현대제철
004020 / 매수

2고로 상업생산으로 본격 투자회수 확인

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

매수	(유지)
목표주가(12M)	180,000원
현재주가 ('11/04/28)	143,500원
업종투자의견	비중확대

Stock Data

KOSPI ('11/04/28)	2,208.35pt
시가총액	12,243십억원
발행주식수	85,314천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	148,000 / 79,700원
60일 일평균거래대금	90.5십억원
외국인 지분율	23.3%
배당수익률 ('10.12)	0.4%
주주구성	
기아자동차 외 5	33.9%
국민연금공단	6.1%

Company Performance

상대수익률	1 개월	-7.0%
	6 개월	17.7%
	12 개월	25.3%

Company vs Composite

- **현대제철도 판재류 제품가격 톤당 16만원 인상으로 2분기 재고효과 기대**
- **1분기 Review: 영업이익 3,093억원으로 컨센서스에 부합**
- **2분기 Preview: 영업이익 4,426억원(+28% YoY, +43% QoQ) 예상**

투자의견 매수, 목표주가 18만원 유지

현대제철에 대해 투자의견 매수, 목표주가를 18만원을 유지한다. 투자의견 매수의 이유는 1)현대제철도 2분기 톤당 16만원의 제품가격 인상을 발표하며 지난 1분기부터의 원가인상분을 충분히 반영할 것으로 예상되며, 2분기 재고효과로 인한 실적개선을 기대할 수 있기 때문이다. 2)철근부문의 부진에도 2고로의 상업생산으로 역대 최대의 1분기 실적을 기록하였고 고로재의 마진이 봉형강 부문 보다 높아(추정치 고로재 10% vs 봉형강 7%) ROIC가 높은 고로재의 투자회수기에 진입한 점, 3)향후 조업안정화로 원료배합 효율성과 규모의 경제 달성으로 고정비 감소효과가 기대된다는 점이다. 목표주가는 2011년 PER 11.5배, PBR 1.68배 수준이며, 현주가는 2011년 PER 9.2배, PBR 1.3배이다.

1분기 Review: 영업이익 3,093억원으로 컨센서스에 부합

현대제철의 1분기 매출액은 3조5,468억원(+76% YoY, +24% QoQ), 영업이익은 3,093억원(+134% YoY, -12% QoQ), OPM 8.7%를 기록했다. 영업이익은 컨센서스 3,195억원과 당사 추정치 3,133억원에 부합하는 실적이다. 1분기는 지난 4분기 영업이익 3523억원에는 못미쳤지만, 계절적 영향이 큰 기업이라 YoY비교가 더 의미 있다. 철근 부문 실적악화 및 비수기, 조업일수 부족에도 2고로의 상업생산으로 전년대비 134%의 영업이익 증가를 기록했고, 점차 조업안정화로 원료배합 효율성과 규모의 경제 달성으로 고정비 감소효과가 기대되는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다. 또한 2고로의 가동으로 판재류 생산비중이 54%로 봉형강류 비중(46%)을 넘어 통상적으로 계절성이 크지않은 판재류비중이 높아져 포트폴리오 다변화 측면에서 긍정적이다. 고로재는 시황할인 폐지영향(톤당 약 4만원)이 POSCO와 같은 2월경으로 적용되었고, 지난 4분기 계약된 저가 원재료(톤당 약 3.5만원 인하)투입되는 영업이익 증가 요인(약 900억원 추정)이 있었지만, 2고로의 상업생산으로 약 700억원의 감가상각비 증가가 있었다. 고로 부문 중 후판 출하량은 33만톤으로 가동률 100%수준에 올라왔으며, 고로재 열연강판도 예상보다 높은 150만톤을 판매를 기록하며 2고로의 정상화가 빠르게 진행되고 있는 점을 확인시켜

Valuation Summary

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009	7,966.4	578.1	1,206.6	1,152.0	13,787	40.1	840.0	6.3	14.0	1.1	20.1
2010	10,198.2	1,037.6	1,151.6	1,014.1	12,068	-12.5	1,436.2	10.3	12.0	1.4	14.1
2011F	15,816.3	1,593.2	1,576.3	1,317.8	15,666	29.8	2,315.2	9.2	8.1	1.3	15.7
2012F	16,876.0	1,875.1	1,716.9	1,459.4	17,349	10.7	2,584.8	8.3	7.2	1.2	15.0
2013F	18,232.9	2,135.3	1,927.2	1,734.5	20,619	18.8	2,847.2	7.0	6.3	1.0	15.4

주: 2011년은 IFRS 단독기준 적용
자료: 이트레이드증권 리서치센터

주었다. 봉형강 부문에서는 H형강과 형강은 비수기임에도 전분기 수준의 판매량을 기록했지만, 철근은 건설경기 악화로 전분기대비 12% 감소한 72.5만톤을 판매했다. 철근가격은 톤당 79만원으로, 철스크랩 가격 상승(+9만원/톤)에도 전월대비 6.5만원 상승에 그쳐 부진한 실적을 기록했다. 철근부문 OP마진은 약 5%, 봉형강전체는 7%수준으로 파악된다.

본 보고서는 2011년 이후 데이터는 K-IFRS 단독 기준실적으로 작성되었으며, 영업외에서는 지분법이익이 제외되었기 때문에, 과거데이터와 연속성이 떨어질 수있다. 향후 감사보고서 및 시계열 데이터 확충시 K-IFRS연결기준으로 전환할 계획이다.

2분기 실적 preview: 영업이익 4,426억원(+28% YoY, +43% QoQ) 예상

현대제철도 톤당 16만원의 판재류 가격을 인상했고, 매출반영시기도 POSCO와 같은 5월 2째주로 예상된다. 2분기 매출액은 4조1,661억원, 영업이익은 4,426억원이 예상된다. 상반기 톤당 약 16만원의 원재료인상분(톤당 1Q 3.5만원, 2Q 12~13만원)을 감안했을 때 충분한 가격인상폭이며, 5월2째주부터 6월말까지 재고효과가 발생될 것으로 판단되기 때문에 2고로의 생산안정화와 맞물려 역대 최대의 실적이 예상된다. 판재류 가격정책은 POSCO에 달려있는데, 1) POSCO가 물가인상을 고려해 가격인상 시기도 늦췄던 점과, 2) 일본지진 영향으로 수요처들이 POSCO에 증산을 요청한 상황에서 시황할인까지 반영하는 가정은 과도하다는 판단이며, 이에 따라 2분기 실적모멘텀은 유효하는 판단이다. 봉형강은 성수기 임에도 예상외로 판매량 부진이 지속되고 있지만 조업일수와 계절적 요인을 감안한다면 약 82만톤(+13% QoQ)의 철근 출하량이 예상된다. 철근은 연간 영업이익률 5%수준을 기록할 것으로 보이는데, 긍정적인 요인은 기타 형강부문 수요가 좋은것으로 확인되어 봉형강 전체 영업이익률은 7%수준을 유지할 것으로 보인다.

하반기 기대요소들

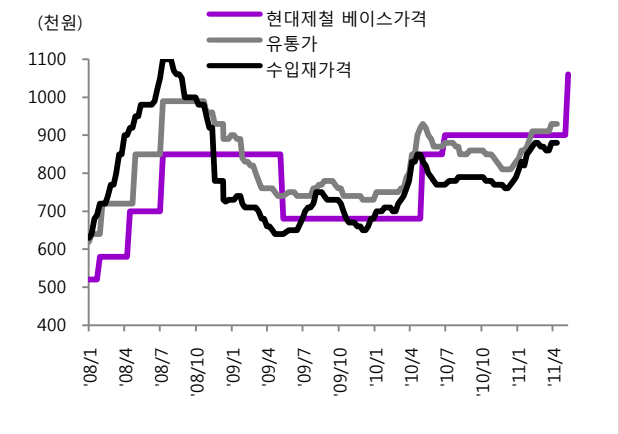
1)하반기로 갈수록 점차 조업안정화로 원료배합 효율성과 규모의 경제 달성으로 고정비 감소효과가 기대된다는 점 2)중국철강가격의 상승세로 국제철강가격이 상승세를 유지할 가능성이 높은 점에서 가격모멘텀이 부각될 수 있다는 판단이며, 중국이 여름철 전력난 심화 우려로 작년처럼 조강생산 제한 조치를 취할 가능성이 있다는 점에서 역시 가격상승 모멘텀을 받을 수있다. 국제철강가격의 상승은 국내유입 철강재가격을 높여, 내수제품가격을 지지해줄 수 있는 점에서 국내 철강사에 긍정적이다.

[도표 1] 분기별 영업이익 추정치

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	당사 추정치	컨센서스	2Q11 F	3Q11 F	4Q11 F
매출액	2,017.3	2,720.6	2,590.4	2,869.9	3,546.8	3,244.1	3,381.8	4,165.3	3,885.5	4,218.7
영업이익	132.0	346.7	206.6	352.3	309.3	313.3	319.5	442.6	401.3	439.9
세전계속사업이익	275.9	190.7	316.3	368.7	329.8	346.1	372.1	444.8	390.4	411.3
순이익	254.5	168.3	260.8	330.6	258.3	270.0	305.3	378.0	331.8	349.6
% of sales										
영업이익	6.5	12.7	8.0	12.3	8.7	9.7	9.4	10.6	10.3	10.4
세전계속사업이익	13.7	7.0	12.2	12.8	9.3	10.7	11.0	10.7	10.0	9.8
순이익	12.6	6.2	10.1	11.5	7.3	8.3	9.0	9.1	8.5	8.3
% YoY										
매출액	8.8	39.7	26.4	35.7	75.8			53.1	50.0	47.0
영업이익	37.6	156.3	30.4	87.0	134.3			27.7	94.2	24.9
세전계속사업이익	5,077.4	-26.2	-56.0	64.8	19.5			133.3	23.4	11.6
순이익	393.9	-40.6	-54.4	34.9	1.5			124.7	27.2	5.8
% QoQ										
매출액	-4.6	34.9	-4.8	10.8	23.6			17.4	-6.7	8.6
영업이익	-29.9	162.6	-40.4	70.5	-12.2			43.1	-9.3	9.6
세전계속사업이익	23.3	-30.9	65.9	16.6	-10.6			34.9	-12.2	5.4
순이익	3.8	-33.9	55.0	26.8	-21.9			46.4	-12.2	5.4

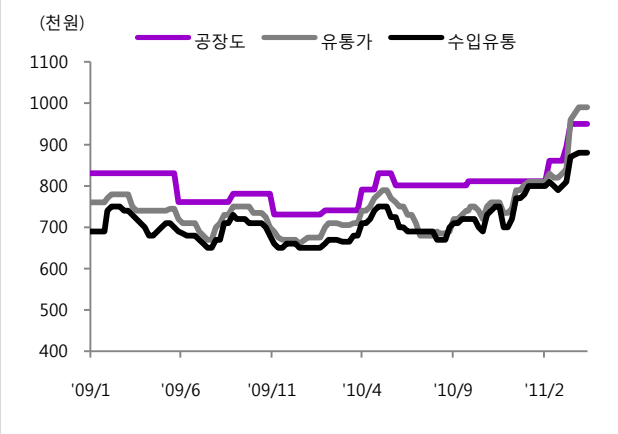
주: 2011 년부터 IFRS 단독기준 데이터 적용
자료: 현대제철, Bloomberg, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 2] 내수 열연 유통가격 추이



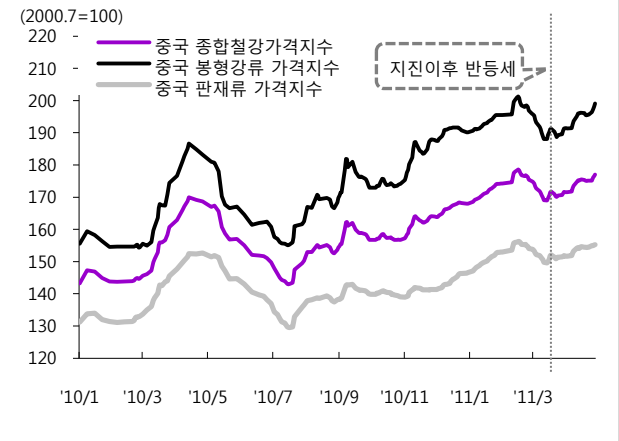
자료: 스틸데일리, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 3] 내수 후판 유통가격 추이



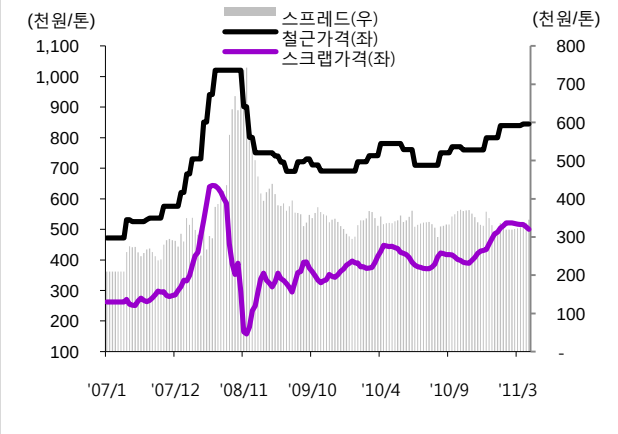
자료: 스틸데일리, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 4] 중국 철강유통가격 추이



자료: Mysteel, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 5] 내수 철근-철스크랩 스프레드 추이



자료: 한국철강자원협회, 이트레이드증권 리서치센터

현대제철(004020)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	4,450.1	4,781.6	8,099.5	9,354.5	10,331.9
현금성자산	1,982.0	1,470.4	3,127.8	4,038.4	4,623.6
매출채권	836.5	913.5	1,772.0	1,875.1	2,025.9
재고자산	1,505.3	2,277.0	3,079.0	3,320.3	3,561.8
비유동자산	11,130.3	13,413.9	14,011.9	15,102.3	15,990.3
투자자산	1,251.0	1,599.9	1,599.9	1,599.9	1,599.9
유형자산	9,845.0	11,777.8	12,376.9	13,468.6	14,358.1
무형자산	34.4	36.2	35.1	33.7	32.4
자산총계	15,580.4	18,195.6	22,111.4	24,456.8	26,322.2
유동부채	3,922.7	5,399.8	7,042.7	7,370.7	7,543.8
매입채무	691.6	1,008.6	2,051.5	2,379.5	2,552.6
단기차입금	926.0	2,244.0	2,844.0	2,844.0	2,844.0
유동성장기부채	640.8	1,132.0	1,132.0	1,132.0	1,132.0
비유동부채	5,051.2	5,056.0	6,056.0	6,656.0	6,656.0
사채	1,999.8	1,894.9	2,894.9	3,494.9	3,494.9
장기차입금	2,772.9	2,870.6	2,870.6	2,870.6	2,870.6
부채총계	8,973.9	10,455.8	13,098.7	14,026.7	14,199.8
자본금	426.6	426.6	426.6	426.6	426.6
자본잉여금	694.0	712.3	712.3	712.3	712.3
이익잉여금	4,725.8	5,696.4	6,930.1	8,347.4	10,039.8
자본조정	760.1	904.4	943.7	943.7	943.7
자본총계	6,606.5	7,739.8	9,012.7	10,430.1	12,122.5

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	7,966.4	10,198.2	15,816.3	16,876.0	18,232.9
매출원가	7,020.7	8,715.7	13,544.8	14,277.1	15,315.6
매출총이익	945.7	1,482.4	2,271.5	2,598.9	2,917.3
판관비	367.6	444.9	678.3	723.8	782.0
영업이익	578.1	1,037.6	1,593.2	1,875.1	2,135.3
영업외수익	930.4	455.1	418.2	406.5	387.6
금융수익	63.1	64.4	92.6	201.9	231.2
외환관련이익	255.0	187.2	263.9	86.5	28.8
지분법 평가이익	100.3	148.9	0.0	0.0	0.0
영업외비용	301.9	341.1	435.1	564.7	595.7
이자비용	123.6	174.9	351.2	502.1	517.1
외환관련손실	144.5	128.4	39.6	12.0	27.6
지분법손실	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,206.6	1,151.6	1,576.3	1,716.9	1,927.2
법인세비용	54.6	137.4	258.5	257.5	192.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,152.0	1,014.1	1,317.8	1,459.4	1,734.5
EBITDA	840.0	1,436.2	2,315.2	2,584.8	2,847.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	1,414.8	-154.4	1,180.4	2,017.5	2,144.3
당기순이익	1,152.0	1,014.1	1,317.8	1,459.4	1,734.5
유형자산감가상각비	260.7	397.4	720.9	708.3	710.6
무형자산상각비	1.3	1.2	1.1	1.4	1.4
자산부채변동	586.1	-1,437.0	-617.6	-16.3	-219.2
기타	-585.2	-130.1	-241.8	-135.2	-82.9
투자활동현금흐름	-4,255.6	-787.7	-1,078.2	-2,796.8	-2,649.1
유형자산투자	-3,585.7	-2,173.9	-1,320.0	-1,800.0	-1,600.0
유형자산매각	9.7	0.8	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	-214.6	-331.5	-3,317.9	-1,255.0	-977.4
투자자산순증	347.1	693.8	0.0	0.0	0.0
기타	-812.0	1,023.2	3,559.6	258.2	-71.7
재무활동현금흐름	1,699.7	1,815.3	1,555.2	1,689.9	1,089.9
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	1,624.3	1,802.2	1,600.0	600.0	0.0
배당금지급	-42.0	-42.0	-84.1	-42.1	-42.1
기타	117.4	55.1	39.3	1,132.0	1,132.0
현금의 증가	-1,141.1	873.3	1,657.4	910.7	585.1

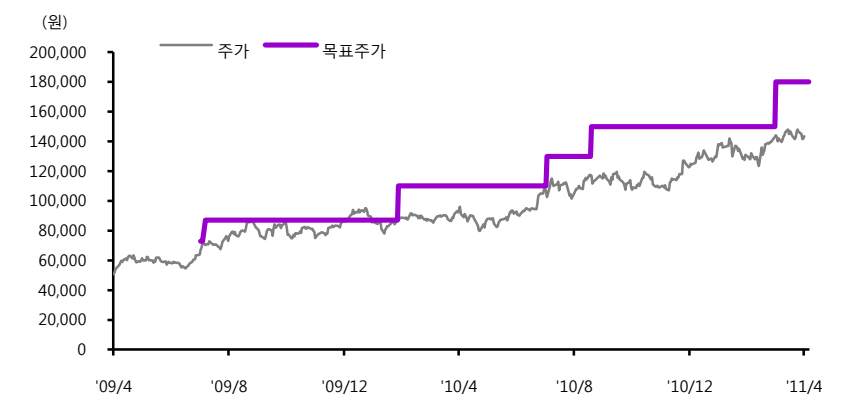
주요 투자지표

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	13,787	12,068	15,722	17,813	20,556
BPS (원)	78,689	92,009	107,198	124,511	144,567
DPS (원)	500	500	500	500	500
SPS (원)	94,888	121,234	187,317	199,867	215,936
매출증가율 (%)	-24.2	28.0	54.5	6.7	8.0
영업이익증가율 (%)	-56.3	79.5	54.0	20.0	10.9
순이익증가율 (%)	40.1	-12.0	30.4	13.3	15.4
EPS증가율 (%)	40.1	-12.5	30.3	13.3	15.4
EBITDA증가율 (%)	-47.1	71.0	61.6	13.3	8.0
영업이익률 (%)	7.3	10.2	10.1	11.4	11.7
순이익률 (%)	14.5	9.9	8.4	8.9	9.5
EBITDA Margin (%)	10.5	14.1	14.7	15.6	15.6
ROA (%)	8.4	6.0	6.6	6.4	6.8
ROE (%)	20.1	14.1	15.8	15.4	15.3
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
순차입금 (십억원)	4,357.4	6,671.2	6,690.1	6,245.5	5,668.2
영업이익이자보상배율 (배)	4.7	5.9	4.6	3.8	4.1
차입금/자본총계비율 (%)	96.0	105.2	108.0	98.7	85.0
PER (배)	6.3	10.3	9.1	8.1	7.0
PBR (배)	1.1	1.4	1.3	1.2	1.0
PSR (배)	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	14.0	12.0	8.2	7.0	6.3

주: 2011년부터 IFRS 단독기준 데이터 적용
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
	2011.03.29	매수	180,000원



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