

현대제철

004020 / 매수

2Q Review: 제철사업 우려 해소

철강/비철금속
연구원 조강운
ck2ck@etrade.co.kr
3779 0055

- 투자이건 매수, 목표주가 130,000원으로 상향
- 고로1기 안정화로 고로2기의 우려 해소, 완공후 captive고객 보유로 긍정적
- 제품 포트폴리오 다변화, 기존제품대비 마진을 높은 제품 생산으로 긍정적

매수 (유지)
목표주가(12M) 130,000원
현재주가 ('10/07/29) 106,500원
업종투자이건 비중확대

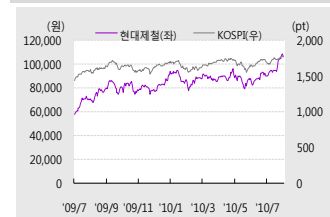
Stock Data

KOSPI ('10/07/29)	1,770.88pt
시가총액	9,086십억원
발행주식수	85,314천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	108,500 / 67,500원
60일 일평균거래대금	78.7십억원
외국인 지분율	16.9%
배당수익률 ('09.12)	0.6%
주주구성:	
기아자동차 외 5	33.9%
국민연금공단	5.0%

Company Performance

상대수익률	1 개월	14.1%
	6 개월	14.3%
	12 개월	42.8%

Company vs Composite



투자이건 매수, 목표주가 130,000원으로 상향

현대제철에 대해 투자이건 매수를 유지하며 목표주가를 130,000원으로 상향한다. 상향의 이유는 1)고로1기 안정화로 고로2기의 우려감 해소와 2)영업이익 개선 3)고로2기 완공후에도 captive 수요처 확보하고 있는 점과 4)포트폴리오의 다변화로 인해 시황대응이 용이 하기 때문이다. 목표주가는 현재 글로벌 PBR 평균 1.2배에 20% 프리미엄을 반영한 1.44배를 2010년 BPS에 적용시켜 산출하였으며 목표주가에 내재된 2010년 PER은 11.1배, 현주가 대비로는 PER 9.1배, PBR 1.2배 수준이다.

2분기 실적 Review: 영업이익 3,467억원으로 어닝 서프라이즈 기록

현대제철은 2분기 매출액 2.7조원(+39.7% YoY, +34.9% QoQ), 영업이익 3,467억원(+156.3% YoY, +162.6% QoQ)을 달성하며 어닝서프라이즈를 기록했다. 전분기 대비 영업이익이 +162.6%로 급증한 것은 4월 상업생산된 고로재판매와 고로재의 재고효과 때문인데 1)2분기 제품가격인상 외에도 2)1분기에 저가원료가 100%투입되며 시생산된 선철등의 재료들이 수익성이 낮은 A열연과 봉형강류에 일부 사용되며 마진개선이 있었던 것으로 판단한다. 환율급등으로 인해 외환손실 1550억원이 발생하여 순이익은 전분기 대비 33.9% 하락한 1,682억원을 기록했다. 고로1기의 미분탄 투입 196kg, 출선비 2.29톤/day을 달성하며 고로가동 정상화를 시현하였으며 고로안정화를 위해 미분탄의 경우 181kg, 출선비 2.1톤/day를 유지하고 있다.

2010년 실적 preview 및 외형성장

2010년 매출액 10조3683억원(+30% YoY), 영업이익 9273억원(+60% YoY), EBITDA는 1조5647억원(+86%)으로 예상한다. 2011년 상업생산되는 고로2기로 인해 열연부문의 생산이 350만톤이상 증가하여 2011년 매출액은 약 14조2304억원(+37% YoY)으로 예상되며 영업이익은 1조3468억원(+45% YoY), EBITDA 2조512억원(+31% YoY) 수준은 달성할것으로 예상한다. 현재 고로1기의 안정화가 확인된 만큼 현재 공정을 97.8%를 보이고있는 고로2기에 대한 재평가 반영되고 있다고 보여진다.

Valuation Summary

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	10,503.0	1,321.4	954.0	822.5	9,844	58.3	1,586.7	3.8	2.9	0.7	18.5
2009	7,966.4	578.1	1,206.6	1,152.0	13,787	40.1	840.0	6.3	11.6	1.1	20.1
2010F	10,368.3	927.3	1,108.6	969.0	11,743	-14.8	1,564.7	9.1	9.7	1.2	13.8
2011F	14,230.4	1,346.8	1,368.8	1,067.6	12,717	8.3	2,051.2	8.4	7.2	1.1	13.3
2012F	14,820.5	1,550.9	1,422.3	1,109.4	13,214	3.9	2,255.1	8.1	6.2	0.9	12.3

자료: 이트레이드증권 리서치센터

현대제철의 긍정적인 부분은 1) 고로2기 완공후 기존 조강생산량 1100만톤에서 1800~1900만톤의 CAPA를 보유하게 되며 이는 세계 10위권 안의 철강사로 평가받게 된다. (2009년 26위) 2)고로2기는 9월 완공되는 C열연공장을 통해 350만톤의 열연강판을 2011년 1월부터 상업생산하는데, 열연강판은 최상위 공정제품으로 2010년 5월기준 생산/명목소비가 0.86인 공급부족 상황이기 때문에 제품판매 및 가격전가에 대한 우려가 낮다.3)또한 봉형강제품의 수요부진으로 마진하락(OPM 7%수준)이 발생하고있는 시점에 마진률이 높은 제품(현대제철의 계획은 고로제 OPM 약 10~11%수준, POSCO는 20% 수준으로 추정)이 추가된다는 점은 긍정적이며 제품군도 다양해져 수요산업의 시황에 대응이 용이할 것으로 예상한다. 4)마지막으로 최근 중국철강가격의 상승세전환으로 철강업황 개선이 기대된다.

현대/기아차 captive고객 보유

동사는 고로2기 가동후 현대/기아차라는 안정적인 수요처를 확보하고있다. 올해 생산량의 약 35%(120만톤, 자동차용 열연)를 현대하이스코로 납품계획을 갖고있으며 강판, 일반용 열연을 합치면 총 200만톤의 물량을 현대하이스코로 납품하게 된다. 2011년 고로2기의 가동후 점차적으로 현대하이스코에 납품하는 자동차용 열연비중을 늘려갈 계획이다.

POSCO와 동행하는 고로부문 실적

현대제철의 고로부문 실적은 POSCO의 가격정책에 따라 변동되기 때문에 큰 틀에서 POSCO의 영업이익과 비슷한 흐름을 보일 가능성이 높다. 다만, POSCO와 다른점이 있다면 현대제철은 현재 고로부문의 performance가 최고치가 아닌 안정화수준이기 때문에 1) 점차 저가재료의 투입과 출선비개선으로 인한 이익개선 여력의 긍정적인 부문과 2) 2,3분기 원재료 가격 상승분인 톤당 12만원의 가격전가가 되지않은 후반기 비중이 POSCO보다 높다는 부정적인 부문이 존재한다.(2010년 고로제 중 후반기 비중: 현대제철 약 24% vs POSCO 약 17%)

현대제철 실적발표에서 고로2기 가동전에는 고로의 안정화에 중점을 둔다고 밝혀 후반기 비중이 POSCO보다 높은 부정적인 요소가 실적에 더 크게 작용할 것으로 예상된다.

실적부문에서 3분기도 재고효과가 소폭 발생할것으로 예상되는데 POSCO가 3분기 가격을 열연과 후판 모두 톤당 5만원 인상하면서 재고효과가 발생하지만 톤당 약 8만원의 원재료가격을 전가시키지 못했기 때문에 재고효과로 인한 이익증가는 미미할것으로 예상된다. 4분기는 재고효과로 인한 손실이 발생할 것으로 보이는데 제품가격 가격인상이 없을것으로 예상되는 반면 3분기의 고가재고가 투입되기 때문이다. 3분기 고로부문 영업이익은 904억원으로 예상하며, 4분기 고로부문 영업이익은 843억원으로 예상한다. 전체 영업이익은 3분기 2177억원으로 예상되며 4분기는 봉형강부문의 성수기진입으로 인한 판매량증가로 2309억원으로 전망한다.

봉형강 실적: 물마진 개선 기대는 어려움

한국철강협회에 따르면 2010년 하반기 철근경기는 생산이 명목소비를 초과하는 1.04수준(1.0은 생산=명목소비)으로 공급초과로 전망하고있다. 현대제철의 2분기 철근 판매량을 보더라도 성수기인 2분기가 조업일자도 부족한 1분기보다 3.1%하락한 81.7만톤을 기록하며 건설경기 부진을 확인시켜주었다. 최근 정부가 부동산경기활성화 정책을 검토하고 있지만 근본적인 건설사들의 수요증가는 어렵다고 판단되어 하반기 봉형강류의 물마진 개선도 어려울 것으로 예상된다. 3분기 비수기에 접어들어 봉형강부문의 판매량 하락이 예상되어 3분기 철근판매량은 약 76.7만톤으로 예상하며, 4분기는 81.9만톤으로 증가세를 보일것으로 예상된다.

[도표 1] 철강사 Global peer

	2010F PER(배)	2010F PBR(배)	2010F EV/EBITDA(배)	2010F OPM(%)	2010F ROE(%)
현대제철	8.8	1.2	9.7	8.9	14.1
POSCO	7.7	1.1	4.9	18.7	15.2
ARCELORMITTAL	12.9	0.8	6.4	7.0	6.2
MAANSCHAN	11.6	0.8	4.9	6.0	8.0
JFE	8.7	1.1	5.4	9.0	13.4
고베제강	12.5	1.1	5.7	6.0	8.0
NUCOR	27.1	1.8	9.3	4.0	7.2
US STEEL	N/A	1.4	6.5	6.0	6.0
신일본제철	10.9	1.1	6.4	7.0	9.8
바오산철강	10.6	1.1	5.4	7.0	9.0
우한강철	11.3	1.2	5.2	5.0	9.8
TATA STEEL	7.9	1.1	5.5	8.0	10.5
평균	11.5	1.2	6.5	7.3	11.8

주: 2010년 7월 29일 기준

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치센터

2010년 2분기

고로재 상업생산과 함께

영업이익 3467억원의

어닝서프라이즈 기록

(+156.3% YoY, +162.6% QoQ)

[도표 2] 분기실적 추이

	(단위: 십억원, %)							
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10F	4Q10F
매출액	1,854.2	1,947.2	2,049.8	2,115.2	2,017.3	2,720.6	2,707.7	2,922.7
영업이익	95.9	135.3	158.5	188.4	132.0	346.7	217.7	230.9
세전이익	5.3	258.3	719.2	223.8	275.9	206.5	356.1	270.1
순이익	51.5	283.3	572.0	245.2	254.5	182.2	302.7	229.6
<u>% of sales</u>								
영업이익	5.2	6.9	7.7	8.9	6.5	12.7	8.0	7.9
세전이익	0.3	13.3	35.1	10.6	13.7	7.6	13.2	9.2
순이익	2.8	14.5	27.9	11.6	12.6	6.7	11.2	7.9
<u>% YoY</u>								
매출액	-13.2	-34.1	-37.3	-1.4	8.8	39.7	32.1	38.2
영업이익	-57.1	-69.8	-64.4	-8.4	37.6	156.3	37.4	22.5
세전이익	-96.9	-38.1	160.8	155.0	5,077.4	-20.1	-50.5	20.7
순이익	-62.4	-13.0	159.9	75.3	393.9	-35.7	-47.1	-6.4
<u>% QoQ</u>								
매출액	-13.6	5.0	5.3	3.2	-4.6	34.9	-0.5	7.9
영업이익	-53.4	41.1	17.2	18.9	-29.9	162.7	-37.2	6.1
세전이익	-93.9	4,748.0	178.4	-68.9	23.3	-25.2	72.5	-24.2
순이익	-63.2	449.8	101.9	-57.1	3.8	-28.4	66.1	-24.2

자료: 현대제철, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 3] 보통강 열연강판 국내 수급: 생산/명목소비 0.86으로 공급부족

(단위:천톤, %)							
	2007	2008	2009	2010			
				03	04	05	01~05
생산	23,647	25,014	22,583	2,719	2,657	2,590	12,693
수입	7,487	7,608	5,854	730	757	833	3,530
수출	2,434	2,954	3,214	307	356	324	1,474
(순수출)	-5,053	-4,653	-2,641	-423	-401	-510	-2,056
명목소비	28,700	29,667	25,224	3,142	3,058	3,100	14,749
수입산 MS	26.1	25.6	23.2	23.2	24.8	26.9	23.9
중국수입비중	50.5	53.5	24.4	33.4	42.9	41.2	35.9
생산/명목소비	0.82	0.84	0.90	0.87	0.87	0.84	0.86
% YoY Change							
생산	9.5	5.8	-9.7	74.9	50.7	37.7	60.0
수입	11.2	1.6	-23.0	102.0	93.6	110.3	113.2
수출	-24.7	21.4	8.8	56.7	21.4	-5.6	23.0
명목소비	14.3	3.4	-15.0	82.6	64.3	60.2	75.8

자료: 한국철강협회, 이트레이드증권 리서치센터

철근 국내 수급:

2010년 하반기 생산/명목소비는
1.04로 공급초과

[도표 4] 철근 국내 수급추이

(단위: 천톤, % YoY)				
	2009	2010F		
		상반기	하반기	연간
명목소비	9,588	4,711	4,210	8,921
수출	698	307	350	657
생산	9,678	4,580	4,360	8,940
수입	608	438	200	638
생산/명목소비	1.01	0.97	1.04	1.00

자료: 한국철강협회, 이트레이드증권 리서치센터

현대제철(004020)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	4,235.5	4,450.1	4,801.8	5,577.8	6,190.8
현금성자산	1,088.6	1,982.0	869.8	1,251.4	1,718.7
매출채권	1,397.2	836.5	1,558.8	1,778.8	1,852.6
재고자산	1,711.6	1,505.3	2,273.2	2,447.6	2,519.5
비유동자산	7,504.3	11,130.3	12,271.2	12,356.8	12,443.9
투자자산	1,779.4	1,251.0	1,346.6	1,436.6	1,526.6
유형자산	5,689.3	9,845.0	10,890.6	10,887.5	10,884.7
무형자산	35.6	34.4	34.0	32.6	32.6
자산총계	11,739.8	15,580.4	17,073.0	17,934.6	18,634.7
유동부채	2,745.7	3,922.7	3,906.8	3,740.7	3,773.4
매입채무	827.1	691.6	1,278.7	1,112.6	1,145.2
단기차입금	754.6	926.0	2,437.8	2,437.8	2,437.8
유동성장기부채	101.2	640.8	990.4	990.4	990.4
비유동부채	4,164.7	5,051.2	5,680.1	5,680.1	5,280.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	-400.0
장기차입금	1,640.7	2,772.9	3,495.7	3,495.7	3,495.7
부채총계	6,910.5	8,973.9	9,586.9	9,420.8	9,053.5
자본금	426.6	426.6	426.6	428.7	428.7
자본잉여금	694.0	694.0	694.0	694.0	694.0
이익잉여금	3,619.8	4,725.8	5,611.4	6,637.0	7,704.5
자본조정	88.9	760.1	754.1	754.1	754.1
자본총계	4,829.3	6,606.5	7,486.0	8,513.8	9,581.2

현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	826.0	1,414.8	-2,206.1	907.7	1,581.4
당기순이익	822.5	1,152.0	969.0	1,067.6	1,109.4
유형자산감가상각비	263.8	260.7	636.9	703.1	702.9
무형자산상각비	1.5	1.3	0.4	1.4	1.4
자산부채변동	-409.0	586.1	-3,477.7	-560.6	-113.0
기타	147.3	-585.2	-334.6	-303.8	-119.3
투자활동현금흐름	-1,614.8	-4,255.6	-1,006.2	-1,476.6	-1,662.5
유형자산투자	-2,148.0	-3,585.7	-1,682.5	-700.0	-700.0
유형자산매각	10.9	9.7	0.1	0.0	0.0
유동자산순증	-967.0	-214.6	-351.7	-776.1	-613.0
투자자산순증	258.9	347.1	519.8	0.0	0.0
기타	1,230.4	-812.0	508.2	-0.5	-349.5
재무활동현금흐름	1,498.6	1,699.7	2,487.2	950.5	548.4
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	2.1	0.0
차입금의순증	1,068.1	1,843.1	2,584.2	0.0	-400.0
배당금지급	-42.0	-42.0	-83.3	-42.0	-42.0
기타	472.5	-101.4	-13.7	990.4	990.4
현금의 증가	709.8	-1,141.1	-725.1	381.6	467.3

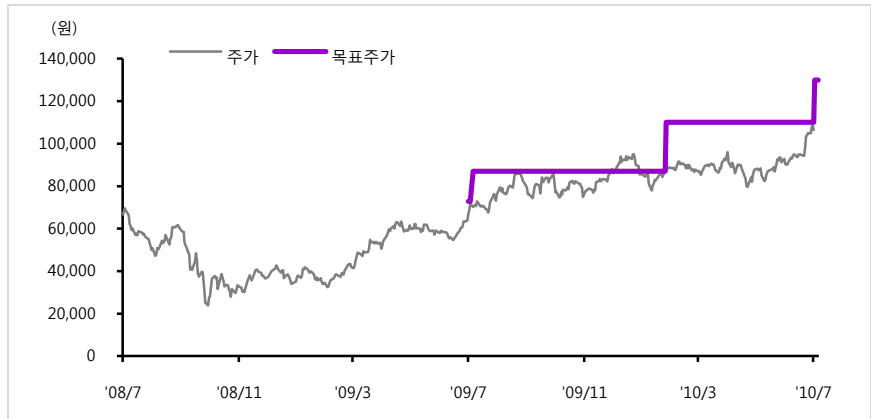
자료: 이트레이드증권 리서치센터

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	10,503.0	7,966.4	10,368.3	14,230.4	14,820.5
매출원가	8,746.4	7,020.7	8,970.7	12,238.1	12,597.4
매출총이익	1,756.6	945.7	1,397.6	1,992.3	2,223.1
판매비	435.2	367.6	470.3	645.5	672.2
영업이익	1,321.4	578.1	927.3	1,346.8	1,550.9
영업외수익	343.6	930.4	615.6	434.9	262.1
금융수익	65.3	63.1	44.7	64.3	88.4
외환관련이익	165.7	255.0	435.7	200.9	0.0
지분법 평가이익	59.7	100.3	105.4	70.0	70.0
영업외비용	711.1	301.9	434.3	412.9	390.7
이자비용	149.7	123.6	228.8	346.2	336.2
외환관련손실	498.4	144.5	280.4	14.0	0.0
지분법손실	27.3	0.8	0.0	10.0	10.0
세전계속사업이익	954.0	1,206.6	1,108.6	1,368.8	1,422.3
법인세비용	131.5	54.6	139.6	301.1	312.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	822.5	1,152.0	969.0	1,067.6	1,109.4
EBITDA	1,586.7	840.0	1,564.7	2,051.2	2,255.1

주요 투자지표					
	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	9,844	13,787	11,743	12,717	13,214
BPS (원)	57,521	78,689	90,631	100,906	113,557
DPS (원)	500	500	500	500	500
SPS (원)	125,100	94,888	125,652	169,496	175,654
매출증가율 (%)	42.3	-24.2	30.1	37.2	4.1
영업이익증가율 (%)	97.4	-56.3	60.4	45.2	15.2
순이익증가율 (%)	58.2	40.1	-15.9	10.2	3.9
EPS증가율 (%)	58.3	40.1	-14.8	8.3	3.9
EBITDA증가율 (%)	71.9	-47.1	86.3	31.1	9.9
영업이익률 (%)	12.6	7.3	8.9	9.5	10.5
순이익률 (%)	7.8	14.5	9.3	7.5	7.5
EBITDA Margin (%)	15.1	10.5	15.1	14.4	15.2
ROA (%)	8.0	8.4	5.9	6.1	6.1
ROE (%)	18.5	20.1	13.8	13.3	12.3
배당수익률 (%)	1.3	0.6	0.5	0.5	0.5
순차입금 (십억원)	1,407.9	2,357.7	6,054.0	5,672.4	4,805.1
영업이익이자보상배율 (배)	8.8	4.7	4.1	3.9	4.6
차입금/자본총계비율 (%)	51.7	65.7	92.5	81.3	68.1
PER (배)	3.8	6.3	9.1	8.4	8.1
PBR (배)	0.7	1.1	1.2	1.1	0.9
PSR (배)	0.3	0.9	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	2.9	11.6	9.7	7.2	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대제철(004020)	2009.07.29	매수	72,800원
	2009.08.03	매수	87,000원
	2010.01.29	중립	87,000원
	2010.02.23	매수	110,000원
	2010.7.30	매수	130,000원



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조강운).
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7%이상 하락 예상
Report(기업)	BUY (매수)	추정 적정주가 10% 이상 상승 예상
	HOLD (중립)	추정 적정주가 -10%~10% 수익률 예상
	SELL(매도)	추정 적정주가 10% 이상 하락 예상