



# 현대제철 (004020)

## 철강



이현수

02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>66,000원 (M)</b>
현재주가 (1/7)	<b>46,300원</b>
상승여력	<b>43%</b>

시가총액	61,785억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	183억원
60일 평균 거래량	404,762주
52주 고	68,700원
52주 저	41,550원
외인지분율	25.53%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.5	(13.9)	(18.8)
상대	5.4	(4.2)	(0.4)
절대(달러환산)	3.6	(13.0)	(22.8)

## 기대하지 않던 봉형강의 반격이 나타난다면

### 4Q18 Preview: 봉형강류와 판재류의 다른 행보

별도 영업이익 3,670억원(yoy +23%), 연결 영업이익 4,050억원(yoy +24%) 전망

별도기준 4Q 봉형강류 스프레드는 전분기대비 개선됐을 것으로 추정된다. 동사는 4Q 철근 판매 기준 가격을 전분기대비 3만원/톤 인상한 74만원/톤으로 고시한 바 있다. 반면, 철근의 주요 원재료인 철스 크랩 가격이 4Q에 전분기대비 약 1.5만원/톤 정도 하락하며 이번에도 역시 기준가격 인상에도 불구하고 유통가격 하락에 따른 동사의 판매단가 인하로 이어지지 않을까 하는 우려가 존재했다. 그러나, 시 중 철근 재고가 꾸준히 낮은 수준을 유지하며 기준가격 인상을 유통가격이 반영했으며 이에 따라 동사의 철근 판매단가 역시 상승했을 것으로 추정된다. 4Q 봉형강류 스프레드는 전분기대비 4만원/톤 개선됐을 것으로 사료된다. 판재류의 경우 봉형강류와 상반된 제품가격과 원재료가격의 흐름이 나타났을 공산이 크다. 특히 열연의 경우 미국향 및 EU향 등의 수출이 3Q에 집중됐을 가능성이 높아 4Q에는 상대적으로 수출이 부진했을 것으로 판단된다. 수출가격을 중심으로 판재류 가격이 전반적으로 하락했을 것으로 예상되는 가운데 철광석 및 원료탄 등 주요 원재료 투입원가는 전분기대비 상승하여 판재류 스프레드는 2.2만원/톤 축소됐을 것으로 추정된다. 이 밖에 변수로는 지난 10월 2차레에 걸쳐 진행된 당진공장 파업 영향이 고정비 상승에 영향을 줬을 가능성이 있다.

### 큰 변화보다는 점진적인 실적 개선 가능성을 보자

철근 가격 주도권 가져온다면 봉형강류 실적 개선될 수 있어

봉형강류의 계절성을 감안했을 시 분기별 실적보다는 연간 전체적인 실적 흐름에 초점을 맞춰야 할 것이다. 특히, 2014년 이후 건자회와의 협상을 통해 분기별 철근 기준가격을 협상하던 정책을 깨고 다시 월별 기준가격으로 돌아왔다는 점을 주시해야 한다. 다만 2013년 전과 다른 점은 협상 진행 없이 가격을 정한다는 점이다. 최대 수요처인 건설업계의 목소리를 아예 무시할 수는 없지만 주도권을 가져온다면 전반적인 국내 건설경기 우려에도 불구하고 철근부문의 실적 개선도 가능할 것으로 판단된다. 또한, 가격 변동성이 낮은 차강판의 경우 원재료 가격의 변동이 크지 않다면 스프레드 축소 국면에서도 열연 및 후판 등의 타 판재류보다 상대적으로 실적 방어가 가능하다는 것도 현 시점에서는 장점으로 작용할 수 있다. 판재류 측면에서는 수익성이 악화된 일반 냉연강판을 차츰 차강판(글로벌 완성차향)으로 Product-mix를 변화시키는 것 역시 긍정적이라 할 수 있다. 계열사인 현대기아차향 만큼은 아니지만 일반 냉연강판보다는 수익성이 높은 것으로 추정된다. 향후 자동차산업의 업황 개선 가능성, 특수강 봉강 부문 적자폭 축소 등을 감안한다면 점진적인 실적 개선은 가능하다고 판단된다.

### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	54,654	7.6	4.4	54,943	-0.5
영업이익	4,054	23.8	297.2	3,791	6.9
세전계속사업이익	3,362	71.7	흑전	2,767	21.5
지배순이익	2,486	267.9	흑전	2,040	21.8
영업이익률 (%)	7.4	+1.0 %pt	+5.5 %pt	6.9	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	+3.2 %pt	흑전	3.7	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	166,915	191,660	209,332	217,383
영업이익	14,454	13,676	11,766	15,187
지배순이익	8,502	7,161	5,653	9,612
PER	8.1	10.9	10.9	6.4
PBR	0.4	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.1	5.1
ROE	5.4	4.4	3.4	5.5

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	16,889	18,631	19,172	4,244	4,836	4,711	4,841	2.7%	10.6%	4,725	4,795	4,796	4,857
<sup>1)</sup> 봉형강류	4,518	5,292	5,568	1,158	1,407	1,325	1,402	5.8%	19.0%	1,378	1,409	1,386	1,396
<sup>2)</sup> 판재류	9,503	10,407	10,624	2,360	2,699	2,662	2,686	0.9%	10.8%	2,600	2,643	2,667	2,714
기타	2,869	2,933	2,980	727	730	724	752	3.9%	-2.7%	747	743	743	748
판매량	21,648	21,753	21,981	5,133	5,726	5,384	5,510	2.3%	1.5%	5,452	5,532	5,485	5,512
<sup>1)</sup> 봉형강류	6,844	7,055	7,124	1,610	1,934	1,731	1,780	2.8%	5.3%	1,764	1,804	1,772	1,784
<sup>2)</sup> 판재류	12,405	12,676	12,843	3,005	3,286	3,160	3,225	2.0%	5.0%	3,182	3,226	3,211	3,224
기타	2,399	2,022	2,014	518	506	493	505	2.5%	-24.0%	506	503	502	504
<sup>1)</sup> 봉형강류 ASP(A)	660	750	782	719	727	765	788	2.9%	13.0%	781	781	782	782
변동폭	74	90	32	22	8	38	22	-	-	781	0	1	1
<sup>3)</sup> 원재료 투입가격(B)	362	422	395	428	407	435	417	-4.1%	2.4%	395	395	395	395
변동폭	83	60	-27	21	-21	28	-18	-	-	395	0	0	0
추정 스프레드(A-B)	298	328	387	291	320	331	371	12.1%	28.0%	386	386	387	387
변동폭	-9	30	58	1	29	11	40	-	-	386	0	1	1
<sup>2)</sup> 판재류 ASP(C)	766	821	827	785	821	842	833	-1.1%	5.6%	817	819	831	842
변동폭	85	55	6	-4	36	21	-10	-	-	817	2	11	11
<sup>4)</sup> 원재료 투입가격(D)	257	243	253	247	246	233	245	5.4%	3.6%	254	252	252	253
변동폭	88	-14	10	10	-1	-13	13	-	-	254	-2	0	0
추정 스프레드(C-D)	509	578	574	538	575	610	588	-3.6%	6.5%	563	567	578	589
변동폭	-4	69	-4	-14	37	34	-22	-	-	563	4	11	11
영업이익	1,233	1,043	1,364	250	334	91	367	302.4%	22.8%	303	324	348	388
이익률	7.3%	5.6%	7.1%	5.9%	6.9%	1.9%	7.6%	5.7%p	0.8%p	6.4%	6.8%	7.3%	8.0%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H형강+형강, 주 2) 열연+냉연+후판, 주 3) 국산 철스크랩 중량 A(1.1톤), 주 4) 철광석(1.6톤)+원료탄(0.75톤) 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	1,128	1,130	1,130	1,130	1,130
철광석 구매		65	59	58	62	65	65	65	65
(달러/톤, FOB)	분광 Index <sup>1)</sup>	57	67	60	56	63	64	65	65
	당분기	67	57	57	63	65	65	65	65
원료탄 구매	(복합)	186	159	156	171	159	159	159	159
(달러/톤, FOB)	강점탄	233	193	189	217	200	200	200	200
	Index <sup>1)</sup>	237	196	189	212	200	200	200	200
	당분기	228	190	189	221	200	200	200	200
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		243	214	209	227	223	223	224	224
(달러/톤)	철광석 1.6톤	104	95	92	99	103	104	104	104
	원료탄 0.75톤	139	119	117	128	120	120	120	120
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 <sup>2)</sup>		247	246	233	245	254	252	252	253
(천원/톤)	전분기대비 증감	10	-1	-13	13	9	-2	0	0
	철광석 1.6톤	107	107	103	107	114	117	117	118
	전분기대비 증감	-3	0	-4	4	7	3	0	0
	원료탄 0.75톤	140	139	130	138	140	135	135	135
	전분기대비 증감	13	-1	-9	8	2	-5	0	0

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석 4Q의 경우 6~8월 평균, 강점탄 4Q의 경우 9~11월 평균

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

[표-3] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	19,166	20,933	21,738	4,786	5,448	5,234	5,465	4.4%	7.6%	5,339	5,430	5,438	5,531
별도	16,889	18,631	19,172	4,244	4,836	4,711	4,841	2.7%	10.6%	4,725	4,795	4,796	4,857
국내 기타	1,163	1,192	1,221	283	303	297	309	3.9%	12.2%	303	304	305	310
해외	3,818	3,754	4,178	868	942	936	1,008	7.8%	-3.9%	997	1,033	1,057	1,091
(연결조정)	2,704	2,645	2,833	609	633	710	692	-	-	686	701	720	727
영업이익	1,368	1,177	1,519	294	376	102	405	297.2%	23.8%	342	362	386	428
이익률	7.1%	5.6%	7.0%	6.1%	6.9%	1.9%	7.4%	5.5%p	1.0%p	6.4%	6.7%	7.1%	7.7%
별도	1,233	1,043	1,364	250	334	91	367	302.4%	22.8%	303	324	348	388
이익률	7.3%	5.6%	7.1%	5.9%	6.9%	1.9%	7.6%	5.7%p	0.8%p	6.4%	6.8%	7.3%	8.0%
국내 기타	44	49	48	13	16	8	12	45.9%	51.4%	13	12	11	12
이익률	3.8%	4.1%	4.0%	4.7%	5.3%	2.8%	3.9%	1.1%p	1.0%p	4.2%	4.0%	3.7%	3.9%
해외	90	97	105	22	29	21	25	14.7%	22.2%	26	27	26	27
이익률	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	3.1%	2.3%	2.4%	0.1%p	0.5%p	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
(연결조정)	0	14	0	-8	4	19	0	-	-	0	0	0	0
세전이익	1,081	792	1,288	235	259	-38	336	흑전	71.7%	302	297	322	366
이익률	5.6%	3.8%	5.9%	4.9%	4.7%	-0.7%	6.2%	6.9%p	2.3%p	5.7%	5.5%	5.9%	6.6%
지배순이익	716	565	961	173	184	-40	249	흑전	267.9%	224	222	243	273
이익률	3.7%	2.7%	4.4%	3.6%	3.4%	-0.8%	4.5%	5.3%p	3.2%p	4.2%	4.1%	4.5%	4.9%

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	209,332	217,383	221,089
매출원가	142,308	167,335	185,242	189,409	192,127
매출충이익	24,607	24,325	24,090	27,974	28,963
판매비	10,154	10,649	12,324	12,787	13,005
영업이익	14,454	13,676	11,766	15,187	15,958
EBITDA	28,328	28,718	27,565	30,603	31,224
영업외손익	-2,714	-2,863	-3,844	-2,310	-1,940
외환관련손익	-191	1,008	-706	0	0
이자손익	-3,040	-2,982	-3,085	-2,783	-2,413
관계기업관련손익	100	95	123	0	0
기타	416	-984	-175	473	473
법인세비용차감전순이익	11,740	10,813	7,923	12,877	14,018
법인세비용	3,068	3,537	2,147	3,348	3,645
계속사업순이익	8,671	7,275	5,776	9,529	10,374
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,671	7,275	5,776	9,529	10,374
지배지분순이익	8,502	7,161	5,653	9,612	10,464
포괄순이익	9,283	6,487	4,408	10,012	10,857
지배지분포괄이익	9,113	6,376	4,276	10,079	10,929

주: 영업이익의 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	85,691	88,003	91,112
현금및현금성자산	7,372	7,707	5,990	7,232	9,046
매출채권 및 기타채권	23,764	27,171	28,723	28,844	29,323
재고자산	34,077	40,982	46,955	47,903	48,720
비유동자산	257,459	255,103	245,502	242,086	238,820
유형자산	216,452	213,393	206,990	204,447	201,891
관계기업 등 자본관련자산	1,162	1,168	1,200	1,200	1,200
기타투자자산	17,661	18,703	16,429	16,429	16,429
자산총계	325,408	333,738	331,192	330,089	329,932
유동부채	68,131	67,072	63,997	64,084	64,462
매입채무 및 기타채무	29,450	33,909	31,237	31,324	33,703
단기차입금	11,055	8,863	10,128	10,128	8,128
유동성장기부채	26,100	21,832	20,996	20,996	20,996
비유동부채	92,429	96,311	93,556	83,556	73,556
장기차입금	42,857	44,497	38,355	28,355	18,355
사채	40,706	40,300	41,214	41,214	41,214
부채총계	160,560	163,383	157,552	147,639	138,018
지배지분	161,762	167,155	170,328	178,955	188,238
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	117,683	126,311	135,594
비지배지분	3,085	3,200	3,312	3,494	3,676
자본총계	164,848	170,355	173,640	182,450	191,914
순차입금	112,093	107,284	102,679	91,436	77,623
총차입금	121,303	116,672	111,548	101,548	89,548

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	29,166	17,198	16,380	28,644	31,405
당기순이익	8,671	7,275	5,776	9,529	10,374
감가상각비	12,821	14,032	14,813	14,543	14,556
외환손익	487	-250	393	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	4,903	-7,770	-9,274	-2,487	-421
기타현금흐름	2,283	3,911	4,673	7,059	6,896
투자활동 현금흐름	-19,758	-12,342	-10,778	-12,000	-12,000
투자자산	4	-5	-13	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-19,757	-12,011	-11,009	-12,000	-12,000
유형자산 감소	188	61	258	0	0
기타현금흐름	-194	-388	-14	0	0
재무활동 현금흐름	-10,169	-4,503	-6,369	-11,003	-13,200
단기차입금	-6,951	-2,208	1,302	0	-2,000
사채 및 장기차입금	-2,240	-1,302	-6,668	-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	-950	-4,399	-4,393
현금의 증감	-831	334	-1,717	1,243	1,813
기초 현금	8,203	7,372	7,707	5,990	7,232
기말 현금	7,372	7,707	5,990	7,232	9,046
NOPLAT	14,454	13,676	11,766	15,187	15,958
FCF	9,696	4,463	4,093	12,167	14,654

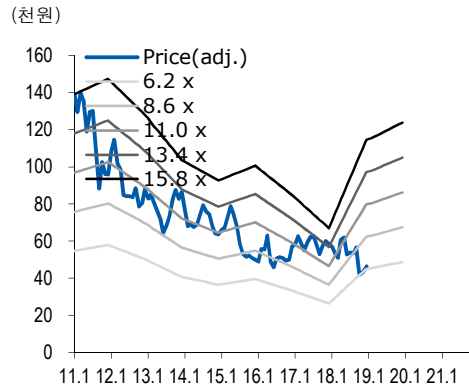
자료: 유안타증권

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

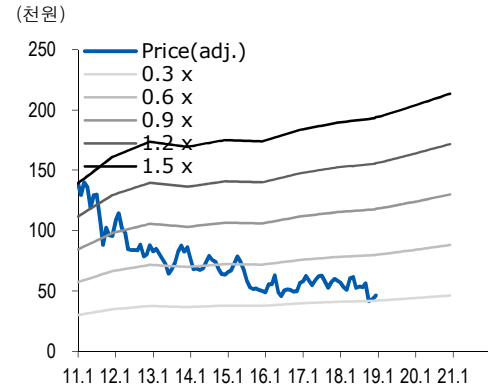
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,371	5,366	4,236	7,203	7,842
BPS	123,228	127,336	129,753	136,326	143,397
EBITDAPS	21,228	21,520	20,656	22,933	23,398
SPS	125,081	143,624	156,867	162,900	165,677
DPS	750	750	750	900	900
PER	8.1	10.9	10.9	6.4	5.9
PBR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.1	5.1	4.6
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	9.2	3.8	1.7
영업이익 증가율 (%)	-1.3	-5.4	-14.0	29.1	5.1
지배순이익 증가율 (%)	15.9	-15.8	-21.1	70.0	8.9
매출총이익률 (%)	14.7	12.7	11.5	12.9	13.1
영업이익률 (%)	8.7	7.1	5.6	7.0	7.2
지배순이익률 (%)	5.1	3.7	2.7	4.4	4.7
EBITDA 마진 (%)	17.0	15.0	13.2	14.1	14.1
ROIC	4.1	3.5	3.2	4.2	4.5
ROA	2.6	2.2	1.7	2.9	3.2
ROE	5.4	4.4	3.4	5.5	5.7
부채비율 (%)	97.4	95.9	90.7	80.9	71.9
순차입금/자기자본 (%)	69.3	64.2	60.3	51.1	41.2
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.4	3.7	5.2	6.2

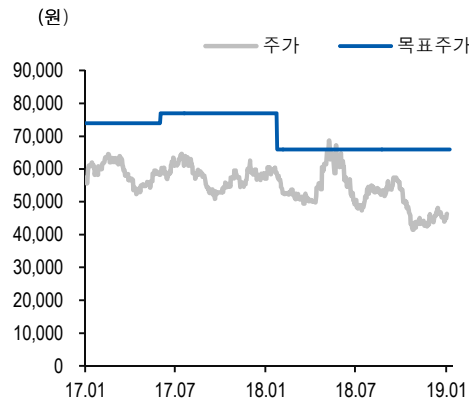
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-08	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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-05

※ 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.