

현대제철(004020)

매수(유지)

목표주가: 81,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(6/26)	1,783
주가(6/26)	63,600
시가총액(십억원)	5,426
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	91,700/61,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,832
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.0/17.5
주요주주(%)	기아자동차외 2인 33.8
	국민연금공단 9.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.7)	(26.0)	(24.7)
상대주가(%p)	(5.1)	(16.0)	(22.8)

12MF PBR 추이



자료: WISEIn 컨센서스

실종된 성수기와 다가오는 비수기

2분기, 가격 약세로 영업이익 25% 하회 전망

2분기 개별기준 영업이익이 1,820억원으로 우리 추정치 2,430억원을 25%, 시장 컨센서스 2,207억원을 18% 하회할 것으로 예상된다. 톤당 영업이익은 우리 예상인 5.6만원보다 1.3만원 낮은 4.3만원으로 23.3% 하회할 전망이다. 제품평균가격이 79.2만원으로 우리 추정치인 80.6만원대비 불과 1.8% 하회하지만, 1.4만원의 금액 차이가 톤당 영업이익을 20% 넘게 하락시키는 것이다. 성수기에 제품가격이 하락한 것이 예상보다 낮은 이익의 원인이다.

3분기, 비수기 영향과 B열연 보수로 영업이익 감소 예상

3분기는 톤당 원가가 1.8만원 하락할 것이다. 현대제철은 원재료의 현물 투입 비율이 70%로 높는데 2분기에 현물 가격이 하락해 3분기 투입 가격이 낮아진다. 그런데, 3분기는 비수기여서 평균제품가격은 2만원 하락이 예상된다. 결국 톤당 영업이익이 4.1만원으로 4.6% 하락할 전망이다. 여기에 'B열연' 생산능력을 300만톤에서 325만톤으로 늘리기 위한 보수 작업이 7월 18일에서 8월 31일까지 45일 동안 진행되어 생산량이 5% 감소할 것이다. 이에 따라 3분기 영업이익은 1,640억원으로 전분기대비 9.7% 감소가 예상된다.

실적 전망을 내려 목표주가를 81,000원으로 27% 하향

2분기 가격이 예상보다 낮아 실적 전망을 하향한다. 2분기 가격은 하반기 전체에 영향을 미치므로 제품평균가격 전망을 기존 80만원에서 77.8만원으로 2.7% 하향한다. 예상보다 낮은 원재료 가격을 반영해 톤당 원가도 71만원에서 70.2만원 내린다. 그 결과 2013년 톤당 영업이익은 5.6만원에서 4.4만원으로 21.6% 하락한다. 2013년 연결기준 ROE는 7.2%에서 6.1%로 1.1%p 내려간다(〈표2〉참고). ROE 하락에 따라 목표주가를 111,000원에서 81,000원으로 27% 하향한다. 목표주가는 12개월 forward BPS 126,552원에 목표 PBR 0.64배(12개월 forward ROE 7.6%, 연구성장률 2%, 자본비용 10.8%)를 적용해 산출했다.

그러나 주가는 낙폭 과대로 단기 반등 예상

2분기 실적과 QE3 조기 종료에 대한 우려가 복합적으로 작용하면서 주가가 지난 한 달간 14.7%, 지난 한 주간 6.9% 하락했다. 여기에 철강 시황은 비수기에 진입하면서 단기에 개선될 가능성이 낮다. 그런데, 현재 주가는 12개월 forward BPS 기준으로 PBR 0.5배로 고로 사업을 시작한 이후 최저다. 2013년 예상 ROE 6.1%와 비교해 봐도 낮은 수준이다. 더군다나 2013년은 1분기에 C열연이 한달 반 동안 가동이 중단되어 이익이 정상보다 낮았다는 점을 감안할 필요도 있다. 한편, KOSPI PBR대비 할인율은 고로 가동 이후 최대인 53%이다. 실적이나 시황은 부진하지만 valuation 매력이 높아 '매수' 투자의견을 유지한다.

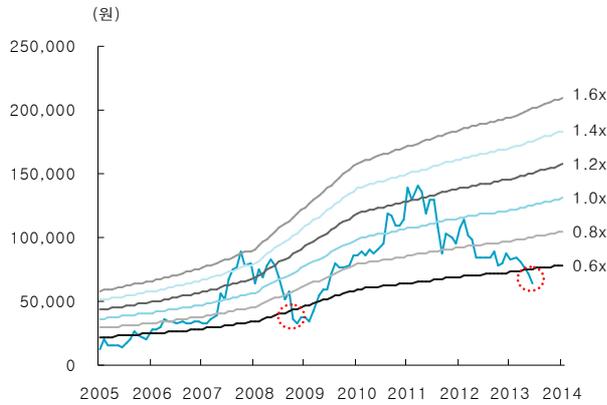
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	15,260	1,275	909	747	8,876	(19.3)	1,977	10.8	8.5	0.9	8.5
2012A	14,146	872	931	796	9,449	6.5	1,593	9.3	10.5	0.8	8.4
2013F	13,357	752	685	613	7,276	(23.0)	1,458	8.5	10.2	0.5	6.1
2014F	15,339	970	1,148	919	10,898	49.8	1,810	5.7	8.0	0.5	8.5
2015F	14,985	1,101	1,179	943	11,190	2.7	2,070	5.5	6.3	0.4	8.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

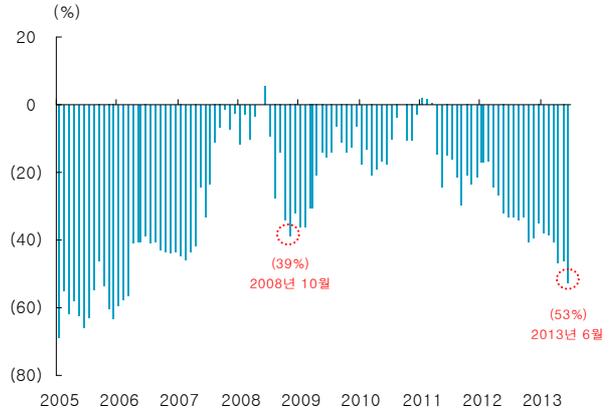
박선영 3276-6195
sunyoung.park@truefriend.com

[그림 1] PBR band - 고로 사업 개시 이후 최저



자료: 한국투자증권

[그림 2] KOSPI PBR 대비 PBR 할인율 - 고로 사업 개시 이후 최대



자료: 한국투자증권

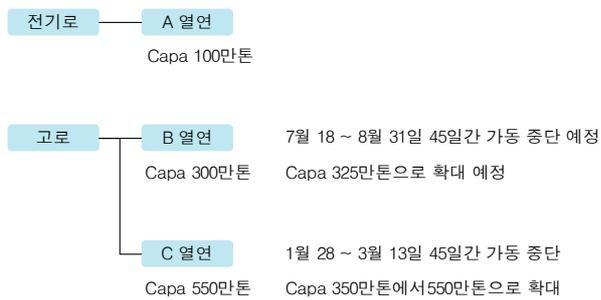
<표 1> 별도기준 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q13			YoY		QoQ		컨센서스 대비	
	Preview	추정	차이	2Q12	증감률	1Q13	증감률	2Q13	차이
매출액	3,377	3,526	(4.2)	3,861	(12.5)	2,780	21.5	3,442	(1.9)
영업이익	182	243	(25.2)	325	(44.1)	122	49.5	220.7	(17.7)
영업이익률(%)	5.4	6.9	(1.5%p)	8.4	(3%p)	4.4	1%p	6.4	(1%p)
순이익	91	227	(60)	185	(50.9)	20	365.9	207	(56)
출하량(천톤)	4,266	4,372	(2.4)	4,345	(1.8)	3,427	24.5		
평균가격(천원/톤)	792	806	(1.8)	889	(10.9)	811	(2.4)		
톤당 매출원가(천원/톤)	716	717	(0.1)	781	(8.3)	740	(3.1)		
톤당 영업이익(천원/톤)	42.6	55.6	(23.3)	74.9	(43.1)	35.5	20.1		

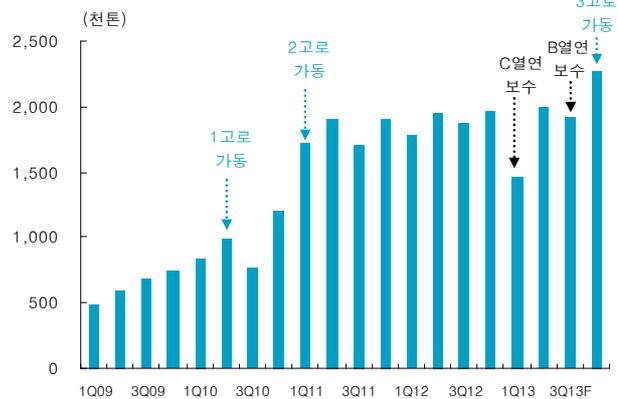
자료: 한국투자증권

[그림 3] 열연 생산 설비 내역



자료: 한국투자증권

[그림 4] 열연 출하량 추이



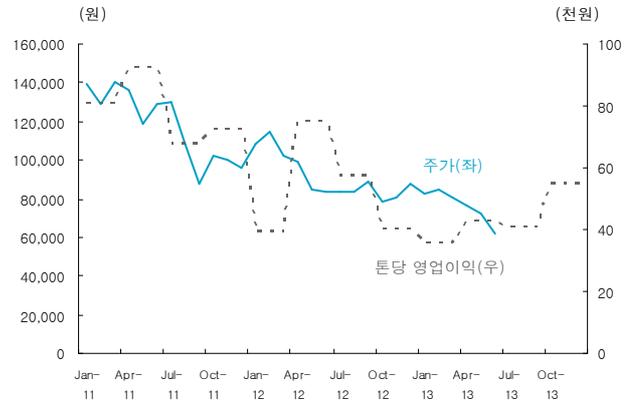
자료: 한국투자증권

[그림 5] 원재료 현물 가격 추이



자료: MB, 한국투자증권

[그림 6] 주가와 톤당 영업이익



자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		증감률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	12,574	14,514	12,871	14,905	(2.3%)	(2.6%)
영업이익	710	937	902	1,212	(21.3%)	(22.7%)
영업이익률	5.6%	6.5%	7.0%	8.1%	(1.4%p)	(1.7%p)
세전이익	652	990	797	1,265	(18.2%)	(21.7%)
순이익	553	792	668	1,012	(17.2%)	(21.7%)
기본가정						
원/달러 평균 환율	1,078	1,050	1,061	1,050	1.6%	0.0%
철광석 계약가격(USD/톤)	116	100	120	100	(3.1%)	0.0%
강점탄 계약가격(USD/톤)	161	140	158	140	1.9%	0.0%
출하량(천톤)	16,159	19,621	16,095	19,621	0.4%	0.0%
평균제철가격(천원/톤)	778	740	800	760	(2.7%)	(2.6%)
톤당 매출원가(천원/톤)	702	662	710	667	(1.2%)	(0.8%)
톤당 영업이익(천원/톤)	44	48	56	62	(21.6%)	(22.7%)
EPS(원)	7,276	10,898	8,723	13,506	(16.6%)	(19.3%)
연결실적기준 ROE	6.1%	8.5%	7.2%	10.3%	(1.2%p)	(1.8%p)

자료: 한국투자증권

<표 3> 분기 실적 전망 및 기본 가정(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	3,550	3,861	3,406	3,311	2,780	3,377	3,114	3,303	14,129	12,574	14,514
영업이익	154	325	228	163	122	182	164	242	871	710	937
영업이익률	4.3%	8.4%	6.7%	4.9%	4.4%	5.4%	5.3%	7.3%	6.2%	5.6%	6.5%
당기순이익	158	185	232	217	20	91	271	172	791	553	792
기본가정											
원/달러 평균 환율	1,131	1,152	1,133	1,076	1,085	1,118	1,058	1,050	1,133	1,061	1,050
철광석 계약가격(USD/톤)	144	130	136	117	103	137	115	110	132	116	100
강점탄 계약가격(USD/톤)	235	210	225	170	165	172	155	150	210	161	140
출하량(천톤)	3,948	4,345	3,959	4,087	3,427	4,266	4,040	4,425	16,340	16,159	19,621
평균가격(천원/톤)	899	889	860	810	811	792	771	746	865	778	740
톤당 매출원가(천원/톤)	828	781	769	737	740	716	698	661	778	702	662
톤당 영업이익(천원/톤)	39.1	74.9	57.6	39.9	35.5	42.6	40.6	54.8	53.3	43.9	47.7
톤당 EBITDA(천원/톤)	84	116	102	83	88	85	85	102	97	90	96

자료: 한국투자증권

<표 4> 분기 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	3,981	4,046	3,589	3,488	2,984	3,577	3,299	3,498	14,892	13,357	15,339
영업이익	166	328	228	179	140	190	171	250	901	752	942
영업이익률	4.2%	8.1%	6.3%	5.1%	4.7%	5.3%	5.2%	7.2%	6.0%	5.6%	6.1%
당기순이익	153	163	298	316	25	107	292	189	930	613	919

주: 2013년 이전 실적도 현대비앤지스틸 포함하여 작성

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 ㄱ, L, ㄷ, H, I 등의 형태로 생산. 건설 및 토목의 기초 구조물로 사용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	6,619	5,487	6,268	7,888	7,931
현금성자산	987	879	935	1,534	1,498
매출채권및기타채권	2,541	2,027	2,404	2,838	2,772
재고자산	2,566	2,335	2,404	2,761	2,697
비유동자산	15,158	17,465	18,277	18,808	18,572
투자자산	2,141	2,148	1,937	2,373	2,318
유형자산	12,706	14,982	16,024	16,072	15,900
무형자산	117	141	133	153	149
자산총계	21,777	22,951	24,545	26,696	26,503
유동부채	6,380	6,122	6,932	7,936	7,303
매입채무및기타채무	1,892	2,132	2,013	2,312	2,259
단기차입금및단기사채	3,131	2,206	2,409	2,524	2,217
유동성장기부채	1,260	1,665	1,800	1,865	1,465
비유동부채	6,278	6,999	7,253	7,565	7,147
사채	2,866	3,115	3,369	3,493	3,325
장기차입금및금융부채	2,918	3,352	3,382	3,496	3,259
부채총계	12,658	13,120	14,185	15,502	14,450
지배주주지분	9,119	9,831	10,360	11,194	12,053
자본금	427	427	427	427	427
자본잉여금	320	320	320	320	320
자본조정	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)
이익잉여금	7,141	7,871	8,442	9,319	10,220
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,119	9,831	10,360	11,194	12,053

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	802	2,168	1,310	1,848	2,094
당기순이익	747	796	613	919	943
유형자산감가상각비	700	708	693	825	954
무형자산상각비	2	13	13	15	15
자산부채변동	(861)	975	3	92	193
기타	214	(324)	(12)	(3)	(11)
투자활동현금흐름	(1,867)	(2,651)	(1,833)	(1,625)	(975)
유형자산투자	(1,817)	(2,879)	(1,752)	(890)	(800)
유형자산매각	10	18	18	18	18
투자자산순증	(20)	248	178	(468)	23
무형자산순증	(40)	(37)	(5)	(35)	(11)
기타	0	(1)	(272)	(250)	(205)
재무활동현금흐름	1,039	375	580	376	(1,154)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,081	417	622	418	(1,112)
배당금지급	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	(27)	(108)	56	599	(35)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	15,260	14,146	13,357	15,339	14,985
매출원가	13,446	12,730	12,044	13,735	13,258
매출총이익	1,814	1,416	1,314	1,604	1,726
판매관리비	539	545	562	634	626
영업이익	1,275	872	752	970	1,101
금융수익	204	438	463	455	329
이자수익	86	57	43	70	75
금융비용	624	393	587	312	300
이자비용	403	346	(232)	274	224
기타영업외손익	30	(4)	47	25	40
관계기업관련손익	25	18	10	10	10
세전계속사업이익	909	931	685	1,148	1,179
법인세비용	162	134	71	230	236
연결당기순이익	747	796	613	919	943
지배주주지분순이익	747	796	613	919	943
기타포괄이익	(32)	(42)	(42)	(42)	(42)
총포괄이익	715	754	571	876	901
지배주주지분포괄이익	715	754	571	876	901
EBITDA	1,977	1,593	1,458	1,810	2,070

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	8,876	9,449	7,276	10,898	11,190
BPS	107,087	115,433	121,633	131,411	141,477
DPS	500	500	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	49.1	(7.3)	(5.6)	14.8	(2.3)
영업이익증가율	20.5	(31.6)	(13.8)	29.1	13.5
순이익증가율	(19.0)	6.6	(23.0)	49.8	2.7
EPS증가율	(19.3)	6.5	(23.0)	49.8	2.7
EBITDA증가율	35.6	(19.4)	(8.5)	24.1	14.4
수익성(%)					
영업이익률	8.4	6.2	5.6	6.3	7.3
순이익률	4.9	5.6	4.6	6.0	6.3
EBITDA Margin	13.0	11.3	10.9	11.8	13.8
ROA	3.6	3.6	2.6	3.6	3.5
ROE	8.5	8.4	6.1	8.5	8.1
배당수익률	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	8,736	9,276	9,559	9,155	7,870
차입금/자본총계비율(%)	111.6	105.2	105.8	101.7	85.2
Valuation(X)					
PER	10.8	9.3	8.5	5.7	5.5
PBR	0.9	0.8	0.5	0.5	0.4
PSR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4
EV/EBITDA	8.5	10.5	10.2	8.0	6.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대제철(004020)	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
	2013.06.26	매수	81,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 6월 26일 현재 현대제철 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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.