

현대제철 (004020)

4분기 어닝쇼크 vs, 낮은 밸류에이션 부담

4Q18 파업과 일회성비용 영향에 따른 어닝쇼크 기록

2018년 4분기 현대제철의 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 4.8조원(YoY +10.2%, QoQ +2.3%)과 2,576억원(YoY -13.8%, QoQ +182.3%)을 기록했다. 영업이익 시장컨센서스가 3,361억원임을 감안하면 어닝쇼크 수준이다. 1) 철근 기준 가격 인상(3.5만원/톤)에 따른 봉형강 스프레드 확대(QoQ ASP +1만원/톤 vs. 원재료 투입단가 -0.5만원/톤)에도 불구하고, 2) 판재류 가격 하락에 의한 판재류 스프레드 축소(QoQ ASP -1만원/톤 vs. 원재료 투입단가 0.0만원/톤), 3) 전기로 부자재가격 인상(100억원), 4) 당진제철소 파업 비용(인건비 포함 600억) 및 탄소배출권 관련 비용(200억)과 같은 일회성 비용 영향으로 어닝쇼크를 기록한 것으로 판단된다.

연결 영업이익 또한 해외 SSC(Steel Service Center)의 수익성 악화와 국내 계열사들의 일회성 비용(100억원) 영향으로 컨센서스인 3,594억원을 크게 하회하는 2,548억원(YoY -22.1%, QoQ +149.7%)을 기록했다.

1분기 판재류 스프레드 축소, 봉형강은 전분기와 유사 전망

판재류 스프레드 축소는 1분기에 더욱 가속화될 전망이다. 중국산 열연 및 냉연 수입가격 하락과 고객사들의 가격인하 요청으로 1분기 판재류 ASP는 2만원/톤 하락할 것으로 예상되는 반면, 원재료의 경우 원료탄가격은 연말부터 하락세로 전환되었지만 철광석가격이 상승세를 지속하며 최근 70불/톤 중반을 기록하고 있기 때문에 투입단가는 2.5만원 인상이 예상된다. 철근은 제강사들이 건자회와의 분기 단위 가격협상에서 이탈해 자체적으로 월별 가격을 고지하겠다고 밝힌 가운데 1월 가격은 동결된 74만원/톤을 발표했고 2월까지의 동결 가능성이 높다고 판단되고 스크랩가격은 국제가격 하락세가 반영되어 국내가격도 하락세 전환이 예상되기 때문에 1분기 봉형강 스프레드는 전분기와 유사한 수준을 기록할 전망이다.

투자 의견 'BUY' 및 목표주가 67,000원 유지

현대제철에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 67,000원을 유지한다. 4분기 실적은 어닝쇼크를 기록했지만 연재 주가는 PBR 0.38배에 불과하다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 67,000원 | CP(1월 25일): 50,900원

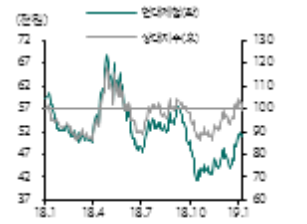
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.73
52주 최고/최저(원)	68,700/41,550
시가총액(십억원)	6,792.4
시가총액비중(%)	0.56
발행주식수(천주)	133,445.8
60일 평균 거래량(천주)	363.2
60일 평균 거래대금(십억원)	16.6
18년 배당금(예상, 원)	750
18년 배당수익률(예상, %)	1.66
외국인지분율(%)	25.80
주요주주 지분율(%)	
기아자동차 외 9인	35.99
국민연금	8.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.8 1.4 (15.7)
상대	2.6 5.8 (0.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	20,911.8	21,317.1
영업이익(십억원)	1,160.4	1,436.1
순이익(십억원)	544.1	836.0
EPS(원)	3,987	6,205
BPS(원)	130,141	135,656

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,691.5	19,166.0	20,780.4	21,668.0	22,276.1
영업이익	십억원	1,445.4	1,367.6	1,026.0	1,405.7	1,507.3
세전이익	십억원	1,174.0	1,081.3	568.9	1,255.6	1,282.0
순이익	십억원	850.2	716.1	400.9	876.4	882.4
EPS	원	6,371	5,366	3,004	6,567	6,613
증감률	%	8.6	(15.8)	(44.0)	118.6	0.7
PER	배	8.95	10.92	15.06	7.75	7.70
PBR	배	0.47	0.46	0.35	0.38	0.36
EV/EBITDA	배	6.75	6.57	6.70	5.82	5.33
ROE	%	5.41	4.35	2.38	5.03	4.85
BPS	원	122,187	126,228	128,495	134,324	140,199
DPS	원	750	750	750	750	750



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 유승훈
02-3771-8094
shyou@hanafn.com

4Q18 별도 영업이익 2,576억원
(YoY -13.8%, QoQ +182.3%)으로
컨센서스 크게 하회하는 어닝쇼크 기록

4Q18 파업과 일회성비용 영향에 따른 어닝쇼크 기록

2018년 4분기 현대제철의 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 4,8조원(YoY +10.2%, QoQ +2.3%)과 2,576억원(YoY -13.8%, QoQ +182.3%)을 기록했다. 영업이익의 시장컨센서스가 3,361억원임을 감안하면 어닝쇼크 수준이다. 1) 철근 기준가격 인상(3.5만원/톤)에 따른 봉형강 스프레드 확대(QoQ ASP +1만원/톤 vs. 원재료 투입단가 -0.5만원/톤)에도 불구하고, 2) 판재류 가격 하락에 따른 판재류 스프레드 축소(QoQ ASP -1만원/톤 vs. 원재료 투입단가 0.0만원/톤), 3) 전기로 부자재가격 인상(100억원), 4) 당진제철소 파업 비용(인건비 포함 600억) 및 탄소배출권 관련 비용(200억)과 같은 일회성 비용 영향으로 어닝쇼크를 기록한 것으로 판단된다.

연결 영업이익 또한 해외 SSC(Steel Service Center)의 수익성 악화와 국내 계열사들의 일회성 비용 영향으로 컨센서스인 3,594억원을 크게 하회하는 2,548억원(YoY -22.1%, QoQ +149.7%)을 기록했다.

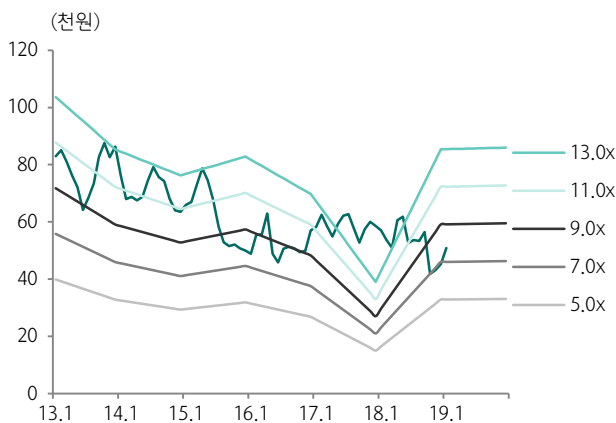
표 1. 현대제철 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출	4,786.1	5,447.7	5,234.1	5,312.5	5,173.9	5,711.2	5,407.9	5,375.0	19,166.0	20,780.4	21,668.0
제품판매량	5,133.0	5,726.0	5,384.0	5,518.0	5,235.5	5,789.5	5,435.0	5,627.4	21,648.0	21,761.0	22,087.4
제품 판매단가	826.8	844.5	868.1	873.5	838.0	850.8	848.2	817.0	780.0	853.2	838.5
영업이익	293.5	375.6	102.1	254.8	265.5	350.4	383.9	405.9	1,367.6	1,026.0	1,405.7
세전이익	235.4	258.7	-38.0	112.8	269.2	360.2	407.6	218.7	1,081.3	568.9	1,255.6
지배순이익	172.8	184.4	-40.5	84.1	135.0	201.6	400.9	138.9	716.1	400.9	876.4
영업이익률(%)	6.1	6.9	1.9	4.8	5.1	6.1	7.1	7.6	7.1	4.9	6.5
세전이익률(%)	4.9	4.7	(0.7)	2.1	5.2	6.3	7.5	4.1	5.6	2.7	5.8
순이익률(%)	3.6	3.4	(0.8)	1.6	2.6	3.5	7.4	2.6	3.7	1.9	4.0

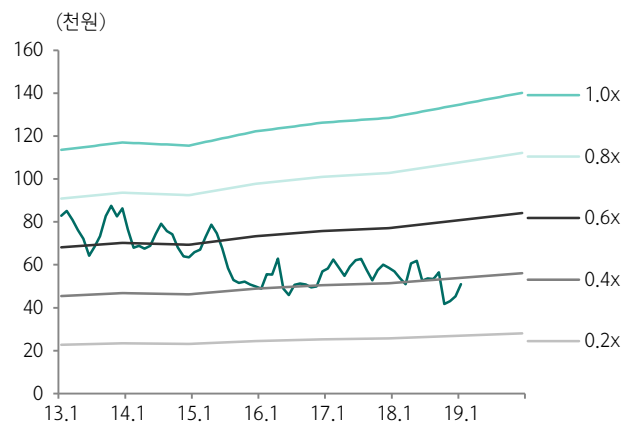
주: IFRS-연결 기준, 제품판매량 및 판매단가는 별도기준
주: 3분기 영업실적 통상임금 관련 비용 미반영
자료: 하나금융투자

그림 1. 현대제철 PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

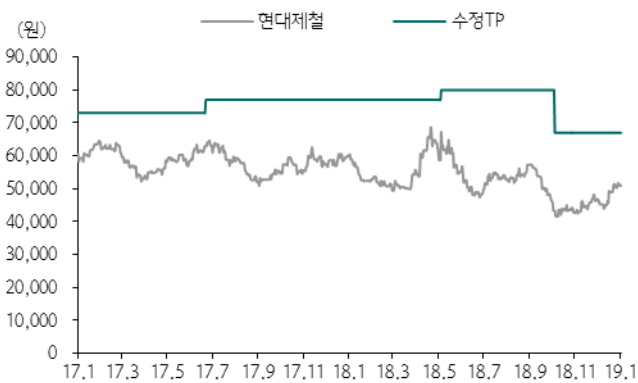
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,691.5	19,166.0	20,780.4	21,668.0	22,276.1
매출원가	14,230.8	16,733.5	18,548.6	19,053.8	19,559.0
매출총이익	2,460.7	2,432.5	2,231.8	2,614.2	2,717.1
판매비	1,015.4	1,064.9	1,205.8	1,208.5	1,209.8
영업이익	1,445.4	1,367.6	1,026.0	1,405.7	1,507.3
금융손익	(296.7)	(212.7)	(325.2)	(203.4)	(227.5)
중속/관계기업손익	10.0	9.5	15.8	15.2	14.9
기타영업외손익	15.2	(83.1)	(147.7)	38.0	(12.8)
세전이익	1,174.0	1,081.3	568.9	1,255.6	1,282.0
법인세	306.8	353.7	161.6	365.2	385.5
계속사업이익	867.1	727.5	407.3	890.4	896.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	867.1	727.5	407.3	890.4	896.5
비지배주주지분 순이익	17.0	11.4	6.4	14.0	14.1
지배주주순이익	850.2	716.1	400.9	876.4	882.4
지배주주지분포괄이익	911.3	637.6	400.3	875.2	881.2
NOPAT	1,067.6	920.2	734.6	996.8	1,054.1
EBITDA	2,832.8	2,871.8	2,519.7	2,878.6	2,942.1
성장성(%)					
매출액증가율	3.5	14.8	8.4	4.3	2.8
NOPAT증가율	(8.6)	(13.8)	(20.2)	35.7	5.7
EBITDA증가율	3.5	1.4	(12.3)	14.2	2.2
영업이익증가율	(1.3)	(5.4)	(25.0)	37.0	7.2
(지배주주)순이익증가율	15.9	(15.8)	(44.0)	118.6	0.7
EPS증가율	8.6	(15.8)	(44.0)	118.6	0.7
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	12.7	10.7	12.1	12.2
EBITDA이익률	17.0	15.0	12.1	13.3	13.2
영업이익률	8.7	7.1	4.9	6.5	6.8
계속사업이익률	5.2	3.8	2.0	4.1	4.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,371	5,366	3,004	6,567	6,613
BPS	122,187	126,228	128,495	134,324	140,199
CFPS	22,217	22,614	17,565	20,980	21,637
EBITDAPS	21,228	21,520	18,882	21,571	22,047
SPS	125,081	143,624	155,721	162,373	166,930
DPS	750	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	8.9	10.9	15.1	7.8	7.7
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.6	2.6	2.6	2.4	2.4
EV/EBITDA	6.8	6.6	6.7	5.8	5.3
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	5.4	4.4	2.4	5.0	4.9
ROA	2.6	2.2	1.2	2.6	2.6
ROIC	4.1	3.5	2.8	3.8	4.0
부채비율	97.4	95.9	91.9	84.2	75.7
순부채비율	68.0	63.0	60.6	53.1	45.2
이자보상배율(배)	4.6	4.4	3.5	5.1	6.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,795.0	7,863.5	7,700.3	7,950.7	8,186.0
금융자산	921.0	938.8	625.8	652.8	655.1
현금성자산	737.2	770.7	443.5	462.7	459.6
매출채권 등	2,376.4	2,717.1	2,886.8	2,931.3	3,041.8
재고자산	3,407.7	4,098.2	4,069.1	4,242.9	4,362.0
기타유동자산	89.9	109.4	118.6	123.7	127.1
비유동자산	25,745.9	25,510.3	25,584.0	25,453.1	25,081.4
투자자산	1,882.3	1,987.2	2,154.5	2,246.6	2,309.6
금융자산	1,766.1	1,870.3	2,027.9	2,114.5	2,173.8
유형자산	21,645.2	21,339.3	21,336.3	21,195.0	20,833.5
무형자산	1,793.1	1,748.1	1,657.3	1,575.7	1,502.5
기타비유동자산	425.3	435.7	435.9	435.8	435.8
자산총계	32,540.8	33,373.8	33,284.2	33,403.8	33,267.3
유동부채	6,813.1	6,707.2	6,941.4	6,790.7	5,793.0
금융부채	3,715.6	3,076.8	3,263.0	2,963.3	1,863.6
매입채무 등	2,945.0	3,390.9	3,434.8	3,581.5	3,682.0
기타유동부채	152.5	239.5	243.6	245.9	247.4
비유동부채	9,242.9	9,631.1	8,999.4	8,478.6	8,542.7
금융부채	8,414.8	8,597.7	7,879.0	7,310.4	7,341.7
기타비유동부채	828.1	1,033.4	1,120.4	1,168.2	1,201.0
부채총계	16,056.0	16,338.3	15,940.8	15,269.3	14,335.7
지배주주지분	16,176.3	16,715.5	17,018.0	17,795.9	18,579.9
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.4	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
자본조정	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)
기타포괄이익누계액	1,069.4	985.2	985.2	985.2	985.2
이익잉여금	10,654.3	11,277.7	11,580.2	12,358.1	13,142.1
비지배주주지분	308.5	320.0	325.5	338.6	351.8
자본총계	16,484.8	17,035.5	17,343.5	18,134.5	18,931.7
손금유부채	11,209.4	10,735.7	10,516.2	9,620.9	8,550.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,916.6	1,719.8	1,917.2	2,174.2	2,195.1
당기순이익	867.1	727.5	407.3	890.4	896.5
조정	1,559.2	1,769.3	1,524.7	1,310.4	1,396.8
감가상각비	1,387.4	1,504.3	1,493.7	1,472.9	1,434.8
외환거래손익	48.7	(25.0)	35.5	(159.4)	(36.2)
지분법손익	(10.0)	(9.5)	(5.3)	(3.7)	(2.3)
기타	133.1	299.5	0.8	0.6	0.5
영업활동 자산부채 변동	490.3	(777.0)	(14.8)	(26.6)	(98.2)
투자활동 현금흐름	(1,975.8)	(1,234.2)	(1,613.4)	(1,188.2)	(1,031.3)
투자자산감소(증가)	(104.4)	(89.9)	(163.0)	(89.2)	(61.7)
유형자산감소(증가)	(1,956.8)	(1,195.0)	(1,400.0)	(1,250.0)	(1,000.0)
기타	85.4	50.7	(50.4)	151.0	30.4
재무활동 현금흐름	(1,016.9)	(450.3)	(631.0)	(966.8)	(1,166.9)
금융부채증가(감소)	(823.6)	(455.8)	(532.5)	(868.3)	(1,068.5)
자본증가(감소)	(7.6)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(87.9)	104.8	0.0	0.0	0.1
배당지급	(97.8)	(99.4)	(98.5)	(98.5)	(98.5)
현금의 증감	(83.1)	33.4	(327.2)	19.2	(3.0)
Unlevered CFO	2,964.8	3,017.7	2,344.0	2,799.7	2,887.3
Free Cash Flow	940.9	518.7	517.2	924.2	1,195.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대제철



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.29	BUY	67,000		
18.5.29	BUY	80,000	-33.44%	-19.00%
17.7.16	BUY	77,000	-26.41%	-10.78%
17.1.26	BUY	73,000	-18.94%	-11.64%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 10월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.