

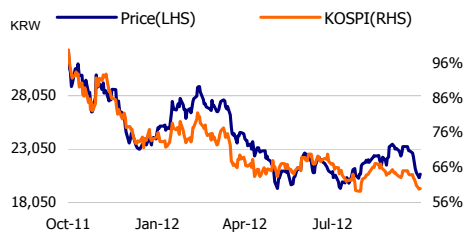
Earnings preview

Korea / General trading companies	
17 October 2012	BUY
목표주가	32,000 원
현재주가 (16 Oct 12)	20,700 원
Upside/downside (%)	54.6
KOSPI	1941.54
시가총액 (십억원)	462,227
52 주 최저/최고	18,800 - 32,100
일평균거래대금 (십억원)	1.8
외국인 지분율 (%)	5.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	5,031	5,012	5,664	6,854
영업이익 (십억원)	87.9	94.5	91.8	111.2
당기순이익 (십억원)	67.6	69.1	67.1	82.6
수정순이익 (십억원)	67.6	69.1	67.1	82.6
EPS (원)	3,026	3,094	3,004	3,700
EPS 성장률 (%)	44.2	2.2	(2.9)	23.1
P/E (x)	7.6	6.7	6.9	5.6
EV/EBITDA (x)	9.9	9.4	9.5	8.2
배당수익률 (%)	2.2	2.4	2.4	2.4
P/B (x)	1.6	1.5	1.3	1.1
ROE (%)	26.0	21.8	20.0	20.7
순차입금/자기자본 (%)	120.5	156.6	125.4	113.2

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(11.0)	(0.5)	(36.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(7.7)	(7.3)	(41.8)

권해순, Analyst
3774 6022 hskwon@miraeasset.com

현대종합상사 (011760 KS)

2013년 성장 궤도 재진입 전망

현대종합상사의 별도 기준 3분기 매출액은 1,3조원으로 전년동기대비 1% 감소하나, 전분기대비 5% 증가 예상. 영업이익은 160억원으로 46%YoY, 62%QoQ 감소할 전망. 일회성을 제외한 조정영업이익은 전년동기 대비 3% 증가하나, 전분기 대비 16% 감소할 전망. 이는 당사 종전 조정이익 예상치를 13% 하회하는 수준. 3분기 예상 실적을 반영하여 2012년 및 2013년 매출액을 각 14%, 13% 하향 조정하고 영업이익을 각각 4%, 8% 하향 조정함. 2013년에는 고마진의 프로젝트성 매출 발생이 예상됨에 따라 조정 영업이익 기준 22%YoY 성장하며 성장성이 회복될 전망. 또한 동사 기업가치의 할인요소로 작용하였던 청도조선소의 선박 건조 완료로 영업손실이 축소되어 조정순이익도 26%YoY (2Q12 일회성 이익을 제외한 2012년 예상 조정 순이익 대비) 성장성이 예상됨. 목표주가 32,000 원 및 투자의견 BUY 를 유지함.

3분기 실적 preview: 당사 종전 예상을 하회할 전망

전년동기 부진한 매출액은 글로벌 경기 부진에 따른 교역량 감소에 기인함. 영업이익 감소는 전년동기에는 외화환산이익 급증(678억)에 따른 기타수익 증가가 있었기 때문이며, 전분기에는 대손충당금 환입(145억)에 따른 기타수익 증가가 있었기 때문. 특히 2분기 410억에 달했던 영업이익(vs. 1분기 240억)은 청도조선소 관련 소송이 조정기에 들어가며 2011년에 적립하였던 대손충당금을 환입한 것에 따른 것임. 이와 같은 일회성을 제외한 조정영업이익은 전년동기 대비 3%, 전분기 대비 16% 감소할 전망. 이는 종전 당사 예상치를 13% 하회하는 것으로, 교역량 감소에 따른 매출 성장 둔화 및 마진 악화에 기인함. 예상보다 부진할 실적을 반영하여 2012년 매출액 및 영업이익을 각각 14%, 4% 하향 조정함.

2013년부터는 성장성 회복 예상

2013년 매출액 및 영업이익은 각각 5.7조원, 920억으로 2012년 대비 매출액은 13% 성장하나, 영업이익은 3% 감소할 전망. 한편, 일회성을 제외한 조정영업이익의 성장률은 22%YoY에 달해 다시 성장궤도에 진입할 전망. 2013년에는 고마진의 프로젝트성 매출 발생이 예상되기 때문. 2011년 현대종합상사의 이익 성장동력이었던 우크라이나 자동차 공급 프로젝트의 영업이익률은 7%에 달하며 타 무역부문의 평균 수익성 약 1.5%를 큰 폭 상회하였음. 또한 동사 기업가치의 할인요소로 작용하였던 청도조선소의 선박 건조 완료에 따른 영업손실이 대폭 축소될 전망. 2013년 청도조선소 영업손실은 고정비용 관련된 50억 수준으로 예상되어 조정순이익은 26%YoY (2Q12 일회성 이익을 제외한 2012년 예상 조정 순이익 대비) 성장할 전망.

2013년 청도조선소 손실은 50억으로 2012년 대비 64% 축소될 전망

2012년 청도현대조선소의 손실은 140억으로 예상됨(상반기 누적 손실 90억). 청도조선소는 2008년 이후 선박 시황 악화로 적자를 지속하고 있음. 하지만, 2012년 11월 초에 잔여 선박 2척이 최종 인도되면서, 2013년부터는 선박건조 관련 손실은 대폭 감소할 전망. 이에 따라 약 50억 수준의 영업손실이 발생할 전망. 또한 선박 건조가 마무리되는 대로 신규 수익원인 현대중공업 중국법인이 제조하는 굴삭기 원재료 가공 작업을 본격화할 예정. 2013년부터는 청도현대조선소로부터 반영될 지분법 손실이 50억으로 2012년 예상 지분법 손실 140억 대비 큰 폭 감소할 전망.

투자의견 BUY 및 목표주가 32,000 원 유지

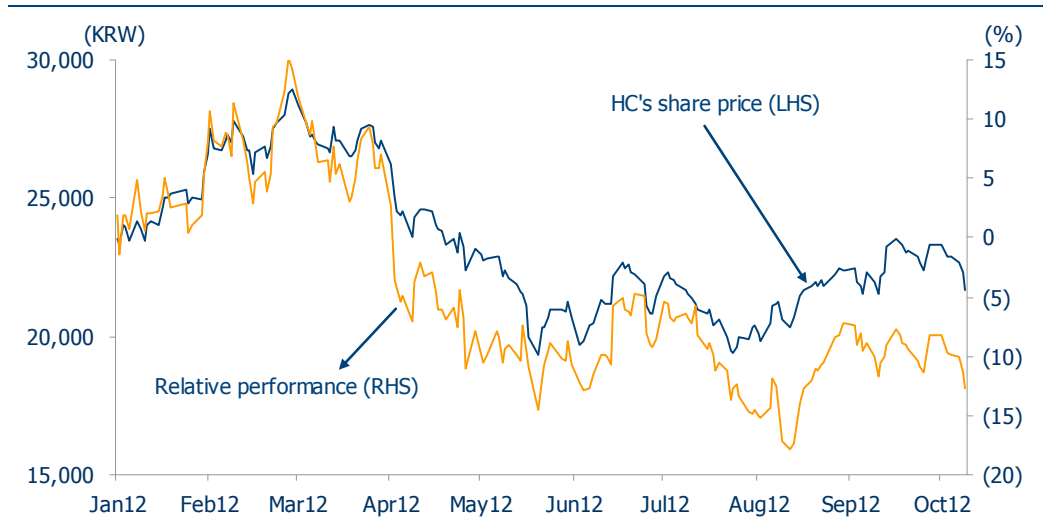
3분기 부진한 실적이 예상됨에 따라 단기적 주가 상승을 견인할 동력은 부족한 상태. 하지만 2013년의 실적 회복 추이 및 2013년 예상 실적 기준 P/E 7배 수준(2010년 이후 최저치 수준)의 밸류에이션을 감안할 때 현 주가 수준은 밸류에이션 매력이크 높다고 판단함. 목표주가는 2013년 예상 세후 주당 영업이익에 Target P/E 9배를 적용한 값 28,845 원, 예멘 LNG 개발사업의 주당 현재가치 6,493 원과 주당 순현금가치 1,460 원을 합산하고, 청도현대조선소로 인한 예상 현금 유출액의 주당가치 4,254 원을 차감하여 산출함. 목표주가는 2013년 예상 EPS 기준 P/E 8배에 해당.

Figure 1 현대상사 밸류에이션 및 목표주가

	Value (KRWbn)		Value for share (KRW)	
1) Operating value				
2012E OP	92		Estimated E&P net profit at KRW40bn in 2013	
OP after tax	72		22% corporate income tax rate	
P/E(x)	9		Discounted 10% from target P/E of 10X for major trading companies	
	644	28,845		
2) NET Cash				
	33	1,460	AS of 2Q12	
3) Others				
Value of Qingdao Hyundai	(95)		Estimated capital erosion of KRW60bn in cash outflow from Qingdao Hyundai till 2014 and valued its operation at 0 after then	
NPV of Yeman LNG project	145	50	2,239	NPV of Yemen LNG project (estimated annual cash inflow of up to KRW30bn until 2034)
Fair value	727	32,544	1)+2)+3)	
Target price		32,000		
# of shares (mn)	22.3			
Current price (KRW)			20,700	
Upside potential (%)			54.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 현대상사 주가 및 상대수익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 현대상사 P/E band chart

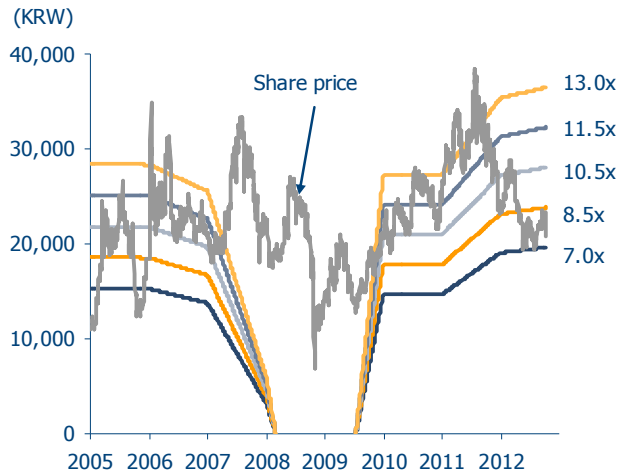
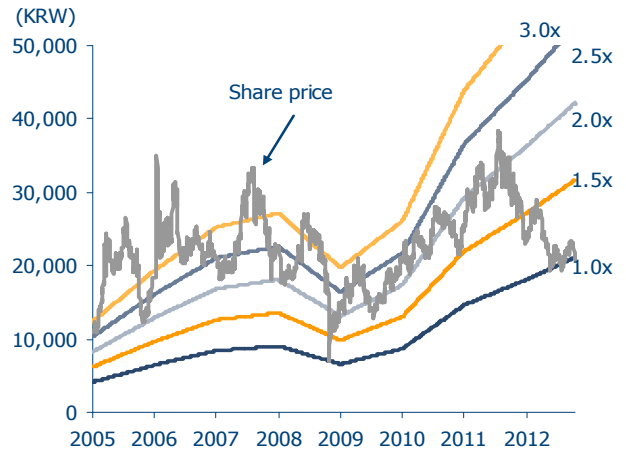


Figure 4 현대상사 12개월 P/B 밸류에이션



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 현대상사 분기별 실적 추이 및 전망

(KRWbn, %, ppt)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	YoY
Sales	1,262	1,315	1,327	1,127	1,300	1,253	1,314	1,144	5,031	5,012	(0.4)
Trading	1,259	1,312	1,323	1,123	1,297	1,249	1,310	1,141	5,017	4,997	(0.4)
E&P	3	3	4	3	3	4	4	4	13	15	9.6
GP	36	38	34	33	32	37	34	32	141	135	(4.2)
Adj. OP	20	22	15	17	14	19	16	17	74	65	(12.1)
Adj. OPM	1.6	1.6	1.2	1.5	1.1	1.5	1.2	1.5	1.5	1.3	(0.2)
Dividends related E&P	11	12	14	13	13	14	15	26	49	68	38.2
OP	25	20	29	14	24	41	16	14	88	94	7.5
OPM	2.0	1.5	2.2	1.2	1.8	3.3	1.2	1.2	1.7	1.9	(0.1)
NP	17	24	21	6	20	33	10	6	68	69	2.5
Losses from Qingdao	(3)	(5)	(1)	(18)	(6)	(3)	(3)	(2)	(26)	(14)	(46.6)
Adj. NP	14	19	20	-3	14	28	8	8	51	58	14.7

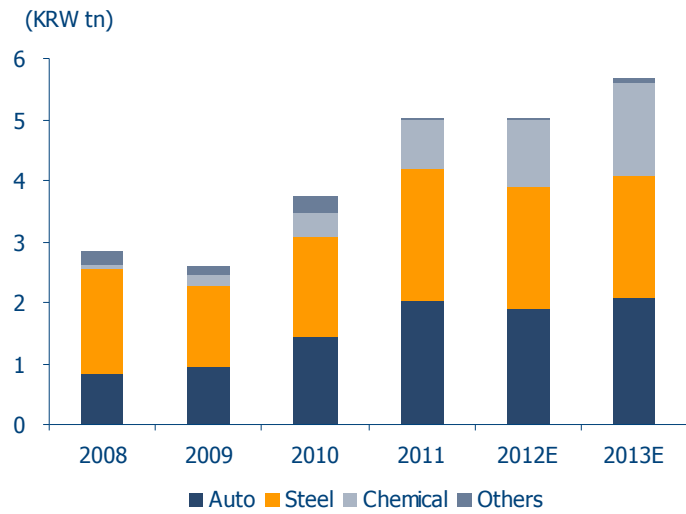
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 현대상사 연간 실적 조정

Earnings(KRWbn)	Revised			Previous			Chg (%)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
Sales	5,012	5,664	6,854	5,841	6,496	7,081	(14)	(13)	(3)
GP	135	159	199	146	169	192	(7)	(6)	4
SG&A	70	79	96	74	86	96	(5)	(8)	(0)
Adj. OP	65	79	103	72	84	95	(10)	(6)	8
Dividends (E&P)	41	43	45	38	39	41	8	11	11
OP	94	92	111	98	100	113	(4)	(8)	(2)
NP	69	67	83	72	74	84	(4)	(9)	(2)
Loss from Qingdao	14	5	(5)	15	5	3	(7)	0	(267)
Adj. NPM	58	63	87	60	70	82	(3)	(10)	6
Margin (%)									
GPM	2.7	2.8	2.9	2.5	2.6	2.7			
SG&A ratio	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4			
Adj. OPM	1.3	1.4	1.5	1.2	1.3	1.3			
OPM	1.9	1.6	1.6	1.7	1.5	1.6			
NPM	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2			
Adj. NPM	1.2	1.1	1.3	1.0	1.1	1.2			

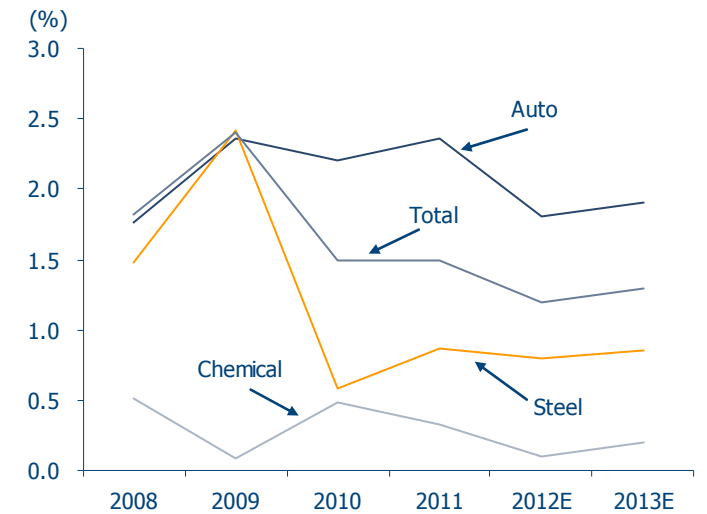
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 현대상사 부문별 매출액 추이 및 전망



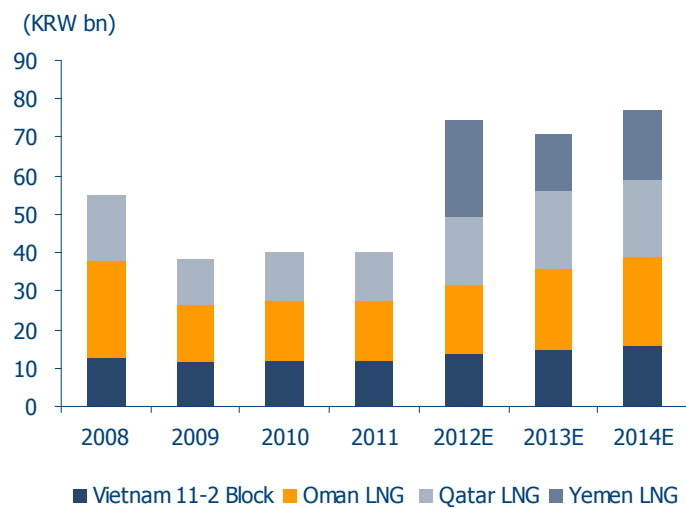
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 현대상사 부문별 영업이익률 추이 및 전망



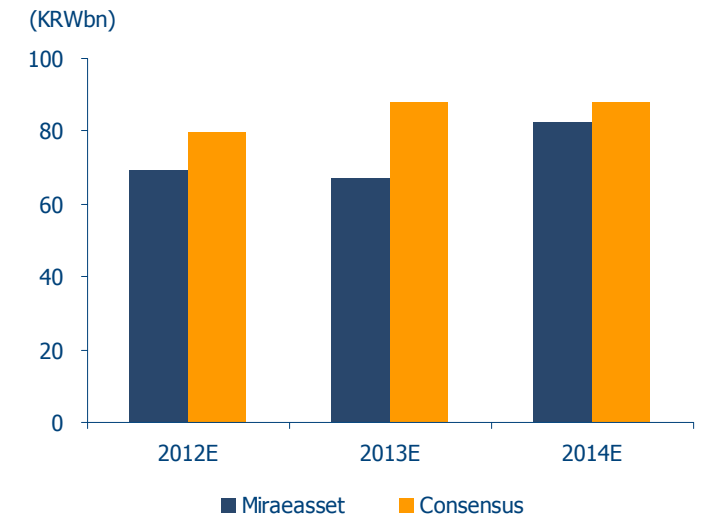
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 현대상사 자원개발이익 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 현대상사 영업이익 및 순이익의 당사 및 시장 컨센서스 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 현대상사 3분기 실적 Preview

(KRWbn, %, ppt)	3Q11	2Q12	3Q12E (Mirae)	YoY	QoQ	3Q12E Consensus	Diff.	4Q12 (E)
Sales	1,327	1,253	1,314	(1.0)	4.8	1,403	(6.4)	1,144
Operating profit	29	41	16	(45.8)	(61.5)	21	(25.3)	14
Pretax profit	20	38	13	(35.7)	(66.1)	N/A	N/A	12
Net profit	24	33	10	(57.0)	(68.5)	17	(39.4)	6
OPM	2.2	3.3	1.2	(1.0)	(2.1)	1.5	(0.3)	1.2
PPM	1.5	3.0	1.0	(0.5)	(2.0)	N/A	N/A	1.1
NPM	1.8	2.6	0.8	(1.0)	(1.8)	1.2	(0.4)	0.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터, FnGuide consensus

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	5,031	5,012	5,664	6,854
매출원가	(4,890)	(4,876)	(5,505)	(6,656)
매출총이익	141	135	159	199
판매비와관리비	(67)	(70)	(79)	(96)
영업이익 (조정)	74	65	79	103
영업이익	88	94	92	111
순이자손익	25	25	25	25
지분법손익	(1)	0	0	0
기타	(33)	(34)	(33)	(33)
세전계속사업손익	79	86	84	103
법인세비용	(11)	(17)	(17)	(21)
당기순이익	68	69	67	83
당기순이익 (지배주주지분)	68	69	67	83
EPS (지배주주지분, 원)	3,026	3,094	3,004	3,700

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	38.4	(0.4)	13.0	21.0
매출총이익 증가율	26.8	(4.2)	17.2	25.3
영업이익 증가율	62.4	7.5	(2.9)	21.2
당기순이익 증가율	44.2	2.2	(2.9)	23.1
EPS 증가율	44.2	2.2	(2.9)	23.1
매출총이익율	2.8	2.7	2.8	2.9
영업이익률	1.7	1.9	1.6	1.6
당기순이익률	1.3	1.4	1.2	1.2

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,354	1,596	1,928	2,217
현금및현금성자산	205	200	225	188
단기금융자산	6	18	18	19
매출채권	874	1,104	1,360	1,646
재고자산	130	134	182	220
기타유동자산	139	140	142	143
비유동자산	403	411	428	445
유형자산	3	3	4	4
투자자산	177	179	186	193
기타비유동자산	223	229	238	247
자산총계	1,756	2,007	2,355	2,662
유동부채	1,291	1,525	1,817	2,051
매입채무	648	815	1,105	1,338
단기금융부채	487	553	553	553
기타유동부채	156	157	159	160
비유동부채	139	173	174	175
장기금융부채	117	147	147	147
기타비유동부채	22	26	27	28
부채총계	1,430	1,699	1,991	2,226
지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
비지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	327	308	364	436
BVPS (원)	14,633	13,800	16,304	19,504

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	62	(44)	59	(3)
당기순이익	68	69	67	83
유무형자산상각비	4	6	5	5
기타	26	(88)	1	1
운전자본증감	(35)	(31)	(14)	(92)
투자현금	(1)	(45)	(22)	(23)
자본적지출	(2)	(1)	(2)	(3)
기타	1	(44)	(20)	(20)
재무현금	76	85	(11)	(11)
배당금	(6)	(11)	(11)	(11)
자본의증가(감소)	0	0	0	0
부채의증가(감소)	82	96	0	0
기초현금	67	205	200	225
기말현금	205	200	225	188

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	26.0	21.8	20.0	20.7
총자산이익률 (%)	4.9	3.7	3.1	3.3
재고자산 보유기간 (일)	14.1	9.9	10.5	11.0
매출채권 회수기간 (일)	44.1	72.0	79.4	80.0
매입채무 결제기간 (일)	46.2	54.8	63.7	67.0
순차입금/자기자본 (%)	120	157	125	113
이자보상배율 (x)	(3.5)	(3.7)	(3.6)	(4.4)

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

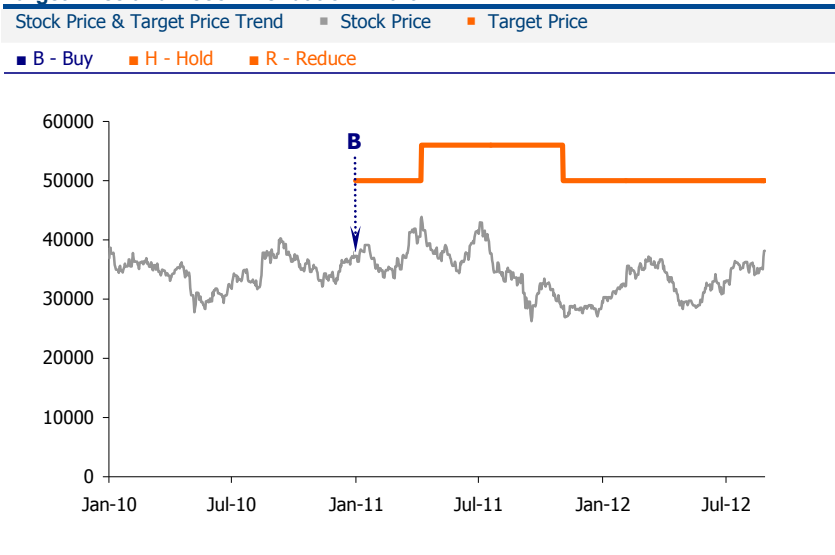
Compliance Notice

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.

작성 자 : 권해순

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

Target Price and Recommendation Chart



Date	Recommendation	12m target price
2011-01-18	BUY(Initiate)	43,000
2011-02-08	BUY	43,000
2011-04-05	BUY	50,000 (Up)
2011-06-30	BUY	50,000
2011-07-12	BUY	50,000
2011-09-23	BUY	5,000
2011-11-09	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