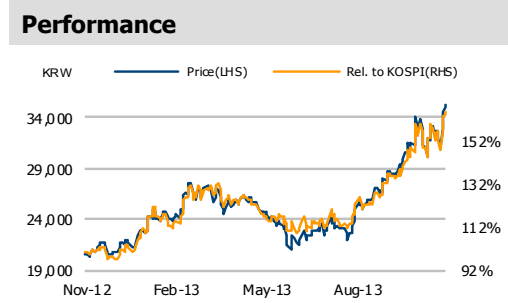


Target price raised

Korea / General trading company				
2 December 2013	BUY			
목표주가	42,000 원			
현재주가(29 Nov 13)	35,200 원			
Upside/downside(%)	19.3			
KOSPI	2044.87			
시가총액 (십억원)	786.0			
52 주 최저/최고	20,100 - 36,050			
일평균거래대금 (십억원)	3.16			
외국인 지분율 (%)	6.18			
Forecast earning & valuation				
Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	5,468	5,345	5,647	6,254
영업이익 (십억원)	28.8	34.8	53.1	62.5
당기순이익 (십억원)	51.6	52.6	57.8	85.7
수정순이익 (십억원)	51.6	52.7	57.8	85.7
EPS (원)	2,309	2,362	2,588	3,838
EPS 성장률 (%)	17.5	2.3	9.6	48.3
P/E (x)	9.0	14.9	13.6	9.2
EV/EBITDA (x)	15.3	21.1	16.1	13.7
배당수익률 (%)	1.4	1.4	1.4	1.4
P/B (x)	1.1	1.7	1.6	1.4
ROE (%)	13.0	12.2	12.0	15.8
순차입금/자기자본 (%)	74.7	59.0	49.5	37.9



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	8.0	47.0	71.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	8.3	39.8	66.0

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

현대종합상사 (011760 KS)

2014년에는 기업가치가 레벨 업 될 전망

지난 금요일 현대종합상사가 주최한 기관투자자 대상 IR에 참석하였음. 현대종합상사는 3분기 실적과 더불어 현재 경영현황 및 자원개발사업 진행 사항 등을 설명하였음. 현대종합상사의 3분기 별도기준 영업이익은 76 억원으로 당사 예상치를 48% 하회하였음. 그러나 세전이익은 금지금 관련 세액 환급소송에서 승소한 것에 따른 수익이 반영되면서 당사 예상치를 50.8% 상회함. 지난 8월 동사의 기업가치 할인요인이었던 자회사 청도현대조선의 지분 100% 중 66.25%를 매각하면서 동사 주가는 저점 대비 63% 상승, KOSPI를 51ppt 아웃퍼폼함. 당사는 이 같은 주가 강세가 2014년에도 이어질 것으로 전망함. 무역부문의 실적 개선이 예상될 뿐만 아니라 자원개발사업이 수확기에 진입하면서 동사의 기업가치가 레벨 업 될 전망이다. 청도현대조선 매각에 따른 기업가치 할인요인을 제거하고 예멘 LNG 가치 상승을 반영하여 현대종합상사에 대한 목표주가를 42,000 원으로 상향함. 투자의견 BUY 유지.

3Q13년 부진한 영업실적보다는 2014년 실적 개선에 초점을 맞춘 투자전략 유효

현대종합상사의 3분기 별도기준 실적은 매출액 0.96 조원, 영업이익 76 억원으로 당사 예상치를 각각 14%, 48% 하회하였으며, 시장 컨센서스는 각각 23%, 39% 하회하였음. 부진한 영업이익은 철강 및 화학 사업부의 트레이딩 물량 감소 및 마진 하락에 기인함. 한편 순이익은 200 억원으로 당사 예상치를 51% 상회하였는데, 이는 지난 8월에 지분을 매각한 청도현대조선의 매각과 관련한 대손상각액이 458 억원 기타비용에 반영되었음에도 불구하고, 지난 8월 금지금 관련 세액 환급소송에서 승소함에 따라 585 억원이 기타수익에 반영되었기 때문. 연초 기대하였던 프로젝트성 매출 반영이 2014년으로 지연되고 글로벌 경기 부진으로 무역부문에서의 실적 개선이 지연되고 있어 금년 3분기 영업실적은 다소 실망스러움. 그러나 2014년부터 본격적인 실적 개선이 전망됨에 따라 금년 실적보다는 향후 기업가치 개선에 초점을 맞춘 투자전략이 유효하다는 판단.

2014년에는 기업가치가 레벨 업 될 전망

자회사 청도현대조선 지분 축소로 기업가치 할인 요인이 제거되면서 현대종합상사의 주가는 금년 7월 초 저점 이후 51% 상승함. 당사는 현 주가에서도 추가 상승 여력이 충분하다고 판단하는데, 이는 2014년부터 우크라이나 전동차 수출 등 프로젝트성 매출이 본격적으로 반영되고, 자원개발사업이 수확기로 진입함에 따라 동 사업의 가치 상승도 예상되기 때문. 무역부문은 고수익의 프로젝트성 매출이 반영되면서 58%YoY 영업이익 성장에 예상됨. 자원개발부문은 예멘 LNG 개발이익이 현금 기준 약 600 억원 유입되면서 동 자원개발사업의 가치가 주가에 본격적으로 반영될 전망이다. 현대종합상사의 자원개발사업 중 가장 가치가 큰 예멘 LNG 개발 프로젝트는 연내 LNG 판매가격 상승이 결정될 전망이다. 이 경우 연간 유입될 현금이 종전 약 400 억원에서 약 600 억원까지 상승할 것으로 예상됨. 2015년 초까지는 대여금 차감으로 반영되며, 이후 배당이익으로 손익계산서에 반영될 예정. 현대종합상사가 예멘 LNG 개발사업을 포함한 총 4개의 자원개발사업에서 확보하게 될 개발이익은 현금 기준 2014년부터 1,000 억원에 달할 전망이다.

목표주가 42,000 원으로 상향 조정, 투자의견 BUY 유지

목표주가를 42,000 원(종전 28,000 원)으로 상향함. 자본잠식이 약 700 억원에 달해 청도현대조선소 지분 보유로 예상되었던 최대 현금유출에 따른 기업가치 할인액(1,150 억 원)을 제거하였고, 예멘 LNG 가치 상승을 반영하여 동 자원개발 가치를 종전 2,060 억 원에서 4,000 억원으로 상향 조정하였기 때문. 목표주가는 2014E EPS 2,703 원에 Target P/E 9 배를 적용한 값 24,325 원과 예멘 LNG 개발사업의 주당 현재가치 17,904 원을 합산하여 산출함. 목표주가는 2014년 및 2015년 예상 EPS 기준 각각 16.2 배, 10.9 배에 해당함.

다음은 지난 금요일 현대종합상사 IR에서 있었던 질의 응답을 정리, 요약한 것이다.

1. 금년 3분기 실적에서 철강 및 화학 트레이딩 부문 실적이 부진했는데, 내년 철강 및 화학 트레이딩 부문의 전망은?

금년보다는 철강 및 화학 트레이딩 부문의 실적은 좋아질 것으로 기대한다. 두 부문 매출액에서 범현대 계열사인 현대제철과 현대오일뱅크 제품 수출액 비중은 20~30 수준에 그친다. 이처럼 양 사 매출에서 현대 종합상사가 차지하는 비중이 낮다는 것은 향후 장기적으로 비중 확대를 통한 성장 가능성이 크다는 것을 의미한다고 본다. 특히, 내년은 현대제철의 고로 증설 효과가 본격화되며 수출 물량 확대에 힘입어 철강 트레이딩 부문은 20%YoY의 매출액 성장이 예상된다.

2. 화학트레이딩 매출액 중 계열사 현대오일뱅크 비중은 어느 정도인가? 그 외 어느 기업의 제품을 수출하는가?

현대오일뱅크 제품은 현재 화학 트레이딩 물량의 30%를 차지하고 있으며, 향후 더욱 늘어나갈 전망이다. 공급선은 SK, 롯데케미칼, GS 등 다양하게 이루어져있다.

3. 사업부별 영업이익률은 어떻게 되는가? 수익성 개선에 견인할 요인은 무엇이 있는가?

철강과 화학 트레이딩 부문의 영업이익률은 1% 미만이며 차량건설부문 영업이익률은 3~5% 이다. 선박 플랜트 부문은 중개수수료를 받는 구조이기 때문에 매출액과 영업이익이 비슷한 수준이다. 현대종합상사의 트레이딩 사업은 판관비가 고정적이므로 취급 물량이 증가할 때 이익률이 빠르게 상승한다.

4. 무역부문에서 브랜드 로열티 수입은 무엇에 대한 것이며, 고정적으로 유입되는 것인가?

로열티 수입은 주로 해외 전자제품 중 "현대" 브랜드로 판매되는 것이다. 매출액이 고정적이진 않으나, 꾸준히 증가하고 있다. 금년 영업이익은 150 억원 정도인데, 매출은 크지 않지만 수익성은 트레이딩보다 높다.

5. 우크라이나향 전동차 수출에서 2010년 1차 계약분과 2014년 발생할 2차 계약분의 수익성은 비슷하다고 볼 수 있나?

1차 계약의 수주량은 90 량이며, 금년 2차 계약분은 199 량을 수주하였다. 수익성은 수출 물량이 증가하면서 다소 하락할 것으로 예상된다. 내년 초부터 매출로 인식될 예정이다.

6. 예멘 LNG 개발사업과 관련하여, 현재 LNG 평균판매가격은 얼마이며, LNG 판매가격 인상은 언제 확정되는가? 예멘 LNG 개발사업에서 유입될 2014년 및 2015년 현금 예상액은?

4분기 예상 가스 평균 판매가격은 US\$4.91/mmbtu이며 금년 4분기까지 들어오는 현금유입은 400억원 수준이다. 내년 가스 판매가격은 약 10-12달러 수준으로 상승할것으로 예상된다. 내년 가스 판매가격이 10달러로 상승한다면, 연간 500-600억정도 현금이 유입될 전망이다. 12월 19일에 판매가격 협상이 있는데, 여기서 확정된 가격은 내년 1월부터 적용된다.

7. 장기 이익 전망은?

2014년 무역부문의 매출은 6조원으로 전망하고 있다. 영업이익은 480억원, 영업이익률 0.8% 이상 달성 가능할 것으로 본다. 2015년에는 영업이익이 약 600억원 이상을 전망한다. 한편, 자원개발 부문은 2015년에는 1000억원 이상의 이익이 손익계산서에 반영될 것으로 본다. 이미 베트남 석유개발과 오만 및 카타르 LNG 개발사업에서 400억원이 영업이익 및 기타수익으로 반영되고 있고, 2015년에는 예멘 LNG 개발 사업에서 600억원의 배당이익이 발생할 것으로 예상된다. 따라서 2015년에는 세전이익 기준 무역 부문에서 600억원, 자원개발사업에서 1000억원 이상 달성할 것으로 본다. 이는 2014년 세전이익의 2배를 상회하는 수준이다.

Figure 1 현대종합상사 Valuation (수정 후)

	Value (KRWbn)	Value per share (KRW)	Comments
1) Operating value			
2014E net profit	60		
Target P/E	9		Discounted 10% from target P/E of 10X for Trading division
	543	24,325	
2) NPV of Yemen LNG project			
	400	17,904	NPV of Yemen LNG project (estimated annual cash inflow until 2034, discount rate of 9.2%)
3) Value of Qingdao Hyundai			
	0	0	Probability of cash outflow eliminated
Fair value	943	42,229	1)+2)
# of shares (m)	22.3		
Target price (KRW)		42,000	
Current price (KRW)		35,200	As of 29 November 2013
Upside potential		19.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 현대종합상사 Valuation (수정 전)

	Value (KRWbn)	Value per share (KRW)	Comments
1) Operating value			
2013E Adj. pretax profit	71		Excluding loss from Qingdao Hyundai Shipbuilding of KRW10bn
Adj. net profit	60		15% corporate income tax rate
Target P/E	9		Discounted 10% from target P/E of 10X for Trading division
	542	24,273	
2) NPV of Yemen LNG project			
	206	9,210	NPV of Yemen LNG project (estimated annual cash inflow until 2034, discount rate of 9.2%)
3) Value of Qingdao Hyundai			
	(115)	(5,150)	Estimated capital erosion of KRW115bn in cash outflow from Qingdao Hyundai until 2016, with its operation subsequently valued at 0
Fair value	633	28,333	1)+2)+3)
# of shares (m)	22.3		
Target price (KRW)		28,000	
Current price (KRW)		21,400	As of 3 July 2013
Upside potential		30.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 현대종합상사 3분기 실적 review (별도기준)

(KRWbn, %, ppt)	3Q12	2Q13	3Q13P	YoY	QoQ	3Q13E Mirae	Diff.	3Q13E cons	Diff.
Sales	1,122	1,276	963	(14.2)	(24.5)	1,122	(14.2)	1,254	(23.2)
Operating profit	10	8	8	(20.1)	(8.2)	15	(47.6)	13	(38.9)
Pretax profit	11	19	22	91.4	14.2	14	50.3	n/a	
Net profit	9	16	20	118.2	27.0	13	50.8	37	(45.7)
Operating margin	0.9	0.7	0.8	(0.1)	0.1	1.3	(0.5)	1.0	(0.2)
Pretax profit margin	1.0	1.5	2.2	1.2	0.8	1.3	1.0	n/a	
Net margin	0.8	1.2	2.1	1.3	0.8	1.2	0.9	2.9	(0.9)

자료: 미래에셋증권 리서치센터,

Figure 4 현대종합상사 3 분기 실적 review (연결기준)

(KRWbn, %, ppt)	3Q12	2Q13	3Q13P	YoY	QoQ	3Q13E Mirae	Diff.	3Q13E cons	Diff.
Sales	1,359	1,436	1,247	(8.2)	(13.1)	1,327	(6.0)	1,483	(15.9)
Operating profit	10	8	10.0	5.0	22.8	13	(24.0)	7	42.7
Pretax profit	10	18	69	587.3	283.3	7	885.0	n/a	
Net profit	(1)	13	61	t.p	360.8	4	1,311.8	45	35.7
Operating margin	0.7	0.6	0.8	0.1	0.2	1.0	(0.2)	0.5	0.3
Pretax profit margin	0.7	1.2	5.5	4.8	4.3	0.5	5.0	n/a	
Net margin	(0.1)	0.9	4.9	5.0	4.0	0.3	4.6	3.0	1.9

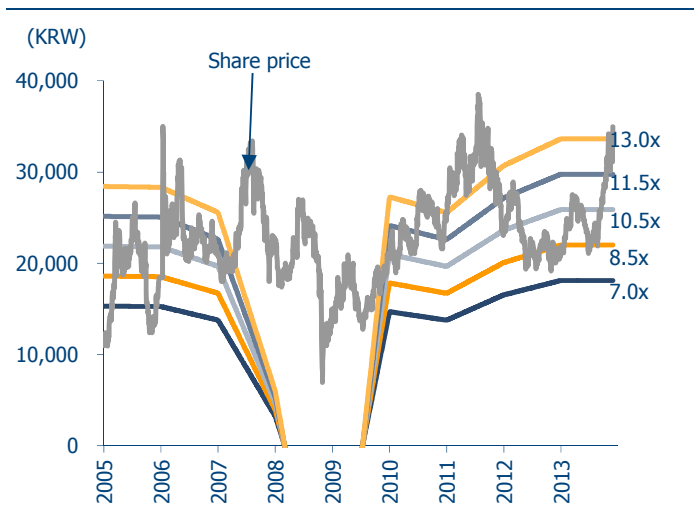
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 현대종합상사 실적 조정 (연결기준)

(KRWbn, %, ppt)	Revised			Previous			Chg		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
Sales	5,035	5,478	6,264	5,297	5,647	6,254	(4.9)	(3.0)	0.2
Operating profit	35	57	68	48	61	70	(27.7)	(6.1)	(2.8)
Net profit	100	60	90	46	58	86	118.5	4.8	5.2
Operating margin	0.7	1.0	1.1	0.9	1.1	1.1	(0.2)	(0.0)	(0.0)
Net margin	2.0	1.1	1.4	0.9	1.0	1.4	1.1	0.1	0.1

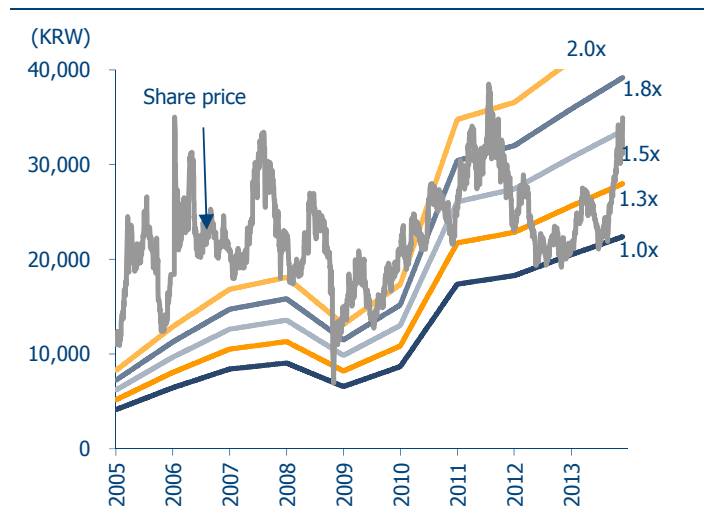
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 현대종합상사 12M Fwd P/E band chart



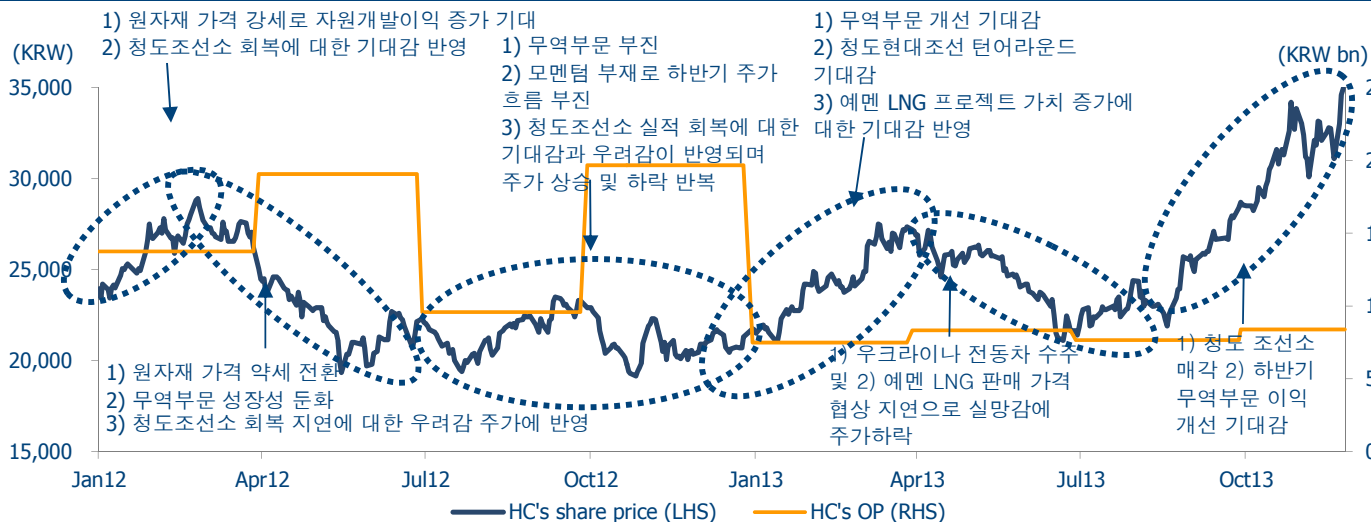
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 현대종합상사 12M Fwd P/B valuation



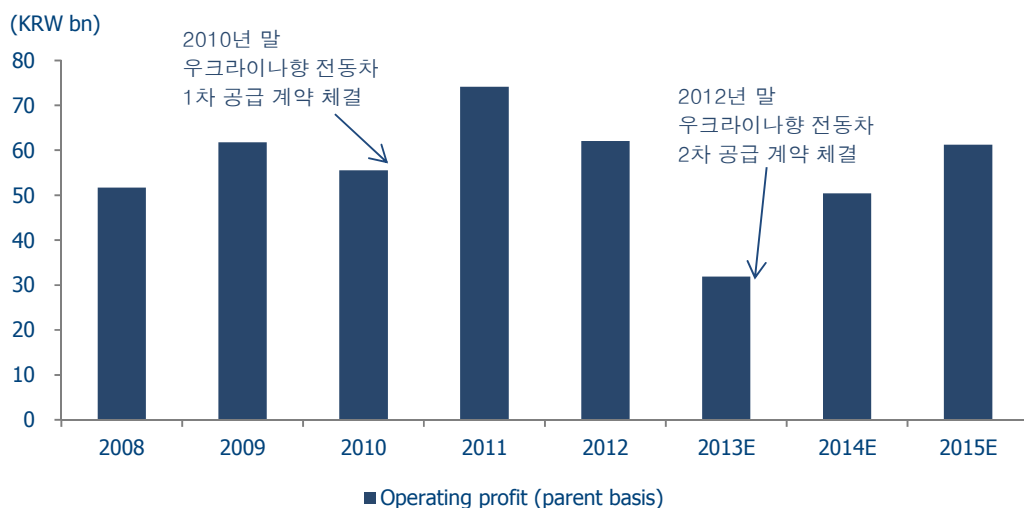
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 현대종합상사 주가, 영업이익(별도기준) 및 주요 이슈 (2010년 ~현재)



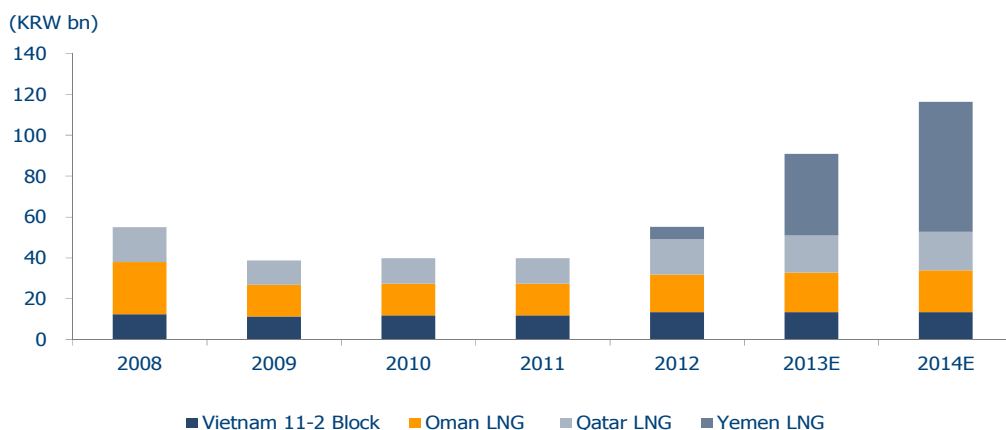
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 현대종합상사 영업이익의 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 전망

Figure 10 현대종합상사 자원개발 이익 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	5,468	5,345	5,647	6,254
매출원가	(5,333)	(5,199)	(5,478)	(6,066)
매출총이익	135	146	168	188
판매비와관리비	(106)	(98)	(107)	(117)
영업이익 (조정)	29	48	61	70
영업이익	29	35	53	62
순이자손익	(13)	(6)	(12)	(11)
지분법손익	21	23	24	40
기타	27	15	5	4
세전계속사업손익	65	67	70	96
법인세비용	(13)	(14)	(12)	(10)
당기순이익	52	53	58	86
당기순이익 (지배주주지분)	52	53	58	86
EPS (지배주주지분, 원)	2,309	2,362	2,588	3,838

증가율 & 마진 (%)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액 증가율	0.4	(2.3)	5.6	10.8
매출총이익 증가율	(2.5)	8.2	15.3	11.5
영업이익 증가율	(45.5)	20.9	52.4	17.7
당기순이익 증가율	17.5	2.3	9.6	48.3
EPS 증가율	17.5	2.3	9.6	48.3
매출총이익율	2.5	2.7	3.0	3.0
영업이익률	0.5	0.7	0.9	1.0
당기순이익률	0.9	1.0	1.0	1.4

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
영업현금	(15)	52	27	21
당기순이익	52	53	58	86
유무형자산상각비	21	15	11	11
기타	(20)	(6)	(23)	(39)
운전자본증감	(68)	(10)	(19)	(37)
투자현금	(3)	33	3	19
자본적지출	1	(1)	(2)	(2)
기타	(4)	34	5	21
재무현금	(13)	(20)	(11)	(11)
배당금	(11)	(11)	(11)	(11)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(2)	(5)		
기초현금	356	314	382	401
기말현금	314	382	401	430

자료: 현대상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
유동자산	1,431	1,478	1,566	1,708
현금및현금성자산	314	382	401	430
단기금융자산	40	21	21	22
매출채권	803	803	856	946
재고자산	201	200	214	235
기타유동자산	72	73	74	75
비유동자산	484	496	504	513
유형자산	44	42	39	36
투자자산	211	228	233	237
기타비유동자산	229	225	232	239
자산총계	1,915	1,974	2,070	2,221
유동부채	1,369	1,393	1,441	1,517
매입채무	696	693	739	814
단기금융부채	574	601	601	601
기타유동부채	99	100	101	102
비유동부채	136	125	127	128
장기금융부채	86	70	70	70
기타비유동부채	50	55	56	57
부채총계	1,505	1,519	1,568	1,644
지배주주지분	408	457	504	579
비지배주주지분	2	(2)	(2)	(2)
자본총계	410	455	502	577
BVPS (원)	18,278	20,487	22,575	25,914

주요투자지표

12 월 결산	2012E	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	13.0	12.2	12.0	15.8
총자산이익률 (%)	2.6	2.7	2.9	4.0
재고자산 보유기간 (일)	15.8	14.1	13.8	13.5
매출채권 회수기간 (일)	53.4	54.8	53.6	52.6
매입채무 결제기간 (일)	49.5	48.7	47.7	46.7
순차입금/자기자본 (%)	74.7	59.0	49.5	37.9
이자보상배율 (x)	2.2	5.8	4.5	5.7

자료: 현대상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

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

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수 대비 ±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.

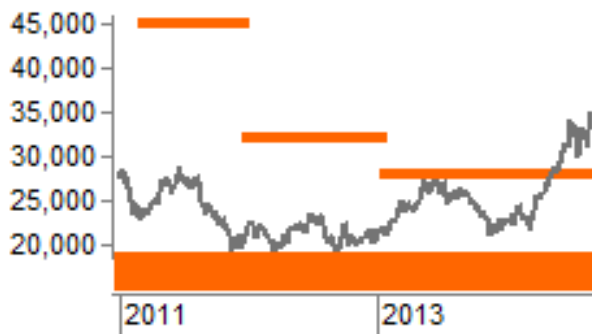
작성 자 : 권해순, 심은솔

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1% 이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				

Target Price and Recommendation Chart

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

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



현대상사 (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)
2012-02-27	BUY	45,000
2012-06-13	BUY	32,000(Down)
2012-10-16	BUY	32,000
2013-01-06	BUY	28,000(Down)
2013-05-27	BUY	31,000(Up)
2013-05-30	BUY	28,000(Down)
2013-07-03	BUY	28,000
2013-12-02	BUY	42,000(Up)