(5)	(8)
Adj. OP	54	64	82	65	79	103	(17)	(19)	(21)
Dividends (E&P)	37	39	41	41	43	45	(10)	(10)	(10)
OP	90	86	102	94	92	111	(5)	(7)	(8)
NP	75	71	86	69	67	83	8	6	4
Loss from Qingdao	19	5	(5)	14	5	(5)	36	0	0
Adj. NP	54	62	84	58	63	87	(7)	(1)	(3)
<b>Margin (%)</b>									
GPM	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9			
SG&A ratio	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4			
Adj. OPM	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5			
OPM	1.8	1.6	1.6	1.9	1.6	1.6			
NPM	1.5	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2			
Adj. NPM	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1	1.3			

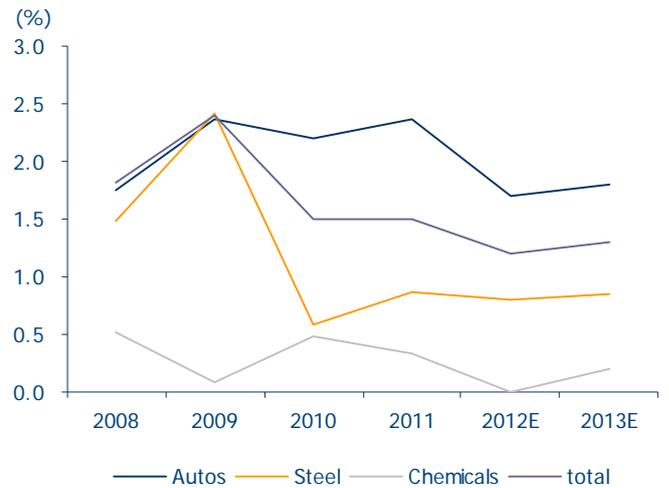
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 현대중합상사 부문별 매출액 추이 및 전망



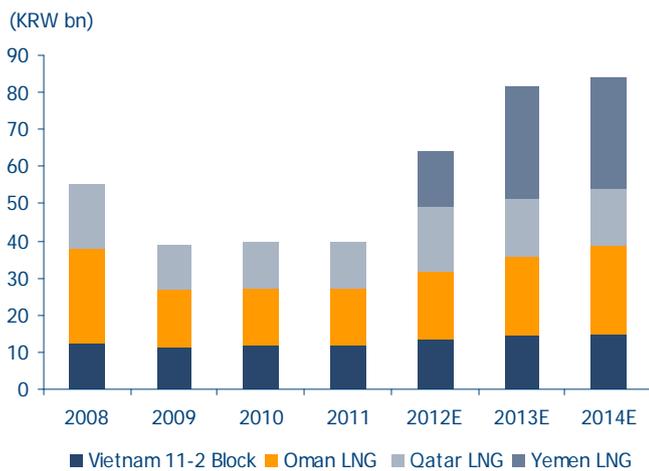
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 현대중합상사 부문별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 현대중합상사 자원개발이익 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 현대중합상사 영업이익의 당사 및 시장 컨센서스 비교



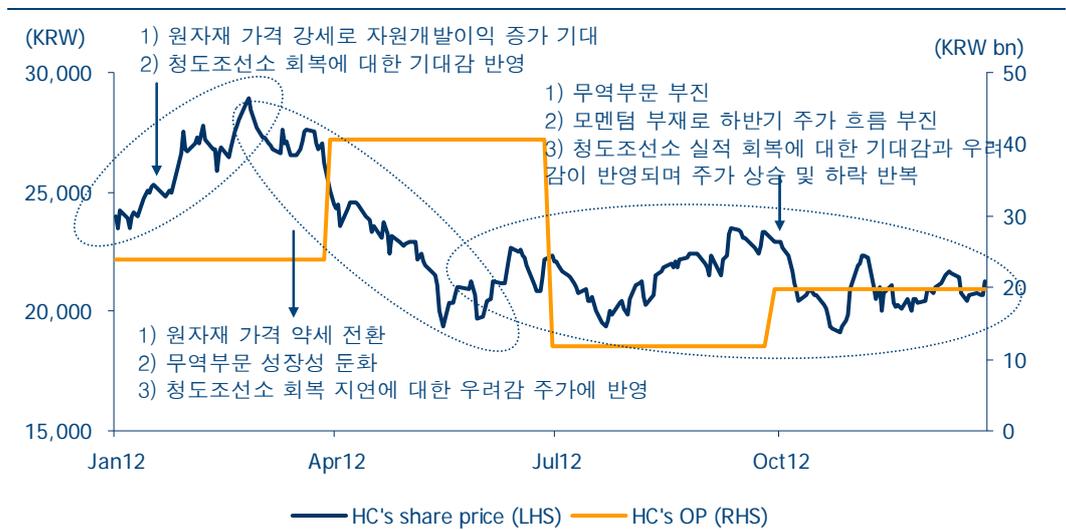
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 현대종합상사 밸류에이션 및 목표주가

	Value (KRWbn)		Value for share (KRW)	
1) Operating value				
2013E OP	86			Estimated E&P net profit at KRW40bn in 2013
OP after tax	67			22% corporate income tax rate
multiple	8			Discounted 10% from target P/E of 10X for Trading sector
		535	23,956	
2) NET Cash		55	2,481	AS of 3Q12
3) Others				
Value of Qingdao Hyundai	(105)			Estimated capital erosion of KRW105bn in cash outflow from Qingdao Hyundai till 2014 and valued its operation at 0 after then
NPV of Yeman LNG project	145	40	1,791	NPV of Yeman LNG project (estimated annual cash inflow of up to KRW30bn until 2034)
Fair value		630	28,228	1)+2)+3)
# of shares (mn)		22.3		
<b>Target Price (KRW)</b>			<b>28,000</b>	
Current price (KRW)			21,850	
<b>Upside potential</b>			<b>28%</b>	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 2012년 현대종합상사 주가 및 주요 이슈



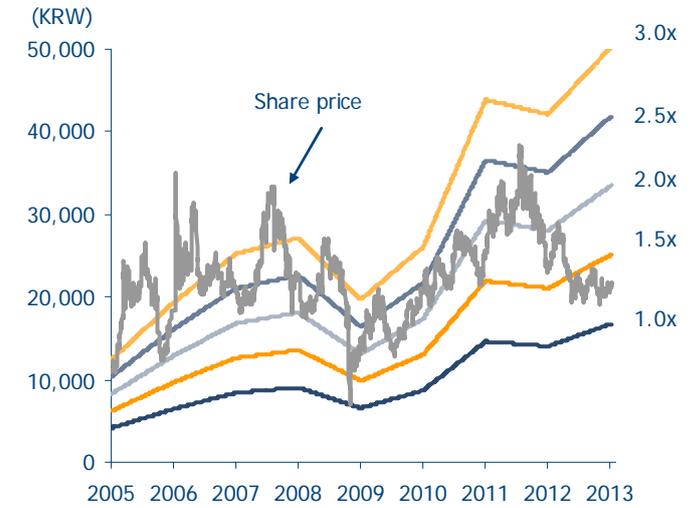
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 현대종합상사 P/E band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 현대종합상사 12개월 P/B 밸류에이션



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Summary financial statements

### 손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	5,031	4,893	5,361	6,272
매출원가	(4,890)	(4,771)	(5,221)	(6,103)
매출총이익	141	122	139	169
판매비와관리비	(67)	(69)	(75)	(88)
영업이익 (조정)	74	54	64	82
영업이익	88	90	86	102
순이자손익	25	22	22	22
지분법손익	(1)	0	0	0
기타	(33)	(25)	(25)	(25)
세전계속사업손익	79	87	83	100
법인세비용	(11)	(12)	(12)	(14)
당기순이익	68	74	71	86
당기순이익 (지배주주지분)	68	74	71	86
EPS (지배주주지분, 원)	3,026	3,332	3,189	3,833

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	38.4	(2.7)	9.6	17.0
매출총이익 증가율	26.8	(13.4)	13.9	21.5
영업이익 증가율	62.4	2.0	(4.4)	19.5
당기순이익 증가율	44.2	10.1	(4.3)	20.2
EPS 증가율	44.2	10.1	(4.3)	20.2
매출총이익율	2.8	2.5	2.6	2.7
영업이익률	1.7	1.8	1.6	1.6
당기순이익률	1.3	1.5	1.3	1.4

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,354	1,609	1,879	2,124
현금및현금성자산	205	112	173	156
단기금융자산	6	41	42	44
매출채권	874	1,174	1,343	1,571
재고자산	130	143	180	210
기타유동자산	139	140	142	143
비유동자산	403	400	417	434
유형자산	3	3	3	4
투자자산	177	174	181	188
기타비유동자산	223	224	233	242
자산총계	1,756	2,009	2,296	2,558
유동부채	1,291	1,527	1,753	1,940
매입채무	648	867	1,091	1,276
단기금융부채	487	503	503	503
기타유동부채	156	157	159	160
비유동부채	139	169	170	171
장기금융부채	117	143	143	143
기타비유동부채	22	25	26	28
부채총계	1,430	1,696	1,922	2,111
지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
비지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	327	313	374	448
BVPS (원)	14,633	14,039	16,728	20,061

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	62	(61)	95	18
당기순이익	68	74	71	86
유무형자산상각비	4	6	4	5
기타	26	(83)	1	1
운전자본증감	(35)	(59)	18	(73)
투자현금	(1)	(66)	(23)	(24)
자본적지출	(2)	(1)	(2)	(2)
기타	1	(65)	(21)	(21)
재무현금	76	34	(11)	(11)
배당금	(6)	(11)	(11)	(11)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	82	45		
기초현금	67	205	112	173
기말현금	205	112	173	156

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	26.0	23.2	20.7	20.8
총자산이익률 (%)	4.9	4.0	3.3	3.5
재고자산 보유기간 (일)	14.1	10.4	11.3	11.7
매출채권 회수기간 (일)	44.1	76.4	85.7	84.8
매입채무 결제기간 (일)	46.2	58.0	68.4	70.8
순차입금/자기자본 (%)	120	158	115	99.6
이자보상배율 (x)	(3.5)	(4.0)	(3.8)	(4.6)

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

**Recommendations**

**종목별 투자의견 (2개월 기준)**

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과  
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내  
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과  
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

**업종별 투자의견**

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과  
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내  
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

**Compliance Notice**

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
 작성자, 권해순

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
<b>REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.</b>									

**Target Price and Recommendation Chart**

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



현대종합상사 (011760 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2011-02-10	BUY (Initiate)	43,000
2011-04-07	BUY	50,000 (Up)
2011-07-12	BUY	50,000
2011-11-16	BUY	50,000
2012-01-03	BUY	45,000 (Down)
2012-01-19	BUY	45,000
2012-02-27	BUY	45,000
2012-06-13	BUY	32,000 (Down)
2012-10-17	BUY	32,000
2013-01-11	BUY	28,000 (Down)