

현대제철 004020

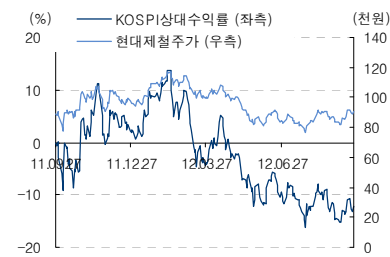
Sep 24, 2012

Buy [유지]
TP 138,000원 [유지]

Company Data

현재가(09/21)	90,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	117,500 원
52 주 최저가(보통주)	76,200 원
KOSPI (09/21)	2,002.37p
KOSDAQ (09/21)	531.49p
자본금	4,266 억원
시가총액	77,039 억원
발행주식수(보통주)	8,531 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	43.6 만주
평균거래대금(60 일)	380 억원
외국인지분(보통주)	19.02%
주요주주	
기아자동차 외 3 인	33.83%
국민연금공단	8.10%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6%	-10.1%	-11.5%
상대주가	-2.4%	-9.0%	-18.0%

중국 가격 바닥 확인과 이익 3Q 바닥 개선

투자 의견 매수 및 목표주가 138,000원, 철강업종 Top Pick을 유지한다. 중기 원료가격 하향 안정화로 13년 마진 개선이 예상되는 가운데, 단기 중국가격 및 고로 마진 상승 반전이 주가에 긍정적으로 작용할 것이다. 추후 고로 마진이 상승하면서, 13년 하반기 가동될 3기 고로에 대한 긍정적 시각 전환도 기대 요소이다.

주가와 연관성이 높은 중국 철강가격 및 고로마진 상승

동사 주가와 상관성이 높은 중국 철강가격이 바닥에서 상승하고 있고, 고로마진도 바닥에서 회복될 전망이다. 상해 철근선물, 열연유통, 철근유통가격은 각각 저점 대비 8.2%, 8.8%, 6.3% 상승했다. 중국 인프라 투자 승인 및 각국 양적 완화에 따른 심리 개선이 언더슈팅했던 철강가격을 견인하는 양상이다. 원료가격도 일부 광산 원가 하회에서 반등하고 있다. 철강 및 원료가격 모두 경기에 부담없는 수준까지 하락했기 때문에, 원료가격 반등도 철강가격 상승 요인으로 긍정적이다.

3분기 영업이익 2,396억원 예상

3분기 별도 매출액 3.54조원(YoY -5.7%, QoQ -8.2%), 영업이익 2,396억원(YoY -16.5%, QoQ -28.2%)으로 전망한다. 영업이익 기준으로는 컨센서스(2,694억원)보다 11.6% 하회하나, 세전이익(2,650억원)은 외화관련이익 등으로 컨센서스 수준은 가능할 것으로 보인다. 이익 감소는 수출단가 하락, 보수 등에 따른 판매 감소, 일회성 비용 발생(성과급, 보수비용) 등에 기인한다.

4분기는 판매 증가, 1Q13부터 고로 마진 개선으로 이익 상승 견인

3분기를 바닥으로 이익 증가가 2Q13까지 진행될 전망이다. 3~4분기 국제 시황에 후행하는 내수가격 하락이 일단락 된 후, 1Q13부터 수요업체 가격 저항 감소로 고로사 이익 레벨은 이전보다 상승할 것이다. 4분기부터 분기 영업이익 3천억원 이상에서 형성될 것으로 판단한다. 4분기 별도 영업이익 3,072억원(YoY 1.9%, QoQ 28.2%)으로 예상하고, 13년 1분기와 2분기 영업이익은 각각 3,114억원(YoY 98.9%, QoQ 1.4%), 4,042억원(YoY 21.1%, QoQ 29.8%)으로 추정한다. 4분기는 판매 증가와 일회성 비용 미반영, 열연 내수 비중상승이 분기 이익 증가를 견인하고, 1Q13에는 저가 원료 투입으로 고로 마진 개선이 본격화될 것이다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	11,013.7	15,259.5	14,649.2	14,837.6	17,210.7
YoY(%)	28.2	38.6	-4.0	1.3	16.0
영업이익 (십억원)	1,080.7	1,304.2	1,037.6	1,386.9	1,540.4
OP 마진(%)	9.8	8.5	7.1	9.3	9.0
순이익 (십억원)	1,032.2	747.1	755.3	975.2	1,103.9
EPS(원)	11,899	8,757	8,853	11,430	12,939
YoY(%)	-12.3	-26.4	1.1	29.1	13.2
PER(배)	10.5	10.9	10.2	7.9	7.0
PCR(배)	8.0	3.9	4.3	3.3	3.1
PBR(배)	1.4	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	11.8	8.4	9.3	6.9	6.1
ROE(%)	14.1	8.9	8.0	9.5	9.8



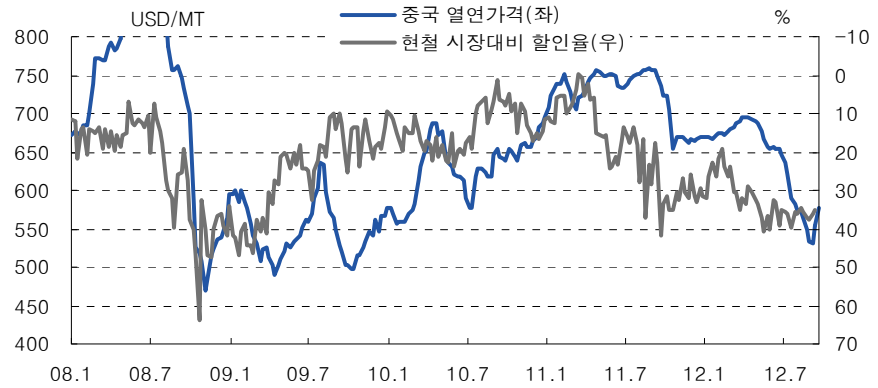
| 철강/비철금속 |

책임연구원 엄진석

3771-9445

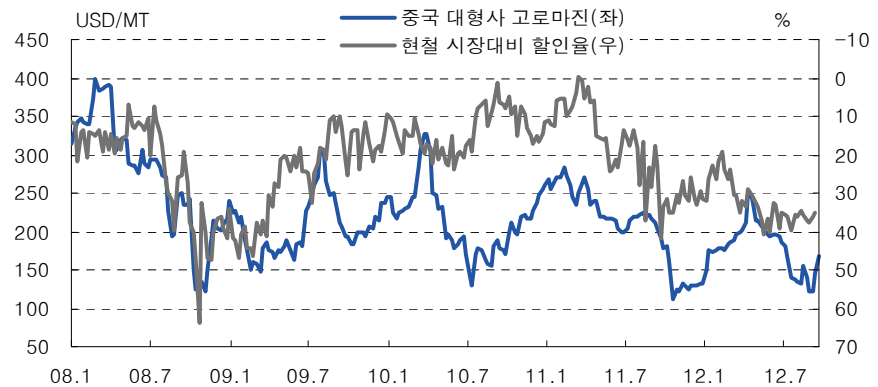
jsampm@iprovest.com

도표 1. 중국 열연가격과 현대제철 시장대비 할인율 - 중국 열연가격 저점대비 8.8% 상승



자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 2. 중국 고로 마진과 현대제철 시장대비 할인율 - 중국 고로마진 저점대비 64\$ 상승



자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 3. 연간 영업이익과 주가 - 중기적 13~14년 이익 증가를 감안한 주가 상승 예상



자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

도표 4. 현대제철 12M fwd PBR - 고로 가동 평균 30% 하회



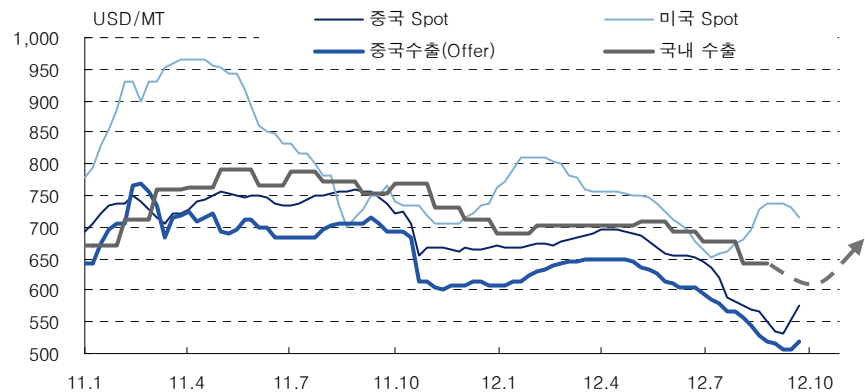
자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 5. POSCO 대비 현대제철 PBR - 고로 가동 평균 17% 하회



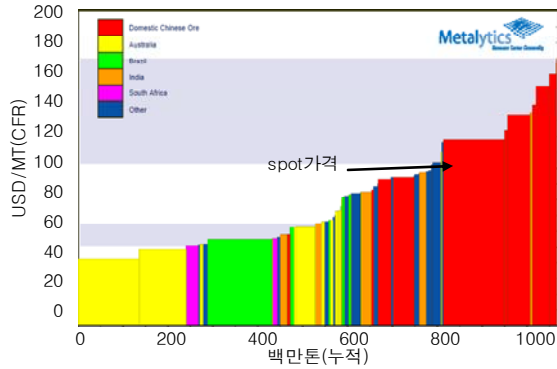
자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 6. 세계 열연가격 - 국내 수출가는 10월을 바닥으로 상승 전망



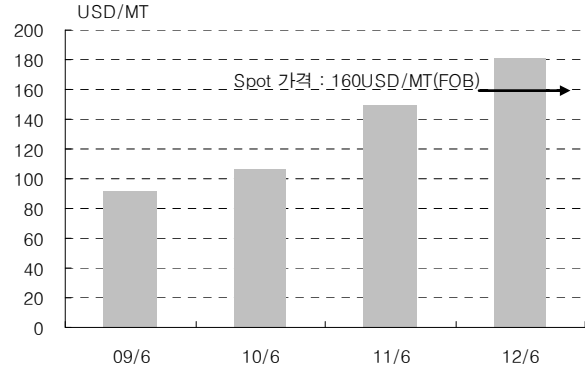
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 7. 철광석 가격 - 중국 생산 원가 하회 중



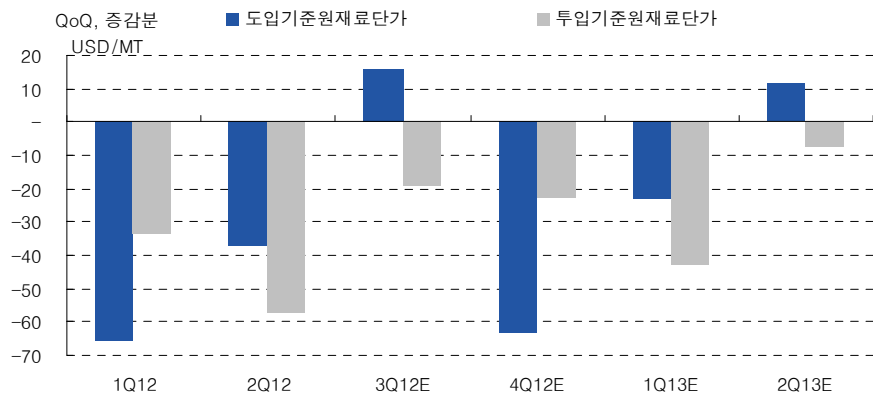
자료: FMG, 교보증권 리서치센터

도표 8. 강점탄 가격 - BMA의 BEP 수준 하회



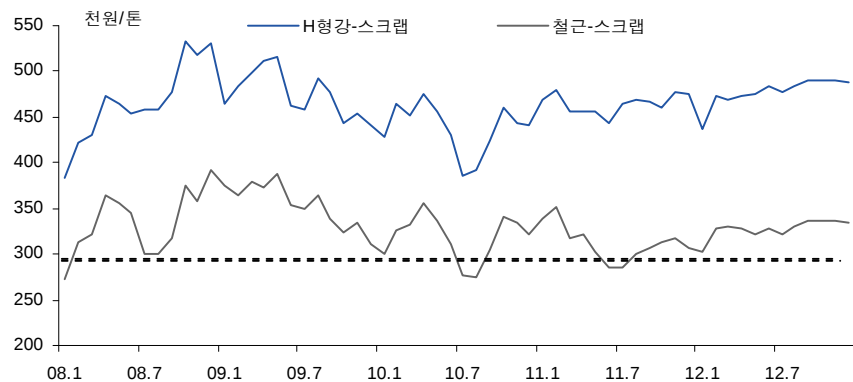
자료: BMA, 교보증권 리서치센터

도표 9. 고로 원료 도입기준으로는 4Q에 최대감소, 투입기준 1Q 40\$ 이상 감소 전망



자료: 교보증권 리서치센터

도표 10. 봉형강 내수 마진 - 안정적 흐름



자료: 교보증권 리서치센터

도표 11. 현대제철 분기별 실적

(단위: 십억원)

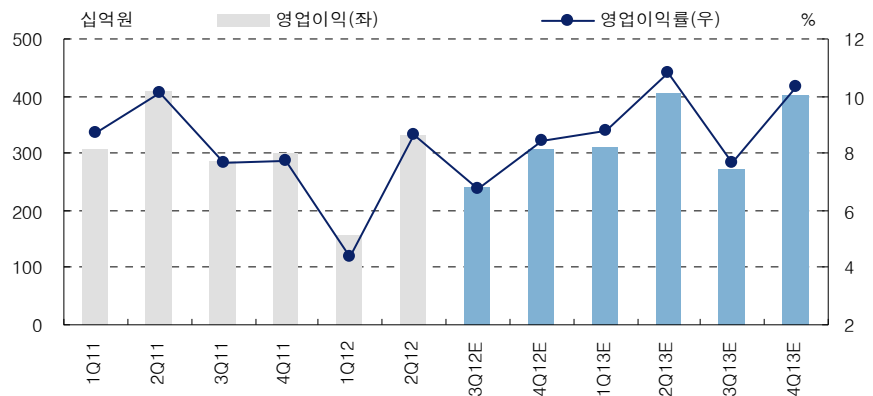
IFRS 연결	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	3,564	4,056	3,749	3,890	3,558	3,862	3,559	3,670	15,260	14,649	14,838
영업이익	309	416	286	294	159	332	240	307	1,304	1,038	1,387
조정영업이익	310	405	264	296	156	324	237	308	1,275	1,025	1,375
세전이익	341	429	-192	331	181	212	265	252	909	910	1,175
순이익	267	344	-137	273	154	187	220	195	747	755	975
영업이익률(%)	8.7	10.3	7.6	7.5	4.5	8.6	6.7	8.4	8.5	7.1	9.3
조정영업이익률(%)	8.7	10.0	7.0	7.6	4.4	8.4	6.7	8.4	8.4	7.0	9.3
세전이익률(%)	9.6	10.6	-5.1	8.5	5.1	5.5	7.5	6.9	6.0	6.2	7.9
순이익률(%)	7.5	8.5	-3.7	7.0	4.3	4.8	6.2	5.3	4.9	5.2	6.6
매출액증가율(YoY)	75.3	48.5	44.6	35.2	-0.2	-4.8	-5.1	-5.6	49.1	-4.0	1.3
영업이익증가율(YoY)	133.2	13.3	42.3	-18.2	-48.5	-20.1	-16.2	4.6	23.1	-20.4	33.7
세전이익증가율(YoY)	30.6	181.4	적전	-3.6	-46.9	-50.6	흑전	-24.0	-12.6	0.1	29.1

IFRS 별도

매출액	3,547	4,052	3,757	3,904	3,550	3,861	3,543	3,653	15,260	14,608	14,770
영업이익	309	409	287	301	157	334	240	307	1,307	1,037	1,393
조정영업이익	311	400	266	304	154	325	233	303	1,281	1,015	1,362
영업이익률(%)	8.7	10.1	7.6	7.7	4.4	8.6	6.8	8.4	8.6	7.1	9.4
조정영업이익률(%)	8.8	9.9	7.1	7.8	4.3	8.4	6.6	8.3	8.4	7.0	9.2
매출액증가율(YoY)	75.8	48.9	45.0	36.0	0.1	-4.7	-5.7	-6.4	49.6	-4.3	1.1
영업이익증가율(YoY)	137.1	11.7	43.7	-15.8	-49.4	-18.4	-16.5	1.9	24.0	-20.6	34.3

자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

도표 12. 현대제철 분기 영업이익과 영업이익률 - 중기 1Q12, 단기 3Q12가 바닥 형성



자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

[현대제철 004020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	11,014	15,260	14,649	14,838	17,211
매출원가	9,460	13,446	13,091	12,911	15,046
매출총이익	1,554	1,814	1,558	1,927	2,164
기타영업손익	473	510	521	540	624
판관비	473	539	533	552	636
외환거래손익	0	16	2	19	19
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	14	10	-8	-8
영업이익	1,081	1,304	1,038	1,387	1,540
조정영업이익	1,081	1,275	1,025	1,375	1,529
EBITDA	1,505	2,007	1,734	2,273	2,439
영업외손익	91	-395	-128	-212	-210
관계기업손익	133	25	24	30	35
금융수익	91	204	361	447	431
금융비용	-214	-624	-512	-689	-677
기타	81	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	1,171	909	910	1,175	1,330
법인세비용	139	162	155	200	226
계속사업순이익	1,032	747	755	975	1,104
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,032	747	755	975	1,104
비배지분순이익	18	0	0	0	0
지배지분순이익	1,014	747	755	975	1,104
매도가능금융자산평가	0	-6	0	0	0
기타포괄이익	0	-25	-2	-2	-2
포괄순이익	1,032	715	754	973	1,102
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	1,032	715	754	973	1,102

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-208	802	1,508	1,835	1,241
당기순이익	1,032	747	755	975	1,104
비현금항목의 가감	308	1,362	1,023	1,317	1,354
감가상각비	423	700	694	884	897
외환손익	-45	168	-129	-19	-19
지분법평가손익	-133	-25	-24	-30	-35
기타	64	518	481	483	512
자산부채의 증감	-1,549	-861	162	-24	-754
기타현금흐름	0	-446	-432	-433	-463
투자활동 현금흐름	-1,498	-1,867	-1,276	-1,481	-426
투자자산	13	-34	-26	-26	-26
유형자산	-2,193	-1,817	-1,250	-1,455	-400
기타	682	-16	0	0	0
재무활동 현금흐름	1,897	1,039	-576	-80	-304
단기차입금	1,353	512	-50	-50	-50
사채	733	1,303	-70	-10	-30
장기차입금	519	402	-167	100	-102
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-42	-42	-42	-42	-42
기타	-666	-1,137	-247	-78	-80
현금의 증감	190	-27	-232	327	516
기초 현금	859	1,014	987	755	1,082
기말 현금	1,050	987	755	1,082	1,598
NOPLAT	952	1,072	861	1,151	1,279
FCF	-2,366	-904	469	559	1,024

자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	5,130	6,619	6,184	6,539	7,930
현금및현금성자산	1,050	987	755	1,082	1,598
매출채권 및 기타채권	1,099	2,541	2,364	2,395	2,776
재고자산	2,405	2,566	2,538	2,530	3,020
기타유동자산	577	524	528	532	536
비유동자산	13,611	15,158	15,764	16,342	15,907
유형자산	12,080	12,706	13,262	13,783	13,287
관계기업투자금	644	189	239	295	356
기타금융자산	700	1,952	1,954	1,957	1,959
기타비유동자산	186	311	309	307	304
자산총계	18,741	21,777	21,949	22,881	23,836
유동부채	5,681	6,380	6,050	5,932	5,930
매입채무 및 기타채무	1,996	1,892	1,860	1,870	1,997
차입금	2,368	3,131	3,081	3,031	2,981
유동상채무	1,194	1,260	1,013	934	854
기타유동부채	124	96	96	96	96
비유동부채	5,168	6,278	6,067	6,184	6,080
차입금	2,887	2,897	2,730	2,830	2,728
전환증권	1,979	2,866	2,796	2,786	2,756
기타비유동부채	302	515	541	568	596
부채총계	10,849	12,658	12,117	12,116	12,010
지배지분	7,740	9,119	9,832	10,765	11,827
자본금	427	427	427	427	427
자본잉여금	712	320	320	320	320
이익잉여금	5,696	7,141	7,854	8,787	9,849
기타자본변동	-20	-17	-17	-17	-17
비배지분	152	0	0	0	0
자본총계	7,892	9,119	9,832	10,765	11,827
총차입금	8,444	10,176	9,643	9,606	9,345

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

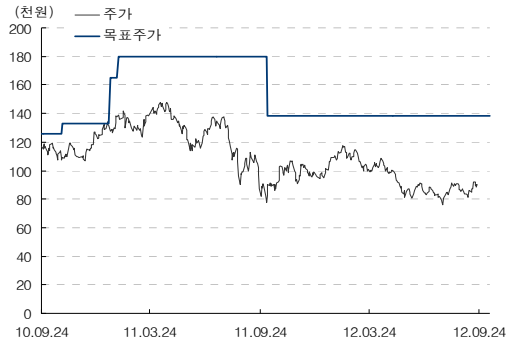
12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	11,899	8,757	8,853	11,430	12,939
PER	10.5	10.9	10.2	7.9	7.0
BPS	90,720	106,885	115,244	126,180	138,626
PBR	1.4	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	17,639	23,522	20,319	26,645	28,591
EV/EBITDA	11.8	8.4	9.3	6.9	6.1
SPS	129,222	178,862	171,708	173,917	201,733
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	-27,729	-10,594	5,502	6,550	11,998
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	28.2	38.6	-4.0	1.3	16.0
영업이익 증가율	76.8	20.7	-20.4	33.7	11.1
순이익 증가율	-11.8	-27.6	1.1	29.1	13.2
수익성					
ROIC	7.9	7.2	5.3	6.9	7.5
ROA	5.8	3.7	3.5	4.4	4.7
ROE	14.1	8.9	8.0	9.5	9.8
안정성					
부채비율	137.5	138.8	123.2	112.5	101.5
순차입금비율	45.1	46.7	43.9	42.0	39.2
이자보상배율	5.8	3.2	2.8	3.9	4.7

현대제철 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2010.09.24	매수	126,000	2012.01.11	매수	138,000
2010.10.29	매수	133,000	2012.01.12	매수	138,000
2011.01.17	매수	165,000	2012.02.13	매수	138,000
2011.01.31	매수	180,000	2012.02.27	매수	138,000
2011.10.06	매수	138,000	2012.03.22	매수	138,000
2012.07.30	매수	138,000	2012.04.30	매수	138,000
2011.10.28	매수	138,000	2012.05.11	매수	138,000
2011.11.14	매수	138,000	2012.06.18	매수	138,000
2011.12.12	매수	138,000	2012.07.30	매수	138,000
2012.01.06	매수	138,000	2012.09.12	매수	138,000
2012.01.09	매수	138,000	2012.09.24	매수	138,000

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자지침 및 투자등급** _향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%