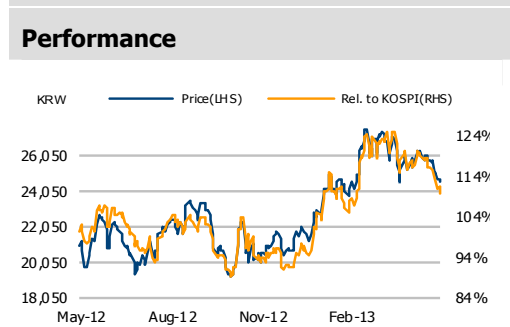


Results Review

Korea / General trading companies	
31 May 2013	BUY
목표주가	28,000 원
현재주가 (30 May 13)	24,700 원
Upside/downside(%)	13.4
KOSPI	2000.1
시가총액 (십억원)	551,546
52 주 최저/최고	18,800 - 27,700
일평균거래대금 (십억원)	1.38
외국인 지분율 (%)	5.68

Forecast earning & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	5,031	4,717	5,361	6,272
영업이익 (십억원)	74.2	62.1	85.7	102.5
당기순이익 (십억원)	67.6	71.8	71.2	85.6
수정순이익 (십억원)	41.9	51.6	61.3	84.7
EPS (원)	3,026	3,216	3,189	3,833
수정 EPS (원)	1,879	2,324	2,640	3,667
EPS 성장률 (%)	44.2	6.3	(0.8)	20.2
P/E (x)	7.6	6.4	7.7	6.4
수정 P/E (x)	12.5	8.9	9.4	6.7
EV/EBITDA (x)	11.6	11.3	8.1	6.4
배당수익률 (%)	2.2	2.4	2.0	2.0
P/B (x)	1.6	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	26.0	20.3	17.3	17.9
순차입금/자기자본 (%)	120.5	83.6	40.6	26.4

* 주: 별도기준 실적임
수정 EPS는 청도현대조선의 손실이 반영된 수치임



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(3.7)	0.0	17.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(6.8)	1.3	9.0

권해순, Analyst
3774 6022 hskwon@miraesasset.com
심은솔
3774 3824 esshim@miraesasset.com

현대종합상사 (011760 KS)

1Q13 실적 review: 무역부문 부진

Event

예상치를 하회하는 1Q13 실적 (별도기준) 발표

현대종합상사 1분기 별도기준 매출액 및 영업이익은 각각 1조 680억원(-17.9%YoY, +2.6%QoQ), 75억원(-45.6%YoY, -62.9%QoQ)으로 당사 추정치를 각각 19.5%, 43.3%, 시장 컨센서스를 19.4%, 35.5% 하회하였음. 한편, 현대종합상사의 공시 재무제표는 회계기준이 K-IFRS로 변경된 2010년 이후 2012년까지 별도재무제표(자산 2조 미만 기업에 해당)였으나, 유예기간 2년이 지남에 따라 2013년부터 연결재무제표로 발표되었음. 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 2,151억원, 138억원으로 각각 14.2%YoY, 28.2%YoY 감소함.

Impact

프로젝트성 사업 매출 감소로 상반기 무역부문 이익 감소 예상

예상치를 하회하는 1분기 실적은 타 종합상사들처럼 무역부문의 실적 개선이 더디게 진행되고 있기 때문. 특히 현대종합상사의 경우는 지난 상반기까지 발생한 고수익성의 프로젝트성 사업 매출(기계/플랜트 부문)이 감소한 것이 무역부문의 수익성 하락의 주원인임. 이러한 추세는 4분기기로 예상되는 신규 프로젝트성 사업 매출이 반영되기까지 지속될 전망. 한편, 철강 및 화학부문은 제품 가격 하락 등으로 매출액은 감소하였으나 수익성은 개선되고 있는 것을 확인함. 자원 개발사업(베트남 11-2, 카타르, 오만에서 가스 개발사업 진행 중)과 관련된 이익은 세전이익 기준 전년동기와 유사한 약 120억원 수준을 유지함. 청도현대조선의 1분기 영업손실은 약 45억원으로 2012년 말로 저가 수주 선박 건조가 완료됨에 따라 전년동기 대비 영업손실 폭이 약 40억원 감소한 것으로 파악됨.

단기적으로 주가 상승 모멘텀은 약해질 전망

현대종합상사는 연초 이후 3월 중순까지 29% 상승, KOSPI를 32.6ppt 아웃퍼폼하며, 국내 주요 종합상사 중 주가 수익률이 가장 높았음. 이는 2013년부터 투자 성과들이 가시화될 것으로 예상됨에 따라 기업가치 상승에 대한 기대감이 빠르게 주가에 반영되었기 때문, 2012년에는 현대중공업 계열에 편입된 2010년부터 투자했던 사업들의 수확이 예상보다 지연되는 가운데 글로벌 경기 하락으로 실적 부진을 경험하였음. 2013년 1분기, 동사의 주가 상승을 견인했던 주요 투자 사업으로는 첫째, 고수익 프로젝트성 추가 수주, 둘째, 예멘 LNG 프로젝트의 생산량 증대 및 판매가격 상승 기대감, 셋째, 청도현대상사의 손실 축소에 따른 실적 개선임. 그러나 예상보다 더딘 글로벌 경기 회복 추세와 투자 성과가 실적으로 반영되는 시기가 하반기로 지연되면서 3월 중순 이후 주가 상승 모멘텀은 약해진 상태임.

Action and recommendation

중장기적 투자 매력은 여전히 존재, 하반기 주가 상승 모멘텀 부각 예상

투자의견 BUY 및 목표주가 28,000원을 유지함. 투자성과 가시화 시기가 예상보다 지연되면서 주가 상승 모멘텀은 다소 약해진 상태. 그러나 상반기 주가 상승을 견인했던 요인들이 4분기부터 다시 부각될 전망임에 따라 하반기에는 주가 상승 모멘텀이 다시 발생할 것으로 예상함. 또한 2013년의 실적 개선 요인들이 2015년까지 이익 성장에 기여할 것으로 예상됨에 따라 동사의 중장기 투자매력은 높다고 봄. 현대상사의 향후 3년 연평균 예상 순이익 성장률 15%YoY를 상회할 전망.

Figure 1 현대종합상사 1분기 별도 실적 Review

(KRWbn, %, ppt)	1Q12	4Q12	1Q13	YoY	QoQ	1Q12E Mirae	Diff.	1Q12E Cons	Diff.
Sales	1,300	1,041	1068	(17.9)	2.6	1,326	(19.5)	1,325	(19.4)
Operating profit	14	20	8	(45.6)	(62.9)	13	(43.3)	12	(35.5)
Pretax profit	24	11	15	(35.2)	38.2	23	(33.6)		
Net profit	20	10	14	(30.5)	47.5	18	(22.3)	15	(7.0)
Operating margin	1.1	1.9	0.7	(0.4)	(1.2)	1.0	(0.3)	0.9	(0.2)
Pretax profit margin	1.8	1.1	1.4	(0.4)	0.4	1.7	(0.3)		
Net margin	1.6	0.9	1.3	0.2	0.4	1.4	0	1.1	0.2

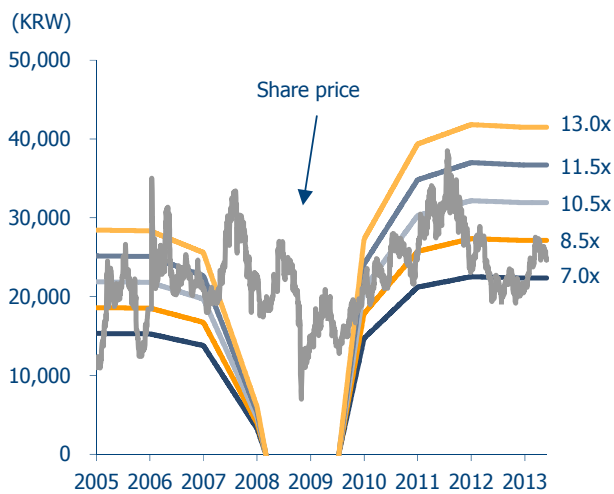
자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터, FnGuide

Figure 2 현대종합상사 1분기 연결 실적 Review

(KRWbn, %, ppt)	1Q12	1Q13	YoY
Sales	1417	1215	(14.2)
Operating profit	11	7	(39.9)
Pretax profit	20	13.8	(28.2)
Net profit	17	11.4	(31.3)
Operating margin	0.8	0.5	(0.2)
Pretax profit margin	1.4	1.1	(0.2)
Net margin	1.2	0.9	(0.2)

자료: 현대종합상사

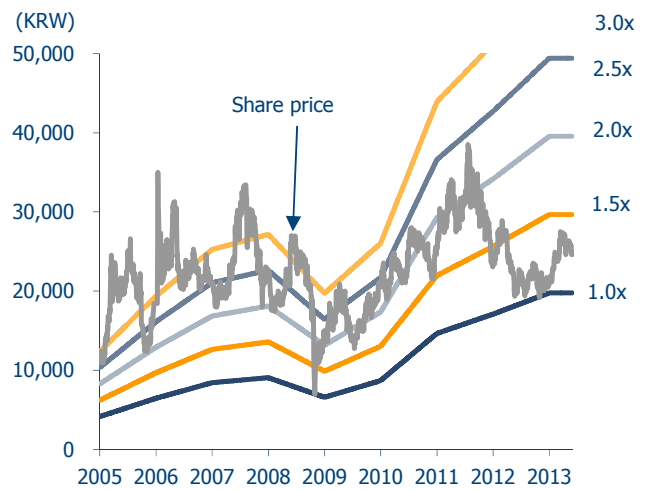
Figure 3 현대종합상사 12M P/E band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantwise

주: EPS는 청도현대조선소의 지분법손실을 감안한 수정 EPS 적용

Figure 4 현대종합상사 12M P/B band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantwise

Figure 5 Peer valuation

(KRW bn, KRW, x, %)	Daewoo International	LG International	Hyundai Corporation	GS Global	SK Networks
Code	047050 KS	001120 KS	011760 KS	001250 KS	001740 KS
Target Price	45,000	57,000	28,000	11,000	7,000
Rating	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
Current price (05/30)	35,300	37,150	24,700	10,300	6,920
Upside potential	27%	53%	13%	7%	1%
Market cap	4,020	1,440	552	232	1,717
Revenue					
2010	16,062	14,386	3,634	1,783	24,221
2011	19,457	13,987	5,031	2,897	27,536
2012	17,571	12,794	4,717	3,400	27,936
2013E	18,617	13,050	5,361	2,908	26,638
Operating profit					
2010	182	193	54	8	248
2011	165	163	74	11	360
2012	152	205	62	31	252
2013E	223	219	86	32	279
OP margin					
2010	1.1	1.3	1.5	0.4	1.0
2011	0.9	1.2	1.5	0.4	1.3
2012	0.9	1.6	1.3	0.9	0.9
2013E	1.2	1.7	1.6	1.1	1.0
Net profit					
2010	107	319	47	19	209
2011	213	248	42	(6)	146
2012	212	222	52	20	48
2013E	148	219	61	36	-2
NP margin					
2010	0.7	2.2	1.3	1.0	0.9
2011	1.1	1.8	0.8	(0.2)	0.5
2012	1.2	1.7	1.1	0.6	0.2
2013E	0.8	1.7	1.1	1.2	(0.0)
EPS					
2010	1,063	8,236	2,098	1,354	846
2011	2,073	6,393	1,879	-275	587
2012	1,860	5,720	2,324	904	194
2013E	1,300	5,656	2,640	1,606	-8
BPS					
2010	15,151	26,661	8,678	4,164	12,732
2011	18,485	34,555	14,633	9,969	13,013
2012	19,213	37,894	17,080	10,677	12,866
2013E	21,825	43,166	19,769	11,974	12,254
PER					
2010	34.0	4.7	12.2	12.8	15.8
2011	14.0	7.4	7.6	n/a	17.2
2012	21.3	8.5	8.9	13.2	43.6
2013E	27.1	6.6	9.4	6.4	N/A
PBR					
2010	2.4	1.4	3.0	4.2	1.1
2011	1.6	1.4	1.6	1.0	0.8
2012	1.8	1.0	1.4	1.0	0.5
2013E	1.6	0.9	1.2	0.9	0.6
EV/EBITDA					
2010	35.8	10.1	10.7	69.8	13.8
2011	40.3	11.2	9.9	282.7	10.6
2012	41.2	8.1	11.3	12.1	10.1
2013E	29.6	8.5	7.4	14.1	9.2
ROE					
2010	7.0	35.6	27.5	21.5	6.7
2011	12.1	21.8	26.0	(9.7)	4.4
2012	10.5	15.8	20.3	11.1	3.4
2013E	6.6	14.0	17.3	10.3	(0.1)
ROA					
2010	1.8	8.6	5.1	4.3	2.4
2011	2.9	6.0	4.9	(1.9)	1.4
2012	2.6	4.6	4.2	2.2	1.0
2013E	1.9	4.2	4.0	1.9	0.0

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 현대상사는 청도현대조선소의 지분법손실을 감안한 수정 EPS, NP 적용

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	5,031	4,717	5,361	6,272
매출원가	(4,890)	(4,595)	(5,221)	(6,103)
매출총이익	141	122	139	169
판매비와관리비	(67)	(60)	(75)	(88)
영업이익 (조정)	74	62	64	82
영업이익	74	62	86	102
순이자손익	25	(8)	(8)	(8)
지분법손익	(1)	0	0	0
기타	(19)	30	5	5
세전계속사업손익	79	84	83	100
법인세비용	(11)	(12)	(12)	(14)
당기순이익	68	72	71	86
당기순이익 (지배주주지분)	68	72	71	86
EPS (지배주주지분, 원)	3,026	3,216	3,189	3,833

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	38.4	(6.2)	13.6	17.0
매출총이익 증가율	26.8	(13.6)	14.3	21.5
영업이익 증가율	37.0	(16.3)	38.1	19.5
당기순이익 증가율	44.2	6.3	(0.8)	20.2
EPS 증가율	44.2	6.3	(0.8)	20.2
매출총이익율	2.8	2.6	2.6	2.7
영업이익률	1.5	1.3	1.6	1.6
당기순이익률	1.3	1.5	1.3	1.4

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	62	95	130	41
당기순이익	68	72	71	86
유무형자산상각비	4	7	4	5
기타	26	(11)	1	1
운전자본증감	(35)	27	54	(50)
투자현금	(1)	(52)	19	11
자본적지출	(2)	2	(2)	(2)
기타	1	(54)	21	13
재무현금	76	(27)	(11)	(11)
배당금	(6)	(11)	(11)	(11)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	82	(15)		
기초현금	67	205	220	358
기말현금	205	220	358	399

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,354	1,260	1,595	1,831
현금및현금성자산	205	220	358	399
단기금융자산	6	40	42	44
매출채권	874	828	1,007	1,178
재고자산	130	110	126	147
기타유동자산	139	62	62	63
비유동자산	403	382	357	339
유형자산	3	2	3	4
투자자산	177	169	176	183
기타비유동자산	223	211	178	153
자산총계	1,756	1,642	1,952	2,171
유동부채	1,291	1,150	1,400	1,543
매입채무	648	590	839	982
단기금융부채	487	493	493	493
기타유동부채	156	67	68	69
비유동부채	139	110	111	112
장기금융부채	117	86	86	86
기타비유동부채	22	23	24	25
부채총계	1,430	1,260	1,511	1,655
지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
비지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	327	381	441	516
BVPS (원)	14,633	17,080	19,769	23,102

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	26.0	20.3	17.3	17.9
총자산이익률 (%)	4.9	4.2	4.0	4.2
재고자산 보유기간 (일)	14.1	9.5	8.2	8.2
매출채권 회수기간 (일)	44.1	65.9	62.5	63.6
매입채무 결제기간 (일)	46.2	49.2	50.0	54.5
순차입금/자기자본 (%)	120	83.6	40.6	26.4
이자보상배율 (x)	(3.0)	7.5	10.3	12.4

자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 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 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성 자: 권해순, 심은솔

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

Target Price and Recommendation Chart

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

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



Hyundai Corp (011760 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2011-04-05	BUY (Initiate)	50,000
2011-06-30	BUY	50,000
2011-07-12	BUY	50,000
2011-09-23	BUY	50,000
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
2013-01-11	BUY	28,000(Down)
2013-02-28	BUY	28,000
2013-03-15	BUY	28,000
2013-05-31	BUY	28,000