기업브리프

# BUY(Maintain)

목표주가: 103,000원
주가(4/1): 80,600원

시가총액: 68,763억원

철강/비철금속
Analyst 김창호
02) 3787-4979 changhokim@kiwoom.com

## Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (4/1) | | 1,985.83pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 108,500원 | 75,200원 |
| 등락률 | -25.71% | 7.18% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -5.3% | -3.8% |
| 6M | -8.7% | -8.7% |
| 1Y | -21.0% | -20.3% |

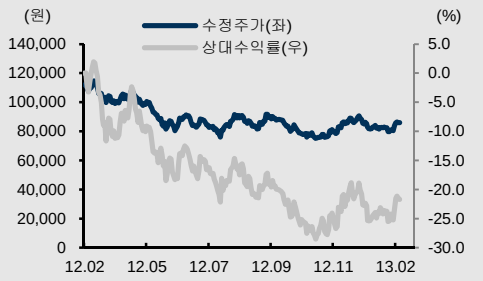
## Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 85,314천주 |
| 일평균 거래량(3M) | | 270천주 |
| 외국인 지분율 | | 18.24% |
| 배당수익률(13E) | | 0.6% |
| BPS(13E) | | 123,080원 |
| 주요 주주 | 기아자동차 | 33.8% |
| | 국민연금공단 | 9.1% |

## 투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 152,595 | 141,464 | 136,365 | 160,672 |
| 보고영업이익 | 12,745 | 8,718 | 8,545 | 11,591 |
| 핵심영업이익 | 12,745 | 8,718 | 8,787 | 11,880 |
| EBITDA | 19,771 | 15,930 | 16,800 | 23,598 |
| 세전이익 | 9,091 | 9,307 | 8,367 | 9,900 |
| 순이익 | 7,471 | 7,964 | 7,117 | 8,421 |
| 지배주주지분순이익 | 7,471 | 7,964 | 7,117 | 8,421 |
| EPS(원) | 8,757 | 9,335 | 8,342 | 9,870 |
| 증감률(% YoY) | -26.3 | 6.6 | -10.6 | 18.3 |
| PER(배) | 10.9 | 9.4 | 9.7 | 8.2 |
| PBR(배) | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 8.5 | 10.5 | 10.8 | 8.1 |
| 보고영업이익률(%) | 8.4 | 6.2 | 6.3 | 7.2 |
| 핵심영업이익률(%) | 8.4 | 6.2 | 6.4 | 7.4 |
| ROE(%) | 8.9 | 8.4 | 7.0 | 7.7 |
| 순부채비율(%) | 95.8 | 94.4 | 107.2 | 109.0 |

## Price Trend




키움증권
2013. 04. 02

☑ 실적 Preview

# 현대제철 (004020)

## C→B→#2→3기→#1 순차적인 진행

1분기 실적은 1,240억원으로 24.8% QoQ 감소할 것으로 추정됩니다. 하지만 긍정적인 시각을 유지하며, 그 중심에는 순차적으로 완공되는 설비 증설을 꼽을 수 있습니다. C→B→#2→3기→#1의 순차적인 증설 진행을 통해 3기 고로 체재가 완성됨에 따라 밸류에이션 부담도 완화될 수 있다고 판단됩니다. 이후 자동차용 관련 강재 투자가 이어지며 추가 성장성을 확보할 수 있다고 예상하고 있습니다.

### >>> 1분기 부진한 실적

IFRS 연결 기준 현대제철 1분기 실적은 1,240억원(핵심영업이익 기준)으로 24.8% QoQ 감소할 것으로 추정된다. 현대제철의 부진한 1분기 실적은 ① C열연 라인 대보수로 인한 40만톤 가량의 생산량 및 판매량 감소, ② 비수기로 인한 봉형강류 판매가격 및 수입재 대응으로 인한 H형강 판매가격 하락, ③ C열연 보수 영향으로 인한 product mix 효과 반감 등이 주요 원인이라고 판단된다.

### >>> 순차적으로 이어지는 생산능력 증가

설비 증설 공사가 마무리되면서 C열연 생산능력은 350만톤에서 550만톤으로 확대되었다. C열연 증설에 이어 B열연 증설도 3분기에 예정되어 있다. 기존 300만톤에서 325만톤으로 생산능력이 늘어나게 된다. B열연 역시 증설 기간 동안에는 공장 가동이 중단된다. 하지만 C열연 라인을 활용하면서 생산량 감소는 없을 것으로 예상된다. 3기 고로 완공으로 추가 쇳물이 확보되는 9월경에는 신설 중인 2후판 공장이 완공될 예정이다. 9월27일에는 400만톤 규모의 3기 고로 화입식이 예정되어 있으며, 현대제철의 고로 생산능력은 1,200만톤으로 확장된다. 1후판 공장 증설은 2013년 1분기에 예정되어 있으며, 신규 2후판 공장 가동이 원활할 때 증설 작업이 진행될 것으로 판단된다. 따라서 C→B→#2→3기→#1의 순차적인 증설 진행을 통해 현대제철의 열연강판 생산능력은 총 975만톤, 후판 생산능력은 350만톤으로 늘어나게 된다.

### >>> 추가 성장성 확보 가능, 투자의견 BUY 유지

C→B→#2→3기→#1의 투자가 마무리된다고 하더라도 추가 품목을 더해 성장성을 확보할 수 있다고 판단된다. 시너지가 높은 품목은 특수강, 선재, 주물선, 철분말, 제철화학 등을 꼽을 수 있다. 현대제철 투자의견 BUY와 목표주가 103,000원을 유지한다. 현대제철의 추가 성장성 확보 가능성과 함께 중장기적인 현대제철의 긍정적인 실적은 여전히 유효하다고 판단된다.

### 1분기 부진한 실적

IFRS 연결 기준 현대제철 1분기 실적은 1,240억원(핵심영업이익 기준)으로 24.8% QoQ 감소할 것으로 추정된다. 현대제철의 부진한 1분기 실적은 ① C열연 라인 대보수로 인한 40만톤 가량의 생산량 및 판매량 감소, ② 비수기로 인한 봉형강류 판매가격 및 수입재 대응으로 인한 H형강 판매가격 하락, ③ C열연 보수 영향으로 인한 product mix 효과 반감 등이 주요 원인이라고 판단된다. 1분기 국내 열연강판 메이커들의 가격 인상 발표가 이어졌으며, 실제로 유통가격의 경우 3~4만원/톤 수준의 가격 인상이 반영되고 있다. 하지만 고급강 생산 비중이 높은 C열연 라인 대보수로 인해 현대제철의 내수 판매가격 인상 효과는 제한적이었을 것으로 예상된다.

### 부진한 봉형강류 업황

지난 28일 1~3월 철근 가격은 75만원/톤에 일괄 타결되었다. 1월말 현대제철을 포함한 국내 제강사는 철근 가격 4.7만원/톤 인상을 발표한바 있다. 하지만 제강사들의 공격적인 영업판매로 인해 경쟁강도가 높아졌으며, 3월말 기준 7대 제강사의 철근 재고가 37만톤일 정도로 여전히 높은 수준의 재고가 유지되면서 유통가격은 하락세가 지속된 바 있다.

또한 H형강 메이커간의 강력한 수입재 대응으로 수익성 부진이 이어지고 있다. 지난 3월 20일 스틸데일리는 현재제철이 수입재 대응용 일부 중소형 품목 가격을 7~8만원/톤씩 인하했다고 보도한바 있다. 현대제철의 2012년 H형강 수입재 대응량은 전체 생산량의 약 1/4 수준이기 때문에, 금번 수입재 대응 가격 인하로 인한 내수 판매가격 하락이 전부 반영되는 것은 아니다. 하지만 최근 수입재 대응 품목이 기존 대형에서 중소형까지 확대되고, 경쟁사인 동국제강이 일본뿐만 아니라 중국에서도 직수입을 결정하는 등 경쟁 강도가 강화되면서 부진한 수요 환경에서 추가 수익성 악화가 우려되고 있는 상황이다.

### 현대제철 실적 추정 및 주요 가정

| | | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 1Q13F | 2Q13F | 3Q13F | 4Q13F | 1Q14F | 2Q14F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **실적** | 매출액 | 15,260 | 14,146 | 13,636 | 16,067 | 3,041 | 3,487 | 3,351 | 3,757 | 4,028 | 3,988 |
| (IFRS 연결 기준) | EBITDA | 1,977 | 1,593 | 1,680 | 2,360 | 307 | 446 | 423 | 504 | 564 | 567 |
| 십억원 | 보고영업이익 | 1,275 | 872 | 854 | 1,159 | 121 | 237 | 209 | 286 | 278 | 273 |
| | 핵심영업이익 | 1,275 | 872 | 879 | 1,188 | 124 | 241 | 217 | 297 | 284 | 280 |
| | 핵심영업이익률 | 8.4% | 6.2% | 6.4% | 7.4% | 4.1% | 6.9% | 6.5% | 7.9% | 7.1% | 7.0% |
| | 법인세차감전이익 | 909 | 931 | 837 | 990 | 104 | 246 | 216 | 271 | 263 | 223 |
| | 당기순이익 | 747 | 796 | 712 | 842 | 88 | 209 | 184 | 230 | 224 | 190 |
| **판매량** (만톤) | 판재류 | 858 | 880 | 898 | 1,230 | 186 | 224 | 221 | 267 | 307 | 307 |
| (IFRS 별도 기준) | 봉형강류 | 650 | 635 | 647 | 680 | 155 | 167 | 158 | 167 | 169 | 171 |
| **판매가격** | 봉형강류 내수 판매가격 | 89 | 84 | 82 | 81 | 82 | 83 | 82 | 82 | 81 | 80 |
| (IFRS 별도 기준) | 판재류 내수 판매가격 | 90 | 81 | 77 | 75 | 76 | 78 | 77 | 76 | 76 | 74 |
| 만원/톤 | 탄소강 총 평균 판매가격 | 92 | 85 | 81 | 78 | 81 | 82 | 81 | 80 | 79 | 78 |
| **원재료 매입금액** | 철광석 구매금액 | 2,403 | 2,147 | 2,077 | 2,697 | 395 | 522 | 541 | 620 | 690 | 678 |
| (IFRS 별도 기준) | 석탄 구매금액 | 1,764 | 1,493 | 1,041 | 1,288 | 235 | 264 | 249 | 292 | 328 | 322 |
| 십억원 | 철스크랩 구매금액 | 5,086 | 4,508 | 4,138 | 4,306 | 992 | 1,074 | 1,002 | 1,069 | 1,084 | 1,075 |
| | 기타 원료 구매금액 | 938 | 870 | 761 | 869 | 172 | 194 | 187 | 208 | 221 | 217 |
| **원재료 매입량** | 철광석 매입량 | 1,299 | 2,712 | 1,556 | 2,134 | 323 | 379 | 392 | 462 | 531 | 531 |
| (IFRS 별도 기준) | 석탄 매입량 | 588 | 1,146 | 601 | 820 | 129 | 147 | 145 | 179 | 205 | 204 |
| 만톤 | 철스크랩 매입량 | 965 | 876 | 900 | 946 | 216 | 234 | 218 | 232 | 236 | 239 |
| **원재료 가격** | 철스크랩 구매가격 | 53 | 50 | 46 | 46 | 47 | 46 | 45 | 45 | 46 | 46 |
| (IFRS 별도 기준) | 가중평균 원료 투입가격 | 46 | 37 | 31 | 29 | 30 | 32 | 32 | 30 | 30 | 29 |
| 만원/톤, 달러/톤 | 철광석 계약가격 | 161 | 132 | 125 | 123 | 103 | 137 | 130 | 130 | 125 | 125 |
| | 석탄 계약가격 | 289 | 210 | 164 | 153 | 165 | 172 | 165 | 155 | 155 | 155 |
| **환율** | USD/KRW 기말환율 | 1,152 | 1,085 | 1,040 | 1,030 | 1,080 | 1,065 | 1,050 | 1,040 | 1,030 | 1,030 |
| 달러/원 | USD/KRW 평균환율 | 1,108 | 1,132 | 1,059 | 1,030 | 1,080 | 1,065 | 1,050 | 1,040 | 1,030 | 1,030 |

자료: 키움증권

**순차적으로 이어지는 C→B→#2→3기→#1**

하지만 현대제철에 대한 긍정적인 시각을 유지하며, 그 중심에는 순차적으로 완공되는 설비 증설을 꼽을 수 있다.

기존 현대제철의 열연강판 생산능력은 850만톤/년 수준이다. 공장 라인별로 세분화할 경우 전기로를 통해 열연강판을 생산하는 200만톤 규모의 A열연, 일반용 생산 비중이 높은 300만톤 규모의 B열연, 자동차용 등 고급강 생산 비중이 높은 350만톤 규모의 C열연 등으로 나눌 수 있다. 하지만 A열연에서는 일부 설비 가동이 중지된 상황으로 현실적인 생산능력은 100만톤 수준이기 때문에, 현대제철의 총 열연강판 생산능력은 약 750만톤 수준이다.

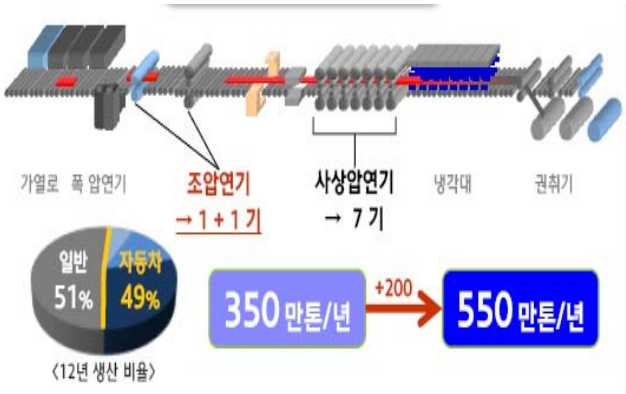
45일간의 설비 증설 공사가 마무리되면서 C열연 공장이 13일부터 가동이 재개된 바 있다. C열연 생산능력은 350만톤에서 550만톤으로 확대되었다. 하지만 3기 고로가 아직 완공되지 않아 상공정인 쇳물 생산능력이 부족하기 때문에 2분기 생산량과 판매량에는 큰 변화는 없을 예정이다.

C열연 증설에 이어 B열연 증설도 3분기에 예정되어 있다. C열연과 마찬가지로 증설 보수 기간은 약 45일로 예정되어 있으며 기존 300만톤에서 325만톤으로 생산능력이 늘어나게 된다. B열연 역시 증설 기간 동안에는 공장 가동이 중단된다. 하지만 C열연과는 다르게 생산량과 판매량에는 문제가 없을 것으로 예상되는데, B열연 증설 공사 기간 동안 생산능력이 늘어난 C열연 라인을 활용할 수 있기 때문이다.

3기 고로 완공으로 추가 쇳물이 확보되는 9월경에는 신설 중인 2후판 공장이 완공될 예정이다. 9월27일에는 400만톤 규모의 3기 고로 화입식이 예정되어 있으며, 현대제철의 고로 생산능력은 1,200만톤으로 확장된다.

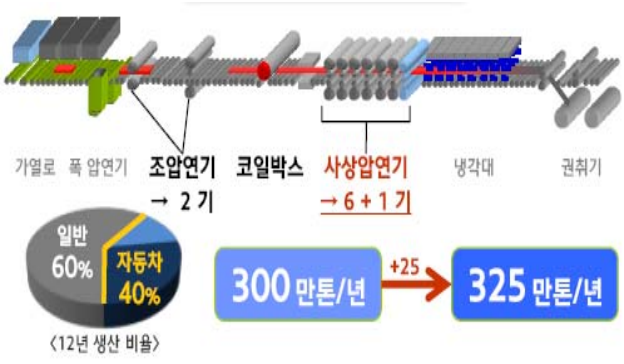
최종적으로 1후판 공장 증설을 통해 기존 150만톤 체재에서 200만톤 수준으로 확대된다. 1후판 공장 증설은 2013년 1분기에 예정되어 있으며 신규 2후판 공장 가동이 원활할 때 증설 작업이 진행될 것으로 판단된다.

C열연 설비능력 증설 내용




자료: 현대제철

B열연 설비능력 증설 내용




자료: 키움증권

일부 조정 및 변수 가능

따라서 C→B→#2→3기→#1의 순차적인 증설 진행을 통해 현대제철의 열연강판 생산능력은 총 975만톤, 후판 생산능력은 350만톤으로 늘어나게 된다. 고로 완공 시기가 앞당겨질 가능성도 있다고 판단되는데, 이럴 경우 상공정 완공 시기에 맞춰 2후판 공장 완공 시기도 예상보다 빠를 수 있다고 보여진다.

추가 성장성 확보 가능
투자의견 BUY 유지

C→B→#2→3기→#1의 투자가 마무리된다고 하더라도 추가 품목을 더해 성장성을 확보할 수 있다고 판단된다. 시너지가 높은 품목은 특수강, 선재, 주물선, 철분말, 제철화학 등을 꼽을 수 있다.

현대제철 투자의견 BUY와 목표주가 103,000원을 유지한다. 현대제철의 추가 성장성 확보 가능성과 함께 중장기적인 현대제철의 이익 창출능력은 여전히 유효하다고 판단된다.

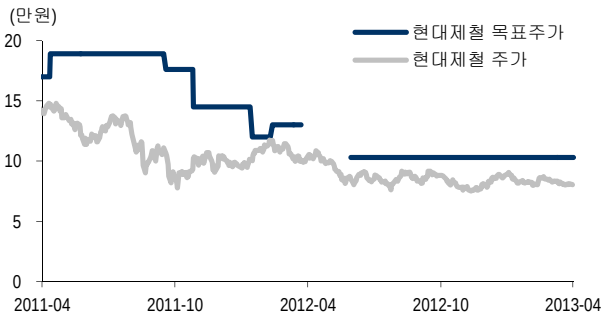
현대제철의 투자포인트는 ① 3기 고로 완공으로 인한 외형 증가 효과 여전히 긍정적으로 평가. 2013년 실적 대비 P/E는 9.7x 수준이지만, Fwd 12M 기준 P/E는 8.1x 수준으로 밸류에이션 부담 완화, ② C열연 증설로 자동차용강판 등 고급강 판매량 비중 증가로 인한 Product mix 개선 가능성, ③ 단기적으로는 열연강판 업황 부진 및 H형강 수입재 대응으로 인한 판매가격 부진이 지속될 수 있지만, 중장기적으로 업황 정상화 시 가장 빠른 실적 개선 기대 등을 꼽을 수 있다.

- 당사는 4월 1일 현재 '현대제철' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 투자의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|---|
| 현대제철(004020) | 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 |
| 담당자변경 | 2012/05/31 | 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 |
| | 2013/03/07 | BUY (Maintain) | 103,000원 |
| | 2013/04/02 | BUY (Maintain) | 103,000원 |

## 현대제철 목표주가 추이




## 투자의견 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 |