

2018/10/29

# 현대제철(004020)

## 모멘텀 둔화, 그러나 지나친 저평가

### ■ 3분기 실적 시장 예상치 부합. 통상 임금 비용은 추후 반영

동사의 18.3Q 연결 영업이익은 3,761억원 [+0.1%, q-q]으로 시장 예상치 [3,835억원]에 부합했다. <표1> 고로 부문 호조로 본사 영업이익 [3,653억원, +9.2% q-q]은 시장 예상치 [3,499억원]을 상회했다. 고로 부문 Roll-Margin은 『후판 및 미국向 열연 수출 가격 인상』으로 전분기 대비 톤당 2.5만원 확대 되었다. 봉형강 부문은 가격 인상에 따른 톤당 2.5만원의 Roll-Margin 확대에도, 『1) 판매량 감소 [217만톤(18.2Q) → 196만톤(18.3Q)], 2) 특수강 부문 적자 지속: 분기 300억원 수준 3) 전극봉, 페로바나듐 등 원부재료 가격 상승』으로 전분기 대비 소폭 부진했다. 참고로 연간으로 단가가 결정되는 일본산 전극봉 가격은 4월 입고분부터 본격 상승, 현재는 중국산 가격을 상회하기 시작했다. <그림1> 이러한 고단가 전극봉이 3분기부터 본격 투입, 원가 상승의 주된 요인으로 작용했다.

본사 실적은 좋았으나, 해외 자회사 실적은 부진했다. 이는 해외 코일 센터 실적이 『현지 보유 재고 증가 = 세이프 가드 실시』에 따른 EU向 수출 조기 선적 + 중국 판매 둔화』로 미실현이익이 급증했기 때문이다. 이 외에도 418억원의 철근 관련 과징금이 영업 외 비용에 반영되었다.

금번 실적에는 통상 임금 관련 추가 비용 [10/25 공시]은 포함되지 않았다. 통상 임금 관련 비용 추계액은 3,500억원이나, 약 1,000억원의 법인세가 환급되므로 동사 실적에 미치는 순영향은 2,500억원 수준이다. 관련 비용 최종 확정시 추후 공시될 예정이며, 이 때 18년 실적 예상치를 변경할 계획이다. 참고로 현 시점 기준 통상 임금 예상 판결액이 비용에 반영되었을 경우 동사의 18년 실적 예상치는 <그림2,3>과 같이 변경된다.

### ■ 4분기 실적은 개선될 것이나.....

동사의 18.4Q 연결 영업이익은 4,120억원 [+9.4%, q-q]으로 개선될 것이다. 4분기 고로 부문 실적은 용선 원가 상승 <그림4> 및 판매량 가격 약세에 따른 Roll-Margin 축소로 일정 둔화가 불가피하다. 다만 『1) 봉형강 부문 실적 개선: 톤당 1.5만원 Roll-Margin 확대 <그림5> 및 판매량 증가 2) 강관 부문 수출 정상화에 따른 이익 개선』이 고로 부문 실적 부진을 상쇄할 것이다. 여

철강/비철금속 김윤상

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

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 63,000원

종가(2018/10/26) 43,300원

#### Stock Indicator

자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	5,778십억원
외국인지분율	25.2%
배당금(2017)	750원
EPS(2018E)	5,880원
BPS(2018E)	129,812원
ROE(2018E)	4.6%
52주 주가	43,300~68,700원
60일평균거래량	381,474주
60일평균거래대금	19.9십억원

#### Price Trend



기에 3분기 부진했던 자회사 실적 역시 1) 해외 스틸서비스센터: 미실현 손익 인식 소멸, 2) 비앤지스틸: 니켈 가격 안정화』 등으로 개선될 것이다.

#### ■ 목표주가 6.3만원: 모멘텀 둔화에도 지나친 저평가

동사 주가 급등을 견인할만한 단기 모멘텀은 크지 않다. 중국 업황 둔화 가능성은 물론, 현재 호조 <그림5>인 봉형강 부문 또한 19년 수요 둔화 우려가 있다. 후판 부문 역시 조선용 수요에 대한 낙관적 전망 <그림6>에도 중국 설비 과잉<그림7> 및 단기 수입산 후판 유입 증가 가능성 <그림8>등 불확실성은 여전하다.

그럼에도 현 주가는 지나치게 저평가 되어있다. 동사 PBR은 0.32x [12개월 Forward ROE 5.1%] 수준이며, 이 수치는 고로가 없었던 『단순 봉형강 전기로 업체 시절』과 유사하다. 최근 자동차 둔화를 감안하더라도 과도한 저평가 국면임은 분명하다. 따라서 중장기적인 접근은 여전히 유효하다. 정상화 시점이 지연되고 있으나, 특수강 부문 실적 개선 역시 중기적 투자 포인트임은 분명하다.

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 기존 6.7만원에서 6.3만원으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 『1) 수익 예상 조정 <표4>, 2) 통상 임금 등을 반영한 BPS 하향 조정』<그림3> 때문이다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 132,712원에 Target PBR 0.47x [12개월 예상 Forward ROE 5.1%, COE 11%]를 적용하여 산출했다.

&lt;표 1&gt; 현대제철 18.3Q Review

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	4,692	4,820	5,079	4,786	5,234	11.5%	9.4%	5,194	5,278	0.8%
영업이익	351	340	327	294	376	7.2%	28.1%	372	383	1.1%
세전이익	184	244	195	235	281	52.7%	19.3%	308	284	-8.9%
지배주주순이익	139	175	78	173	191	36.7%	9.9%	220	202	-13.4%
영업이익률	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%	7.2%			7.2%	7.3%	0.0%p
세전이익률	3.9%	5.1%	3.8%	4.9%	5.4%			5.9%	5.4%	-0.6%p
지배주주순이익률	3.0%	3.6%	1.5%	3.6%	3.6%			4.2%	3.8%	-0.6%p

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

&lt;표 2&gt; 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	16,889	4,244	4,836	4,711	4,883	18,673
영업이익	283	345	306	299	1,233	250	334	365	372	1,322
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	7.3%	5.9%	6.9%	7.8%	7.6%	7.1%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

&lt;표 3&gt; 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	19,166	4,786	5,448	5,234	5,478	20,946
영업이익	350	351	340	327	1,368	294	376	376	412	1,457
세전이익	457	184	244	195	1,081	235	259	281	330	1,105
지배주주순이익	334	139	175	78	727	173	184	191	237	785
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	7.1%	6.1%	6.9%	7.2%	7.5%	7.0%
세전이익률	10.0%	3.9%	5.1%	3.8%	5.6%	4.9%	4.7%	5.4%	6.0%	5.3%
지배주주순이익률	7.3%	3.0%	3.6%	1.5%	3.8%	3.6%	3.4%	3.6%	4.3%	3.7%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

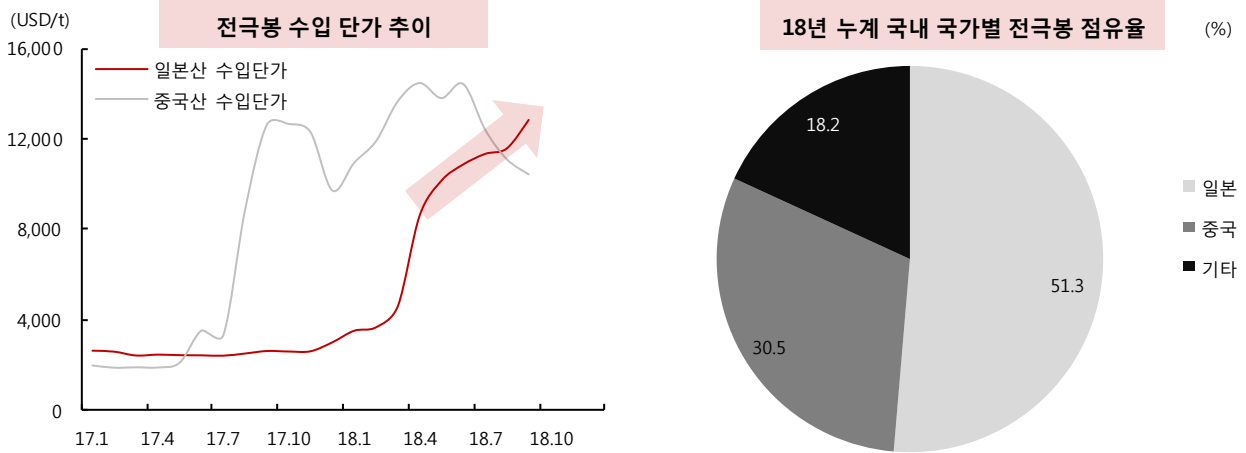
&lt;표 4&gt; 현대제철 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	20,946	21,576	20,984	21,570	-0.2%	0.0%
영업이익	1,457	1,474	1,451	1,479	0.4%	-0.3%
세전이익	1,105	1,254	1,114	1,238	-0.8%	1.3%
지배주주순이익	785	906	801	886	-2.0%	2.2%
영업이익률	7.0%	6.8%	6.9%	6.9%	0.0%p	0.0%p
세전이익률	5.3%	5.8%	5.3%	5.7%	0.0%p	0.1%p
지배주주순이익률	3.7%	4.2%	3.8%	4.1%	-0.1%p	0.1%p

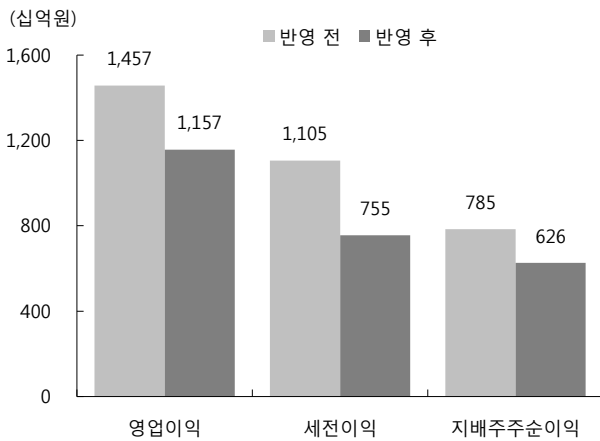
자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<그림 1> 일본산 전극봉 수입단가 상승세는 4월부터 현재까지 지속되고 있다. 보유 재고 감산시 고단가 일본산 전극봉은 3분기부터 본격적으로 투입되었을 것이다. 참고로 18년 9월 누계 일본산, 중국산 전극봉 점유율은 82%에 달한다



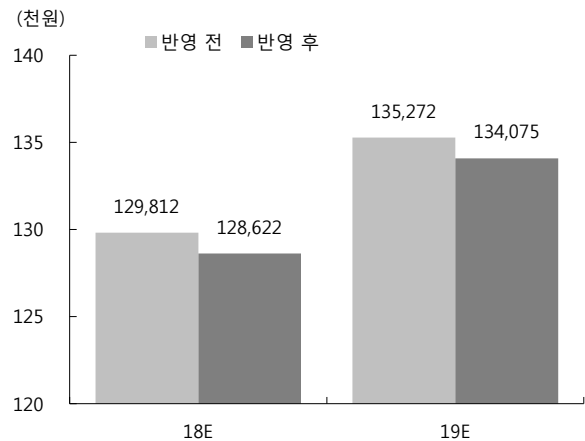
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 통상임금 반영 전후 18년 주요 실적 추정치 비교



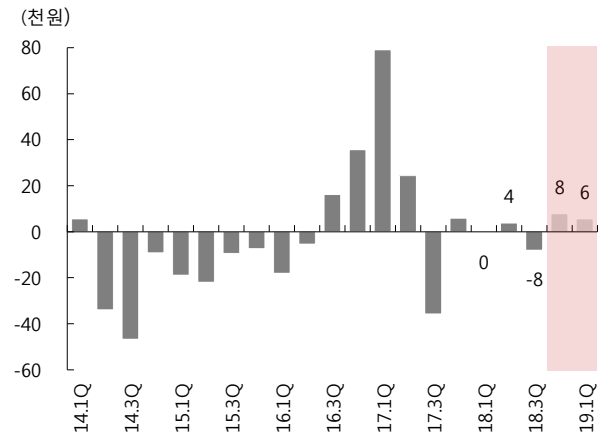
자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 3> 통상임금 반영 전후 BPS 변화 비교



자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 4> 현대제철 용선원가 분기별 증감폭



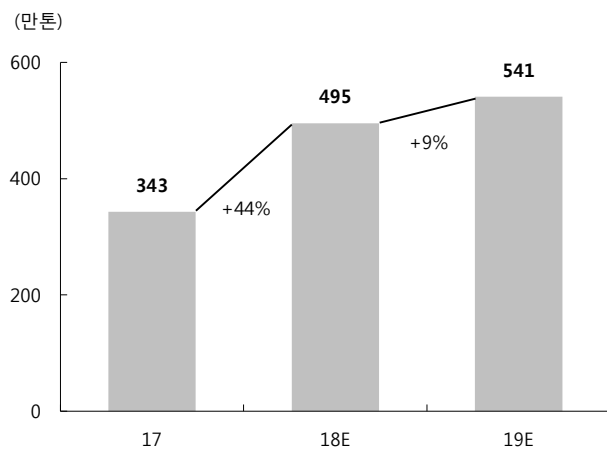
자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 5> 국내 철근 유통가격 - 스크랩 스프레드 추이



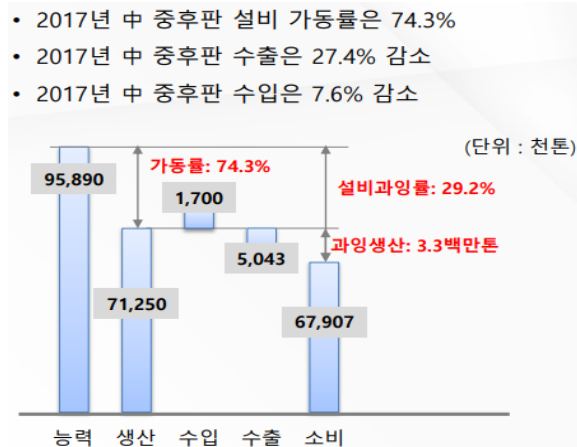
자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 6> 국내 조선사 후판 수요 전망치



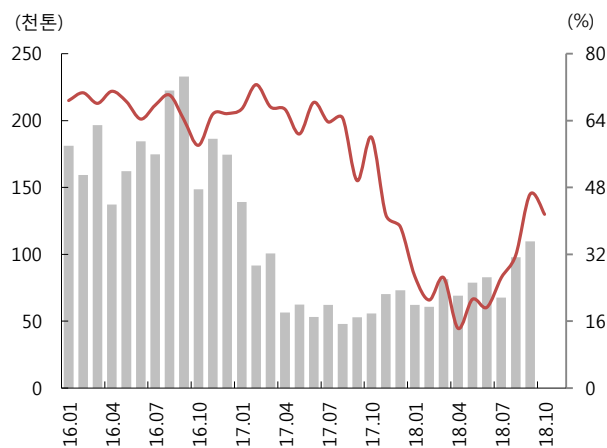
자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<그림 7> 중국의 17년 중후판 생산능력 분석



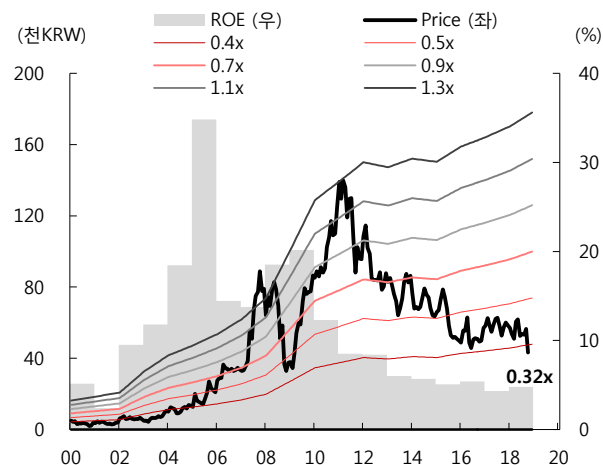
자료: 스틸데일리, 하이투자증권 리서치

<그림 8> 국내 보통강 중후판 수입량 및 중국산 비중



자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<그림 9> 현대제철 PBR / ROE BAND CHART



자료: 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,863	8,235	8,419	8,426
현금 및 현금성자산	771	566	499	451
단기금융자산	168	168	168	168
매출채권	2,719	2,971	3,060	3,068
재고자산	4,098	4,399	4,531	4,543
비유동자산	25,510	25,123	24,535	23,942
유형자산	21,339	21,053	20,565	20,072
무형자산	1,748	1,647	1,547	1,447
자산총계	33,374	33,358	32,953	32,368
유동부채	6,707	6,566	7,118	7,565
매입채무	1,255	1,372	1,413	1,417
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	15,698	14,550	13,166
지배주주지분	16,716	17,323	18,052	18,834
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	11,278	11,964	12,771	13,633
기타자본항목	856	777	698	620
비지배주주지분	320	338	352	368
자본총계	17,036	17,660	18,404	19,202

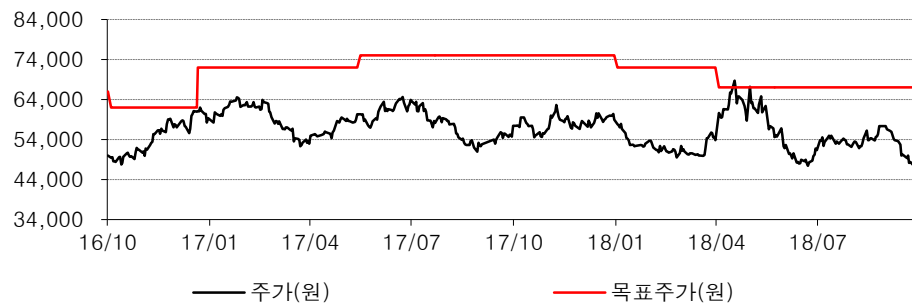
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,166	20,946	21,576	21,632
증가율(%)	14.8	9.3	3.0	0.3
매출원가	16,733	18,241	18,818	18,851
매출총이익	2,432	2,705	2,758	2,781
판매비와관리비	1,065	1,248	1,284	1,293
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,368	1,457	1,474	1,488
증가율(%)	-5.4	6.5	1.2	0.9
영업이익률(%)	7.1	7.0	6.8	6.9
이자수익	10	6	5	5
이자비용	308	315	264	204
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-83	-93	-32	-32
세전계속사업이익	1,081	1,105	1,254	1,329
법인세비용	354	303	333	353
세전계속이익률(%)	5.6	5.3	5.8	6.1
당기순이익	728	802	921	976
순이익률(%)	3.8	3.8	4.3	4.5
지배주주귀속 순이익	716	785	906	960
기타포괄이익	-79	-79	-79	-79
총포괄이익	649	723	842	897
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,720	2,541	2,997	3,316
당기순이익	728	802	921	976
유형자산감가상각비	1,403	1,486	1,488	1,492
무형자산상각비	101	101	100	100
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	-205	-67	-47
기초현금및현금성자산	737	771	565	499
기말현금및현금성자산	771	565	499	451

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,366	5,880	6,789	7,194
BPS	125,261	129,812	135,272	141,138
CFPS	16,639	17,774	18,693	19,129
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	10.9	7.4	6.4	6.0
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	3.5	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	6.4	5.1	4.5	3.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.4	4.6	5.1	5.2
EBITDA 이익률	15.0	14.5	14.2	14.2
부채비율	95.9	88.9	79.1	68.6
순부채비율	62.3	54.5	43.5	31.5
매출채권회전율(x)	7.5	7.4	7.2	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
2016-10-31	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	-18.3%	2.5%
2018-10-29	Buy	63,000	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 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-