

# 현대종합상사 | 011760 KS

권해순, Analyst, 3774-6022, hskwon@miraeasset.com

## What's New

### 부정적 요인들이 과도하게 반영된 주가

현대종합상사를 탐방하여 무역부문 영업현황 및 자회사 청도현대조선소 관련 이슈들을 재점검함. 부진한 글로벌 경기, 신규 프로젝트 확보 지연으로 향후 3년 무역부문 이익 성장률이 기존 예상보다 낮을 것으로 전망됨. 따라서 2012년 무역부문 이익을 22% 하향 조정하며, 동사의 영업가치에 적용하던 P/E 배수를 8배로 하향(중전 10배에서 20% 할인)하여 목표주가를 32,000원으로 하향 조정함. 그러나 현 주가는 상기 부정적 요인들을 과도하게 반영하고 있다고 판단, 투자 의견 BUY 유지

- » 무역부문 성장성 둔화를 감안하여 목표주가 하향
- » 신규 프로젝트는 연말쯤 체결될 것으로 예상됨
- » 2012년 영업이익 11% 하향, 조정순이익 17% 하향 조정

### 무역부문 성장성 둔화를 감안하여 목표주가 하향

목표주가를 중전 45,000원에서 32,000원으로 하향 조정함. 이는 무역부문 성장률을 하향 조정하고 영업부문의 가치 산정에 적용하던 투자지표를 중전 P/E 10배에서 8배로 하향하였기 때문. 철강 업황 부진으로 동 부문은 마진 축소가 예상되며, 기존 마진 하락을 상쇄할 고수익 신규 프로젝트는 예상보다 늦은 2012년 말 경 확보될 전망. 목표주가는 무역부문 가치(6,240억원)와 예멘 LNG project 가치(1,450억원)를 합산한 값에 청도현대조선(지분율 100%)로 인한 예상 현금 유출액(1,117억원)을 차감하여 산출함. 2012년 예상순이익의 P/E 12배 수준.

### 2012년 영업이익 11% 하향, 조정순이익 17% 하향 조정

무역부문 성장성이 당초 예상을 하회할 전망이어서 2012년 현대상사의 매출액을 6.3% 하향 조정하고 무역부문 영업이익률을 0.2%p 하향 조정함. 이에 따라 동 부문의 영업이익은 22% 하향함. 그러나 청도현대조선과 관련된 대손충당금 100억원이 2분기에 환입될 예정이고, 연초 예상을 상회했던 유가 상승으로 1분기 자원개발이익이 큰 폭 성장하였음을 감안하면, 2012년 총 영업이익은 중전 추정치 대비 11% 하향에 그침. 2012년 자원개발부문 이익은 380억원(영업이익의 40%)으로 6.1%YoY 증가할 전망. 한편, 자회사의 지분법손실을 반영한 2012년 조정 순이익을 중전 720억원에서 600억원으로 17% 하향함. 이는 영업이익 하향 조정과 더불어 청도현대조선의 지분법손실이 150억원(2011년 260억원)으로 당사의 중전 추정치 80억원보다 확대될 것으로 예상되기 때문.

Target price lowered

**BUY**

13 June 2012

BUY  
03 Jan 2011

BUY  
16 Nov 2011

BUY  
12 Jul 2011

Target price **KRW32,000**

Current price (12 June) **KRW21,150**

Upside/downside **51.3%**

Consensus target price **KRW33,000**

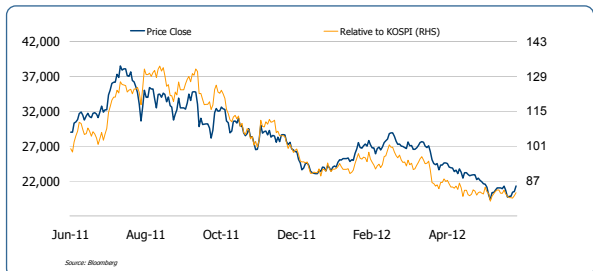
Difference from consensus **3.1%**

### Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	3,634	5,031	5,841	6,496
Op EBIT (KRWb)	54.1	87.9	97.0	99.1
Net income (KRWb)	46.9	67.6	70.9	72.7
Norm profit (KRWb)	46.9	67.6	70.9	72.7
EPS (KRW)	2,098	3,026	3,177	3,257
EPS growth	NA	44.2%	5.0%	2.5%
P/E (x)	10.2	7.0	6.7	6.5
EV/EBITDA (x)	12.0	16.4	9.4	9.1
Dividend yield	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B (x)	2.5	1.5	1.2	1.0
ROE	27.5%	26.0%	19.7%	17.0%
Net debt/equity	24.4%	120.5%	96.5%	79.1%
Cons EPS (KRW)	2,098	3,456	4,158	3,257
Prev EPS (adj) (KRW)				

Note: K-IFRS parent basis applied from 2011(excluding equity method gains/losses). Equity method losses forecast at KRW26bn in FY11 and KRW15bn in FY12

### Performance



### Trading data

Market cap (KRWb/US\$m)	475.6/408.0		
Shares outstanding	22.3m		
Free float	50%		
52-week price high/low	KRW19,350 -38,500		
Daily average turnover (3M)	US\$1.63m		
<b>Performance</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Absolute	-3.6%	-21.0%	-28.8%
Relative to KOSPI	-1.0%	-13.5%	-20.0%
Absolute (US\$)	-5.2%	-23.8%	-33.9%
<b>Major shareholders</b>			
Hyundai Heavy Industrials	22.4%		
KCC	12%		

**무역부문 성장성 둔화를 감안하여 목표주가 하향**

현대상사의 목표주가를 종전 45,000 원에서 32,000 원으로 하향한다. 목표주가는 무역부문의 주당가치 27,959 원, 예멘 LNG 개발 주당가치 6,501 원과 주당 순현금가치 2,365 원을 합산하고 현대청도조선소로 인한 예상 현금 유출액의 주당가치 5,247 원을 차감하여 산출하였다. 청도조선소의 자본잠식 상태로 인한 2014 년까지의 예상 현금 유출액을 최대 반영하였고, 이후 영업가치는 0 으로 평가하였다. 목표주가는 2012 년 및 2013 년 예상 실적기준 PER 12 배, 10.5 배, PBR 기준 2 배, 1.5 배에 해당한다.

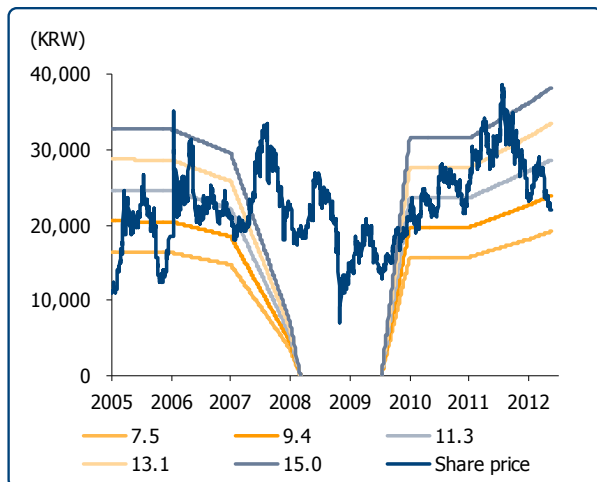
목표주가를 하향한 것은 부진한 글로벌 경기와 신규 프로젝트 확보 지연으로 동사의 무역부문 성장성이 당사 종전 예상치를 하회할 전망이다. 2012~2014 년 3 년간 무역부문의 연평균 매출액 성장률을 종전 17%에서 12%로 하향 조정하였고, 2012~2014 년 영업이익률도 종전 가정치 1.5%, 1.5%, 1.6%에서 1.2%, 1.3%, 1.3%로 하향 조정하였다. 그리고 성장률 하락을 반영하여 동 부문 가치 산정에 적용하던 투자지표를 종전 P/E 10 배에서 8 배로 하향하였다. 당사는 상위권 종합상사인 대우인터내셔널 및 LG 상사의 영업부문 가치 산정 시 PER 10 배를 적용하고 있다.

Figure 1 현대종합상사 목표주가 및 Valuation

	Value (KRWbn)	Value per share (KRW)	Comment
<b>1) Operating value</b>			
2012E Operating profit	98		Estimated E&P profit at KRW40bn
Operating profit after tax	78		20% corporate income tax rate
P/E (x)	8		Discounted 20% from target P/E of 10x
	<b>624</b>	<b>27,959</b>	
<b>2) NET Cash</b>			
	<b>53</b>	<b>2,365</b>	As of 1Q12
<b>3) Others</b>			
NPV of Yeman LNG Project	145		NPV of Yeman LNG project (estimated annual cash inflows of up to KRW30bn until 2034)
Value of Qingdao Hyundai	(117)		Estimated capital erosion of KRW117bn in cash outflows from Qingdao Hyundai till 2014 and valued its operation at 0 after then
	<b>28</b>	<b>1,255</b>	
Total value	705	31,579	1)+2)+3)
# of shares (mn)	22.3		
<b>Target price</b>		<b>32,000</b>	
Current price (6/12)		21,150	
<b>Upside potential</b>		<b>51%</b>	

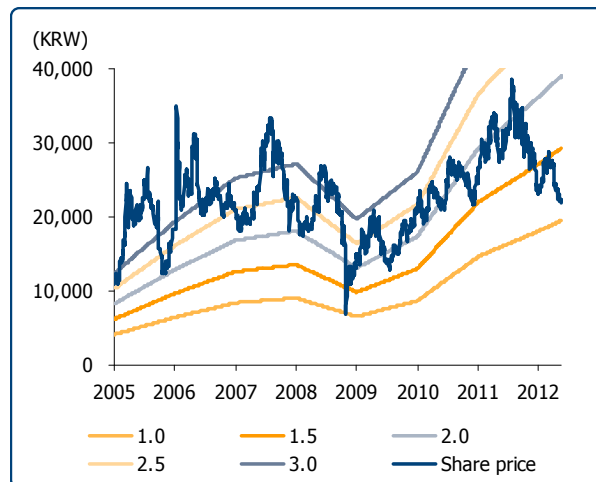
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2-1 현대종합상사 PER band chart



자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Figure 2-2 현대종합상사 PBR band chart



자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

### 2012년 총 영업이익 980 억원으로 종전 추정치 대비 11% 하향 조정

현대상사의 무역부문 이익 성장이 당사 예상을 하회할 전망이어서 2012년 무역부문의 매출액을 종전 추정치 대비 6.3% 하향 조정한다. 또한 무역부문 영업이익률도 종전 1.5%에서 1.2%로 하향 조정함에 따라 무역부문 영업이익을 종전 추정치 대비 22% 하향 조정한다. 이는 부진한 철강 시황과 저마진 화학 제품 거래 확대로 동 부문의 수익성이 당사 예상을 하회할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 고마진의 우크라이나 고속전동차 수출이 3분기 초로 완료되며, 추가 계약에 따른 수출이 2013년부터 재개될 전망임에 따라 전동차 부문의 수익성도 하반기에는 하락할 것으로 전망된다.

하지만 2012년 총 영업이익 하향 조정 폭은 11%로 매출액 하향 조정 폭보다 낮다. 이는 청도현대조선과 관련된 대손충당금 100 억원이 2분기에 환입될 예정이고 자원개발 배당금은 종전 추정치 대비 12.5% 증가할 전망이어서 기타수익이 당사 예상을 상회할 전망이기 때문이다.

현대상사는 현대청도조선과 그리스 선박 브로커 에버그린과의 소송에서 패소가능성을 염두에 두고 2011년 상반기 총 160 억원의 대손충당금을 적립하였다. 하지만 2012년 1분기 당사자간에 합의가 이루어짐에 따라 최종적으로는 60 억원의 손실만 발생할 것으로 예상된다. 따라서 대손충당금 중 나머지 100 억원은 2분기에 기타수익으로 환입될 예정이다.

2012년 자원개발부문 이익은 380 억원(영업이익의 40%)으로 6.1%YoY 성장할 전망이다. 연초 예상을 상회했던 유가 상승으로 1분기 자원개발이익이 큰 폭 성장하였음을 감안하면, 5월 이후 유가 하락 영향을 감안하더라도, 당사의 종전 자원개발이익 예상치 340 억원 대비 12.4% 증가할 전망이다.

### 2012년 조정순이익 600 억원으로 종전 추정치 대비 17% 하향 조정

청도현대조선의 손실을 반영한 조정순이익은 600 억원으로 종전 추정치 720 억원 대비 17% 하향 조정한다. 이는 청도현대조선이 아직 인도하지 않은 잔여 선박들의 건조가 예상보다 지연되고 있어, 당사 예상보다 청도현대조선으로부터의 반영될 손실이 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 청도현대조선의 1분기 당기순손실은 약 70 억원 발생하였으며, 미건조 선박의 최종 인도 기간은 2분기에서 4분기 초로 지연된 것으로 파악된다.

Figure 3 현대중합상사 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12E	3Q12E	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>1,446</b>	<b>1,592</b>	<b>1,502</b>	<b>5,031</b>	<b>5,841</b>	<b>16%</b>
Machinery, Plants, Autos	594	559	478	409	568	681	650	611	2,039	2,510	23%
Steel	510	562	598	493	465	503	650	722	2,164	2,340	8%
Chemicals	142	182	236	230	252	257	263	177	790	950	20%
E&P (Vietnam 11-2 )	3	3	4	3	3	4	4	4	13	14	7%
Others	5	6	5	6	12	1	26	(13)	24	26	9%
Gross profit	36	38	34	33	32	42	41	31	141	146	4%
<b>Adj. operating profit</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>74</b>	<b>72</b>	<b>-3%</b>
Adj. OPM	1.6%	1.6%	1.2%	1.5%	1.1%	1.6%	1.2%	1.1%	0	0	-17%
Dividend-related E&P	8	9	10	10	10	9	10	10	36	40	10%
<b>Operating profit</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>88</b>	<b>97</b>	<b>10%</b>
OPM	2.0%	1.5%	2.2%	1.2%	1.8%	2.3%	1.4%	1.2%	0	0	-3%
<b>Net profit</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>18</b>	<b>8</b>	<b>68</b>	<b>71</b>	<b>5%</b>
Losses from Qingdao Hyundai	(3)	(5)	(1)	(18)	(7)	(5)	(3)	0	(26)	(15)	-43%
<b>Adj. net profit</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>(12)</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>42</b>	<b>60</b>	<b>42%</b>

자료: 현대중합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

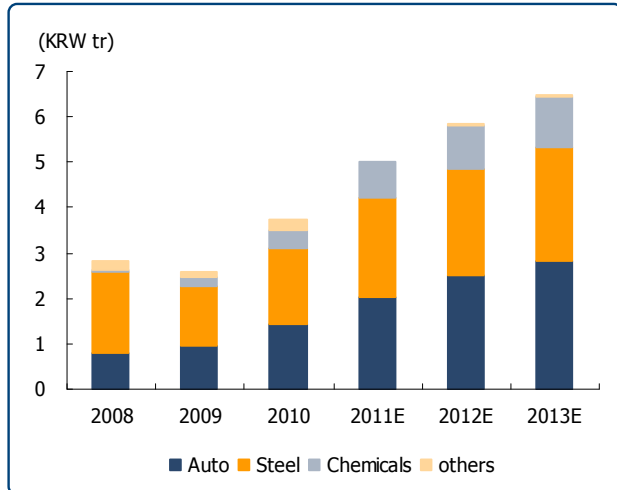
Figure 4 현대중합상사 실적 추정 변경

	Revisus			Revised			Chg		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
Sales	6,235	7,213	8,342	5,841	6,496	7,081	-6.3%	-9.9%	-15.1%
GP	181	209	242	146	169	192	-19.1%	-19.0%	-20.8%
SG&A	89	98	108	74	86	96	-16.5%	-12.5%	-10.8%
Adj. OP	92	111	134	72	84	95	-21.7%	-24.7%	-28.8%
Dividends from E&P business	34	38	42	38	39	41	12.4%	3.6%	-3.5%
OP	109	132	159	98	99	113	-10.5%	-24.1%	-28.8%
Net profit	81	99	120	71	73	84	-11.5%	-25.4%	-29.8%
Losses from Qingdao Hyundai	8	1	(1)	15	7	3	87.5%	600.0%	-800.0%
Adj. net profit	72	98	120	60	70	79	-17.5%	-30.4%	-34.5%
GP margin	2.9%	2.9%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%			
SG&A ratio	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%			
Adj. OP margin	1.5%	1.5%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%			
OP margin	1.7%	1.8%	1.9%	1.7%	1.5%	1.6%			
NP margin	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%			
Adj. NP margin	1.2%	1.4%	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%			

자료: 현대중합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

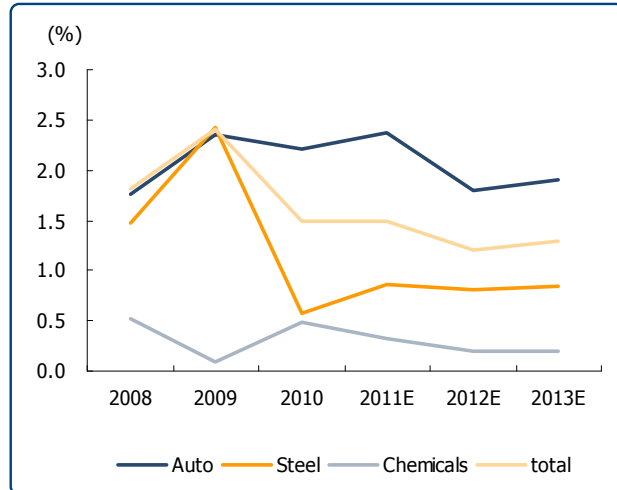
주: 조정영업이익은 기타수익(자원개발사업관련 배당금 이익 포함) 및 기타 비용 제외한 K-GAAP 기준 영업이익과 유사하며 조정순이익은 지분법손익 포함된 K-GAAP 기준 순이익과 유사한 실적 추정치

Figure 5-1 무역부문 연간 매출액 추이



자료: 현대중합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Figure 5-2 무역부문 연간 영업이익률 추이



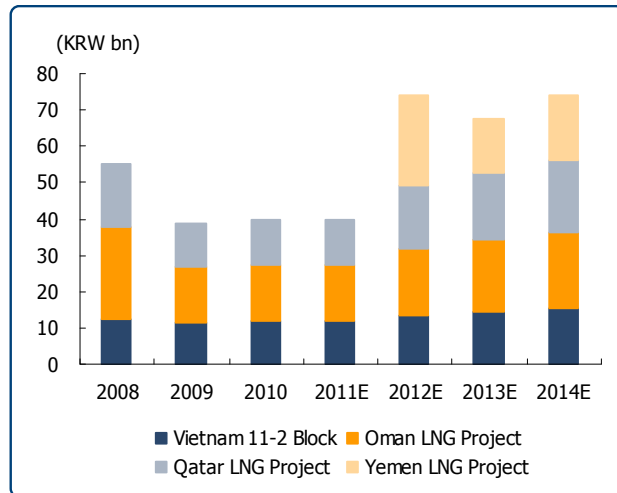
자료: 현대중합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Figure 6-1 자원개발 프로젝트 개요

Project	Annual Production	Stake	Estimated cash inflow in 2012 (KRWbn)
Vietnam 11-2 Block (Condensate & Gas)	Condensate: 1.5m bbl Gas: 55.4bcf	4.9%	12
Oman LNG Project	7.1 m tons	1.0%	12
Qatar LNG Project	6.8 m tons	0.4%	13
Yemen LNG Project	6.9 m tons	3.0%	25

자료: 현대중합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Figure 6-2 자원개발 연간 이익 추이 및 전망



자료: 현대중합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망  
주: 현금 유입액 기준 자원개발 부문 이익 추이 및 전망

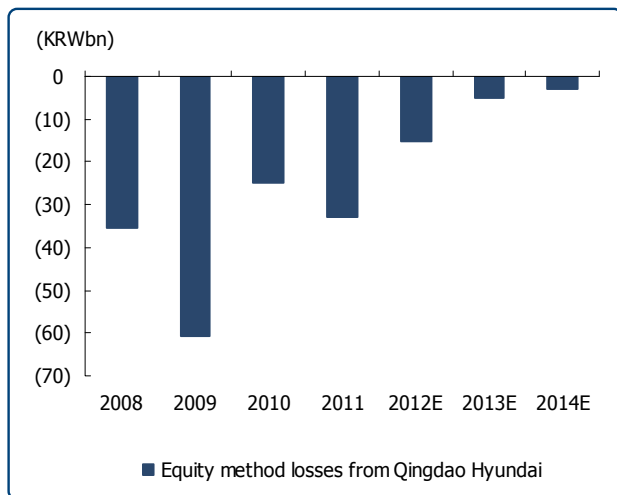
### 청도조선소의 적자 지속이 여전히 현대상사 주가 상승의 걸림돌

현대상사는 수출액 기준 종합상사 내 5 위인 중형 종합상사이다. 동사는 무역과 자원개발 부문이익이 영업이익의 기준 각각 60%, 40%의 비중을 차지하며, 두 부문에서 균형 있는 수익을 창출하고 있다. 2012년 1분기 기준, 순현금(530 억원) 상태로 자체 재무구조도 건전하다.

하지만 2006년 투자한 청도현대조선이 2008년 이후 선박 시황 악화로 적자를 지속하고 있다. 현재 청도현대조선의 자본잠식은 약 1천억원에 달하고 있으며, 이에 따라 지난 4월 청도현대조선은 450 억원의 유상증자를 실시하였다. 하지만 지속되는 업황 악화와 중장기 비전이 부재하다는 점에서 청도현대조선의 현금창출능력은 여전히 낮은 것으로 보인다. 따라서 추가적인 유상증자 가능성은 남아있고, 지분을 약 100%를 소유하고 있는 현대상사가 모든 부담을 지고 있다는 점이 여전히 현대상사 주가 상승의 걸림돌이다. 일례로, 2011년 상반기, 현대상사 주가는 무역부문 실적 고성장(+30%YoY)에 힘입어 큰 폭 상승하였다. 하지만 2011년 하반기, 청도현대조선으로부터의 손실이 확대되면서 현대상사의 주가는 고점(2011년 7월 25일, 39,000 원) 대비 43% 하락한 바 있다.

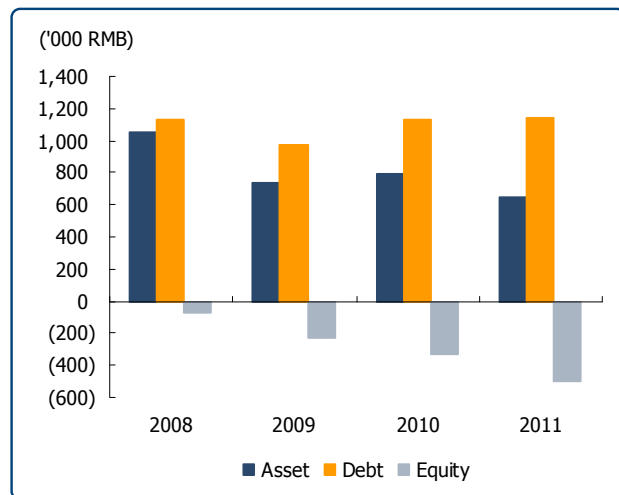
2012년 10월까지 미건조 선박의 최종인도가 이루어지면, 2013년부터는 선박건조에 따른 큰 폭의 손실(지난 3년간 매년 200 억원을 상회하는 적자 기록)이 없을 전망이다. 선박 건조가 마무리 되는데로 신규 수익원인 현대중공업 중국법인이 제조하고 있는 굴삭기 원재료 가공 작업을 본격화 할 예정이기 때문이다. 하지만 동 가공을 통해 청도현대조선이 자생가능한 유동성을 확보하기에는 부족할 것으로 보인다. 청도현대조선의 경영방안에 대한 구체적인 전략을 적극적으로 제시하여 투자자들의 우려를 불식시키려는 현대종합상사의 노력이 여전히 부족하다는 판단이다.

Figure 7-1 청도현대조선으로부터 반영된 자본법손실



자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Figure 7-2 청도현대조선 자산/부채 현황



자료: 현대종합상사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

## Peer valuation

Figure 8 Peer valuation

(KRW bn, KRW, x, %)	Hyundai Corporation	Daewoo International	LG International	GS Global	SK Networks
Code	011760 KS	047050 KS	001120 KS	001250 KS	001740 KS
Target Price	32,000	50,000	70,000	17,000	11,000
Rating	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
Current price (06/12)	21,300	29,000	36,700	11,850	8,260
Upside potential	50%	72%	91%	43%	33%
Market cap	476	2,976	1,422	267	2,050
Revenue					
2010	3,634	16,112	13,501	1,783	24,221
2011	5,031	19,457	13,987	2,897	27,536
2012E	5,841	22,260	14,148	3,611	28,727
2013E	6,496	24,664	16,386	4,629	31,775
Operating profit					
2010	54	182	193	8	248
2011	88	163	201	11	359
2012E	97	252	274	59	381
2013E	99	418	287	67	455
OP margin					
2010	1.5	1.1	1.4	0.4	1.0
2011	1.7	0.8	1.4	0.4	1.3
2012E	1.7	1.1	1.9	1.6	1.3
2013E	1.5	1.7	1.8	1.4	1.4
Net profit					
2010	47	123	286	19	209
2011	42	211	262	8	142
2012E	60	266	269	36	219
2013E	70	422	308	46	295
NP margin					
2010	1.3	0.8	2.1	1.0	0.9
2011	0.8	1.1	1.9	0.3	0.5
2012E	1.0	1.2	1.9	1.0	0.8
2013E	1.1	1.7	1.9	1.0	0.9
EPS					
2010	2,098	1,217	7,380	1,354	846
2011	1,877	2,065	6,651	368	571
2012E	2,675	2,578	6,817	1,585	881
2013E	3,127	4,090	7,797	2,024	1,188
BPS					
2010	8,678	15,684	22,895	4,164	12,619
2011	14,633	17,289	34,555	9,969	13,013
2012E	17,632	19,667	41,149	11,172	13,713
2013E	20,639	23,557	48,755	12,651	14,751
PER					
2010	11.6	29.7	5.2	12.8	15.8
2011	11.3	14.0	7.1	n/a	17.2
2012E	8.0	11.2	5.4	7.5	9.4
2013E	6.8	7.1	4.7	5.9	7.0
PBR					
2010	3.8	2.3	1.8	6.3	0.8
2011	1.5	1.7	1.4	1.4	0.8
2012E	1.2	1.5	0.9	1.1	0.6
2013E	1.0	1.2	0.8	0.9	0.6
EV/EBITDA					
2010	12.0	24.9	11.7	40.2	13.8
2011	16.4	40.1	11.2	48.0	10.3
2012E	9.4	32.4	7.7	13.3	8.9
2013E	9.1	19.7	7.0	12.3	7.5
ROE					
2010	27.5	8.0	35.6	(0.5)	6.8
2011	26.0	12.5	23.0	5.2	4.4
2012E	19.7	14.0	18.3	12.9	6.6
2013E	17.0	18.9	17.7	17.0	8.3
ROA					
2010	5.1	2.3	8.3	(0.1)	2.4
2011	4.9	2.9	6.0	1.0	1.4
2012E	3.9	2.7	5.3	2.8	2.0
2013E	3.7	3.8	5.6	3.9	2.6

Source: Company data, Mirae Asset Research

Note: 2009~2010 earnings are based on K-GAAP consolidated, after 2011 earnings are based on K-IFRS consolidated, excluding Hyundai Corporation. Hyundai corporation's earnings are based on parent and Hyundai Corp's NP/EPS are adjusted NP/EPS, including equity method gains/losses.



## Summary financial statements

### Profit & Loss

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
<b>Revenue</b>	<b>2,578</b>	<b>3,634</b>	<b>5,181</b>	<b>6,235</b>	<b>7,213</b>
Cost of goods sold	(2,465)	(3,522)	(5,031)	(6,055)	(7,004)
Gross profit	113	111	150	181	209
SG and A	(51)	(57)	(62)	(73)	(81)
<b>Op profit</b>	<b>62</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>108</b>	<b>129</b>
<b>Op EBITDA</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>135</b>
Depreciation	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Amortisation	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)
<b>Op EBIT</b>	<b>62</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>108</b>	<b>129</b>
Net interest	6	12	5	(10)	(10)
Associates and JCEs	(38)	(4)	(0)	(0)	(0)
Other income	(71)	(10)	(13)	3	6
Net exceptional income	-	-	-	-	-
<b>Profit before tax</b>	<b>(42)</b>	<b>51</b>	<b>80</b>	<b>101</b>	<b>125</b>
Tax	(11)	(4)	(6)	(20)	(24)
<b>Post-tax profit</b>	<b>(53)</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>100</b>
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>(53)</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>100</b>
Norm profit	(53)	47	74	81	100
Dividends	-	-	(6)	(6)	(6)
<b>Retained earnings</b>	<b>(53)</b>	<b>47</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>95</b>

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Note: 2010 earnings are based on K-GAAP; after 2011, the earnings are based on K-IFRS parent.

### Cashflow

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
<b>Op EBITDA</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>135</b>
Decrease in working capital	78	(2)	(323)	(65)	(60)
Other operating cashflow	(31)	(5)	365	4	7
<b>Operating cashflow</b>	<b>112</b>	<b>52</b>	<b>134</b>	<b>53</b>	<b>82</b>
Tax paid	(11)	(4)	(6)	(20)	(24)
Net interest	6	12	5	(10)	(10)
Dividends received	(38)	(4)	(0)	(0)	(0)
<b>Cashflow</b>	<b>69</b>	<b>55</b>	<b>134</b>	<b>22</b>	<b>47</b>
Capital expenditure	(0)	(2)	(3)	(3)	(3)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	9	(24)	157	-	-
Other investing cashflow	(35)	(39)	(145)	(20)	(20)
<b>Investing cashflow</b>	<b>(26)</b>	<b>(65)</b>	<b>9</b>	<b>(23)</b>	<b>(24)</b>
Dividends paid	-	-	(6)	(6)	(6)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	(11)	(45)	443	-	-
Other financing cashflow	(240)	35	(401)	0	0
<b>Financing cash flow</b>	<b>(251)</b>	<b>(10)</b>	<b>36</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>
Beginning cash	98	127	107	286	280
<b>Total cash generated</b>	<b>(208)</b>	<b>(20)</b>	<b>179</b>	<b>(6)</b>	<b>18</b>
Forex effects	237	0	0	-	-
<b>Ending cash</b>	<b>127</b>	<b>107</b>	<b>286</b>	<b>280</b>	<b>298</b>

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

## Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
<b>Current assets</b>	<b>532</b>	<b>721</b>	<b>1,338</b>	<b>1,568</b>	<b>1,785</b>
Cash and equivalents	127	107	286	280	298
Receivables	213	341	903	1,122	1,298
Inventories	152	247	122	139	161
Other current assets	41	27	27	27	27
<b>Non current assets</b>	<b>276</b>	<b>297</b>	<b>314</b>	<b>331</b>	<b>347</b>
Net operating fixed assets	1	2	4	6	7
Interest in associates					
Other non-current assets	276	295	310	325	340
<b>Total assets</b>	<b>809</b>	<b>1,018</b>	<b>1,652</b>	<b>1,899</b>	<b>2,132</b>
<b>Current liabilities</b>	<b>594</b>	<b>716</b>	<b>1,263</b>	<b>1,434</b>	<b>1,572</b>
Payables	429	590	704	875	1,012
ST debt	134	48	480	480	480
Other current liabilities	32	78	78	79	80
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>68</b>	<b>109</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>
LT debt	66	106	117	117	117
Other non-current liabilities	2	3	5	5	6
<b>Total liabilities</b>	<b>662</b>	<b>824</b>	<b>1,385</b>	<b>1,557</b>	<b>1,695</b>
Issued capital	112	112	112	112	112
Share premium reserve	-	-	-	-	-
Reserves/Adjustments	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
Retained earnings	42	89	163	238	332
Minorities	-	-	-	-	-
Other equity	-	-	-	-	-
<b>Total equity</b>	<b>147</b>	<b>194</b>	<b>267</b>	<b>342</b>	<b>437</b>

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Note: 2010 balance sheet is based on K-GAAP; after 2011, the balance sheet is based on K-IFRS parent.

## Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(9.2%)	41.0%	42.6%	20.3%	15.7%
Gross profit growth	4.2%	(1.4%)	34.8%	20.4%	15.7%
Operating profit growth	19.6%	(12.5%)	62.1%	22.9%	19.3%
EBITDA growth	(735.4%)	NA	81.0%	48.8%	20.9%
EPS growth	(606.8%)	NA	58.1%	8.8%	24.3%
Norm BPS growth	(34.0%)	46.4%	41.7%	33.4%	32.1%
Gross margin	4.38%	3.06%	2.90%	2.90%	2.90%
Operating margin	2.40%	1.49%	1.69%	1.73%	1.78%
EBITDA margin	(1.70%)	1.20%	1.52%	1.88%	1.97%
EBIT margin	(1.84%)	1.09%	1.43%	1.78%	1.87%
Net income margin	(2.04%)	1.29%	1.43%	1.29%	1.39%
ROE	(30.1%)	27.5%	32.1%	26.4%	25.7%
ROA	(6.73%)	5.13%	5.55%	4.54%	4.97%
Net debt/equity	49.4%	24.4%	116.2%	92.5%	68.4%
Interest cover ratio	6.45	7.77	6.11	7.45	8.88
Dividend payout ratio	0.00%	0.00%	7.54%	6.93%	5.58%
Inventory days	22.5	25.6	8.9	8.4	8.4
Account receivable days	30.1	34.2	63.6	65.9	65.7
Account payable days	63.5	61.1	51.1	52.9	52.8
Reported EPS (KRW)	(2,354)	2,098	3,318	3,608	4,484
EPS (KRW)	(2,354)	2,098	3,318	3,608	4,484
Reported BPS (KRW)	6,569	8,678	11,978	15,336	19,570
Norm BPS (KRW)	4,555	6,670	9,450	12,606	16,654
DPS (KRW)	0.0	250.0	250.0	250.0	250.0
Cashflow per share (KRW)	3,078	2,443	6,001	993	2,113
Reported P/E (x)	na	11.6	7.3	6.7	5.4
P/E (x)	na	11.6	7.3	6.7	5.4
P/B (x)	3.69	2.79	2.02	1.58	1.24
P/CF (x)	7.9	9.9	4.0	24.4	11.5
EV/EBITDA (x)	na	13.5	10.8	7.3	5.9
EV/Operating Cashflow (x)	5.5	11.4	6.3	16.2	10.2
EV/Sales (x)	0.24	0.16	0.16	0.14	0.12
Dividend yield	0.00%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates



**Recommendation**

<p>종목별 투자 의견 (12개월 기준)</p> <p><b>BUY:</b> 현주가 대비 목표주가 +10% 초과</p> <p><b>Hold:</b> 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내</p> <p><b>Reduce:</b> 현주가 대비 목표주가 -10% 초과</p> <p>단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능</p>	<p>업종별 투자 의견</p> <p><b>Overweight:</b> 현 업종지수 대비 +10% 초과</p> <p><b>Neutral:</b> 현 업종지수 대비 ±10% 이내</p> <p><b>Underweight:</b> 현 업종지수 대비 -10% 초과</p>
--	--

**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. 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 권해순

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

**주가 및 목표주가 변동추이**



**현대종합상사(011760)**

날짜	투자 의견	목표가격(12개월)
2011/01/18	BUY(Initiation)	43,000원
2011/02/08	BUY	43,000원
2011/04/05	BUY	50,000원(상향)
2011/07/12	BUY	50,000원
2011/11/16	BUY	50,000원
2012/01/03	BUY	45,000원(하향)
2012/06/13	BUY	32,000원(하향)