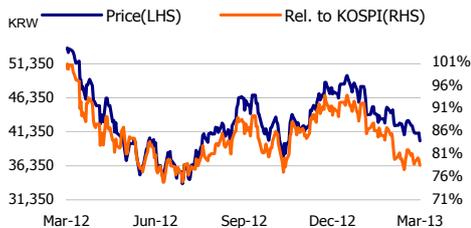


Earnings lowered & Target price lowered

| Korea / General trading companies |                 |               |               |               |
|-----------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| 21 March 2013                     | <b>BUY</b>      |               |               |               |
| 목표주가                              | 57,000 원        |               |               |               |
| 현재주가 (20 Mar 13)                  | 40,000 원        |               |               |               |
| Upside/downside (%)               | 42.5            |               |               |               |
| KOSPI                             | 1959.41         |               |               |               |
| 시가총액 (십억원)                        | 1,550           |               |               |               |
| 52 주 최저/최고                        | 33,600 - 54,300 |               |               |               |
| 일평균거래대금 (십억원)                     | 11.1            |               |               |               |
| 외국인 지분율 (%)                       | 11.5            |               |               |               |
| Forecast earnings & valuation     |                 |               |               |               |
| <b>Fiscal year ending</b>         | <b>Dec-11</b>   | <b>Dec-12</b> | <b>Dec-13</b> | <b>Dec-14</b> |
| 매출액 (십억원)                         | 13,987          | 12,794        | 13,050        | 13,311        |
| 영업이익 (십억원)                        | 200.7           | 223.5         | 270.8         | 281.3         |
| 당기순이익 (십억원)                       | 261.8           | 229.3         | 223.8         | 250.4         |
| 수정순이익 (십억원)                       | 247.8           | 221.7         | 219.3         | 245.3         |
| EPS (원)                           | 6,393           | 5,719         | 5,659         | 6,330         |
| EPS 성장률 (%)                       | (13.4)          | (10.5)        | (1.0)         | 11.9          |
| P/E (x)                           | 7.4             | 8.5           | 7.1           | 6.3           |
| EV/EBITDA (x)                     | 11.2            | 9.2           | 8.4           | 9.1           |
| 배당수익률 (%)                         | 1.1             | 1.0           | 1.3           | 1.3           |
| P/B (x)                           | 1.4             | 1.2           | 0.9           | 0.8           |
| ROE (%)                           | 21.8            | 15.1          | 13.0          | 12.8          |
| 순차입금/자기자본 (%)                     | 90.4            | 39.1          | 72.0          | 81.9          |
| Performance                       |                 |               |               |               |



| Performance        | 1M     | 3M     | 12M    |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 절대수익률 (%)          | (10.2) | (14.7) | (25.2) |
| KOSPI 대비 상대수익률 (%) | (7.0)  | (12.7) | (21.2) |

권해순, Analyst  
3774 6022 hskwon@miraeasset.com

## LG 상사 (001120 KS)

### 현 주가는 성장 정체에 대한 우려감이 과도하게 반영

LG 상사 주가는 연초 이후 20% 하락하며 부진한 흐름을 보이고 있음. 이는 지난 2~3년간 LG 상사가 투자했던 일부 프로젝트들의 성과가 지연되고 있는 가운데, 2012년 이익 감소(일회성 손익 제외 시) 이후 2013년 실적 전망이 불투명한 것에 대한 우려가 반영되고 있기 때문. 지난 주 당사가 주최한 상사 Corporate day 에서도 투자자들의 우려감을 충분히 공감할 수 있었음. 이에 따라 투자자들의 우려사항을 점검하고, LG 상사의 경영 전략 및 2012년 실적이 부진했던 요인을 재검토하여 2013년 실적 예상치를 조정함. 무역부문 및 석유 개발사업에 대한 이익의 불확실성을 감안하여, 2013년 순이익을 종전 대비 12.3% 하향 조정하며, 목표주가를 종전 70,000 원에서 57,000 원으로 18.6% 하향함. 그러나 여전히 현 주가 대비 42.5% 상승 여력이 존재함. 2012년에 유난히 손실 요인들이 많았던 것을 감안하면 2013년 실적은 27%YoY 성장이 예상됨. 현 주가는 이익 성장이 정체될 것에 대한 우려감이 과도하게 반영된 수준이라는 판단.

#### 목표주가를 57,000 원으로 하향. 그러나 여전히 42.5% 상승여력 보유

순이익 하향은 무역부문의 실적 회복이 예상보다 더딜 것으로 전망됨에 따라 매출액을 4% 하향 조정하였고, 오만 8광구에서의 cost recovery 에 따른 이익 회수가 4Q12 보다 1Q13 에 하회할 전망이다에 따라 석유개발이익을 종전 추정치 대비 10%(약 100 억원) 하향 조정하였기 때문. 목표주가는 2013년 EPS 5,659 원에 Target P/E 10 배(자원개발 성과가 가시화된 2009년 이후 지난 4년간 일회성을 제외한 EPS 대비 P/E 10~11 배에서 거래됨)를 적용함. 2012년에는 원자재 가격의 급락과 석유개발일정 차질에 따른 이익 급감으로 기업가치가 de-rating 되는 과정을 경험하기도 하였음. 그러나 2013년부터 다시 성장 궤도에 진입할 것으로 전망하며, 따라서 과거 밸류에이션 수준으로 충분히 복귀 가능할 것으로 전망함.

#### 일회성 요인을 제외할 때, 2013년 순이익 성장률 27%YoY

2013년 매출액 및 세전이익은 각각 13.6 조원, 2,650 억원으로 2012년 대비 각각 2%YoY, 27%YoY(일회성 손익 제외, Fig 3 참고) 성장할 전망. 자원개발이익은 2,210 억원으로 25%YoY 증가할 전망. LG 상사는 2012년 개발단계에 있었던 호주 연산 석탄 개발과 중남미 석유 개발사업에서 예상보다 손실이 많이 발생하였고, 해외 무역법인들은 하반기 글로벌 경기 둔화가 심화되면서 실적이 예상보다 악화되었음. 그러나 금년에는 개발단계 프로젝트들의 생산이 본격화되고 무역법인들의 손실이 축소되면서 이익 성장이 예상됨. 또한 일부 신사업(인도네시아 팜오일 생산 사업)에서도 손익 분기점에 도달할 것으로 기대됨.

#### 2013E 실적 기준 P/E 7.1 배의 현 주가 수준은 매력적

대우인터내셔널의 미안마 가스전 개발사업 및 현대중합상사의 예멘 LNG 개발사업 등 향후 2년 내 이익 고성장을 견인할 대표적인 자원개발 사업이 부재하다는 것이 LG 상사를 투자자들로 부터 소외시키고 있는 요인이라고 봄. 그러나 LG 상사는 자원개발사업 초기 단계를 성공적으로 보낸 후, 재무구조를 개선시켜 자체 투자 여력을 확보하여 자원개발사업에서 다각화된 포트폴리오를 구축하는 단계에 진입하여 상기 두 회사보다 진보한 사업모형을 구축하고 있음. LG 상사는 2015년까지 총 3 조원에 달하는 신규 투자를 진행시킬 예정. 그 결과 연평균 15%YoY 이상의 안정적인 성장세를 유지하도록 하는 것을 목표로 하고 있음. 이를 감안할 때, 2013E 실적 기준 P/E 7.1 배의 현 주가 수준은 밸류에이션 매력에 높다고 판단함. 당사는 LG 상사의 분기별 실적이 안정적으로 개선되는 것을 확인하게 되면 LG 상사에 대한 투자자들의 긍정적인 투자 심리가 형성될 것으로 예상함. 단기 주가 catalyst 는 자원개발사업 이익의 42%를 차지하는 오만 8광구의 매장량 평가 결과가 확정되어, 석유개발이익 감소 가능성에 대한 투자자들의 우려가 해소되는 2분기 경에 발생할 것으로 봄.

Figure 1 LG상사 주가 및 주요 이슈 (2012년~ 현재)



자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantiwise

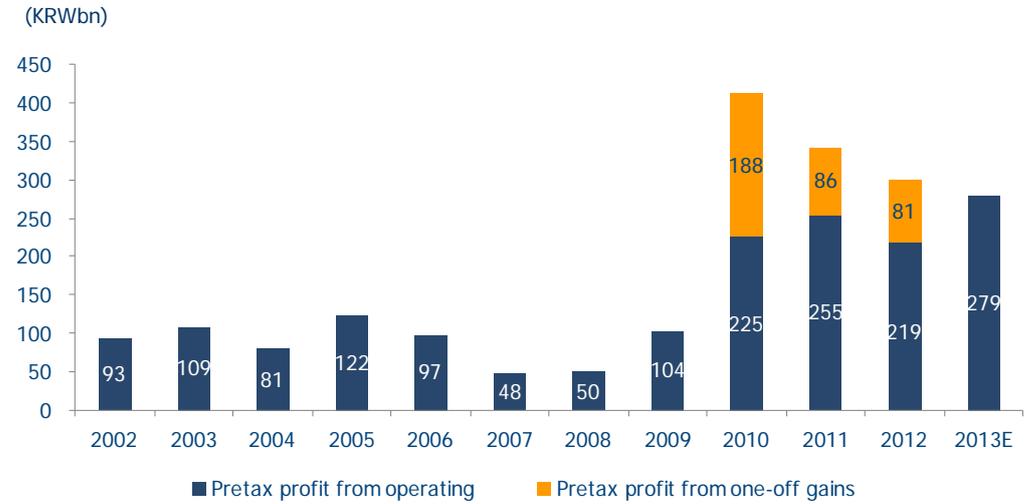
Figure 2 종합상사별 수익률 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantiwise

주: 2013년은 3월 20일 주가 기준

Figure 3 LG 상사 세전이익 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 LG 상사 일회성 제외 순이익 기준 P/E 밸류에이션 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

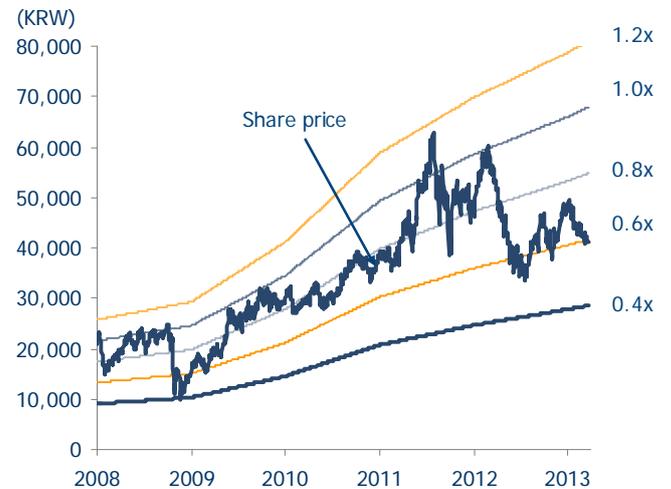
주: 2013년 P/E는 3월 20일 추가 기준

Figure 5 LG 상사 12M Fwd P/E valuation



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 LG 상사 12M Fwd P/B valuation



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 LG 상사 실적 추정치 변경

| (KRWbn, %)               | Revised |        |        |        | Previous |        |        | Change |        |        |
|--------------------------|---------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                          | 2011    | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2012E    | 2013E  | 2014E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
| Sales                    | 13,987  | 12,794 | 13,050 | 13,311 | 13,064   | 13,590 | 14,153 | (2.1)  | (4.0)  | (6.0)  |
| NEW Operating profit     | 163     | 205    | 219    | 229    | 220      | 255    | 235    | (6.6)  | (14.3) | (2.5)  |
| OLD Operating profit     | 201     | 224    | 271    | 281    | 274      | 295    | 275    | (18.4) | (8.3)  | 2.2    |
| Net profit (major)       | 248     | 222    | 219    | 237    | 249      | 250    | 264    | (11.0) | (12.3) | (10.2) |
| New Operating margin (%) | 1.2     | 1.5    | 1.6    | 1.6    | 1.6      | 1.8    | 1.7    |        |        |        |
| Old Operating margin (%) | 1.4     | 1.6    | 1.9    | 2.0    | 2.0      | 2.1    | 2.0    |        |        |        |
| Net margin (%)           | 1.8     | 1.6    | 1.6    | 1.7    | 1.8      | 1.8    | 1.9    |        |        |        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 LG 상사 1분기 실적 preview

| (KRWbn, %)           | 1Q12  | 4Q12  | 1Q13E<br>MIRAE | YoY   | QoQ    | 1Q13E<br>Consensus | Diff. | 2Q13E<br>MIRAE | 2Q13E<br>Consensus |
|----------------------|-------|-------|----------------|-------|--------|--------------------|-------|----------------|--------------------|
| Sales                | 3,094 | 3,107 | 3,155          | 2.0   | 1.5    | 3,095              | 2.0   | 3,340          | 3,281              |
| Operating profit     | 67    | 67    | 69             | 2.6   | 3.1    | 69                 | (0.3) | 50             | 53                 |
| Pretax profit        | 79    | 134   | 82             | 4.4   | (38.8) |                    |       | 69             |                    |
| Net profit (major)   | 67    | 92    | 61             | (8.1) | (8.1)  | 65                 | (5.3) | 55             | 50                 |
| Operating margin (%) | 2.2   | 2.2   | 2.2            | 0     | 0.0    | 2.2                | (0.1) | 1.5            | 1.6                |
| Pretax margin (%)    | 2.5   | 4.3   | 2.6            | 0     | (1.7)  |                    |       | 2.1            |                    |
| Net margin (%)       | 2.2   | 3.0   | 1.9            | (0)   | (1.0)  | 2.1                | (0.1) | 1.6            | 1.5                |

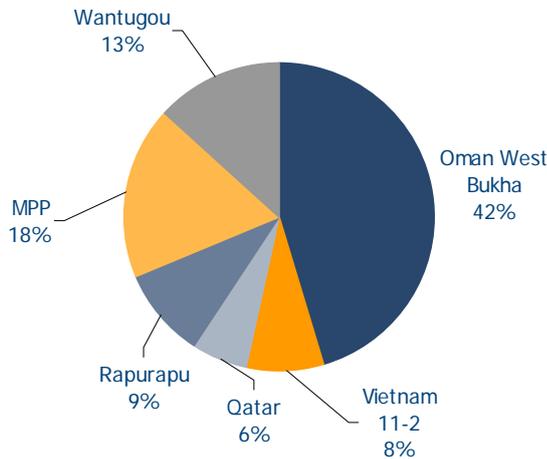
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 LG 상사 분기별 실적 추이 및 전망 (2012~2013E)

| (KRWbn, %)               | 1Q12  | 2Q12  | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13E | 2Q13E | 3Q13E | 4Q13E | 2012   | 2013E  | YoY(%) |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Sales                    | 3,094 | 3,275 | 3,318 | 3,107 | 3,155 | 3,340 | 3,384 | 3,169 | 12,794 | 13,050 | 2.0    |
| NEW Operating profit     | 67    | 44    | 27    | 67    | 69    | 50    | 49    | 50    | 205    | 219    | 6.4    |
| OLD Operating profit     | 81    | 57    | 45    | 41    | 82    | 63    | 62    | 63    | 224    | 271    | 21.1   |
| Pretax profit            | 79    | 44    | 43    | 134   | 82    | 69    | 63    | 65    | 300    | 279    | (6.9)  |
| E&P                      | 53    | 46    | 17    | 61    | 70    | 53    | 47    | 50    | 177    | 221    | 24.6   |
| Others                   | 26    | (2)   | 25    | 74    | 12    | 16    | 16    | 15    | 123    | 59     | (52.2) |
| Net profit (major)       | 67    | 31    | 32    | 92    | 61    | 55    | 51    | 52    | 222    | 219    | (1.1)  |
| New Operating margin (%) | 0.5   | 0.3   | 0.2   | 0.5   | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 1.5    | 1.6    | 0.1    |
| Old Operating margin (%) | 0.6   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.6   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 1.6    | 1.9    | 0.3    |
| Pretax profit margin (%) | 2.5   | 1.3   | 1.3   | 4.3   | 2.6   | 2.1   | 1.9   | 2.0   | 2.3    | 2.1    | (0.2)  |
| Net margin (%)           | 0.6   | 0.3   | 0.3   | 1.0   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 2.1    | 2.0    | (0.1)  |

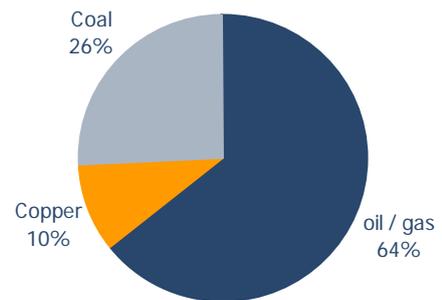
자료: 미래에셋증권 리서치센터, LG 상사

Figure 10 LG 상사 자원개발 사업별 이익 구성 (2012E)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 LG 상사 개발 자원별 이익 구성 (2012E)



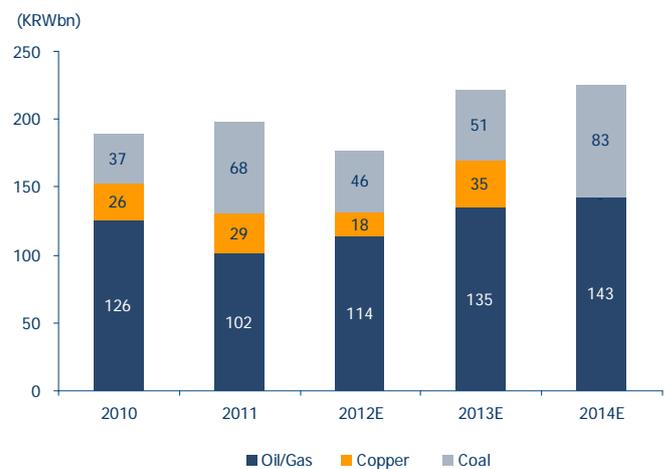
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 LG 상사 세전이익 내 자원개발부문 비중 (2010~2014E)



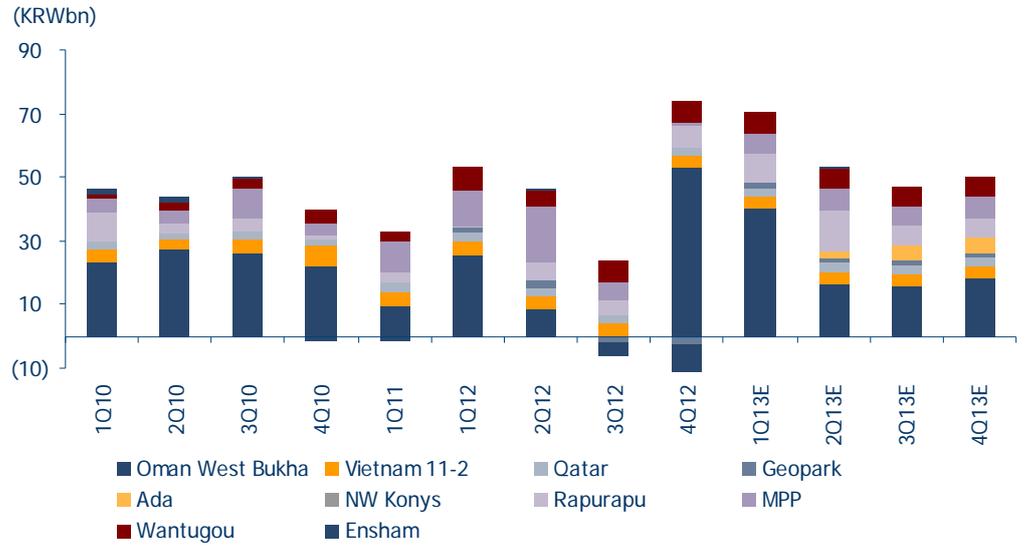
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 LG 상사 개발 자원별 이익 추이 (2010~2014E)



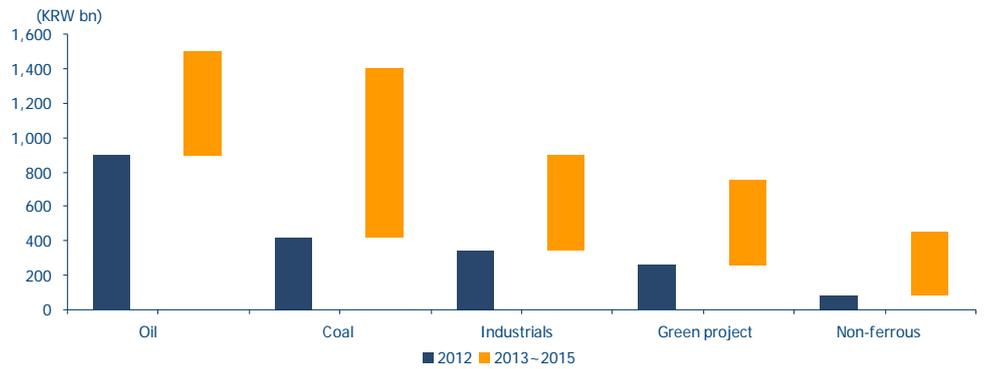
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 LG 상사 주요 광구별 실적 추이 (2011~2013E)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 2015 년까지 LG 상사 투자계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Summary financial statements

### 손익계산서

| 12 월 결산 (십억원)   | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액             | 13,987   | 12,794   | 13,050   | 13,311   |
| 매출원가            | (13,357) | (12,178) | (12,412) | (12,655) |
| 매출총이익           | 629      | 616      | 637      | 656      |
| 판매비와관리비         | (467)    | (410)    | (418)    | (427)    |
| 영업이익 (조정)       | 163      | 206      | 219      | 229      |
| 영업이익            | 201      | 223      | 271      | 281      |
| 순이자손익           | (19)     | (33)     | (33)     | (33)     |
| 지분법손익           | 177      | 23       | 78       | 95       |
| 기타              | 13       | 86       | (37)     | (36)     |
| 세전계속사업손익        | 372      | 300      | 280      | 307      |
| 법인세비용           | (111)    | (71)     | (56)     | (57)     |
| 당기순이익           | 262      | 229      | 224      | 250      |
| 당기순이익 (지배주주지분)  | 248      | 222      | 219      | 245      |
| EPS (지배주주지분, 원) | 6,393    | 5,719    | 5,659    | 6,330    |

| 증가율 & 마진 (%) | 2011A  | 2012E  | 2013E | 2014E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 증가율      | 3.6    | (8.5)  | 2.0   | 2.0   |
| 매출총이익 증가율    | (1.2)  | (2.2)  | 3.5   | 3.0   |
| 영업이익 증가율     | 3.8    | 11.3   | 21.2  | 3.9   |
| 당기순이익 증가율    | (13.4) | (10.5) | (1.0) | 11.9  |
| EPS 증가율      | (13.4) | (10.5) | (1.0) | 11.9  |
| 매출총이익율       | 4.5    | 4.8    | 4.9   | 4.9   |
| 영업이익률        | 1.4    | 1.7    | 2.1   | 2.1   |
| 당기순이익률       | 1.8    | 1.7    | 1.7   | 1.8   |

자료: LG 상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 현금흐름표

| 12 월 결산 (십억원) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금          | 216   | 538   | (53)  | 230   |
| 당기순이익         | 262   | 229   | 224   | 250   |
| 유무형자산상각비      | 71    | 56    | 81    | 85    |
| 기타            | (96)  | (63)  | (69)  | (86)  |
| 운전자본증감        | (21)  | 315   | (289) | (20)  |
| 투자현금          | (163) | (159) | (653) | (598) |
| 자본적지출         | (63)  | (49)  | (60)  | (60)  |
| 기타            | (100) | (110) | (593) | (538) |
| 재무현금          | 133   | 1     | 381   | 381   |
| 배당금           | (14)  | (19)  | (19)  | (19)  |
| 자본의증가 (감소)    |       |       |       |       |
| 부채의증가 (감소)    | 146   | 21    | 400   | 400   |
| 기초현금          | 200   | 391   | 764   | 438   |
| 기말현금          | 391   | 764   | 438   | 451   |

자료: LG 상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 대차대조표

| 12 월 결산 (십억원) | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산          | 3,114  | 3,340  | 3,069  | 3,138  |
| 현금및현금성자산      | 391    | 764    | 438    | 451    |
| 단기금융자산        | 173    | 216    | 218    | 219    |
| 매출채권          | 1,746  | 1,388  | 1,416  | 1,444  |
| 재고자산          | 657    | 672    | 685    | 699    |
| 기타유동자산        | 147    | 300    | 312    | 325    |
| 비유동자산         | 1,827  | 2,095  | 2,743  | 3,349  |
| 유형자산          | 118    | 140    | 180    | 215    |
| 투자자산          | 953    | 716    | 745    | 776    |
| 기타비유동자산       | 756    | 1,238  | 1,819  | 2,359  |
| 자산총계          | 4,941  | 5,435  | 5,813  | 6,487  |
| 유동부채          | 2,802  | 2,744  | 2,509  | 2,543  |
| 매입채무          | 1,572  | 1,847  | 1,609  | 1,641  |
| 단기금융부채        | 1,032  | 848    | 848    | 848    |
| 기타유동부채        | 197    | 50     | 52     | 54     |
| 비유동부채         | 784    | 944    | 1,349  | 1,754  |
| 장기금융부채        | 756    | 815    | 1,215  | 1,615  |
| 기타비유동부채       | 28     | 129    | 134    | 139    |
| 부채총계          | 3,586  | 3,688  | 3,858  | 4,298  |
| 지배주주지분        | 1,339  | 1,591  | 1,796  | 2,026  |
| 비지배주주지분       | 16     | 155    | 159    | 163    |
| 자본총계          | 1,355  | 1,746  | 1,955  | 2,190  |
| BVPS (원)      | 34,555 | 41,049 | 46,324 | 52,283 |

자료: LG 상사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표

| 12 월 결산       | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 자기자본이익률 (%)   | 21.8  | 15.1  | 13.0  | 12.8  |
| 총자산이익률 (%)    | 6.0   | 4.4   | 4.0   | 4.1   |
| 재고자산 보유기간 (일) | 19.6  | 19.9  | 20.0  | 20.0  |
| 매출채권 회수기간 (일) | 38.2  | 44.7  | 39.2  | 39.2  |
| 매입채무 결제기간 (일) | 42.1  | 51.2  | 50.8  | 46.9  |
| 순차입금/자기자본 (%) | 90.4  | 39.1  | 72.0  | 81.9  |
| 이자보상배율 (x)    | 10.8  | 6.9   | 8.3   | 8.6   |

자료: LG 상사, 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 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
작성 자: 권해순

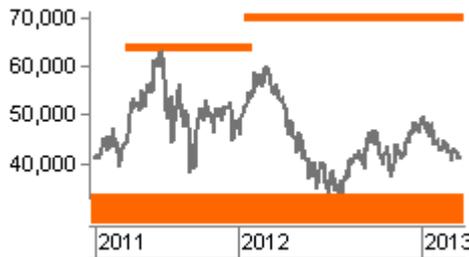
| 종목 | 담당자 | 종류 | 담당자 보유주식수 |     |     | 1%이상 보유여부 | 유가증권 종목 | 계열사 담당자 | 자사주 종류 |
|----|-----|----|-----------|-----|-----|-----------|---------|---------|--------|
|    |     |    | 수량        | 취득가 | 취득일 |           |         |         |        |

**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



**LG 상사 (001120 KS)**

| Date       | Recommendation | 12M target price (KRW) |
|------------|----------------|------------------------|
| 2011-05-30 | BUY            | 64,000                 |
| 2011-06-30 | BUY            | 64,000                 |
| 2011-09-23 | BUY            | 64,000                 |
| 2011-09-27 | BUY            | 64,000                 |
| 2011-10-10 | BUY            | 64,000                 |
| 2012-11-04 | BUY            | 64,000                 |
| 2012-01-19 | BUY            | 70,000 (Up)            |
| 2012-02-27 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-04-25 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-04-30 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-07-02 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-07-17 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-09-13 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-11-08 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-12-06 | BUY            | 70,000                 |
| 2012-12-27 | BUY            | 70,000                 |
| 2013-01-11 | BUY            | 70,000                 |
| 2013-03-15 | BUY            | 70,000                 |
| 2013-03-21 | BUY            | 57,000 (Down)          |