



## BUY(Maintain)

목표주가: 58,000원

주가(7/4): 41,700원

시가총액: 55,647억원

## 철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/4)		2,108.73pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,300 원	40,100원
등락률	-27.2%	4.0%
수익률	절대	상대
1W	2.0%	-0.1%
1M	-7.4%	-11.8%
1Y	-16.3%	-10.1%

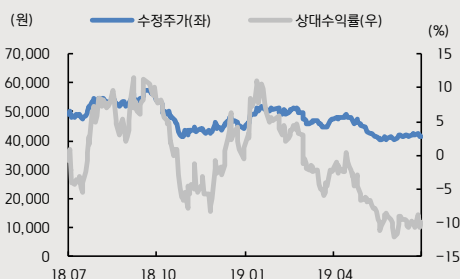
## Company Data

발행주식수	133,446 천주
일평균 거래량(3M)	252 천주
외국인 지분율	27.0%
배당수익률(12E)	1.8%
BPS(12E)	127,828원
주요 주주	기아자동차 외 6인 36.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	19,166	20,780	21,505	22,028
영업이익	1,368	1,026	931	1,125
EBITDA	2,872	2,617	2,460	2,623
세전이익	1,081	570	658	875
순이익	728	408	480	639
지배주주지분순이익	716	399	479	639
EPS(원)	5,366	2,988	3,593	4,785
증감률(%YoY)	-15.8	-44.3	20.3	33.2
PER(배)	10.9	15.1	11.6	8.7
PBR(배)	0.47	0.36	0.33	0.32
EV/EBITDA(배)	6.6	6.4	6.5	5.9
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.3	5.1
ROE(%)	4.4	2.4	2.8	3.7
순부채비율(%)	63.0	60.6	58.4	53.1

## Price Trend



## 2Q19 실적 프리뷰

## 현대제철 (004020)

## 예상보다 부진, 하반기 차강판가격 인상 기대



2분기 연결 영업이익은 2,395억원으로 기존 추정치 2,807억원보다 부진이 예상됩니다. 철광석가격이 급등에 따른 원가상승으로 판재류 마진이 예상보다 축소되었을 것으로 추정합니다. 8월부터 현대기아차량 자동차강판 가격협상이 시작되는데 5만원 수준에서 인상될 가능성이 높다고 판단합니다. 약 2년만의 자동차강판 가격 인상과 함께 주가도 절대적 저평가 국면에서 벗어날 것으로 전망합니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q 실적은 철광석가격 급등으로 예상보다 부진 전망

연결 영업이익은 2,395억원(+13%QoQ, -36%YoY)으로 기존 추정치 2,807억원과 컨센서스 2,644억원을 각각 -15%, -9% 하회할 전망이다. 별도 영업이익도 2,345억원으로 기존 추정치 2,607억원보다 부진이 예상된다. 사업부문별로는 1Q19에 이어 철근을 중심으로 봉형강 수익성은 양호했지만, 철광석 가격 급등에 따른 고로원가 상승대비 자동차강판과 후판 등 판재류 제품가격 인상이 부족해 판재(고로) 수익성은 당초 예상보다 부진했을 것으로 추정한다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q 자동차강판 가격협상 시작, 인상 가능성 높음

하반기이후 실적의 최대 관건인 현대기아차량 자동차강판 가격협상이 8월부터 시작된다. 현대기아차량 자동차강판가격은 2017년 하반기 6만원 인상 이후 2년째 동결되었는데 올해 하반기는 인상 가능성이 매우 높다. 상반기에만 고로 원가가 톤당 4만원이상 상승한 것으로 추정되고 현재 철광석 등 원재료가 가격을 감안시 하반기에도 2만원 이상 추가상승이 예상되기 때문이다. 관건은 인상폭인데 과거 통상적으로 자동차강판가격이 톤당 5만원 정도를 기준으로 조정되어 왔음을 감안하면 올해 하반기 인상폭은 5만원 수준이 될 것으로 예상된다. 현재 닛폰스틸 등 일본 철강사들도 하반기 톤당 5,000엔 수준의 판재류 가격인상을 추진중에 있다.

현대기아차량 자동차강판 가격인상 적용시점이 몇월부터냐에 따라 3분기 실적은 변수가 있지만 인상이 완전히 반영될 것으로 예상되는 4분기는 실적개선 가능성이 매우 높다고 판단한다. 2Q19 예상실적과 최근 업황을 반영해 2019E 및 2020E 지배주주순이익 전망치를 각각 -17%, -12% 하향한다.

## &gt;&gt;&gt; 목표주가는 5.8만원으로 하향하나 투자의견 Buy 유지

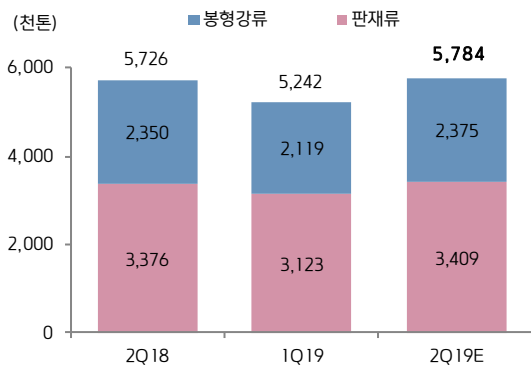
실적전망 하향을 반영해 목표주가를 기존 6.0만원(12mf PBR 0.45X)에서 5.8만원(12mf PBR 0.45X)로 하향한다. 하지만 역사적 PBR밴드 최저점에 위치해 있는 현 주가의 Valuation 매력과 하반기 자동차강판 가격인상 모멘텀을 감안해 투자의견 Buy를 유지한다. 현재 12mf PBR 0.3X 수준에 머물고 있는 동사의 주가는 하반기 중국 정부의 적극적 경기부양에 따른 중국 철강가격 상승과 현대기아차량 자동차강판 가격인상 실현으로 상반기의 절대적 저평가 국면에서 벗어날 것으로 판단한다.

## 현대제철 2Q19 실적전망

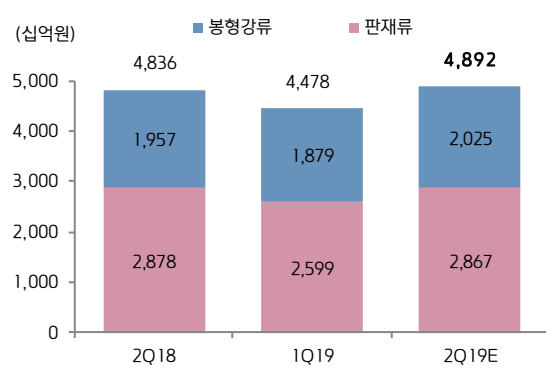
(단위: 십억원)	1Q19E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q18	%QoQ	1Q18	%YoY
매출액	5,486	5,437	0.9	5,517	-0.6	5,072	8.2	5,448	0.7
별도	4,892	4,843	1.0	4,928	-0.7	4,478	9.2	4,836	1.2
별도 외	594	594	0.0	588	1.0	594	0.0	612	-2.9
영업이익	239	281	-14.7	264	-9.4	212	12.7	376	-36.3
별도	234	261	-10.1	240	-2.2	169	38.8	334	-29.9
별도 외	5	20	-75.0	25	-79.9	43	-88.5	41	-87.9
영업이익률	4.4	5.2		4.8		4.2		6.9	
별도	4.8	5.4		4.9		3.8		6.9	
별도 외	0.8	3.4		4.2		7.3		6.7	
세전이익	172	225	-23.6	179	-4.1	156	10.0	259	-33.5
순이익	126	164	-23.6	130	-3.8	114	10.0	190	-33.9
지배순이익	125	164	-23.6	133	-5.8	114	10.0	184	-32.0

자료: 현대제철, 키움증권

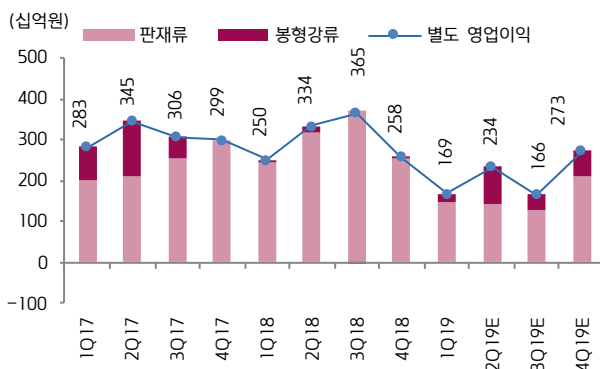
## 2Q19 본사 제품별 판매량

주: 강관 및 auto part, 경량화 부문은 봉형강류에 포함  
자료: 현대제철, 키움증권

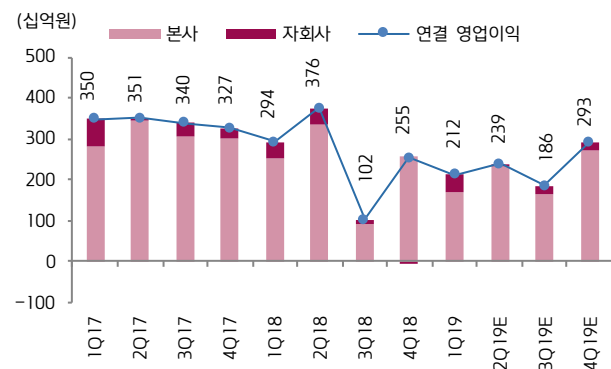
## 2Q19 본사 제품별 매출액

주: 강관 및 auto part, 경량화 부문은 봉형강류에 포함  
자료: 현대제철, 키움증권

## 본사 제품별 영업이익 구분

주: 키움증권 추정치  
자료: 키움증권

## 연결 영업이익 구분

주: 2019년은 키움증권 추정치  
자료: 키움증권

## 현대제철 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	5,486	5,305	5,643
별도	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	4,892	4,711	5,049
별도 외	542	612	523	493	594	594	594	594
영업이익	294	376	102	255	212	239	186	293
별도	250	334	91	258	169	234	166	273
별도 외	43	41	11	-3	43	5	20	20
영업이익률	6.1	6.9	1.9	4.8	4.2	4.4	3.5	5.2
별도	5.9	6.9	1.9	5.3	3.8	4.8	3.5	5.4
별도 외	8.0	6.7	2.1	-0.6	7.3	0.8	3.4	3.4
세전이익	235	259	-38	114	156	172	144	185
순이익	177	190	-38	79	114	126	105	135
지배순이익	173	184	-40	82	114	125	105	135

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,133	16,692	19,166	20,780	21,505	22,028	22,147
별도	14,479	14,268	16,889	18,611	19,129	19,652	19,770
별도 외	1,653	2,424	2,277	2,170	2,376	2,376	2,376
영업이익	1,464	1,445	1,368	1,026	931	1,125	1,219
별도	1,468	1,282	1,233	933	842	1,025	1,109
별도 외	-4	163	134	93	88	100	110
영업이익률	9.1	8.7	7.1	4.9	4.3	5.1	5.5
별도	10.1	9.0	7.3	5.0	4.4	5.2	5.6
별도 외	-0.2	6.7	5.9	4.3	3.7	4.2	4.6
세전이익	927	1,174	1,081	570	658	875	997
순이익	739	867	728	408	480	639	728
지배순이익	734	850	716	399	479	639	727
지배주주 EPS(원)	5,866	6,371	5,366	2,988	3,593	4,785	5,448
지배주주 BPS(원)	114,219	121,220	125,261	125,115	127,828	131,733	136,301
지배주주 ROE(%)	5.1	5.4	4.4	2.4	2.8	3.7	4.1

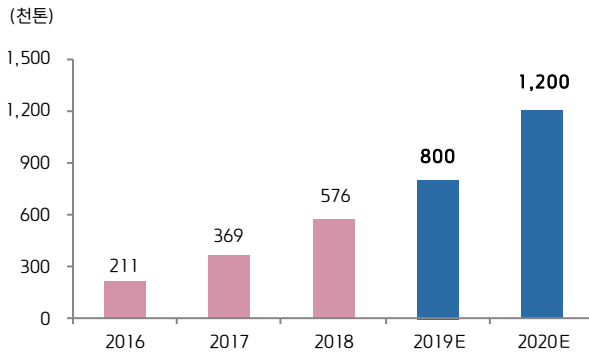
자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	21,365	21,691	21,505	22,028	0.7	1.6
별도	18,989	19,315	19,129	19,652	0.7	1.7
별도 외	2,376	2,376	2,376	2,376	0.0	0.0
영업이익	1,053	1,223	931	1,125	-11.7	-8.0
별도	950	1,123	842	1,025	-11.4	-8.7
별도 외	103	100	88	100	-14.5	0.0
영업이익률	4.9	5.6	4.3	5.1		
별도	5.0	5.8	4.4	5.2		
별도 외	4.4	4.2	3.7	4.2		
세전이익	788	995	658	875	-16.5	-12.0
순이익	575	726	480	639	-16.5	-12.0
지배순이익	574	726	479	639	-16.5	-12.0
지배주주 EPS(원)	4,305	5,437	3,593	4,785	-16.5	-12.0
지배주주 BPS(원)	128,539	133,097	127,828	131,733	-0.6	-1.0
지배주주 ROE(%)	3.4	4.2	2.8	3.7		

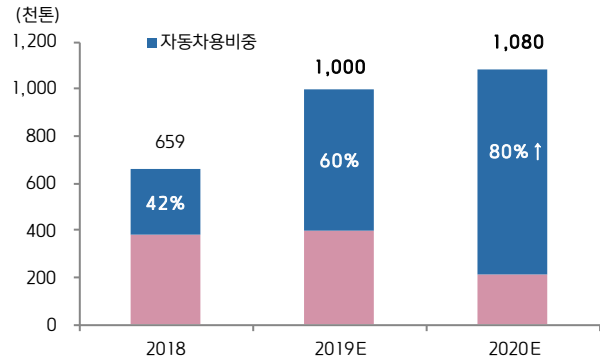
자료: 현대제철, 키움증권

## 그룹사 외 차강판 판매량



자료: 현대제철, 키움증권

## 특수강봉강 판매량



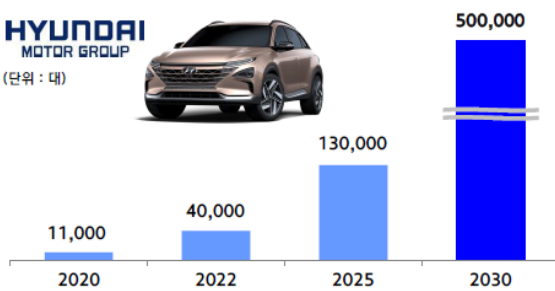
자료: 현대제철, 키움증권

## 그룹사 중장기 수소차 비전과 현대제철 대응 계획

## 그룹 수소전기차 로드맵

## 『FCEV 비전 2030』

- 2030년 연산 50만대 규모 수소전기차 생산체제 구축 목표
- 수소 인프라 구축 가속화 기반 글로벌 미래시장 선도

HYUNDAI  
MOTOR GROUP  
(단위: 대)

(누적기준)	'20년	'22년	'25년	'30년
투자계획	3천억원	1.5조원	2.9조원	7.6조원

\* FCEV : Fuel Cell Electric Vehicle

자료: 현대제철, 키움증권

## 미래수요 대응

## 수소연료전지 금속분리판 증설 투자

- 수소전기차 핵심부품 금속분리판 양산공장 가동 예정 ('19.4월~)
- 연속적 설비증설 통해 '20년 1.6만대 수준 생산체제 구축

	생산능력	투자비	일정
기존 투자	0.6만대	120억원	'19.4월 양산
추가 투자	1만대	120억원	'19.6월/9월 양산
합계	1.6만대	240억원	

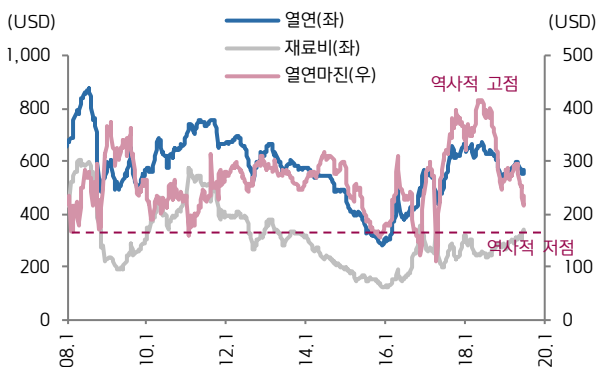
- 그룹 로드맵 대응 생산능력 증대 투자 순차적 진행 ('20년 이후)

## 고순도 수소가스 공급능력 확보

- 제철소 부생가스(COG) 활용한 수소 생산공장 가동중 ('16년~)
- 연간 3천톤 이상 수소 생산능력 보유 : 자가사용 및 유통판매용
- 향후 수소전기차 충전용 수소가스 공급확대 가능

\* COG : Coke Oven Gas

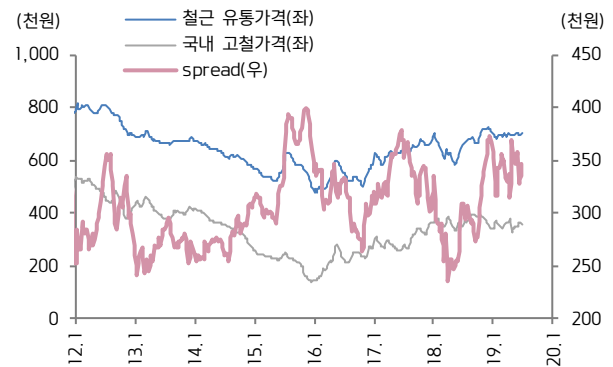
## 중국 spot 열연가격과 열연마진



주: 재료비는 철광석 1.6톤, 강점탄 0.75톤 가정

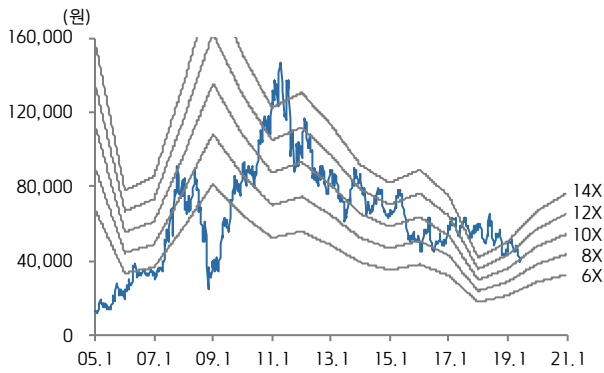
자료: Bloomberg, 키움증권

## 국내 철근 유통가격과 고철가격

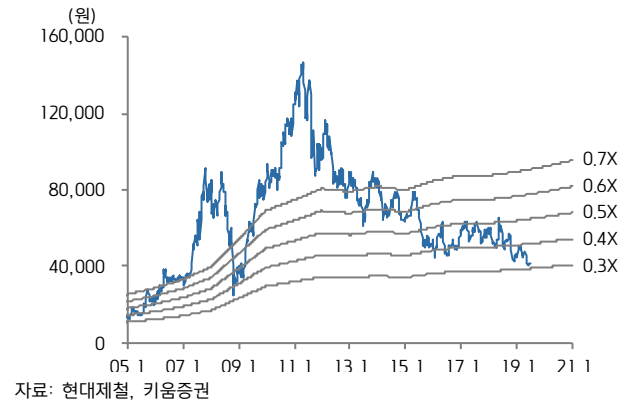


자료: 스틸데일리, 키움증권

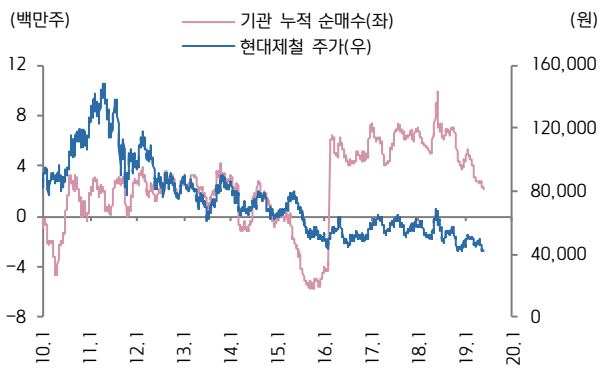
## 현대제철 12mf PER 밴드



## 현대제철 12mf PBR 밴드



## 현대제철 기관수급



## 현대제철 외국인 수급



## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	19,166	20,780	21,505	22,028	22,147
매출원가	16,733	18,708	19,535	19,839	19,858
매출총이익	2,432	2,072	1,970	2,190	2,289
판매비	1,065	1,046	1,040	1,065	1,070
영업이익	1,368	1,026	931	1,125	1,219
EBITDA	2,872	2,617	2,460	2,623	2,689
영업외손익	-286	-456	-272	-250	-222
이자수익	10	13	15	11	9
이자비용	308	327	338	308	278
외환관련이익	253	124	37	0	0
외환관련손실	152	187	35	0	0
종속 및 관계기업손익	10	18	18	18	18
기타	-99	-97	31	29	29
법인세차감전이익	1,081	570	658	875	997
법인세비용	354	162	178	236	269
계속사업순이익	728	408	480	639	728
당기순이익	728	408	480	639	728
지배주주순이익	716	399	479	639	727
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.8	8.4	3.5	2.4	0.5
영업이익 증감율	-5.4	-25.0	-9.3	20.8	8.4
EBITDA 증감율	1.4	-8.9	-6.0	6.6	2.5
지배주주순이익 증감율	-15.8	-44.3	20.1	33.4	13.8
EPS 증감율	-15.8	-44.3	20.3	33.2	13.9
매출총이익율(%)	12.7	10.0	9.2	9.9	10.3
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.3	5.1	5.5
EBITDA Margin(%)	15.0	12.6	11.4	11.9	12.1
지배주주순이익률(%)	3.7	1.9	2.2	2.9	3.3

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,863	8,769	9,368	9,229	9,119
현금 및 현금성자산	771	762	923	577	410
단기금융자산	168	291	291	291	291
매출채권 및 기타채권	2,717	2,677	2,791	2,859	2,874
재고자산	4,098	4,919	5,234	5,361	5,390
기타유동자산	277	411	420	432	445
비유동자산	25,510	24,536	24,564	24,265	23,995
투자자산	1,987	1,628	1,985	1,985	1,985
유형자산	21,339	20,785	20,545	20,326	20,126
무형자산	1,748	1,653	1,564	1,485	1,415
기타비유동자산	436	470	470	469	469
자산총계	33,374	33,305	33,932	33,495	33,114
유동부채	6,707	6,703	6,967	7,008	7,017
매입채무 및 기타채무	3,391	3,429	3,693	3,734	3,743
단기금융부채	3,077	3,057	3,057	3,057	3,057
기타유동부채	239	217	217	217	217
비유동부채	9,631	9,579	9,579	8,579	7,579
장기금융부채	8,598	8,318	8,318	7,318	6,318
기타비유동부채	1,033	1,261	1,261	1,261	1,261
부채총계	16,338	16,282	16,546	15,587	14,597
지배지분	16,716	16,696	17,058	17,579	18,189
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
기타자본	-129	-129	-129	-129	-129
기타포괄손익누계액	985	683	664	645	626
이익잉여금	11,278	11,561	11,942	12,482	13,110
비지배지분	320	327	327	328	328
자본총계	17,036	17,023	17,386	17,907	18,517

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,720	1,575	2,317	2,454	2,633
당기순이익	728	408	480	639	728
비현금항목의 가감	2,290	2,541	2,476	2,478	2,455
유형자산감가상각비	1,403	1,491	1,440	1,419	1,400
무형자산감가상각비	101	99	89	79	70
지분법평가손익	-10	-18	0	0	0
기타	796	969	947	980	985
영업활동자산부채증감	-777	-817	-174	-166	-47
매출채권및기타채권의감소	-405	23	-114	-68	-15
재고자산의감소	-772	-832	-314	-127	-29
매입채무및기타채무의증가	470	198	265	41	9
기타	-70	-206	-11	-12	-12
기타현금흐름	-521	-557	-465	-497	-503
투자활동 현금흐름	-1,234	-1,165	-1,557	-1,200	-1,200
유형자산의 취득	-1,201	-1,198	-1,200	-1,200	-1,200
유형자산의 처분	6	44	0	0	0
무형자산의 순취득	-62	-4	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-105	359	-357	0	0
단기금융자산의감소(증가)	16	-123	0	0	0
기타	112	-243	0	0	0
재무활동 현금흐름	-450	-419	-98	-1,098	-1,098
차입금의 증가(감소)	-351	-319	0	-1,000	-1,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-99	-99	-98	-98	-98
기타	0	-1	0	0	0
기타현금흐름	-2	0	-501	-501	-501
현금 및 현금성자산의 순증가	33	-9	161	-346	-167
기초현금 및 현금성자산	737	771	762	923	577
기말현금 및 현금성자산	771	762	923	577	410

## 투자지표

(단위: 원, 십억원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,366	2,988	3,593	4,785	5,448
BPS	125,261	125,115	127,828	131,733	136,301
CFPS	22,614	22,102	22,152	23,358	23,851
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	10.9	15.1	11.6	8.7	7.7
PER(최고)	12.2	24.6	14.5		
PER(최저)	9.5	13.6	11.0		
PBR	0.47	0.36	0.33	0.32	0.31
PBR(최고)	0.52	0.59	0.41		
PBR(최저)	0.41	0.32	0.31		
PSR	0.41	0.29	0.26	0.25	0.25
PCFR	2.6	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.6	6.4	6.5	5.9	5.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.5	24.1	20.5	15.4	13.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.7	1.8	1.8	1.8
ROA	2.2	1.2	1.4	1.9	2.2
ROE	4.4	2.4	2.8	3.7	4.1
ROIC	3.9	2.2	2.6	3.1	3.4
매출채권회전율	7.5	7.7	7.9	7.8	7.7
재고자산회전율	5.1	4.6	4.2	4.2	4.1
부채비율	95.9	95.6	95.2	87.0	78.8
순차입금비용	63.0	60.6	58.4	53.1	46.8
이자보상배율	4.4	3.1	2.8	3.6	4.4
총차입금	11,675	11,374	11,374	10,374	9,374
순차입금	10,736	10,321	10,160	9,506	8,673
NOPLAT	2,872	2,617	2,460	2,623	2,689
FCF	508	193	833	954	1,113

## Compliance Notice

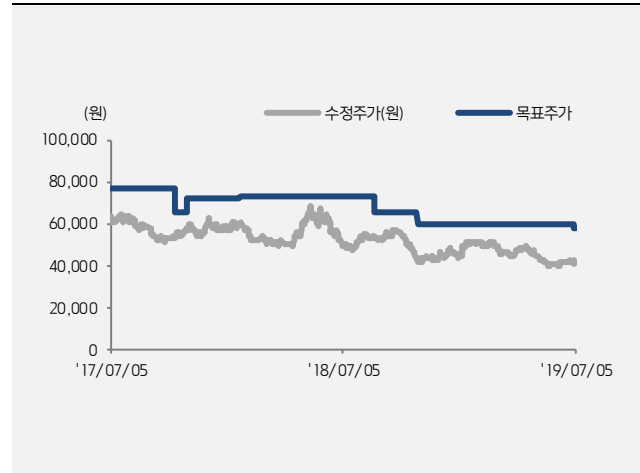
- 당사는 7월 4일 현재 '현대제철(004020)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대제철 (004020)	2017/07/13	Buy(Maintain)	77,000 원	6 개월	-17.84	-16.10
	2017/07/31	Buy(Maintain)	77,000 원	6 개월	-25.03	-16.10
	2017/10/12	Buy(Maintain)	66,000 원	6 개월	-15.93	-13.03
	2017/10/31	Buy(Maintain)	72,000 원	6 개월	-20.46	-17.36
	2017/11/20	Buy(Maintain)	72,000 원	6 개월	-19.28	-13.06
	2018/01/23	Buy(Maintain)	73,000 원	6 개월	-18.49	-17.26
	2018/01/29	Buy(Maintain)	73,000 원	6 개월	-24.66	-5.89
	2018/08/22	Buy(Re-Initiate)	66,000 원	6 개월	-18.25	-13.18
	2018/10/17	Buy(Maintain)	66,000 원	6 개월	-20.22	-13.18
	2018/10/29	Buy(Maintain)	60,000 원	6 개월	-26.04	-19.75
담당자변경	2019/01/25	Buy(Maintain)	60,000 원	6 개월	-24.16	-13.83
	2019/05/02	Buy(Maintain)	60,000 원	6 개월	-21.71	-13.83
	2019/07/05	Buy(Maintain)	58,000 원	6 개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/7/1~2019/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%