

현대제철(004020)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 111,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	1,962
주가(1/31)	82,900
시가총액(십억원)	7,073
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	117,500/75,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,549
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.0/19.4
주요주주(%)	기아자동차 외 3인 33.8
	국민연금공단 9.1

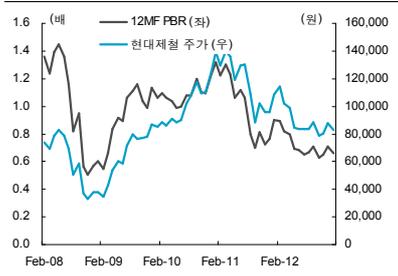
Valuation 지표

	2011A	2012F	2013F
PER(x)	10.8	9.3	9.2
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	8.5	8.4	7.4
EV/EBITDA(x)	11.1	10.0	9.8
EPS(원)	8,876	9,449	8,970
BPS(원)	107,087	115,400	123,241

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(1.3)	(23.6)
상대주가(%p)	(3.8)	(5.6)	(23.9)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

여러모로 놀라운 실적

What's new : 철강업체 중 유일하게 컨센서스 상회

별도기준 4분기 영업이익이 1,630억원(QoQ -28.5%, YoY -45.9%)을 기록했다. 우리 추정치(1,440억원)를 13.2%, 컨센서스를 8.4% 상회했다. 영업이익률은 4.9%로 국내 경쟁사보다 높았다. 톤당 영업이익이 4만원으로 우리 예상치 3.5만원보다 0.5만원 높았는데, 이는 우리 추정치보다 톤당 매출원가가 0.9만원 낮은 반면 제품평균가격은 0.4만원 낮았는데 그쳤기 때문이다. 4분기부터 당분기 평균 가격으로 지불하는 철광석 비중을 30%에서 70%로 확대했는데, 철광석 평균 가격이 하락했고 여기에 원/달러 환율도 하락해 톤당 원가가 예상보다 낮은 원인으로 작용했다.

Positives : Captive 수요 증가가 불러 올 두 가지 변화

현대하이스크가 5월부터 당진 제 2냉연 공장(연산 150만톤)을 가동한다. 대부분 자동차용 강판이 생산될 예정이며 2013년에 생산 가능 물량은 산술적으로 100만톤에 달한다. 가동 초기에 가동률이 낮은 점을 감안하면 실제 생산량은 73만톤으로 추정된다. 이에 따라 원재료인 열연강판이 80만톤 더 필요하게 된다. 이 중 80%를 현대제철이 공급할 것으로 예상된다. 자동차용 강판의 원재료로 사용되는 열연강판은 일반 열연강판보다 4~5만원 비싸다. 따라서 현대하이스크의 당진 제 2냉연 공장 가동으로 현대제철은 1) captive market 확대, 2) 고부가가치 제품 비중 상승에 따른 수익성 향상이라는 두 마리 토끼를 한꺼번에 얻을 수 있다.

Negatives : 설비 증설로 잠시 쉬어가는 1분기, 그러나 2보 전진을 위한 1보 후퇴

현대제철은 연산 350만톤 규모의 C열연(열연강판 생산 설비)을 연산 550만톤 규모로 증설한다. 이를 위해 1분기 중 45일간 가동을 중단하게 된다. C열연의 분기 생산 능력은 87.5만톤이므로 가동 중단으로 생산능력이 43.8만톤 줄게 된다. 출하량은 45만톤 감소할 것으로 예상된다. 매출액은 감소하는데 고정 비용이 발생하니 1분기 영업이익이 1,460억원으로 4분기 대비 10.3% 줄 것으로 예상된다. 2분기부터 C열연 분기 생산 능력은 137.5만톤으로 늘게 된다. 이를 통해 그룹 내부 열연강판 수요 증가에 대응할 것이다. 2분기에는 열연강판 출하량이 분기 사상 최대치를 기록하며 영업이익이 2,710억원(QoQ +85.5%)으로 증가할 것이다.

결론 : 철강업종 Top pick으로 제시

우리는 2013년 강종별 시황을 '열연>봉형강>냉연>후판' 순으로 보고 있다. 현대제철의 강종별 매출액 비중(2013년)을 보면 열연 38%, 봉형강 40%, 후판 7%, 기타 15%이다. 시황을 감안할 때 철강업체 중 가장 유리한 구성을 갖추고 있다. 여기에 9월부터 3고로가 가동된다. 성장성도 겸비하고 있다. 철강업종 top pick으로 제시한다. 목표주가 111,000원(2013년 BPS 123,241원에 목표 PBR 0.9배를 적용)을 유지한다.

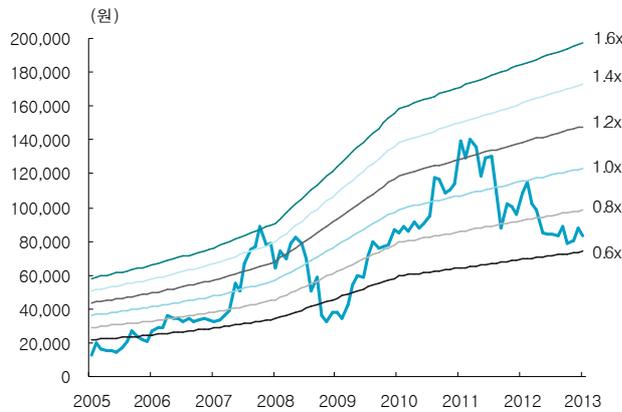
(단위: 십억원, %, %p)

(별도기준)	4Q12P			컨센서스	증감률		2013F	
	추정	실적	차이		QoQ	YoY	당사 컨센서스	
매출액	3,397	3,311	(2.5)	3,359	(2.8)	(15.2)	12,914	13,764
영업이익	144	163	13.2	150	(28.5)	(45.9)	915	924
영업이익률(%)	4.2	4.9	0.7%p	4.5	(1.8%p)	(2.8%p)	7.1	6.7
세전이익	207	264	28.0		0.0	(19.4)	873	
순이익	165	217	31.0	188	(6.6)	(19.9)	699	611

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

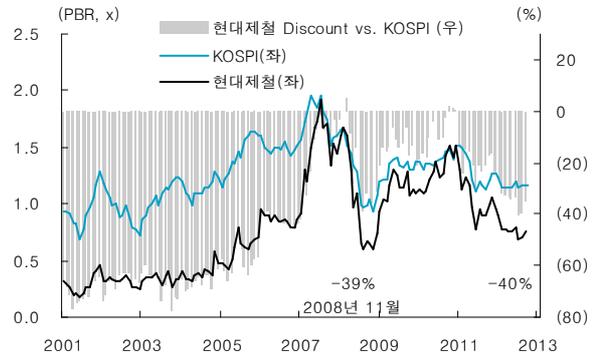
김진우 3276-6278
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] KOSPI대비 현대제철 PBR 비교



자료: 한국투자증권

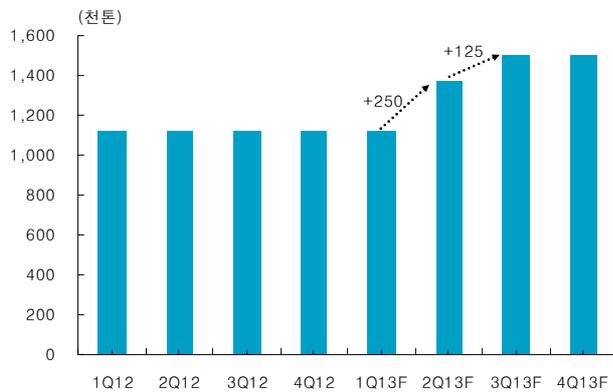
<표 1> 별도기준 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q12			YoY		QoQ		컨센서스 대비	
	잠정실적	추정	차이	4Q11	증감률	3Q12	증감률	4Q12	차이
매출액	3,311	3,397	(2.5)	3,904	(15.2)	3,406	(2.8)	3,359	(1.4)
영업이익	163	144	13.2	301	(45.9)	228	(28.5)	150	8.4
영업이익률(%)	4.9	4.2	0.7%p	7.7	(2.8%p)	6.7	(1.8%p)	4.5	0.4%p
세전이익	264	207	28.0	328	(19.4)	264	0.0		
순이익	217	165	31.0	270	(19.9)	232	(6.6)	188	15.2
출하량(천톤)	4,087	4,171	(2.0)	4,174	(2.1)	3,959	3.2		
평균가격(천원/톤)	810	814	(0.5)	935	(13.4)	860	(5.8)		
톤당 매출원가(천원/톤)	737	746	(1.2)	830	(11.2)	769	(4.1)		
톤당 영업이익(천원/톤)	40	35	15.5	72	(44.7)	58	(30.7)		

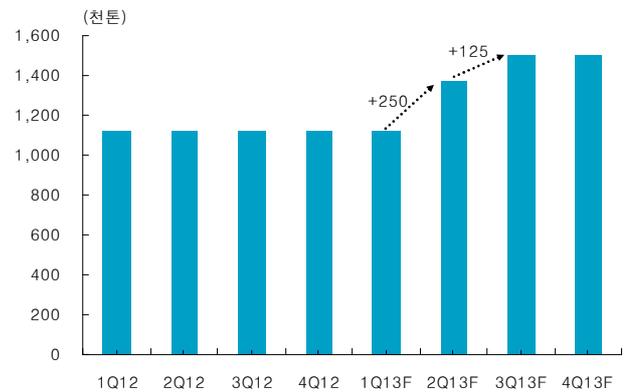
자료: 한국투자증권

[그림 3] 분기별 현대하이스코 냉연 생산 능력



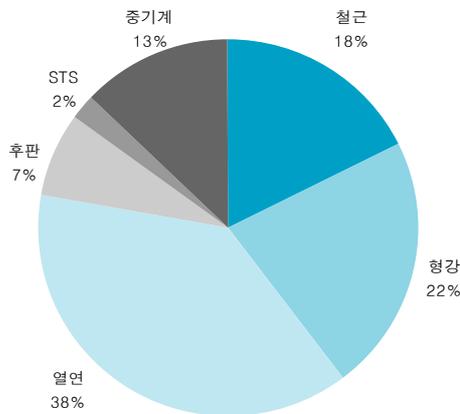
자료: 한국투자증권

[그림 4] 분기별 현대제철 열연 생산 능력



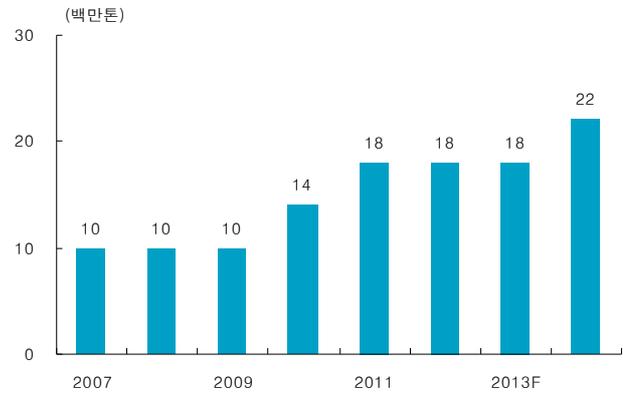
자료: 한국투자증권

[그림 5] 현대제철 강종별 매출 구성(2013년 기준)



자료: 한국투자증권

[그림 6] 현대제철 조강 생산 능력



자료: 한국투자증권

<표 2> 분기 실적 전망 및 기본 가정(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012P	2013F	2014F
매출액	3,550	3,861	3,406	3,311	2,924	3,559	3,181	3,250	14,129	12,914	14,616
영업이익	154	325	228	163	146	271	219	279	871	915	1,191
영업이익률	4.3%	8.4%	6.7%	4.9%	5.0%	7.6%	6.9%	8.6%	6.2%	7.1%	8.2%
법인세차감전세전이익	185	211	264	264	149	251	203	270	925	873	1,212
당기순이익	158	185	232	212	119	201	163	216	786	699	970
기본가정											
원/달러 평균 환율	1,131	1,152	1,133	1,076	1,088	1,065	1,048	1,030	1,133	1,058	1,050
철광석 계약가격(USD/톤)	144	130	136	117	103	125	110	110	132	112	100
강점탄 계약가격(USD/톤)	235	210	225	170	165	175	155	160	210	164	140
출하량(천톤)	3,948	4,345	3,959	4,087	3,546	4,407	4,040	4,255	16,339	16,248	19,620
평균가격(천원/톤)	899	889	860	810	825	807	787	764	865	795	745
톤당 매출원가(천원/톤)	828	781	769	737	747	712	702	667	778	705	654
톤당 영업이익(천원/톤)	39	75	58	40	41	62	54	66	53	56	61
톤당 EBITDA(천원/톤)	84	116	102	83	92	102	98	107	97	100	109

자료: 한국투자증권

<표 2> 분기 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012P	2013F	2014F
매출액	3,558	3,862	3,410	3,316	2,934	3,569	3,191	3,260	14,146	12,954	14,661
영업이익	156	324	227	164	147	272	220	280	872	919	1,196
영업이익률	4.4%	8.4%	6.7%	5.0%	5.0%	7.6%	6.9%	8.6%	6.2%	7.1%	8.2%
법인세차감전세전이익	181	212	265	272	152	256	207	274	931	889	1,342
당기순이익	154	187	233	223	129	218	176	233	796	756	1,074

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

현대제철은 전기로 제강사업에서 2010년 고로사업으로 진출한 국내 2위의 철강사이다. 2013년 3기 고로가 완공되면 전기로 1천만톤과 고로 1천2백만톤의 생산설비를 갖추어 세계 13위 철강사로 발돋움 한다. 2011년 기준 주요 생산 품목은 열연(40%), 형강(21%), 철근(17%), 후판(9%) 등이며 2013년 9월 3기 고로 완공을 앞두고 있다.

- 열연(HRC, Hot-rolled coil): 슬라브를 높은 온도에서 압연하여 생산. 건축재나 다른 제품의 중간재로 쓰임
- 냉연(CRC, Cold-rolled coil): 열연을 상온에서 압연. 표면이 미려하고 가공성이 우수하여 자동차나 가전 등에 사용
- 후판(Heavy plate): 두께 6mm이상의 두꺼운 열연강판. 주로 선박제조나 건설분야에 사용
- 철근(Rebar): 철 스크랩을 전기로에서 녹여 생산한 막대기 모양의 철강재. 건설 및 토목의 기초 구조물로 사용
- 형강(Section): 철 스크랩을 전기로에서 녹여 Γ, L, C, H, I 등의 형태로 생산. 건설 및 토목의 기초 구조물로 사용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	5,978	6,619	5,487	6,085	7,547
현금성자산	1,014	987	594	907	1,466
매출채권및기타채권	2,156	2,541	2,122	2,332	2,712
재고자산	2,289	2,566	2,237	2,332	2,639
비유동자산	13,899	15,158	17,465	18,315	18,638
투자자산	2,029	2,141	1,985	1,817	2,057
유형자산	11,600	12,706	15,192	16,234	16,282
무형자산	75	117	108	99	112
자산총계	19,877	21,777	22,952	24,400	26,185
유동부채	5,687	6,380	6,125	6,484	6,988
매입채무및기타채무	1,926	1,892	1,754	1,606	1,818
단기차입금및단기사채	2,505	3,131	3,171	3,374	3,489
유동성장기부채	1,132	1,260	1,196	1,331	1,396
비유동부채	5,760	6,278	6,999	7,419	7,713
사채	1,895	2,866	3,320	3,574	3,698
장기차입금및금융부채	3,388	2,919	3,222	3,427	3,541
부채총계	11,447	12,658	13,124	13,903	14,701
지배주주지분	8,431	9,119	9,828	10,497	11,483
자본금	427	427	427	427	427
자본잉여금	308	320	320	320	320
자본조정	(20)	(17)	(17)	(17)	(17)
이익잉여금	6,462	7,141	7,896	8,609	9,641
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,431	9,119	9,828	10,497	11,483

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(546)	802	2,130	1,294	1,765
당기순이익	922	747	796	756	1,074
유형자산감가상각비	399	700	857	861	1,015
무형자산상각비	1	2	3	2	3
자산부채변동	(1,678)	(861)	487	(317)	(316)
기타	(190)	214	(13)	(8)	(11)
투자활동현금흐름	(1,479)	(1,867)	(3,214)	(1,736)	(1,582)
유형자산투자	(2,169)	(1,817)	(3,353)	(1,912)	(1,074)
유형자산매각	1	10	10	10	10
투자자산순증	696	(20)	125	130	(275)
무형자산순증	(1)	(40)	6	7	(16)
기타	(6)	0	(2)	29	(227)
재무활동현금흐름	2,205	1,039	691	755	376
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	2,247	1,081	733	797	418
배당금지급	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	180	(27)	(393)	313	559

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	10,235	15,260	14,146	12,954	14,661
매출총이익	1,502	15,260	1,417	1,464	1,791
판매관리비	445	539	545	545	594
기타영업손익	1	30	(4)	25	25
영업이익	1,059	14,750	872	919	1,196
금융수익	263	204	443	311	410
이자수익	75	86	62	78	100
금융비용	304	624	394	374	299
이자비용	215	403	346	334	274
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	22	25	14	8	10
세전계속사업이익	1,040	909	931	889	1,342
법인세비용	118	162	134	133	268
연결당기순이익	922	747	796	756	1,074
지배주주지분순이익	922	747	796	756	1,074
기타포괄이익	473	(32)	(45)	(45)	(45)
총포괄이익	1,396	715	751	711	1,029
지배주주지분포괄이익	1,396	715	751	711	1,029
EBITDA	1,460	1,545	1,731	1,782	2,215

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	10,992	8,876	9,449	8,970	12,737
BPS	99,056	107,087	115,400	123,241	134,803
DPS	500	500	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	19.1	49.1	(7.3)	(8.4)	13.2
영업이익증가율	73.3	1,292.6	(94.1)	5.4	30.2
순이익증가율	(19.9)	(19.0)	6.6	(5.1)	42.0
EPS증가율	(19.9)	(19.3)	6.5	(5.1)	42.0
EBITDA증가율	63.0	958.5	(88.8)	2.9	24.3
수익성(%)					
영업이익률	10.3	96.7	6.2	7.1	8.2
순이익률	9.0	4.9	5.6	5.8	7.3
EBITDA Margin	14.3	101.3	12.2	13.8	15.1
ROA	5.1	3.6	3.6	3.2	4.2
ROE	12.3	8.5	8.4	7.4	9.8
배당수익률	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
안정성					
순차입금(십억원)	7,440	8,737	9,848	10,346	9,998
차입금/자본총계비율(%)	105.8	111.6	111.0	111.5	105.6
Valuation(X)					
PER	11.3	10.8	9.3	9.2	6.5
PBR	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.4	11.1	10.0	9.8	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대제철(004020)	2011.04.25	중립	160,000 원
	2011.08.22	매수	160,000 원
	2012.01.31	매수	144,000 원
	2012.05.17	매수	125,000 원
	2012.09.27	매수	111,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 2월 1일 현재 현대제철 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대제철 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.