

현대제철 (004020)

철강

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	66,000원 (M)
현재주가 (10/26)	43,300원
상승여력	52%

시가총액	57,782억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	199억원
60일 평균 거래량	381,532주
52주 고	68,700원
52주 저	43,300원
외인지분율	25.26%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(24.4)	(16.2)	(20.8)
상대	(12.8)	(5.4)	(3.1)
절대(달러환산)	(26.2)	(17.9)	(22.0)

3Q18 Review: 봉형강류 회복 여부가 관건

3Q18 잠정실적: 별도 영업이익 3,653억원, 연결 영업이익 3,761억원

연결 영업이익, 당사 추정(3,854억원) 및 Consensus(3,833억원) 부합

(1)별도: 영업이익 3,653억원(yoy +19%, qoq +9%)을 기록하여 당사 추정(3,485억원)을 부합했다.

①판재류: 당사는 3Q18 판재류ASP가 전분기대비 1.3만원/톤 상승할 것으로 예상했었으나 실제로는 2.1만원/톤 상승한 것으로 파악된다. 조기 타결된 하반기 조선휘 후판가격 인상이 전체 후판 판매가격에 긍정적 영향을 미쳤으며 열연 및 냉연 판매가격 역시 수출단가 인상에 힘입어 내수를 포함한 판매가격이 상승한 것으로 파악된다. 반면, 주요 원재료(철광석, 원로탄) 투입원가는 1.2만원/톤 하락한 것으로 추정된다. ②봉형강류: 3Q18 철근 판매 기준가격은 전분기대비 1.5만원/톤 인하됐지만 유통가격 강세에 따라 실제 판매가격(ASP)은 오히려 상승한 것으로 관측된다. 철스크랩 투입원가(특수강 제외)는 전분기대비 2.8만원/톤 상승한 것으로 추정된다. 판재류와 봉형강류 모두 계절적 비수기로 인해 판매량은 전분기대비 감소했지만 스프레드는 개선된 것으로 판단된다. (2)연결: 전분기대비 별도 영업이익 개선에도 불구하고 연결 영업이익 변화는 거의 발생하지 않았다. 국내외 연결 자회사들의 실적 부진과 미실현손익 영향으로 추정된다. * 통상임금 관련 비용 추후 반영 예정

4Q18, 판재류 스프레드 축소, 봉형강류 스프레드 확대 전망

봉형강류의 수익성 회복 여부가 관건

판재류 수익성이 2017년 이후 회복 추세에 놓여있다. 자동차강판의 추가적인 인상은 없었으나 열연 및 후판의 수익성이 개선됐기 때문이다. 4Q에는 원가부담에 따라 스프레드가 전분기대비 축소되겠지만 견조한 수익성은 유지할 것으로 판단된다. 반면, 봉형강류의 경우 부진을 면치 못하고 있다. 상반기에 평년보다 계절성 영향이 컸었던 탓에 판매가 부진했으며 2Q18 이후에는 부재료에 대한 원가 부담이 가중되어 있는 상태이다. 현 시점은 4Q 철근 기준가격 협상을 앞둔 상태로 부재료 원가 부담을 전가시킬 수 있는지의 여부가 결정되는 시기라는 판단이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 66,000원으로 유지

미중 무역분쟁에 따른 중국 철강산업에 대한 우려, 주력 수요업체이자 계열사인 현대기아차에 대한 우려, 통상임금 관련 비용에 대한 우려 등 부정적 요소들이 이어졌다. 그럼에도 불구하고 실질적인 측면에서는 견조한 모습을 보여주고 있다. 또한, 주주환원정책들에 대해서도 적극적으로 검토하고 있는 바 그 동안의 우려들이 완화될 시 주가의 반등은 가능하다는 판단이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	52,341	8.6	-3.9	52,953	-1.2
영업이익	3,761	10.7	0.1	3,833	-1.9
세전계속사업이익	2,806	14.8	8.4	2,925	-4.1
지배순이익	1,906	8.9	3.4	2,068	-7.8
영업이익률 (%)	7.2	+0.2 %pt	+0.3 %pt	7.2	0
지배순이익률 (%)	3.6	0	+0.2 %pt	3.9	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	166,915	191,660	210,745	224,410
영업이익	14,454	13,676	14,562	15,150
지배순이익	8,502	7,161	7,963	9,375
PER	8.1	10.9	7.3	6.2
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	6.6	5.5	5.1
ROE	5.4	4.4	4.7	5.3

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	4Q18E
매출액	16,889	18,750	19,718	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,836	4,711	-2.6%	10.0%	4,959
¹⁾ 봉형강류	4,518	5,315	5,653	999	1,150	1,191	1,179	1,158	1,407	1,325	-5.8%	11.3%	1,426
²⁾ 판재류	9,503	10,502	11,065	2,315	2,409	2,355	2,424	2,360	2,699	2,662	-1.4%	13.1%	2,781
기타	2,869	2,932	2,999	642	715	738	773	727	730	724	-0.8%	-1.9%	752
판매량	21,648	21,857	22,130	5,186	5,502	5,532	5,428	5,133	5,726	5,384	-6.0%	-2.7%	5,614
¹⁾ 봉형강류	6,844	7,097	7,182	1,553	1,782	1,818	1,691	1,610	1,934	1,731	-10.5%	-4.8%	1,822
²⁾ 판재류	12,405	12,738	12,934	3,103	3,132	3,098	3,072	3,005	3,286	3,160	-3.8%	2.0%	3,287
기타	2,399	2,022	2,014	530	588	616	665	518	506	493	-2.6%	-20.0%	505
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	660	749	787	643	645	655	697	719	727	765	5.2%	16.9%	783
변동폭	74	89	38	48	2	10	42	22	8	38	-	-	17
³⁾ 원재료 투입가격(B)	362	429	446	348	328	364	407	428	407	435	6.8%	19.3%	446
변동폭	83	67	17	42	-20	36	43	21	-21	28	-	-	11
추정 스프레드(A-B)	298	320	342	295	317	291	290	291	320	331	3.3%	13.8%	337
변동폭	-9	22	21	6	22	-26	-1	1	29	11	-	-	6
²⁾ 판재류 ASP(C)	766	824	856	746	769	760	789	785	821	842	2.6%	10.8%	846
변동폭	85	58	31	29	23	-9	29	-4	36	21	-	-	4
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	260	245	263	280	276	243	241	249	246	234	-5.1%	-3.8%	249
변동폭	92	-16	18	72	-4	-33	-2	8	-2	-12	-	-	15
추정 스프레드(C-D)	506	580	593	466	493	517	548	536	575	608	5.8%	17.7%	597
변동폭	-7	74	13	-43	27	24	31	-11	39	34	-	-	-11
영업이익	1,233	1,321	1,363	283	345	306	299	250	334	365	9.2%	19.3%	372
이익률	7.3%	7.0%	6.9%	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	6.9%	7.8%	0.8%p	0.6%p	7.5%

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

[표-2] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
원/달러 환율 (평균)		1,072	1,080	1,121	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
철광석 구매 ¹⁾		66	60	59	61	62	62	62	62
(달러/톤, FOB)	분광 Index ²⁾	58	68	61	58	61	62	62	62
	당분기	68	58	58	62	62	62	62	62
원료탄 구매 ⁴⁾	(복합)	184	158	156	178	178	178	178	178
(달러/톤, FOB)	강점탄 ³⁾	228	190	189	215	215	215	215	215
	당분기	228	190	189	215	215	215	215	215
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		244	215	211	231	232	233	233	233
(달러/톤)	철광석 1.6톤	106	96	94	98	99	99	99	99
	원료탄 0.75톤	138	118	117	133	133	133	133	133
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ⁵⁾		249	246	234	249	262	263	263	263
(천원/톤)	전분기대비 증감	8	-2	-12	15	13	1	0	0
	철광석 1.6톤	108	109	105	108	111	112	112	112
	전분기대비 증감	-3	0	-4	3	3	1	0	0
	원료탄 0.75톤	140	138	129	141	151	151	151	151
	전분기대비 증감	10	-3	-8	12	10	0	0	0

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) 1Q18 은 2017 년 9~11 월 평균가격, 주 3) 호주 수출 가격, 주 4) 강점탄, 미점탄, PCI 가격의 가중 평균값

주 5) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

[표-3] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	4Q18E
매출액	19,166	21,075	22,441	4,574	4,693	4,820	5,079	4,786	5,448	5,234	-3.9%	8.6%	5,607
별도	16,889	18,750	19,718	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,836	4,711	-2.6%	10.0%	4,959
국내 기타	1,163	1,213	1,273	301	291	296	275	283	303	308	1.5%	4.1%	319
해외	3,818	3,821	4,270	1,126	777	867	1,049	868	942	989	4.9%	14.1%	1,022
(연결조정)	2,704	2,605	2,821	809	649	626	621	609	633	669	-	-	694
영업이익	1,368	1,456	1,515	350	351	340	327	294	376	376	0.1%	10.7%	411
이익률	7.1%	6.9%	6.8%	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%	6.9%	7.2%	0.3%p	0.1%p	7.3%
별도	1,233	1,321	1,363	283	345	306	299	250	334	365	9.2%	19.3%	372
이익률	7.3%	7.0%	6.9%	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	6.9%	7.8%	0.8%p	0.6%p	7.5%
국내 기타	44	45	45	19	3	14	8	13	16	5	-71.1%	-66.3%	11
이익률	3.8%	3.7%	3.5%	6.4%	1.1%	4.6%	2.9%	4.7%	5.3%	1.5%	-3.8%p	-3.1%p	3.5%
해외	90	99	109	30	15	24	20	22	29	21	-27.7%	-14.1%	27
이익률	2.4%	2.6%	2.5%	2.7%	2.0%	2.8%	1.9%	2.5%	3.1%	2.1%	-1.0%p	-0.7%p	2.7%
(연결조정)	0	-19	0	-17	12	4	0	-8	4	-15	-	-	0
세전이익	1,081	1,115	1,284	457	184	244	196	235	259	281	8.4%	14.8%	340
이익률	5.6%	5.3%	5.7%	10.0%	3.9%	5.1%	3.9%	4.9%	4.7%	5.4%	0.6%p	0.3%p	6.1%
지배순이익	716	796	938	334	139	175	68	173	184	191	3.4%	8.9%	248
이익률	3.7%	3.8%	4.2%	7.3%	3.0%	3.6%	1.3%	3.6%	3.4%	3.6%	0.3%p	0.0%p	4.4%

자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 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	210,745	224,410	228,246
매출원가	142,308	167,335	183,809	196,099	198,916
매출총이익	24,607	24,325	26,937	28,310	29,330
판매비	10,154	10,649	12,375	13,160	13,385
영업이익	14,454	13,676	14,562	15,150	15,945
EBITDA	28,328	28,718	30,257	30,441	31,396
영업외손익	-2,714	-2,863	-3,415	-2,312	-1,952
외환관련손익	-191	1,008	-642	0	0
이자손익	-3,040	-2,982	-3,089	-2,850	-2,491
관계기업관련손익	100	95	125	0	0
기타	416	-984	190	538	538
법인세비용차감전순이익	11,740	10,813	11,147	12,838	13,992
법인세비용	3,068	3,537	3,015	3,274	3,568
계속사업순이익	8,671	7,275	8,131	9,564	10,424
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,671	7,275	8,131	9,564	10,424
지배지분순이익	8,502	7,161	7,963	9,375	10,218
포괄손익	9,283	6,487	4,799	6,120	6,980
지배지분포괄이익	9,113	6,376	4,609	5,883	6,709

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	67,950	78,635	86,572	88,708	91,822
현금및현금성자산	7,372	7,707	5,332	6,319	8,104
매출채권 및 기타채권	23,764	27,171	29,598	29,908	30,409
재고자산	34,077	40,982	47,592	48,431	49,259
비유동자산	257,459	255,103	245,533	242,243	238,792
유형자산	216,452	213,393	208,020	205,612	202,878
관계기업 등 자본관련자산	1,162	1,168	1,205	1,205	1,205
기타투자자산	17,661	18,703	15,359	15,359	15,359
자산총계	325,408	333,738	332,105	330,951	330,613
유동부채	68,131	67,072	71,274	71,565	72,016
매입채무 및 기타채무	29,450	33,909	29,956	30,248	32,699
단기차입금	11,055	8,863	13,440	13,440	11,440
유동성장기부채	26,100	21,832	26,238	26,238	26,238
비유동부채	92,429	96,311	84,981	74,981	64,981
장기차입금	42,857	44,497	37,603	27,603	17,603
사채	40,706	40,300	36,095	36,095	36,095
부채총계	160,560	163,383	156,255	146,546	136,997
지배지분	161,762	167,155	172,522	180,912	189,949
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	120,000	128,390	137,427
비지배지분	3,085	3,200	3,329	3,493	3,667
자본총계	164,848	170,355	175,851	184,405	193,616
순차입금	112,093	107,284	106,000	95,013	81,228
총차입금	121,303	116,672	114,372	104,372	92,372

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	29,166	17,198	13,445	23,880	26,882
당기순이익	8,671	7,275	8,131	9,564	10,424
감가상각비	12,821	14,032	14,710	14,408	14,734
외환손익	487	-250	543	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	4,903	-7,770	-11,631	-2,510	-529
기타현금흐름	2,283	3,911	1,692	2,417	2,253
투자활동 현금흐름	-19,758	-12,342	-11,876	-12,000	-12,000
투자자산	4	-5	-4	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-19,757	-12,011	-11,972	-12,000	-12,000
유형자산 감소	188	61	163	0	0
기타현금흐름	-194	-388	-63	0	0
재무활동 현금흐름	-10,169	-4,503	-3,946	-11,003	-13,200
단기차입금	-6,951	-2,208	4,401	0	-2,000
사채 및 장기차입금	-2,240	-1,302	-7,345	-10,000	-10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-978	-994	-1,003	-1,003	-1,200
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-69	-18	3	109	103
현금의 증감	-831	334	-2,374	986	1,785
기초 현금	8,203	7,372	7,707	5,332	6,319
기말 현금	7,372	7,707	5,332	6,319	8,104
NOPLAT	14,454	13,676	14,562	15,150	15,945
FCF	9,696	4,463	2,714	12,067	14,801

자료: 유안타증권

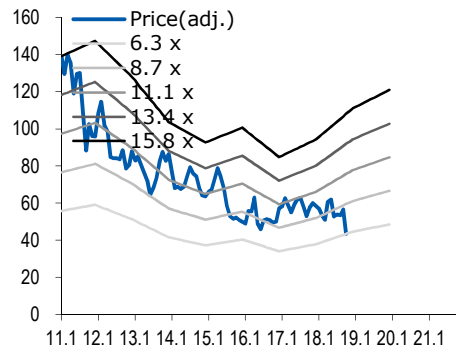
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,371	5,366	5,967	7,025	7,657
BPS	123,228	127,336	131,425	137,816	144,700
EBITDAPS	21,228	21,520	22,673	22,811	23,527
SPS	125,081	143,624	157,926	168,165	171,040
DPS	750	750	750	900	900
PER	8.1	10.9	7.3	6.2	5.7
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	6.6	5.5	5.1	4.5
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	10.0	6.5	1.7
영업이익 증가율 (%)	-1.3	-5.4	6.5	4.0	5.2
지배순이익 증가율 (%)	15.9	-15.8	11.2	17.7	9.0
매출총이익률 (%)	14.7	12.7	12.8	12.6	12.9
영업이익률 (%)	8.7	7.1	6.9	6.8	7.0
자배순이익률 (%)	5.1	3.7	3.8	4.2	4.5
EBITDA 마진 (%)	17.0	15.0	14.4	13.6	13.8
ROIC	4.1	3.5	4.0	4.2	4.5
ROA	2.6	2.2	2.4	2.8	3.1
ROE	5.4	4.4	4.7	5.3	5.5
부채비율 (%)	97.4	95.9	88.9	79.5	70.8
순차입금/자기자본 (%)	69.3	64.2	61.4	52.5	42.8
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.4	4.6	5.1	6.1

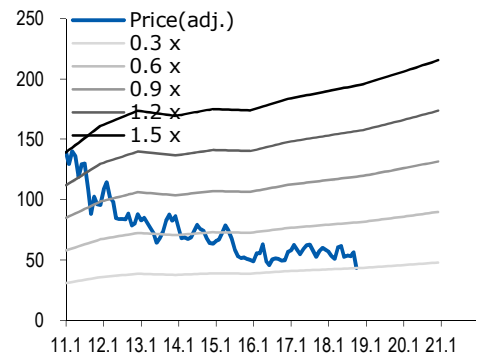
P/E band chart

(천원)

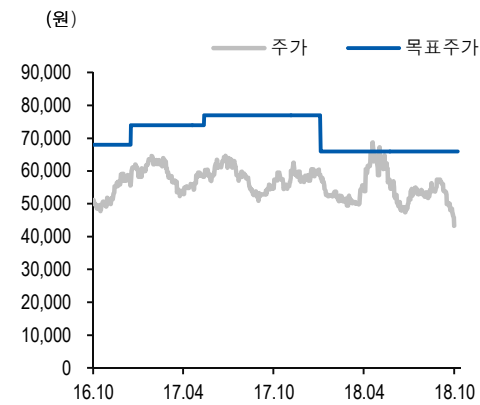


P/B band chart

(천원)



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-29	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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.