



## BUY(Maintain)

목표주가: 74,000원

주가(04/27): 60,700원

시가총액: 81,002억원

## 철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (04/27)	2,015.40pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,500원	43,850원
등락률	-23.65%	38.43%
수익률	절대	상대
1M	10.0%	8.2%
6M	9.0%	10.6%
1Y	-20.8%	-15.2%

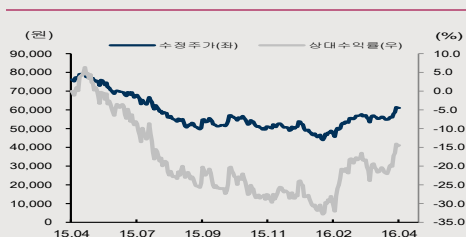
## Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	666천주
외국인 지분율	23.00%
배당수익률(16E)	1.50%
BPS(16E)	118,863원
주요 주주	기아자동차 19.6%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	167,624	161,325	161,513	163,216
보고영업이익	14,911	14,641	12,458	13,587
핵심영업이익	14,911	14,641	12,458	13,587
EBITDA	26,797	27,377	24,502	25,611
세전이익	10,988	9,267	9,330	10,625
순이익	7,823	7,392	7,113	8,101
지배주주지분순이익	7,648	7,336	7,170	8,165
EPS(원)	6,562	5,866	5,373	6,119
증감률(%YoY)	-19.0	-10.6	-8.4	13.9
PER(배)	9.7	8.5	9.3	8.2
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	7.1	6.8	7.3	6.5
보고영업이익률(%)	8.9	9.1	7.7	8.3
핵심영업이익률(%)	8.9	9.1	7.7	8.3
ROE(%)	5.8	5.0	4.5	4.9
순부채비율(%)	82.3	76.7	69.8	59.6

## Price Trend



## 실적리뷰

## 현대제철 (004020)

## 1Q16 실적 Review



1분기 실적은 부진했다. 열연, 후판 등의 판매단가 하락으로 전체 ASP가 하락한 영향이 컸다. 연결 영업이익도 일회성비용이 발생하였다. 2분기는 성수기에 따른 판매량 증가와 최근 철강재 가격 인상에 따른 ASP회복으로 실적은 1분기 대비 개선될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 예상보다 부진한 1분기 실적

1분기 별도 매출액 3조 2,040억원(QoQ -13.3%, YoY -7.4%), 영업이익 2,558억원(QoQ -25.0%, YoY -24.9%), 연결 매출액 3조 7,438억원(QoQ -13.0%, YoY -0.2%), 영업이익 2,692억원(QoQ -25.3%, YoY -20.8%)으로 시장 컨센서스(별도 2,979억원, 연결 3,286억원)를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록하였다.

별도 실적이 크게 부진한 이유는 열연, 후판 등의 ASP 하락으로 전체 판매단가가 크게 하락한 것에 따른 것으로 판단된다. 제품 전체 ASP는 667천원/톤으로 전분기 691천원대비 23천원/톤 하락한 반면, 투입원가는 소폭 하락하여 스프레드가 악화된 것으로 판단된다. 또한 비수기에 따른 판매량 부진으로 고정비 부담이 상대적으로 커져서 별도 영업이익률은 전분기대비 1.2%pt 하락한 8.0%를 기록하였다. 연결 영업이익의 경우 해외스틸서비스의 270억원 가량의 일회성비용으로 전체 영업이익률에 부정적으로 작용한 것으로 판단된다. 일회성비용 제외시 해외스틸서비스의 영업이익률은 400억원대로 합병 전 수준인 mid-single의 영업이익률을 기록한 것으로 보인다. 하지만, 4Q15에 300억원에 이어서 1Q16에도 일회성 비용이 발생한 것은 주의 깊게 볼 필요가 있다고 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기는 회복 될 전망

현대제철의 2분기 별도 실적은 영업이익 3,135억원(QoQ 22.6% YoY -26.1%)로 회복 될 전망이다. 성수기에 따른 판매량 증가(5,400천톤, QoQ 12.5%)와 최근 중국발 철강재 가격 인상으로 동사의 철강재 가격 인상도 가능 할 전망이다. 또한 동사는 향후 3년간 총 3,090억원을 투자하여 순천공장에 연산 50만톤의 #3CGL을 완성하여 자동차용강판 생산량을 500만톤으로 끌어올린다는 계획이다. 현대차그룹의 자동차생산 증대 계획에 맞추어 고부가가치인 자동차용강판을 선제적으로 증설하는 것은 product mix 개선과 captive market 확보 차원에서 동사에 긍정적인 것은 확실하다. 반면, 현대차그룹으로의 의존도가 강화되는 것이 향후 동사의 이익에 어떠한 영향을 미칠지는 지켜볼 필요성이 있다.

투자의견 매수와 목표주가 74,000원을 유지한다.

## 현대제철 별도 실적 추정

(단위: 억원,%)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
<b>매출액</b>											
판재류	23,173	24,588	22,846	22,763	20,360	22,780	20,400	22,440	107,652	93,370	85,980
봉형강류	11,438	12,434	13,369	14,179	11,680	13,325	13,000	14,300	52,677	51,420	52,305
합계	34,611	37,022	36,215	36,947	32,040	36,105	33,400	36,740	160,329	144,794	138,285
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판재류	779	737	763	689	679	680	680	680	848	742	680
봉형강류	744	661	720	694	648	650	650	650	781	705	649
전체	767	710	747	691	667	669	668	668	825	728	668
<b>판매량(천톤)</b>											
판재류	2,973	3,334	2,995	3,303	2,997	3,350	3,000	3,300	12,698	12,607	12,647
봉형강류	1,538	1,882	1,856	2,044	1,803	2,050	2,000	2,200	6,747	7,319	8,053
전체	4,511	5,216	4,851	5,347	4,800	5,400	5,000	5,500	19,445	19,926	20,700
영업이익	3,405	4,245	3,619	3,409	2,558	3,135	2,767	3,264	14,400	14,678	11,724
영업이익률	9.8	11.5	10.0	9.2	8.0	8.7	8.3	8.9	9.0	10.1	8.5
<b>매출비중(%)</b>											
판재류	67.0	66.4	63.1	61.6	63.5	63.1	61.1	61.1	67.1	64.5	62.2
봉형강류	33.0	33.6	36.9	38.4	36.5	36.9	38.9	38.9	32.9	35.5	37.8
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>											
판재류	-12.7	-8.9	-12.4	-18.8	-12.1	-7.4	-10.7	-1.4	53.7	-13.3	-7.9
봉형강류	-10.8	-15.8	8.5	11.0	2.1	7.2	-2.8	0.9	-9.3	-2.4	1.7
합계	-12.1	-11.3	-5.7	-9.5	-7.4	-2.5	-7.8	-0.6	25.1	-9.7	-4.5
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판재류	-12.5	-12.7	-8.5	-16.6	-12.8	-7.8	-10.9	-1.3	12.5	-12.5	-8.4
봉형강류	-7.5	-15.3	-7.8	-8.6	-12.9	-1.6	-9.8	-6.3	-4.3	-9.7	-7.8
전체	-10.8	-13.5	-8.5	-14.1	-13.0	-5.8	-10.5	-3.3	5.6	-11.7	-8.3
<b>판매량(천톤)</b>											
판재류	-0.2	4.4	-4.3	-2.7	0.8	0.5	0.2	-0.1	36.7	-0.7	0.3
봉형강류	-3.6	-0.5	17.7	21.4	17.2	8.9	7.8	7.6	-5.3	8.5	10.0
전체	-1.4	2.5	3.0	5.3	6.4	3.5	3.1	2.9	18.4	2.5	3.9
영업이익	46.0	18.3	-1.0	-29.3	-24.9	-26.1	-23.5	-4.3	101.0	1.9	-20.1
영업이익률(%p)	3.9	2.9	0.5	-2.6	-1.9	-2.8	-1.7	-0.3	3.4	1.2	-1.7

자료: 현대제철, 키움증권.

## 현대제철 연결 실적 추정

(단위: 억원,%,%p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
<b>매출액</b>	37,506	39,941	40,834	43,045	37,438	42,048	39,343	42,683	167,624	161,325	161,513
본사	34,611	37,022	36,215	36,947	32,040	36,105	33,400	36,740	160,329	144,794	138,285
본사외	2,895	2,919	4,619	6,098	5,398	5,943	5,943	5,943	7,294	16,531	23,228
영업이익	3,398	4,333	3,308	3,602	2,692	3,335	2,967	3,464	14,911	14,641	12,458
본사	3,405	4,245	3,619	3,409	2,558	3,135	2,767	3,264	14,400	14,678	11,724
본사외	-7	88	-310	193	134	200	200	200	511	-36	734
영업이익률(%)	9.1	10.8	8.1	8.4	7.2	7.9	7.5	8.1	8.9	9.1	7.7
<b>YoY(%)</b>											
<b>매출액</b>											
본사	-12.1	-11.3	-5.7	-9.5	-7.4	-2.5	-7.8	-0.6	25.1	-9.7	-4.5
본사외	52.1	42.0	175.8	267.1	86.5	103.6	28.7	-2.5	1.5	126.6	40.5
영업이익	35.1	14.7	-12.0	-25.9	-20.8	-23.0	-10.3	-3.8	95.5	-1.8	-14.9
본사	46.0	18.3	-1.0	-29.3	-24.9	-26.1	-23.5	-4.3	101.0	1.9	-20.1
본사외	흑전	-53.0	적전	411.7	흑전	126.8	흑전	3.6	11.1	적전	흑전
영업이익률(%p)	3.0	2.2	-1.3	-3.1	-1.9	-2.9	-0.6	-0.3	3.3	0.2	-1.4

자료: 현대제철, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	135,328	167,624	161,325	161,513	163,216
매출원가	121,840	144,416	137,019	139,154	139,623
매출총이익	13,487	23,207	24,306	22,359	23,593
판매비및일반관리비	5,861	8,296	9,665	9,901	10,006
영업이익(보고)	7,626	14,911	14,641	12,458	13,587
영업이익(핵심)	7,626	14,911	14,641	12,458	13,587
영업외손익	198	-3,924	-5,374	-3,128	-2,962
이자수익	319	183	148	135	149
배당금수익	106	111	167	0	169
외환이익	2,376	2,638	1,638	0	0
이자비용	2,526	4,201	3,885	3,525	3,281
외환손실	1,351	2,547	3,007	0	0
관계기업지분법손익	71	115	95	0	0
투자및기타자산처분손익	1,051	-44	-244	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-116	82	0	0
기타	70	-63	-367	262	0
법인세차감전이익	7,824	10,988	9,267	9,330	10,625
법인세비용	730	3,165	1,876	2,217	2,525
유효법인세율 (%)	9.3%	28.8%	20.2%	23.8%	23.8%
당기순이익	7,094	7,823	7,392	7,113	8,101
지배주주지분순이익(억원)	6,919	7,648	7,336	7,170	8,165
EBITDA	14,771	26,797	27,377	24,502	25,611
현금순이익(Cash Earnings)	14,239	19,709	20,127	19,158	20,124
수정당기순이익	6,067	7,937	7,521	7,113	8,101
증감율(% , YoY)					
매출액	-9.1	23.9	-3.8	0.1	1.1
영업이익(보고)	-14.2	95.5	-1.8	-14.9	9.1
영업이익(핵심)	-14.2	95.5	-1.8	-14.9	9.1
EBITDA	-9.3	81.4	2.2	-10.5	4.5
지배주주지분 당기순이익	-13.1	10.5	-4.1	-2.3	13.9
EPS	-13.2	-19.0	-10.6	-8.4	13.9
수정순이익	-25.7	30.8	-7.5	23.8	1.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	6,542	19,477	30,732	19,330	24,435
당기순이익	7,094	7,823	7,392	7,113	8,101
감가상각비	6,923	11,329	11,904	11,277	11,315
무형자산상각비	222	556	832	768	709
외환손익	-1,037	715	1,174	0	0
자산처분손익	99	142	388	0	0
지분법손익	-71	-115	-95	0	0
영업활동자산부채 증감	-4,496	-2,922	9,096	340	4,311
기타	-2,191	1,949	42	-167	0
투자활동현금흐름	-19,570	-11,424	-22,017	-12,021	-11,187
투자자산의 처분	1,979	-493	-1,128	-21	-187
유형자산의 처분	290	373	226	0	0
유형자산의 취득	-26,742	-10,538	-22,167	-12,000	-11,000
무형자산의 처분	-500	-472	-452	0	0
기타	5,402	-294	1,503	0	0
재무활동현금흐름	11,438	-8,755	-7,468	-10,943	-10,954
단기차입금의 증가	-14,091	-22,451	-24,399	0	0
장기차입금의 증가	25,965	14,275	18,949	-10,000	-10,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-421	-579	-878	-991	-991
기타	-15	0	-1,140	47	37
현금및현금성자산의순증가	-1,592	-699	1,248	-3,634	2,294
기초현금및현금성자산	9,246	7,654	6,955	8,203	4,569
기말현금및현금성자산	7,654	6,955	8,203	4,569	6,863
Gross Cash Flow	11,038	22,399	21,636	18,990	20,124
Op Free Cash Flow	-17,678	8,571	10,890	9,827	15,693

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	63,634	61,206	66,668	63,102	61,389
현금및현금성자산	7,654	6,955	8,203	4,569	6,863
유동금융자산	1,555	1,906	2,130	2,132	2,155
매출채권및유동채권	22,390	22,766	23,385	23,413	23,659
재고자산	31,996	29,540	32,872	32,910	28,634
기타유동비금융자산	40	40	78	78	78
비유동자산	231,569	228,132	252,696	252,838	251,989
장기매출채권및기타비유동채권	650	671	902	903	912
투자자산	21,262	18,233	18,957	19,143	19,308
유형자산	196,048	195,723	214,107	214,830	214,516
무형자산	13,503	13,410	18,526	17,758	17,050
기타비유동자산	105	94	204	204	204
자산총계	295,203	289,338	319,364	315,941	313,378
유동부채	64,961	58,856	66,574	66,606	66,892
매입채무및기타유동채무	23,757	20,193	25,912	25,942	26,216
단기차입금	27,115	18,662	18,935	18,935	18,935
유동성장기차입금	12,885	18,408	20,538	20,538	20,538
기타유동부채	1,204	1,593	1,190	1,192	1,204
비유동부채	96,595	92,334	97,590	88,012	78,054
장기매입채무및비유동채무	254	463	110	485	490
사채및장기차입금	89,873	85,426	89,890	79,890	69,890
기타비유동부채	6,468	6,445	7,590	7,637	7,674
부채총계	161,556	151,190	164,164	154,618	144,946
자본금	5,827	5,827	6,672	6,672	6,672
주식발행초과금	26,597	26,597	37,200	37,200	37,200
이익잉여금	85,207	91,919	97,949	104,146	111,338
기타자본	14,266	11,896	10,599	10,599	10,599
지배주주지분자본총계	131,897	136,239	152,420	158,617	165,809
비지배주주지분자본총계	1,750	1,909	2,780	2,705	2,624
자본총계	133,647	138,148	155,200	161,322	168,432
순차입금	120,664	113,636	119,030	112,662	100,346
총차입금	129,873	122,496	122,496	112,496	102,496

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

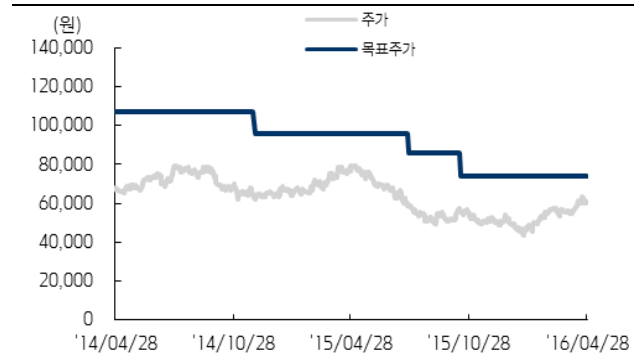
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	8,102	6,562	5,866	5,373	6,119
BPS	113,168	116,893	114,219	118,863	124,252
주당EBITDA	17,296	22,992	21,890	18,361	19,192
CFPS	16,673	16,910	16,093	14,356	15,080
DPS	500	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	10.7	9.7	8.5	9.3	8.2
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.3	7.1	6.8	7.3	6.5
PCFR	5.2	3.8	3.1	3.5	3.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.6	8.9	9.1	7.7	8.3
영업이익률(핵심)	5.6	8.9	9.1	7.7	8.3
EBITDA margin	10.9	16.0	17.0	15.2	15.7
순이익률	5.2	4.7	4.6	4.4	5.0
자기자본이익률(ROE)	6.1	5.8	5.0	4.5	4.9
투자자본이익률(ROIC)	3.4	4.6	4.8	3.7	4.1
안정성(%)					
부채비율	120.9	109.4	105.8	95.8	86.1
순차입금비율	90.3	82.3	76.7	69.8	59.6
이자보상배율(배)	3.0	3.5	3.8	3.5	4.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	7.4	7.0	6.9	6.9
재고자산회전율	4.8	5.4	5.2	4.9	5.3
매입채무회전율	5.9	7.6	7.0	6.2	6.3

- 당사는 04월 27일 현재 '현대제철' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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
	2016-04-28	BUY(Maintain)	74,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 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 (2015/3/1~2016/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	13	5.49%
매도	0	0.00%