



BUY(Maintain)

목표주가: 103,000원
주가(2/19): 86,000원

시가총액: 73,370억원

철강/비철금속

Analyst 김창호

02) 3787-4979 changhokim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/19)		1,985.83pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	114,500원	75,200원
등락률	-24.89%	14.36%
수익률	절대	상대
1M	3.6%	3.7%
6M	-5.2%	-7.1%
1Y	-21.1%	-19.6%

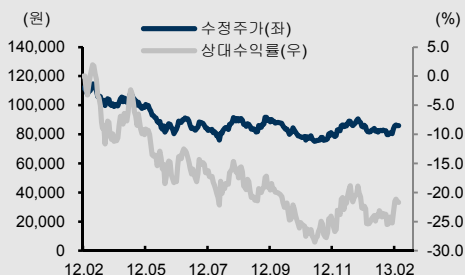
Company Data

발행주식수	85,314천주
일평균 거래량(3M)	328천주
외국인 지분율	19.00%
배당수익률(13E)	0.6%
BPS(13E)	125,040원
주요 주주	기아자동차 33.8%
	국민연금공단 9.1%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012P	2013E	2014E
매출액	152,595	141,287	137,763	161,614
보고영업이익	13,042	8,708	8,830	11,946
핵심영업이익	12,745	8,540	8,564	11,683
EBITDA	19,771	15,939	16,218	23,107
세전이익	9,091	9,246	7,669	9,269
순이익	7,471	7,914	6,523	7,884
지배주주지분순이익	7,471	7,914	6,523	7,884
EPS(원)	8,757	9,276	7,646	9,241
증감률(%) YoY	-26.3	5.9	-17.6	20.9
PER(배)	10.9	9.5	11.2	9.3
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.5	11.8	10.7	7.7
보고영업이익률(%)	8.5	6.2	6.4	7.4
핵심영업이익률(%)	8.4	6.0	6.2	7.2
ROE(%)	8.9	8.4	6.4	7.2
순부채비율(%)	95.8	97.7	94.9	92.8

Price Trend



현대제철 (004020)

국내 철강 가격 정책 변화 가능성에 주목



국내 철강재 가격 패턴에 주목해야 할 필요성이 높아지고 있습니다. 중국 철강재 가격 급등세와 달리 국내 철강재 가격 인상은 품목도 제한적이며, 실수요보다는 유통망 가격 인상 위주로 차별화된 모습이 나타나고 있습니다. 현재 상황에서는 원료 공정과 가까운 열연강판 가격 인상이 용이한 환경이며, 국내 철강사들의 가격 정책도 열연강판 가격 상승에 무게감을 더할 수 있다고 판단됩니다.

>>> 부진한 실적 1분기까지 지속될 것으로 예상

현대제철 1분기 실적 추정을 소폭 하향 조정했다. 부진했던 4분기 실적의 연장선이 될 가능성이 높다고 판단되는데, ① 비수기 영향과 철스크랩 가격 상승으로 인한 봉형강 제품 수익성 악화, ② C열연 라인 대보수로 인한 열연강판 판매량 40만톤 감소 예상, ③ 제한적인 철강재 ASP 회복 등이 주요 원인으로 예상된다.

>>> 국내 철강사들의 가격 정책 변화 가능성에 주목

부진한 철강 업황 속에서, 최근 나타나고 있는 국내 철강재 가격 패턴에 주목해야 할 필요성이 높아지고 있다. 중국 철강재 가격 급등세와 달리, 국내 철강재 가격 인상은 품목도 제한적이며, 실수요보다는 유통망 가격 인상 위주로 차별화된 모습이 나타나고 있다. 최종 실수요 개선이 본격화되지 않은 상황에서 최종 도금액 강판보다는, 원료 공정과 가까운 열연강판 가격 인상이 용이한 환경이다. POSCO 가격 정책도 열연강판 가격 상승에 무게감을 더할 수 있다고 판단한다. 현재와 같이 냉연도금액 가격이 낮아진 상황에서, 가격 전가가 가장 용이한 제품인 열연강판 가격을 인상하는 전략이 수익성을 지키는 방법이라고 보여진다.

>>> 착실한 준비, 업황 회복 개선시 이익 개선 빠른 것으로 예상

고로 투자 및 강종 기술개발에도 불구하고, 현대제철의 실적 개선은 제한적이었다. 하지만 2분기까지는 현재와 같은 열연강판 위주의 철강재 가격 상승세가 나타날 가능성이 높다. 고로 품목 중에서도 열연강판 비중이 높은 현대제철의 실적 개선이 빨라질 수 있다고 판단된다. 또한 투자와 기술 개발에 대한 과실이 지연되고 있지만, 중장기적으로 열연강판 가격 이 정상화된다면 생산능력 증가, 품목의 다변화로 인한 Product Mix 효과도 긍정적 인 요인이다. 현대제철 투자의견 BUY와 목표주가 103,000원을 유지한다.

1분기 부진한 실적 지속될 것으로 예상

현대제철 1분기 실적 전망을 1,200억원(IFRS 연결 기준 영업이익)으로 소폭 하향 조정했다. 부진했던 4분기 실적의 연장선이 될 가능성이 높다고 판단되는데, ① 비수기 영향과 철스크랩 가격 상승으로 인한 봉형강 제품 수익성 악화, ② C열연 라인 대보수로 인한 열연강판 판매량 40만톤 감소 예상, ③ 제한적인 철강재 ASP 회복 등이 주요 원인으로 예상된다.

가격 정책 변화 가능성

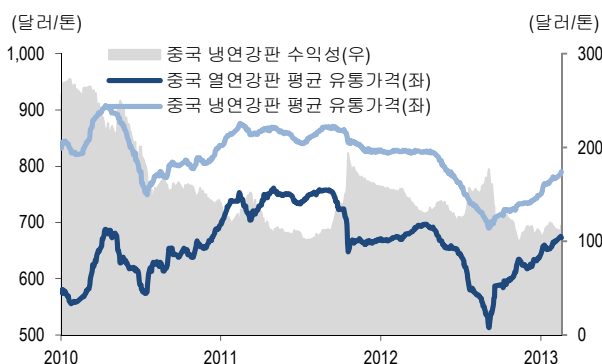
하지만 부진한 철강 업황 속에서, 최근 나타나고 있는 국내 철강재 가격 패턴에 주목해야 할 필요성이 높아지고 있다. 중국 철강재 가격 급등세와 달리, 국내 철강재 가격 인상은 품목도 제한적이며, 실수요보다는 유통향 가격 인상 위주로 차별화된 모습이 나타나고 있다.

POSCO를 중심으로 국내 열연강판 메이커들은 유통향 가격을 대상으로 1~2월(각각 2만원/톤 인상 발표)에 이어 3월에도 3만원/톤 가격 인상을 발표했다. 반면 냉연사들은 아직 가격 인상 발표 시점도 정하지 못한 상황이다. 또한 실수요향 철강재 가격은 오히려 인하되고 있다. 1분기 이미 인하가 결정되었거나, 인하가 확실할 것으로 예상되는 실수요향 품목은 자동차용강판, 가전용강판, 후판 등으로 파악되고 있다.

이 같은 변화는 원료가격과 최종 철강재 수요와의 괴리 때문이라고 판단된다. 최종 실수요 개선이 본격화되지 않은 상황에서 최종 도금재 강판보다는, 원료 공정과 가까운 열연강판 가격 인상이 용이한 환경이다. 또한 제품 가격 인상의 명분으로도 작용하면서 가격 인상 반영이 상대적으로 빠른 상황이다.

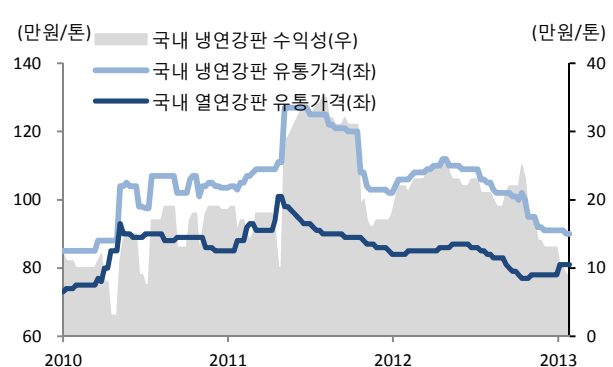
POSCO 가격 정책도 열연강판 가격 상승에 무게감을 더할 수 있다고 판단한다. 자동차용강판 등 냉연도금재 강판 가격이 높았던 시기에는, 상대적으로 열연강판 가격을 낮게 책정해도 수익성을 보존할 수 있었던 상황이었다. 하지만 현재와 같이 냉연도금재 가격이 낮아진 상황에서, 가격 전가가 가장 용이한 제품인 열연강판 가격을 인상하는 전략이 수익성을 지키는 방법이라고 보여진다.

중국에서도...



자료: Bloomberg

국내에서도 열연강판 가격폭이 더 큰 상황



자료: 키움증권 정리

준비는 착실하게 진행

고로 투자 및 강종 기술개발에도 불구하고, 현대제철의 실적 개선은 제한적이었다. 전반적인 열연강판 가격 침체로, 자동차용강판 비중 증가에도 불구하고 Product Mix 효과가 제한적이었기 때문이다. 3기 고로로 인해 수익성이 높은 내수 판매가 늘어나는데도 불구하고, 큰 관심을 받지 못했던 원인이다.

2분기까지는 현재와 같은 열연강판 위주의 철강재 가격 상승세가 나타날 가능성이 높다. 고로 품목 중에서도 열연강판 비중이 높은 현대제철의 실적 개선이 빨라질 수 있다고 판단된다.

또한 투자와 기술 개발에 대한 과실이 지연되고 있지만, 중장기적으로 열연강판 가격이 정상화된다면 생산능력 증가, 품목의 다변화로 인한 Product Mix 효과도 긍정적인 요인이다.

투자의견 BUY 유지

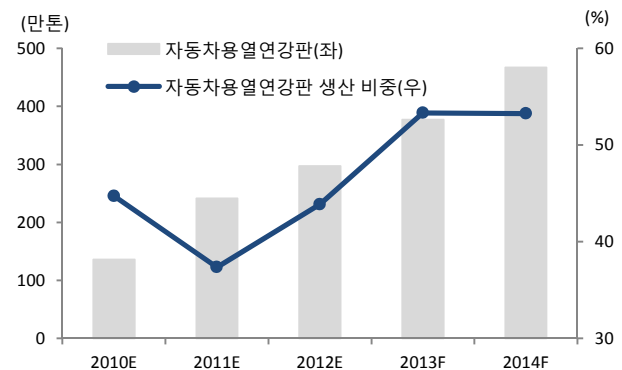
현대제철 투자의견 BUY와 목표주가 103,000원을 유지한다. ① 1분기까지 부진한 실적이 지속되겠지만, 성수기와 맞물리면서 2분기 실적은 회복될 가능성이 크다. ② 국내 철강재 가격 정책 변화 가능성으로 현대제철 실적 개선이 빨라질 수 있다. ③Fwd 12M 실적 기준으로는 밸류에이션 부담이 크지 않으며, 3기 고로로 인한 외형 증가도 현대제철에 Value를 더할 수 있다고 판단된다.

제품 개발로 인한 착실한 준비



자료: 현대제철

자동차용강판 비중 확대에 의한 수익성 개선 기대



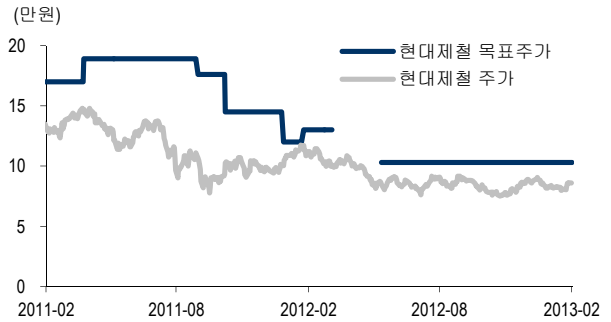
자료: 키움증권

- 당사는 2월 19일 현재 '현대제철' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

현대제철 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
현대제철(004020)	2011/01/31	BUY (Maintain)	170,000원
	2011/04/13	BUY (Maintain)	189,000원
	2011/05/13	BUY (Maintain)	189,000원
	2011/05/23	BUY (Maintain)	189,000원
	2011/07/12	BUY (Maintain)	189,000원
	2011/09/20	BUY (Maintain)	176,000원
	2011/10/28	BUY (Maintain)	145,000원
	2011/11/02	BUY (Maintain)	145,000원
	2012/01/16	BUY (Maintain)	120,000원
	2012/02/13	BUY (Maintain)	130,000원
	담당자변경2012/05/31	Outperform (Reinitiate)	103,000원
	2012/06/04	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/06/21	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/07/30	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/08/16	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/08/29	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/09/27	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/10/10	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/10/29	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/11/05	Outperform (Maintain)	103,000원
	2012/11/09	BUY (Upgrade)	103,000원
	2013/01/07	BUY (Maintain)	103,000원
	2013/01/24	BUY (Maintain)	103,000원
	2013/02/01	BUY (Maintain)	103,000원
	2013/02/20	BUY (Maintain)	103,000원

현대제철 목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상