KYOBO 교보증권

현대제철 004020

Oct 29, 2012

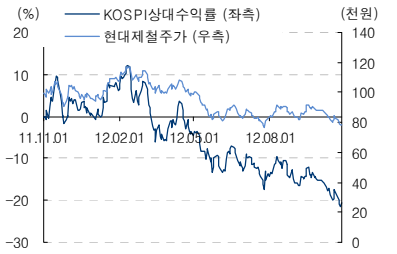
Buy [유지]

TP 121,000원 [하향]

Company Data

현재가(10/26)	78,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	117,500 원
52 주 최저가(보통주)	76,200 원
KOSPI (10/26)	1,891.43p
KOSDAQ (10/26)	505.50p
자본금	4,266 억원
시가총액	66,801 억원
발행주식수(보통주)	8,531 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.3 만주
평균거래대금(60 일)	210 억원
외국인지분(보통주)	18.89%
주요주주	
기아자동차 외 3 인	33.83%
국민연금공단	9.11%

Price & Relative Performance



주가수익률	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-10.7%	-20.0%	-16.0%
상대주가	-6.5%	-17.0%	-15.9%

| 철강/비철금속 |

책임연구원 엄진석

3771-9445

jsampm@iprovest.com

3Q바닥 이익 개선 확신

현대제철에 대해 목표주가는 실적추정 및 적용 Multiple 하향을 감안해 121,000원으로 12.3% 하향하나, 투자의견 매수 및 철강업종 Top Pick을 유지한다. 목표주가는 3기 고로 가동 이후인 14년 EPS에 PER 10배(이전 11배)를 적용한 뒤 12년 말로 현가화한 후, 비 업무 자산인 모비스 지분(5.66%)가치를 더해줬다. 중기 원료가격 하향 안정화로 13년 마진 개선이 예상되는 가운데, 중국가격 및 고로 마진 상승 반전이 주가에 긍정적으로 작용할 것이다. 추후 고로 마진이 상승하면서, 13년 3분기 가동될 3기 고로에 대한 긍정적 시각 전환도 기대 요소이다.

간과하지 말아야 할 부분은 중국가격 상승, 절대적으로 낮은 철강 및 원료가격

동사 주가와 상관성이 높은 중국 철강가격은 이미 9월부터 상승전환 했다. 9월 저점대비 열연과 철근 중국 유통가격은 저점 대비 14.5%, 11.0% 상승했다. 덕분에 미국 및 국내 유통가격도 바닥을 잡는 모습이다. 여전히 철강 및 원료가격이 절대적으로 낮은 가격임에 주목해야 한다. 3분기 일본 및 중국 철강업체는 BEP를 하회하는 실적 시현에 불과했다. 석탄 Spot 가격도 주요 광산 원가를 하회하고 있어 호주 폭우 가능성을 배제하더라도 중국의 석탄 Re-stocking 과정에서 상승 가능성이 높다. 이미 9월 이후 철광석 Re-stocking 과정에서 철광석은 중국 생산 원가 수준을 회복했으며, 중국 내 Spot 고로 마진도 톤당 4만원 가량 상승했다.

3분기 별도 영업이익 2,314억원으로 소폭 하회

3분기 별도 매출액 3.41조원(YoY -9.3%, QoQ -11.8%), 영업이익 2,314억원(YoY -19.4%, QoQ -30.7%)을 기록했다. 영업이익 기준 당사 및 컨센서스를 각각 3.4%, 6.0% 하회했으나, 철근 및 반제품 판매가 9월 가격 하락 분위기, 폭우 등으로 예상보다 부진한 데 기인한다. 10월에는 11월까지 가격 협상 종료, 성수기 등으로 양호한 철근 판매를 시현하고 있다. 시황부진에도 전체 내수 판매 비중은 76.4%로 전 분기대비 2.3% 상승했다.

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

3분기를 바닥으로 이익 증가가 2Q13까지 진행될 전망이다. 또한 3Q13말에는 3기고로가 가동된다. 3~4분기 국제 시황에 후행하는 내수가격 하락이 일단락 된 후, 1Q13부터 수요업체 가격 저항 감소로 고로사 이익 수준은 이전보다 상승할 것이다. 4분기 별도 영업이익 2,702억원(YoY -10.3%, QoQ 16.8%)으로 예상하고, 13년 1분기와 2분기 영업이익은 각각 2,903억원(YoY 85.4%, QoQ 7.4%), 3,920억원(YoY 17.4%, QoQ 35.1%)으로 추정한다. 4분기는 판매 증가와 일회성 비용 미 반영, 열연 내수 비중 상승이 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	14,425.9	14,550.3	16,767.5
YoY(%)	28.2	38.6	-5.5	0.9	15.2
영업이익 (십억원)	1,080.7	1,304.2	991.6	1,337.2	1,489.5
OP 마진(%)	9.8	8.5	6.9	9.2	8.9
순이익 (십억원)	1,032.2	747.1	727.1	926.1	1,057.1
EPS(원)	11,899	8,757	8,523	10,856	12,391
YoY(%)	-12.3	-26.4	-2.7	27.4	14.1
PER(배)	10.5	10.9	9.2	7.2	6.3
PCR(배)	8.0	3.9	4.4	3.4	3.2
PBR(배)	1.4	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	11.8	8.4	9.0	6.7	5.9
ROE(%)	14.1	8.9	7.7	9.0	9.4

도표 1. 현대제철 목표주가 산정 (단위: 십억원)

		2012E	2013E	2014E
지배주주순이익	십억원	727.1	926.1	1,057.1
Target PER	배	10.0	10.0	10.0
영업가치	십억원	7,271.4	9,261.4	10,570.9
12 년말 기준 영업가치(현가화)	십억원	7,271.4	8,575.4	9,062.8
주식수	천주	85,314.0	85,314.0	85,314.0
주당영업가치	원	85,231.5	100,515.4	106,229.3
모비스지분가치(시가 20% 할인)		14,311.2	14,311.2	14,311.2
목표주가		120,540.4		

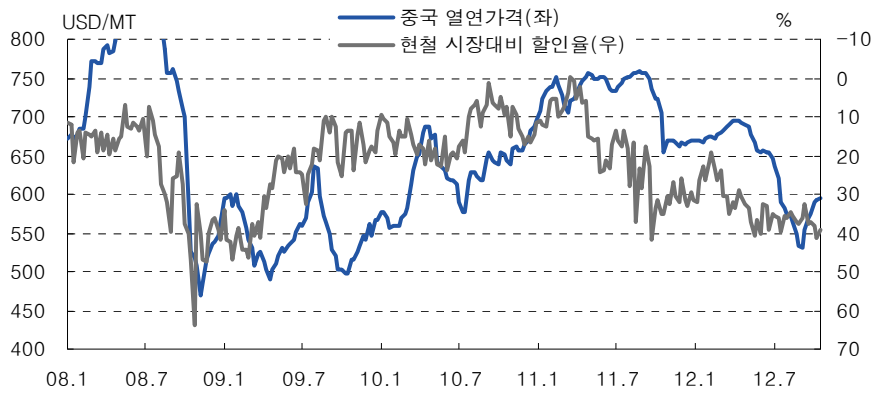
자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 현대제철 3 분기 실적 (단위: 십억원)

IFRS 연결	3Q12P	QoQ%	YoY%	당사추정	대비	컨센서스	대비	2Q12	3Q11
매출액	3,409.9	-11.7	-9.1	3,559.0	-4.2	3,485.9	-2.2	3,861.7	3,749.5
영업이익	230.4	-30.6	-19.4	239.5	-3.8	236.7	-2.6	332.1	285.9
세전이익	265.3	25.1	흑전	256.6	3.4	241.9	9.7	212.1	-192.2
순이익	232.9	24.7	흑전	213.0	9.3	195.4	19.2	186.7	-137.0
영업이익률(%)	6.8	-1.8	-0.9	6.7	0.0	6.8	0.0	8.6	7.6
세전이익률(%)	7.8	2.3	12.9	7.2	0.6	6.9	0.8	5.5	-5.1
IFRS 별도									
매출액	3,406.3	-11.8	-9.3	3,543.9	-3.9	3,521.5	-3.3	3,861.2	3,757.2
영업이익	231.4	-30.7	-19.4	239.6	-3.4	246.2	-6.0	333.8	287.0
영업이익률(%)	6.8	-1.9	-0.8	6.8	0.0	7.0	-0.2	8.6	7.6

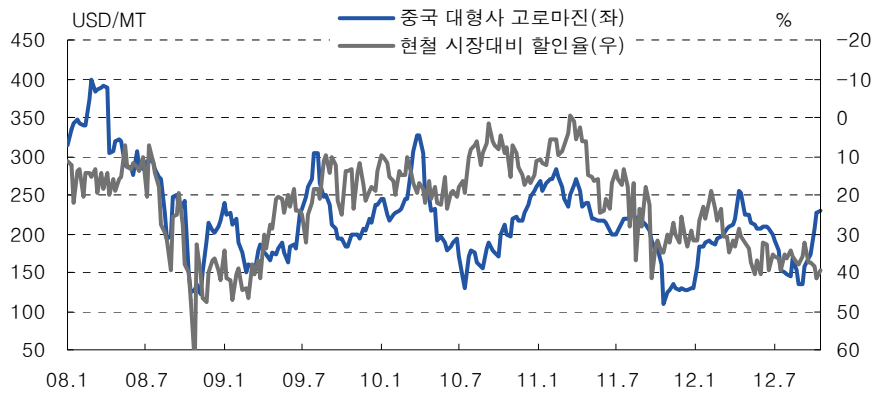
자료: 교보증권 리서치센터

도표 3. 중국 열연가격과 현대제철 시장대비 할인율 – 중국 열연가격 저점대비 14.5% 상승



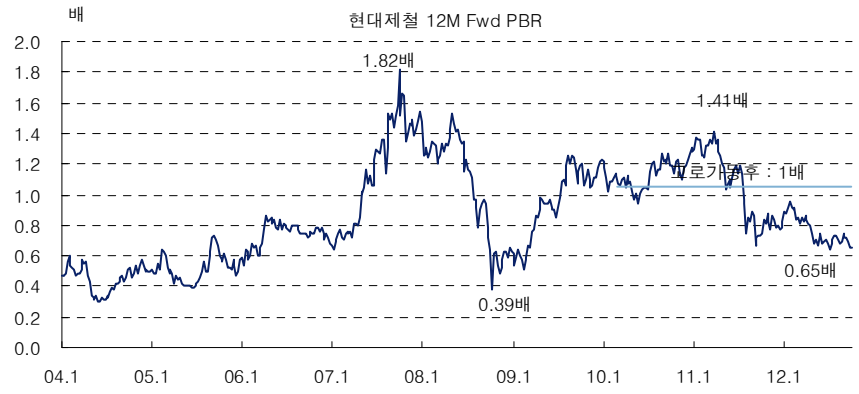
자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 4. 중국 고로마진과 현대제철 시장대비 할인율 – 중국 고로마진(Lagging) 저점비 64$ 상승



자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 5. 현대제철 12M fwd PBR – 고로 가동 평균 35% 하회

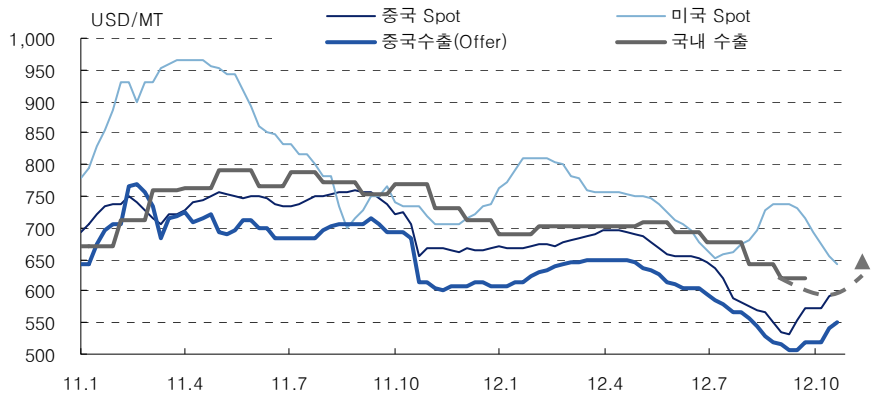


자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 6. POSCO 대비 현대제철 PBR – 고로 가동 평균 17% 하회

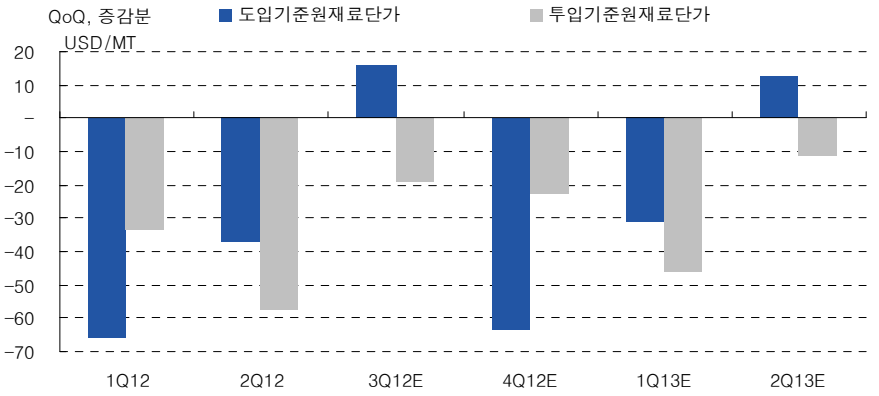
자료: Datastream I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 7. 세계 열연가격 – 바닥을 찾는 모습. 국내 수출가는 10월 바닥 형성



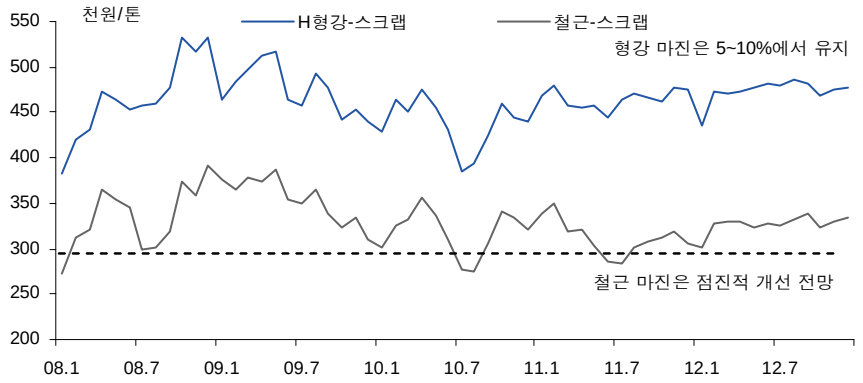
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 8. 고로 원료 도입기준으로는 4Q에 최대감소, 투입기준 1Q 40$ 이상 감소 전망



자료: 교보증권 리서치센터

도표 9. 봉형강 내수 마진 – 9~10월 소폭 하락 후 회복



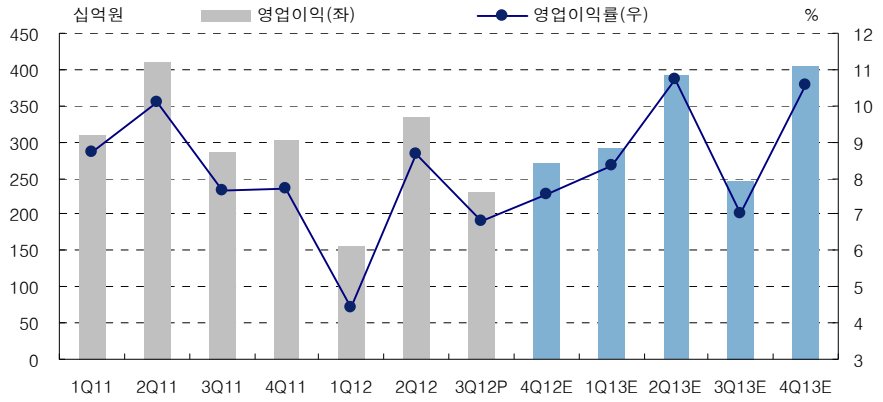
자료: 교보증권 리서치센터

도표 10. 현대제철 분기별 실적 (단위: 십억원)

IFRS 연결	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	3,558	3,862	3,410	3,596	3,487	3,673	3,538	3,852	15,260	14,426	14,550
영업이익	159	332	230	270	293	391	247	406	1,304	992	1,337
세전이익	181	212	265	218	247	333	191	345	909	876	1,116
순이익	154	187	233	154	205	276	158	286	747	727	926
영업이익률(%)	4.5	8.6	6.8	7.5	8.4	10.7	7.0	10.5	8.5	6.9	9.2
세전이익률(%)	5.1	5.5	7.8	6.1	7.1	9.1	5.4	9.0	6.0	6.1	7.7
순이익률(%)	4.3	4.8	6.8	4.3	5.9	7.5	4.5	7.4	4.9	5.0	6.4
매출액증가율(YoY)	-0.2	-4.8	-9.1	-7.6	-2.0	-4.9	3.8	7.1	49.1	-5.5	0.9
영업이익증가율(YoY)	-48.5	-20.1	-19.4	-8.0	84.4	17.8	7.2	50.3	23.1	-24.0	34.9
세전이익증가율(YoY)	-49.5	-20.0	-13.5	-8.6	85.7	18.4	7.2	50.3	20.5	-23.2	35.4
IFRS 별도											
매출액	3,550	3,861	3,406	3,578	3,470	3,656	3,523	3,834	15,260	14,396	14,483
영업이익	157	334	231	270	290	392	247	406	1,307	992	1,335
영업이익률(%)	4.4	8.6	6.8	7.6	8.4	10.7	7.0	10.6	8.6	6.9	9.2
매출액증가율(YoY)	0.1	-4.7	-9.3	-8.3	-2.3	-5.3	3.4	7.2	49.6	-5.7	0.6
영업이익증가율(YoY)	-49.4	-18.4	-19.4	-10.3	85.4	17.4	6.7	50.3	24.0	-24.1	34.6

자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

도표 11. 현대제철 분기 영업이익과 영업이익률 – 중기 1Q12, 단기 3Q12가 바닥 형성



자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

도표 12. 현대제철 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	조정후			조정전			변경률		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
매출액	14,425.9	14,550.3	16,767.5	14,649.6	14,837.6	17,210.7	-1.5	-1.9	-2.6
영업이익	991.6	1,337.2	1,489.5	1,037.3	1,386.9	1,540.4	-4.4	-3.6	-3.3
세전이익	876.1	1,115.8	1,273.6	909.8	1,174.9	1,330.0	-3.7	-5.0	-4.2
순이익	727.1	926.1	1,057.1	755.1	975.1	1,103.9	-3.7	-5.0	-4.2
(영업이익률)	6.9	9.2	8.9	7.1	9.3	9.0	-0.2	-0.1	-0.1
(세전이익률)	6.1	7.7	7.6	6.2	7.9	7.7	-0.1	-0.2	-0.1

자료: 교보증권 리서치센터

[현대제철 004020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	11,014	15,260	14,426	14,550	16,767
매출원가	9,460	13,446	12,892	12,652	14,632
매출총이익	1,554	1,814	1,534	1,898	2,135
기타영업손익	473	510	542	561	646
판관비	473	539	555	573	657
외환거래손익	0	16	2	19	19
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	14	10	-8	-8
영업이익	1,081	1,304	992	1,337	1,490
조정영업이익	1,081	1,275	979	1,325	1,478
EBITDA	1,505	2,007	1,688	2,223	2,388
영업외손익	91	-395	-116	-221	-216
관계기업손익	133	25	24	30	35
금융수익	91	204	354	438	426
금융비용	-214	-624	-493	-689	-677
기타	81	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	1,171	909	876	1,116	1,274
법인세비용	139	162	149	190	217
계속사업순손익	1,032	747	727	926	1,057
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,032	747	727	926	1,057
비지배지분순이익	18	0	0	0	0
지배지분순이익	1,014	747	727	926	1,057
매도가능금융자산평가	0	-6	0	0	0
기타포괄이익	0	-25	-2	-2	-2
포괄순이익	1,032	715	725	924	1,055
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	1,032	715	725	924	1,055

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	5,130	6,619	6,144	6,446	7,782
현금및현금성자산	1,050	987	651	949	1,459
매출채권 및 기타채권	1,099	2,541	2,328	2,349	2,705
재고자산	2,405	2,566	2,637	2,617	3,082
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	21,908	22,788	23,689
유동부채	5,681	6,380	6,038	5,917	5,906
매입채무 및 기타채무	1,996	1,892	1,848	1,854	1,973
차입금	2,368	3,131	3,081	3,031	2,981
유동성채무	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	12,105	12,100	11,986
지배지분	7,740	9,119	9,804	10,688	11,703
자본금	427	427	427	427	427
자본잉여금	712	320	320	320	320
이익잉여금	5,696	7,141	7,826	8,710	9,725
기타자본변동	-20	-17	-17	-17	-17
비지배지분	152	0	0	0	0
자본총계	7,892	9,119	9,804	10,688	11,703
총차입금	8,444	10,176	9,643	9,606	9,345

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-208	802	1,404	1,806	1,236
당기순이익	1,032	747	727	926	1,057
비현금항목의 가감	308	1,362	1,005	1,316	1,350
감가상각비	423	700	694	884	897
외환손익	-45	168	-129	-19	-19
지분법평가손익	-133	-25	-24	-30	-35
기타	64	518	463	482	508
자산부채의 증감	-1,549	-861	87	-4	-712
기타현금흐름	0	-446	-414	-433	-459
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	-336	298	511
기초 현금	859	1,014	987	651	949
기말 현금	1,050	987	651	949	1,459
NOPLAT	952	1,072	823	1,110	1,236
FCF	-2,366	-904	356	537	1,023

자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	11,899	8,757	8,523	10,856	12,391
PER	10.5	10.9	9.2	7.2	6.3
BPS	90,720	106,885	114,914	125,276	137,173
PBR	1.4	0.9	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	17,639	23,522	19,780	26,062	27,995
EV/EBITDA	11.8	8.4	9.0	6.7	5.9
SPS	129,222	178,862	169,091	170,549	196,537
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	-27,729	-10,594	4,168	6,294	11,995
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	-5.5	0.9	15.2
영업이익 증가율	76.8	20.7	-24.0	34.9	11.4
순이익 증가율	−11.8	-27.6	-2.7	27.4	14.1
수익성					
ROIC	7.9	7.2	5.1	6.6	7.2
ROA	5.8	3.7	3.3	4.1	4.5
ROE	14.1	8.9	7.7	9.0	9.4
안정성					
부채비율	137.5	138.8	123.5	113.2	102.4
순차입금비율	45.1	46.7	44.0	42.2	39.4
이자보상배율	5.8	3.2	2.8	3.8	4.5

현대제철 최근 2 년간 목표주가 변동추이

최근 2 년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2010.10.29	매수	133,000	2012.02.13	매수	138,000
2011.01.17	매수	165,000	2012.02.27	매수	138,000
2011.01.31	매수	180,000	2012.03.22	매수	138,000
2011.10.06	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
2012.01.11	매수	138,000	2012.10.08	매수	138,000
2012.01.12	매수	138,000	2012.10.29	매수	121,000

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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.

▶ **투자기간 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%