



## BUY(Maintain)

목표주가: 74,000원

주가(01/27): 47,900원

시가총액: 63,921억원

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (01/27)	1,896.14pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	79,500원
등락률	-39.75%
수익률	절대 상대
1M	-11.0%
6M	-19.5%
1Y	-25.5%

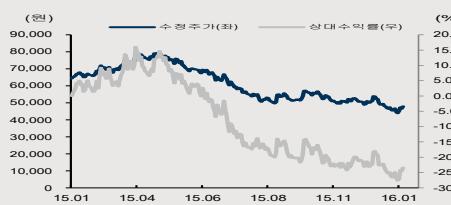
## Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	349천주
외국인 지분율	20.97%
배당수익률(15E)	1.50%
BPS(15E)	116,829원
주요 주주	기아자동차 19.6%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	135,328	167,624	161,325	172,813
보고영업이익	7,626	14,911	14,641	14,958
핵심영업이익	7,626	14,911	14,641	14,958
EBITDA	14,771	26,797	25,860	27,631
세전이익	7,824	10,988	9,207	11,671
순이익	7,094	7,823	7,345	9,090
지배주주지분순이익	6,919	7,648	7,290	8,990
EPS(원)	8,102	6,562	5,829	6,737
증감률(%YoY)	-13.2	-19.0	-11.2	15.6
PER(배)	10.7	9.7	8.6	7.4
PBR(배)	0.8	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	13.3	7.1	7.0	6.4
보고영업이익률(%)	5.6	8.9	9.1	8.7
핵심영업이익률(%)	5.6	8.9	9.1	8.7
ROE(%)	6.1	5.8	5.0	5.6
순부채비율(%)	90.3	82.3	71.8	66.4

## Price Trend



## 실적리뷰

## 현대제철 (004020)

## P가 하락해도 Q가 버텨준다



4분기 실적은 예상대로 나왔다. 자동차 강판 가격 인하에 따른 ASP하락을 봉형강류가 이끈 판매량 개선으로 수익성을 보전한 것으로 보인다. 2016년에도 Q의 증가는 지속될 것으로 보여지며, P의 상승도 조심스럽게 기대해 볼 수 있는 여건이 만들어지고 있다. 확정적인 Q의 증가에 P의 상승이 더해진다면 동사의 2016년은 예상보다 좋을 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 예상됐던 4분기 실적

4분기 별도 매출액 3조 6,947억원(QoQ 2.0%, YoY -9.5%), 영업이익 3,409억원(QoQ -5.8%, YoY -29.3%), 당사 추정치에 부합하는 실적이었다.

별도 실적은 판재류의 ASP 하락을 봉형강류의 판매량 증대로 수익성을 방어한 모습이다. 자동차 강판 가격 인하로 판재류 ASP는 74천원/톤 하락하며 전체 철강재 ASP를 691천원/톤(QoQ -7.5%, YoY -14.1%)으로 56천원/톤(QoQ -7.5%)하락 시켰다. 반면, 판매량은 예상대로 봉형강류의 증가가 돋보였다. 4분기 봉형강류 판매량은 YoY 21.4%, QoQ 10.1% 늘어나며 전체 판매량을 5,348천톤(QoQ 10.2%, YoY 5.4%)으로 역대 최고치로 이끌었다. 4분기 판매량 증가에 따른 고정비 절감효과와 동사의 원가절감 노력으로 ASP 하락에 따른 롤마진 악화에도 영업이익률은 9.2%로 0.8%p 하락하는데 그쳤다.

## &gt;&gt;&gt; 2016년 Q확대는 확정적, P의 상승은 보너스

2016년에도 Q의 성장세는 지속될 전망이다. 동사는 전망공시를 통해서 2016년 전체판매량을 21,236천톤(YoY 6.6%)으로 전망하였는데, 우리의 지난 번 보고서 추정치(21,100톤)와 유사한 수치로 달성가능한 수준으로 판단된다. Q의 성장세도 역시 견조한 철근수요에 따른 봉형강 부문과 2016년부터 본격적으로 생산에 돌입하는 특수강 부문이 이끌 것으로 판단된다. 봉형강류 판매량은(강관, 경량화 포함) 7,900천톤 (YoY 7.9%) 600천톤 가량 증가 할 것으로 판단되며 신규로 더해지는 특수강 판매량 550천톤 추가시 동사의 전체 판매량은 1174천톤 증가한 21,100천톤(YoY 5.9%)으로 전망한다. 따라서 동사의 2016년 매출액도 P의 하락(연평균 기준 YoY -3.0%)에도 불구하고 2.9% 증가한 14.9조원을 기록할 것으로 판단한다.

철강재 가격 상승도 미약하지만 조심스럽게 나타나고 있다. 중국 내수 철강재 가격이 12월부터 꾸준히 상승하자 포스코는 2월 출고되는 열연가격을 톤당 2~3만원 인상하기로 결정하였고, 그 영향으로 업계 전반적인 철강재 가격 인상도 기대할 수 있는 상황이다. 중국 철강 구조조정 기대감에 따른 철강재 가격 상승으로 가격이 추세적으로 오를 것인지를 단정하기엔 이르지만, 동사의 Q의 증가에 P 상승이 더해진다면 2016년 실적은 기대 보다 좋을 수 있다. 따라서, 목표주가와 투자의견 Buy를 유지한다.

## 4Q15 실적 전망(IFRS연결)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P			차이		YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
<b>별도</b>											
매출액(억원)	40,815	34,611	37,022	36,215	36,947	36,975	37,413	-0.1	-1.2	-9.5	2.0
영업이익(억원)	4,822	3,405	4,245	3,619	3,409	3,532	3,673	-3.5	-7.2	-29.3	-5.8
영업이익률(%)	11.8	9.8	11.5	10.0	9.2	9.6	9.8	-0.3	-0.6	-2.6	-0.8
<b>연결</b>											
매출액(억원)	42,476	37,506	39,941	40,834	43,045	41,918	42,751	2.7	0.7	1.3	5.4
영업이익(억원)	4,859	3,398	4,333	3,308	3,602	3,912	4,031	-7.9	-10.6	-25.9	8.9
순이익(억원)	2,165	2,433	1,987	260	2,610	2,164	2,662	20.6	-2.0	20.5	902.2
영업이익률(%)	11.4	9.1	10.8	8.1	8.4	9.3	9.4	-1.0	-1.1	-3.1	0.3
순이익률(%)	5.1	6.5	5.0	0.6	6.1	5.2	6.2	0.9	-0.2	1.0	5.4

자료: 현대제철, 키움증권, 주: 지배주주순이익 기준

## 현대제철 별도 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015P	2016E
<b>매출액</b>											
판매류	23,173	24,588	22,846	22,763	21,300	23,785	21,450	23,595	107,652	93,370	90,130
봉형강류	11,438	12,434	13,369	14,179	12,420	14,490	13,110	14,490	52,677	51,420	54,510
특수강					400	800	1,600	1,600			4,400
합계	34,611	37,022	36,215	36,947	34,120	39,075	36,160	39,685	160,329	144,794	149,040
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판매류	779	737	763	689	710	710	715	715	848	742	713
봉형강류	744	661	720	694	690	690	690	690	781	705	690
특수강					800	800	800	800			800
전체	767	710	747	691	704	704	709	709	825	728	706
<b>판매량(천톤)</b>											
판매류	2,973	3,334	2,995	3,305	3,000	3,350	3,000	3,300	12,698	12,607	12,650
봉형강류	1,538	1,882	1,856	2,043	1,800	2,100	1,900	2,100	6,747	7,319	7,900
특수강					50	100	200	200			550
전체	4,511	5,216	4,851	5,348	4,850	5,550	5,100	5,600	19,445	19,926	21,100
영업이익	3,405	4,245	3,619	3,409	3,105	3,712	3,291	3,850	14,400	14,678	13,958
영업이익률	9.8	11.5	10.0	9.2	9.1	9.5	9.1	9.7	9.0	10.1	9.4
<b>매출비중(%)</b>											
판매류	67.0	66.4	63.1	61.6	62.4	60.9	59.3	59.5	67.1	64.5	60.5
봉형강류	33.0	33.6	36.9	38.4	36.4	37.1	36.3	36.5	32.9	35.5	36.6
특수강					1.2	2.0	4.4	4.0			3.0
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>											
판매류	-12.7	-8.9	-12.4	-18.8	-8.1	-3.3	-6.1	3.7	53.7	-13.3	-3.5
봉형강류	-10.8	-15.8	8.5	11.0	8.6	16.5	-1.9	2.2	-9.3	-2.4	6.0
특수강											
합계	-12.1	-11.3	-5.7	-9.5	-1.4	5.5	-0.2	7.4	25.1	-9.7	2.9
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판매류	-12.5	-12.7	-8.5	-16.7	-8.9	-3.7	-6.3	3.8	12.5	-12.5	-4.0
봉형강류	-7.5	-15.3	-7.8	-8.5	-7.2	4.4	-4.2	-0.6	-4.3	-9.7	-2.1
특수강											
전체	-10.8	-13.5	-8.5	-14.1	-8.3	-0.8	-5.0	2.6	5.6	-11.7	-3.0
<b>판매량(천톤)</b>											
판매류	-0.2	4.4	-4.3	-2.6	0.9	0.5	0.2	-0.2	36.7	-0.7	0.3
봉형강류	-3.6	-0.5	17.7	21.4	17.0	11.6	2.4	2.8	-5.3	8.5	7.9
특수강											
전체	-1.4	2.5	3.0	5.4	7.5	6.4	5.1	4.7	18.4	2.5	5.9
영업이익	46.0	18.3	-1.0	-29.3	-8.8	-12.5	-9.1	12.9	101.0	1.9	-4.9
영업이익률(%p)	3.9	2.9	0.5	-2.6	-0.7	-2.0	-0.9	0.5	3.4	1.2	-0.8

자료: 현대제철, 키움증권,

## 현대제철 연결 실적 추정

(단위: 억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
매출액	37,506	39,941	40,834	43,045	40,063	45,018	42,103	45,628	167,624	161,325	172,813
본사	34,611	37,022	36,215	36,947	34,120	39,075	36,160	39,685	160,329	144,794	149,040
본사외	2,895	2,919	4,619	6,098	5,943	5,943	5,943	5,943	7,294	16,531	23,773
영업이익	3,398	4,333	3,308	3,602	3,355	3,962	3,541	4,100	14,911	14,641	14,958
본사	3,405	4,245	3,619	3,409	3,105	3,712	3,291	3,850	14,400	14,678	13,958
본사외	-7	88	-310	193	250	250	250	250	511	-36	1,000
영업이익률(%)	9.1	10.8	8.1	8.4	8.4	8.8	8.4	9.0	8.9	9.1	8.7
YoY(%)											
매출액	-9.1	-8.8	1.9	1.3	6.8	12.7	3.1	6.0	23.9	-3.8	7.1
본사	-12.1	-11.3	-5.7	-9.5	-1.4	5.5	-0.2	7.4	25.1	-9.7	2.9
본사외	52.1	42.0	175.8	267.1	105.3	103.6	28.7	-2.5	1.5	126.6	43.8
영업이익	35.1	14.7	-12.0	-25.9	-1.3	-8.5	7.0	13.8	95.5	-1.8	2.2
본사	46.0	18.3	-1.0	-29.3	-8.8	-12.5	-9.1	12.9	101.0	1.9	-4.9
본사외	흑전	-53.0	적전	411.7	흑전	183.4	흑전	29.6	11.1	적전	흑전
영업이익률(%p)	3.0	2.2	-1.3	-3.1	-0.7	-2.0	0.3	0.6	3.3	0.2	-0.4

자료: 현대제철, 키움증권,

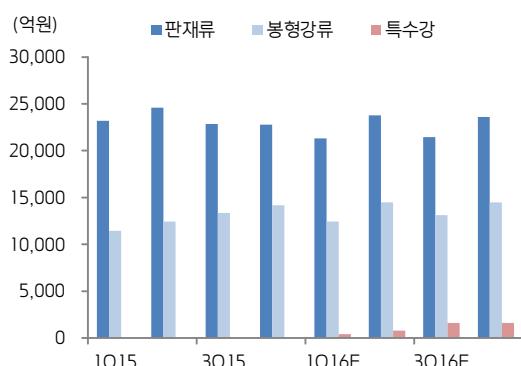
## 실적 추정치 변경(IFRS연결)

(단위: 억원, %, %p)

	2014	변경전		변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
		2015P	2016E	2015P	2016E	2015P	2016E	2015P	2016E
매출액	167,624	160,199	168,813	161,325	172,813	0.7	2.4	-3.8	7.1
영업이익	14,911	14,952	15,488	14,641	14,958	-2.1	-3.4	-1.8	2.2
순이익	7,648	7,670	9,816	7,290	8,990	-5.0	-8.4	-4.7	23.3
영업이익률	8.9	9.3	9.2	9.1	8.7	-0.3	-0.5	0.2	-0.4
순이익률	4.6	4.8	5.8	4.5	5.2	-0.3	-0.6	0.0	0.7

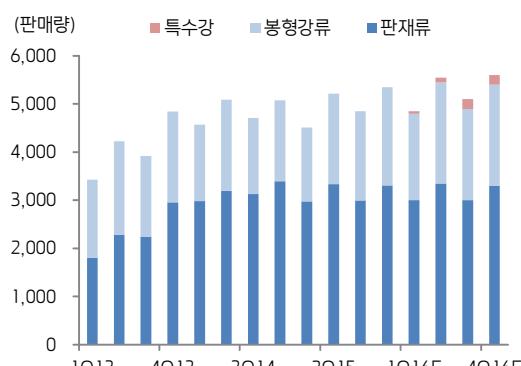
자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 별도 매출액 추이



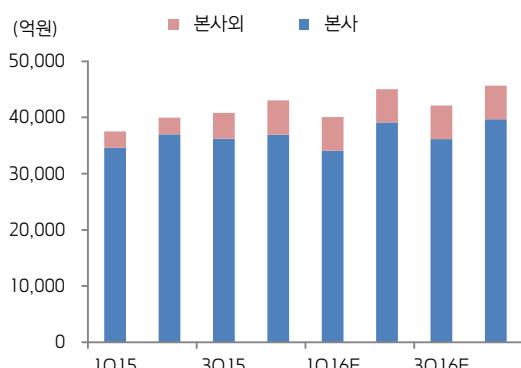
자료: 현대제철, 키움증권, 주:별도기준

## 현대제철 별도 판매량 추이



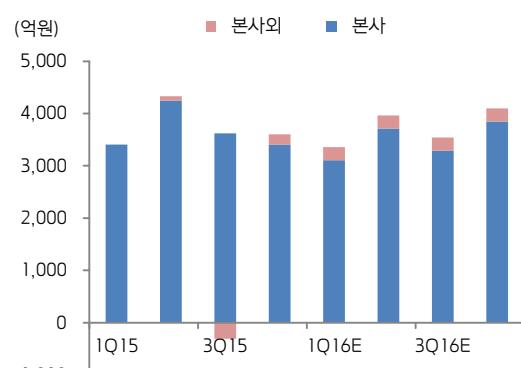
자료: 현대제철, 키움증권, 주:별도기준

## 현대제철 연결 매출액 추이



자료: 현대제철, 키움증권, 주:연결기준

## 현대제철 연결 영업이익 추이



자료: 현대제철, 키움증권, 주:연결기준

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	135,328	167,624	161,325	172,813	172,749
매출원가	121,840	144,416	137,015	147,499	147,443
매출총이익	13,487	23,207	24,310	25,315	25,305
판매비및일반관리비	5,861	8,296	9,669	10,357	10,353
영업이익(보고)	7,626	14,911	14,641	14,958	14,952
영업이익(핵심)	7,626	14,911	14,641	14,958	14,952
영업외손익	198	-3,924	-5,435	-3,286	-2,753
이자수익	319	183	170	233	208
배당금수익	106	111	167	0	114
외환이익	2,376	2,638	2,915	0	0
이자비용	2,526	4,201	3,887	3,520	3,075
외환손실	1,351	2,547	4,224	0	0
관계기업지분법손익	71	115	59	0	0
투자및기타자산처분손익	1,051	-44	-69	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-116	72	0	0
기타	70	-63	-637	0	0
법인세차감전이익	7,824	10,988	9,207	11,671	12,199
법인세비용	730	3,165	1,862	2,581	2,952
유효법인세율 (%)	9.3%	28.8%	20.2%	22.1%	24.2%
당기순이익	7,094	7,823	7,345	9,090	9,247
지배주주지분순이익(억원)	6,919	7,648	7,290	8,990	9,040
EBITDA	14,771	26,797	25,860	27,631	27,549
현금순이익(Cash Earnings)	14,239	19,709	18,563	21,764	21,844
수정당기순이익	6,067	7,937	7,342	9,090	9,247
증감율(% YoY)					
매출액	-9.1	23.9	-3.8	7.1	0.0
영업이익(보고)	-14.2	95.5	-1.8	2.2	0.0
영업이익(핵심)	-14.2	95.5	-1.8	2.2	0.0
EBITDA	-9.3	81.4	-3.5	6.8	-0.3
지배주주지분 당기순이익	-13.1	10.5	-4.7	23.3	0.5
EPS	-13.2	-19.0	-11.2	15.6	0.5
수정순이익	-25.7	30.8	-7.5	23.8	1.7

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	63,634	61,206	59,112	56,033	55,934
현금및현금성자산	7,654	6,955	7,252	357	279
유동금융자산	1,555	1,906	1,834	1,965	1,964
매출채권및유동채권	22,390	22,766	21,683	23,353	23,344
재고자산	31,996	29,540	28,303	30,318	30,307
기타유동비금융자산	40	40	40	40	40
비유동자산	231,569	228,132	249,098	249,658	248,055
장기매출채권및기타비유동채권	650	671	646	692	692
투자자산	21,262	18,233	17,843	19,031	19,025
유형자산	196,048	195,723	207,613	208,253	207,858
무형자산	13,503	13,410	22,901	21,588	20,385
기타비유동자산	105	94	94	94	94
자산총계	295,203	289,338	308,211	305,691	303,988
유동부채	64,961	58,856	58,039	56,903	56,895
매입채무및기타유동채무	23,757	20,193	19,437	18,191	18,184
단기차입금	27,115	18,662	18,662	18,662	18,662
유동성장기차입금	12,885	18,408	18,408	18,408	18,408
기타유동부채	1,204	1,593	1,533	1,642	1,641
비유동부채	96,595	92,334	92,316	82,834	72,882
장기매입채무및비유동채무	254	463	484	518	518
사채및장기차입금	89,873	85,426	85,426	75,426	65,426
기타비유동부채	6,468	6,445	6,406	6,889	6,938
부채총계	161,556	151,190	150,356	139,736	129,778
자본금	5,827	5,827	6,672	6,672	6,672
주식발행초과금	26,597	26,597	38,981	38,981	38,981
이익잉여금	85,207	91,919	98,355	106,366	114,428
기타자본	14,266	11,896	11,896	11,896	11,896
지배주주지분자본총계	131,897	136,239	155,903	163,915	171,976
비지배주주지분자본총계	1,750	1,909	1,952	2,040	2,235
자본총계	133,647	138,148	157,855	165,954	174,211
순차입금	120,664	113,636	113,410	110,175	100,254
총차입금	129,873	122,496	122,496	112,496	102,496

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	6,542	19,477	33,241	16,763	21,857
당기순이익	7,094	7,823	7,345	9,090	9,247
감가상각비	6,923	11,329	10,709	11,360	11,395
무형자산상각비	222	556	509	1,313	1,202
외환손익	-1,037	715	1,310	0	0
자산처분손익	99	142	69	0	0
지분법손익	-71	-115	-59	0	0
영업활동자산부채 증감	-4,496	-2,922	1,549	-4,833	13
기타	-2,191	1,949	11,808	-167	0
투자활동현금흐름	-19,570	-11,424	-32,039	-13,151	-10,994
투자자산의 처분	1,979	-493	613	-1,151	6
유형자산의 처분	290	373	0	0	0
유형자산의 취득	-26,742	-10,538	-22,600	-12,000	-11,000
무형자산의 처분	-500	-472	-10,000	0	0
기타	5,402	-294	-52	0	0
재무활동현금흐름	11,438	-8,755	-905	-10,508	-10,942
단기차입금의 증가	-14,091	-22,451	0	0	0
장기차입금의 증가	25,965	14,275	0	-10,000	-10,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-421	-579	-866	-991	-991
기타	-15	0	-38	483	49
현금및현금성자산의순증가	-1,592	-699	297	-6,896	-78
기초현금및현금성자산	9,246	7,654	6,955	7,252	357
기말현금및현금성자산	7,654	6,955	7,252	357	279
Gross Cash Flow	11,038	22,399	31,692	21,596	21,844
Op Free Cash Flow	-17,678	8,571	-8,734	7,178	12,944

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

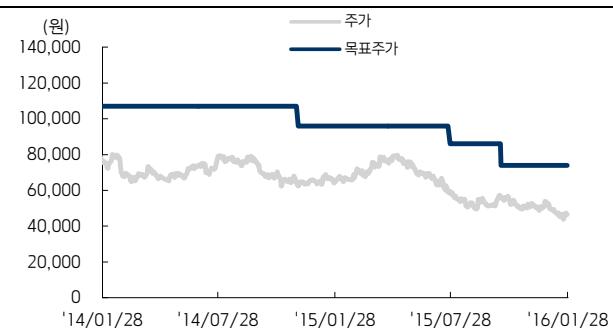
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	8,102	6,562	5,829	6,737	6,774
BPS	113,168	116,893	116,829	122,833	128,873
주당EBITDA	17,296	22,992	20,677	20,706	20,645
CFPS	16,673	16,910	14,843	16,309	16,369
DPS	500	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	10.7	9.7	8.6	7.4	7.4
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.3	7.1	7.0	6.4	6.1
PCFR	5.2	3.8	3.4	3.1	3.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.6	8.9	9.1	8.7	8.7
영업이익률(핵심)	5.6	8.9	9.1	8.7	8.7
EBITDA margin	10.9	16.0	16.0	16.0	15.9
순이익률	5.2	4.7	4.6	5.3	5.4
자기자본이익률(ROE)	6.1	5.8	5.0	5.6	5.4
투하자본이익률(ROIC)	3.4	4.6	4.6	4.5	4.4
안정성(%)					
부채비율	120.9	109.4	95.2	84.2	74.5
순차입금비율	90.3	82.3	71.8	66.4	57.5
이자보상배율(배)	3.0	3.5	3.8	4.2	4.9
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	7.4	7.3	7.7	7.4
재고자산회전율	4.8	5.4	5.6	5.9	5.7
매입차무회전율	5.9	7.6	8.1	9.2	9.5

- 당사는 01월 27일 현재 '현대제철' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대제철 (004020)	2013/10/08	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/10/28	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/11/07	BUY(Maintain)	107,000원
	2013/12/10	BUY(Maintain)	107,000원
담당자 변경	2014/11/30	BUY(Reinitiate)	96,000원
담당자 변경	2015/04/20	BUY(Reinitiate)	96,000원
	2015/04/27	BUY(Maintain)	96,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	96,000원
	2015/07/08	BUY(Maintain)	96,000원
	2015/07/27	BUY(Maintain)	86,000원
	2015/10/16	BUY(Maintain)	74,000원
	2015/10/23	BUY(Maintain)	74,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	74,000원
	2016-01-18	BUY(Maintain)	74,000원
	2016-01-28	BUY(Maintain)	74,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%