



## BUY(Maintain)

목표주가: 77,000원

주가(04/27): 52,900원

시가총액: 70,593억원



철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (04/27)	2,209.46pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	64,500원	45,000원
등락률	-17.98%	17.56%
수익률	절대	상대
1M	-8.8%	-11.0%
6M	4.1%	-4.6%
1Y	-12.9%	-20.5%

## Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	392천주
외국인 지분율	25.03%
배당수익률(17E)	1.32%
BPS(17E)	126,714원
주요 주주	기아자동차 17.3%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	161,325	166,915	185,001	192,830
보고영업이익	14,641	14,450	15,373	15,890
핵심영업이익	14,641	14,450	15,373	15,890
EBITDA	27,377	26,495	28,427	29,290
세전이익	9,267	11,284	12,896	13,203
순이익	7,392	8,327	9,552	9,744
지배주주지분순이익	7,336	8,175	9,357	9,549
EPS(원)	5,866	6,126	7,012	7,156
증감률(%YoY)	-10.6	4.4	14.3	2.1
PER(배)	8.5	9.5	7.5	7.4
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.8	4.6	6.8	6.6
보고영업이익률(%)	9.1	8.7	8.3	8.2
핵심영업이익률(%)	9.1	8.7	8.3	8.2
ROE(%)	5.0	5.2	5.7	5.5
순부채비율(%)	76.7	69.4	66.4	63.2

## Price Trend



## 실적리뷰

## 현대제철 (004020)

## 무난한 실적, 무난하지 않은 협상



당사 예상치에 부합한 평이한 실적이었습니다. 원재료투입 인상폭을 가격인상으로 커버하지 못해 별도기준 이익률은 전분기대비 악화되었습니다. 연결기준으로 시장에 상차를 소폭 상회했으나 큰 의미를 부여하기 어렵고, 역시 문제는 자동차강판가격 인상입니다. 협상결과는 단순한 실적 그 이상을 의미하며, 향후 결과에 따라 목표주가를 조정할 예정입니다.

## &gt;&gt; 평이한 1분기 실적

1분기 별도 매출액 3조 9,559억원(QoQ -2.3%, YoY 23.5%), 영업이익 2,831억원(QoQ -18.9%, YoY 10.7%), 연결 매출액 4조 5,741억원(QoQ -1.8%, YoY 22.2%), 영업이익 3,497억원(QoQ -9.7%, YoY 29.9%)을 기록하였다. 별도 영업이익은 당사 기대치 2,822억원에 정확히 부합하였고, 연결 영업이익은 4.6% 소폭 상회하였다.

별도 기준 영업이익률은 7.2%로 전분기대비 1.4%p 악화되었는데, ASP 상승이 원재료투입 인상분을 커버하지 못한 것으로 추정된다. 판매류 ASP와 봉형 강류 ASP는 전분기대비 각각 32천원/톤, 38천원/톤 상승하여 전체 ASP는 34천원/톤 인상되었는데, 원재료투입단가는 약 50천원/톤의 상승한 것으로 추정되어 마진스프레드가 악화된 것으로 보인다. 연결자회사들의 영업이익이 여가 666억원으로 전분기 383억원대비 큰 폭으로 개선되었는데, 국내자회사들의 실적 호조가 주효한 것으로 추정된다.

## &gt;&gt; 2Q17 영업이익 4,099억원, QoQ 17%

2Q17 매출액 4조 7,900억원(QoQ 4.7%, YoY 13.4%), 영업이익 4,099억원 (QoQ 17.2%, YoY -5.1%)으로, 실적개선 폭이 영업이익 기준 QoQ 17.2%로 전망한다. 적어도 2분기에 자동차강판 가격 인상이 진행될 것으로 전망하며 이에 판매류 ASP는 27천원/톤, 전체 ASP는 17천원/톤 상승 할 것으로 판단한다. 판매량 또한 성수기 진입에 따라 540만톤으로 QoQ 4.1% 증가하여 고정비 절감효과가 기대된다.

## &gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 77,000원 유지

동사의 주가는 지난 2월 21일 65,400원을 고점으로 19.6% 하락하였다. 고점대비 8.6% 하락한 POSCO대비 과도한데, 그 배경은 철강시황의 조정외에도 동사의 지연되는 자동차강판 가격 협상에 따른 가격협상력 열위가 부각되었기 때문으로 판단된다.

자동차강판 가격협상이 적어도 2분기에는 타결될 것으로 보여, 불확실성 해소 측면에서는 주가에 어느정도 긍정적으로 작용 할 것으로 보이나, 회복강도는 인상폭에 달려있다. 따라서, 주가하락으로 Valuation 매력 있으나, 협상결과 확인이 필요하다.

## 1Q17 잠정실적

(단위: 억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P			차이		YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
<b>별도</b>											
매출액(억원)	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	39,348	38,431	0.5	2.9	23.5	-2.3
영업이익(억원)	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	2,822	2,919	0.3	-3.0	10.7	-18.9
영업이익률(%)	8.0	9.7	9.1	8.6	7.2	7.2	7.6	0.0	-0.4	-0.8	-1.5
<b>연결</b>											
매출액(억원)	37,438	42,257	40,634	46,586	45,741	45,048	44,175	1.5	3.5	22.2	-1.8
영업이익(억원)	2,692	4,322	3,562	3,874	3,496	3,343	3,285	4.6	6.4	29.9	-9.8
영업이익률(%)	7.2	10.2	8.8	8.3	7.6	7.4	7.4	0.2	0.2	0.5	-0.7
순이익	1,586	2,546	3,007	1,202	3,411	2,176	2,210	56.8	54.3	115.1	183.8
지배주주순이익	1,598	2,435	3,000	1,154	3,341	2,137	2,189	56.4	52.6	109.0	189.5

자료: 현대제철, 키움증권

## 연간 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %, %p)

	2016	변경전		변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	166,915	167,316	177,316	185,001	192,830	10.6	8.7	10.8	4.2
영업이익	14,450	15,291	16,205	15,373	15,890	0.5	-1.9	6.4	3.4
영업이익률(%)	8.7	9.1	9.1	8.3	8.2	-0.8	-0.9	-0.3	-0.1
지배주주순이익	8,188	9,269	9,631	9,357	9,549	0.9	-0.9	14.3	2.1

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 연결기준 분기 실적 추정

(단위: 억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	37,438	42,257	40,634	46,586	45,741	47,900	44,160	47,200	166,915	185,001	192,830
별도기준	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	42,100	38,360	41,400	143,766	161,419	167,935
별도 외	5,398	6,107	5,565	6,079	6,182	5,800	5,800	5,800	23,149	23,582	24,895
영업이익	2,692	4,322	3,562	3,874	3,497	4,099	3,656	4,121	14,450	15,373	15,890
별도기준	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	3,693	3,250	3,715	12,774	13,489	14,034
별도 외	134	799	360	383	666	406	406	406	1,676	1,884	1,856
영업이익률(%)	7.2	10.2	8.8	8.3	7.6	8.6	8.3	8.7	8.7	8.3	8.2
별도기준	8.0	9.7	9.1	8.6	7.2	8.8	8.5	9.0	8.9	8.4	8.4
별도 외	2.5	13.1	6.5	6.3	10.8	7.0	7.0	7.0	7.2	8.0	7.5
YoY(%)											
매출액	-0.2	5.8	-0.5	8.2	22.2	13.4	8.7	1.3	3.5	10.8	4.2
본사	-7.4	-2.4	-3.2	9.6	23.5	16.5	9.4	2.2	-0.7	12.3	4.0
본사외	86.5	109.2	20.5	-0.3	14.5	-5.0	4.2	-4.6	40.0	1.9	5.6
영업이익	-20.8	-0.3	7.7	7.5	29.9	-5.1	2.6	6.4	-1.3	6.4	3.4
본사	-24.9	-17.0	-11.5	2.4	10.7	4.9	1.5	6.4	-13.0	5.6	4.0
본사외	흑전	806.2	흑전	98.6	398.1	-49.2	12.9	5.9	흑전	12.4	-1.5
영업이익률(%p)	-1.9	-0.6	0.7	-0.1	0.5	-1.7	-0.5	0.4	-0.4	-0.3	-0.1
별도기준	-1.9	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	-1.0	-0.7	0.4	-1.3	-0.5	0.0
별도 외	2.7	10.1	13.2	3.1	8.3	-6.1	0.5	0.7	7.5	0.7	-0.5

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 별도기준 분기 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>											
판매류	20,360	21,240	22,240	25,350	25,069	25,600	24,490	26,070	89,190	101,229	104,807
봉형강류	11,680	14,910	12,830	15,160	14,490	16,500	13,870	15,330	54,580	60,190	60,328
합계	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	42,100	38,360	41,400	143,766	161,419	167,935
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판매류	679	689	719	741	773	800	790	790	708	788	800
봉형강류	648	682	683	708	746	750	730	730	682	739	730
전체	667	686	705	729	763	780	767	767	698	769	772
<b>판매량(천톤)</b>											
판매류	2,997	3,084	3,093	3,419	3,244	3,200	3,100	3,300	12,593	12,844	13,101
봉형강류	1,803	2,185	1,879	2,140	1,942	2,200	1,900	2,100	8,007	8,142	8,264
전체	4,800	5,269	4,972	5,559	5,186	5,400	5,000	5,400	20,600	20,986	21,765
<b>영업이익</b>											
영업이익률	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	3,693	3,250	3,715	12,774	13,489	14,034
<b>매출비중(%)</b>											
판매류	63.5	58.8	63.4	62.6	63.4	60.8	63.8	63.0	62.0	62.7	62.4
봉형강류	36.5	41.2	36.6	37.4	36.6	39.2	36.2	37.0	38.0	37.3	35.9
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>											
판매류	-12.1	-13.6	-2.7	11.4	23.1	20.5	10.1	2.8	-4.5	13.5	3.5
봉형강류	2.1	19.9	-4.0	6.9	24.1	10.7	8.1	1.1	6.1	10.3	0.2
합계	-7.4	-2.4	-3.2	9.6	23.5	16.5	9.4	2.2	-0.7	12.3	4.0
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판매류	-12.8	-6.6	-5.7	7.6	13.8	16.2	9.9	6.5	-4.6	11.3	1.5
봉형강류	-12.9	3.3	-5.2	2.1	15.2	9.9	6.9	3.0	-3.3	8.4	-1.3
전체	-13.0	-3.3	-5.5	5.5	14.3	13.6	8.8	5.2	-4.0	10.2	0.3
<b>판매량(천톤)</b>											
판매류	0.8	-7.5	3.3	3.5	8.2	3.8	0.2	-3.5	-0.1	2.0	2.0
봉형강류	17.2	16.1	1.2	4.7	7.7	0.7	1.1	-1.9	9.4	1.7	1.5
전체	6.4	1.0	2.5	4.0	8.0	2.5	0.6	-2.9	3.4	1.9	3.7
<b>영업이익</b>											
영업이익률(%p)	-24.9	-17.0	-11.5	2.4	10.7	4.9	1.5	6.4	-13.0	5.6	4.0

자료: 현대제철, 키움증권,

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	161,325	166,915	185,001	192,830	198,336
매출원가	137,019	142,308	158,471	165,177	169,893
매출총이익	24,306	24,607	26,530	27,653	28,442
판매비 및 일반관리비	9,665	10,157	11,157	11,763	12,098
영업이익(보고)	14,641	14,450	15,373	15,890	16,344
영업이익(핵심)	14,641	14,450	15,373	15,890	16,344
영업외손익	-5,374	-3,148	-2,477	-2,687	-2,674
이자수익	148	113	79	128	131
배당금수익	167	281	303	324	334
외환이익	1,638	2,342	0	0	0
이자비용	3,885	3,153	3,131	3,139	3,139
외환손실	3,007	2,533	0	0	0
관계기업지분법손익	95	100	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-244	-103	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-236	0	0	0
기타	-367	41	273	0	0
법인세차감전이익	9,267	11,302	12,896	13,203	13,670
법인세비용	1,876	2,963	3,344	3,459	3,582
유형부채율 (%)	20.2%	26.2%	25.9%	26.2%	26.2%
당기순이익	7,392	8,340	9,552	9,744	10,088
지배주주지분순이익(억원)	7,336	8,188	9,357	9,549	9,887
EBITDA	27,377	28,328	28,427	29,290	30,075
현금순이익(Cash Earnings)	20,127	22,217	22,607	23,144	23,819
수정당기순이익	7,521	8,590	9,552	9,744	10,088
증감율(%), YoY					
매출액	-3.8	3.5	10.8	4.2	2.9
영업이익(보고)	-1.8	-1.3	6.4	3.4	2.9
영업이익(핵심)	-1.8	-1.3	6.4	3.4	2.9
EBITDA	2.2	3.5	0.4	3.0	2.7
지배주주지분 당기순이익	-4.1	11.6	14.3	2.1	3.5
EPS	-10.6	4.6	14.3	2.1	3.5
수정순이익	-5.2	14.2	11.2	2.0	3.5

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,668	67,950	71,462	74,283	77,484
현금및현금성자산	8,203	7,372	4,321	4,300	5,504
유동금융자산	2,130	1,837	2,036	2,122	2,183
매출채권및유동채권	23,385	24,609	27,276	28,430	29,242
재고자산	32,872	34,077	37,770	39,368	40,492
기타유동비금융자산	78	54	60	62	64
비유동자산	252,696	255,943	265,118	272,864	280,050
장기매출채권및기타비유동채권	902	1,382	1,531	1,596	1,642
투자자산	18,957	19,938	22,017	23,098	23,970
유형자산	214,107	216,452	224,345	231,796	238,830
무형자산	18,526	17,931	16,985	16,134	15,368
기타비유동자산	204	240	240	240	240
자산총계	319,364	323,893	336,580	347,147	357,535
유동부채	66,574	68,131	71,488	72,940	73,962
매입채무및기타유동채무	25,912	29,718	32,938	34,332	35,312
단기차입금	18,935	11,055	11,055	11,055	11,055
유동성장기차입금	20,538	26,100	26,100	26,100	26,100
기타유동부채	1,190	1,258	1,395	1,454	1,495
비유동부채	97,590	92,125	92,888	93,243	93,505
장기매입채무및비유동채무	110	192	212	221	228
사채및장기차입금	89,890	83,563	83,563	83,563	83,563
기타비유동부채	7,590	8,371	9,113	9,458	9,714
부채총계	164,164	160,256	164,375	166,183	167,467
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
주식발행초과금	37,200	37,200	37,200	37,200	37,200
이익잉여금	97,949	105,485	113,875	122,457	131,377
기타자본	10,599	11,347	11,347	11,347	11,347
지배주주지분자본총계	152,420	160,704	169,094	177,676	186,596
비지배주주지분자본총계	2,780	2,932	3,110	3,288	3,471
자본총계	155,200	163,636	172,204	180,964	190,068
순차입금	119,030	111,509	114,361	114,295	113,031
총차입금	129,363	120,718	120,718	120,718	120,718

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,732	29,638	19,189	21,483	22,540
당기순이익	7,392	8,340	9,552	9,744	10,088
감가상각비	11,904	12,825	12,108	12,549	12,966
무형자산상각비	832	1,053	947	851	765
외환손익	1,174	487	0	0	0
자산처분손익	388	154	0	0	0
지분법손익	-95	-100	0	0	0
영업활동자산부채 증감	9,096	5,375	-3,137	-1,358	-955
기타	42	1,504	-281	-303	-324
투자활동현금흐름	-22,017	-20,230	-21,998	-20,865	-20,608
투자자산의 처분	-1,128	-257	-1,998	-865	-608
유형자산의 처분	226	188	0	0	0
유형자산의 취득	-22,167	-19,757	-20,000	-20,000	-20,000
무형자산의 처분	-452	-404	0	0	0
기타	1,503	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-7,468	-10,170	-243	-639	-729
단기차입금의 증가	-24,399	-30,355	0	0	0
장기차입금의 증가	18,949	21,162	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-978	-985	-985	-985
기타	-1,140	0	742	346	256
현금및현금성자산의순증가	1,248	-831	-3,052	-20	1,203
기초현금및현금성자산	6,955	8,203	7,372	4,321	4,300
기말현금및현금성자산	8,203	7,372	4,321	4,300	5,504
Gross Cash Flow	21,636	24,263	22,326	22,841	23,495
Op Free Cash Flow	10,890	9,754	124	3,769	4,838

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

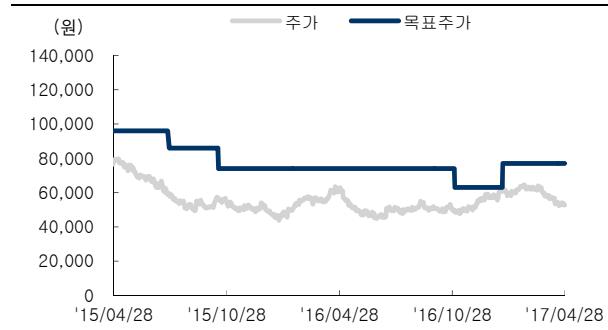
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,866	6,136	7,012	7,156	7,409
BPS	114,219	120,427	126,714	133,145	139,829
주당EBITDA	21,890	21,228	21,302	21,949	22,537
CFPS	16,093	16,649	16,941	17,344	17,850
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	8.5	9.3	7.5	7.4	7.1
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	6.8	6.6	6.3
PCF	3.1	3.4	3.1	3.1	3.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2
영업이익률(핵심)	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2
EBITDA margin	17.0	17.0	15.4	15.2	15.2
순이익률	4.6	5.0	5.2	5.1	5.1
자기자본이익률(ROE)	5.0	5.2	5.7	5.5	5.4
투하자본이익률(ROIC)	4.8	4.2	3.9	4.4	4.4
안정성(%)					
부채비율	105.8	97.9	95.5	91.8	88.1
순차입금비율	76.7	68.1	66.4	63.2	59.5
이자보상배율(배)	3.8	4.6	4.9	5.1	5.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.0	7.1	6.9	6.9
재고자산회전율	5.2	5.0	5.1	5.0	5.0
매입채무회전율	7.0	6.0	5.9	5.7	5.7

- 당사는 04월 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
<b>현대제철 (004020)</b>	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
	2015-10-15	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
	2016-05-09	BUY(Maintain)	74,000원
	2016-07-14	BUY(Maintain)	74,000원
	2016-07-26	BUY(Maintain)	74,000원
	2016-10-18	BUY(Maintain)	74,000원
	2016-11-01	BUY(Maintain)	63,000원
	2016-11-28	BUY(Maintain)	63,000원
	2017-01-18	BUY(Maintain)	77,000원
	2017-01-26	BUY(Maintain)	77,000원
	2017-04-18	BUY(Maintain)	77,000원
	2017-04-28	BUY(Maintain)	77,000원

### 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%