

2019. 5. 2



▲ 철강

Analyst 민사영

02. 6454-4875

sayeong.min@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 55,000 원

현재주가 (4.30) 46,300 원

상승여력 18.8%

KOSPI 2,203.59pt

시가총액 61,785억원

발행주식수 13,345만주

유동주식비율 62.40%

외국인비중 27.32%

52주 최고/최저가 68,700원/41,550원

평균거래대금 125.4억원

주요주주(%)

기아자동차 외 6 인 35.97

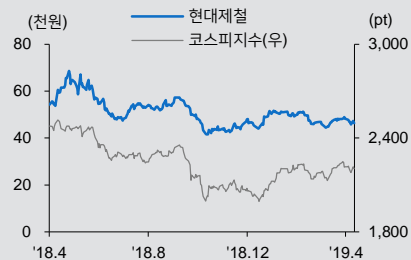
국민연금 7.98

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.1 11.4 -23.6

상대주가 0.2 1.9 -12.8

주가그래프



현대제철 004020

1Q19 Review:
실적보다 두드러진 평가 협상

- ✓ 1Q19 Review: 해외 연결 자회사 효과에 의한 컨센서스 충족
- ✓ 미달한 실적보다 아쉬운 평가 협상
- ✓ 후판 가격 인상에 대해 보수적인 가정을 적용하여 실적 전망치를 하향 조정
- ✓ 적정주가 55,000원으로 하향, 투자의견 Trading Buy로 하향
- ✓ PBR은 역사적 저점인 0.36배 수준이나 하반기 평가 협상 전까진 모멘텀 부재

1Q19 Review: 해외 연결 자회사 효과로 컨센서스 충족

현대제철의 1분기 연결 영업이익은 2,124억원으로 컨센서스 2,207억원을 충족시켰다. 그러나 별도 기준 영업이익이 1,689억원으로 컨센서스 및 당사 추정치를 하회했으며, 연결이익 개선이 해외법인의 미실현이익 반영에 의한 일회적 성격을 띠기 때문에 실질적인 실적은 좋지 않았다고 평가할 수 있다.

미달한 실적보다 아쉬운 평가 협상

컨퍼런스콜에서 아쉬웠던 부분은 미달한 실적보다 평가 협상의 진행상황이었다. 상반기 자동차 강판은 큰 기대를 하기 어려웠으나, 후판 마저 원재료 인상분의 부분적인 전가가 어려울 수 있다는 점은 시장 기대치를 하회했을 것이다.

당사는 상반기 톤 당 3만원 수준의 인상을 기대했으며, 2분기에는 1분기 정산효과까지 겹쳐 컨센서스를 상회하는 실적을 보여줄 것으로 전망했다. 이러한 가정을 수정하여 올해 평가 인상이 어렵다는 보수적인 가정하에 실적 전망치를 조정한다.

하반기 평가 협상 전까진 보수적인 투자의견 제시

실적 전망치를 하향 조정에 따라 적정주가를 기존 58,000원에서 55,000원으로 하향 조정한다. 이에 주가 상승여력이 한 달 평균주가 47,500원 대비 15.6%에 불과해 투자의견을 Buy에서 Trading Buy로 하향한다. PBR은 Fwd기준 0.36배 수준으로 역사적 저점 수준이지만, 하반기 평가 협상 전까진 실적 전망치를 상향 조정할 긍정적 모멘텀이 부재하므로 보수적인 투자의견을 제시한다.

(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
2018	20,780.4	1,026.1	398.7	2,988	-43.9	125,115	15.1	0.4	6.4	2.4	95.6
2019E	21,275.5	1,103.9	606.9	4,548	51.3	128,925	10.2	0.4	6.0	3.6	87.5
2020E	21,131.7	1,233.2	697.3	5,226	15.3	133,265	8.9	0.3	5.4	4.0	80.6
2021E	21,110.1	1,283.6	752.2	5,637	7.9	138,017	8.2	0.3	5.0	4.2	74.1

표1 현대제철 1Q19 실적 Review

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,071.5	4,786.1	6.0	5,312.5	-4.5	5,109.9	-0.8	4,958.5	2.3
영업이익	212.4	293.5	-27.6	254.9	-16.7	220.7	-3.8	207.9	2.2
세전이익	156.4	235.4	-33.5	113.7	37.6	162.8	-3.9	159.2	-1.7
순이익	114.0	172.8	-34.1	81.9	39.1	115.4	-1.3	115.5	-1.3
영업이익률(%)	4.2	6.1		4.8		4.3		4.2	
순이익률(%)	2.2	3.6		1.5		2.3		2.3	

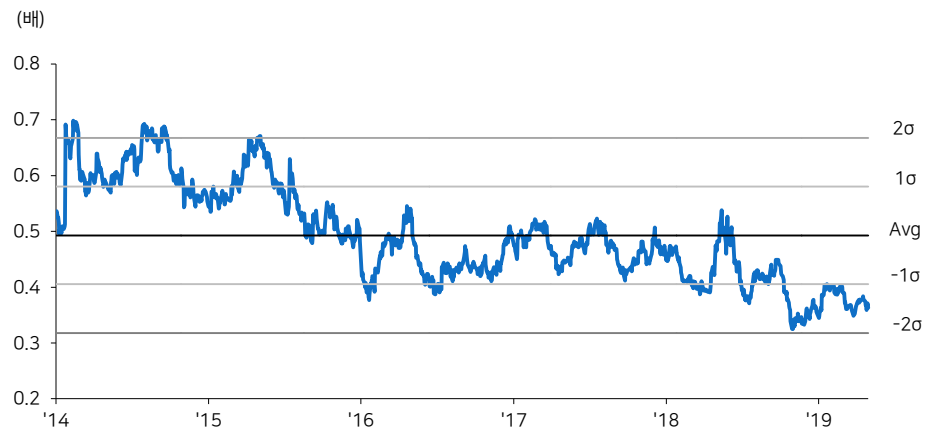
자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	21,743.3	21,827.3	21,275.5	21,131.7	-2.2	-3.2
영업이익	1,240.5	1,273.6	1,103.9	1,233.2	-11.0	-3.2
세전이익	989.4	1,014.7	845.5	974.7	-14.5	-3.9
지배순이익	717.5	735.8	606.9	697.3	-15.4	-5.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 현대제철 PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 현대제철 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	685.5	398.7	606.9	697.3	752.2
지배주주 자본총계	17,801.9	16,696.0	17,204.5	17,783.6	18,417.7
ROE (%)	3.9	2.4	3.6	4.0	4.2
COE (%)	9.3	11.6	9.3	9.3	9.3
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.42	0.21	0.39	0.43	0.45
적정 시가총액	7,408.0	3,446.7	6,657.1	7,660.7	8,271.6
Current PBR	0.35	0.36	0.36	0.35	0.34
현재 시가총액	6,178.5	6,038.4	6,178.5	6,178.5	6,178.5
적정주가 (원, 천원미만 절사)	55,000	25,000	49,000	57,000	61,000
증가 (원)	46,300	45,250	46,300	46,300	46,300
Upside (%)	18.8	-44.8	5.8	23.1	31.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19,166.0	20,780.4	21,275.5	21,131.7	21,110.1
매출액증가율 (%)	14.8	8.4	2.4	-0.7	-0.1
매출원가	16,733.5	18,708.3	19,145.6	18,881.4	18,810.4
매출총이익	2,432.5	2,072.1	2,129.9	2,250.3	2,299.7
판매관리비	1,064.9	1,046.0	1,026.0	1,017.1	1,016.1
영업이익	1,367.6	1,026.1	1,103.9	1,233.2	1,283.6
영업이익률	7.1	4.9	5.2	5.8	6.1
금융손익	-212.7	-301.7	-245.5	-252.9	-225.2
종속/관계기업손익	9.5	17.8	12.0	12.4	12.8
기타영업외손익	-83.1	-172.4	-24.9	-18.0	-19.7
세전계속사업이익	1,081.3	569.8	845.5	974.7	1,051.5
법인세비용	353.7	161.9	228.4	263.2	283.9
당기순이익	727.5	408.0	617.1	711.6	767.6
지배주주지분 순이익	716.1	398.7	606.9	697.3	752.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,719.8	1,575.3	2,115.9	2,269.7	2,270.3
당기순이익(손실)	727.5	408.0	617.1	711.6	767.6
유형자산상각비	1,403.2	1,491.4	1,488.6	1,463.0	1,430.6
무형자산상각비	101.1	99.3	101.9	100.8	100.6
운전자본의 증감	-777.0	-817.4	-91.7	19.1	-2.6
투자활동 현금흐름	-1,234.2	-1,164.8	-1,312.4	-1,076.1	-1,074.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,201.1	-1,198.0	-1,200.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-89.9	386.6	-10.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-450.3	-418.5	-1,098.5	-798.5	-818.1
차입금의 증감	-455.8	-300.2	-1,000.0	-700.0	-700.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.4	-8.5	-295.0	395.2	377.4
기초현금	737.2	770.7	762.1	467.1	862.4
기말현금	770.7	762.1	467.1	862.4	1,239.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,863.5	8,769.0	8,641.1	8,965.6	9,347.8
현금및현금성자산	770.7	762.1	467.1	862.4	1,239.7
매출채권	2,650.2	2,609.2	2,666.5	2,642.3	2,643.9
재고자산	4,098.2	4,919.5	5,027.6	4,981.9	4,985.0
비유동자산	25,510.3	24,535.9	24,257.8	23,794.8	23,364.2
유형자산	21,339.3	20,784.6	20,496.0	20,033.0	19,602.4
무형자산	1,748.1	1,653.4	1,653.4	1,653.4	1,653.4
투자자산	1,987.2	1,628.1	1,638.6	1,638.6	1,638.6
자산총계	33,373.8	33,304.9	32,898.9	32,760.4	32,712.0
유동부채	6,707.2	6,702.5	6,477.9	6,446.0	6,448.2
매입채무	1,255.2	1,421.6	1,452.8	1,439.6	1,440.5
단기차입금	886.3	986.2	986.2	986.2	986.2
유동성장기부채	2,183.2	2,065.7	1,765.7	1,765.7	1,765.7
비유동부채	9,631.1	9,579.3	8,879.3	8,179.3	7,479.3
사채	4,030.0	4,153.8	4,153.8	4,153.8	4,153.8
장기차입금	4,449.7	4,080.2	3,380.2	2,680.2	1,980.2
부채총계	16,338.3	16,281.8	15,357.2	14,625.3	13,927.4
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	682.8	682.8	682.8	682.8
이익잉여금	11,277.7	11,560.6	12,069.1	12,648.3	13,282.3
비지배주주지분	320.0	327.1	337.3	351.5	366.9
자본총계	17,035.5	17,023.1	17,541.7	18,135.2	18,784.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	143,624	155,722	159,432	158,354	158,192
EPS(지배주주)	5,366	2,988	4,548	5,226	5,637
CFPS	22,614	22,102	20,230	20,918	21,041
EBITDAPS	21,520	19,610	20,190	20,960	21,094
BPS	125,261	125,115	128,925	133,265	138,017
DPS	750	750	750	900	900
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.6	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	10.9	15.1	10.2	8.9	8.2
PCR	2.6	2.0	2.3	2.2	2.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EBITDA	2,871.8	2,616.8	2,694.3	2,797.0	2,814.8
EV/EBITDA	6.6	6.4	6.0	5.4	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	2.4	3.6	4.0	4.2
EBITDA 이익률	15.0	12.6	12.7	13.2	13.3
부채비율	95.9	95.6	87.5	80.6	74.1
금융비용부담률	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(x)	4.4	3.1	3.7	4.3	4.8
매출채권회전율(x)	7.7	7.9	8.1	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	5.1	4.6	4.3	4.2	4.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 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	괴리율(%)*		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	-9.9	-6.0	
2019.03.19	산업분석	Trading Buy	55,000	민사영	-11.3	-6.0	
2019.04.05	산업브리프	Buy	58,000	민사영	-17.8	-15.6	
2019.05.02	기업브리프	Trading Buy	55,000	민사영	-	-	