

현대제철 (004020)

철강

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	62,000원 (D)
현재주가 (4/30)	46,300원
상승여력	34%

시가총액	61,785억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	125억원
60일 평균 거래량	260,498주
52주 고	68,700원
52주 저	41,550원
외인지분율	27.32%
주요주주	기아자동차 외 6 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.1	(9.7)	(23.6)
상대	0.2	(9.6)	(12.8)
절대(달러환산)	0.2	(13.8)	(30.2)

1Q19 Review: 좋은 것은 같이 누려야 한다

1Q19(P): 별도 영업이익 1,689억원, 연결 영업이익 2,124억원

연결 영업이익, 당사 추정(2,568억원) 하회 및 Consensus(2,207억원) 부합

일회성 요인이 있었던 3Q18을 제외할 시 별도 영업이익이 1,000억원대 수준에 머무른 것은 3Q13(1,566억원) 이후 처음이며 OPM이 3%대를 기록한 것은 2000년대 이후 처음이다. 2014년 당시 현대하이스코 냉연사업부문 분할합병 이후 2015년말까지는 글로벌 철강시황 악화로 외형이 축소됐으나 2016년 이후 시황 회복에 따라 외형 역시 확대됐다. 하지만, 영업이익 규모는 증가하지 않고 OPM은 되려 2015년 이후 줄곧 하락세를 면치 못하고 있다. 동사의 냉연 판매량 중 약 80%가 철강재 중 수익성이 좋은 품목으로 알려진 차강판이라는 점은 수익성 악화의 결과를 더욱 받아들이기 어렵게 한다. 현 국면에서 차강판이 수익성 악화의 주범으로 손꼽히고 있으며 이는 부정할 수 없다. 차강판 수익성 개선이 필요한 시점이다.

4년 연속 연간 별도 및 연결 영업이익 감소 전망

2016~2018년, 3년 연속 별도 및 연결 영업이익이 전년대비 감소했다. 글로벌 철강시황이 2016년 이후 개선됐다는 점을 감안하면 상당한 아이러니이다. 당사가 추정하는 2019년 별도 및 연결 영업이익은 각각 9,850억원과 1조 1,010억원이다. 수차상으로는 전년대비 증가하지만 2018년 발생한 통상임금 관련 비용을 고려하면 4년 연속 감익이다. 2Q19 영업이익은 계절적 성수기로 전분기대비 판매량이 40~50만톤 가량 증가하는 만큼 단위당 고정비 절감효과로 전분기대비 영업이익 증가 가능성이 높지만 그 수준은 만족스럽지 못할 것으로 전망된다. 2Q19 별도 영업이익 2,700억원, 연결 영업이익 2,940억원으로 추정된다.

투자의견 BUY, 목표주가 62,000원으로 하향

4/30일 종가기준 PBR 0.37x이다. 보수적인 추정을 근거로 2019~2020년 ROE는 4.0%로 전망된다. Target PBR 0.40x 적용 시 주가의 상승여력은 제한적이다. 그럼에도 불구하고 동사가 향후 차강판 및 상대적으로 수익성이 낮은 기타 품목(특수강봉강, 강관, 단조 등)들에 대해서 수익성 개선을 위한 활동을 펼칠 것이라는 기대감을 반영하여 Target PBR 0.50x를 적용, 목표주가를 기존 66,000원에서 62,000원으로 하향한다. 그룹 내 계열사인 현대차 및 기아차의 판매대수 및 수익성 개선에 대한 기대감이 커지고 있다. 이를 현대제철 역시 누릴 수 있는 환경이 조성 되도록 노력해야 할 것이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	50,715	6.0	-4.5	51,099	-0.8
영업이익	2,124	-27.6	-16.7	2,207	-3.8
세전계속사업이익	1,571	-33.2	38.2	1,628	-3.5
지배순이익	1,146	-33.7	39.8	1,154	-0.7
영업이익률 (%)	4.2	-1.9 %pt	-0.6 %pt	4.3	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	-1.3 %pt	+0.8 %pt	2.3	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	191,660	207,804	214,504	220,526
영업이익	13,676	10,261	11,011	12,427
지배순이익	7,161	3,987	5,958	7,193
PER	10.9	17.6	10.4	8.6
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	6.8	5.9	5.4
ROE	4.4	2.4	3.6	4.3

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	18,611	19,079	19,674	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	-7.1%	5.5%	4,897	4,716	4,988
¹⁾ 봉형강류	5,309	5,713	5,702	1,158	1,407	1,325	1,419	1,328	-6.4%	14.6%	1,486	1,409	1,490
²⁾ 판재류	10,313	10,325	10,845	2,360	2,699	2,662	2,592	2,416	-6.8%	2.4%	2,657	2,540	2,713
기타	2,990	3,041	3,127	727	730	724	809	734	-9.2%	1.1%	754	767	785
판매량	21,761	21,987	22,183	5,133	5,726	5,384	5,518	5,242	-5.0%	2.1%	5,683	5,391	5,671
¹⁾ 봉형강류	7,111	7,284	7,226	1,610	1,934	1,731	1,836	1,719	-6.4%	6.8%	1,889	1,786	1,890
²⁾ 판재류	12,544	12,555	12,763	3,005	3,286	3,160	3,093	3,000	-3.0%	-0.2%	3,260	3,066	3,229
기타	2,106	2,148	2,193	518	506	493	589	523	-11.2%	1.0%	533	540	552
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	747	784	789	719	727	765	773	772	-0.1%	7.4%	787	789	788
변동폭	86	38	5	22	8	38	7	-1	-	-	14	2	-1
³⁾ 원재료 투입가격(B)	422	409	409	428	407	435	417	409	-1.8%	-4.4%	409	409	409
변동폭	60	-12	0	21	-21	28	-18	-7	-	-	0	0	0
추정 스프레드(A-B)	325	375	380	291	320	331	356	363	1.9%	24.6%	377	380	379
변동폭	27	50	5	1	29	11	25	7	-	-	14	2	-1
²⁾ 판재류 ASP(C)	822	822	850	785	821	842	838	805	-3.9%	2.5%	815	828	840
변동폭	56	0	27	-4	36	21	-4	-33	-	-	10	14	12
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	243	282	301	247	246	233	245	265	7.9%	7.2%	280	290	293
변동폭	-14	39	19	10	-1	-13	12	19	-	-	16	9	3
추정 스프레드(C-D)	579	541	549	538	575	610	593	541	-8.8%	0.4%	534	539	548
변동폭	70	-39	9	-14	37	34	-17	-52	-	-	-6	4	9
영업이익	933	985	1,143	250	334	91	258	169	-34.4%	-32.5%	270	236	311
이익률	5.0%	5.2%	5.8%	5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	3.8%	-1.6%p	-2.1%p	5.5%	5.0%	6.2%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H 형강+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	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
원/달러 환율 (평균)		1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,130	1,130	1,130
철광석 구매		65	59	58	62	74	83	85	86
(달러/톤, FOB)	분광 Index ¹⁾	57	67	60	56	63	70	83	86
	당분기	67	57	57	63	77	86	86	86
원료탄 구매 (복합)		186	159	156	171	166	162	162	162
(달러/톤, FOB)	강점탄	233	193	189	217	208	205	205	205
	Index ¹⁾	237	196	189	212	211	205	205	205
	당분기	228	190	189	221	206	205	205	205
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		243	214	209	227	243	254	258	259
(달러/톤)	철광석 1.6톤	104	95	92	99	118	132	137	138
	원료탄 0.75톤	139	119	117	128	125	122	122	122
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾		247	246	233	245	265	280	290	293
(천원/톤)	전분기대비 증감	10	-1	-13	12	19	16	9	3
	철광석 1.6톤	107	107	103	107	122	141	152	155
	전분기대비 증감	-3	0	-4	4	15	19	11	3
	원료탄 0.75톤	140	139	130	138	142	139	138	138
	전분기대비 증감	13	-1	-9	8	5	-3	-1	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)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액		20,780	21,450	22,053	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	-4.5%	6.0%	5,485	5,308	5,586
별도	별도	18,611	19,079	19,674	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	-7.1%	5.5%	4,897	4,716	4,988
	국내 기타	1,171	1,187	1,221	283	303	297	288	282	-1.9%	-0.2%	304	292	308
	해외	3,727	4,134	4,201	868	942	936	981	990	0.9%	14.0%	1,023	1,045	1,075
	(연결조정)	2,728	2,951	3,043	609	633	710	776	680	-	-	739	746	786
영업이익		1,026	1,101	1,243	294	376	102	255	212	-16.7%	-27.6%	294	258	336
이익률	이익률	4.9%	5.1%	5.6%	6.1%	6.9%	1.9%	4.8%	4.2%	-0.6%p	-1.9%p	5.4%	4.9%	6.0%
	별도	933	985	1,143	250	334	91	258	169	-34.4%	-32.5%	270	236	311
	이익률	5.0%	5.2%	5.8%	5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	3.8%	-1.6%p	-2.1%p	5.5%	5.0%	6.2%
	국내 기타	37	26	27	13	16	8	-1	6	흑전	-57.2%	7	6	7
이익률	이익률	3.1%	2.2%	2.2%	4.7%	5.3%	2.8%	-0.2%	2.0%	2.2%p	-2.7%p	2.5%	2.1%	2.2%
	해외	71	70	71	22	29	21	-2	15	흑전	-30.8%	19	18	18
	이익률	1.9%	1.7%	1.7%	2.5%	3.1%	2.3%	-0.2%	1.5%	1.7%p	-1.0%p	1.9%	1.7%	1.6%
	(연결조정)	15	-23	0	-8	4	19	1	-23	-	-	0	0	0
세전이익		570	803	967	235	259	-38	114	157	38.2%	-33.2%	212	178	256
이익률	이익률	2.7%	3.7%	4.4%	4.9%	4.7%	-0.7%	2.1%	3.1%	1.0%p	-1.8%p	3.9%	3.3%	4.6%
	별도	399	596	719	173	184	-40	82	115	39.8%	-33.7%	158	133	190
	이익률	1.9%	2.8%	3.3%	3.6%	3.4%	-0.8%	1.5%	2.3%	0.7%p	-1.4%p	2.9%	2.5%	3.4%
	(연결조정)													

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)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	191,660	207,804	214,504	220,526	223,449
매출원가	167,335	187,083	192,696	196,999	198,869
매출총이익	24,325	20,721	21,809	23,528	24,579
판매비	10,649	10,460	10,797	11,100	11,248
영업이익	13,676	10,261	11,011	12,427	13,332
EBITDA	28,718	26,168	26,671	27,752	28,221
영업외손익	-2,863	-4,563	-2,985	-2,762	-2,453
외환관련손익	1,008	-625	0	0	0
이자손익	-2,982	-3,135	-2,855	-2,635	-2,326
관계기업관련손익	95	178	0	0	0
기타	-984	-980	-130	-127	-127
법인세비용차감전순이익	10,813	5,698	8,027	9,665	10,879
법인세비용	3,537	1,619	2,169	2,610	2,937
계속사업순이익	7,275	4,080	5,858	7,056	7,942
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,275	4,080	5,858	7,056	7,942
지배지분순이익	7,161	3,987	5,958	7,193	8,096
포괄손익	6,487	877	5,858	7,056	7,942
지배지분포괄이익	6,376	796	5,810	7,005	7,884

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	78,635	87,690	92,659	94,416	96,384
현금및현금성자산	7,707	7,621	9,900	11,264	12,194
매출채권 및 기타채권	27,171	26,773	28,496	28,747	29,119
재고자산	40,982	49,195	50,161	50,304	50,970
비유동자산	255,103	245,359	229,804	226,479	223,590
유형자산	213,393	207,846	205,064	202,521	200,268
관계기업 등 지분관련자산	1,168	1,255	1,255	1,255	1,255
기타투자자산	18,703	15,025	3,130	3,130	3,130
자산총계	333,738	333,049	322,463	320,895	319,975
유동부채	67,072	67,025	59,363	59,464	61,432
매입채무 및 기타채무	33,909	34,285	34,624	34,724	36,692
단기차입금	8,863	9,862	1,862	1,862	1,862
유동성장기부채	21,832	20,657	20,657	20,657	20,657
비유동부채	96,311	95,793	95,793	87,793	77,793
장기차입금	44,497	40,801	40,801	32,801	22,801
사채	40,300	41,538	41,538	41,538	41,538
부채총계	163,383	162,818	155,156	147,257	139,225
지배지분	167,155	166,960	164,091	170,300	177,412
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,145	39,145	39,145	39,145	39,145
이익잉여금	112,777	115,606	120,580	126,789	133,901
비지배지분	3,200	3,271	3,216	3,338	3,338
자본총계	170,355	170,231	167,307	173,638	180,750
순차입금	107,284	103,163	92,884	83,520	72,590
총차입금	116,672	113,696	105,696	97,696	87,696

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	17,198	15,753	22,911	25,965	27,637
당기순이익	7,275	4,080	5,858	7,056	7,942
감가상각비	14,032	14,914	14,782	14,543	14,253
외환손익	-250	210	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-7,770	-8,174	-4,551	-2,537	-1,316
기타현금흐름	3,911	4,723	6,823	6,905	6,759
투자활동 현금흐름	-12,342	-11,648	-11,994	-11,993	-11,993
투자자산	-5	-12	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,011	-11,980	-12,000	-12,000	-12,000
유형자산 감소	61	443	0	0	0
기타현금흐름	-388	-99	6	7	7
재무활동 현금흐름	-4,503	-4,185	-8,994	-8,994	-10,994
단기차입금	-2,208	1,171	-8,000	0	0
사채 및 장기차입금	-1,302	-4,363	0	-8,000	-10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-994	-994	-994	-994
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-18	-5	355	-3,615	-3,721
현금의 증감	334	-85	2,279	1,363	930
기초 현금	7,372	7,707	7,621	9,900	11,264
기말 현금	7,707	7,621	9,900	11,264	12,194
NOPLAT	13,676	10,261	11,011	12,427	13,332
FCF	4,463	3,100	7,145	9,859	11,305

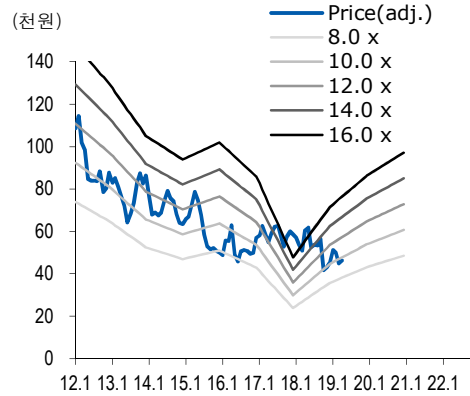
자료: 유안타증권

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

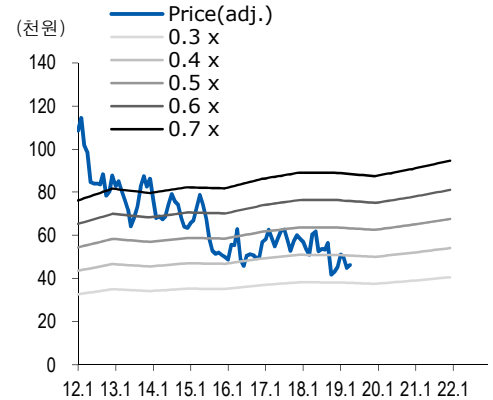
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,366	2,988	4,465	5,390	6,067
BPS	127,336	127,188	125,002	129,732	135,150
EBITDAPS	21,520	19,609	19,987	20,796	21,148
SPS	143,624	155,722	160,743	165,255	167,445
DPS	750	750	750	750	750
PER	10.9	17.6	10.4	8.6	7.6
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.6	6.8	5.9	5.4	4.9
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	14.8	8.4	3.2	2.8	1.3
영업이익 증가율 (%)	-5.4	-25.0	7.3	12.9	7.3
지배순이익 증가율 (%)	-15.8	-44.3	49.5	20.7	12.6
매출총이익률 (%)	12.7	10.0	10.2	10.7	11.0
영업이익률 (%)	7.1	4.9	5.1	5.6	6.0
지배순이익률 (%)	3.7	1.9	2.8	3.3	3.6
EBITDA 마진 (%)	15.0	12.6	12.4	12.6	12.6
ROIC	3.5	2.8	3.0	3.5	3.8
ROA	2.2	1.2	1.8	2.2	2.5
ROE	4.4	2.4	3.6	4.3	4.7
부채비율 (%)	95.9	95.6	92.7	84.8	77.0
순차입금/자기자본 (%)	64.2	61.8	56.6	49.0	40.9
영업이익/금융비용 (배)	4.4	3.1	3.6	4.4	5.2

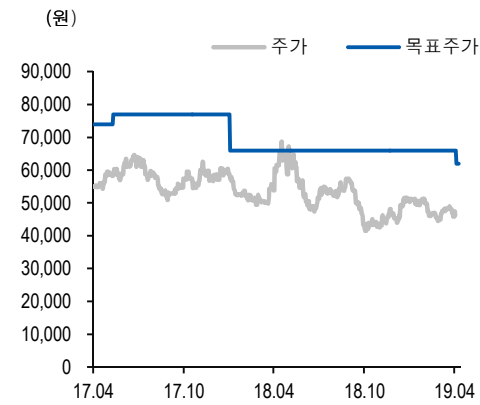
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-02	BUY	62,000	1년		
2019-01-29	1년 경과 이후		1년	-27.14	-22.27
2018-01-29	BUY	66,000	1년	-22.63	4.09
2017-06-07	BUY	77,000	1년	-25.62	-10.78
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)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-28

※해의 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.