



# BUY(Maintain)

목표주가: 58,000원

주가(7/30): 39,050원

시가총액: 52,111억원

## 철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (7/30)	2,038.68pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,300원	38,900원
등락률	-31.8%	0.4%
수익률	절대	상대
1W	-6.6%	-2.4%
1M	-23.9%	-17.6%
1Y	-27.4%	-18.3%

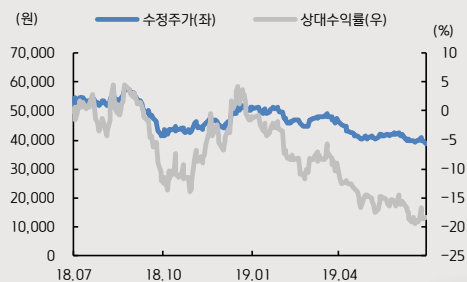
### Company Data

발행주식수	133,446 천주
일평균 거래량(3M)	260천주
외국인 지분율	26.6%
배당수익률(12E)	1.9%
BPS(12E)	127,105원
주요 주주	기아자동차 외 6인 36.0%

### 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	19,166	20,780	21,480	22,062
영업이익	1,368	1,026	893	1,132
EBITDA	2,872	2,617	2,422	2,630
세전이익	1,081	570	592	854
순이익	728	408	390	615
지배주주지분순이익	716	399	383	603
EPS(원)	5,366	2,988	2,870	4,521
증감률(%YoY)	-15.8	-44.3	-3.9	57.5
PER(배)	10.9	15.1	13.6	8.6
PBR(배)	0.47	0.36	0.31	0.30
EV/EBITDA(배)	6.6	6.4	6.5	5.7
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.2	5.1
ROE(%)	4.4	2.4	2.3	3.5
순부채비율(%)	63.0	60.6	58.4	52.6

### Price Trend



# 현대제철 (004020)

## 예상치 부합, 3가지 포인트 주목



2분기 연결 영업이익은 2,326억원으로 키움증권 추정치 2,395억원에 부합했습니다. 예상대로 철근을 중심으로 봉형강은 견조했지만 철광석가격 급등영향으로 판재류가 부진했으며 이는 3분기까지 이어질 전망입니다. 단, 향후 현대제철 주가는 부진한 실적보다는 1) 자동차강판 가격인상, 2) 현대차그룹 지배구조 정리, 3) PBR 0.3X 관점에서 반등시에도 나설 것으로 판단합니다.

### >>> 2Q 실적은 부진했지만 예상치 부합

연결 영업이익은 2,326억원(+10%QoQ, -38%YoY)으로 키움증권 추정치 2,395억원에 부합했다(컨센서스 2,551억원). 사업부문별로는 봉형강은 1Q19에 이어 철근을 중심으로 수익성이 견조했지만 판재는 철광석가격 급등에 따른 고로원가 상승대비 자동차강판과 후판 등 제품가격 인상이 부족해 수익성은 1Q19보다 축소되었다. 고로원가 상승으로 판재 수익성은 3Q19까지 QoQ 축소가 예상된다. 세전이익과 순이익은 예상보다 부진했는데, 약 300억원의 외화관련손실과 유효법인세율 61.3% 등 대부분 일회성 요인으로 판단한다.

### >>> 1) 차강판가격 인상, 2) 지배구조 정리, 3) PBR 0.3X 주목

1) 하반기 이후 실적의 최대 관건인 현대기아차형 자동차강판 가격협상이 8월부터 시작된다. 현대기아차형 자동차강판가격은 2017년 하반기 6만원 인상이 후 2년째 동결 중인데 올해 하반기는 인상 가능성이 매우 높다. 상반기에만 고로 원가가 톤당 4만원이상 상승했고 하반기에도 2만원 이상 추가상승이 예상되기 때문이다. 또한 수요처인 현대기아차의 실적도 개선되고 있다. 관건은 인상폭인데 과거 통상적으로 자동차강판가격이 톤당 5만원 정도를 기준으로 조정되어 왔음을 감안하면 올해 하반기 인상폭도 5만원 수준이 될 것으로 예상된다. 현재 닛뽀스틸 등 일본 철강사들도 하반기(10/1~3/31) 톤당 5,000엔 수준의 판재류 가격인상을 추진중에 있다.

2) 또한 하반기 현대차그룹의 지배구조 개편이 본격화될 전망으로 현대제철이 보유한 현대모비스 지분 5.66%(시가 1.3조원) 매각이 구체화될 수 있다. 매각대금은 차입금상환에 사용될 전망으로 재무구조 개선과 동시에 2014년 이후 유지되고 있는 주당배당금(750원)도 상향될 가능성이 높다.

3) 현재 현대제철의 주가는 12mf PBR 0.30X로 금융위기때보다 못한 valuation을 적용받고 있다. 업황 및 실적부진과 모멘텀 부재를 감안해도 현 주가는 심각한 저평가 상태이며 향후 주가의 추가하락 위험보다는 상승반전 가능성이 높다.

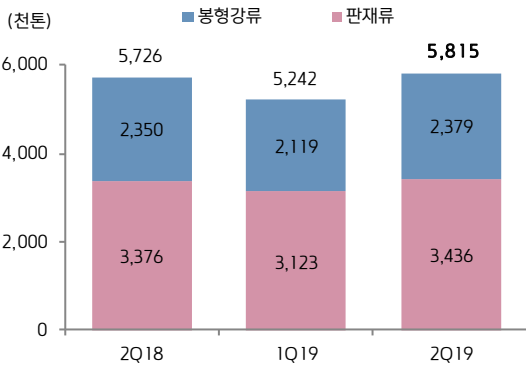
2Q19 실적과 최근 업황을 반영해 2019E 및 2020E 지배주주EPS 전망치를 각각 -20%, -6% 하향하지만 목표주가 5.8만원(12mf PBR 0.45X)과 투자의견 Buy를 유지한다.

현대제철 2Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	2Q19P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q19	%QoQ	2Q18	%YoY
매출액	5,572	5,486	1.6	5,516	1.0	5,072	9.9	5,448	2.3
별도	5,017	4,892	2.6	4,930	1.8	4,478	12.1	4,836	3.8
별도 외	555	594	-6.6	586	-5.3	594	-6.6	612	-9.4
영업이익	233	239	-2.9	255	-8.8	212	9.5	376	-38.1
별도	218	234	-6.9	238	-8.2	169	29.2	334	-34.7
별도 외	14	5	187.1	17	-17.5	43	-67.0	41	-65.2
영업이익률	4.2	4.4		4.6		4.2		6.9	
별도	4.4	4.8		4.8		3.8		6.9	
별도 외	2.6	0.8		3.0		7.3		6.7	
세전이익	132	172	-23.4	159	-16.9	156	-15.7	259	-49.0
순이익	51	126	-59.3	118	-56.7	114	-55.2	190	-73.1
지배순이익	46	125	-63.5	121	-62.2	114	-59.9	184	-75.2

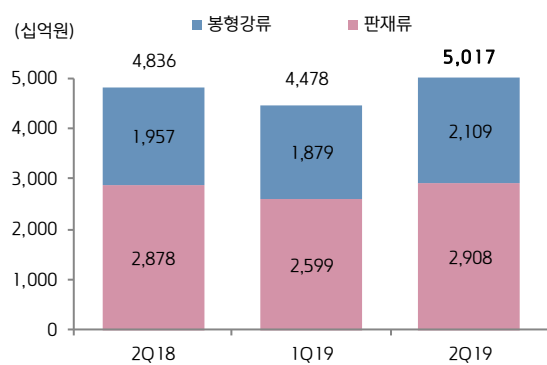
자료: 현대제철, 키움증권

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

현대제철 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E
매출액	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	5,572	5,204	5,632
별도	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	5,017	4,650	5,077
별도 외	542	612	523	493	594	555	555	555
영업이익	294	376	102	255	212	233	170	278
별도	250	334	91	258	169	218	150	258
별도 외	43	41	11	-3	43	14	20	20
영업이익률	6.1	6.9	1.9	4.8	4.2	4.2	3.3	4.9
별도	5.9	6.9	1.9	5.3	3.8	4.4	3.2	5.1
별도 외	8.0	6.7	2.1	-0.6	7.3	2.6	3.6	3.6
세전이익	235	259	-38	114	156	132	139	164
순이익	177	190	-38	79	114	51	104	121
지배순이익	173	184	-40	82	114	46	102	121

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	21,480	22,062	22,262
별도	14,479	14,268	16,889	18,611	19,222	19,844	20,044
별도 외	1,653	2,424	2,277	2,170	2,258	2,219	2,219
영업이익	1,464	1,445	1,368	1,026	893	1,132	1,232
별도	1,468	1,282	1,233	933	796	1,032	1,122
별도 외	-4	163	134	93	98	100	110
영업이익률	9.1	8.7	7.1	4.9	4.2	5.1	5.5
별도	10.1	9.0	7.3	5.0	4.1	5.2	5.6
별도 외	-0.2	6.7	5.9	4.3	4.3	4.5	5.0
세전이익	927	1,174	1,081	570	592	854	983
순이익	739	867	728	408	390	615	708
지배순이익	734	850	716	399	383	603	694
지배주주 EPS(원)	5,866	6,371	5,366	2,988	2,870	4,521	5,202
지배주주 BPS(원)	114,219	121,220	125,261	125,115	127,105	130,745	135,068
지배주주 ROE(%)	5.1	5.4	4.4	2.4	2.3	3.5	3.9

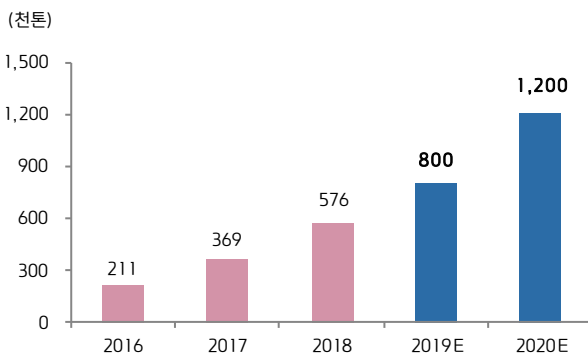
자료: 현대제철, 키움증권

현대제철 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	21,505	22,028	21,480	22,062	-0.1	0.2
별도	19,129	19,652	19,222	19,844	0.5	1.0
별도 외	2,376	2,376	2,258	2,219	-5.0	-6.6
영업이익	931	1,125	893	1,132	-4.0	0.6
별도	842	1,025	796	1,032	-5.5	0.7
별도 외	88	100	98	100	10.6	0.0
영업이익률	4.3	5.1	4.2	5.1		
별도	4.4	5.2	4.1	5.2		
별도 외	3.7	4.2	4.3	4.5		
세전이익	658	875	592	854	-10.1	-2.4
순이익	480	639	390	615	-18.6	-3.7
지배순이익	479	639	383	603	-20.1	-5.5
지배주주 EPS(원)	3,593	4,785	2,870	4,521	-20.1	-5.5
지배주주 BPS(원)	127,828	131,733	127,105	130,745	-0.6	-0.7
지배주주 ROE(%)	2.8	3.7	2.3	3.5		

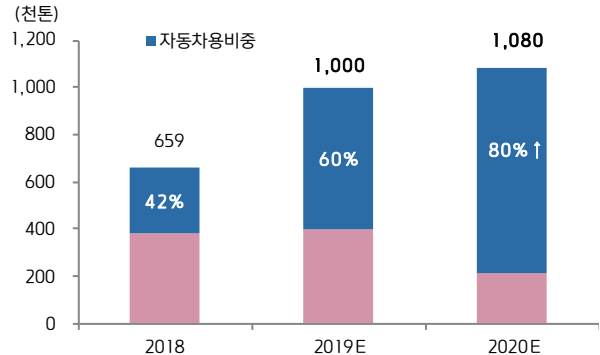
자료: 현대제철, 키움증권

그룹사 외 차강판 판매량



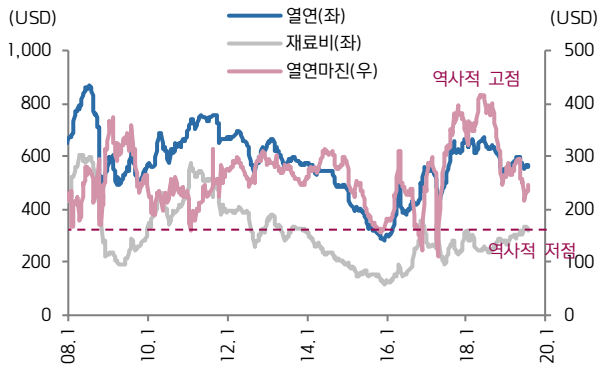
자료: 현대제철, 키움증권

특수강봉강 판매량



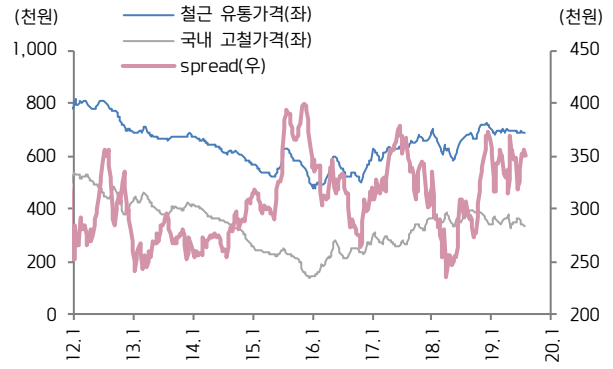
자료: 현대제철, 키움증권

### 중국 spot 열연가격과 열연마진



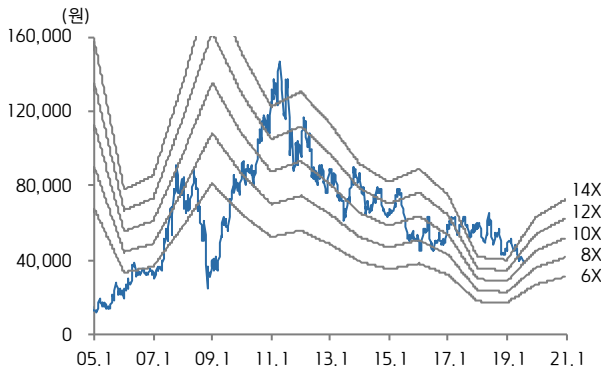
주: 재료비는 철광석 1.6톤, 강점탄 0.75톤 가정  
 자료: Bloomberg, 키움증권

### 국내 철근 유통가격과 고철가격



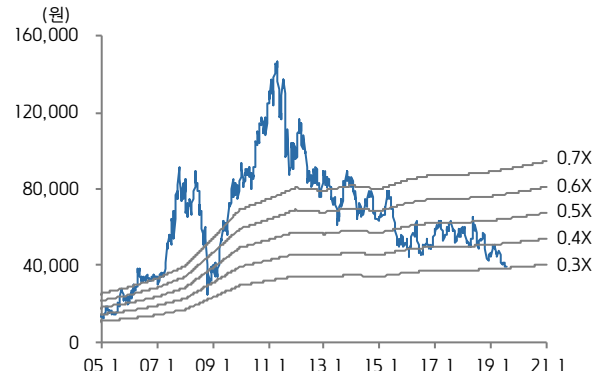
자료: 스틸데일리, 키움증권

### 현대제철 12mf PER 밴드



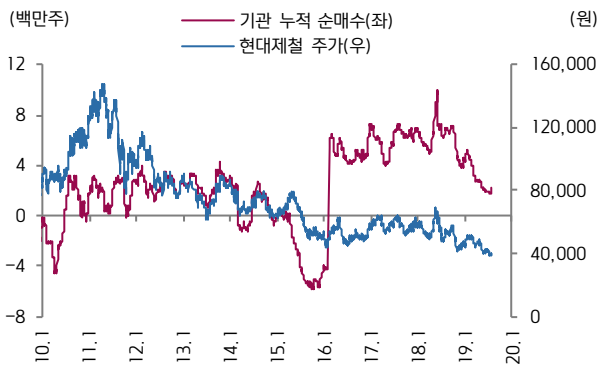
자료: 현대제철, 키움증권

### 현대제철 12mf PBR 밴드



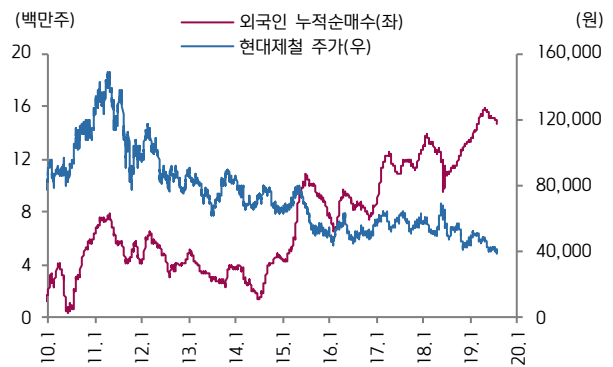
자료: 현대제철, 키움증권

### 현대제철 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

### 현대제철 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	19,166	20,780	21,480	22,062	22,262
매출원가	16,733	18,708	19,500	19,814	19,904
매출총이익	2,432	2,072	1,979	2,248	2,358
판매비	1,065	1,046	1,086	1,116	1,126
<b>영업이익</b>	1,368	1,026	893	1,132	1,232
<b>EBITDA</b>	2,872	2,617	2,422	2,630	2,702
영업외손익	-286	-456	-302	-278	-249
이자수익	10	13	16	13	12
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	0	-1	-1
<b>법인세차감전이익</b>	1,081	570	592	854	983
법인세비용	354	162	201	239	275
계속사업순손익	728	408	390	615	708
<b>당기순이익</b>	728	408	390	615	708
<b>지배주주순이익</b>	716	399	383	603	694
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	14.8	8.4	3.4	2.7	0.9
영업이익 증감율	-5.4	-25.0	-13.0	26.8	8.8
EBITDA 증감율	1.4	-8.9	-7.5	8.6	2.7
지배주주순이익 증감율	-15.8	-44.3	-4.0	57.4	15.1
EPS 증감율	-15.8	-44.3	-3.9	57.5	15.1
매출총이익율(%)	12.7	10.0	9.2	10.2	10.6
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.2	5.1	5.5
EBITDA Margin(%)	15.0	12.6	11.3	11.9	12.1
지배주주순이익률(%)	3.7	1.9	1.8	2.7	3.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	7,863	8,769	9,277	9,119	8,995
현금 및 현금성자산	771	762	979	729	653
단기금융자산	168	291	291	291	291
매출채권 및 기타채권	2,717	2,677	2,784	2,823	2,813
재고자산	4,098	4,919	5,104	5,156	5,119
기타유동자산	277	411	410	411	410
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	33,374	33,305	33,841	33,384	32,990
<b>유동부채</b>	6,707	6,703	6,965	7,011	7,026
매입채무 및 기타채무	3,391	3,429	3,691	3,737	3,753
단기금융부채	3,077	3,057	3,057	3,057	3,057
기타유동부채	239	217	217	217	216
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	16,338	16,282	16,544	15,590	14,606
<b>지배지분</b>	16,716	16,696	16,962	17,447	18,024
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	11,845	12,350	12,946
비지배지분	320	327	335	346	360
<b>자본총계</b>	17,036	17,023	17,296	17,794	18,384

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,720	1,575	2,373	2,550	2,723
당기순이익	728	408	390	615	708
비현금항목의 가감	2,290	2,541	2,499	2,479	2,458
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	970	981	988
영업활동자산부채증감	-777	-817	-28	-46	63
매출채권및기타채권의감소	-405	23	-107	-39	10
재고자산의감소	-772	-832	-184	-53	37
매입채무및기타채무의증가	470	198	263	46	16
기타	-70	-206	0	0	0
기타현금흐름	-521	-557	-488	-498	-506
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	33	-9	217	-250	-76
기초현금 및 현금성자산	737	771	762	979	729
기말현금 및 현금성자산	771	762	979	729	653

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,366	2,988	2,870	4,521	5,202
BPS	125,261	125,115	127,105	130,745	135,068
CFPS	22,614	22,102	21,649	23,186	23,726
DPS	750	750	750	750	750
<b>주가배수(배)</b>					
PER	10.9	15.1	13.6	8.6	7.5
PER(최고)	12.2	24.6	18.2		
PER(최저)	9.5	13.6	13.5		
PBR	0.47	0.36	0.31	0.30	0.29
PBR(최고)	0.52	0.59	0.41		
PBR(최저)	0.41	0.32	0.31		
PSR	0.41	0.29	0.24	0.24	0.23
PCFR	2.6	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.6	6.4	6.5	5.7	5.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.5	24.1	25.2	16.0	13.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.7	1.9	1.9	1.9
ROA	2.2	1.2	1.2	1.8	2.1
ROE	4.4	2.4	2.3	3.5	3.9
ROIC	3.9	2.2	2.2	3.1	3.4
매출채권회전율	7.5	7.7	7.9	7.9	7.9
재고자산회전율	5.1	4.6	4.3	4.3	4.3
부채비율	95.9	95.6	95.7	87.6	79.4
순차입금비율	63.0	60.6	58.4	52.6	45.9
이자보상배율	4.4	3.1	2.6	3.7	4.4
<b>총차입금</b>	11,675	11,374	11,374	10,374	9,374
<b>순차입금</b>	10,736	10,321	10,104	9,354	8,430
NOPLAT	2,872	2,617	2,422	2,630	2,702
FCF	508	193	890	1,067	1,220

Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 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.

고지사항

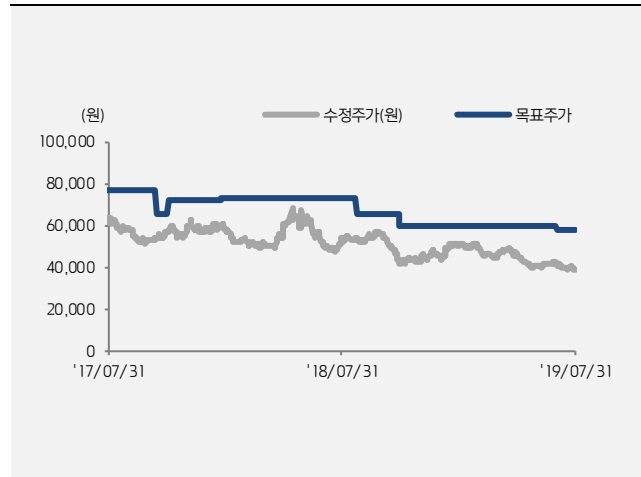
동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대제철 (004020)	2017/07/31	Buy(Maintain)	77,000 원	6개월	-25.03	-16.10
	2017/10/12	Buy(Maintain)	66,000 원	6개월	-15.93	-13.03
	2017/10/31	Buy(Maintain)	72,000 원	6개월	-20.46	-17.36
	2017/11/20	Buy(Maintain)	72,000 원	6개월	-19.28	-13.06
	2018/01/23	Buy(Maintain)	73,000 원	6개월	-18.49	-17.26
담당자변경	2018/01/29	Buy(Maintain)	73,000 원	6개월	-24.66	-5.89
	2018/08/22	Buy(Re-Initiate)	66,000 원	6개월	-18.25	-13.18
	2018/10/17	Buy(Maintain)	66,000 원	6개월	-20.22	-13.18
	2018/10/29	Buy(Maintain)	60,000 원	6개월	-26.04	-19.75
	2019/01/25	Buy(Maintain)	60,000 원	6개월	-24.16	-13.83
	2019/05/02	Buy(Maintain)	60,000 원	6개월	-21.71	-13.83
	2019/07/05	Buy(Maintain)	58,000 원	6개월	-29.63	-23.58
	2019/07/31	Buy(Maintain)	58,000 원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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%