현대제철 (004020)

7/15 합병신주 상장, 이제는 자동차보다 건설에 주목

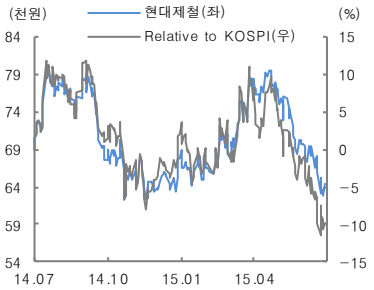
이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	84,000 하향
현재주가 (15.07.13)	64,500

철강금속업종

KOSPI	2061.52
시가총액	7,517십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	667십억원
52주 최고/최저	79,500원 / 62,300원
120일 평균거래대금	292억원
외국인지분율	24.31%
주요주주	기아자동차 외 14 인 41.82% 국민연금 6.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-16.2	-6.3	-8.4
상대수익률	-7.7	-14.7	-12.8	-11.6



투자의견 매수(유지), 목표주가 84,000원(하향) 제시

- 7/15 합병신주 상장을 끝으로 현대하이스코와의 합병이슈는 마무리
- 하반기 자동차강판 수익성 악화되더라도 봉형강 수익성 개선으로 상쇄 가능 전망
- 자동차강판 수익성 우려가 충분히 반영된 주가, 이제는 봉형강호황 관점에서 주목 할 시점

7/15 합병신주 상장을 끝으로 현대하이스코와의 합병 일정은 모두완료

- 현대하이스코 합병에 따라 총 1,956만주가 신주로 발행되어야 하나 현대하이스코가 보유했던 현대제철 주식 267만주가 활용되어 최종적으로 발행되는 합병신주는 1,690만주로 감소. 이는 약 2%의 자사주 소각효과와 동일(합병으로 현대제철 발행주식수의 14.5%가 증가함)
- 7/15 합병신주의 상장을 끝으로 합병이슈는 모두 마무리. 합병 후 현대제철의 발행 주식수는 1억 3,345만주로 증가하며 현 주가 기준 현대제철의 시가총액은 8.6조원 전망

하반기 자동차강판 수익성 악화되더라도 봉형강 수익성 개선으로 상쇄 가능할 전망

- 올해 들어 현대기아차의 자동차 판매부진으로 현대제철 자동차강판 가격인하 및 수익성 악화 우려가 지속적으로 주가를 압박하고 있음. 그러나 자동차강판 가격이 인하된다 하더라도 하반기 실적은 최소 상반기 수준의 안정적인 실적이 지속가능할 것으로 예상
- 근거는 1) 하반기 고로원가는 3Q 약 2만원, 4Q 약 만원 하락해 총 3만원의 원가하락 예상. 2) 본사 차강판 판매량은 연간 약 500만톤(내수 350만톤, 수출 150만톤)으로 탄소강 마진 만원 축소시 연간 영업이익 500억원 감소하나 봉형강 판매량이 약 650만톤(철근 300만톤, 형강 350만톤)으로 봉형강 롤마진 만원 개선시 약 650억원의 영업이익이 증가함
- 국내 아파트분양 호조로 인한 수요호조와 공급부족으로 내수 철근 유통가격은 5월 중순부터 7월중순까지 약 10만원 상승하는 초강세국면이 지속되고 있고 H형강가격도 7월부터 중국산 H형강에 대해 약 30%의 반덤핑관세 부과로 내수가격과 수입재 오퍼가격이 상승하고 있음

자동차강판 우려가 충분히 반영된 주가, 이제는 봉형강호황 관점에서 주목해야 할 시점

- 현대제철 주가는 5월초 고점대비 약 20% 하락, 현재 12mf PER 7.8X, PBR 0.5X로 밴드 최저점에 위치해 자동차강판 가격인하 우려는 충분히 반영되었다고 판단
- 철근업황 개선으로 6월이후 한국철강, 대한제강 주가가 50% 이상 급등했고 동국제강도 최근 약 30% 상승. 반면 국내 1위 봉형강 업체인 현대제철의 최근 주가하락은 과도한 수준
- 목표주가는 현대하이스코 합병을 반영해 84,000원으로 11% 하향(12mf PBR 0.7X 적용)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,533	16,762	17,388	18,815	19,275
영업이익	763	1,491	1,717	1,850	1,923
세전순이익	782	1,099	1,346	1,479	1,575
총당기순이익	709	782	1,023	1,124	1,197
지배지분순이익	692	765	1,012	1,113	1,185
EPS	8,102	6,562	8,138	8,337	8,882
PER	10.7	9.7	7.9	7.7	7.3
BPS	113,168	116,893	116,876	123,309	130,511
PBR	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE	6.0	5.7	6.9	6.9	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

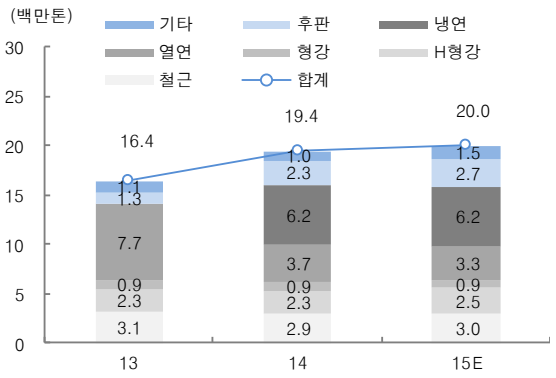
표 1. 현대제철 분기별 탄소강 원가 전망

(단위: US$)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	1Q15E	2Q15E
계약 철광석(분광) 가격	70	61	52	50	70	61	52	50
Spot 철광석(분광) 가격	58	53	50	50	58	53	50	50
가중평균 계약:spot=3:7	**62**	**56**	**50**	**50**	**62**	**56**	**50**	**50**
계약 석탄(강점탄) 가격	117	110	93	93	117	110	93	93
Spot 석탄(강점탄) 가격	104	87	87	87	104	87	87	87
가중평균 계약: spot=7:3	**113**	**103**	**91**	**91**	**113**	**103**	**91**	**91**
구매 원료비(분광*1.6+강점탄*0.75)	183	166	149	148	183	166	149	148
평균 원달러 환율	1,100	1,098	1,120	1,120	1,100	1,098	1,120	1,120
구매기준 톤당원료비(천원)	**202**	**183**	**167**	**166**	**202**	**183**	**167**	**166**
전분기대비 원료비변화(천원)	-18	-19	-16	-1	-18	-19	-16	-1
투입기준 톤당 원료비(천원)	214	195	177	167	214	195	177	167
전분기대비 원료비변화(천원)	**-15**	**-18**	**-18**	**-11**	**-15**	**-18**	**-18**	**-11**

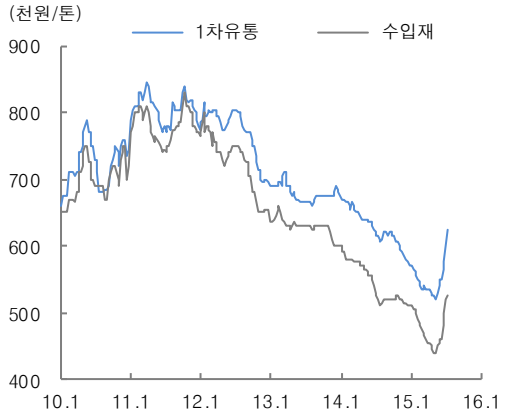
주: FOB기준, 벤치마크 가격 기준으로한 대신증권 추정치로 실제 현대제철 구매/투입가격과는 차이가 존재할 수 있음
자료: SBB, 대신증권 리서치센터

그림 1. 현대제철 본사 제품별 판매량



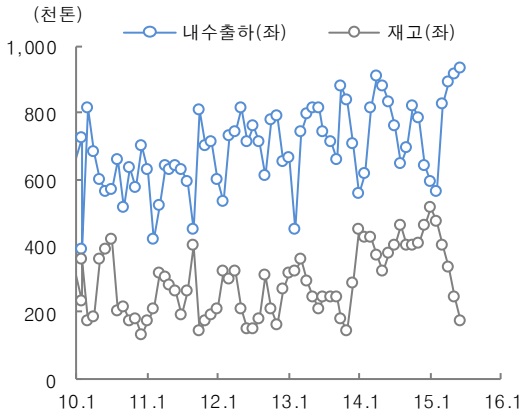
주: 15년 판매량은 자동차강판 500만톤, 철근 300만톤, H형강 및 형강 350만톤 수준
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 2. 국내 철근 유통가격 추이



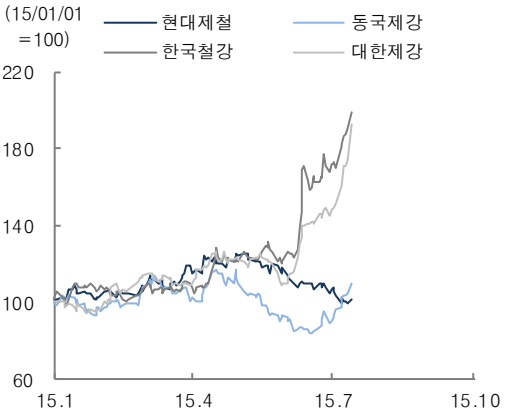
주: 유통가격은 최근 2달간 톤당 10만원 상승
자료: 스틸데일리, 대신증권 리서치센터

그림 3. 7대제강사 철근 내수출하와 재고 추이



자료: 스틸데일리, 대신증권 리서치센터

그림 4. 연초이후 국내 철근업체 주가 추이



자료: Fn가이드, 대신증권 리서치센터

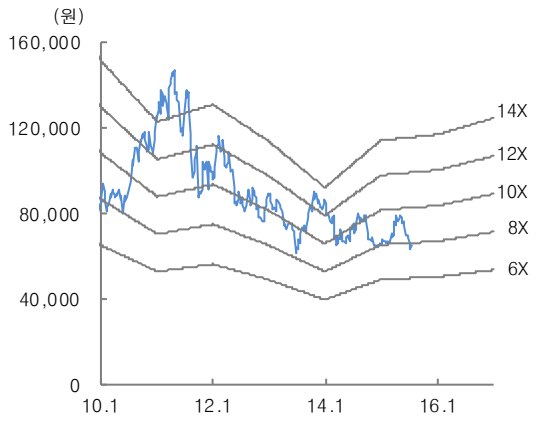
표 2. 현대제철 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

구분		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E
별도기준	매출액	3,936	4,175	3,841	4,081	3,461	3,905	3,691	4,010
	영업이익	**233**	**359**	**366**	**482**	**341**	**447**	**392**	**438**
	영업이익률(%)	5.9	8.6	9.5	11.8	9.8	11.4	10.6	10.9
	세전이익	91	481	199	283	323	315	291	376
	순이익	62	352	124	213	251	243	224	287
연결기준	매출액	4,126	4,380	4,008	4,248	3,751	4,195	4,542	4,901
	영업이익	**252**	**378**	**376**	**486**	**340**	**447**	**442**	**488**
	영업이익률(%)	6.1	8.6	9.4	11.4	9.1	10.6	9.7	10.0
	세전이익	103	502	208	286	312	312	334	387
	순이익	69	367	130	216	243	237	250	292
	지배주주 순이익	63	358	127	217	243	235	246	288

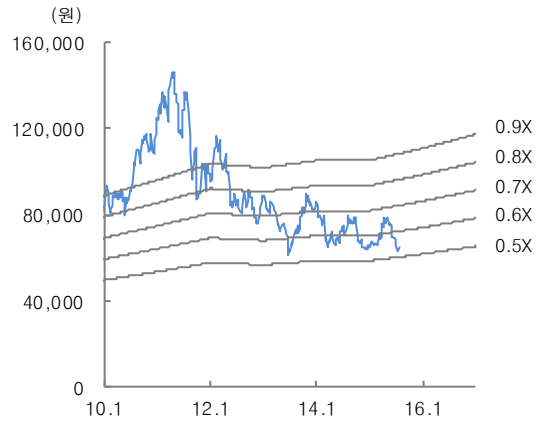
주: 7/1 현대하이스코 합병 반영
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 5. 현대제철 12mf PER 밴드



자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 6. 현대제철 12mf PBR 밴드



자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

표 3. 합병관련 주요일정

(단위: 십억원, %)

구분		현대제철 (합병회사)	현대하이스코 (피합병회사)
이사회 결의일		2015년 04월 08일	2015년 04월 08일
합병계약일		2015년 04월 08일	2015년 04월 08일
주주확정기준일 지정 및 주주명부 폐쇄 공고		2015년 04월 08일	2015년 04월 08일
주주확정기준일		2015년 04월 29일	2015년 04월 29일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2015년 04월 30일	2015년 04월 30일
	종료일	2015년 05월 08일	2015년 05월 08일
주주총회 소집 통지 및 공고일		2015년 05월 13일	2015년 05월 13일
합병반대의사 통지 접수기간	시작일	2015년 05월 13일	2015년 05월 13일
	종료일	2015년 05월 27일	2015년 05월 27일
합병계약승인을 위한 주주총회일		2015년 05월 28일	2015년 05월 28일
주식매수청구권 행사 기간	시작일	2015년 05월 28일	2015년 05월 28일
	종료일	2015년 06월 17일	2015년 06월 17일
구주권 제출기간	시작일	–	2015년 05월 29일
	종료일	–	2015년 06월 30일
채권자 이의제출기간	시작일	2015년 05월 29일	2015년 05월 29일
	종료일	2015년 06월 30일	2015년 06월 30일
합병기일		2015년 07월 01일	2015년 7월 01일
합병종료보고 주주총회 갈음 이사회 결의일		2015년 07월 01일	–
합병종료보고 공고일		2015년 07월 01일	–
합병등기 예정일(해산등기 예정일)		2015년 07월 01일	2015년 07월 01일
주권교부 예정일		2015년 07월 14일	–
신주상장 예정일		2015년 07월 15일	–

자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 4. 현대제철 2015~2016년 실적전망치 변경

(십억원, 원, %)

		수정전		수정후		변동률	
		2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
별도	매출액	14,588	14,937	15,067	15,258	3.3	2.1
	영업이익	1,603	1,651	1,617	1,650	0.9	0.0
	영업이익률(%)	11.0	11.1	10.7	10.8		
	세전이익	1,284	1,333	1,305	1,322	1.7	-0.8
	순이익	988	1,013	1,005	1,005	1.7	-0.8
연결	매출액	15,746	16,095	17,388	18,815	10.4	16.9
	영업이익	1,606	1,671	1,717	1,850	6.9	10.7
	영업이익률(%)	10.2	10.4	9.9	9.8		
	세전이익	1,281	1,348	1,346	1,479	5.1	9.7
	순이익	986	1,025	1,023	1,124	3.7	9.7
	순이익(지배)	964	1,002	1,012	1,113	5.0	11.1
	EPS(지배주주)	8,270	8,595	8,138	8,337	-1.6	-3.0
	BPS(지배주주)	122,776	129,300	116,876	123,309	-4.8	-4.6
	ROE(지배주주)	6.9	6.8	6.9	6.9		

주: 최근 철강시황과 7/1 현대하이스코 합병 반영
자료: 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,533	16,762	17,388	18,815	19,275
매출원가	12,184	14,442	14,734	15,983	16,363
매출총이익	1,349	2,321	2,653	2,832	2,912
판매비와관리비	586	830	937	981	990
영업이익	763	1,491	1,717	1,850	1,923
영업이익률	5.6	8.9	9.9	9.8	10.0
EBITDA	1,477	2,680	2,975	3,364	3,455
영업외손익	20	-392	-371	-372	-347
관계기업손익	7	12	15	15	15
금융수익	299	215	94	30	30
외환관련이익	87	81	-17	0	0
금융비용	-313	-628	-453	-426	-402
외환관련손실	56	193	15	0	0
기타	26	9	-27	9	9
법인세비용차감전순손익	782	1,099	1,346	1,479	1,575
법인세비용	-73	-316	-323	-355	-378
계속사업순손익	709	782	1,023	1,124	1,197
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	709	782	1,023	1,124	1,197
당기순이익률	5.2	4.7	5.9	6.0	6.2
비지배지분순이익	17	18	10	11	12
지배지분순이익	692	765	1,012	1,113	1,185
매도가능금융자산평가	-2	-23	-23	-23	-23
기타포괄이익	1	-4	28	28	28
포괄순이익	699	508	1,072	1,173	1,247
비지배지분포괄이익	18	16	11	12	12
지배지분포괄이익	681	492	1,062	1,162	1,234

재무상태표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	6,363	6,121	6,830	8,272	9,790
현금및현금성자산	765	695	1,258	2,267	3,646
매출채권 및 기타채권	2,169	2,166	2,278	2,460	2,519
재고자산	3,200	2,954	3,064	3,316	3,397
기타유동자산	230	306	229	229	229
비유동자산	23,157	22,813	25,566	25,064	24,542
유형자산	19,605	19,572	19,869	19,410	18,933
관계기업투자금	113	116	122	133	145
기타비유동자산	3,439	3,125	5,576	5,520	5,465
자산총계	29,520	28,934	32,396	33,336	34,333
유동부채	6,496	5,886	5,903	5,972	5,995
매입채무 및 기타채무	2,334	1,982	2,013	2,082	2,104
차입금	2,712	1,866	1,723	1,723	1,723
유동성채무	1,288	1,841	1,968	1,968	1,968
기타유동부채	162	196	199	199	199
비유동부채	9,659	9,233	10,678	10,678	10,678
차입금	8,987	8,543	8,436	8,436	8,436
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	672	691	2,242	2,242	2,242
부채총계	16,156	15,119	16,581	16,650	16,672
지배지분	13,190	13,624	15,597	16,455	17,416
자본금	583	583	667	667	667
자본잉여금	2,870	2,870	4,024	4,024	4,024
이익잉여금	8,521	9,192	10,118	11,130	12,216
기타자본변동	1,217	980	788	634	509
비지배지분	175	191	219	231	244
자본총계	13,365	13,815	15,815	16,686	17,660
순차입금	12,066	11,364	10,681	9,672	8,293

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	8,102	6,562	8,138	8,337	8,882
PER	10.7	9.7	7.9	7.7	7.3
BPS	113,168	116,893	116,876	123,309	130,511
PBR	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	17,296	22,992	23,914	25,210	25,893
EV/EBITDA	13.3	7.1	6.2	5.2	4.6
SPS	158,463	143,821	139,751	140,993	144,441
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
CFPS	18,671	24,528	24,302	25,673	26,356
DPS	500	750	750	750	750

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	-9.1	23.9	3.7	8.2	2.4
영업이익 증가율	-14.2	95.5	15.1	7.8	3.9
순이익 증가율	-11.7	10.3	30.7	9.9	6.5
수익성					
ROIC	3.1	4.2	5.1	5.5	5.8
ROA	2.9	5.1	5.6	5.6	5.7
ROE	6.0	5.7	6.9	6.9	7.0
안정성					
부채비율	120.9	109.4	104.8	99.8	94.4
순차입금비율	90.3	82.3	67.5	58.0	47.0
이자보상배율	3.0	3.5	4.1	4.5	5.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	644	1,937	2,175	2,353	2,692
당기순이익	709	782	1,023	1,124	1,197
비현금항목의 가감	885	2,076	2,001	2,302	2,320
감가상각비	714	1,189	1,259	1,514	1,533
외환손익	-104	72	-26	0	0
지분법평가손익	-7	-12	-12	-12	-12
기타	281	828	780	800	799
자산부채의 증감	-460	-303	-124	-328	-82
기타현금흐름	-491	-619	-725	-745	-744
투자활동 현금흐름	-1,947	-1,131	-1,706	-1,011	-1,011
투자자산	175	-2	-71	-12	-12
유형자산	-2,645	-1,017	-1,500	-1,000	-1,000
기타	523	-113	-135	0	0
재무활동 현금흐름	1,144	-875	1,029	-100	-100
단기차입금	340	-956	-143	0	0
사채	1,270	827	33	0	0
장기차입금	1,327	601	-140	0	0
유상증자	0	0	1,238	0	0
현금배당	-42	-58	-87	-100	-100
기타	-1,751	-1,289	127	0	0
현금의 증감	-159	-70	562	1,009	1,379
기초 현금	925	765	695	1,258	2,267
기말 현금	765	695	1,258	2,267	3,646
NOPLAT	691	1,062	1,305	1,406	1,461
FCF	-1,320	1,148	912	1,907	1,981

자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

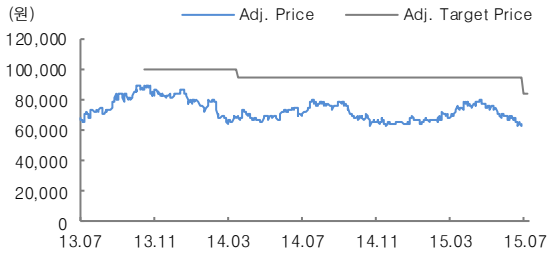
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이종형)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

현대제철(004020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.07.14	15.07.01	15.06.16	15.06.05	15.04.24	15.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	84,000	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000
제시일자	15.03.24	15.01.29	14.12.23	14.11.27	14.11.06	14.09.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000
제시일자	14.07.27	14.07.10	14.05.21	14.04.27	14.03.31	14.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000	100,000
제시일자	14.01.14	13.11.12	13.11.10	13.10.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150711)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.1%	13.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상