마음의 소리까지 들겠습니다. 아이엔 메덕 박기현입니다.
(02)3770-3532 keehyun.park@tongyang.co.kr
동양증권

# 현대제철 (004020)

## Captive Market Effect 극대화 기대

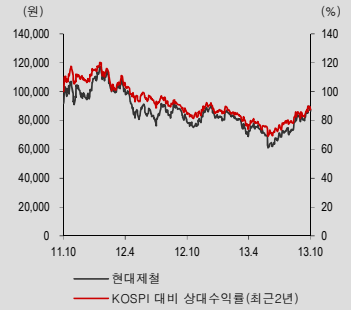
**투자의견: BUY (M)**
**목표주가: 100,000원 (M)**

### 철강

| | |
|---|---|
| 주가 | 86,500원 |
| 자본금 | 4,266억원 |
| 시가총액 | 73,797억원 |
| 주당순자산 | 121,186원 |
| 부채비율 | 136.47% |
| 총발행주식수 | 85,314,475주 |
| 60일 평균 거래대금 | 436억원 |
| 60일 평균 거래량 | 543,908주 |
| 52주 고 | 90,600원 |
| 52주 저 | 61,100원 |
| 외인지분율 | 18.28% |
| 주요주주 기아자동차 외 2인 | 33.82% |

주가수익률 (%)

| | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대 | 9.2 | 21.1 | 9.9 |
| 상대 | 7.3 | 13.7 | 4.0 |
| 절대(달러환산) | 10.7 | 27.3 | 13.7 |




자료: Datastream

### Why This Report

지난 여름 뜨겁게 내리쬐던 햇빛과 함께 오랜만에 철강주들도 시장의 주목을 받으면서 저도 Hot한 느낌을 가져 본 계절이었네요. 최근에는 아침저녁으로 쌀쌀해졌지만, 합병 등 이슈 발표로 인해 현대제철의 주가는 여전히 안정적인 모습을 보여주고 있어, 너무나 다행스럽습니다. 3Q 실적이 예상 밖 선전한 성과를 거두었고, 4Q에는 큰 폭의 신장이 기대되고 있어, 당분간 현대제철 주가도 안정적인 흐름을 기대해 봅니다. 그리고, 현대차그룹의 철강 공룡 탄생이 현실화되기를 기원해 봅니다.

### Investment Point

**3Q 어려운 비즈니스 환경 속에서도 HR 앞세워 선방한 성적표 : QoQ -14% 감소**

▶ 비수기라는 계절적인 요인과 전력난에 따른 생산성 저하로 인한 고정비 부담 등 어려운 비즈니스 환경 속에서도 3Q 영업이익은 2Q 대비 -14% 감소한 1,566억원 달성. 시장 컨센서스인 1,496억원 상회하는 선방한 성적표로 평가. 시장 예상치를 뛰어 넘는데 일등공신은 HR 품목 영향. 원재료 비용이 톤당 -1.5만원 이상 하락한 상황에 HR ASP가 -1.3천원 하락에 그치면서, HR OPM 소폭 개선, 8%대 추정. 품목별로는 봉형강류가 5%(전분기 5.1%, 철근 전분기 5.3%에서 5% 추정), 판재류는 7.8%(전분기 7.3%) 분석

**4Q 영업이익, 3Q 대비 2배 가까운 급증 기대 : 고로3기 가동에 따른 판재류 이익폭 확대**

▶ 3Q 선방에 이어, 4Q에는 기대감을 크게 가질 수 있는 구간. 3Q대비 이익 증가폭이 2배 가량 개선도 예상(2,907억원, QoQ +86%). 실적 개선의 리더는 역시 HR부문. 고로 3기의 가동에 따른 신규 물량 출하(50만톤, 슬래브 10만톤)와 8월부터 3만원 인상된 자동차향 HR 비중 확대, 원재료 안정 등으로 판재류 OPM 10%를 넘어서는 호조 관측

**연말까지는 4Q 실적 급증 및 합병 후 재무구조 개선 기대감으로 안정적 주가 흐름 전망**

▶ 주가가 9만원선을 넘어서면, ROE에 비해 다소 Valuation 부담을 느낄 수 있지만, 합병 후 재무구조 개선에 대한 기대감과 4Q 실적 호조를 바탕으로, 합병을 앞둔 연말까지 주가 흐름은 긍정적 관측. 국제가격 역시 지난 2년동안을 보더라도, 늦어도 12월 이후에는 재고조정 마무리와 함께 Restocking 기대감 등으로 반등이 이루어진 시기였다는 점에 주목할 필요. 10만원 돌파 여부는 합병 후, 실질적인 수익 구조의 개선폭에 따라 좌우될 공산이 크다는 판단

**Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)** (단위: 억원, 원, %, 배)

| 결산(12월) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 152,599 | 141,287 | 129,674 | 150,901 | 153,593 |
| 매출액증가율 | 49.6 | -7.4 | -8.2 | 16.4 | 1.8 |
| 영업이익 | 12,783 | 8,708 | 7,504 | 9,368 | 10,202 |
| 영업이익률 | 8.4 | 6.2 | 5.8 | 6.2 | 6.6 |
| 지배주주귀속 순이익 | 7,353 | 7,914 | 6,688 | 5,029 | 5,352 |
| 지배주주 귀속 EPS | 8,618 | 9,277 | 7,840 | 5,894 | 6,273 |
| 증가율 | -27.6 | 7.6 | -15.5 | -24.8 | 6.4 |
| PER | 13.8 | 9.9 | 11.0 | 14.7 | 13.8 |
| PBR | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 9.5 | 10.7 | 11.7 | 8.5 | 8.1 |
| ROA | 3.7 | 3.6 | 2.8 | 2.1 | 2.1 |
| ROE | 8.7 | 8.4 | 6.6 | 4.8 | 4.9 |

주 1: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권
주 2: 분할합병 전 기준

## I. 3Q13 영업이익, 예상 밖 선방한 성과 → QoQ -14% 감소

당초 시장의 우려와는 달리 현대제철의 3Q 영업실적은 예상 밖 선방한 성과로 받아들여진다. 3Q 중반까지만 하더라도, 비수기라는 계절적인 요인과 전력난에 따른 생산성 저하로 인한 고정비 부담 등으로 한때 영업이익이 1Q(1,216억원) 수준까지 떨어질 것으로 우려된 바 있다. 하지만, **HR 부문의 선전을 발판으로 별도기준 실제치는 2Q 대비 -14%에 그친 1,566억원을 달성함으로써 어려운 비즈니스 환경 속에서도 시장 컨센서스인 1,496억원 마저 상회하는 선방된 결과**로 받아들여진다.

매출액은 3조 415억원으로 전분기대비 -8%, 전년동기대비로는 -11%를 기록, **OPM 은 5.1%, YoY 로는 -1.6%p 떨어졌으나, QoQ 로는 -0.4%p 악화**된 수치이다.

## II. 3Q Business Factor 점검

### ☞ 봉형강류, OPM 5%, QoQ 소폭 하락 관측 → 고정비 증가 불가피

**올들어 봉형강류의 분기별 OPM 은 성수기와 비수기간 생산성 변동에 따른 고정비 효과에 의해 엇갈리는 패턴을 그리고 있다.** 성수기에는 5%대, 비수기때에는 3~4%대 수준으로 추정된다. 3Q 에는 그나마 선방하여 5% 근방에 이른 것으로 관측된다. 철스크랩가격은 전분기대비 톤당 1.5만원 가량 떨어진 반면, 철근은 톤당 -8천원, H 형강은 톤당 -1.6만원 하락하면서 전체적인 봉형강류 Roll-Margin 은 -9천원으로 Roll-Margin 은 6천원 가량 개선된 것으로 분석된다. 하지만, 전체 출하량이 전분기 171만톤에서 지난 3Q 에는 149만톤으로 -13% 떨어지면서 고정비 증가는 불가피한 여건이다. **철근 Roll-Margin 은 2Q 평균 26.7만원/톤에서 3Q 27.3만원으로 소폭 개선된 것으로 추산**된다. 고정비 증가로 인해, **철근 OPM 은 5%로, 전분기 5.3% 에 비해 소폭 떨어진 것으로 관측**된다.

반면, 형강류의 경우 수입산 대응 전략에 따른 저가 공세가 이어지면서, 판매가격이 전분기에 비해 H 형강은 -1.6만원, 기타 형강류는 -2.1만원 하락하면서 OPM 이 전분기대비 소폭 하락한 5% 수준에 이른 것으로 분석된다.

### ☞ 판재류, 원가 하락 영향으로 마진 개선 → OPM 소폭 개선 7%대 추정

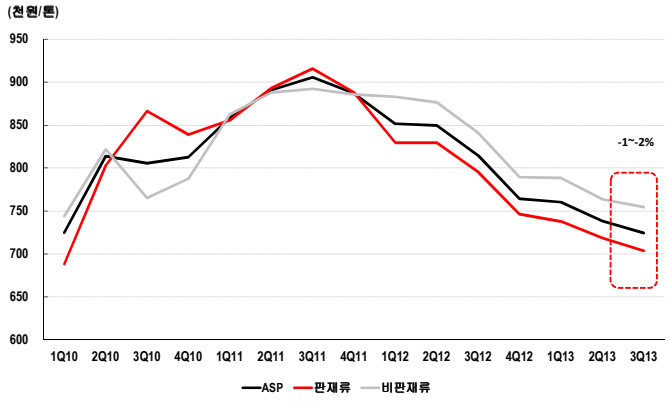
**예상보다 3Q 실적 방어의 요인이 된 사업부문은 바로 판재류 분야이다. 2Q 7%대에 이르렀던 판재류 OPM 이 비수기에도 불구, 이번 분기에도 소폭 개선되어 7%대를 유지한 것으로 관측**된다. 후판가격이 톤당 -3.1만원 전분기에 비해 하락에도 불구, 궁극적으로는 HR 의 호전에 따른 것이다. 이는 ① 8월부터 자동차향 HR 가격 3만원 인상, 유통향 역시 1만원 반영 등으로 HR ASP 가 전분기대비 -1.3만원 하락(후판은 -3.1만원 하락)한 반면 ② 원재료 비용은 전분기에 비해 톤당 1.5만원 가량 하락한 것으로 추정되면서, Roll-Margin 이 톤당 2천원 이상 개선된 영향으로 분석된다. **HR 은 8%대, 후판은 2%대의 OPM 으로 추정**된다.

품목별로 보면, HR 가격은 전분기대비 내수와 수출 모두 전분기기 대비 각각 톤당 -6천원, -7.1만원 하락했다. 후판가격도 조선산업 부진 지속으로 내수 -3만원, 수출 -3.1만원 떨어졌다.

☞ **STS BEP, 중기계는 소폭 흑자**

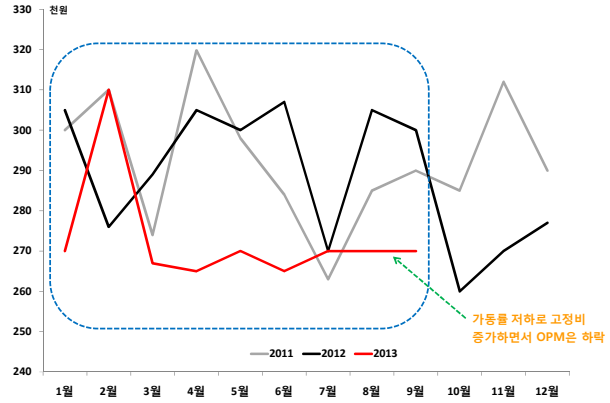
☞ **세전순이익은 원화 강세에 따른 외환관련 이익 2,637억원 반영, QoQ +330% 급증**

[그림-1] 현대제철, ASP 추이



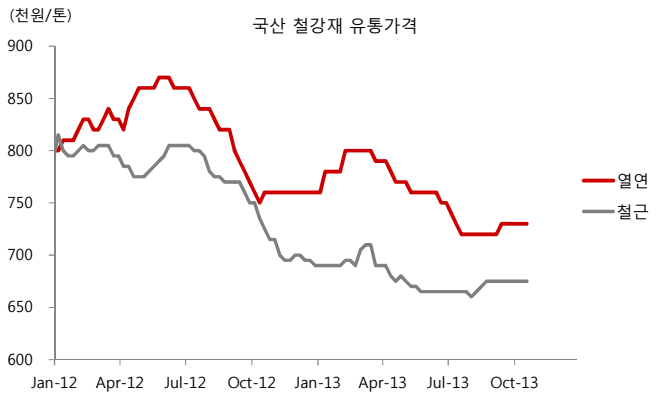

자료: 동양증권 리서치센터

[그림-2] 현대제철, 철근 추정 월별 Roll-Margin 추이



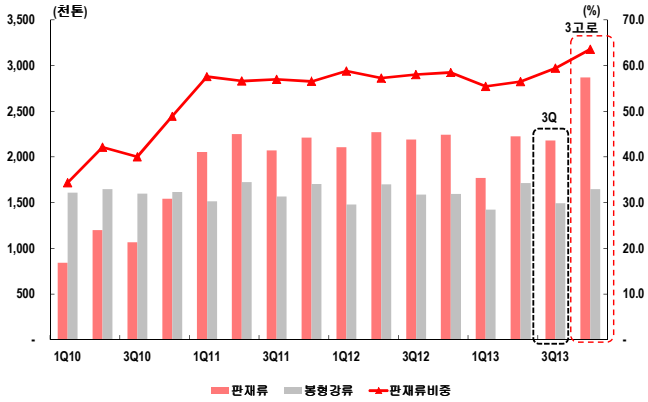

자료: 동양증권 리서치센터

[그림-3] 철근, HR 국내 유통가격 추이



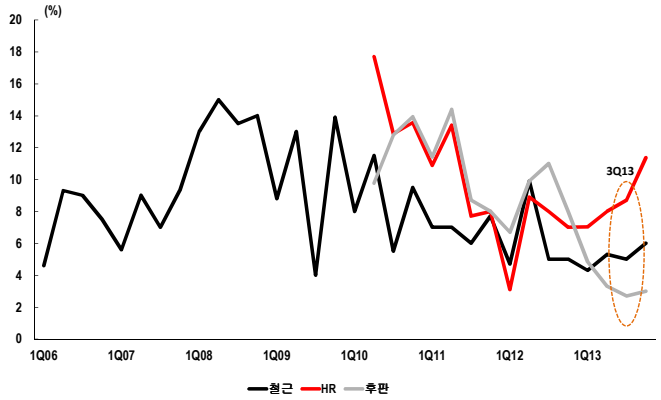

자료: 동양증권 리서치센터

[그림-4] 현대제철, 출하량 추이



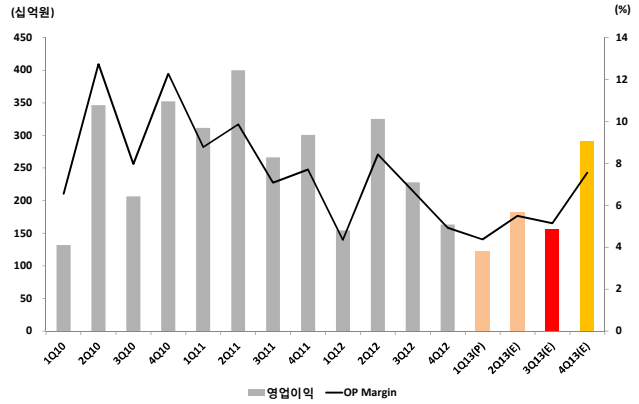

자료: 동양증권 리서치센터

[그림-5] 현대제철, 사업부문별 OPM 추이




자료: 동양증권 리서치센터

[그림-6] 현대제철, 분기별 영업이익 및 OPM 추이




자료: 동양증권 리서치센터

[표-1] 현대제철, Sales Breakdown 전망치

| | | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 2012 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13P | YoY | QoQ | 4Q13E | 2013E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 판매액 (십억원) | 봉형강류 | 1,304 | 1,487 | 1,333 | 1,258 | 5,382 | 1,120 | 1,308 | 1,125 | -15.6 | -14.0 | 1,228 | 4,781 |
| | 판재류 | 1,746 | 1,883 | 1,741 | 1,673 | 7,043 | 1,303 | 1,598 | 1,533 | -11.9 | -4.0 | 2,071 | 6,505 |
| | STS | 86 | 69 | 64 | 65 | 284 | 64 | 62 | 55 | -14.2 | -11.2 | 57 | 238 |
| | 기타 | 415 | 421 | 269 | 315 | 1,420 | 293 | 333 | 329 | 22.4 | -1.2 | 489 | 1,444 |
| | 전체 | 3,550 | 3,861 | 3,406 | 3,311 | 14,128 | 2,780 | 3,300 | 3,042 | -10.7 | -7.8 | 3,846 | 12,967 |
| 판매량 (천톤) | 봉형강류 | 1,477 | 1,697 | 1,585 | 1,594 | 6,353 | 1,421 | 1,713 | 1,491 | -5.9 | -13.0 | 1,647 | 6,272 |
| | 판재류 | 2,105 | 2,271 | 2,189 | 2,242 | 8,807 | 1,767 | 2,223 | 2,179 | -0.5 | -2.0 | 2,870 | 9,039 |
| | STS | 27 | 22 | 22 | 23 | 94 | 21 | 21 | 20 | -9.1 | -4.8 | 21 | 83 |
| | 기타 | 339 | 355 | 163 | 228 | 1,085 | 218 | 267 | 230 | 41.1 | -13.9 | 340 | 1,055 |
| | 전체 | 3,948 | 4,345 | 3,959 | 4,087 | 16,339 | 3,427 | 4,224 | 3,920 | -1.0 | -7.2 | 4,878 | 16,449 |
| 판매단가 (천원/톤) | 봉형강류 | 883 | 876 | 841 | 789 | 847 | 788 | 763 | 754 | -10.3 | -1.2 | 746 | 762 |
| | 판재류 | 829 | 829 | 795 | 746 | 800 | 738 | 719 | 704 | -11.5 | -2.1 | 722 | 720 |
| | STS | 3,174 | 3,150 | 2,905 | 2,817 | 3,018 | 3,029 | 2,938 | 2,740 | -5.7 | -6.7 | 2,734 | 2,862 |
| | 기타 | 1,224 | 1,187 | 1,649 | 1,382 | 1,309 | 1,345 | 1,247 | 1,430 | -13.3 | 14.7 | 1,438 | 1,369 |
| | 전체 | 899 | 889 | 860 | 810 | 865 | 811 | 781 | 776 | -9.8 | -0.7 | 788 | 788 |
| 매출액(십억원) | | 3,550 | 3,861 | 3,406 | 3,311 | 14,129 | 2,780 | 3,300 | 3,042 | -10.7 | -7.8 | 3,846 | 12,967 |
| 영업이익(십억원) | | 154 | 325 | 228 | 163 | 871 | 122 | 182 | 157 | -31.3 | -13.8 | 291 | 750 |
| OPM(%) | | 4.3 | 8.4 | 6.7 | 4.9 | 6.2 | 4.4 | 5.5 | 5.1 | -1.5 | -0.4 | 7.6 | 5.8 |
| 세전이익(십억원) | | 185 | 211 | 264 | 264 | 925 | -15 | 87 | 373 | 41.2 | 329.9 | 285 | 730 |
| 순이익(십억원) | | 158 | 185 | 232 | 217 | 791 | 19 | 91 | 317 | 36.6 | 249.9 | 242 | 669 |

자료: 동양증권 리서치센터

## III. 4Q 영업이익, 3Q 대비 2배 가량 급증 기대 → 3,000억원 육박

지난 9월 13일 부로 고로 3기(쇳물 400만톤, HR 230만톤, 후판 170만톤)가 본격 가동됨에 따라, 현대제철의 4Q 실적에 대한 기대감이 높은 상황이다. 최근 국제 가격의 약세 전환과 원화 강세가 수출마진 악화라는 부담요인이 되고는 있지만, 3Q 대비 2배가량 급증한 영업이익을 기대해 볼만한 여건으로 관측된다.

① **판재류 추가 마진 확대 가능한 구간** : 일부 수출분의 가격 인하 압력이 있기는 하지만, 지난 8월에 3만원 인상된 자동차향 HR 가격의 Full 반영을 감안하면, HR 부문의 ASP 는 2만원 가량 전분기대비 상승이 가능하다. 여기에 3Q 원재료 계약가격의 하락(전분기대비 톤당 −37달러)과 Spot 가격의 하향안정을 감안하면, 원재료 비용은 보합 내지는 소폭 하락이 예측되어 **Roll−margin 이 3Q 에 비해 톤당 2만원 이상 개선이 가능한 구조**이다. **3Q 8%대에서 10%대, 두자리까지 이익률 창출이 기대되는 대목**이다. 특히, 보수 공사가 마무리되면서, 자동차향 비중이 HR 출하량 중 40%까지 올라올 것으로 보이는 점도 긍정적 요인이다.

**3고로 물량(50만톤 추정−슬래브 제외)까지 고려하면, 판재류 부문에서만 3Q 대비 이익 개선폭은 1,000억원까지 가능할 것으로 추정된다.**

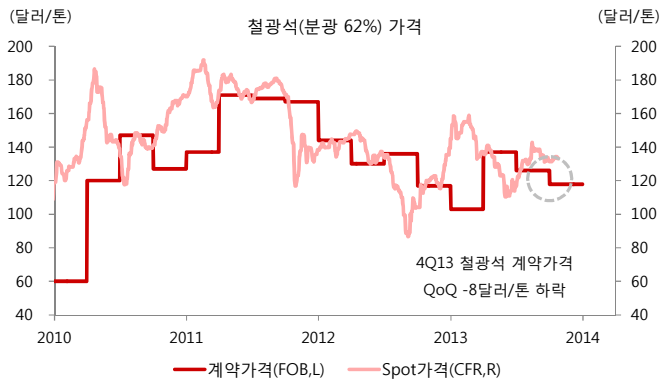
② **봉형강류는 고정비 감소 효과** : 봉형강류 시장은 아직 뚜렷한 마진 개선을 기대하는 분위기는 어려워 보여, 생산량 증가에 따른 고정비 감소분(170억원 추정) 정도만 이익 증가가 가능할 것으로 전망된다.

③ **출하량은 3Q 대비 96만톤 가량 늘어난 490만톤 수준에 이를 것으로 관측된다.**

**따라서, 4Q13 현대제철의 영업이익은 전분기대비 +86% 증가한 2,907억원에 달할 것으로 전망**된다.

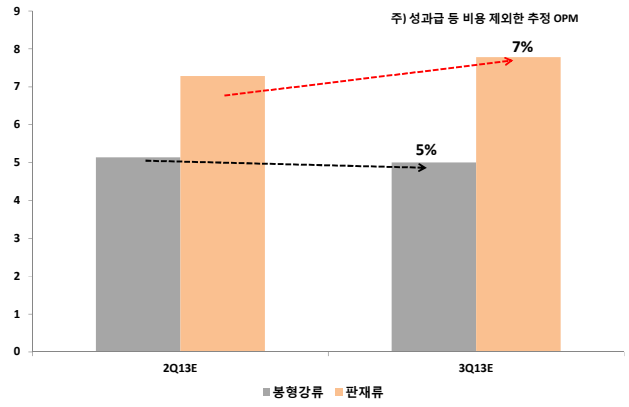
연간 영업이익은 전년대비 −14% 감소한 7,504억원에 이르는 수준이다.

[그림-7] 철광석 계약가격 및 Spot 가격 추이




자료: 동양증권 리서치센터

[그림-8] 2Q 품목별 추정 OPM 전망




자료: 동양증권 리서치센터

## IV. 합병 후 현대제철, 내년 영업이익 1.4조원 수준 추정

**합병이 예정대로 진행된다면, 내년 합병 후 현대제철의 별도 영업이익은 1.4조원대까지 올라설 것으로 예상된다. 합병전 현대제철 영업이익 9,368억원 + 현대하이스코 냉연사업부 4,000억원 + 관리 비용 등 비용 절감 효과 등을 감안한 것이다.**

매출액은 640만톤의 HR 수직계열화로 인해 외형은 YoY +12% 늘어나고, OPM 은 냉연부문 마진 확대에 힘입어 8%대 수준으로 추정된다.

[표-2] 현대제철 분할합병 후 2014 년 추정 재무상태표 및 손익계산서 (별도기준) (단위: 십억원)

| 재무상태표 | 분할합병 전 현대제철 | 분할합병 전 현대하이스코 | 현대하이스코 냉연사업부문 | 분할합병 후 현대제철 |
|---|---|---|---|---|
| 자산 | 24,600 | 4,859 | 3,873 | 28,473 |
| 부채 | 13,817 | 2,551 | 2,161 | 15,978 |
| 자본 | 10,782 | 2,308 | 1,712 | 12,494 |
| 손익계산서 | | | | |
| 매출액 | 15,090 | 7,579 | 6,200 | 16,913 |
| 영업이익 | 937 | 439 | 406 | 1,343 |

자료: 동양증권 리서치센터. 주: 관리 비용 등 비용 절감 효과 등을 감안하지 않은 추정, 비용 절감 효과 감안 시 영업이익 1 조 4,157 억원 추정

## IV. 재무구조 개선 효과 + 4Q 실적 기대감 → 연말까지 강세 전망

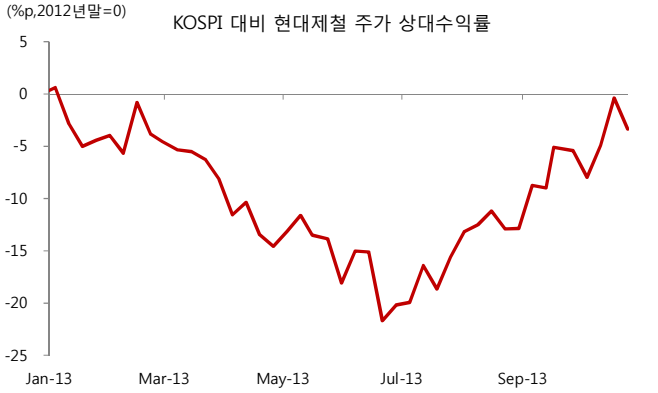
**우리는 합병 반대 매수청구기간인 12월 중순까지는 현대제철의 주가 흐름은 긍정적으로 보고 있다.**

**주가 9만원선을 넘어서면, ROE 에 비해 다소 Valuation 부담을 느낄 수 있지만, 합병 후 재무구조 개선에 대한 기대감과 4Q 실적 호조를 바탕으로, 합병을 앞둔 연말까지는 주가 흐름은 나쁘지 않을 것으로 관측된다.**

또한, 국제가격 역시 긍정적인 관측이 가능해 보인다. 지난 과거 2년동안을 보더라도, 늦어도 12월 이후에는 재고조정 마무리와 함께 Restocking 기대감 등으로 국제 철강가격의 반등이 이루어진 시기였고, 미국 등 선진국 경기 회복에 따른 동아시아 잉여물량 해소에 힘입어, 최근의 조정이 과거와 같이 큰 폭의 조정이 이루어질 것으로는 보지 않기 때문이다.

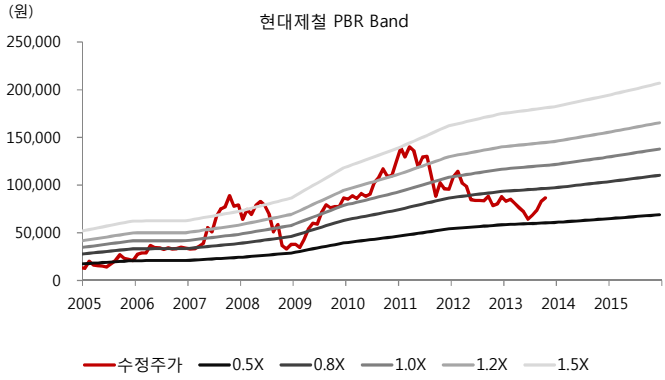
**10만원 돌파 여부는 합병 후, 실질적인 수익 구조의 개선폭에 따라 좌우될 공산이 크다는 판단이다.**

[그림-9] KOSPI 대비 현대제철 주가 상대수익률




자료: 동양증권 리서치센터

[그림-10] 현대제철, PBR Band 추이




자료: 동양증권 리서치센터

## 현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

### 손익계산서

(단위: 억원)

| 결산(12월) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **152,599** | **141,287** | **129,674** | **150,901** | **153,593** |
| 매출원가 | 134,463 | 127,160 | 116,525 | 134,953 | 136,698 |
| 매출총이익 | 18,136 | 14,126 | 13,149 | 15,948 | 16,895 |
| 판관비 | 5,353 | 5,419 | 5,645 | 6,580 | 6,693 |
| 영업이익 | 12,783 | 8,708 | 7,504 | 9,368 | 10,202 |
| EBITDA | 19,787 | 15,898 | 14,830 | 19,360 | 20,070 |
| **영업외손익** | **-3,847** | **538** | **-203** | **-3,160** | **-3,595** |
| **외환관련손익** | **-1,024** | **3,435** | **650** | **460** | **0** |
| 이자손익 | -3,164 | -2,869 | -2,279 | -3,714 | -3,689 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **기타** | **341** | **-28** | **1,426** | **93** | **93** |
| 법인세비용차감전순손익 | 8,936 | 9,246 | 7,300 | 6,208 | 6,607 |
| 법인세비용 | 1,584 | 1,331 | 612 | 1,180 | 1,255 |
| 계속사업순손익 | 7,353 | 7,914 | 6,688 | 5,029 | 5,352 |
| **중단사업순손익** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **당기순이익** | **7,353** | **7,914** | **6,688** | **5,029** | **5,352** |
| 지배지분순이익 | 7,353 | 7,914 | 6,688 | 5,029 | 5,352 |
| 포괄순이익 | 7,015 | 7,515 | 5,649 | 5,029 | 5,352 |
| 지배지분포괄이익 | 7,015 | 7,515 | 5,649 | 5,029 | 5,352 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

### 재무상태표

(단위: 억원)

| 결산(12월) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **65,617** | **54,476** | **61,613** | **63,524** | **71,396** |
| 현금및현금성자산 | 9,802 | 8,762 | 13,234 | 16,765 | 18,508 |
| 매출채권 및 기타채권 | 25,289 | 20,186 | 21,838 | 18,434 | 24,102 |
| 재고자산 | 25,346 | 23,113 | 24,036 | 25,820 | 26,280 |
| **비유동자산** | **151,299** | **174,277** | **182,463** | **182,471** | **182,603** |
| 유형자산 | 126,901 | 149,630 | 159,789 | 159,970 | 160,248 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 1,778 | 2,025 | 2,025 | 2,025 | 2,025 |
| **기타투자자산** | **19,520** | **19,284** | **17,224** | **17,224** | **17,224** |
| 자산총계 | 216,917 | 228,753 | 244,076 | 245,994 | 253,999 |
| 유동부채 | 63,267 | 60,807 | 45,840 | 48,154 | 51,230 |
| 매입채무 및 기타채무 | 18,897 | 21,308 | 20,296 | 22,610 | 25,686 |
| 단기차입금 | 30,811 | 21,669 | 12,416 | 12,416 | 12,416 |
| 유동성장기부채 | 12,597 | 16,652 | 12,416 | 12,416 | 12,416 |
| 비유동부채 | 62,754 | 69,958 | 95,018 | 90,018 | 90,018 |
| 장기차입금 | 28,970 | 33,359 | 54,106 | 49,106 | 49,106 |
| **사채** | **28,660** | **31,151** | **36,331** | **36,331** | **36,331** |
| 부채총계 | 126,021 | 130,764 | 140,859 | 138,172 | 141,248 |
| **지배지분** | **90,895** | **97,989** | **103,217** | **107,822** | **112,750** |
| 자본금 | 4,266 | 4,266 | 4,266 | 4,266 | 4,266 |
| 자본잉여금 | 3,199 | 3,199 | 3,199 | 3,199 | 3,199 |
| 이익잉여금 | 71,046 | 78,298 | 84,565 | 89,170 | 94,099 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 90,895 | 97,989 | 103,217 | 107,822 | 112,750 |
| **순차입금** | 86,937 | 92,381 | 99,997 | 91,465 | 89,722 |
| **총차입금** | 101,254 | 102,995 | 115,372 | 110,372 | 110,372 |

### 현금흐름표

(단위: 억원)

| 결산(12월) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **8,266** | **21,573** | **10,274** | **18,468** | **12,140** |
| 당기순이익 | 7,353 | 7,914 | 6,688 | 5,029 | 5,352 |
| 감가상각비 | 6,981 | 7,062 | 7,134 | 9,819 | 9,721 |
| 외환손익 | 1,693 | -2,548 | -787 | -460 | 0 |
| 종속,관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -8,411 | 9,647 | -130 | 4,528 | -2,459 |
| 기타현금흐름 | 651 | -503 | -2,631 | -448 | -474 |
| **투자활동 현금흐름** | **-18,664** | **-26,443** | **-18,172** | **-12,000** | **-10,000** |
| 투자자산 | -339 | -234 | 1,765 | 0 | 0 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -18,166 | -28,726 | -19,375 | -12,000 | -10,000 |
| 유형자산 감소 | 103 | 175 | 24 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -261 | 2,342 | -587 | 0 | 0 |
| **재무활동 현금흐름** | 10,104 | 3,831 | 9,677 | -5,423 | -423 |
| 단기차입금 | **4,835** | **-8,166** | **-10,772** | **0** | **0** |
| 사채 및 장기차입금 | 5,689 | 12,418 | 20,871 | -5,000 | 0 |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -421 | -421 | -421 | -423 | -423 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 연결범위변동 등 기타 | 0 | 0 | 2,692 | 2,487 | 27 |
| 현금의 증감 | -293 | -1,039 | 4,471 | 3,531 | 1,743 |
| 기초 현금 | 10,095 | 9,802 | 8,762 | 13,234 | 16,765 |
| 기말 현금 | 9,802 | 8,762 | 13,234 | 16,765 | 18,508 |
| NOPLAT | 12,783 | 8,708 | 7,504 | 9,368 | 10,202 |
| FCF | -9,057 | -4,435 | -5,304 | 10,108 | 5,673 |

### Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

| 결산(12월) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 8,618 | 9,277 | 7,840 | 5,894 | 6,273 |
| BPS | 106,743 | 115,058 | 121,186 | 126,584 | 132,360 |
| EBITDAPS | 23,193 | 18,635 | 17,382 | 22,693 | 23,525 |
| SPS | 178,867 | 165,607 | 151,995 | 176,876 | 180,032 |
| DPS | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| PER | 13.8 | 9.9 | 11.0 | 14.7 | 13.8 |
| PBR | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 9.5 | 10.7 | 11.7 | 8.5 | 8.1 |
| PSR | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |

### 재무비율

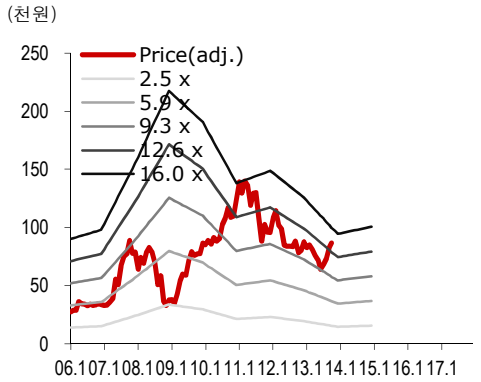
(단위: 배, %)

| 결산(12월) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 증가율 (%) | 49.6 | -7.4 | -8.2 | 16.4 | 1.8 |
| 영업이익 증가율 (%) | 23.2 | -31.9 | -13.8 | 24.8 | 8.9 |
| 지배순이익 증가율 (%) | -27.5 | 7.6 | -15.5 | -24.8 | 6.4 |
| 매출총이익률 (%) | 11.9 | 10.0 | 10.1 | 10.6 | 11.0 |
| 영업이익률 (%) | 8.4 | 6.2 | 5.8 | 6.2 | 6.6 |
| 지배순이익률 (%) | 4.8 | 5.6 | 5.2 | 3.3 | 3.5 |
| EBITDA 마진 (%) | 13.0 | 11.3 | 11.4 | 12.8 | 13.1 |
| ROIC | 7.2 | 4.5 | 3.8 | 4.1 | 4.5 |
| ROA | 3.7 | 3.6 | 2.8 | 2.1 | 2.1 |
| ROE | 8.7 | 8.4 | 6.6 | 4.8 | 4.9 |
| 부채비율 (%) | 138.6 | 133.4 | 136.5 | 128.1 | 125.3 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 95.6 | 94.3 | 96.9 | 84.8 | 79.6 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 3.4 | 2.6 | 2.9 | 2.3 | 2.6 |

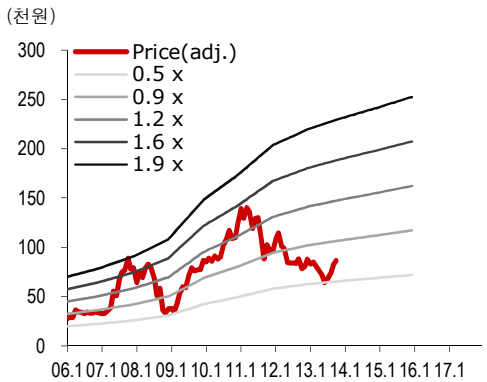
자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임
5. 분할합병 전 기준

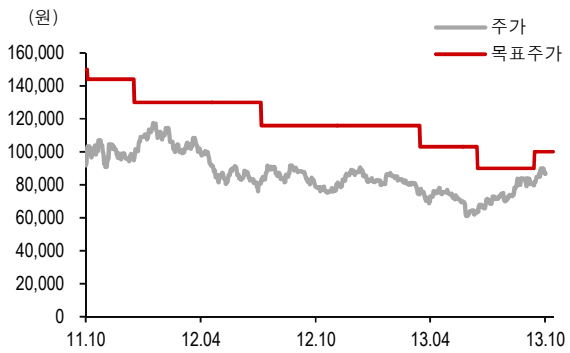
PER Band chart




PBR Band chart




## 현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 2013-10-28 | BUY | 100,000 |
| 2013-10-18 | BUY | 100,000 |
| 2013-10-08 | BUY | 100,000 |
| 2013-07-29 | BUY | 90,000 |
| 2013-07-09 | BUY | 90,000 |
| 2013-04-29 | BUY | 103,000 |
| 2013-04-09 | BUY | 103,000 |
| 2013-04-02 | BUY | 116,000 |
| 2013-03-11 | BUY | 116,000 |
| 2013-02-01 | BUY | 116,000 |

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박기현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 현대제철종목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.