현대제철
004020 / 매수

4Q도 어닝 서프라이즈 기대: OP3,380억원예상

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

- **4분기 실적 preview: 영업이익 3,380억원 전망, 컨센서스 상회 예상**
- **2분기까지 계단식 영업이익 상승 예상**
- **4월에 3고로 착공 발표: 현시점에서 평가를 내리기엔 이르다**

매수	(유지)
목표주가(12M)	150,000원
현재주가 ('11/01/26)	133,500원
업종투자의견	비중확대

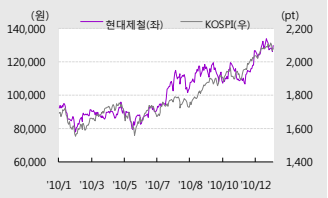
Stock Data

KOSPI ('11/01/26)	2,110.46pt
시가총액	11,389십억원
발행주식수	85,314천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	134,000 / 78,000원
60일 일평균거래대금	84.5십억원
외국인 지분율	22.0%
배당수익률 ('09.12)	0.6%
주주구성	
기아자동차 외 5	33.9%
국민연금공단	6.1%

Company Performance

상대수익률	1 개월	2.8%
	6 개월	7.8%
	12 개월	27.2%

Company vs Composite



투자의견 매수, 목표주가 15만원 유지

현대제철에 대해 투자의견 매수, 목표주가 15만원을 유지한다. 투자의견 매수유지의 이유는 1)컨센서스를 상회할 것으로 예상되는 4분기 실적매력 부각 2)2분기까지 3개분기(4Q->1Q->2Q)의 계단식 실적 상승예상 2)일본, 중국의 수출 철강재의 가격인상으로 내수제품가격 할인요소 해소 3)1월 봉형강가격 톤당 5만원 인상에 이은 1월 24일 형강가격의 톤당 5만원 추가인상으로 철근가격의 인상가능성 부각 4)2011년 1월 고로2기의 상업생산으로 조업효율성 개선 및 규모의 경제달성이 기대되기 때문이다. 목표주가는 2011년 PER 10.9배, PBR 1.4배이며, 현주가 대비 2011년 PER 9.7배, PBR 1.3배이다.

4분기 실적 preview: 영업이익 3,380억원 전망, 컨센서스 상회 예상

4분기 매출액은 2조9,507억원(+14%QoQ, +40% YoY), 영업이익은 3,380억원(+64% QoQ, +79% YoY)으로 전망한다. 매출액은 기존 전망치와 유사하지만 영업이익은 기존 전망치 대비 16% 상향된 수치이며, 컨센서스 3,000억원을 상회할 것으로 예상된다. 컨센서스를 상회할 것으로 보는 이유는 1)지난 9월에 긴축경영 추진 선포식을 가지며 더욱 강화한 원가절감 노력이 효과적으로 진행되고 있는 것으로 파악되며 2)봉형강부문에서 타사와는 달리 수출로 출하량을 확보해, 예상보다 가동률유지에 따른 고정비가 기타 봉형강업체들 대비 낮은 것으로 확인되고 있고 3)고로부문에서 지난 2분기와 마찬가지로 2고로의 테스트제품들을 전기로용 스크랩으로 처리해 비용을 절감한 것으로 보인다.

3분기 영업이익은 2,066억원을 달성하였고, 4분기 영업이익이 3,380억원으로 급격히 개선되는 이유는 지난 3분기 7월, 8월 적자를 시현했던 봉형강 부분에서 제강사들의 공급중단 노력으로 가격인상에 성공하며 3분기 대비 톤당 4만원의 인상된 76.3만원 철근가격이 예상되기 때문이다(철근-철스크랩스프레드는 30~31만원으로 예상). 고로재 출하량은 열연 70만톤, 후판 31만톤으로 예상되며 영업마진은 10~11%수준으로 예상된다. 원료저장고와 고로가 1:1대응되는 POSCO와는 달리, 현대제철은 원료저장고가 1,2고로(800만톤)에 맞춰져 있기때문에 1고로(400만톤)만 상업생산되고 있는 현시점에서 원재료배합이 POSCO와 차이가 발생하는 것으로 보인다

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	1,321	954	823	9,844	58.3	1,587	3.8	4.3	0.7	18.5
2009	7,966	578	1,207	1,152	13,787	40.1	840	6.3	14.0	1.1	20.1
2010F	10,279	1,023	1,108	960	11,633	-15.6	1,502	10.6	12.0	1.3	13.5
2011F	14,324	1,431	1,395	1,116	13,290	14.2	2,200	10.0	9.0	1.3	13.6
2012F	15,040	1,653	1,643	1,314	15,653	17.8	2,445	8.5	8.1	1.1	14.0

자료: 이트레이드증권 리서치센터

2분기까지 계단식 영업이익 상승 예상

현대제철은 지난 3분기를 바닥으로 2분기까지 계단식 영업이익 상승세가 전망된다.

1)지난 3분기 영업이익은 2,066억원으로 봉형강부문의 수요부진으로 인한 가동률하락으로 고정비 상승 및 출하량 하락, 그에따른 가격인상에 어려움을 겪어 실적악화가 나왔다. (철근-철스크랩스프레드 약 26만원)

2)4분기 영업이익은 3,380억원으로 예상되며, 봉형강제품가격 인상(톤당 약 4만원) 및 계절적 요인으로 출하량 증가(+5% QoQ)에 따른다.

3)'11년 1분기 영업이익은 봉형강부문에서 비수기와 조업일수 부족에도, 2고로의 상업생산으로 약 3600억원 이상의 영업이익이 예상된다. 고로재는 지난 4분기 계약된 저가 원재료투입 시기이며, 국제철강가격의 강세로 유통가격이 상승해, 판매류 및 봉형강류도 시황할인폭이 줄어 들고있다. 봉형강류은 1월초 톤당 5만원의 가격인상이 있었고, 1월24일 형강류의 톤당 5만원 인상이 있었기 때문에 2월 철근가격의 인상도 예상되고 있다. 2고로 물량(약 70~80만톤 예상)으로 영업이익의 절대규모 상승이 예상된다.

4)'11년 2분기 영업이익은 3800억원 이상으로 예상한다. 봉형강 성수기로 실적개선과 고로2기의 안정화로 점차 규모의 경제가 시현 될 시기라 판단한다.

5) '11년 3분기 영업이익은 하락세가 예상되는데 봉형강부문의 비수기에다, 4월경에 계약될 고로재 원재료(철광석, 유연탄)의 가격이 급등할 것으로 예상되기 때문에 고가원재료의 본격투입시기라 판단된다. 제품가격인상이 변수가 될수있는데 cost-push에의한 국제가격상승세가 이어지고 있어 수출가격이 지속적으로 강세를 보인다면, 내수제품가격도 인상을 통해 수익성을 보존할 가능성도 있다.

6) '11년 4분기 영업이익은 재차 회복세를 보일것으로 예상되는데 봉형강부문의 계절적 요인으로 출하량 증가 및 3분기 비수기에 계약된 고로원재료(철광석, 유연탄)가 전분기 대비 낮은 가격으로 계약될 것으로 예상되어, 저가원재료 투입 및 출선비 안정화 등으로 규모의 경제를 달성해 이익증가가 예상되고 있다.

4월에 3고로 착공 발표: 현시점에서 평가를 내리기엔 이르다

지난 1월 24일 전경련 간담회서 정몽구회장이 4월에 3고로를 착공한다고 밝히면서 3고로에 대한 계획을 명확히 했다. 우리는 현재 3고로에 대한 평가를 내리기엔 이르다는 판단인데, 1)연초부터 3고로의 연내 착공계획을 밝혔고, 2고로를 건설하면서 동원된 건설장비 및 인력을 바로 투입할 수 있다는 점에서 상반기 건설은 충분히 예상되었으며 2) 2013년 하반기 완공으로 2013년의 시황에 따라 양날의 검이 될수있기 때문이다. 투자금액은 3조 3천억원 수준으로 알려졌으며 후판 200만톤, 열연 200만톤이 증설될것으로 보인다. 2010년말 순차입금이 7.5~7.6조원 수준으로 예상되어 추가적인 투자가 부담스러울 수있지만 2010년, 2011년 예상 EBITDA가 1.5조원, 2조원 수준으로 이익회수기에 접어 들었기 때문에 부정적으로만 볼수는 없다. 과거 사례를 봐도 우려했던 1고로가 조기안정화되며 cash-cow였던 철근부문을 대체한 것을 봤을때 3고로도 현대제철의 추가적인 성장동력이 될 가능성을 배제 할수없다.

[도표 1] 현대제철 영업실적 추정치

(단위: 십억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	컨센서스 4Q10F	2010F	2011F	2012F
매출액	2,017.3	2,720.6	2,590.4	2,950.7	2,952.6	10,279	14,324	15,040
영업이익	132.0	346.7	206.6	338.0	300.0	1,023	1,431	1,653
세전이익	275.9	190.7	316.3	325.2	307.6	1,108	1,439	1,725
순이익	254.5	168.3	260.8	276.4	255.5	960	1,152	1,380
% of Sales								
영업이익	6.5%	12.7%	8.0%	11.5%	10.2%	10.0%	10.0%	11.0%
세전이익	13.7%	7.0%	12.2%	11.0%	10.4%	10.8%	10.0%	11.5%
순이익	12.6%	6.2%	10.1%	9.4%	8.7%	9.3%	8.0%	9.2%
% YoY								
매출액	9%	40%	26%	40%		29%	39%	5%
영업이익	38%	156%	30%	59%		77%	40%	16%
세전이익	5077%	-26%	-56%	37%		-8%	30%	20%
순이익	394%	-41%	-54%	4%		-17%	20%	20%
% QoQ								
매출액	-5%	35%	-5%	14%				
영업이익	-30%	163%	-40%	45%				
세전이익	23%	-31%	66%	-3%				
순이익	4%	-34%	55%	-2%				

자료: 현대제철, Bloomberg, 이트레이드증권 리서치센터

현대제철(004020)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	4,235	4,450	4,783	4,800	4,977
현금성자산	1,089	1,982	1,378	581	586
매출채권	1,397	837	1,119	1,592	1,671
재고자산	1,712	1,505	2,108	2,449	2,542
비유동자산	7,504	11,130	12,796	13,970	15,123
투자자산	1,779	1,251	1,458	1,602	1,745
유형자산	5,689	9,845	11,301	12,333	13,343
무형자산	36	34	36	35	35
자산총계	**11,740**	**15,580**	**17,579**	**18,770**	**20,100**
유동부채	2,746	3,923	3,735	3,850	3,908
매입채무	827	692	1,415	1,531	1,589
단기차입금	755	926	2,453	2,453	2,453
유동성장기부채	101	641	666	666	666
비유동부채	4,165	5,051	6,198	6,198	6,198
사채	2,219	2,000	2,184	2,184	2,184
장기차입금	1,641	2,773	3,654	3,654	3,654
부채총계	**6,910**	**8,974**	**9,933**	**10,048**	**10,106**
자본금	427	427	427	429	429
자본잉여금	694	694	718	718	718
이익잉여금	3,620	4,726	5,643	6,717	7,989
자본조정	89	760	859	859	859
자본총계	**4,829**	**6,606**	**7,647**	**8,722**	**9,995**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	**10,503**	**7,966**	**10,279**	**14,324**	**15,040**
매출원가	8,746	7,021	8,792	12,247	12,709
매출총이익	1,757	946	1,487	2,077	2,331
판관비	435	368	463	646	678
영업이익	**1,321**	**578**	**1,023**	**1,431**	**1,653**
영업외수익	344	930	424	464	492
금융수익	65	63	64	27	27
외환관련이익	166	255	153	184	207
지분법 평가이익	60	100	153	153	153
영업외비용	711	302	339	501	503
이자비용	150	124	194	448	448
외환관련손실	498	144	115	0	0
지분법손실	27	1	0	10	10
세전계속사업이익	**954**	**1,207**	**1,108**	**1,395**	**1,643**
법인세비용	131	55	148	279	329
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**823**	**1,152**	**960**	**1,116**	**1,314**
EBITDA	1,587	840	1,502	2,200	2,445

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	**826**	**1,415**	**-1,458**	**808**	**1,588**
당기순이익	823	1,152	960	1,116	1,314
유형자산감가상각비	264	261	478	768	790
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	-409	586	-2,740	-698	-114
기타	147	-585	-158	-379	-404
투자활동현금흐름	**-1,615**	**-4,256**	**-1,122**	**-2,230**	**-2,206**
유형자산투자	-2,148	-3,586	-1,778	-1,800	-1,800
유형자산매각	11	10	0	0	0
유동자산순증	-967	-215	-333	-17	-177
투자자산순증	259	347	662	0	0
기타	1,230	-812	327	-414	-230
재무활동현금흐름	**1,499**	**1,700**	**2,634**	**626**	**624**
자본금및자본잉여금증가	0	0	0	2	0
차입금의순증	1,687	1,624	2,618	0	0
배당금지급	-42	-42	-42	-42	-42
기타	-146	117	58	666	666
현금의 증가	**710**	**-1,141**	**54**	**-797**	**5**

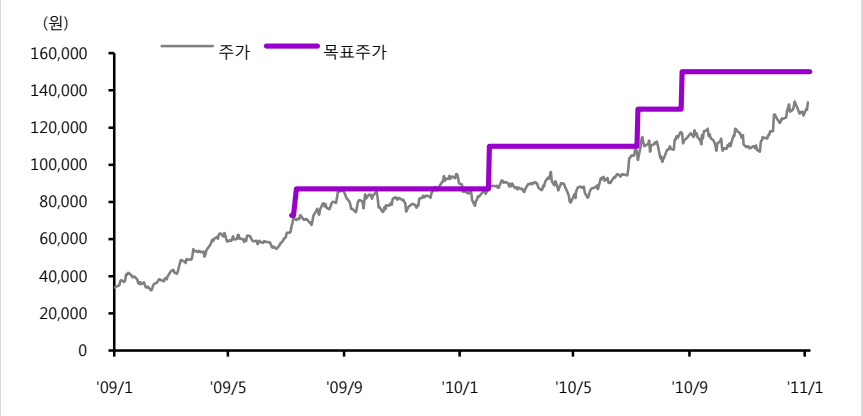
주요 투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	9,844	13,787	11,633	13,290	15,653
BPS (원)	57,521	78,689	92,574	103,379	118,458
DPS (원)	500	500	500	500	500
SPS (원)	125,100	94,888	124,570	170,608	178,254
매출증가율 (%)	42.3	-24.2	29.0	39.3	5.0
영업이익증가율 (%)	97.4	-56.3	77.0	39.9	15.5
순이익증가율 (%)	58.2	40.1	-16.7	16.2	17.8
EPS증가율 (%)	58.3	40.1	-15.6	14.2	17.8
EBITDA증가율 (%)	71.9	-47.1	78.8	46.5	11.1
영업이익률 (%)	12.6	7.3	10.0	10.0	11.0
순이익률 (%)	7.8	14.5	9.3	7.8	8.7
EBITDA Margin (%)	15.1	10.5	14.6	15.4	16.3
ROA (%)	8.0	8.4	5.8	6.1	6.8
ROE (%)	18.5	20.1	13.5	13.6	14.0
배당수익률 (%)	1.3	0.6	0.4	0.4	0.4
순차입금 (십억원)	**3,626**	**4,357**	**7,579**	**8,376**	**8,371**
영업이익이자보상배율 (배)	8.8	4.7	5.3	3.2	3.7
차입금/자본총계비율 (%)	97.6	96.0	117.1	102.7	89.6
PER (배)	3.8	6.3	10.6	10.0	8.5
PBR (배)	0.7	1.1	1.3	1.3	1.1
PSR (배)	0.3	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	4.3	14.0	12.0	9.0	8.1

자료: 이트레이드증권 리서치센터

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
	2010.07.30	매수	130,000원
	2010.09.15	매수	150,000원



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 당사에게 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