

현대제철 (004020)

철강

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	66,000원 (M)
현재주가 (7/27)	51,300원
상승여력	29%

시가총액	68,458억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	687억원
60일 평균 거래량	1,137,084주
52주 고	68,700원
52주 저	47,400원
외인지분율	23.98%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	(4.6)	(19.7)
상대	0.1	3.6	(14.5)
절대(달러환산)	(2.0)	(8.2)	(20.1)

2Q18 Review: 수익성, 저점 통과 중

2Q18 잠정실적: 별도 영업이익 3,344억원, 연결 영업이익 3,756억원

연결 영업이익, 당사 추정(3,840억원) 및 Consensus(3,636억원) 부합

(1)별도: 영업이익 3,344억원(yoy -3%, qoq +34%)을 기록하여 당사 추정(3,510억원)을 소폭 하회했다. ①판재류: 당사는 2Q18 판재류ASP가 전분기대비 1.1만원/톤 상승할 것으로 예상했으나 실제로는 3.6만원/톤 상승한 것으로 파악된다. 국내 후판 제조업체들과 조선업체들간의 상반기 후판 공급가액은 2017년 하반기 대비 톤당 5만원 내외의 인상에서 결정된 것으로 파악된다. 협상 타결 시점이 2Q였기 때문에 1Q에 공급된 물량에 대한 소급 적용이 발생하며 후판ASP가 큰 폭으로 상승했다. 열연 역시 국내 유통가격이 약세를 보였음에도 불구하고 수출가격 인상 등에 힘입어 전체 ASP는 전분기대비 상승한 것으로 나타났다. 주요 원자료 투입원가(철광석, 원료탄)는 전분기대비 변동이 미미했던 것으로 추정된다. ②봉형강류: 2Q18 철근 판매 기준가격은 전분기대비 1.0만원/톤 인상됐지만 유통가격 약세에 따라 실제 판매가격(ASP)은 오히려 하락한 것으로 관측된다. 철스크랩 투입원가(특수강 제외)는 전분기대비 2.1만원/톤 하락한 것으로 추정된다. 판재류와 봉형강류 모두 당사 추정대비 ASP가 높은 수준을 나타냈음에도 불구하고 영업이익이 낮았던 이유는 판관비가 상승했기 때문으로 사료된다. 2Q18 판관비는 2,822억원으로 전년동기대비 565억원, 전분기대비 273억원 증가했다. 2Q18 제품판매량이 573만톤으로 yoy 4.1%(+22만톤) 증가했지만 물량 증가 대비 판관비 상승 폭이 다소 컸다고 판단된다. (2)연결: 국내 및 해외 연결자회사들의 실적은 전분기와 유사했던 것으로 추정된다.

수익성은 저점을 통과하고 있다

연결 및 후판 수익성 개선 지속, 봉형강 부문 상반기 최악 국면 통과

별도 영업이익은 2015년 1조 4,680억원을 기록한 후 2년 연속 감소했으며, 1H18 영업이익은 1H17 대비 7% 감소했다. 자동차강판 및 봉형강 부문 수익성 악화, 당진 특수강공장 상업생산에 따른 적자발생 등이 실적감소의 주요인이었다. 그러나 1H18 이후 열연 및 후판의 수익성이 개선되고 있으며, 봉형강 부문은 계절적 요인 등으로 부진했으나 2H18 이후 개선된 것으로 추정된다. 또한 당진 특수강공장의 경우 당분간 적자기조가 이어질 것으로 전망되나 가동률 상승에 따라 적자규모는 감소할 것으로 추정되는 바, 이제는 수익성이 악화되는 국면이 마무리되고 저점을 형성한 것으로 사료된다. 물론 미국의 한국산 자동차에 대한 관세 이슈 등이 불확실성으로 남아 있지만 이를 제외한다면 향후 수익성에 대한 방향성은 긍정적이라고 판단된다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	54,477	16.1	13.8	52,373	4.0
영업이익	3,756	7.1	28.0	3,636	3.3
세전계속사업이익	2,587	40.7	9.9	2,923	-11.5
지배순이익	1,844	32.3	6.7	2,111	-12.6
영업이익률 (%)	6.9	-0.6 %pt	+0.8 %pt	6.9	0
지배순이익률 (%)	3.4	+0.4 %pt	-0.2 %pt	4.0	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	166,915	191,660	208,667	215,663
영업이익	14,454	13,676	14,397	14,883
지배순이익	8,502	7,161	8,207	9,176
PER	8.1	10.9	8.3	7.5
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.0	5.6
ROE	5.4	4.4	4.8	5.2

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후		변경 전 대비		
		2Q18E	2018E	2019E	2Q18P		2018E	2019E
별도 매출액	4,588	17,940	18,142	4,836	18,472	18,927	5.4%	3.0% 4.3%
	영업이익	351	1,288	1,342	334	1,276	1,322	-4.6% -0.9% -1.5%
	OPM	7.6%	7.2%	7.4%	6.9%	6.9%	7.0%	-0.7%p -0.3%p -0.4%p
연결 매출액	5,155	20,302	20,816	5,448	20,867	21,566	5.7%	2.8% 3.6%
	영업이익	384	1,431	1,476	376	1,440	1,488	-2.2% 0.6% 0.9%
	OPM	7.4%	7.0%	7.1%	6.9%	6.9%	6.9%	-0.6%p -0.1%p -0.2%p
	지배순이익	231	857	916	184	821	918	-20.2% -4.3% 0.2%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E	
매출액	16,889	18,472	18,927	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,836	13.9%	13.1%	4,613	4,779	
	①) 봉형강류	4,518	5,205	5,385	999	1,150	1,191	1,179	1,158	1,407	21.5%	22.3%	1,271	1,369
	②) 판재류	9,503	10,254	10,481	2,315	2,409	2,355	2,424	2,360	2,699	14.4%	12.0%	2,563	2,633
	기타	2,869	3,013	3,061	642	715	738	773	727	730	0.5%	2.1%	779	777
판매량	21,648	21,752	21,999	5,186	5,502	5,532	5,428	5,133	5,726	11.6%	4.1%	5,336	5,557	
	①) 봉형강류	6,844	7,120	7,303	1,553	1,782	1,818	1,691	1,610	1,934	20.1%	8.5%	1,724	1,852
	②) 판재류	12,405	12,551	12,608	3,103	3,132	3,098	3,072	3,005	3,286	9.4%	4.9%	3,083	3,177
	기타	2,399	2,080	2,088	530	588	616	665	518	506	-2.3%	-13.9%	529	527
①) 봉형강류 ASP(A)	660	731	737	643	645	655	697	719	727	1.1%	12.7%	737	739	
	변동폭	74	71	6	48	2	10	42	22	8	-	-	10	2
③) 원재료 투입가격(B)	362	415	413	348	328	364	407	428	407	-4.9%	23.9%	413	413	
	변동폭	83	53	-3	42	-20	36	43	21	-21	-	-	6	0
추정 스프레드(A-B)	298	316	325	295	317	291	290	291	320	10.0%	1.1%	325	327	
	변동폭	-9	18	9	6	22	-26	-1	1	29	-	-	4	2
②) 판재류 ASP(C)	766	817	831	746	769	760	789	785	821	4.6%	6.8%	831	829	
	변동폭	85	51	14	29	23	-9	29	-4	36	-	-	10	-3
④) 원재료 투입가격(D)	260	245	247	280	276	243	241	249	249	0.0%	-9.9%	239	244	
	변동폭	92	-15	2	72	-4	-33	-2	8	0	-	-	-10	5
추정 스프레드(C-D)	506	572	584	466	493	517	548	536	573	6.7%	16.1%	592	584	
	변동폭	-7	66	13	-43	27	24	31	-11	36	-	-	20	-8
영업이익	1,233	1,276	1,322	283	345	306	299	250	334	33.7%	-3.0%	333	358	
	O/익률	7.3%	6.9%	7.0%	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	6.9%	1.0%p	-1.2%p	7.2%	7.5%

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	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
원/달러 환율 (평균)		1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	1,130	1,130
철광석 구매 ¹⁾		75	61	65	59	66	60	57	56
(달러/톤, FOB)	분광 Index ²⁾	57	78	67	62	58	68	61	57
	당분기	79	56	65	58	68	58	56	56
원료탄 구매 ⁴⁾	(복합)	201	154	150	160	184	163	163	172
(달러/톤, FOB)	강점탄 ³⁾	238	190	189	205	228	190	190	200
	Index	285	190	189	205	228	190	190	200
	당분기	168	190	189	205	228	190	190	200
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		270	213	217	214	244	219	214	219
(달러/톤)	철광석 1.6톤	120	97	105	94	106	96	91	90
	원료탄 0.75톤	150	116	112	120	138	123	122	129
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ⁵⁾		280	276	243	241	249	249	239	244
(천원/톤)	전분기대비 증감	72	-4	-33	-2	8	0	-10	5
	철광석 1.6톤	122	124	114	111	108	109	104	102
	전분기대비 증감	21	2	-10	-3	-3	0	-5	-1
	원료탄 0.75톤	158	152	129	130	140	140	135	142
	전분기대비 증감	51	-6	-23	1	10	0	-5	7

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	2Q18P	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액	19,166	20,867	21,566	4,574	4,693	4,820	5,079	4,786	5,448	13.8%	16.1%	5,225	5,408
별도	16,889	18,472	18,927	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,836	13.9%	13.1%	4,613	4,779
국내 기타	1,163	1,231	1,261	301	291	296	275	283	322	13.9%	10.7%	307	319
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	2,658	2,889	809	649	626	621	609	653	-	-	684	712
영업이익	1,368	1,440	1,488	350	351	340	327	294	376	28.0%	7.1%	372	399
이익률	7.1%	6.9%	6.9%	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%	6.9%	0.8%p	-0.6%p	7.1%	7.4%
별도	1,233	1,276	1,322	283	345	306	299	250	334	33.7%	-3.0%	333	358
이익률	7.3%	6.9%	7.0%	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	6.9%	1.0%p	-1.2%p	7.2%	7.5%
국내 기타	44	46	44	19	3	14	8	13	11	-14.5%	259.2%	11	11
이익률	3.8%	3.8%	3.5%	6.4%	1.1%	4.6%	2.9%	4.7%	3.5%	-1.2%p	2.4%p	3.5%	3.5%
해외	90	110	121	30	15	24	20	22	30	37.2%	95.7%	28	30
이익률	2.4%	2.9%	2.8%	2.7%	2.0%	2.8%	1.9%	2.5%	3.2%	0.7%p	1.2%p	2.9%	2.9%
(연결조정)	0	-8	0	-17	12	4	0	-8	0	-	-	0	0
세전이익	1,081	1,130	1,262	457	184	244	196	235	259	9.9%	40.7%	308	329
이익률	5.6%	5.4%	5.9%	10.0%	3.9%	5.1%	3.9%	4.9%	4.7%	-0.2%p	0.8%p	5.9%	6.1%
지배순이익	716	821	918	334	139	175	68	173	184	6.7%	32.3%	224	240
이익률	3.7%	3.9%	4.3%	7.3%	3.0%	3.6%	1.3%	3.6%	3.4%	-0.2%p	0.4%p	4.3%	4.4%

자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 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	208,667	215,663	217,650	
매출원가	142,308	167,335	182,387	188,570	190,117	
매출총이익	24,607	24,325	26,280	27,093	27,533	
판관비	10,154	10,649	11,882	12,210	12,323	
영업이익	14,454	13,676	14,397	14,883	15,210	
EBITDA	28,328	28,718	29,897	30,008	30,830	
영업외손익	-2,714	-2,863	-3,094	-2,263	-1,914	
외환관련손익	-191	1,008	-145	0	0	
이자손익	-3,040	-2,982	-3,045	-2,802	-2,452	
관계기업관련손익	100	95	65	0	0	
기타	416	-984	32	538	538	
법인세비용차감전순손익	11,740	10,813	11,304	12,619	13,296	
법인세비용	3,068	3,537	2,894	3,218	3,390	
계속사업순손익	8,671	7,275	8,410	9,401	9,905	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	8,671	7,275	8,410	9,401	9,905	
지배지분순이익	8,502	7,161	8,207	9,176	9,668	
포괄순이익	9,283	6,487	5,415	6,406	6,910	
지배지분포괄이익	9,113	6,376	5,274	6,247	6,738	

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	83,763	85,453	88,164	
현금및현금성자산	7,372	7,707	5,452	6,341	8,356	
매출채권 및 기타채권	23,764	27,171	29,182	29,342	29,603	
재고자산	34,077	40,982	46,576	47,217	47,652	
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	333,269	331,834	330,925	
유동부채	68,131	67,072	68,159	68,385	68,627	
매입채무 및 기타채무	29,450	33,909	29,467	29,693	31,936	
단기차입금	11,055	8,863	12,745	12,745	10,745	
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	156,332	146,558	136,801	
지배지분	161,762	167,155	173,628	181,819	190,503	
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	120,245	128,436	137,120	
비지배지분	3,085	3,200	3,309	3,457	3,622	
자본총계	164,848	170,355	176,937	185,276	194,125	
순차입금	112,093	107,284	107,247	96,358	82,343	
총차입금	121,303	116,672	114,386	104,386	92,386	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	29,166	17,198	12,888	24,016	27,136	
당기순이익	8,671	7,275	8,410	9,401	9,905	
감가상각비	12,821	14,032	14,539	14,268	14,902	
외환손익	487	-250	141	0	0	
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	4,903	-7,770	-12,261	-2,334	-212	
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	-12,994	
단기차입금	-6,951	-2,208	3,879	0	-2,000	
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	848	-133	-128	
현금의 증감	-831	334	-2,255	889	2,015	
기초 현금	8,203	7,372	7,707	5,452	6,341	
기말 현금	7,372	7,707	5,452	6,341	8,356	
NOPLAT	14,454	13,676	14,397	14,883	15,210	
FCF	9,696	4,463	1,438	11,878	14,739	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

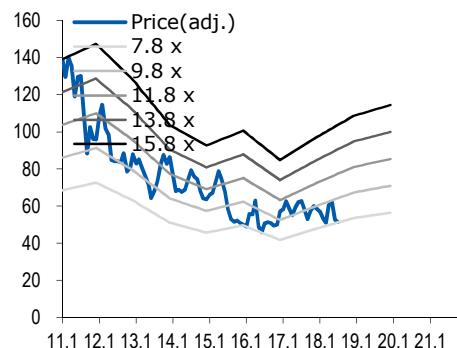
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	6,150	6,876	7,245	
BPS	121,220	125,261	132,267	138,507	145,122	
EBITDAPS	21,228	21,520	22,404	22,487	23,103	
SPS	125,081	143,624	156,368	161,611	163,100	
DPS	750	750	750	750	750	
PER	8.1	10.9	8.3	7.5	7.1	
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.0	5.6	5.0	
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	8.9	3.4	0.9	
영업이익 증가율 (%)	-1.3	-5.4	5.3	3.4	2.2	
지배순이익 증가율 (%)	15.9	-15.8	14.6	11.8	5.4	
매출총이익률 (%)	14.7	12.7	12.6	12.6	12.7	
영업이익률 (%)	8.7	7.1	6.9	6.9	7.0	
지배순이익률 (%)	5.1	3.7	3.9	4.3	4.4	
EBITDA 마진 (%)	17.0	15.0	14.3	13.9	14.2	
ROIC	4.1	3.5	4.0	4.1	4.3	
ROA	2.6	2.2	2.5	2.8	2.9	
ROE	5.4	4.4	4.8	5.2	5.2	
부채비율 (%)	97.4	95.9	88.4	79.1	70.5	
순차입금/자기자본 (%)	69.3	64.2	61.8	53.0	43.2	
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.4	4.6	5.2	6.0	

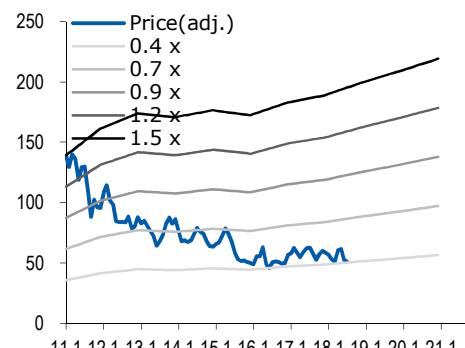
P/E band chart

(천원)



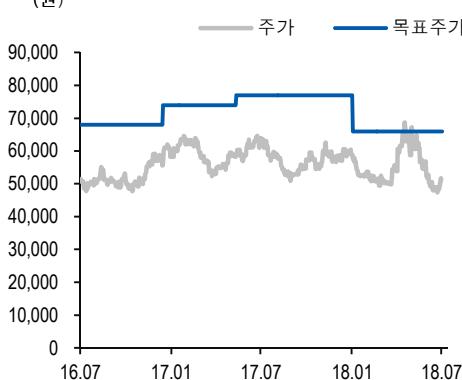
P/B band chart

(천원)



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	乖리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-30	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

자료: 유안타증권

주: 乖리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 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.