

## 현대제철 (004020)

철강

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	66,000원 (M)
현재주가 (7/2)	50,400원
상승여력	31%

시가총액	67,257억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	677억원
60일 평균 거래량	1,109,235주
52주 고	68,700원
52주 저	49,450원
외인지분율	23.74%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.99%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(18.4) 0.2 (19.0)
상대	(12.4) 7.8 (14.7)
절대(달러환산)	(21.3) (5.0) (16.8)

## 2Q18 Preview: 다소 아쉬운 봉형강, 개선된 판재류

별도 영업이익 3,510억원(yoy +2%), 연결 영업이익 3,840억원(yoy +9%) 전망

지난 4월 국내 철근 생산업체는 2Q18 철근 판매 기준가격을 전분기대비 톤당 1만원 인상한다고 밝혔다. 하지만 예년 수준보다 계절적 영향이 더 커던 1Q에 생산업체들의 철근 재고량이 급증하며 2Q 철근 유통가격은 오히려 전분기대비 하락했다. 2Q 국산 철근 유통가격은 61.8만원/톤으로 전분기대비 2.8만원 떨어졌다. 유통가격 하락은 국내 철강 생산업체의 판매가격까지 영향을 미친 것으로 사료된다. 같은 기간 철근 생산업체들의 국산 철스크랩 구매가격 역시 전분기대비 약 톤당 2만원 가량 하락한 것으로 관측된다. 철스크랩 가격만 고려한 철근 스프레드는 전분기대비 개선됐으나 기타 부재료(흑연전극봉 등) 원가 상승이 스프레드 개선 효과를 축소시켰을 것으로 추정된다. 판재류의 경우 열연, 냉연, 후판 등의 판매가격이 모두 전분기대비 상승했을 것으로 예상된다. 다만 인상 폭에 있어서는 냉연대비 열연과 후판의 인상 폭이 더 커질 것으로 판단된다. 2Q 판재류(열연, 냉연, 후판)ASP는 전분기대비 1.1만원/톤 상승이 예상되며 주요 원재료 투입원가는 전분기대비 0.4만원/톤 하락하여 판재류 스프레드는 1.5만원/톤 개선됐을 것으로 추정된다. 2Q 별도 영업이익은 3,510억원으로 추정된다.

## 철근의 정상궤도 복귀, H형강 수입산 감소 효과 나타나

주요 철근 생산업체 2Q18 감산 시행에 따라 재고 수준 낮아져

2Q18 철근 판매가 부진했던 것이 아니다. 그러나 1Q18에 증가했던 높은 재고 수준을 낮출 필요는 있었다. 현대제철을 비롯한 국내 철근 생산업체들의 생산 조절이 2Q에 이어졌고 재고 수준은 빠르게 떨어졌다. 이로 인해 국산 철근 유통가격은 6월말 66.0만원/톤으로 5월 중순 58.5만원/톤 대비 큰 폭으로 상승했다. 지난 수년간 철근 대비 상대적으로 낮은 수익성을 나타냈던 H형강의 경우 수요가 개선된 부분은 많다고 할 수 없지만 중국산 H형강 수입량 감소 효과를 누리고 있는 것으로 파악된다. 수입량 감소 속 국내 H형강 생산업체(현대제철, 동국제강)들은 출하가격을 빠르게 인상시키면서 시장가격에 반영시키고 있다.

## 남북 경제협력 이벤트를 차치하더라도 낮은 수준의 밸류에이션

남북 경제협력과 관련된 부분이 현대제철의 실적에 반영되기까지는 불확실성과 기다림이라는 요소가 존재하지만 이러한 부분을 배제하더라도 현 수준의 주가는 PBR 0.38x로 지난친 저평가를 받고 있다. 보수적인 시각(Target PBR 0.50x)을 적용하더라도 상승여력은 충분하다는 판단이다.

## Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	51,545	9.8	7.7	52,416	-1.7
영업이익	3,840	9.4	30.8	3,617	6.2
세전계속사업이익	3,144	71.1	33.6	2,892	8.7
지배순이익	2,311	65.8	33.7	2,077	11.3
영업이익률 (%)	7.4	-0.1 %pt	+1.3 %pt	6.9	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	+1.5 %pt	+0.9 %pt	4.0	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	166,915	191,660	203,018	208,163	
영업이익	14,454	13,676	14,308	14,756	
지배순이익	8,502	7,161	8,575	9,158	
PER	8.1	10.9	7.8	7.3	
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	
EV/EBITDA	6.5	6.6	5.9	5.5	
ROE	5.4	4.4	5.0	5.1	

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후		변경 전 대비				
		2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E
별도	매출액	4,761	18,347	18,644	4,588	17,940	18,142	-3.6%	-2.2%	-2.7%
	영업이익	364	1,311	1,348	351	1,288	1,342	-3.8%	-1.8%	-0.5%
	OPM	7.7%	7.1%	7.2%	7.6%	7.2%	7.4%	0.0%p	0.0%p	0.2%p
연결	매출액	5,366	20,844	21,538	5,155	20,302	20,816	-3.9%	-2.6%	-3.4%
	영업이익	397	1,456	1,496	384	1,431	1,476	-3.2%	-1.7%	-1.4%
	OPM	7.4%	7.0%	6.9%	7.4%	7.0%	7.1%	0.1%p	0.1%p	0.1%p
	지배순이익	246	892	951	231	857	916	-6.0%	-3.9%	-3.7%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E	
매출액	16,889	17,940	18,142	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,588	8.1%	7.3%	4,478	4,629	
	①) 봉형강류	4,518	5,120	5,282	999	1,150	1,191	1,179	1,158	1,324	14.3%	15.1%	1,276	1,362
	②) 판재류	9,503	9,829	9,858	2,315	2,409	2,355	2,424	2,360	2,519	6.8%	4.6%	2,444	2,507
	기타	2,869	2,991	3,002	642	715	738	773	727	745	2.6%	4.2%	759	760
판매량	21,648	21,655	21,999	5,186	5,502	5,532	5,428	5,133	5,552	8.2%	0.9%	5,387	5,584	
	①) 봉형강류	6,844	7,183	7,461	1,553	1,782	1,818	1,691	1,610	1,860	15.5%	4.4%	1,800	1,913
	②) 판재류	12,405	12,359	12,408	3,103	3,132	3,098	3,072	3,005	3,163	5.3%	1.0%	3,052	3,138
	기타	2,399	2,113	2,121	530	588	616	665	518	528	2.0%	-10.2%	534	533
①) 봉형강류 ASP(A)	660	713	708	643	645	655	697	719	712	-1.1%	10.2%	709	712	
변동폭	74	53	-5	48	2	10	42	22	-8	-	-	-3	3	
③) 원재료 투입가격(B)	362	410	402	348	328	364	407	428	407	-4.9%	23.9%	402	402	
변동폭	83	48	-8	42	-20	36	43	21	-21	-	-	-6	0	
추정 스프레드(A-B)	298	303	307	295	317	291	290	291	305	4.6%	-3.9%	307	310	
변동폭	-9	5	3	6	22	-26	-1	1	13	-	-	3	3	
②) 판재류 ASP(C)	766	795	794	746	769	760	789	785	796	1.4%	3.5%	801	799	
변동폭	85	29	-1	29	23	-9	29	-4	11	-	-	4	-2	
④) 원재료 투입가격(D)	260	242	230	280	276	243	241	249	245	-1.6%	-11.4%	234	240	
변동폭	92	-18	-12	72	-4	-33	-2	8	-4	-	-	-10	6	
추정 스프레드(C-D)	506	553	565	466	493	517	548	536	552	2.9%	11.9%	566	559	
변동폭	-7	48	11	-43	27	24	31	-11	15	-	-	15	-7	
영업이익	1,233	1,288	1,342	283	345	306	299	250	351	40.1%	1.7%	334	353	
이익률	7.3%	7.2%	7.4%	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	7.6%	1.7%p	-0.4%p	7.5%	7.6%	

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H형강+형강, 주 2) 열연+냉연+후판, 주 3) 국산 철스크랩 종량 A(1.1톤), 주 4) 철광석(1.6톤)+원료탄(0.75톤) 가정

[표-3] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
원/달러 환율 (평균)		1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	1,120	1,120
철광석 구매 <sup>1)</sup>		75	61	65	59	66	60	59	58
(달러/톤, FOB)	분광	Index <sup>2)</sup>	57	78	67	62	58	68	61
		당분기	79	56	65	58	68	58	58
원료탄 구매 <sup>4)</sup>	(복합)		201	154	150	160	184	153	161
(달러/톤, FOB)	강점탄 <sup>3)</sup>		238	190	189	205	228	190	200
		Index	285	190	189	205	228	190	200
		당분기	168	190	189	205	228	190	200
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액			270	213	217	214	244	211	215
(달러/톤)	철광석	1.6톤	120	97	105	94	106	96	94
	원료탄	0.75톤	150	116	112	120	138	115	121
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 <sup>5)</sup>			280	276	243	241	249	245	234
(천원/톤)	전분기대비 증감		72	-4	-33	-2	8	-4	-10
	철광석	1.6톤	122	124	114	111	108	109	105
	전분기대비 증감		21	2	-10	-3	-3	0	-4
	원료탄	0.75톤	158	152	129	130	140	136	130
	전분기대비 증감		51	-6	-23	1	10	-4	-6
									6

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) Index 및 당분기 모두 호주 수출 가격이며 Index 와 당분기 구매비중은 시기에 따라 60:40 or 20:80 으로 가정, 주 2) 1Q17 은 2016년 9~11월 평균가격

주 3) Index 및 당분기 모두 호주 수출 가격이며 Index 와 당분기 구매비중은 시기에 따라 80:20 or 60:40 으로 가정, 주 4) 강점탄, 미점탄, PCI 가격의 가중 평균값

주 5) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

[표-4] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액	19,166	20,302	20,816	4,574	4,693	4,820	5,079	4,786	5,155	7.7%	9.8%	5,097	5,264
별도	16,889	17,940	18,142	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,588	8.1%	7.3%	4,478	4,629
국내 기타	1,163	1,196	1,209	301	291	296	275	283	306	8.1%	5.0%	298	309
해외	3,818	3,822	4,267	1,126	777	867	1,049	868	943	8.6%	21.4%	989	1,022
(연결조정)	2,704	2,655	2,801	809	649	626	621	609	682	-	-	669	696
영업이익	1,368	1,431	1,476	350	351	340	327	294	384	30.8%	9.4%	368	385
이익률	7.1%	7.0%	7.1%	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%	7.4%	1.3%p	0.0%p	7.2%	7.3%
별도	1,233	1,288	1,342	283	345	306	299	250	351	40.1%	1.7%	334	353
이익률	7.3%	7.2%	7.4%	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	7.6%	1.7%p	-0.4%p	7.5%	7.6%
국내 기타	44	48	46	19	3	14	8	13	12	-12.0%	270.0%	11	12
이익률	3.8%	4.0%	3.8%	6.4%	1.1%	4.6%	2.9%	4.7%	3.8%	-0.9%p	2.7%p	3.8%	3.8%
해외	90	87	88	30	15	24	20	22	22	0.2%	42.9%	22	21
이익률	2.4%	2.3%	2.1%	2.7%	2.0%	2.8%	1.9%	2.5%	2.3%	-0.2%p	0.3%p	2.3%	2.0%
(연결조정)	0	-8	0	-17	12	4	0	-8	0	-	-	0	0
세전이익	1,081	1,170	1,251	457	184	244	196	235	314	33.6%	71.1%	304	316
이익률	5.6%	5.8%	6.0%	10.0%	3.9%	5.1%	3.9%	4.9%	6.1%	1.2%p	2.2%p	6.0%	6.0%
지배순이익	716	857	916	334	139	175	68	173	231	33.7%	65.8%	222	231
이익률	3.7%	4.2%	4.4%	7.3%	3.0%	3.6%	1.3%	3.6%	4.5%	0.9%p	1.5%p	4.4%	4.4%

자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잡정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 치감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

## 현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	166,915	191,660	203,018	208,163	209,229
매출원가	142,308	167,335	177,145	181,621	182,239
매출총이익	24,607	24,325	25,874	26,542	26,991
판관비	10,154	10,649	11,565	11,786	11,846
영업이익	14,454	13,676	14,308	14,756	15,144
EBITDA	28,328	28,718	29,808	29,881	30,764
영업외순익	-2,714	-2,863	-2,612	-2,244	-1,934
외환관련순익	-191	1,008	-145	0	0
이자순익	-3,040	-2,982	-3,030	-2,783	-2,472
관계기업관련순익	100	95	65	0	0
기타	416	-984	498	538	538
법인세비용차감전순순익	11,740	10,813	11,696	12,512	13,210
법인세비용	3,068	3,537	2,966	3,190	3,369
계속사업순순익	8,671	7,275	8,730	9,321	9,842
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,671	7,275	8,730	9,321	9,842
지배지분순이익	8,502	7,161	8,575	9,158	9,670
포괄순이익	9,283	6,487	5,734	6,325	6,846
지배지분포괄이익	9,113	6,376	5,588	6,169	6,676

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	67,950	78,635	83,766	85,308	89,912
현금및현금성자산	7,372	7,707	7,436	8,800	13,031
매출채권 및 기타채권	23,764	27,171	28,434	28,365	28,505
재고자산	34,077	40,982	45,342	45,590	45,823
비유동자산	257,459	255,103	249,506	246,381	242,762
유형자산	216,452	213,393	209,680	207,412	204,511
관계기업등 지분관련자산	1,162	1,168	1,145	1,145	1,145
기타투자자산	17,661	18,703	17,735	17,735	17,735
자산총계	325,408	333,738	333,272	331,689	332,674
유동부채	68,131	67,072	67,788	67,883	70,018
매입채무 및 기타채무	29,450	33,909	29,096	29,192	31,326
단기차입금	11,055	8,863	12,745	12,745	12,745
유동성장기부채	26,100	21,832	23,924	23,924	23,924
비유동부채	92,429	96,311	88,173	78,173	68,173
장기차입금	42,857	44,497	37,276	27,276	17,276
사채	40,706	40,300	39,143	39,143	39,143
부채총계	160,560	163,383	155,961	146,057	138,191
지배지분	161,762	167,155	173,995	182,169	190,854
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,144	39,145	39,145	39,145	39,145
이익잉여금	106,543	112,777	120,612	128,786	137,471
비지배지분	3,085	3,200	3,316	3,463	3,628
자본총계	164,848	170,355	177,311	185,632	194,483
순차입금	112,093	107,284	105,263	93,899	79,668
총차입금	121,303	116,672	114,386	104,386	94,386

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	29,166	17,198	14,817	24,429	27,287
당기순이익	8,671	7,275	8,730	9,321	9,842
감가상각비	12,821	14,032	14,539	14,268	14,902
외환손익	487	-250	141	0	0
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	4,903	-7,770	-10,651	-1,841	2
기타현금흐름	2,283	3,911	2,059	2,680	2,541
투자활동 현금흐름	-19,758	-12,342	-12,310	-12,000	-12,000
투자자산	4	-5	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-19,757	-12,011	-12,513	-12,000	-12,000
유형자산 감소	188	61	207	0	0
기타현금흐름	-194	-388	-2	0	0
재무활동 현금흐름	-10,169	-4,503	-3,681	-10,994	-10,994
단기차입금	-6,951	-2,208	3,879	0	0
사채 및 장기차입금	-2,240	-1,302	-6,566	-10,000	-10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-978	-994	-994	-994	-994
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-69	-18	903	-71	-63
현금의 증감	-831	334	-270	1,364	4,231
기초 현금	8,203	7,372	7,707	7,436	8,800
기말 현금	7,372	7,707	7,436	8,800	13,031
NOPLAT	14,454	13,676	14,308	14,756	15,144
FCF	9,696	4,463	3,015	12,277	14,905

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

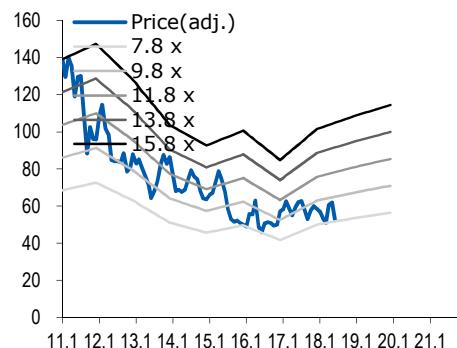
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,371	5,366	6,426	6,863	7,246
BPS	123,228	127,336	132,547	138,773	145,390
EBITDAPS	21,228	21,520	22,337	22,392	23,054
SPS	125,081	143,624	152,135	155,991	156,790
DPS	750	750	750	750	750
PER	8.1	10.9	7.8	7.3	7.0
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.5	6.6	5.9	5.5	4.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	3.5	14.8	5.9	2.5	0.5
영업이익 증가율 (%)	-1.3	-5.4	4.6	3.1	2.6
지배순이익 증가율 (%)	15.9	-15.8	19.7	6.8	5.6
매출총이익률 (%)	14.7	12.7	12.7	12.8	12.9
영업이익률 (%)	8.7	7.1	7.0	7.1	7.2
지배순이익률 (%)	5.1	3.7	4.2	4.4	4.6
EBITDA 마진 (%)	17.0	15.0	14.7	14.4	14.7
ROIC	4.1	3.5	4.0	4.1	4.3
ROA	2.6	2.2	2.6	2.8	2.9
ROE	5.4	4.4	5.0	5.1	5.2
부채비율 (%)	97.4	95.9	88.0	78.7	71.1
순차입금/자기자본 (%)	69.3	64.2	60.5	51.5	41.7
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.4	4.6	5.1	5.8

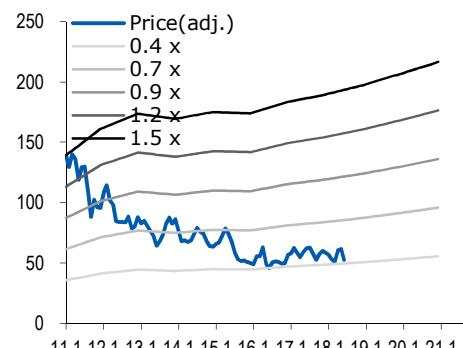
## P/E band chart

(천원)

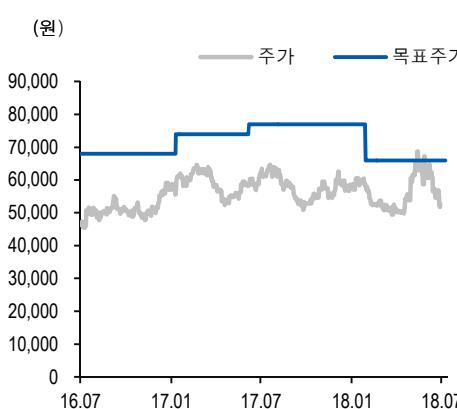


## P/B band chart

(천원)



## 현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-03	BUY	66,000	1년		
2018-01-29	BUY	66,000	1년		
2017-06-07	BUY	77,000	1년	-24.34	-16.10
2017-01-10	BUY	74,000	1년	-20.20	-12.84
2016-07-25	BUY	68,000	1년	-23.72	-12.94
2015-10-23	BUY	75,000	1년	-30.77	-15.47

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.7
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-06-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.