



한국내화(010040)

현대제철 3고로 완공이 성장을 견인할 전망

■ 결론 : 성장가시성 대비 저평가된 상황

- '13년 현대제철 3고로 완공에 힘입어 내화물 사업부가 '14년까지 안정적으로 매출 및 이익성장 기록할 것으로 전망. CFBC 보일러 내화물 설계 사업은 새로운 성장동력이 될 것. '13E, '14E 실적 기준 P/E 7.1X, 5.5X(자사주 7% 반영)인 현주가는 성장성을 감안할 때 투자매력 존재하는 것으로 판단

■ 기업개요

- 종합내화물 업체로 각종 내화물과 알루미늄 합금 및 탈산제 등을 생산. 주요 매출처는 현대제철. 1Q13기준 매출액 비중은 내화물 사업부 57%, 건설 사업부 21%, AL사업부 22%

■ 투자포인트

- 9월 현대제철 3고로 완공 이후 '14년까지 성장성 담보

'13E, '14E 내화물 사업부의 매출액은 각각 1,506억(YoY 13.2%), 1,850억원(YoY 22.8%)를 기록할 것으로 전망. 올해 9월 현대제철 3고로 완성 이후 4Q13부터 조업용 내화물 매출이 추가적으로 발생할 것. 내화물의 내구력은 고로 가동 시 제철소가 고려해야 할 중요한 요소중의 하나이며 제철소는 안정적인 생산을 위해 기존 거래처와의 지속적인 거래를 선호하기 때문에 진입장벽이 존재. 또한, 내화물은 소모성 제품으로 꾸준한 구매가 발생하기 때문에 향후 안정적인 실적 유지 가능

- CFBC 보일러 내화물 설계 시장 진출로 신성장 동력 확보 기대

열병합 발전소 건설 시장에서 CFBC보일러가 경제성 및 친환경 측면에서 유리해 PC보일러를 대체하는 흐름을 보이고 있음. CFBC 보일러에는 내화물 설계가 필요한데 당사는 김천 집단에너지, 여수 집단에너지 등 국내 CFBC 보일러 공사용 내화물 설계 및 자재공급 실적을 바탕으로 '12년 현대중공업과 함께 터키 투판벨리 CFBC 보일러 발전설비 내화물 설계 및 자재공급 계약을 체결(약 100억 규모). 향후 현대중공업의 CFBC보일러 시장 적극 진출에 따라 추가적인 성장 동력을 확보할 수 있을 것으로 기대

■ 실적 전망

- '13E 실적은 매출액 2,531억원(YoY +0.3%), 영업이익 168억원(YoY +15.8%), 순이익 115억원(YoY +6.5%). '14E 실적은 매출액 2,730억원(YoY +7.8%), 영업이익 204억원(YoY +21.4%), 순이익 149억원(YoY +29.5%). 현 주가는 '13E, '14E 실적 기준 각각 P/E 7.1X, 5.5X(자사주 7% 반영) 수준

(억원, 원배, %)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	2,334	2,523	2,531	2,730
증감(%)	17.2	8.1	0.3	7.8
영업이익	224	146	168	204
증감(%)	154.4	-34.6	15.8	21.4
순이익	131	108	115	149
EPS	819	474	505	654
증감(%)	113.7	-42.2	6.5	29.5
P/E	4.0	6.6	7.1	5.5
P/B	0.7	0.8	0.8	0.7
영업이익률	9.6	5.8	6.6	7.4

시장대비 상대강도 : 1개월(1.09), 3개월(1.15), 6개월(1.24)

업종 : 비금속광물 / 2013. 5. 24

Analyst 강성원

(6309-4691 / rain.kang@meritz.co.kr)

RA 전진형

(6309-2962 / jinhyeong.jeon@meritz.co.kr)

Rating & Target Price

현재주가(13.5.23)	3,865원
투자의견	NR

Market Data

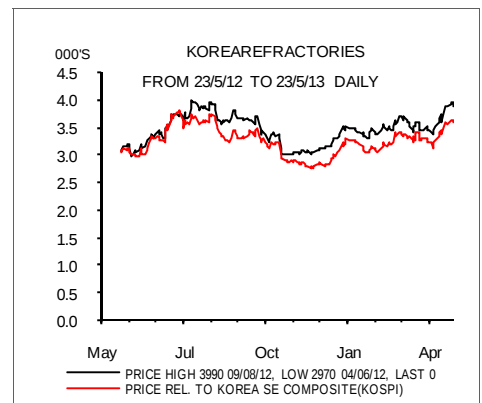
KOSPI	1,969.19pt
KOSDAQ	569.34pt
시가총액(13.5.23)	884억원
발행주식수	2,286만주
외국인지분율	0.87%

Company Data

매출구성	내화물	57%
	건설	21%
	AL	22%
주요주주	김근수외 7인	57.7%

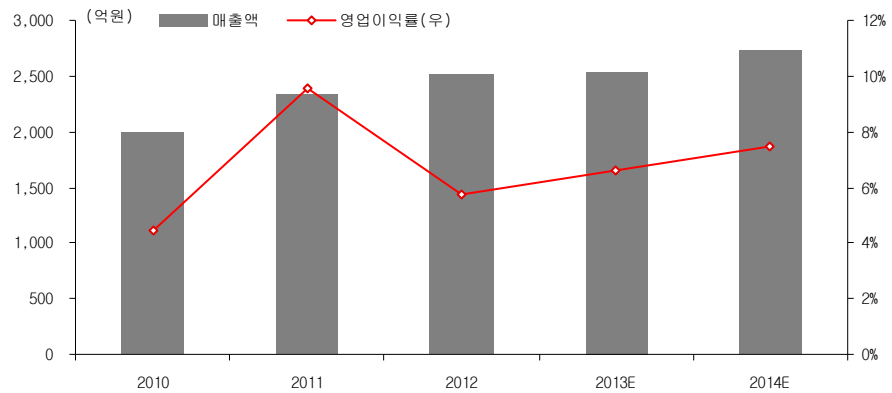
Price Range(52주)	2,970~3,990원
60일 평균거래량	83,269주
60일 평균거래대금	3.1억원

주가상승률(%)	1M	3M	12M
절대	10.9	11.3	25.2
상대	8.2	3.6	0.4



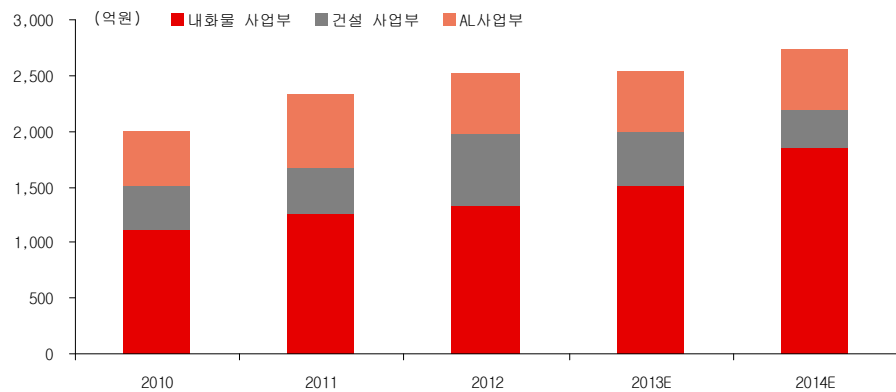


[그림 1] 한국내화 매출액 및 영업이익률 추이



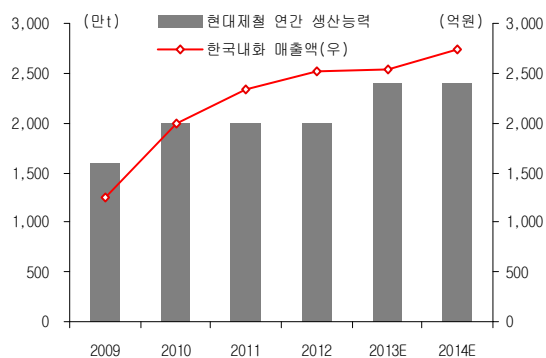
자료: 한국내화, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 한국내화 사업부문별 매출액 추이



자료: 한국내화, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 현대제철 생산능력 및 한국내화 매출액 추이



자료: 한국내화, 현대제철, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] CFBC 보일러 vs PC 보일러

구분	CFBC 보일러	PC 보일러
투자비	투자비 100%	투자비 115%
	소요부지 100%	소요부지 125%
	Payback : 약 4 년	Payback : 약 6 년
운전비	저비용 연료사용 (수시 교체 가능)	고비용 제한된 연료사용 탈황 폐기물 처리비용 과대 탈황시설 운전비 고가
보수비	Medium	High

자료: 현대중공업, 메리츠증권증권 리서치센터



Income Statement

(억원)	2009	2010	2011	2012
매출액	1,241	1,991	2,334	2,523
수출비중(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	1,232	1,792	1,976	2,227
매출총이익	9	200	359	296
판매관리비	92	112	135	150
영업이익	-83	88	224	146
영업외수지	-33	-17	-59	-30
금융수지	-29	-56	-53	-36
외환수지	-1	1	2	2
세전계속사업이익	-116	71	164	116
특별손익	0	0	0	0
세전순이익	-116	71	164	116
법인세비용	-57	12	33	8
당기순이익	-58	58	131	108

Statement of Cash Flow

(억원)	2009	2010	2011	2012
영업활동현금흐름	-192	-80	432	195
당기순이익(손실)	-58	58	131	108
유형고정자산감가상각비	27	54	49	50
무형자산상각비	0	1	1	2
운전자본의 증감	-68	-120	-108	56
투자활동 현금흐름	-279	8	-74	-65
유형자산투자	0	0	0	0
투자유가증권투자(순)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	455	88	-374	-133
차입금증가	711	243	590	320
자본의증가	15	50	0	144
현금의증가	-15	16	-15	-3
기초현금	22	7	21	6
기말현금	7	22	6	3

Balance Sheet

(억원)	2009	2010	2011	2012
유동자산	507	608	706	677
현금과예금	7	22	6	3
매출채권	201	216	368	258
재고자산	269	338	299	371
고정자산	1,065	897	1,177	1,157
투자자산	121	131	373	341
투자유가증권	0	0	0	0
유형자산	942	760	787	798
무형자산	1	6	18	18
자산총계	1,713	1,727	1,899	1,851
유동부채	598	769	820	659
매입채무	176	140	145	163
단기차입금	250	317	327	217
유동성장기부채	0	209	143	85
고정부채	598	388	346	264
사채	248	0	0	0
장기차입금	296	328	248	163
부채총계	1,197	1,157	1,167	923
자본금	65	76	80	114
자본잉여금	147	186	128	299
이익잉여금	43	101	465	552
자본조정	0	0	0	-62
자본총계	517	570	732	928

Key Financial Data

(원,%,배)	2009		2010	2011	2012
주당데이터(원)					
SPS	9,504		13,061	14,597	11,034
EPS	-448		383	819	474
CFPS	-238		745	1,134	699
EBITDAPS	-429		939	1,713	864
BPS	3,945		3,699	4,469	3,980
배당률(%)	0.0		0.0	20.0	9.3
배당수익률(%)	0.0		0.0	3.0	1.5
Valuation(Multiple)	최고		최저		
P/E			8.9	4.0	6.6
P/CF	-26.5	-7.6	4.6	2.9	4.5
P/S	0.6	0.2	0.3	0.2	0.3
P/BV	1.6	0.5	0.9	0.7	0.8
P/EBITDA	-	-	3.6	1.9	3.6
EV/EBITDA	-26.8	-17.6	9.4	4.5	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-15.2		10.8	20.1	13.0
EBITDA이익률	-4.5		7.2	11.7	7.8
부채비율	231.7		203.2	159.3	99.4
순금융비용부담률	2.3		2.8	2.3	1.4
이자보상배율(x)	-		1.6	4.2	4.0
매출채권회전율(x)	7.6		9.6	8.0	8.1
재고자산회전율(x)	4.9		5.9	6.2	6.6



Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2013년 5월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2013년 5월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2013년 5월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강성원)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료는 “금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정” 중 “제2장 조사분석자료의 작성과 공표”에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급관련 사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)