

2018/04/30

현대제철(004020)

현 주가는 긍정적 측면에 초점을 맞춰야..

■ 18.1Q 실적 시장 기대치 하회. 2Q 실적은 개선

동사의 18.1Q 연결 영업이익은 2,935억원 [-10.3%, q-q]으로 시장 예상치 [3,113억원]을 하회했다. <표1> 이는 현대제철 본사 영업이익 부진 [2,501억원, -16.3% q-q]에 기인한다. <표2> 봉형강 부문 및 고로 부문이 모두 좋지 못했다.

봉형강 부문 부진은 『1) 판매량 감소 [207만톤(17.4Q) → 184만톤(18.1Q)] : 중기계 및 철근 판매량 둔화, 2) 톤당 약 3~5천원의 Roll-Margin 축소, 3) 특수강 봉강 적자 지속』 때문이다. 고로 부문 [강관 및 경량화 포함] 둔화는 톤당 2만원의 Roll-Margin 축소 때문이다. 당초 예상 대비 철광석, 원료탄 등 고로 원가가 큰 폭으로 상승했다. <그림5>

자회사 실적은 양호했다. 일부 미실현 이익 효과가 포함되었지만 해외 코일 센터 영업이익 [200억원(17.4Q) → 약 300억원(18.1Q)] 은 큰 폭으로 개선되었다. 또 다른 자회사인 비앤지스틸 실적 역시 판매량 회복 및 제품 가격 인상 효과로 개선되었을 것으로 추정된다.

동사의 18.2Q 연결 영업이익은 3,910억원 [+39.3%, q-q]으로 전분기 대비 의미있게 개선될 것이다. <표2,3> 이는 『1) 봉형강 부문 호조: 성수기 판매량 증가 효과 [184만톤(18.1Q) → 216만톤(18.2Q)], 2) 고로 부문 톤당 2만원 수준의 Roll-Margin 확대: 내수 후판 가격 인상 및 열연 수출 단가 인상』에 기인한다.

■ 아직 전방 산업에 대한 불안 요인은 가시지 않았지만..

국내 건설 및 자동차 등 동사 전방 산업은 여전히 큰 개선 조짐이 없다. 최근 국내 제강사의 가격 인상에도 국내 철근 유통 가격의 반등 기미는 없다. 국내 철근 - 스크랩 스프레드 역시 마찬가지이다. <그림1> 자동차 산업 역시 실적 부진 여파가 여전하다.

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

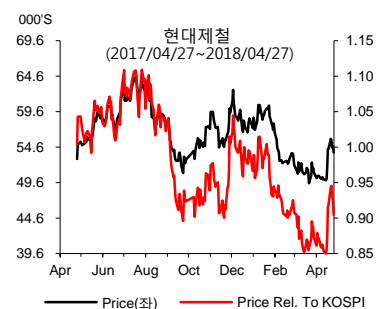
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	67,000원
종가(2018/04/27)	53,800원

Stock Indicator

자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	7,179십억원
외국인지분율	25.4%
배당금(2017)	750원
EPS(2018E)	10,597원
BPS(2018E)	134,530원
ROE(2018E)	8.2%
52주 주가	49,450~64,600원
60일평균거래량	361,160주
60일평균거래대금	19.0십억원

Price Trend



■ 현 주가는 긍정적 요인에 보다 관심을 가져야 하는 수준

그러나 현 주가 [12개월 Forward 기준 P/B 0.4x]는 긍정적 요인에 초점을 맞춰야 하는 수준이다. 미미하지만 다음과 같은 긍정적 요인이 있다.

첫째, 중국 업황 반등이다. 봉형강 중심의 가파른 재고 조정과 더불어 중국 봉형강 Roll-Margin 역시 최근 반등하기 시작했다. <그림2>

둘째, 후판 부문이 개선되고 있다. 중국 내수 후판 Roll-Margin은 최근 10년 내 최고치를 돌파했다. <그림3> 이는 중국 내 후판 수급이 구조 조정 효과 [조선 불황기 수년간에 걸쳐 진행된 설비 폐쇄] 및 수주 호조 등으로 타이트하기 때문이다. 실제 국내 중국산 후판 수입량 역시 감소 중이다. <그림3>

이 같은 동아시아의 타이트한 후판 수급은 동사와 같은 후판 업체의 판매량 증가 <그림4> 및 가격 인상을 지지하는 요인이다.

셋째, 동사 부문 용선원가는 18.2Q 부터 완만하게 하락한다. <그림4> 수익성 지지 요인이다.

넷째, 특수강 가동률이 가파르게 상승하고 있다. 이러한 추세라면 하반기에는 특수강 부문에서의 의미있는 적자 폭 축소를 기대할 수 있다. 특수강 부문 적자 축소로 철근 등 기존 봉형강 부진이 일정 상쇄 가능하다. <그림 5>

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 6.7만원

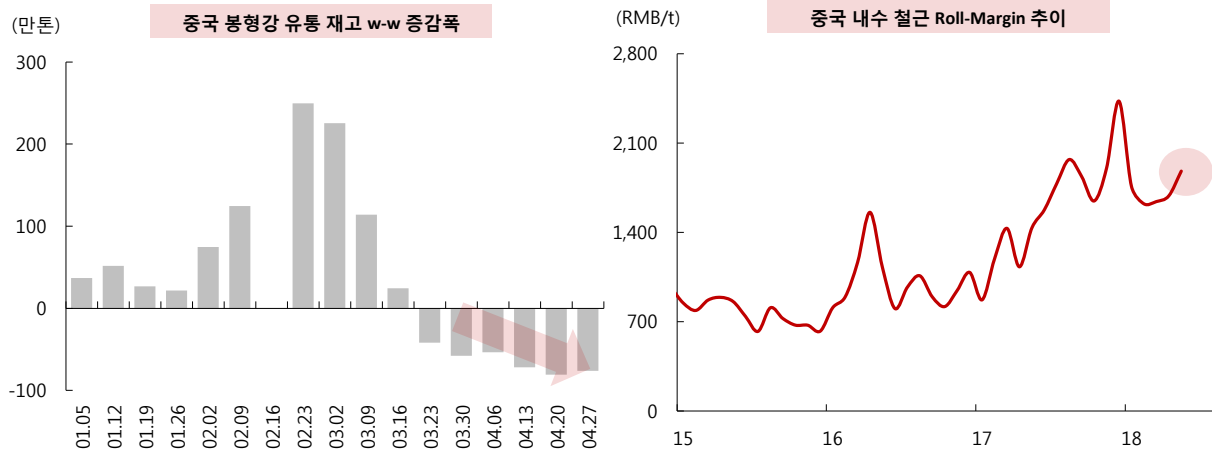
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정을 반영, <표4> 목표 주가를 기존 7.2만원에서 6.7만원으로 하향 조정한다. 수익 예상 조정은 최근 봉형강 부문 수익성 둔화를 반영했기 때문이다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 135,965원에 Target PBR 0.5x [12개월 예상 Forward ROE 5.1%, COE 10%]를 적용하여 산출했다. 목표주가 산정시 ROE 계산에서는 모비스 주식 매각에 따른 이익 효과는 배제했다.

<그림 1> 최근 국내 철근 업체의 강경한 가격 인상 기조에도 국내 유통 가격은 약세를 보이고 있다. [국내 철근 유통 가격 - 스크랩 가격] 스프레드 역시 부진하다. 최고 성수기인 시기에서의 이 같은 흐름은 국내 건설업황이 만만치 않음을 시사한다.



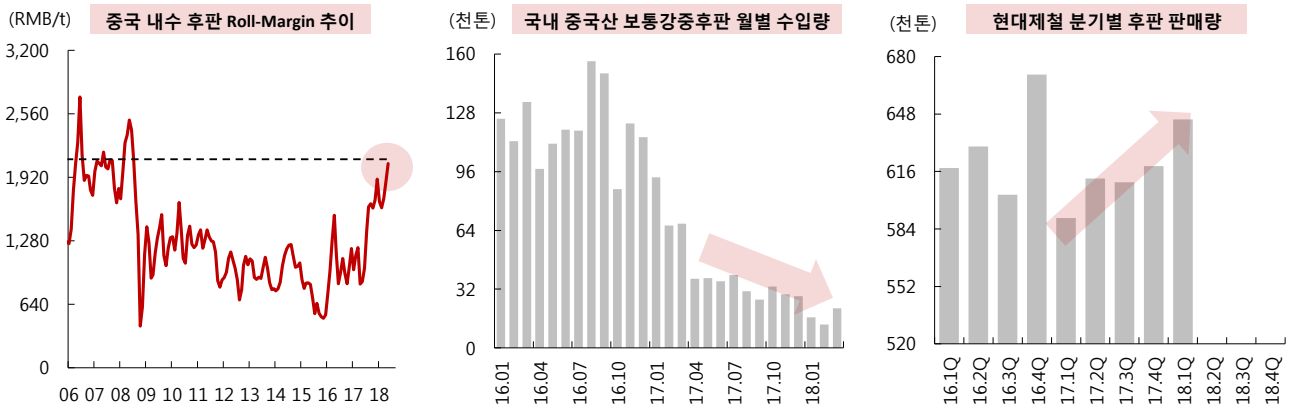
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 2> 성수기 진입에 따른 가파른 재고 소진으로 중국 업황은 반등 기조에 진입했다.



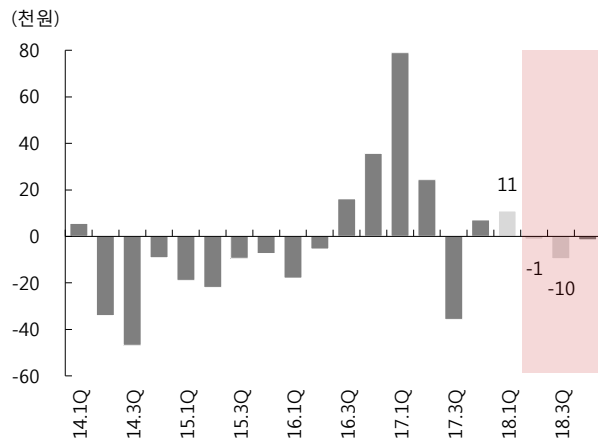
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 3> 중국 내수 후판 Roll-Margin은 타이트한 수급으로 최근 10년 내 최고치를 돌파했다. 이에 최근 중국의 후판 수출량 역시 최근 감소 중이다. 이는 국내 조선사의 수주 증가와 더불어 후판 업체의 판매량 증가 및 가격 인상을 뒷받침 해주고 있다.



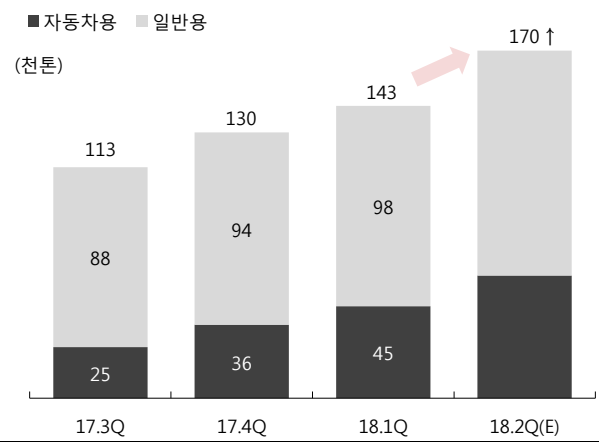
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 4> 현대제철 분기별 용선원가 변동폭



자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<그림 5> 동사 당진 특수강 분기별 생산량 추이



자료: 하이투자증권 리서치

〈표 1〉 현대제철 18.1Q Review

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(a)	y-y	q-q	컨센서스	차이(a-b)
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	4,786	4.6%	-5.8%	4,961	-3.5%
영업이익	350	351	340	327	294	-16.1%	-10.4%	311	-5.7%
세전이익	457	184	244	195	235	-48.6%	20.6%	272	-13.4%
지배주주순이익	334	139	175	78	173	-48.1%	121.3%	192	-9.9%
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%			6.3%	-0.1%p
세전이익률	10.0%	3.9%	5.1%	3.8%	4.9%			5.5%	-0.6%p
지배주주순이익률	7.3%	3.0%	3.6%	1.5%	3.6%			3.9%	-0.3%p

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	16,889	4,244	4,821	4,560	4,797	18,422
영업이익	283	345	306	299	1,233	250	349	312	347	1,259
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	7.3%	5.9%	7.2%	6.9%	7.2%	6.8%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	19,166	4,786	5,413	5,136	5,390	20,724
영업이익	350	351	340	327	1,368	294	391	348	386	1,418
세전이익	457	184	244	195	1,081	235	328	1,092	322	1,978
지배주주순이익	334	139	175	78	727	173	234	777	230	1,414
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	7.1%	6.1%	7.2%	6.8%	7.2%	6.8%
세전이익률	10.0%	3.9%	5.1%	3.8%	5.6%	4.9%	6.1%	21.3%	6.0%	9.5%
지배주주순이익률	7.3%	3.0%	3.6%	1.5%	3.8%	3.6%	4.3%	15.1%	4.3%	6.8%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

〈표 4〉 현대제철 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	20,724	21,014	20,672	20,875	0.3%	0.7%
영업이익	1,418	1,472	1,497	1,524	-5.3%	-3.4%
세전이익	1,978	1,301	1,263	1,324	56.6%	-1.8%
지배주주순이익	1,414	927	906	950	56.1%	-2.4%
영업이익률	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%	-0.4%p	-0.3%p
세전이익률	9.5%	6.2%	6.1%	6.3%	3.4%p	-0.2%p
지배주주순이익률	6.8%	4.4%	4.4%	4.6%	2.4%p	-0.1%p

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,863	8,883	8,796	8,577
현금 및 현금성자산	771	1,292	1,074	796
단기금융자산	168	168	168	168
매출채권	2,719	2,940	2,981	2,990
재고자산	4,098	4,352	4,413	4,427
비유동자산	25,510	25,106	24,495	23,876
유형자산	21,339	21,040	20,533	20,018
무형자산	1,748	1,644	1,539	1,435
자산총계	33,374	33,990	33,291	32,453
유동부채	6,707	6,852	7,382	7,829
매입채무	1,255	1,357	1,376	1,381
단기차입금	886	886	686	386
유동성장기부채	2,183	1,800	2,000	2,130
비유동부채	9,631	8,831	6,831	4,701
사채	4,030	3,530	1,830	0
장기차입금	4,450	4,150	3,850	3,550
부채총계	16,338	15,683	14,213	12,530
지배주주지분	16,716	17,952	18,702	19,523
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	11,278	12,593	13,422	14,321
기타자본항목	856	777	698	620
비지배주주지분	320	354	376	400
자본총계	17,036	18,306	19,079	19,923

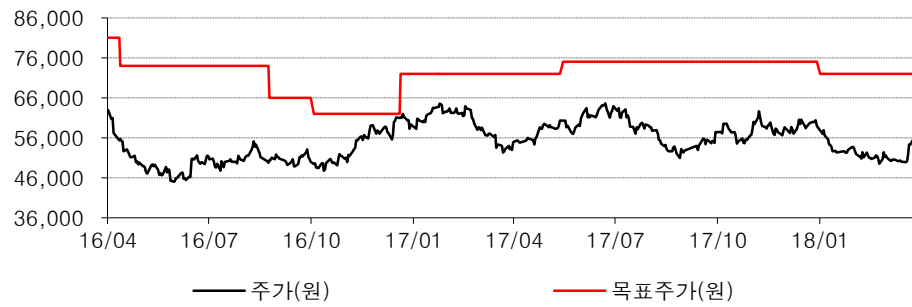
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,166	20,724	21,014	21,080
증가율(%)	14.8	8.1	1.4	0.3
매출원가	16,733	18,101	18,316	18,336
매출총이익	2,432	2,624	2,698	2,744
판매비와관리비	1,065	1,206	1,226	1,233
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,368	1,418	1,472	1,511
증가율(%)	-5.4	3.7	3.8	2.6
영업이익률(%)	7.1	6.8	7.0	7.2
이자수익	10	15	13	10
이자비용	308	277	224	163
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-83	751	-32	-32
세전계속사업이익	1,081	1,978	1,301	1,399
법인세비용	354	529	351	378
세전계속이익률(%)	5.6	9.5	6.2	6.6
당기순이익	728	1,448	950	1,021
순이익률(%)	3.8	7.0	4.5	4.8
지배주주귀속 순이익	716	1,414	927	997
기타포괄이익	-79	-79	-79	-79
총포괄이익	649	1,369	871	943
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,720	3,268	3,146	3,385
당기순이익	728	1,448	950	1,021
유형자산감가상각비	1,403	1,500	1,507	1,515
무형자산상각비	101	104	104	105
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,234	-1,088	-888	-888
유형자산의 처분(취득)	-1,195	-1,200	-1,000	-1,000
무형자산의 처분(취득)	-62	-	-	-
금융상품의 증감	-105	-	-	-
재무활동 현금흐름	-450	-1,282	-2,098	-2,398
단기금융부채의증감	-2,826	-383	-	-170
장기금융부채의증감	2,475	-800	-2,000	-2,130
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-37	-37	-37	-37
현금및현금성자산의증감	33	521	-217	-278
기초현금및현금성자산	737	771	1,292	1,075
기말현금및현금성자산	771	1,292	1,075	796

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,366	10,597	6,949	7,474
BPS	125,261	134,530	140,150	146,296
CFPS	16,639	22,617	19,024	19,607
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	10.9	5.1	7.7	7.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	3.5	2.4	2.8	2.7
EV/EBITDA	6.4	5.3	4.6	3.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.4	8.2	5.1	5.2
EBITDA 이익률	15.0	14.6	14.7	14.8
부채비율	95.9	85.7	74.5	62.9
순부채비율	62.3	48.6	37.3	25.6
매출채권회전율(x)	7.5	7.3	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	5.1	4.9	4.8	4.8

자료 : 현대제철, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대제철)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-05-10(담당자변경)	Buy	74,000	6개월	-32.9%	-25.4%
2016-09-21(담당자변경)	Buy	66,000	6개월	-23.3%	-19.5%
2016-10-31	Buy	62,000	6개월	-12.9%	-1.5%
2017-01-17	Buy	72,000	6개월	-18.1%	-10.4%
2017-06-12	Buy	75,000	6개월	-22.5%	-13.9%
2017-07-31	Buy	75,000	1년	-23.5%	-15.5%
2018-01-29	Buy	72,000	1년	-27.3%	-19.6%
2018-04-30	Buy	67,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김윤상\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-