

2019. 1. 28



▲ **철강**  
 Analyst **민사영**  
 02. 6098-6652  
 sayeong.min@meritz.co.kr

### Trading Buy

**적정주가 (12개월)** **55,000 원**

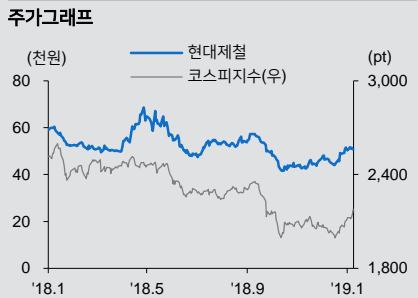
**현재주가 (1.25)** **50,900 원**

**상승여력** **8.1%**

KOSPI	2,177.73pt
시가총액	67,924억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.38%
외국인비중	25.91%
52주 최고/최저가	68,700원/41,550원
평균거래대금	166.1억원

<b>주요주주(%)</b>	
기아자동차 외 9인	35.99
국민연금	8.99

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	8.8	1.4	-15.7
상대주가	2.6	5.8	-0.8



# 현대제철 004020

## 4Q18 Review: 별도 기준 컨센서스 충족

- ✓ 일회성 비용 820억원을 제외하면 별도실적은 컨센서스 충족
- ✓ 연결 실적은 중국의 자동차 판매량 둔화, 니켈가격 하락으로 인해 부진
- ✓ 2019년 판매량 가이드는 2,260만톤으로 당사 기대치 상회
- ✓ 판매량 증가는 자동차강판, 후판, 특수강 중심
- ✓ 적정주가 55,000원 유지, 투자의견은 최근 주가 상승으로 하향

### 소크처럼 보이나 일회성을 제외하면 기대치 충족

현대제철의 4분기 연결실적은 매출액 5조 3,125억원으로 +4.6% YoY 증가, 영업이익 2,548억원으로 -22.1% YoY 감소했다. 영업이익 컨센서스 3,785억원을 크게 하회하였지만 당진제철소 파업과 탄소배출권으로 인한 일회성 손실 820억원을 고려하면 별도기준 실적은 컨센서스를 충족하는 수준이었다.

단, 연결기준 자회사의 실적은 중국의 자동차 판매량 둔화, 니켈가격 하락에 따른 현대비앤지스틸의 실적 악화로 인해 적자를 면치 못했다.

### 2019년 판매량 가이드는 메리츠 예상 상회

2019년의 판매량 가이드는 2,260만톤으로 2018년 2,179만톤 대비 약 80만톤 가량 증가한다. 주로 자동차 강판과 후판, 특수강 중심으로 확대 판매량 확대를 예상하고 있다. 메리츠종금증권은 철강 시장을 고려하여 특수강과 자동차 강판의 판매량을 각각 27만톤, 13만톤 증가하지만, 철근 및 H형강 등에서 16만톤 가량의 판매량 감소될 것으로 판단한다. 전반적으로 판매량은 전년대비 30만톤 가량 증가한 2,200만톤 수준으로 추정한다.

### 적정주가 55,000원 유지, 최근 주가 상승으로 투자의견은 하향

최근 긍정적인 매크로 환경이 조성되고 있으나, 철강산업은 여전히 중국의 공급과잉을 바탕으로 불안정한 상황에 놓여있다. 기대를 상회하는 중국의 공급측 개혁 정책이 없다면 Buy&Hold보다 트레이딩 관점에서 접근하는 것이 유효하다. 연간 추정치는 큰 폭의 변동이 없어 적정주가 55,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	19,166.0	1,367.6	716.1	5,366	-16.1	125,261	10.9	0.5	6.6	4.4	95.9
2018E	20,780.4	1,026.1	398.7	2,988	-43.9	125,652	15.1	0.4	6.1	2.4	94.3
2019E	20,577.3	1,284.4	731.0	5,478	82.8	130,244	8.0	0.3	5.1	4.3	85.0
2020E	20,231.0	1,234.0	683.2	5,120	-6.5	134,085	8.6	0.3	4.8	3.9	78.5
2021E	20,179.2	1,189.5	672.8	5,042	-1.5	137,504	8.7	0.3	4.6	3.7	72.7

**표1 현대제철 4Q18 실적 Review**

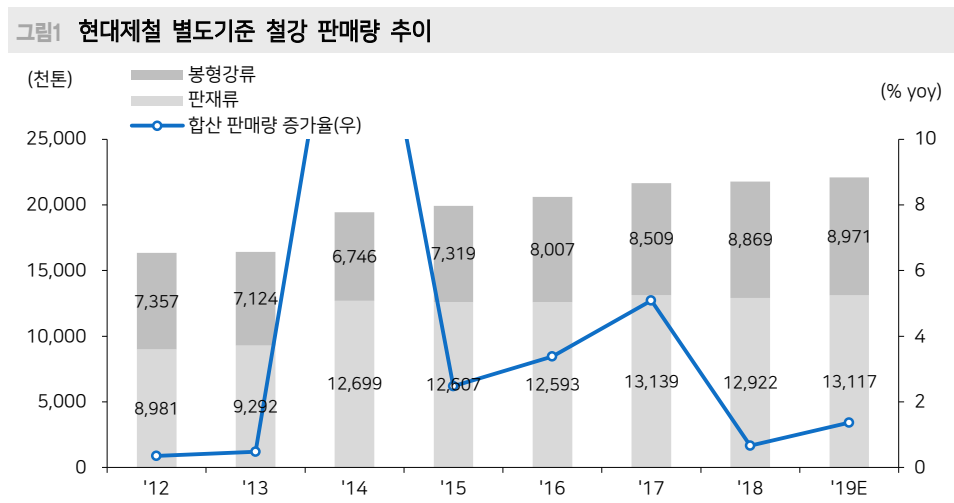
(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,312.5	5,079.1	4.6	5,234.1	1.5	5,496.7	-3.4	5,485.5	-3.2
영업이익	254.9	327.4	-22.1	102.1	149.7	378.5	-32.7	370.8	-31.3
세전이익	113.7	195.7	-41.9	-38.0	-399.3	323.3	-64.8	278.0	-59.1
순이익	79.1	67.6	17.1	-40.5	-295.6	227.2	-65.2	208.9	-62.1
영업이익률(%)	4.8	6.4		1.9		6.9		6.8	
순이익률(%)	1.5	1.3		-0.8		4.1		3.8	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 추정치 변경 내역**

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018P	2019E	2018	2019E
매출액	20,953.3	20,362.3	20,780.4	20,577.3	-0.8	1.1
영업이익	1,142.0	1,293.4	1,026.1	1,284.4	-10.1	-0.7
세전이익	736.6	1,017.0	569.8	1,008.0	-22.6	-0.9
지배순이익	525.6	737.5	398.7	745.9	-24.1	1.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 현대제철 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018P	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	695.7	398.7	731.0	683.2	672.8
지배주주 자본총계	17,791.1	16,748.0	17,308.3	17,794.6	18,270.5
ROE (%)	3.9	2.4	4.3	3.9	3.7
COE (%)	9.4	11.6	10.0	9.3	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.2	2.4	2.2	2.2
52주 $\beta$	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.42	0.21	0.43	0.42	0.42
적정 시가총액	7,414.6	3,452.1	7,463.7	7,485.2	7,619.8
Current PBR (배)	0.34	0.36	0.35	0.34	0.33
현재 시가총액	6,038.4	6,038.4	6,038.4	6,038.4	6,038.4
<b>적정주가 (원, 천원미만 절사)</b>	<b>55,000</b>	<b>25,000</b>	<b>55,000</b>	<b>56,000</b>	<b>57,000</b>
증가 (원)	45,250	45,250	45,250	45,250	45,250
Upside (%)	21.5	-44.8	21.5	23.8	26.0

주: 3개년 평균 Valuation에는 2019~2021년의 실적 추정치를 반영  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

## 현대제철 (004020)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>19,166.0</b>	<b>20,780.4</b>	<b>20,577.3</b>	<b>20,231.0</b>	<b>20,179.2</b>
매출액증가율 (%)	14.8	8.4	-1.0	-1.7	-0.3
매출원가	16,733.5	18,732.7	18,303.4	18,024.8	18,020.0
매출총이익	2,432.5	2,047.7	2,273.9	2,206.3	2,159.2
판매관리비	1,064.9	1,021.6	989.5	972.3	969.7
<b>영업이익</b>	<b>1,367.6</b>	<b>1,026.1</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,234.0</b>	<b>1,189.5</b>
영업이익률	7.1	4.9	6.2	6.1	5.9
금융손익	-212.7	-309.4	-222.6	-231.9	-201.5
중속/관계기업손익	9.5	14.9	9.6	9.0	9.5
기타영업외손익	-83.1	-161.9	-63.4	-69.0	-69.7
세전계속사업이익	1,081.3	569.8	1,008.0	942.1	927.8
법인세비용	353.7	161.9	262.1	244.9	241.2
<b>당기순이익</b>	<b>727.5</b>	<b>408.0</b>	<b>745.9</b>	<b>697.1</b>	<b>686.6</b>
지배주주지분 손이익	716.1	398.7	731.0	683.2	672.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,719.8</b>	<b>2,162.7</b>	<b>2,426.9</b>	<b>2,280.2</b>	<b>2,305.0</b>
당기순이익(손실)	727.5	408.0	745.9	697.1	686.6
유형자산상각비	1,403.2	1,508.7	1,568.0	1,535.2	1,495.7
무형자산상각비	101.1	96.5	88.6	87.7	87.3
운전자본의 증감	-777.0	-136.7	50.0	-15.1	61.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,234.2</b>	<b>-1,199.2</b>	<b>-1,263.1</b>	<b>-1,063.0</b>	<b>-1,061.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,201.1	-1,201.0	-1,200.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-89.9	224.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-450.3</b>	<b>-686.0</b>	<b>-1,098.5</b>	<b>-818.1</b>	<b>-969.1</b>
차입금의 증감	-455.8	-566.9	-1,000.0	-700.0	-700.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.4	276.6	65.4	399.1	274.5
기초현금	737.2	770.7	1,047.3	1,112.7	1,511.7
기말현금	770.7	1,047.3	1,112.7	1,511.7	1,786.2

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>7,863.5</b>	<b>8,578.1</b>	<b>8,504.8</b>	<b>8,829.4</b>	<b>9,086.3</b>
현금및현금성자산	770.7	1,047.3	1,112.7	1,511.7	1,786.2
매출채권	2,650.2	2,772.0	2,718.1	2,689.1	2,682.3
재고자산	4,098.2	4,286.6	4,203.2	4,158.4	4,147.9
<b>비유동자산</b>	<b>25,510.3</b>	<b>24,646.2</b>	<b>24,278.2</b>	<b>23,743.0</b>	<b>23,247.4</b>
유형자산	21,339.3	20,771.6	20,403.6	19,868.4	19,372.8
무형자산	1,748.1	1,675.4	1,675.4	1,675.4	1,675.4
투자자산	1,987.2	1,762.9	1,762.9	1,762.9	1,762.9
<b>자산총계</b>	<b>33,373.8</b>	<b>33,224.3</b>	<b>32,783.1</b>	<b>32,572.5</b>	<b>32,333.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,707.2</b>	<b>6,822.7</b>	<b>6,453.7</b>	<b>6,416.7</b>	<b>6,407.9</b>
매입채무	1,255.2	1,312.9	1,287.4	1,273.7	1,270.4
단기차입금	886.3	1,012.8	1,012.8	1,012.8	1,012.8
유동성장기부채	2,183.2	2,099.6	1,799.6	1,799.6	1,799.6
<b>비유동부채</b>	<b>9,631.1</b>	<b>9,305.6</b>	<b>8,605.6</b>	<b>7,905.6</b>	<b>7,205.6</b>
사채	4,030.0	4,121.4	4,121.4	4,121.4	4,121.4
장기차입금	4,449.7	3,785.5	3,085.5	2,385.5	1,685.5
<b>부채총계</b>	<b>16,338.3</b>	<b>16,128.2</b>	<b>15,059.3</b>	<b>14,322.2</b>	<b>13,613.5</b>
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
기타포괄이익누계액	985.2	811.8	811.8	811.8	811.8
이익잉여금	11,277.7	11,503.3	12,116.1	12,628.6	13,084.8
비지배주주지분	320.0	328.4	343.3	357.2	371.0
<b>자본총계</b>	<b>17,035.5</b>	<b>17,096.1</b>	<b>17,723.8</b>	<b>18,250.3</b>	<b>18,720.2</b>

### Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	143,624	155,722	154,200	151,605	151,216
EPS(지배주주)	5,366	2,988	5,478	5,120	5,042
CFPS	22,614	21,522	21,826	20,959	20,325
EBITDAPS	21,520	19,718	22,039	21,408	20,776
BPS	125,261	125,652	130,244	134,085	137,504
DPS	750	750	900	1,300	1,300
배당수익률(%)	1.3	1.7	2.0	3.0	3.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.9	15.1	8.0	8.6	8.7
PCR	2.6	2.1	2.0	2.1	2.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	2,871.8	2,631.3	2,941.0	2,856.9	2,772.5
EV/EBITDA	6.6	6.1	5.1	4.8	4.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.4	2.4	4.3	3.9	3.7
EBITDA 이익률	15.0	12.7	14.3	14.1	13.7
부채비율	95.9	94.3	85.0	78.5	72.7
금융비용부담률	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(x)	4.4	3.2	4.4	4.4	4.6
매출채권회전율(x)	7.7	7.7	7.5	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	5.1	5.0	4.8	4.8	4.9

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대제철 (004020) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	56,000	민사영	-20.1	-14.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	55,000	민사영	-8.8	-6.0	
2019.01.28	기업브리프	Trading Buy	55,000	민사영	-	-	