

현대제철 (004020)

철강



이현수
02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	66,000원 (M)
현재주가 (1/25)	50,900원
상승여력	30%

시가총액	67,924억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	166억원
60일 평균 거래량	363,222주
52주 고	68,700원
52주 저	41,550원
외인지분율	25.91%
주요주주	기아자동차 외 9인 35.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.8	11.1	(15.7)
상대	2.6	5.3	(0.8)
절대(달려환산)	9.1	12.8	(20.4)

4Q18 Review: 기대와 우려의 공존

4Q18 잠정실적: 별도 영업이익 2,577억원, 연결 영업이익 2,549억원

연결 영업이익, 당사 추정(4,054억원) 및 Consensus(3,594억원) 하회

(1)별도: 영업이익 2,577억원(yoy -14%, qoq +182%)을 기록하여 당사 추정(3,673억원)을 크게 하회했다. 전체 제품 판매량은 552만톤으로 당사 추정(551만톤)과 유사한 수준을 기록했다. 그러나, 봉형강류와 판재류의 판매비중은 당사 추정이 낮아졌다. 10월 당진공장에서 발생했던 두 차례의 파업이 상대적으로 수익성이 좋은 판재류 판매에 악영향을 미쳤던 것으로 판단된다. ①판재류: 내수 및 수출시장에서 중국 제품가격의 영향을 많이 받는 열연의 ASP가 전분기대비 다소 큰 폭으로 악화됐을 것으로 추정된다. 주요 원재료 투입원가(고로재)는 전분기대비 상승한 반면, 판재류 ASP는 열연이 전체적인 하락세를 이끌며 스프레드가 축소된 것으로 판단된다. ②봉형강류: 철근 등의 ASP는 전분기대비 상승한 반면 철스크랩 투입원가는 하락하며 스프레드 개선이 나타난 것으로 파악된다. 다만, 11월까지 강세였던 철근 유통가격이 12월 들어 빠르게 하락하며 당초 기대했던 수준보다 ASP 상승폭이 작았던 것으로 관측된다.

(2)연결: 국내 중속회사에서 일회성 비용이 발생했으며 해외 SSC가 부진했던 것으로 나타났다. 특히 중국 SSC들의 경우 현지 제품가격 하락에 따라 차강판 가격 인하가 단행된 것으로 파악된다. 미국 법인의 경우 강관 수입쿼터 소진이 판매에 부정적 영향을 미쳤던 것으로 사료된다.

1Q19, 판재류 스프레드 큰 폭의 축소 예상

4Q18에 이어 열연 중심의 판재류 판매가격 하락 전망, 반면 주요 원재료 투입원가는 상승

4Q18 동안 진행된 중국 제품가격 하락 영향에 따라 동사의 판재류 판매가격은 전분기에 이어 1Q19에도 추가적인 인하가 나타날 것으로 판단된다. 냉연 및 후판 등 실수요량 비중이 높은 품목 역시 인하 압력을 받게지만 열연 판매가격의 인하 가능성과 폭이 더 클 개연성이 있다. 반면 철광석 및 원료탄 등의 투입원가는 상승하며 스프레드 악화가 전망된다. 철근의 경우 1월 기준으로는 유통가격 하락세가 철스크랩 가격 하락보다 더 깊게 나타내며 우려를 자아내고 있으나 3월 이후 계절적 수요가 발생하며 1Q19 스프레드는 전분기 수준이 가능하다고 판단된다. 1Q19 별도 영업이익 2,290억원(yoy -8%), 연결 영업이익 2,570억원(yoy -13%)이 전망된다.

성장이 정체된 철강산업에서 새로운 성장동력을 갖출 수 있다는 점은 분명히 매력적인 부분이다. 그러나, 기존 사업부문의 실적 방향성 역시 중요하다는 판단이다. Cash Cow가 그 역할을 할 때 성장성 역시 두드러질 수 있을 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 66,000원(Target PBR 0.50x)을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	53,125	4.6	1.5	54,358	-2.3
영업이익	2,549	-22.1	149.7	3,594	-29.1
세전계속사업이익	1,137	-41.9	흑전	2,583	-56.0
지배순이익	819	21.2	흑전	1,856	-55.9
영업이익률 (%)	4.8	-1.6 %pt	+2.9 %pt	6.6	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	+0.2 %pt	흑전	3.4	-1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	166,915	191,660	207,804	217,179	
영업이익	14,454	13,676	10,261	13,035	
지배순이익	8,502	7,161	3,986	8,105	
PER	8.1	10.9	15.1	8.4	
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.6	5.8	
ROE	5.4	4.4	2.4	4.7	

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	16,889	18,611	19,151	4,244	4,836	4,711	4,820	2.3%	10.2%	4,613	4,854	4,730	4,954
¹⁾ 봉형강류	4,518	5,309	5,679	1,158	1,407	1,325	1,419	7.1%	20.4%	1,351	1,461	1,392	1,474
²⁾ 판재류	9,503	10,313	10,515	2,360	2,699	2,662	2,592	-2.6%	6.9%	2,539	2,663	2,594	2,719
기타	2,869	2,990	2,957	727	730	724	809	11.7%	4.6%	723	730	743	761
판매량	21,648	21,761	22,228	5,133	5,726	5,384	5,518	2.5%	1.7%	5,401	5,677	5,461	5,688
¹⁾ 봉형강류	6,844	7,111	7,363	1,610	1,934	1,731	1,836	6.1%	8.6%	1,765	1,894	1,798	1,906
²⁾ 판재류	12,405	12,544	12,700	3,005	3,286	3,160	3,093	-2.1%	0.7%	3,105	3,247	3,120	3,227
기타	2,399	2,106	2,165	518	506	493	589	19.5%	-11.4%	532	535	543	555
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	660	747	771	719	727	765	773	1.0%	10.9%	766	771	774	773
변동폭	74	86	25	22	8	38	7	-	-	-7	6	3	-1
³⁾ 원재료 투입가격(B)	362	422	407	428	407	435	417	-4.1%	2.4%	407	407	407	407
변동폭	83	60	-15	21	-21	28	-18	-	-	-10	0	0	0
추정 스프레드(A-B)	298	325	364	291	320	331	356	7.6%	22.9%	359	364	367	366
변동폭	-9	27	39	1	29	11	25	-	-	3	6	3	-1
²⁾ 판재류 ASP(C)	766	822	828	785	821	842	838	-0.5%	6.2%	818	820	831	842
변동폭	85	56	6	-4	36	21	-4	-	-	-20	2	11	11
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	257	243	256	247	246	233	245	5.4%	3.6%	255	255	256	256
변동폭	88	-14	13	10	-1	-13	13	-	-	10	0	1	0
추정 스프레드(C-D)	509	579	572	538	575	610	593	-2.8%	7.4%	562	565	575	586
변동폭	-4	70	-7	-14	37	34	-17	-	-	-30	2	11	11
영업이익	1,233	933	1,187	250	334	91	258	182.3%	-13.9%	229	295	296	368
이익률	7.3%	5.0%	6.2%	5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	3.4%p	-1.5%p	5.0%	6.1%	6.3%	7.4%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H형강+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	4Q18	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	66	67	67	67
(달러/톤, FOB)	분광 Index ¹⁾	57	67	60	56	63	66	67	67
	당분기	67	57	57	63	67	67	67	67
원료탄 구매	(복합)	186	159	156	171	159	159	159	159
(달러/톤, FOB)	강점탄	233	193	189	217	200	200	200	200
	Index ¹⁾	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	225	226	227	227
(달러/톤)	철광석 1.6톤	104	95	92	99	106	107	107	107
	원료탄 0.75톤	139	119	117	128	120	120	120	120
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾		247	246	233	245	255	255	256	256
(천원/톤)	전분기대비 증감	10	-1	-13	13	10	0	1	0
	철광석 1.6톤	107	107	103	107	115	120	121	121
	전분기대비 증감	-3	0	-4	4	8	5	1	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	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	19,166	20,780	21,718	4,786	5,448	5,234	5,313	1.5%	4.6%	5,232	5,487	5,375	5,624
별도	16,889	18,611	19,151	4,244	4,836	4,711	4,820	2.3%	10.2%	4,613	4,854	4,730	4,954
국내 기타	1,163	1,191	1,220	283	303	297	308	3.5%	11.7%	296	308	301	316
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	2,642	2,831	609	633	710	690	-	-	674	707	713	737
영업이익	1,368	1,026	1,304	294	376	102	255	149.7%	-22.1%	257	324	326	397
이익률	7.1%	4.9%	6.0%	6.1%	6.9%	1.9%	4.8%	2.8%p	-1.6%p	4.9%	5.9%	6.1%	7.1%
별도	1,233	933	1,187	250	334	91	258	182.3%	-13.9%	229	295	296	368
이익률	7.3%	5.0%	6.2%	5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	3.4%p	-1.5%p	5.0%	6.1%	6.3%	7.4%
국내 기타	44	37	42	13	16	8	0	-	-	9	10	10	12
이익률	3.8%	3.1%	3.4%	4.7%	5.3%	2.8%	0.0%	-2.8%p	-2.9%p	3.2%	3.4%	3.3%	3.9%
해외	90	70	78	22	29	21	-2	적전	적전	19	20	19	20
이익률	2.4%	1.9%	1.9%	2.5%	3.1%	2.3%	-0.2%	-2.5%p	-2.1%p	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%
(연결조정)	0	15	0	-8	4	19	1	-	-	0	0	0	0
세전이익	1,081	570	1,071	235	259	-38	114	흑전	-41.9%	217	258	262	334
이익률	5.6%	2.7%	4.9%	4.9%	4.7%	-0.7%	2.1%	2.9%p	-1.7%p	4.1%	4.7%	4.9%	5.9%
지배순이익	716	399	810	173	184	-40	82	흑전	21.2%	162	195	200	254
이익률	3.7%	1.9%	3.7%	3.6%	3.4%	-0.8%	1.5%	2.3%p	0.2%p	3.1%	3.6%	3.7%	4.5%

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	207,804	217,179	221,078
매출원가	142,308	167,335	187,082	198,841	201,513
매출충이익	24,607	24,325	20,722	18,339	19,565
판매비	10,154	10,649	10,461	5,304	5,399
영업이익	14,454	13,676	10,261	13,035	14,167
EBITDA	28,328	28,718	26,060	28,345	29,108
영업외손익	-2,714	-2,863	-4,563	-2,321	-1,952
외환관련손익	-191	1,008	-706	0	0
이자손익	-3,040	-2,982	-3,083	-2,795	-2,425
관계기업관련손익	100	95	123	0	0
기타	416	-984	-897	473	473
법인세비용차감전순이익	11,740	10,813	5,698	10,714	12,215
법인세비용	3,068	3,537	1,619	2,786	3,176
계속사업순이익	8,671	7,275	4,079	7,928	9,039
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,671	7,275	4,079	7,928	9,039
지배지분순이익	8,502	7,161	3,986	8,105	9,240
포괄순이익	9,283	6,487	2,711	8,412	9,523
지배지분포괄이익	9,113	6,376	2,586	8,469	9,588

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	84,540	87,584	90,570
현금및현금성자산	7,372	7,707	6,935	5,542	7,140
매출채권 및 기타채권	23,764	27,171	27,940	29,314	29,828
재고자산	34,077	40,982	45,642	48,705	49,579
비유동자산	257,459	255,103	245,502	240,192	235,251
유형자산	216,452	213,393	206,990	202,553	198,321
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	330,041	327,776	325,821
유동부채	68,131	67,072	64,545	65,008	64,702
매입채무 및 기타채무	29,450	33,909	31,785	32,248	33,942
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	158,101	148,563	138,257
지배지분	161,762	167,155	168,661	175,781	183,971
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	116,016	123,136	131,327
비지배지분	3,085	3,200	3,280	3,432	3,592
자본총계	164,848	170,355	171,941	179,213	187,563
순차입금	112,093	107,284	101,734	93,127	79,529
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	17,328	23,945	28,970
당기순이익	8,671	7,275	4,079	7,928	9,039
감가상각비	12,821	14,032	14,813	14,437	14,232
외환손익	487	-250	393	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	4,903	-7,770	-6,630	-5,479	-1,197
기타현금흐름	2,283	3,911	4,673	7,059	6,896
투자활동 현금흐름	-19,758	-12,342	-10,778	-10,000	-10,000
투자자산	4	-5	-13	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-19,757	-12,011	-11,009	-10,000	-10,000
유형자산 감소	188	61	258	0	0
기타현금흐름	-194	-388	-14	0	0
재무활동 현금흐름	-10,169	-4,503	-6,369	-11,003	-13,068
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	-1,068
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-69	-18	-953	-4,336	-4,304
현금의 증감	-831	334	-772	-1,393	1,598
기초 현금	8,203	7,372	7,707	6,935	5,542
기말 현금	7,372	7,707	6,935	5,542	7,140
NOPLAT	14,454	13,676	10,261	13,035	14,167
FCF	9,696	4,463	5,505	9,477	14,228

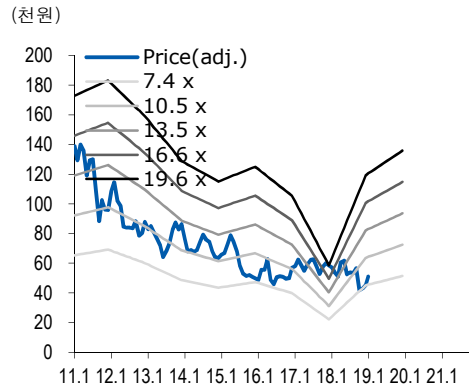
자료: 유안타증권

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

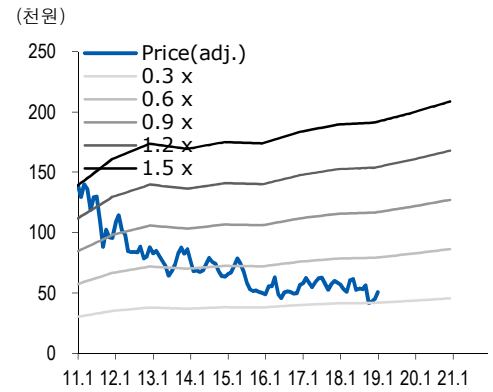
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,371	5,366	2,987	6,073	6,924
BPS	123,228	127,336	128,483	133,907	140,146
EBITDAPS	21,228	21,520	19,529	21,241	21,813
SPS	125,081	143,624	155,722	162,747	165,669
DPS	750	750	750	800	800
PER	8.1	10.9	15.1	8.4	7.4
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.6	5.8	5.2
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	8.4	4.5	1.8
영업이익 증가율 (%)	-1.3	-5.4	-25.0	27.0	8.7
지배순이익 증가율 (%)	15.9	-15.8	-44.3	103.3	14.0
매출총이익률 (%)	14.7	12.7	10.0	8.4	8.9
영업이익률 (%)	8.7	7.1	4.9	6.0	6.4
지배순이익률 (%)	5.1	3.7	1.9	3.7	4.2
EBITDA 마진 (%)	17.0	15.0	12.5	13.1	13.2
ROIC	4.1	3.5	2.8	3.7	4.0
ROA	2.6	2.2	1.2	2.5	2.8
ROE	5.4	4.4	2.4	4.7	5.1
부채비율 (%)	97.4	95.9	92.0	82.9	73.7
순차입금/자기자본 (%)	69.3	64.2	60.3	53.0	43.2
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.4	3.2	4.5	5.5

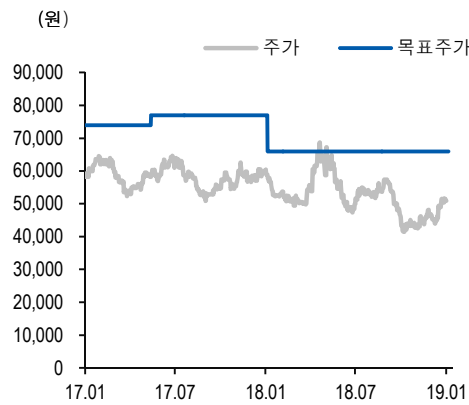
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-28	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

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)	0.5
Buy(매수)	86.0
Hold(중립)	13.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-23

※ 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.