

Company visit

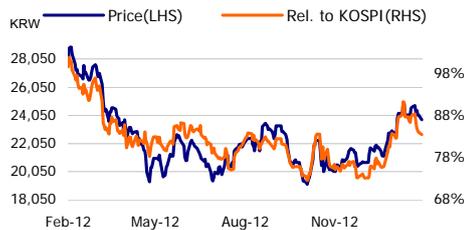
Korea / General trading company	
28 February 2013	BUY
목표주가	28,000 원
현재주가 (27 Feb 13)	24,200 원
Upside/downside (%)	15.7
KOSPI	2004.04
시가총액 (십억원)	540.4
52 주 최저/최고	18,800 - 29,700
일평균거래대금 (십억원)	2.0
외국인 지분율 (%)	5.6

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)	41.9	50.5	61.3	84.7
EPS (원)	3,026	3,332	3,189	3,833
수정 EPS (원)	1,879	2,249	2,640	3,667
수정 EPS 성장률 (%)	(12.0)	(19.7)	17.4	38.9
수정 P/E (x)	12.5	9.2	9.1	6.5
EV/EBITDA (x)	9.9	10.0	10.7	9.1
배당수익률 (%)	2.2	2.4	2.1	2.1
P/B (x)	1.6	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	26.0	23.2	20.7	20.8
순차입금/자기자본 (%)	120.5	157.6	115.5	99.6

** 실적 추정치는 K-IFRS 별도 기준임
** 영업이익은 기타손익을 포함한 추정치임
** 수정 순이익, 수정 EPS, 수정 P/E는 청도현대조선으로부터의 지분법손실을 감안한 추정치임

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	3.5	17.3	(14.4)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	0.3	12.2	(13.9)

권해순, Analyst
3774 6022 hskwon@miraeasset.com

현대종합상사 (011760 KS)

수확기로 진입

Event

현대상사를 탐방하여 2013년 경영계획 검토

당사는 전일 현대상사를 탐방하여 최근 영업현황 및 2013년 경영계획 등을 검토하였음. 현대상사 주가는 연초 이후 17% 상승하여 시장을 17ppt 아웃퍼폼하였으며, 연초 이후 종합상사 중 가장 좋은 주가 퍼포먼스를 보여주었음. 이는 무역부문의 실적 회복, 기업가치 할인 요소였던 청도현대조선소의 턴어라운드, 자원부문 가치 상승에 대한 기대감이 반영되고 있기 때문.

Impact

무역부문: 범현대 계열사들과의 시너지 효과 가시화 기대

현대상사는 선박플래트, 자동차철차 및 화학 사업부의 실적 개선으로 2013년에는 무역부문의 실적이 회복될 것을 전망함(2012년에는 대손 총당금 환입에 따른 일회성 요인을 제외할 경우 15.7%YoY 영업이익 감소). 이는 2010년 1월 현대중공업 그룹 편입 이후 범현대 계열사들과 함께 지속적으로 작업해왔던 프로젝트들에 대한 성과가 가시화될 것이 기대되기 때문. 특히 고마진의 우크라이나 전동차 추가 수주가 4월에 확정되어 하반기부터 실적에 반영될 것을 예상하였음(총 프로젝트 매출액 6~7억달러 내외, 3~4년에 걸쳐 실적에 반영 예상). 그 결과, 2013년 매출액 및 영업이익은 2012년 대비 각각 10%를 상회하는 성장을 기대하고 있었음. 이 경우 영업이익은 약 1천억원으로 당사의 현재 추정치를 10% 이상 상회하는 것.

청도현대조선: 적자 폭 축소 전망

당사는 현대상사 주가의 가장 큰 상승동력은 청도현대조선의 턴어라운드에 따른 기업가치 할인 요소 해소라고 판단함. 현대상사는 2012년으로 청도현대조선(지분율 100%)의 선박건조가 완료됨에 따라 2013년에는 약 100억원에 달하는 비용이 감소할 것으로 전망하였음(2012년 예상 지분법손실 약 170억원). 신규 선박 건조가 없기 때문에 임가공 등을 통해 인건비 등 고정비용의 일부가 상쇄 가능할 것으로 예상하고 있기 때문. 따라서 청도현대조선소는 자본잠식 상태(약 800억원으로 추정, 2012년 말 기준)이나, 현재 현대종합상사로부터의 유상 증자는 계획되어 있지 않음

자원개발사업: 예멘 LNG 프로젝트의 생산량 증대 및 판매가격 상승 기대

2013년 1분기 말, 예멘 LNG 개발 프로젝트(지분율 3%, 연간 생산량 6.9백만톤)의 증산 및 판매가격 재조정에 대한 결과가 확정될 전망. 금년 유입될 현금은 약 350억원 수준으로 대여금(1,353억원) 회수로 회계처리되며 2016년부터 연간 배당이익으로 손익계산서에 반영됨. 그러나 만약 2분기부터 15% 증산과 판매가격 재조정에 의해 판매가격이 상승한다면 2014년부터 기존 예상액을 80% 상회하는 현금 유입도 가능할 전망. 그리고 2015년부터는 연간 450억원을 상회하는 배당금 유입도 가능할 전망(이 경우 예멘 LNG의 가치 약 160%, 주당 가치 약 9,000원 상승할 것으로 당사는 추정함).

Action and recommendation

중소 종합상사 중 투자매력 가장 높음

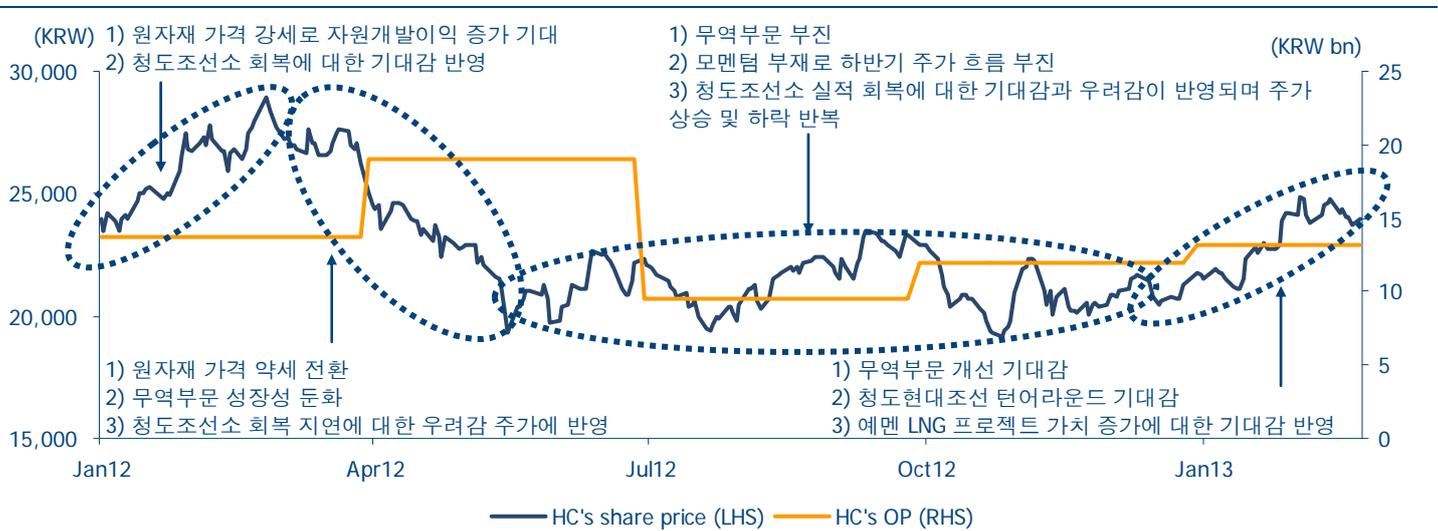
2013년에는 상반기부터 주가 상승에 긍정적인 호재들이 다수 있음. 특히 3월 중, 우크라이나 전동차 수주 및 예멘 LNG 프로젝트와 관련된 논의들이 좋은 결과를 낳게 되면 동사에 대한 투자 매력은 크게 부각될 전망. 투자이견 BUY 및 목표주가 28,000원을 유지함.

Figure 1 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 20% 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	(80)			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	120	40	1,791	NPV of Yemen LNG project (estimated annual cash inflow of up to US\$26mn until 2025)
Fair value		630	28,228	1)+2)+3)
# of shares (mn)		22.3		
Target Price (KRW)			28,000	
Current price (KRW)			24,200	
Upside potential			15.7%	

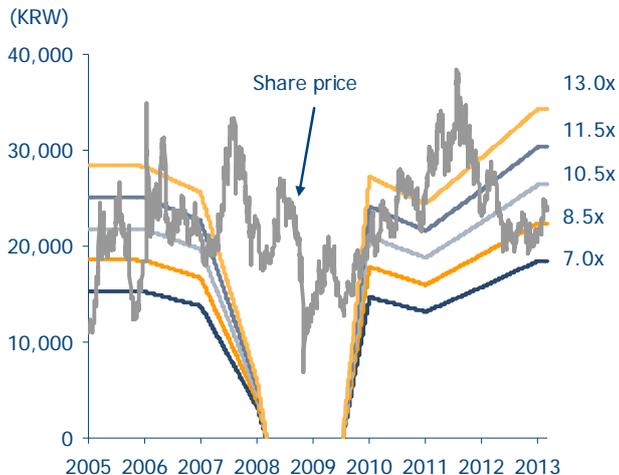
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 2012년 현대종합상사 주가 및 주요 이슈



자료: 미래에셋증권 리서치센터

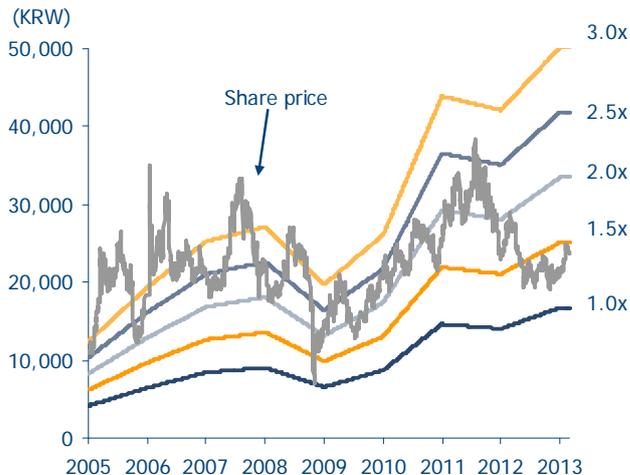
Figure 3 현대종합상사 P/E band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

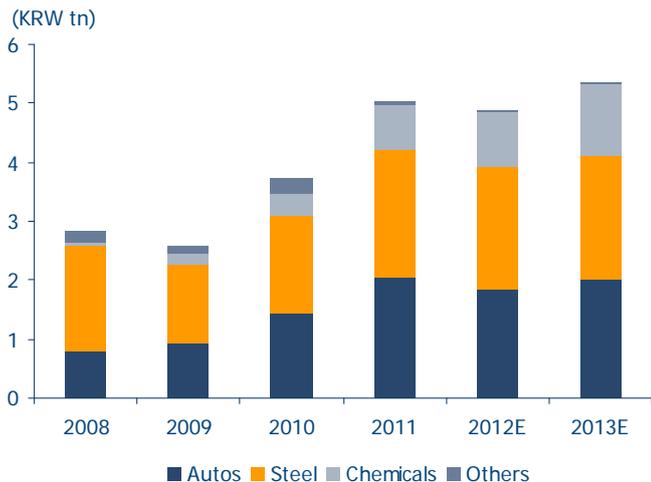
주: EPS는 청도현대조선소의 지분법손실을 감안한 수정 EPS 적용

Figure 4 현대종합상사 12개월 P/B 밸류에이션



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 현대종합상사 부문별 매출액 추이 및 전망



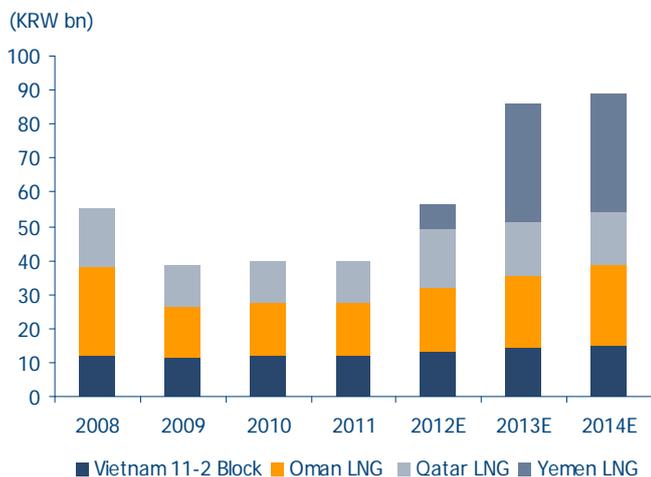
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 현대종합상사 부문별 영업이익률 추이 및 전망



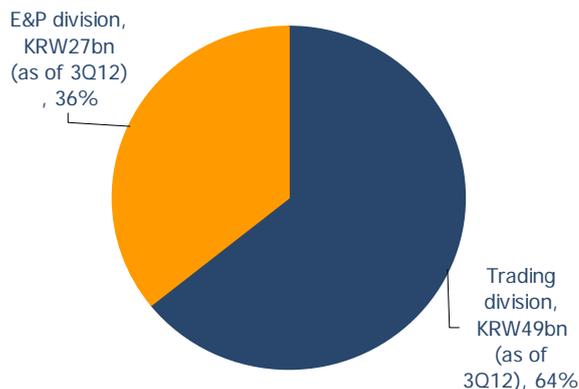
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 현대종합상사 자원개발이익 추이 및 전망 (현금유입 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 현대종합상사 부문별 영업이익의 구성



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 (7개월 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 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작 성 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

