



## BUY(Maintain)

목표주가: 72,000원(상향)

주가(10/30): 57,400원

시가총액: 76,598억원

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/30)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	64,600원	47,750원
등락률	-11.15%	20.21%
수익률	절대	상대
1M	8.7%	4.0%
6M	4.6%	-7.8%
1Y	14.9%	-7.2%

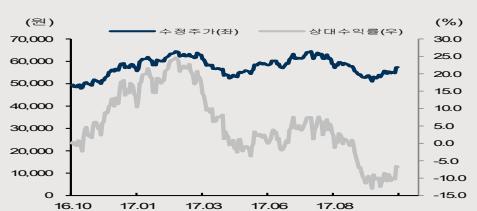
## Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	391천주
외국인 지분율	24.26%
배당수익률(17E)	1.32%
BPS(17E)	126,545원
주요 주주	기아자동차
	17.3%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	161,325	166,915	192,296	198,368
보고영업이익	14,641	14,450	14,755	14,883
핵심영업이익	14,641	14,450	14,755	14,883
EBITDA	27,377	26,495	27,809	28,003
세전이익	9,267	11,284	12,515	12,450
순이익	7,392	8,327	9,284	9,188
자체주주지분순이익	7,336	8,175	9,132	9,005
EPS(원)	5,866	6,126	6,843	6,748
증감률(%YoY)	-10.6	4.4	11.5	-1.4
PER(배)	8.5	9.5	8.4	8.5
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	6.8	4.6	6.8	6.6
보고영업이익률(%)	9.1	8.7	7.7	7.5
핵심영업이익률(%)	9.1	8.7	7.7	7.5
ROE(%)	5.0	5.2	5.5	5.2
순부채비율(%)	76.7	69.4	64.8	59.2

## Price Trend



## 실적리뷰

## 현대제철 (004020)

## 아쉬운 별도, 선방한 연결



별도 실적은 부진하였지만, 연결 실적은 당사 전망에 부합하였다. 별도 실적의 부진은 원재료투입단가 상승에 따른 봉형강류의 이익저하 때문으로 판단된다. SSC의 회복세로 연결 기준 실적이 개선된 것은 유의미해 보인다. 4분기 판매류 스프레드 개선폭 여부가 실적을 좌우 할 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 부진한 별도, 추정치에 부합한 연결

3분기 별도 매출액 4조 2,839억원(QoQ 0.2%, YoY 22.2%), 영업이익 3,063억원(QoQ -11.2%, YoY -4.4%), 연결 매출액 4조 8,202억원(QoQ 2.7%, YoY 18.6%), 영업이익 3,396억원(QoQ -3.2%, YoY -4.7%)을 기록하였다. 별도 기준 영업이익은 당사 전망과 시장기대치를 각각 -5.5%, -10.7% 하회하는 부진한 실적이었지만, 연결 기준 영업이익은 당사 전망치 3,396억원에 매우 근접한 수준이였다.

별도 기준 부진의 원인은 당사 예상보다 큰 봉형강류에서의 이익저하 때문으로 판단된다. 3Q17 봉형강류ASP는 764천원/톤으로 전분기 대비 11천원/톤 개선되었지만, 철스크랩 가격 상승과 전극봉 등 부원재료 가격 상승으로 봉형강류는 전분기 대비 이익은 감소했을 것으로 추정된다. 판매류 ASP는 782천원/톤으로 전분기 대비 11천원/톤 하락하였지만, 원재료 투입단가 하락으로 마진은 개선된 것으로 보인다.

부진한 별도와 달리 연결자회사들의 실적은 예상보다 견조하였다. 연결 자회사들의 영업이익은 334억원으로 전분기 61억원대비 큰 폭으로 회복되었다. 해외스틸서비스의 실적이 2Q17을 저점으로 회복한 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q17 영업이익 4,354억원, QoQ 28%

3Q17 매출액 5조 1,427억원(QoQ 6.7%, YoY 10.4%), 영업이익 4,354억원(QoQ 28.2%, YoY 12.4%)으로 실적 개선을 전망한다. 실적개선의 배경은 본사의 스프레드 개선이다. 4분기 봉형강류는 전통적인 성수기로 판매량 증대와 판가인상에 따른 이익 개선이 기대되며, 판매류의 경우 동사의 가격인상 폭 여부가 실적개선 폭을 좌우하겠지만, 중국 철강재 가격 흐름과 원재료투입단가 하락을 감안하면, 스프레드는 개선될 것이다. 연결자회사의 경우 SSC에서 큰 폭의 회복을 기대하긴 어려우나, 저점은 지났다고 판단 3Q17과 비슷한 수준의 영업이익 기여가 전망된다.

투자의견 Buy와 목표주가 72,000원으로 상향한다. Target multiple을 0.50배에서 0.55배로 상향조정에 따른 것으로 POSCO의 Target multiple 0.80배에서 30% 디스카운트 한 수준이다.

## 3Q17 잠정실적

(단위: 억원, %, %p)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P			차이		YoY (%,%)	QoQ (%,%)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
<b>별도</b>											
매출액(억원)	35,069	40,507	39,559	42,743	42,839	40,130	40,479	6.7	5.8	22.2	0.2
영업이익(억원)	3,203	3,491	2,831	3,448	3,063	3,240	3,429	-5.5	-10.7	-4.4	-11.2
영업이익률(%)	9.1	8.6	7.2	8.1	7.1	8.1	8.5	-0.9	-1.3	-2.0	-0.9
<b>연결</b>											
매출액(억원)	40,634	46,586	45,741	46,925	48,202	45,377	45,553	6.2	5.8	18.6	2.7
영업이익(억원)	3,562	3,874	3,497	3,509	3,396	3,417	3,636	-0.6	-6.6	-4.7	-3.2
영업이익률(%)	8.8	8.3	7.6	7.5	7.0	7.5	8.0	-0.5	-0.9	-1.7	-0.4

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	185,611	193,921	192,296	198,368	3.6	2.3	15.2	3.2
영업이익	14,450	14,287	14,905	14,755	14,883	3.3	-0.2	2.1	0.9
영업이익률(%)	8.7	8.3	8.2	7.7	7.5	-0.6	-0.7	-1.0	-0.2
지배주주순이익	8,188	10,128	9,491	9,376	9,379	-7.4	-1.2	14.5	0.0

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 연결기준 분기 실적 추정

(단위: 억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	37,438	42,257	40,634	46,586	45,741	46,925	48,202	51,427	166,915	192,296	198,368
별도기준	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	42,743	42,839	45,580	143,766	170,720	175,868
별도 외	5,398	6,107	5,565	6,079	6,182	4,182	5,364	5,847	23,149	21,576	22,500
영업이익	2,692	4,322	3,562	3,874	3,497	3,509	3,396	4,354	14,450	14,755	14,883
별도기준	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	3,448	3,063	3,999	12,774	13,340	13,743
별도 외	134	799	360	383	666	61	334	355	1,676	1,415	1,140
영업이익률(%)	7.2	10.2	8.8	8.3	7.6	7.5	7.0	8.5	8.7	7.7	7.5
별도기준	8.0	9.7	9.1	8.6	7.2	8.1	7.1	8.8	8.9	7.8	7.8
별도 외	2.5	13.1	6.5	6.3	10.8	1.4	6.2	6.1	7.2	6.6	5.1
YoY(%)											
매출액	-0.2	5.8	-0.5	8.2	22.2	11.0	18.6	10.4	3.5	15.2	3.2
본사	-7.4	-2.4	-3.2	9.6	23.5	18.2	22.2	12.5	-0.7	18.7	3.0
본사외	86.5	109.2	20.5	-0.3	14.5	-31.5	-3.6	-3.8	40.0	-6.8	4.3
영업이익	-20.8	-0.3	7.7	7.5	29.9	-18.8	-4.7	12.4	-1.3	2.1	0.9
본사	-24.9	-17.0	-11.5	2.4	10.7	-2.1	-4.4	14.6	-13.0	4.4	3.0
본사외	흑전	806.2	흑전	98.6	398.1	-92.4	-7.2	-7.4	흑전	-15.6	-19.4
영업이익률(%p)	-1.9	-0.6	0.7	-0.1	0.5	-2.7	-1.7	0.1	-0.4	-1.0	-0.2
별도기준	-1.9	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	-1.7	-2.0	0.2	-1.3	-1.1	0.0
별도 외	2.7	10.1	13.2	3.1	8.3	-11.6	-0.2	-0.2	7.5	-0.7	-1.5

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 별도기준 분기 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>											
판매류	20,360	21,240	22,240	25,350	25,069	26,020	25,630	26,860	89,190	103,579	107,753
봉형강류	11,680	14,910	12,830	15,160	14,490	16,720	17,210	18,720	54,580	67,140	65,315
합계	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	42,743	42,839	45,580	143,766	170,720	175,868
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판매류	679	689	719	741	773	793	782	790	708	784	800
봉형강류	648	682	683	708	746	753	764	780	682	762	730
전체	667	686	705	729	763	777	774	786	698	775	771
<b>판매량(천톤)</b>											
판매류	2,997	3,084	3,093	3,419	3,244	3,282	3,279	3,400	12,593	13,205	13,469
봉형강류	1,803	2,185	1,879	2,140	1,942	2,220	2,253	2,400	8,007	8,815	8,947
전체	4,800	5,269	4,972	5,559	5,186	5,502	5,532	5,800	20,600	22,020	22,816
<b>영업이익</b>											
판매류	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	3,448	3,063	3,999	12,774	13,340	13,743
영업이익률	8.0	9.7	9.1	8.6	7.2	8.1	7.1	8.8	8.9	7.8	7.8
<b>매출비중(%)</b>											
판매류	63.5	58.8	63.4	62.6	63.4	60.9	59.8	58.9	62.0	60.7	61.3
봉형강류	36.5	41.2	36.6	37.4	36.6	39.1	40.2	41.1	38.0	39.3	37.1
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>											
판매류	-12.1	-13.6	-2.7	11.4	23.1	22.5	15.2	6.0	-4.5	16.1	4.0
봉형강류	2.1	19.9	-4.0	6.9	24.1	12.1	34.1	23.5	6.1	23.0	-2.7
합계	-7.4	-2.4	-3.2	9.6	23.5	18.2	22.2	12.5	-0.7	18.7	3.0
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판매류	-12.8	-6.6	-5.7	7.6	13.8	15.1	8.7	6.5	-4.6	10.8	2.0
봉형강류	-12.9	3.3	-5.2	2.1	15.2	10.4	11.9	10.1	-3.3	11.7	-4.2
전체	-13.0	-3.3	-5.5	5.5	14.3	13.2	9.8	7.8	-4.0	11.1	-0.6
<b>판매량(천톤)</b>											
판매류	0.8	-7.5	3.3	3.5	8.2	6.4	6.0	-0.6	-0.1	4.9	2.0
봉형강류	17.2	16.1	1.2	4.7	7.7	1.6	19.9	12.1	9.4	10.1	1.5
전체	6.4	1.0	2.5	4.0	8.0	4.4	11.3	4.3	3.4	6.9	3.6
영업이익	-24.9	-17.0	-11.5	2.4	10.7	-2.1	-4.4	14.6	-13.0	4.4	3.0
영업이익률(%p)	-1.9	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	-1.7	-2.0	0.2	-1.3	-1.1	0.0

자료: 현대제철, 키움증권,

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	161,325	166,915	604,636	636,432	649,160
매출원가	137,019	142,308	519,243	546,548	557,479
매출총이익	24,306	24,607	85,393	89,883	91,681
판매비및일반관리비	9,665	10,157	36,581	38,505	39,275
영업이익(보고)	14,641	14,450	48,812	51,379	52,406
영업이익(핵심)	14,641	14,450	48,812	51,379	52,406
영업외손익	-5,374	-3,148	-2,264	-3,254	-3,200
이자수익	148	113	1,629	2,188	2,231
배당금수익	167	281	1,305	492	501
외환이익	1,638	2,342	6,863	0	0
이자비용	3,885	3,153	6,516	5,933	5,933
외환손실	3,007	2,533	5,854	0	0
관계기업지분법손익	95	100	420	0	0
투자및기타자산처분손익	-244	-103	388	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-236	-1,993	0	0
기타	-367	41	1,494	0	0
법인세차감전이익	9,267	11,302	46,548	48,125	49,206
법인세비용	1,876	2,963	12,652	12,920	13,211
유효법인세율 (%)	20.2%	26.2%	27.2%	26.8%	26.8%
당기순이익	7,392	8,340	33,896	35,205	35,996
지배주주지분순이익(억원)	7,336	8,188	31,673	33,444	34,196
EBITDA	27,377	28,328	78,473	81,077	82,139
현금순이익(Cash Earnings)	20,127	22,217	63,557	64,903	65,728
수정당기순이익	7,521	8,590	35,070	35,205	35,996
증감율(% YoY)					
매출액	-3.8	3.5	13.9	5.3	2.0
영업이익(보고)	-1.8	-1.3	71.6	5.3	2.0
영업이익(핵심)	-1.8	-1.3	71.6	5.3	2.0
EBITDA	2.2	3.5	29.5	3.3	1.3
지배주주지분 당기순이익	-4.1	11.6	132.3	5.6	2.2
EPS	-10.6	4.6	132.3	5.6	2.2
수정순이익	-5.2	14.2	177.5	0.4	2.2

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,668	67,950	319,280	351,194	382,492
현금및현금성자산	8,203	7,372	13,380	29,208	54,066
유동금융자산	2,130	1,837	64,435	67,824	69,180
매출채권및유동채권	23,385	24,609	134,788	141,876	144,713
재고자산	32,872	34,077	103,102	108,523	110,694
기타유동비금융자산	78	54	3,575	3,763	3,839
비유동자산	252,696	255,943	511,271	515,251	516,961
장기매출채권및기타비유동채권	902	1,382	7,239	7,620	7,772
투자자산	18,957	19,938	88,735	92,033	93,323
유형자산	214,107	216,452	341,542	345,083	348,350
무형자산	18,526	17,931	57,388	54,148	51,149
기타비유동자산	204	240	16,367	16,367	16,367
자산총계	319,364	323,893	830,551	866,445	899,452
유동부채	66,574	68,131	201,225	206,523	208,758
매입채무및기타유동채무	25,912	29,718	90,702	95,471	97,381
단기차입금	18,935	11,055	80,042	80,042	80,042
유동성장기차입금	20,538	26,100	22,151	22,151	22,151
기타유동부채	1,190	1,258	8,330	8,858	9,184
비유동부채	97,590	92,125	153,415	155,207	156,383
장기매입채무및비유동채무	110	192	2,087	2,196	2,240
사채및장기차입금	89,890	83,563	126,001	126,001	126,001
기타비유동부채	7,590	8,371	25,328	27,010	28,142
부채총계	164,164	160,256	354,640	361,730	365,141
자본금	6,672	6,672	4,824	4,824	4,824
주식발행초과금	37,200	37,200	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	97,949	105,485	437,495	465,029	493,302
기타자본	10,599	11,347	-7,435	-7,435	-7,435
지배주주지분자본총계	152,420	160,704	439,522	467,056	495,329
비지배주주지분자본총계	2,780	2,932	36,389	37,659	38,982
자본총계	155,200	163,636	475,911	504,715	534,311
순차입금	119,030	111,509	150,379	131,162	104,948
총차입금	129,363	120,718	228,194	228,194	228,194

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,732	29,638	34,338	55,928	62,280
당기순이익	7,392	8,340	33,896	35,205	35,996
감가상각비	11,904	12,825	26,162	26,459	26,733
무형자산상각비	832	1,053	3,499	3,240	2,999
외환손익	1,174	487	-1,009	0	0
자산처분손익	388	154	-388	0	0
지분법손익	-95	-100	-420	0	0
영업활동자산부채 증감	9,096	5,375	-18,031	-7,671	-2,957
기타	42	1,504	-9,370	-1,305	-492
	-22,017	-20,230	-42,103	-35,382	-32,154
	-1,128	-257	-11,520	-5,382	-2,154
	226	188	0	0	0
	-22,167	-19,757	-30,000	-30,000	-30,000
	-452	-404	0	0	0
	1,503	0	-583	0	0
	-7,468	-10,170	-3,331	-4,718	-5,268
	-24,399	-30,355	0	0	0
	18,949	21,162	0	0	0
	0	0	0	0	0
	-878	-978	-6,400	-6,400	-6,400
	-1,140	0	3,068	1,682	1,132
	1,248	-831	-11,096	15,828	24,858
	6,955	8,203	24,476	13,380	29,208
	8,203	7,372	13,380	29,208	54,066
	21,636	24,263	52,369	63,599	65,236
	10,890	9,754	17,338	29,613	35,112

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,866	6,136	36,328	38,360	39,221
BPS	114,219	120,427	504,115	535,696	568,124
주당EBITDA	21,890	21,228	90,006	92,993	94,210
CFPS	16,093	16,649	72,897	74,442	75,387
DPS	750	750	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	8.5	9.3	9.4	8.9	8.7
PBR	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.8	6.7	6.0	5.5	5.1
PCFR	3.1	3.4	4.7	4.6	4.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.1	8.7	8.1	8.1	8.1
영업이익률(핵심)	9.1	8.7	8.1	8.1	8.1
EBITDA margin	17.0	17.0	13.0	12.7	12.7
순이익률	4.6	5.0	5.6	5.5	5.5
자기자본이익률(ROE)	5.0	5.2	7.3	7.2	6.9
투하자본이익률(ROIC)	4.8	4.2	6.8	7.0	7.1
안정성(%)					
부채비율	105.8	97.9	74.5	71.7	68.3
순차입금비율	76.7	68.1	31.6	26.0	19.6
이자보상배율(배)	3.8	4.6	7.5	8.7	8.8
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.0	4.8	4.6	4.5
재고자산회전율	5.2	5.0	6.2	6.0	5.9
매입채무회전율	7.0	6.0	7.1	6.8	6.7

## Compliance Notice

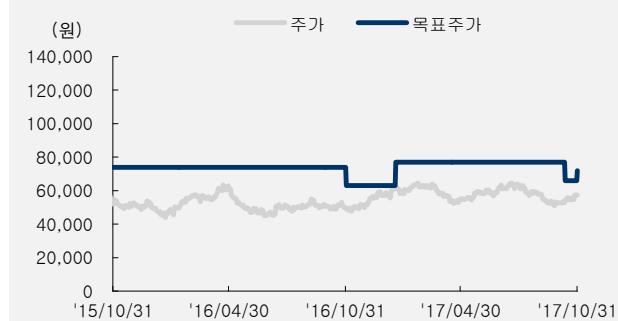
- 당사는 10월 30일 현재 '현대제철' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균	최고
현대제철 (004020)	2015-07-27	BUY(Maintain)	86,000원	6개월	-37.67	-30.81		
	2015-10-15	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-24.95	-23.78		
	2015-10-23	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-28.42	-23.38		
	2015-11-24	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-30.56	-23.38		
	2016-01-18	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-31.28	-23.38		
	2016-01-28	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89		
	2016-04-28	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89		
	2016-05-09	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89		
	2016-07-14	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89		
	2016-07-26	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89		
	2016-10-18	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89		
	2016-11-01	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-17.62		
	2016-11-28	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-13.98	-3.02		
	2017-01-18	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-21.17	-19.48		
	2017-01-26	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-21.5	-16.23		
	2017-04-18	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-22.44	-16.23		
	2017-04-28	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.54	-16.23		
	2017-06-02	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.55	-16.23		
	2017-06-26	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.1	-16.23		
	2017-07-13	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.1	-16.23		
	2017-07-31	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.1	-16.23		
	2017-10-12	BUY(Maintain)	66,000원	6개월	-15.93	-13.03		
	2017-10-31	BUY(Maintain)	72,000원	6개월				

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%