



2018/07/30

현대제철(004020)

철근 과징금 이슈는 주가에 기반영

■ 18.2Q 실적 시장 기대치 부합

동사의 18.2Q 연결 영업이익은 3,756억원 [+28%, q-q]으로 시장 예상치 [3,600억원]에 부합했다. <표1> 본사 영업이익 [3,344억원, +33.7% q-q] 역시 시장 기대치 [3,400억원]에 부합했다. 고로 부문 호조가 봉형강 부문 부진을 상쇄했기 때문이다.

봉형강 부문은 판매량 증가 [184만톤(18.1Q) → 217만톤(18.2Q)]에도 『1) 톤당 약 1만원의 Roll-Margin 축소, 2) 특수강 봉강 적자 지속』으로 1분기와 마찬가지로 부진했다. 그러나 고로 부문 실적이 『1) 판매량 증가: 300만톤 (18.1Q) → 328만톤 (18.2Q), 2) 톤당 3만원의 Roll-Margin 확대: 열연 및 후판 판매단가 전분기 대비 4~7만원 상승』의 이유로 호조를 보이며, 전술한 봉형강 부진을 상쇄했다. 특히 주목할 것은 미국 수출 단가 상승이 2분기 동사 열연강판 판매가격 상승을 견인했다는 점이다. <그림4> 주지하다시피 미국 역내 철강 가격은 관세 부과 여파로 큰 폭으로 상승했고, 동사의 18년 미국 수출량 쿼터는 [POSCO의 쿼터 반납으로] 기준 17.5만톤에서 53만톤으로 증가했다. 여기에 조선 후판 가격 인상분이 1분기 적용 분까지 소급, 반영되면서, 후판 판매 가격 역시 의미있게 상승했다.

■ 3분기, 판매량 감소 등에도 양호한 실적 시현할 전망

통상 동사의 3분기 실적은 봉형강 비수기에 따른 판매량 감소 및 대수리 비용 등으로 부진하다. 그러나 동사의 18.3Q 연결 영업이익 [3,720억원, -1.1%, q-q]은 2분기와 유사한, 양호한 흐름을 보일 것이다. 이유는 다음과 같다.

첫째, 봉형강 부문 실적 개선이다. 동사의 3분기 봉형강 Roll-Margin은 전분기 대비 2.5만원 확대될 전망이다. 6월부터 감산 및 대한제강의 신평 전기로 폐쇄 효과로 국내 주요 봉형강 제품의 Roll-Margin은 개선되고 있다. <그림1> 3분기 역시 『1) 주요 제강사 감산: 대한제강의 신평공장 설비 확장 공사, 2) 중국산 철근 수입량 감소세 지속: 철근 수입상 역마진 발생 <그림2>』으로 타이트한 수급은 지속될 것이다. 추세적 개선은 아니나, 단기적으로는 분명 좋아지고 있다.

철강/비철금속 김윤상

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

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	67,000원
종가(2018/07/27)	51,300원

Stock Indicator

자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	6,846십억원
외국인지분율	24.0%
배당금(2017)	750원
EPS(2018E)	6,001원
BPS(2018E)	129,933원
ROE(2018E)	4.7%
52주 주가	47,400~68,700원
60일평균거래량	1,136,702주
60일평균거래대금	68.6십억원

Price Trend



둘째, 고로 부문 실적 개선이다. 3분기 고로 부문 원가는 2분기와 유사하나 <그림3>, 제품 가격 인상 효과로 3분기 Roll-Margin은 2분기 대비 약 1만원 확대될 것이다. 환율 상승에 따른 수출 단가 상승은 물론 <그림4>, 하반기 조선용 후판 가격 인상이 예정되어있기 때문이다.

셋째, 특수강 부문 적자 폭 축소이다. 분기 300억원에 달하는 동사의 특수강 적자 폭은 하반기 『가동률 상승 및 자동차용 생산량 증가』를 통해 축소될 것이다. <그림5>

■ 현 주가는 긍정적 요인에 보다 관심을 가져야 하는 수준

최근까지 동사 주가는 경쟁사 대비 부진했다. 이는 『철근 과징금 이슈 및 미국의 수입산 자동차에 대한 232조 적용 가능성』 때문이다. 철근 과징금 이슈는 아직 진행 중이기는 하나, 무역 분쟁 이슈는 점차 완화 중이다. 무엇보다 현 주가는 [12개월 Forward 기준 P/B 0.4x] <그림6> 전술한 불확실성이 충분히 반영된 수준이다. 긍정적 요인에 관심을 가질 시기이다.

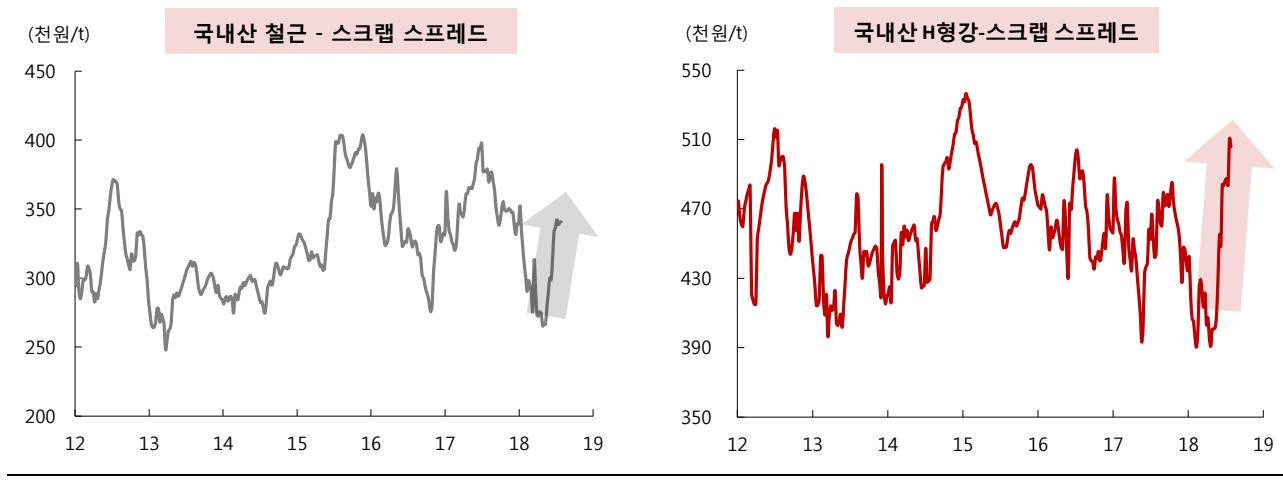
지금은 소재 업종에 대한 불확실성 해소 구간이다. 또한 환경 규제가 중국 업황을 견인하고 있다. 이산화황 배출 통제를 위해 중국 당산市 정부는 7/20~8/31 기간 동안 지역 철강사에 1/3 감산을 명령했다. 7/25 중국 정부는 2025년까지 철강사 오염 물질 방출량을 현재 대비 80% 감축할 것임을 시사 했다. 가동률은 하락하고 있고, 중국 철근 선물 가격은 연중 최고치를 경신 중이다. 재고 역시 타이트하다. 부정적으로 볼 이유가 없다. <그림7>

■ 투자의견 Buy, 목표주가 6.7만원

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 6.7만원을 유지한다. 수익 예상을 소폭 조정했으나, <표4> 목표주가에 미치는 영향이 미미하므로 기존 목표주가를 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 132,588원에 Target PBR 0.5x [12개월 예상 Forward ROE 5.2%, COE 10%]를 적용하여 산출했다.

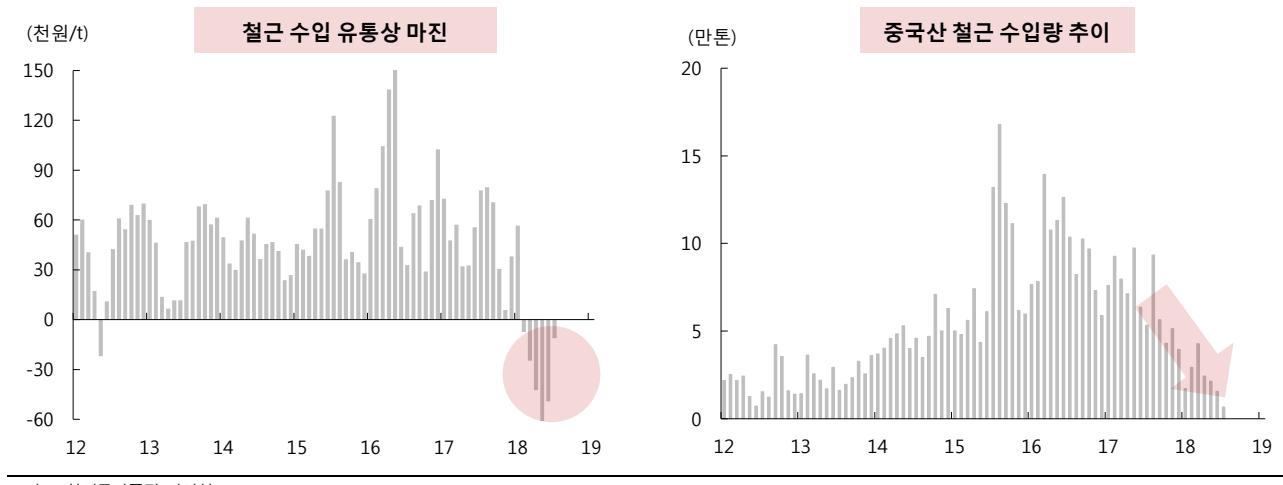
COMPANY BRIEF

<그림 1> 6월부터 주요 제강사 감산 및 대한제강 신평공장 전기로 폐쇄 효과로 국내 주요 봉형강 Roll-Margin은 큰 폭으로 개선되고 있다. 이는 3분기 주요 제강사의 실적이 2분기 대비 개선될 것을 시사한다.



자료: 하이투자증권 리서치

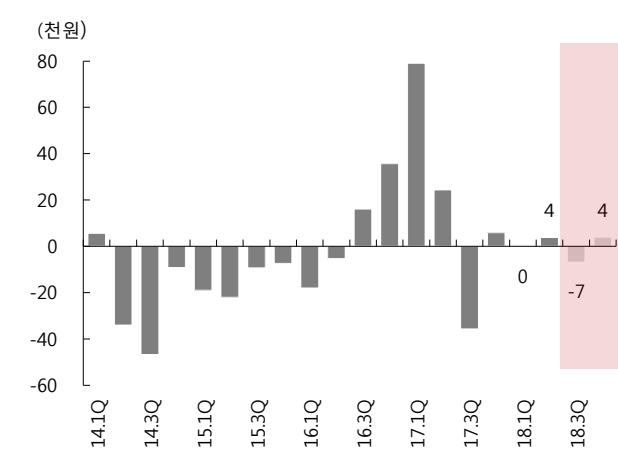
<그림 2> 최근 철근 수입 유통상은 계속적인 역마진 상황이다. 이러한 상황에서는 수입량을 늘리면 늘릴수록 손해이다. 중국산 철근 유입은 3분기에도 정체될 수 밖에 없고, 이는 국내 수급은 타이트하게 만드는 요인이다.



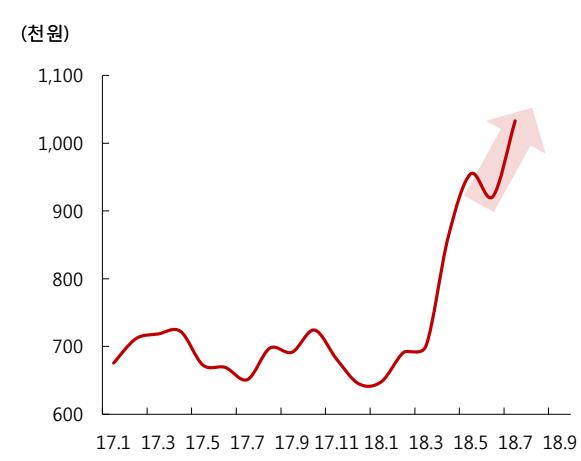
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 현대제철 용선원가 분기별 증감폭 추이 : 하반기 동사의 용선원가는 큰 변화가 없다.

<그림 4> 미국향 열연강판 수출 단가 추이 : 미국 내수 가격 폭등은 물론 원/달러 환율 상승으로 지속 상승 중이다.

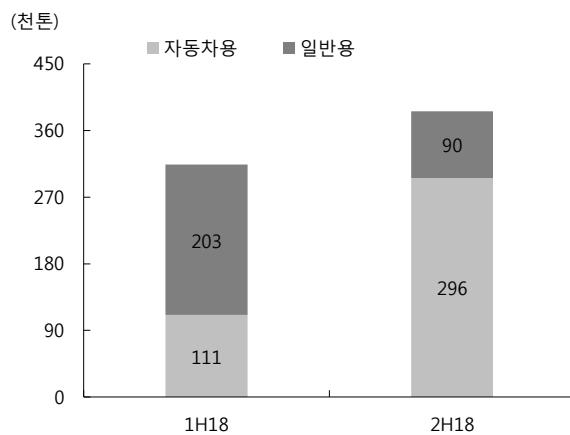


자료: 하이투자증권 리서치 추정



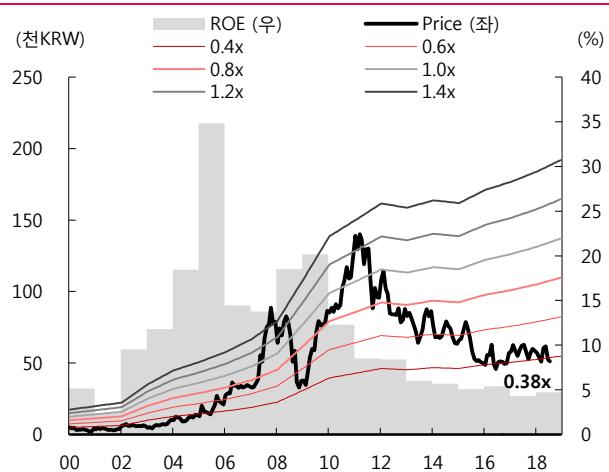
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 동사 18년 특수강 판매 실적 및 향후 계획 : 하반기 자동차용 특수강 생산이 큰 폭으로 증가한다.



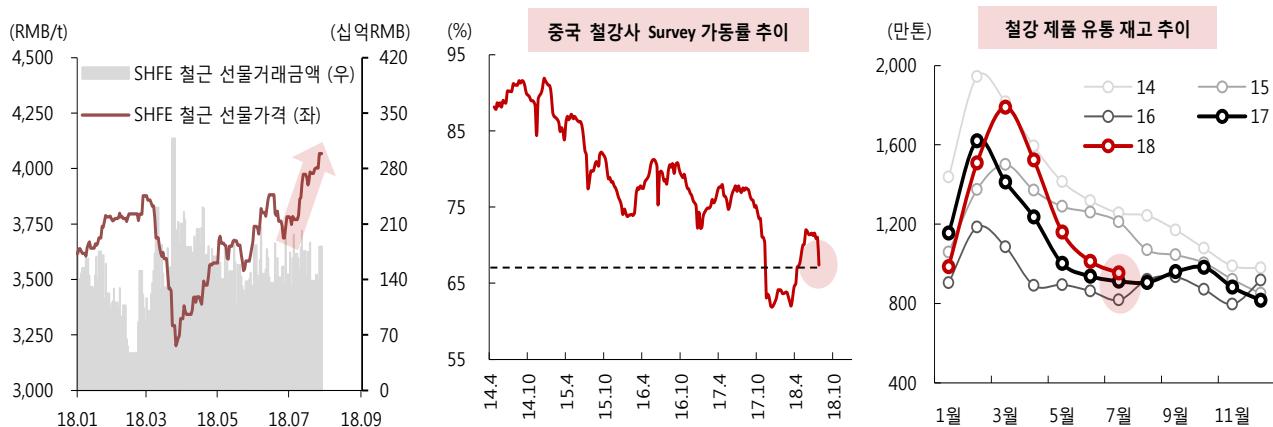
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 현대제철 PBR/ROE BAND CHART



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 중국 당산시 감산 명령은 물론, 환경부의 철강 기업 오염물질 방출량 80% 삭감 등 강화된 환경 규제 정책이 중국 업황을 견인하고 있다. 철근 선물 가격은 연 중 최고치를 기록했고, 가동률은 하락 중이다. 재고 역시 타이트하다.



자료: 하이투자증권 리서치

<표 1> 현대제철 18.2Q Review

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	4,692	4,820	5,079	4,786	5,448	16.1%	13.8%	5,401	5,205	0.9%
영업이익	351	340	327	294	376	7.1%	28.0%	374	360	0.4%
세전이익	184	244	195	235	259	40.7%	9.9%	313	294	-17.3%
지배주주순이익	139	175	78	173	184	32.3%	6.3%	222	207	-17.0%
영업이익률	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%	6.9%				6.9%	6.9% 0.0%p
세전이익률	3.9%	5.1%	3.8%	4.9%	4.7%				5.8%	5.7% -1.0%p
지배주주순이익률	3.0%	3.6%	1.5%	3.6%	3.4%				4.1%	4.0% -0.7%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	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	16,889	4,244	4,836	4,599	4,944	18,623
영업이익	283	345	306	299	1,233	250	334	335	371	1,290
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	7.3%	5.9%	6.9%	7.3%	7.5%	6.9%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<표 3> 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	19,166	4,786	5,448	5,194	5,556	20,984
영업이익	350	351	340	327	1,368	294	376	372	411	1,451
세전이익	457	184	244	195	1,081	235	259	308	312	1,114
지배주주순이익	334	139	175	78	727	173	184	220	223	801
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	7.1%	6.1%	6.9%	7.2%	7.4%	6.9%
세전이익률	10.0%	3.9%	5.1%	3.8%	5.6%	4.9%	4.7%	5.9%	5.6%	5.3%
지배주주순이익률	7.3%	3.0%	3.6%	1.5%	3.8%	3.6%	3.4%	4.2%	4.0%	3.8%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<표 4> 현대제철 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	20,984	21,570	20,764	21,139	1.1%	2.0%
영업이익	1,451	1,479	1,392	1,464	4.3%	1.0%
세전이익	1,114	1,238	1,139	1,258	-2.2%	-1.5%
지배주주순이익	801	886	815	893	-1.7%	-0.8%
영업이익률	6.9%	6.9%	6.7%	6.9%	0.2%p	-0.1%p
세전이익률	5.3%	5.7%	5.5%	5.9%	-0.2%p	-0.2%p
지배주주순이익률	3.8%	4.1%	3.9%	4.2%	-0.1%p	-0.1%p

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,863	8,254	8,420	8,412	
현금 및 현금성자산	771	572	502	420	
단기금융자산	168	168	168	168	
매출채권	2,719	2,976	3,060	3,075	
재고자산	4,098	4,407	4,530	4,553	
비유동자산	25,510	25,126	24,541	23,952	
유형자산	21,339	21,056	20,572	20,084	
무형자산	1,748	1,647	1,546	1,445	
자산총계	33,374	33,380	32,961	32,364	
유동부채	6,707	6,569	7,118	7,568	
매입채무	1,255	1,374	1,413	1,420	
단기차입금	886	886	686	386	
유동성장기부채	2,183	1,500	1,700	1,830	
비유동부채	9,631	9,131	7,431	5,601	
사채	4,030	3,830	2,430	900	
장기차입금	4,450	4,150	3,850	3,550	
부채총계	16,338	15,700	14,549	13,169	
지배주주지분	16,716	17,339	18,048	18,806	
자본금	667	667	667	667	
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	
이익잉여금	11,278	11,980	12,768	13,605	
기타자본항목	856	777	698	620	
비지배주주지분	320	341	364	389	
자본총계	17,036	17,680	18,412	19,195	

포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E
매출액		19,166	20,984	21,570	21,679
증가율(%)		14.8	9.5	2.8	0.5
매출원가		16,733	18,301	18,825	18,913
매출총이익		2,432	2,683	2,746	2,766
판매비와관리비		1,065	1,232	1,267	1,279
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		1,368	1,451	1,479	1,487
증가율(%)		-5.4	6.1	1.9	0.6
영업이익률(%)		7.1	6.9	6.9	6.9
이자수익		10	6	5	5
이자비용		308	315	264	204
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외순익		-83	-72	-32	-32
세전계속사업이익		1,081	1,114	1,238	1,308
법인세비용		354	292	329	348
세전계속이익률(%)		5.6	5.3	5.7	6.0
당기순이익		728	822	909	960
순이익률(%)		3.8	3.9	4.2	4.4
지배주주귀속 순이익		716	801	886	936
기타포괄이익		-79	-79	-79	-79
총포괄이익		649	743	830	881
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,720	2,547	2,994	3,281	
당기순이익	728	822	909	960	
유형자산감가상각비	1,403	1,483	1,484	1,488	
무형자산상각비	101	101	101	101	
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	-1,798	-2,098	
단기금융부채의증감	-2,826	-683	-	-170	
장기금융부채의증감	2,475	-500	-1,700	-1,830	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-37	-37	-37	-37	
현금및현금성자산의증감	33	-199	-69	-82	
기초현금및현금성자산	737	771	572	502	
기말현금및현금성자산	771	572	502	420	

주요투자지표		(단위:억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		5,366	6,001	6,638	7,011
BPS		125,261	129,933	135,243	140,925
CFPS		16,639	17,874	18,515	18,917
DPS		750	750	750	750
Valuation(배)					
PER		10.9	8.5	7.7	7.3
PBR		0.5	0.4	0.4	0.4
PCR		3.5	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA		6.4	5.4	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		4.4	4.7	5.0	5.1
EBITDA 이익률		15.0	14.5	14.2	14.2
부채비율		95.9	88.8	79.0	68.6
순부채비율		62.3	54.4	43.4	31.7
매출채권회전율(x)		7.5	7.4	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	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-