Company Update

현대제철 (004020)

중국 rebalancing 시나리오 - 내수 봉형강 마진 취약

김민수
Analyst
chris.m.kim@samsung.com
02 2020 7788

WHAT'S THE STORY?

Event: 중국 rebalancing 시나리오를 가정할 때, 건설용 철강재 국내 수입증가 전망.

Impact: 중국의 GDP 대비 고정자산투자 비중의 점진적인 하락과 중국 조강생산능력 증설을 고려할 때, 국내 건설용 철강수입량이 크게 늘어나 향후 국내 봉형강 마진 하방 압력 높아질 전망. 하지만 2013년 고로 3기 준공 이후 자동차용 열연강판 등 판재류 출하량이 증가하여 2013~14년 영업이익은 각각 21%, 16% 성장할 전망.

Action: 봉형강 마진하락을 가정하여 2013~14년 EPS 추정치를 각각 14.5%, 3.4% 하향. 목표주가를 110,000원에서 105,000원으로 조정. 투자의견 'BUY' 유지.

THE QUICK VIEW

중국 rebalancing 시나리오 - 중국산 건설용 철강재가 쏟아진다. 현대제철에 대한 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가 105,000원으로 하향 중국의 GDP 대비 고정자산투자 비중의 점진적인 하락과 중국 조강생산능력 증설이 2015년까지 3.2억톤 이상 예상된다는 점을 고려할 때, 중국 건설용 철강재 순수출 급증에 따른 내수 봉형강 수급악화가 예상됨. 또한 중국 건설용 철강재 공급이 크게 늘어나 고용 및 세수부분에서 큰 역할을 하는 중소형 철강사들의 가동률이 하락할 시, 수출 증치세 환급이 재개될 가능성도 배제할 수 없음. 향후 연평균 봉형강 스프레드는 약 14% 하락할 것으로 가정하며, 2013~14년 EPS 추정치를 각각 14.5%, 3.4% 하향. 동사에 대한 목표주가를 110,000원에서 105,000원으로 조정(Target Multiple: 2013E PBR 0.8x). 투자의견 'BUY' 유지.

철근시황 악화로 하반기 영업실적, 시장 기대치 하회할 전망 현대제철의 3분기 단독기준 영업실적은 매출액 3조 6,128억(-6.4% qoq, -3.8% yoy), 영업이익 2,228억(-33.3% qoq, -22.4% yoy)으로 시장 컨센서스를 20.5% 하회할 전망. 이는 국제가격 급락으로 열연 및 후판 ASP는 투입원가하락 이상의 낙폭이 예상되며, 9월 3만원 철근가격 인상분도 건설수요부진과 내수 철스크랩 가격이 인하되었다는 점을 고려할때 성약 가능성은 낮다고 판단. 동사의 영업실적은 2013년 1분기부터 회복될 전망인데, 현대하이스코의 150만톤 냉연공장 신규가동에 따라 상반기 국내열연수급이 타이트해져 제품마진 확대가 예상되기 때문. 또한 10월에 예정되어 있는 NSC-SMI 합병이후 저가 일본산 열연수입 감소가 예상된다는 점도 긍정적.

2013년 고로 3기 준공 이후 자동차용 열연강판 출하 비중 증가. 안정적인 실적성장 가능 2013년 9월 현대제철 고로 3기 준공 이후 동사의 자동차용 열연강판 출하비중은 2013년 73%으로(vs. 2011년: 62%) 높아질 전망. 생산능력 증설 및 자동차용 열연강판 출하비중 증가로 동사의 영업실적은 2013~14년 각각 21%, 16% 성장할 전망. 올해 이후 실적회복은 강도는 1) 향후 자동차산업 수요회복에 따른 차강판 마진확보와 2) 국내 봉형강 수입물량 증가 대응 성공여부에 달려있다고 판단.

AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	105,000원(26.5%)
현재주가	83,000원
Bloomberg code	004020 KS
시가총액	7.6조원
Shares (float)	85,314,475주 (64.96%)
52주 최저/최고	76,200원/117,500원
60일-평균거래대금	344.2억원

One-year performance	1M	6M	12M
현대제철 (%)	+7%	-13%	+1%
Kospi 지수 대비 (%pts)	+5%	-1%	+13%

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	105,000	110,000	-4.5%
2012E EPS	8,337	8,677	-3.9%
2013E EPS	9,213	10,770	-14.5%
2014E EPS	11,541	11,950	-3.4%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	42
Target price vs I/B/E/S mean	-6.4%
Estimates up/down (4 weeks)	*0/0*
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-4.5%
Estimates up/down (4 weeks)	*1/6*
I/B/E/S recommendation	n/a

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	15,260	14,851	15,346	17,996
순이익 (십억원)	747	711	786	986
EPS (adj) (원)	8,757	8,337	9,214	11,554
EPS (adj) growth (%)	(26.3)	(4.8)	10.5	25.4
EBITDA margin (%)	12.6	12.7	13.9	13.2
ROE (%)	8.2	7.6	7.8	8.9
P/E (adj) (배)	9.5	10.0	9.0	7.2
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	4.5	5.0	4.2	3.5
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.5	0.0

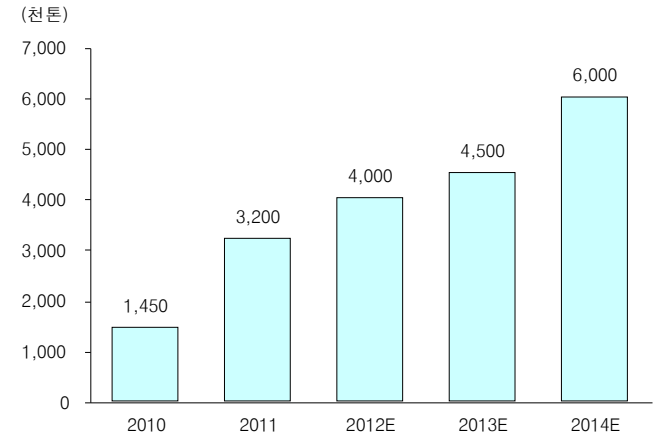
자료: 삼성증권 추정

현대제철 분기별 실적예상 - 3분기 실적 컨센서스 하회할 전망

(십억원)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	(% q-q)	(% y-y)	Consensus	4Q12E	2012E
Consolidation									
매출액	3,890	3,564	3,862	3,618	(6.3)	(3.5)	3,544	3,813	14,851
영업이익	294	309	332	223	(32.9)	(22.0)	267	292	1,006
세전이익	331	341	212	162	(23.5)	nm	262	259	815
EPS (원)	3,197	3,128	2,188	1,675	(23.5)	nm	2,496	2,668	8,337
영업이익률 (%)	7.5	8.7	8.6	6.2			7.5	7.7	6.8
세전이익률 (%)	8.5	9.6	5.5	4.5			7.4	6.8	5.5
Parent									
매출액	3,904	3,547	3,861	3,613	(6.4)	(3.8)	3,559	3,808	14,832
영업이익	301	309	334	223	(33.3)	(22.4)	271	292	956
영업이익률 (%)	7.7	8.7	8.6	6.2			7.6	7.7	6.4

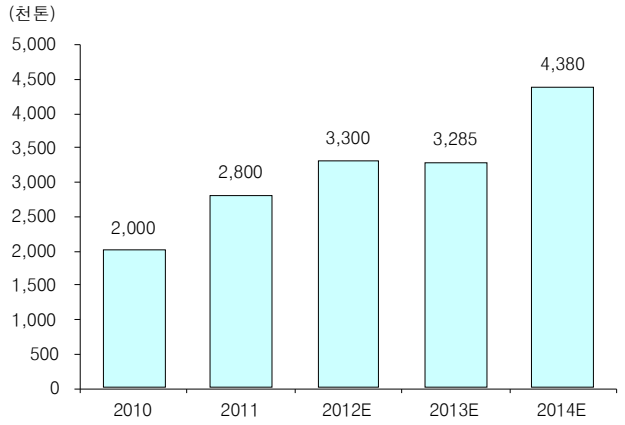
자료: Posco, Fnguide, 삼성증권 추정

현대하이스코향 열연 출하량: 2011-14E 연평균 23.3% 증가 전망



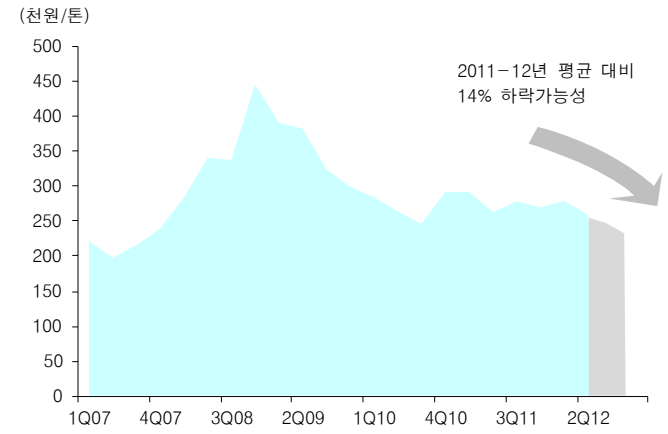
자료: 현대제철, 삼성증권

자동차 강판용 열연 출하량: 2011-14E 연평균 16.1% 증가 전망



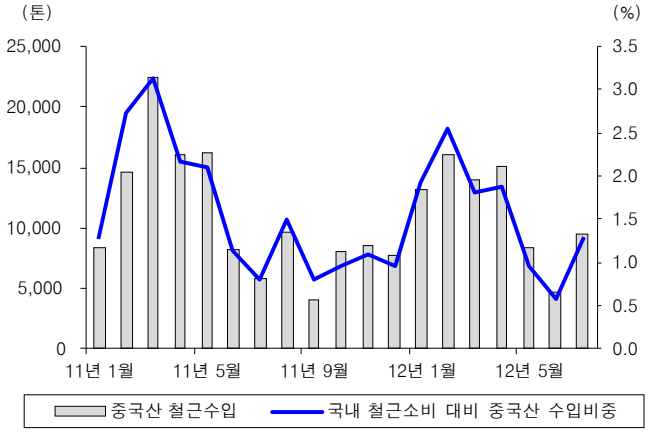
자료: 현대제철, 삼성증권

철근 - 스크랩 스프레드
중국산 수입증가로 2013년 내수 철근 스프레드 14% yoy 하락 전망



자료: 블룸버그, 스틸데일리

7월 국내 철근 소비 대비 중국산 수입비중: 전월대비 123.1%, 전년대비 58.1% 증가. 중국산 수입증가로 철근수급 악화됨



자료: KOSA

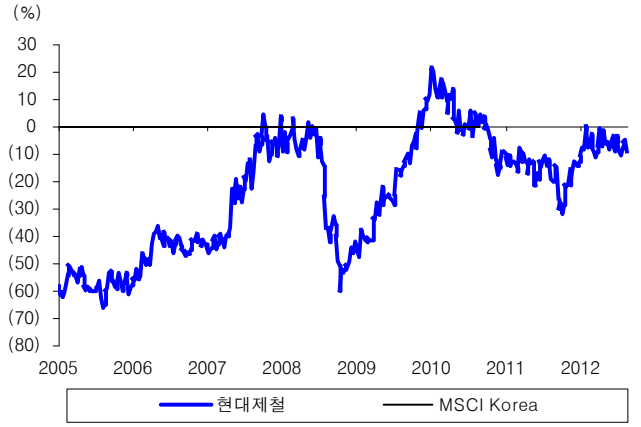
현대제철: 12m fwd P/E 추이

자료: QuantWise

현대제철: 12m fwd P/B 추이

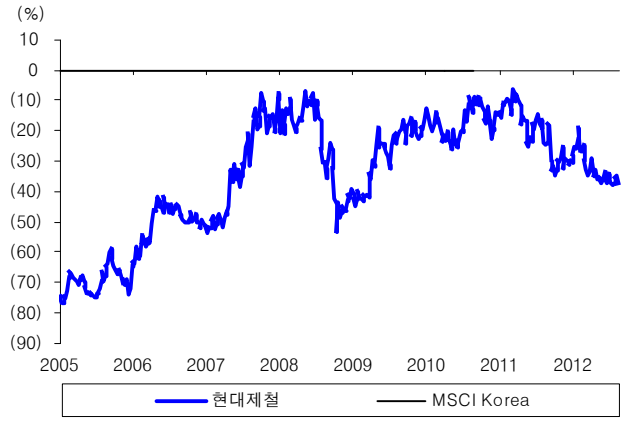
자료: QuantWise

현대제철: 12m fwd P/E premium 추이



자료: QuantWise

현대제철: 12m fwd P/B premium 추이



자료: QuantWise

실적추정치 변경

(십억원)	변경 후		변경 전		차이 (%)	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	14,851	15,346	14,851	15,346	0.0	0.0
영업이익	1,006	1,224	1,020	1,359	(1.4)	(9.9)
세전이익	814	984	850	1,150	(4.2)	(14.5)
EPS (원)	8,337	9,213	8,677	10,770	(3.9)	(14.5)

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	**10,198**	**15,260**	**14,851**	**15,346**	**17,996**
매출원가	8,716	13,446	13,371	13,689	16,090
매출총이익	**1,482**	**1,814**	**1,480**	**1,657**	**1,906**
(매출총이익률, %)	14.5	11.9	10.0	10.8	10.6
판매 및 일반관리비	445	539	501	465	515
영업이익	**1,038**	**1,304**	**1,006**	**1,224**	**1,424**
(영업이익률, %)	10.2	8.5	6.8	8.0	7.9
순금융이익	(110)	(317)	(344)	(375)	(352)
순외환이익	59	(115)	123	80	100
순지분법이익	149	25	27	27	27
기타	17	12	3	28	9
세전이익	**1,152**	**909**	**814**	**984**	**1,234**
법인세	137	162	103	198	248
(법인세율, %)	11.9	17.8	12.6	20.1	20.1
순이익	1,014	747	711	786	986
(순이익률, %)	9.9	4.9	4.8	5.1	5.5
영업순이익*		**747**	**711**	**786**	**986**
(영업순이익률, %)		4.9	4.8	5.1	5.5
EBITDA	1,661	1,929	1,887	2,130	2,372
(EBITDA 이익률, %)	16.3	12.6	12.7	13.9	13.2
EPS (원)	11,887	8,757	8,333	9,214	11,554
수정 EPS (원)**	11,887	8,757	8,337	9,214	11,554
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	0
주당배당금 (우선, 원)					
배당성향 (%)	4.1	5.6	5.9	5.4	0.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	**(154)**	**802**	**1,812**	**1,499**	**1,688**
순이익	1,014	747	711	786	986
유 · 무형자산 상각비	399	703	729	771	787
순외환관련손실 (이익)	(42)	168	1	0	0
지분법평가손실 (이익)	(149)	(25)	(23)	(27)	(27)
Gross Cash Flow	**1,312**	**1,663**	**1,460**	**1,551**	**1,767**
순운전자본감소 (증가)	(1,437)	(861)	352	(52)	(79)
기타	(30)	0	0	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	**(1,480)**	**(1,867)**	**(2,562)**	**(1,331)**	**(1,027)**
설비투자	(2,174)	(1,807)	(2,254)	(1,300)	(1,000)
Free cash flow	**(2,328)**	**(1,005)**	**(442)**	**199**	**688**
투자자산의 감소(증가)	694	(20)	(241)	0	0
(배당금***)					
기타	0	(40)	(67)	(31)	(27)
재무활동에서의 현금흐름	**1,815**	**1,039**	**470**	**(14)**	**(1,010)**
차입금의 증가(감소)	1,839	1,081	518	(200)	(1,103)
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	42	(42)	(42)	42	42
기타	(65)	(0)	(6)	144	50
현금증감	**181**	**(27)**	**(280)**	**154**	**(349)**
기초현금	829	1,014	987	707	862
기말현금	1,010	987	707	862	513

참고: * 일회성 항목 제외
** 완전 희석, 일회성 항목 제외
*** 지분법증권으로부터의 배당
자료: 현대제철, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	**4,782**	**6,619**	**6,476**	**6,878**	**7,137**
현금 및 현금등가물	1,010	987	707	862	513
매출채권	913	2,521	2,478	2,433	2,596
재고자산	2,277	2,566	2,402	2,463	3,028
기타	582	544	889	1,121	999
비유동자산	**13,414**	**15,158**	**16,823**	**17,437**	**17,739**
투자자산	1,454	2,335	2,349	2,367	2,386
(지분법증권)		2,206	2,224	2,243	2,244
유형자산	11,778	12,706	14,304	14,844	15,070
무형자산	36	117	170	226	284
기타	146	(0)	0	0	(0)
자산총계	**18,196**	**21,776**	**23,299**	**24,315**	**24,876**
유동부채	**5,400**	**6,380**	**6,667**	**6,864**	**7,394**
매입채무	1,009	821	913	1,027	1,253
단기차입금	2,244	3,131	3,097	3,097	3,097
기타 유동부채	2,147	2,428	2,657	2,740	3,045
비유동부채	**5,056**	**6,278**	**6,914**	**6,905**	**5,908**
사채 및 장기차입금	4,766	5,763	6,387	6,187	5,084
기타 장기부채	290	515	528	719	824
부채총계	**10,456**	**12,658**	**13,581**	**13,769**	**13,302**
자본금	427	427	427	427	427
자본잉여금	712	320	320	320	320
이익잉여금	5,696	7,141	7,810	8,639	9,667
기타	904	1,231	1,161	1,161	1,161
자본총계	**7,740**	**9,119**	**9,718**	**10,546**	**11,574**
순부채	6,667	8,720	9,381	9,026	8,272
주당장부가치 (원)	90,296	105,517	111,910	120,968	132,334

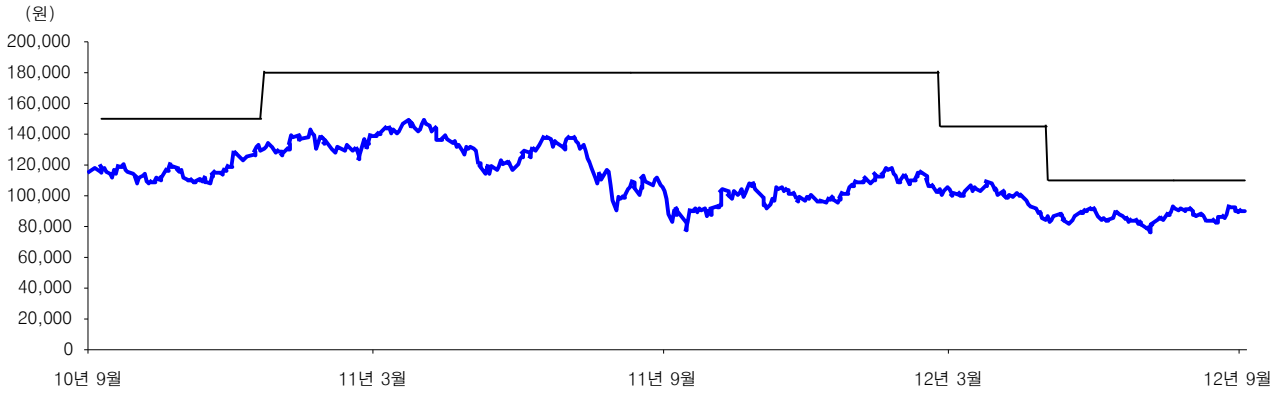
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	28.0	49.6	(2.7)	3.3	17.3
영업이익	79.5	25.7	(22.8)	21.7	16.3
세전이익	(4.6)	(21.1)	(10.5)	20.9	25.4
순이익	(12.0)	(26.3)	(4.8)	10.6	25.4
영업순이익*			(4.8)	10.5	25.4
EBITDA	8.6	16.2	(2.2)	12.9	11.4
수정 EPS**	(12.0)	(26.3)	(4.8)	10.5	25.4
비율 및 회전					
ROE (%)	14.1	8.2	7.6	7.8	8.9
ROA (%)	6.0	3.7	3.2	3.3	4.0
ROIC (%)	7.9	7.4	5.3	5.6	6.4
순부채비율 (%)	86.1	95.6	96.5	85.6	71.5
이자보상배율 (배)	8.4	7.5	2.5	3.0	3.2
매출채권 회수기간 (일)	31.3	41.1	61.4	58.4	51.0
매입채무 결재기간 (일)	30.4	21.9	21.3	23.1	23.1
재고자산 보유기간 (일)	79.2	65.7	67.8	64.9	62.3
Valuations (배)					
P/E	7.0	9.5	10.0	9.0	7.2
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.0	4.5	5.0	4.2	3.5
EV/EBIT	5.3	7.1	8.1	6.6	5.2
배당수익률 (보통, %)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.0

■ Compliance Notice

- 당사는 9월 24일 현재 현대제철을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자 입니다.
- 당사는 9월 24일 현재 현대제철의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/9/27	2011/1/11	2012/3/14	5/22	7/27	9/25
투자의견	BUY★★★	BUY★★★	BUY★★★	BUY★★★	BUY	BUY
TP (원)	150,000	180,000	145,000	125,000	110,000	105,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상