현대제철 (004020)

제품 가격 하락으로 사그라진 기대

매수(유지)

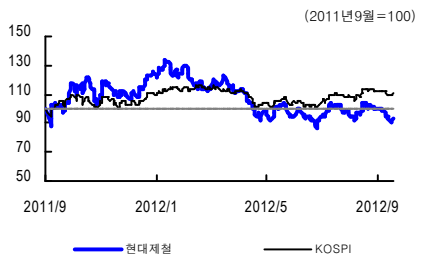
현재주가 (2012/10/17)	81,900 원
목표주가 (6M)	110,000 원

윤관철
철강/금속
(02) 3215-7502
gcyoon@bsfn.co.kr

Stock Indicator

시가총액	69,873 억원
자본금	4,266 억원
발행주식수	85,314 천주
외국인지분율	18.9%
주당배당금	500 원
60 일평균거래량	385 천주
60 일평균거래대금	330 억원
52 주최고가	119,000 원
52 주최저가	75,500 원

Price Trend



3분기 영업이익은 당초 예상을 7.8% 밑돌 전망

3분기 연결 영업이익은 2,317억원(-30.2% QoQ, -18.9% YoY)으로 기존 예상치를 7.8% 하회하고 시장컨센서스도 6.2% 밑돌 것으로 추정된다. 예상 판매량은 399만톤으로 변동이 없으나 제품 ASP가 당초 예상보다 톤당 5천원 가량 하회할 것으로 보이기 때문이다. 중국의 철강 가격 급락 여파로 9월 제품가격, 특히 수출 가격 하락폭이 확대된 것으로 보인다. 3분기 전체적으로는 내수 가격 하락은 톤당 2만원 내외에 그친 것으로 보이지만 수출 가격은 톤당 8만원가량 하락한 모습이다. 9월 철근 가격 인하분은 10월 판매분에 소급 적용될 전망으로 4분기 실적에 반영될 것으로 예상된다.

철근 가격 인하를 비롯한 ASP 하향 조정을 반영해 4분기 예상치도 하향

국내 철근 가격이 9월 78.5만원, 10월과 11월 77만원으로 각각 톤당 2만원, 1.5만원의 인하가 결정되었다. 판재류 시황의 불확실성이 커지면서 상대적으로 봉형강 부문에 대한 기대가 높았던 만큼 동사의 실적 전망에는 부정적인 뉴스이다. 다만, 이미 철스크랩 가격 인하를 선제적으로 단행해 스프레드는 확보하고 있는 만큼 롤마진 훼손은 크지 않을 것으로 판단된다. 국내 제강사들의 철스크랩 구매가격은 9월 이후 계속 인하되어 최근까지 7만원 가량 하락해 철근 가격 하락폭인 3.5만원을 상회하고 있다. 그러나 외형 둔화에 따른 영업이익 규모도 하향 조정이 불가피할 전망이다. 따라서 철근 가격 인하를 반영해 4분기 총 ASP 전망치를 2만원 가량 하향 조정하였으며 4분기 영업이익 추정치도 종전대비 23% 하향한 2,430억원(+4.8% QoQ, -17.3% YoY)으로 전망한다.

목표주가 110,000원으로 하향

현대제철에 대한 목표주가를 110,000원으로 12% 하향한다. 제품 가격 하락과 시황 회복의 지연을 반영하여 2012년과 2013년 EPS 예상치를 각각 10.8%, 15.8% 하향 조정하였기 때문이다. 목표주가는 이전과 동일하게 12M Forward 예상실적에 P/B 1.0배, P/E 10.0배, EV/EBITDA 7.9배를 적용해 가중평균 하였다. 아직 가격 인하 이슈가 남아있는 열연, 후판 등 판재류 부문의 하락폭에 따라 4분기 실적의 추가 하향 가능성이 남아있지만 현재주가는 재차 P/B 0.67배 수준까지 하락해 상당부문 이를 선반영하고 있는 것으로 판단된다. 시황 불확실성으로 당장의 주가 반등은 제한되겠으나 하방 경직성은 확보할 수 있는 시점으로 판단된다. 투자의견은 매수를 유지한다.

12월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익(지배) (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2010	110,137.1	10,807.0	11,713.4	10,141.4	11,887	-12.0	10.0	1.3	5.2	14.1	0.4
2011	152,595.5	13,041.6	9,090.9	7,471.4	8,757	-26.3	10.8	0.9	4.9	8.9	0.5
2012F	142,079.7	9,656.9	7,795.9	6,806.8	7,978	-8.9	10.3	0.7	10.1	7.2	0.6
2013F	144,518.7	11,939.6	9,370.5	8,243.9	9,663	21.1	8.5	0.7	8.5	8.1	0.6
2014F	173,143.8	14,666.9	13,842.2	12,178.0	14,274	47.7	5.7	0.6	6.8	10.9	0.6

주: 2010년 이전은 K-GAAP 연결, 2011년 이후는 K-IFRS 연결 기준.

<표1> 현대제철 분기 실적 추이 및 전망

	4Q10	2010Y	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011Y	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2012F	2013F
분기 실적(억원,%)													
별도 매출액	**28,699**	**101,982**	**35,467**	**40,521**	**37,572**	**39,039**	**152,599**	**35,503**	**38,612**	**33,966**	**33,878**	**141,958**	**144,442**
QoQ	10.8%		23.6%	14.2%	-7.3%	3.9%		-9.1%	8.8%	-12.0%	-0.3%		
YoY	35.7%	28.0%	75.8%	48.9%	45.0%	36.0%	49.6%	0.1%	-4.7%	-9.6%	-13.2%	-7.0%	1.7%
판재류			18,725	21,105	19,896	20,454	80,180	18,314	19,526	17,527	17,346	72,714	75,289
봉형강류			16,742	19,416	17,676	18,585	72,419	17,189	19,086	16,438	16,531	69,244	69,153
연결 매출액	**28,765**	**102,355**	**35,644**	**40,557**	**37,495**	**38,899**	**152,595**	**35,585**	**38,617**	**33,981**	**33,897**	**142,080**	**144,519**
QoQ	10.9%		-65.2%	13.8%	-7.6%	3.7%		-8.5%	8.5%	-12.0%	-0.2%		
YoY							49.1%	-0.2%	-4.8%	-9.4%	-12.9%	-6.9%	1.7%
매출원가			31,179	35,093	33,638	34,548	134,459	32,738	33,947	30,508	30,223	127,417	127,413
판관비 및 기타손익			**1,379**	**1,304**	**997**	**1,415**	**5,095**	**1,259**	**1,349**	**1,155**	**1,244**	**5,006**	**5,166**
영업이익	**3,588**	**10,592**	**3,087**	**4,159**	**2,859**	**2,937**	**13,042**	**1,588**	**3,321**	**2,317**	**2,430**	**9,657**	**11,940**
QoQ			-14.0%	34.8%	-31.3%	2.7%		-45.9%	109.1%	-30.2%	4.8%		
YoY						-18.2%	23.1%	-48.5%	-20.1%	-18.9%	-17.3%	-26.0%	23.6%
영업이익률	**12.5%**	**10.4%**	**8.7%**	**10.3%**	**7.6%**	**7.5%**	**8.5%**	**4.5%**	**8.6%**	**6.8%**	**7.2%**	**6.8%**	**8.3%**
당기순이익	**3,123**	**9,224**	**2,668**	**3,445**	**- 1,370**	**2,728**	**7,471**	**1,540**	**1,867**	**1,775**	**1,625**	**6,807**	**8,244**
판매량(천톤)													
판재류	1,569	4,756	2,083	2,275	2,096	2,235	8,689	2,131	2,293	2,140	2,237	8,801	9,468
봉형강류	1,739	7,289	1,789	2,043	1,822	1,938	7,592	1,817	2,052	1,849	1,963	7,680	7,826
총판매량	**3,308**	**12,045**	**3,872**	**4,318**	**3,918**	**4,173**	**16,281**	**3,948**	**4,345**	**3,989**	**4,200**	**16,481**	**17,294**
ASP(천원/톤)													
판재류	888	871	899	928	949	915	923	859	852	819	775	826	795
봉형강류	850	831	936	950	970	959	954	946	930	889	842	902	884
총ASP	**868**	**847**	**916**	**938**	**959**	**935**	**937**	**899**	**889**	**852**	**807**	**861**	**835**

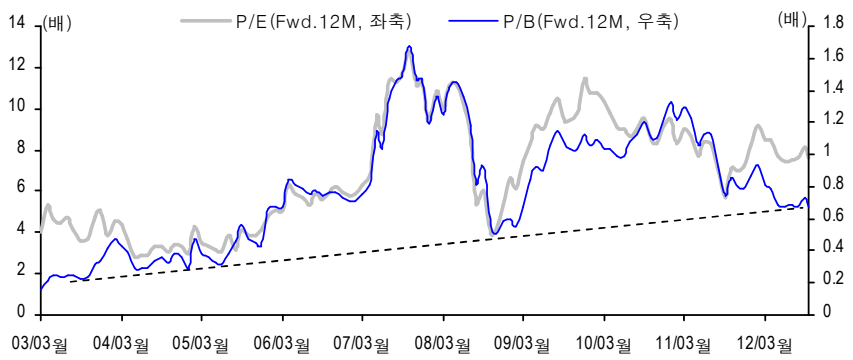
자료: 현대제철, BS투자증권

<표2> 실적 전망 변경

(억원, %, 원, 배)	실적 전망						기존 전망	
	2010	2011	2012E	변동치	2013E	변동치	2012E	2013E
매출액	102,355	152,595	142,080	-0.8%	144,519	-1.1%	143,278	146,086
영업이익	10,592	13,042	9,657	-8.8%	11,940	-12.9%	10,594	13,712
영업이익률	10.3%	8.5%	6.8%	-0.6%p	8.3%	-1.1%p	7.4%	9.4%
세전이익	10,404	9,091	7,796	-10.7%	9,371	-15.8%	8,732	11,129
순이익	9,224	7,471	6,807	-10.8%	8,244	-15.8%	7,630	9,791
EPS	10,812	8,757	7,978	-10.8%	9,663	-15.8%	8,944	11,476
BPS	98,822	106,885	114,370	-0.8%	123,533	-2.2%	115,335	126,311
PER	9.2	13.6	11.2		9.2		10.0	7.8

자료: 현대제철, BS투자증권

<그림1> P/B, P/E 추이



자료: WiseFn, BS투자증권

연결재무상태표

12월결산(억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	51,300.2	66,187.7	64,879.8	70,373.5	76,592.2
현금및현금성자산	10,495.7	9,870.4	8,870.8	9,149.4	10,238.9
단기금융자산	4,655.4	4,515.4	4,535.1	5,128.7	5,494.4
매출채권	10,830.1	25,212.6	25,032.0	28,335.0	30,356.0
재고자산	24,046.1	25,660.4	25,480.8	26,754.8	29,430.3
비유동자산	136,108.3	151,579.4	166,323.4	176,362.6	179,436.3
유형자산	120,803.3	127,058.7	140,199.3	149,951.7	152,703.1
무형자산	369.6	1,167.6	1,259.8	1,391.8	1,576.6
지분관련투자자산	6,440.8	1,888.8	1,954.4	1,951.0	1,925.0
자산총계	**187,408.4**	**217,767.1**	**231,203.2**	**246,736.1**	**256,028.5**
유동부채	56,812.7	63,798.2	66,497.4	66,906.1	74,542.6
매입채무	10,806.2	8,205.7	9,000.0	9,500.0	11,400.0
단기차입금	23,676.5	31,315.0	31,628.1	35,107.2	37,740.3
유동성장기부채	11,939.0	12,596.6	15,241.9	11,431.4	12,231.6
비유동부채	51,679.1	62,780.2	67,131.8	74,438.4	64,342.9
사채	19,841.7	28,766.5	31,643.2	31,326.7	23,495.0
장기차입금	28,871.0	28,969.5	30,418.0	38,022.5	35,741.2
부채총계	**108,491.9**	**126,578.5**	**133,629.2**	**141,344.6**	**138,885.4**
지배주주지분	**77,397.6**	**91,188.6**	**97,574.0**	**105,391.3**	**117,142.7**
자본금	4,265.7	4,265.7	4,265.7	4,265.7	4,265.7
자본잉여금	7,123.4	3,198.6	3,198.6	3,198.6	3,198.6
이익잉여금	56,964.3	71,412.8	77,798.1	85,615.4	97,366.8
비지배주주지분	1,519.0	0.0	0.1	0.2	0.4
자본총계	**78,916.6**	**91,188.6**	**97,574.0**	**105,391.5**	**117,143.1**
순차입금(순현금)	69,223.5	87,327.2	95,604.0	101,702.4	93,582.1

연결손익계산서

12월결산(억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	110,137.1	152,595.5	142,079.7	144,518.7	173,143.8
증가율(%)	28.2	38.6	(6.9)	1.7	19.8
매출원가	94,599.2	134,458.8	127,416.6	127,413.1	152,268.4
매출총이익	15,537.9	18,136.7	14,663.1	17,105.6	20,875.3
매출총이익률(%)	14.1	11.9	10.3	11.8	12.1
판매비와관리비	4,731.0	5,391.6	5,204.9	5,427.1	6,269.2
기타영업수익	0.0	1,232.3	755.5	550.5	884.1
기타영업비용	0.0	935.8	556.8	289.5	823.3
영업이익	10,807.0	13,041.6	9,656.9	11,939.6	14,666.9
증가율(%)	76.8	20.7	(26.0)	23.6	22.8
영업이익률(%)	9.8	8.5	6.8	8.3	8.5
금융수익	905.1	2,038.1	2,206.8	1,272.5	3,557.0
금융비용	2,138.4	6,239.2	4,232.9	3,947.8	4,476.1
관계기업관련손익	1,331.3	250.4	165.1	106.2	94.4
세전계속사업이익	11,713.4	9,090.9	7,795.9	9,370.5	13,842.2
법인세비용	1,391.0	1,619.5	989.1	1,126.5	1,664.0
당기순이익	10,322.4	7,471.4	6,806.8	8,244.0	12,178.2
증가율(%)	(11.8)	(27.6)	(8.9)	21.1	47.7
지배주주지분	10,141.4	7,471.4	6,806.8	8,243.9	12,178.0
비지배주주지분	181.0	0.0	0.1	0.1	0.2
총포괄이익	0.0	7,153.4	6,665.5	9,185.6	13,166.2
지배주주지분	0.0	7,153.4	6,665.5	9,185.6	13,166.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	15,048.6	20,068.0	16,449.2	20,153.2	23,869.1
영업이익(K-GAAP)	10,807.0	12,745.1	9,458.2	11,678.6	14,606.1

연결현금흐름표

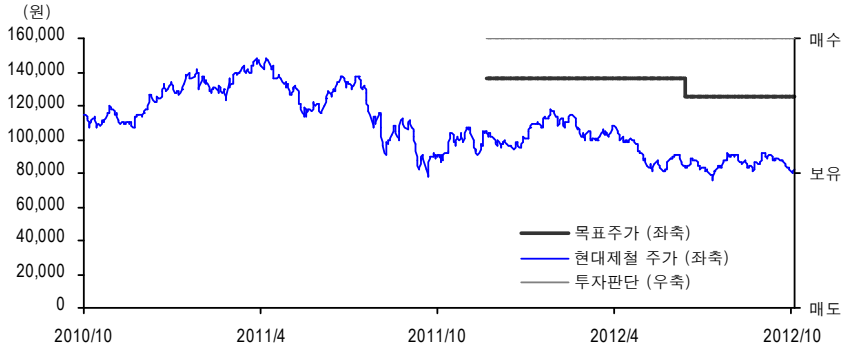
12월결산(억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(2,084.6)	8,016.5	12,164.9	11,892.3	20,358.3
당기순이익	10,322.4	7,471.4	6,806.8	8,244.0	12,178.2
유형자산감가상각비	4,228.9	7,003.0	6,752.8	8,170.0	9,152.8
무형자산상각비	12.8	23.4	39.5	43.7	49.4
외화환산손실(이익)	(454.0)	1,683.8	(468.0)	(316.4)	3.8
자산처분손실(이익)	0.9	(20.3)	86.0	90.2	100.3
지분법관련손실(이익)	(1,331.3)	(250.4)	(165.1)	(106.2)	(94.4)
운전자본변동	(15,488.8)	(8,664.9)	158.5	(3,962.6)	(364.2)
투자활동현금흐름	(14,981.8)	(18,668.6)	(20,032.4)	(18,155.2)	(12,174.4)
금융자산의 감소(증가)	(8.3)	2.3	5.0	(50.0)	(50.0)
지분관련 투자자산의 감소(증가)	68.8	(261.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(21,910.0)	(18,068.5)	(19,893.4)	(17,922.4)	(11,904.3)
무형자산의 감소(증가)	0.0	(395.1)	(131.8)	(175.6)	(234.2)
FCF	(17,066.4)	(10,652.1)	(7,867.5)	(6,262.9)	8,183.9
재무활동현금흐름	18,966.9	10,385.0	6,867.8	6,541.5	(7,094.4)
차입금의 증가(감소)	26,046.6	18,355.6	7,294.4	6,968.0	(6,667.9)
배당금지급(-)	(419.8)	(420.6)	(426.6)	(426.6)	(426.6)
자기주식의 처분(취득)	188.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금및현금성자산의증가	1,902.2	(267.0)	(999.6)	278.6	1,089.5
기초현금	8,593.3	10,137.4	9,870.4	8,870.8	9,149.4
기말현금	10,495.4	9,870.4	8,870.8	9,149.4	10,238.9

주요투자지표

12월결산	2010	2011	2012F	2013F	2014F
PER (배)	10.0	10.8	10.3	8.5	5.7
PBR (배)	1.3	0.9	0.7	0.7	0.6
PSR (배)	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR (배)	7.7	3.8	4.4	3.5	2.8
EV/ EBITDA (배)	5.2	4.9	10.1	8.5	6.8
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
EPS (원)	11,887	8,757	7,978	9,663	14,274
BPS (원)	90,720	106,885	114,370	123,533	137,307
SPS (원)	129,095	178,862	166,536	169,395	202,948
CFPS (원)	15,499	24,717	18,597	23,490	29,687
DPS (원)	500	500	500	500	500
ROA (%)	5.9	3.7	3.0	3.4	4.8
ROE (%)	14.1	8.9	7.2	8.1	10.9
ROIC (%)	13.2	8.7	5.7	6.3	7.0
영업이익률 (%)	9.8	8.5	6.8	8.3	8.5
순이익률 (%)	9.4	4.9	4.8	5.7	7.0
EBITDA이익률 (%)	13.7	13.2	11.6	13.9	13.8
부채비율 (%)	137.5	138.8	137.0	134.1	118.6
순부채비율 (%)	87.7	95.8	98.0	96.5	79.9
유동성비율 (%)	110.7	96.4	102.5	95.1	97.3
이자보상배율 (배)	5.8	3.2	2.6	3.1	3.8

자료: BS투자증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 추이



변경일자	투자의견	목표주가(원)
2011-12-05	매수	136,000
2012-06-27	매수	125,000
2012-10-18	매수	110,000

투자등급 (종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)
6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10 ~ +10%, 매도(Sell) -10% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bsfn.co.kr

<부산본사 • 영업부>
부산시 부산진구 부전1동 259-4 부산은행 부전동별관 3층,4층 (우:614-709)
☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009
<사상지점>
부산시 사상구 주례1동 693-10번지 부산은행 사상지점 1층 (우:617-839)
☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399
<PB센터 해운대>
부산시 해운대구 우동 1407번지 두산위브 더 제니스 스퀘어 2층 (우:612-020)
☎ 051-780-1000 / Fax. 051-780-1010
<서울본부>
서울특별시 영등포구 여의도동 25-12번지 신송센터빌딩 16층 (우:150-977)
☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-299