

Trading Buy

Maintain

목표주가(원12M)	85,000
현재주가(08/07/22, 원)	67,500
상승여력(%)	25.9
소속업종	철강금속
업종투자 의견	중립
EPS 성장률(08F, %)	31.5
MKT EPS 성장률(08F, %)	18.6
P/E(x)	8.4
MKT P/E(08F/07/22, x)	10.5
시가총액(십억원)	5,731
발행주식수(백만주)	85
60D 일평균 거래량(천주)	661
60D 일평균 거래대금(십억원)	52
신용잔고(천주)	540
배당수익률(08F, %)	0.7
유동주식비율(%)	64.4
52주 최저/최고(원)	54,000/95,300
베타(12M, 일간수익률)	1.2
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.0
외국인 보유비중(%)	23.6
주요주주	기아자동차(주) 외 5인 (34%)
	The Bank of New York(DR) (12.56%)
	Capital Group International, Inc.(CGI) (5.29%)
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-15.1 7.0 7.7
상대주가	-5.3 9.9 28.9

재고 잔치는 끝났다!

투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가 85,000원으로 16.5% 하향 조정

국내 봉형강(철근, 형강)과 단압밀 업체 중 후판, 냉연강판의 수익성 호전은 원료의 재고 효과가 가장 큰 원인이다. 즉 2008년에 쇳물의 원재료(철광석, 유연탄) 가격이 대폭 상승 될 것으로 예상해 지난 연말부터 원료를 대량 확보했기 때문이다.

이들 제품의 Roll Margin은 6~7월을 고비로 우하향 추세로 전환됐다. 원료 가격은 계속 상승하지만 판매 가격에 100% 전가시키지 못하고 있기 때문이다. 목표주가 하향 조정은 주식시장 하락에 따른 Target Multiple 하향에 따른 것이고, 투자의견을 Trading Buy로 제시하는 이유는 가격과 이익 모멘텀의 둔화를 고려한 것이다.

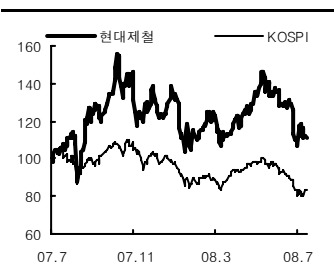
2분기 영업이익 359십억원으로 시장 예상치 18.5% 상회 전망

2분기 영업이익은 359십억원으로 시장 예상치인 303십억원을 18.5% 상회할 전망이다. 가격 인상에 따른 재고 효과, 열연강판 수출물량 확대 등의 효과이다. 특히 저가 Slab의 조기 확보, 수출 가격 상승으로 열연강판 영업이익률은 1분기 0%에서 2분기 5%내외로 상승할 전망이다.

그러나 영업이익률은 2분기 12.1%를 고점으로 우하향 추세가 예상된다. 하반기에는 저가 원료의 재고 효과가 희석되기 때문이다. 특히 고가에 계약된 고철의 수입 증가, 1천달러 이상의 Slab 투입으로 3분기에 비해 4분기 수익성이 크게 위축될 가능성이 높다.

가격 및 이익 모멘텀은 2분기를 정점으로 우하향 추세 전환 예상

현재의 원재료 투입 가격 예상치로 볼 때 판매 가격의 추가 인상 없이는 하반기 마진 축소는 불가피할 전망이다. 그러나 국내의 경기 침체로 수요 업체들의 도산 또는 생산 감소로 철강 가격의 추가 인상은 쉽지 않을 전망이다. 이는 철강 가격이 이미 고점을 기록했거나, 아니면 원료 가격이 추가 상승하면 그 부담을 철강사와 수요가들이 공동 분담해야 한다는 점을 시사한다.



결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
12/06	5,481	592	10.8	474	5,551	801	49	14.5	6.1	0.8	5.6
12/07	7,383	670	9.1	520	6,092	923	-366	13.8	13.0	1.7	9.6
12/08F	11,589	1,029	8.9	684	8,012	1,294	-2,000	15.7	8.4	1.3	7.8
12/09F	12,203	826	6.8	551	6,459	1,092	-950	11.3	10.5	1.1	10.3
12/10F	13,508	981	7.3	662	7,758	1,427	-391	12.1	8.7	1.0	8.4

자료: 현대제철, 대우증권 리서치센터 예상



■ 2008년 2Q 영업이익은 Surprise 예상되나, 이익 모멘텀은 3Q부터 우하향 추세 불가피 전망

2분기 영업이익은 359십억원으로 시장 예상치인 303십억원을 18.5% 상회할 전망이다. 가격 인상에 따른 재고 효과 지속, 열연강판 수출물량 확대 등의 효과이다. 그러나 영업이익률은 2분기 12.1%를 고점으로 우하향 추세가 불가피할 전망이다. 원료 가격은 여전히 강세이고, 판매 가격이 정체를 보이면서 원료의 재고 효과가 희석되기 시작했다. 특히, 3분기에는 2분기 대비 Slab 투입가격이 100달러 이상 상승하고, 4분기에는 1천달러 이상의 Slab가 본격적으로 투입될 전망이다.

2008~2010년 수익예상을 상향 조정했다. 원료의 재고 효과, 판매가격 인상(4~7월), 물마진 수준 상향 등을 반영했다. 그러나 연간 영업이익률은 2008년 8.9%, 2009년 6.8%로 하향 추세가 예상된다. 2008년에 비해 2009년 수익성이 둔화되는 이유는 원료의 재고 효과가 희석되기 때문이다. 참고로 원료의 재고 효과는 가격 상승기에만 수익성에 긍정적이다.

표 1. 현대제철의 2007~2008년 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, 원, %)

	2007				2008F				2분기 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	1,664	2,000	1,747	1,972	2,135	2,968	3,159	3,326	39.0	48.4
영업이익	155	231	130	154	224	359	237	210	60.4	55.5
세전 이익	144	260	131	136	173	305	239	199	76.3	17.3
순이익	102	191	102	125	137	224	176	146	63.6	17.4
영업이익률	9.3	11.5	7.4	7.8	10.5	12.1	7.5	6.3	-	-
세전이익률	8.6	13.0	7.5	6.9	8.1	10.3	7.6	6.0	-	-
순이익률	6.1	9.6	5.8	6.3	6.4	7.6	5.6	4.4	-	-
원/달러 환율	939	929	928	921	956	1,017	1,017	1,013	6.4	9.5

자료: 현대제철, 대우증권 리서치센터

표 2. 현대제철의 2008년 2분기 영업실적 전망치 비교

(십억원, 원, %)

	2분기 전망치			연간 전망치		
	대우 예상치(a)	시장 Consensus(b)	차이(a/b)	대우 예상치(c)	시장 Consensus(d)	차이(c/d)
매출액	2,968	2,891	2.7	11,589	10,748	7.8
영업이익	359	303	18.5	1,029	933	10.3
영업이익률	-12.1	-10.5	1.6p	-8.9	-8.7	0.2p
세전이익	305	278	9.7	916	851	7.6
당기순이익	224	227	-1.3	684	659	3.8

자료: 현대제철, Enguide, 대우증권 리서치센터

표 3. 현대제철의 2008~2010년 수익예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	2008F	2009F	2010F	2008F	2009F	2010F	2008F	2009F	2010F
매출액	10,878	10,993	12,152	11,589	12,203	13,508	6.5	11.0	11.2
영업이익	831	780	862	1,029	826	981	23.8	5.9	13.8
경상이익	760	691	774	916	750	901	20.6	8.5	16.3
당기순이익	568	508	569	684	551	662	20.3	8.5	16.3
영업이익률	7.6	7.1	7.1	8.9	6.8	7.3	-	-	-
순이익률	5.2	4.6	4.7	5.9	4.5	4.9	-	-	-
스크랩(원/톤)	544	542	516	596	616	586	9.6	13.7	13.6
SLAB(달러/톤)	761	805	797	778	906	859	2.2	12.5	7.8
환율(원/달러)	986	970	960	1,001	1,004	996	1.5	3.5	3.8

자료: 현대제철, 대우증권 리서치센터

■ 국내외 철강주는 고PER에서 저PER로 전환 중: 세계 경기 침체로 저PER 국면의 장기화 예상

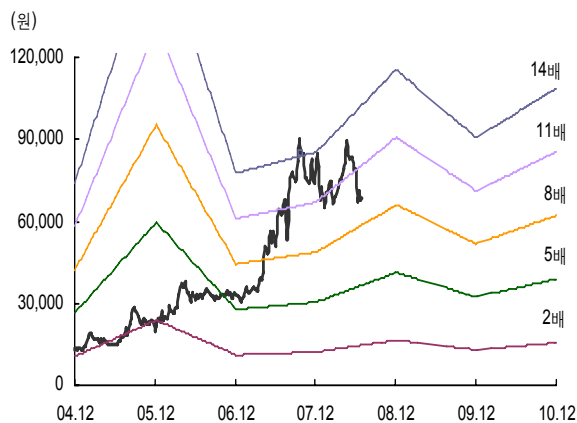
현재 철강주 Multiple은 시장대비 10~20% 할인 거래되고 있다. 미국, 중국의 철강주는 2008년 예상 PER 8~9배에서 형성 중이고, 일본 철강주는 11~12배에서 형성 중이다. 경기 침체가 진입, 이익 모멘텀 둔화로 저PER 국면의 장기화가 예상된다.

표 4. 한국, 미국, 일본의 대표 고로-전기로 업체의 Valuation 비교

	미국		일본		한국	
	US스틸	NUCOR	신일본제철	동경제철	POSCO	현대제철
시가총액 (백만\$)	16,773	17,129	37,244	1,765	43,342	5,832
생산능력 (만톤)	20.5	20.0	34.5	3.5	32.8	10.0
영업이익률 (%)	11.7	14.4	8.6	6.5	20.2	8.8
ROE (%)	32.5	30.1	14.5	6.5	18.6	15.3
PER (배)	8.3	8.2	12.2	11.4	8.7	8.8
PBR (배)	2.3	2.1	1.7	0.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	5.2	4.4	6.2	3.2	5.4	7.8

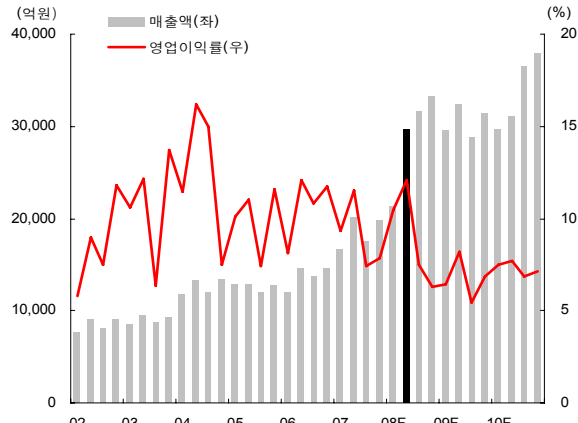
자료: Thomson I/B/E/S(2008년 예상치), 대우증권 리서치센터

그림 1. 현대제철의 PER Band 추이



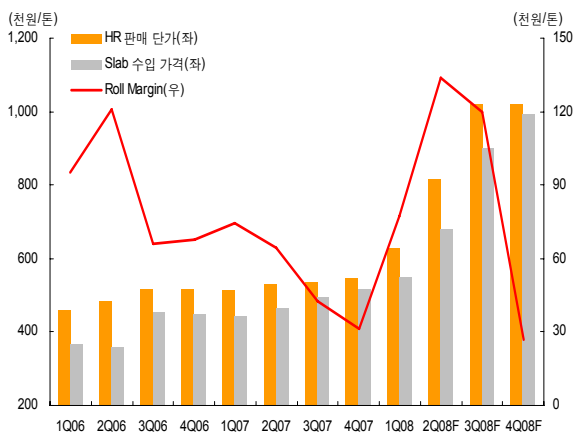
자료: 대우증권 리서치센터

그림 2. 현대제철의 분기별 영업실적 추이 및 전망



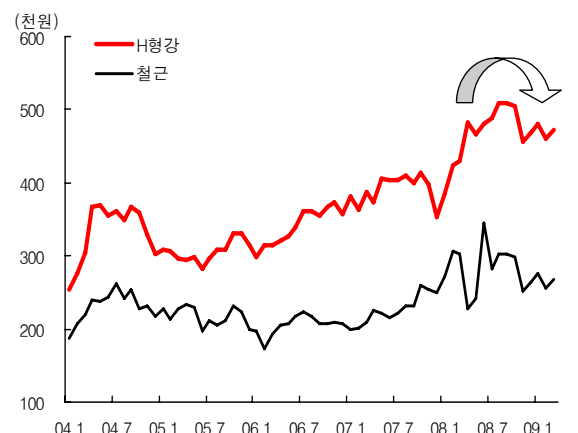
자료: 현대제철, 대우증권 리서치센터

그림 3. 현대제철 열연강판 롤미진 추이 및 전망



자료: 현대제철, 대우증권 리서치센터

그림 4. 현대제철의 봉형강 Roll Margin 추이 및 전망



자료: 현대제철, 대우증권 리서치센터

현대제철 [004020]

예상 손익계산서(요약)				
(십억원)	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
매출액	7,383	11,589	12,203	13,508
매출원가	6,325	10,034	10,815	11,907
매출총이익	1,058	1,555	1,388	1,600
판매비와관리비	388	526	561	620
영업이익	670	1,029	826	981
영업외손익	1	-112	-77	-80
금융손익	-65	-152	-245	-296
외환관련손익	-12	-88	28	11
지분법손익	67	114	140	204
자산처분손익	2	2	0	0
기타영업외손익	8	11	1	1
세전계속사업손익	671	916	750	900
계속사업법인세비용	151	233	199	239
계속사업이익	520	684	551	662
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	520	684	551	662
RI	520	279	87	147
EBITDA	923	1,294	1,092	1,427
FCF	-366	-2,000	-950	-391
매출총이익률(%)	14.3	13.4	11.4	11.9
EBITDA마진율(%)	12.5	11.2	9.0	10.6
영업이익률(%)	9.1	8.9	6.8	7.3
순이익률(%)	7.0	5.9	4.5	4.9

예상 대차대조표(요약)				
(십억원)	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
유동자산	3,268	4,555	4,762	5,063
현금 및 현금등가물	517	78	319	106
매출채권	1,143	1,996	1,879	2,080
재고자산	1,155	2,062	1,942	2,161
기타유동자산	453	419	622	716
비유동자산	5,565	7,557	9,422	10,546
투자자산	1,712	1,839	1,988	2,204
유형자산	3,816	5,684	7,402	8,312
무형자산	37	35	32	29
자산총계	8,833	12,112	14,184	15,609
유동부채	2,298	3,278	3,470	3,758
매입채무	709	1,277	1,203	1,297
단기차입금	753	1,022	1,222	1,322
유동성장기부채	162	162	162	162
기타유동부채	674	817	884	978
비유동부채	2,487	4,196	5,567	6,084
사채	1,600	2,243	2,943	2,943
장기차입금	513	1,288	1,998	2,448
기타비유동부채	373	665	626	693
부채총계	4,784	7,474	9,037	9,842
자본금	427	427	427	427
자본잉여금	710	697	697	697
이익잉여금	2,847	3,449	3,958	4,578
자본총계	4,049	4,638	5,147	5,767

예상 현금흐름표(요약)				
(십억원)	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
영업활동으로 인한 현금흐름	443	-281	864	644
당기순이익	520	684	551	662
비현금수익비용가감	251	243	99	231
유형자산감가상각비	252	262	263	443
무형자산상각비	1	3	3	2
기타	-2	-22	-167	-215
영업활동으로 인한 현금흐름의 변동	-327	-1,208	215	-248
매출채권 감소(증가)	-207	-852	117	-201
재고자산 감소(증가)	-392	-907	121	-220
매입채무 감소(증가)	104	567	-75	94
기타자산, 부채변동	167	-16	52	78
투자활동으로 인한 현금흐름	-958	-2,027	-2,176	-1,429
유형자산처분(취득)	-851	-2,129	-1,981	-1,354
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	65	-19	-9	-13
기타투자활동	-172	121	-186	-63
재무활동으로 인한 현금흐름	869	1,870	1,553	572
사채및차입금의 증가(감소)	921	1,636	1,610	550
자본의 증가(감소)	-52	-42	-42	-42
배당금의 지급	-42	-42	-42	-42
기타재무활동	0	276	-15	64
현금의증가	354	-438	241	-213
기초현금	163	517	78	319
기말현금	517	78	319	106

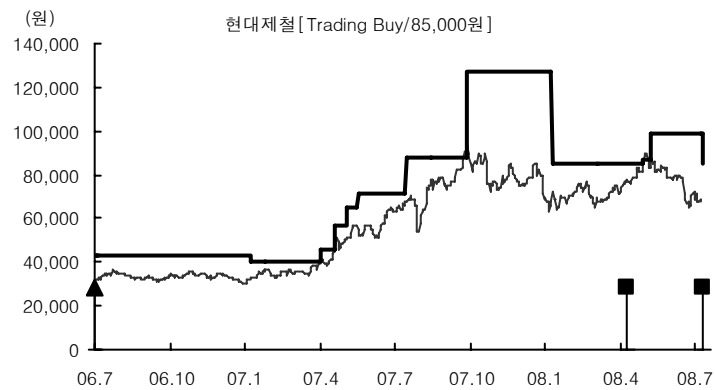
예상 주당가치 및 valuation(요약)				
	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
P/E(x)	13.0	8.4	10.5	8.7
P/CF(x)	8.7	6.2	7.2	5.3
P/B(x)	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(x)	9.6	7.8	10.3	8.4
EPS(원)	6,092	8,012	6,459	7,758
CFPS(원)	9,043	11,087	9,544	12,953
BPS(원)	47,024	53,960	59,958	67,253
DPS(원)	500	500	500	500
배당성장률(%)	8.1	6.1	7.6	6.3
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.7	0.7
매출액증가율(%)	34.7	57.0	5.3	10.7
EBITDA증가율(%)	15.2	40.2	-15.6	30.6
영업이익증가율(%)	13.2	53.7	-19.7	18.7
EPS증가율(%)	9.8	31.5	-19.4	20.1
매출채권 회전을	7.1	7.4	6.3	6.8
재고자산 회전을	7.7	7.2	6.1	6.6
매입채무 회전을	11.3	11.7	9.8	10.8
ROA(%)	6.6	6.5	4.2	4.4
ROE(%)	13.8	15.7	11.3	12.1
ROIC(%)	11.9	12.7	7.5	7.6
부채비율(%)	118.2	161.1	175.6	170.7
유동비율(%)	142.3	139.0	137.3	134.7
순차입금/자기자본(%)	51.7	93.8	107.4	107.8
영업이익/금융비용(x)	5.4	5.4	3.0	2.9

자료: 대우증권 리서치센터 예상

■ Compliance Notice

- 당사는 2008년 7월 23일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 2008년 7월 23일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 2008년 7월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자자의 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대수익 기준)
매수(시장대비 20% 이상의 초과 수익 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과 수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), 중립(시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락 예상)
- 투자자의견 및 목표가 등 추이(투자자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)

주가(—), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.