



▲ 철강

Analyst 민사영
02. 6454-4875
sayeong.min@meritz.co.kr

현대제철 004020

2Q19 Review: 아쉬운 실적, 애매한 Valuation

- ✓ 2Q19 Review: 컨센서스 하회
- ✓ 봉형강 사업부의 호실적에도 원가 상승이 이를 상쇄
- ✓ 세후 이익은 세액공제와 관련된 일회성 요인으로 부진
- ✓ 제품 판가 인상을 고려해도 '20년 PER은 7배 수준으로 POSCO대비 매력 부족
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원 유지

Buy

| | |
|--------------------|-----------------|
| 적정주가 (12개월) | 50,000 원 |
| 현재주가 (7.30) | 39,050 원 |
| 상승여력 | 28.0% |
| KOSPI | 2,038.68pt |
| 시가총액 | 52,111억원 |
| 발행주식수 | 13,345만주 |
| 유동주식비율 | 62.40% |
| 외국인비중 | 26.61% |
| 52주 최고/최저가 | 57,300원/38,900원 |
| 평균거래대금 | 106.7억원 |
| 주요주주(%) | |
| 기아자동차 외 6 인 | 35.97 |
| 국민연금공단 | 7.98 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가 | -6.6 | -23.9 | -27.4 |
| 상대주가 | -2.4 | -17.6 | -18.3 |

주가그래프



2Q19 Review: 컨센서스 하회

현대제철의 2분기 연결 영업이익은 2,326억원으로 컨센서스 2,551억원을 하회했다. 봉형강 사업부의 호실적에도 불구하고 원재료 가격 상승과 특수강 사업부의 판매량 부진, 중국 SSC의 판매량 부진으로 실적은 기대에 미치지 못했다. 세후 이익이 세전 이익 대비 부진한 원인은 투자 세액공제와 관련된 일회성 요인 때문이므로 3분기에는 정상화된다.

아쉬운 실적, 그리고 애매한 Valuation

부진한 2분기 실적보다 더 우려되는 것은 3분기 실적이다. 판매물량 감소와 원재료 가격 상승으로 톤당 마진이 2분기보다 더 감소하기 때문이다. 자동차 강판과 후판 가격 협상이 변수이긴 하나 큰 폭의 인상을 기대하긴 어려워 보인다.

이러한 단기실적과 별개로 현대제철의 Valuation도 애매하다. PBR 기준으로 0.3배 수준에 불과해 저평가되어 있긴 하나, 이익을 기준으로 본다면 '20년에 자동차강판과 후판 가격이 인상을 고정해도 PER 7배 수준으로 평가 받고 있다. ('20년 평균 판가는 '19년 2분기 대비 후판 5만원, 자동차강판 3만원 이상 전망) 철강산업의 대장주인 POSCO가 7~8배 사이 PER을 받고 있다는 점을 고려하면 상대적 매력이 많지 않다.

주가가 레벨업 하기 위해선 당사 추정치를 훨씬 상회하는 판가협상 결과가 나타나야 한다. 그 전까지는 대장주인 POSCO Valuation에 따라 주가가 움직이거나 오히려 둘 간의 Valuation이 벌어질 가능성도 있다. '19년 순이익 추정치가 조정되었지만 일회적 세금 문제이므로 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원을 유지한다.

| (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 | 21,618.4 | 955.4 | 421.9 | 3,161 | 6.1 | 127,565 | 12.4 | 0.3 | 6.0 | 2.5 | 95.7 |
| 2020E | 21,989.8 | 1,218.5 | 689.5 | 5,167 | 62.6 | 131,847 | 7.6 | 0.3 | 5.2 | 4.0 | 88.4 |
| 2021E | 21,867.4 | 1,163.7 | 665.3 | 4,985 | -3.5 | 135,947 | 7.8 | 0.3 | 5.0 | 3.7 | 81.9 |

표1 현대제철 2Q19 실적 Review

| (실적원) | 2Q19P | 2Q18 | (% YoY) | 1Q19 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 당사예상치 | (% diff.) |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액 | 5,571.9 | 5,447.7 | 2.3 | 5,071.5 | 9.9 | 5,515.6 | 1.0 | 5,644.3 | -1.3 |
| 영업이익 | 232.6 | 375.6 | -38.1 | 212.4 | 9.5 | 255.1 | -8.8 | 251.1 | -7.4 |
| 세전이익 | 131.8 | 258.7 | -49.0 | 156.4 | -15.7 | 158.7 | -16.9 | 103.7 | 27.1 |
| 순이익 | 51.1 | 184.4 | -72.3 | 114.0 | -55.2 | 120.8 | -57.7 | 74.2 | -31.2 |
| 영업이익률(%) | 4.2 | 6.9 | | 4.2 | | 4.6 | | 4.4 | |
| 순이익률(%) | 0.9 | 3.4 | | 2.2 | | 2.2 | | 1.3 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

| (실적원) | 수정 전 | | 수정 후 | | 변화율 (%) | |
|-------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|
| | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 매출액 | 21,795.7 | 21,992.2 | 21,618.4 | 21,989.8 | -0.8 | 0.0 |
| 영업이익 | 1,005.4 | 1,242.7 | 955.4 | 1,218.5 | -5.0 | -1.9 |
| 세전이익 | 669.0 | 982.3 | 654.7 | 963.8 | -2.1 | -1.9 |
| 지배순이익 | 480.6 | 702.7 | 421.9 | 689.5 | -12.2 | -1.9 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 Valuation Table

| (실적원) | 3개년 평균 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 지배주주 순이익 | 592.2 | 398.7 | 421.9 | 689.5 | 665.3 |
| 지배주주 자본총계 | 17,586.3 | 16,696.0 | 17,023.0 | 17,594.4 | 18,141.5 |
| ROE (%) | 3.4 | 2.4 | 2.5 | 4.0 | 3.7 |
| 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) | 0.36 | 0.21 | 0.27 | 0.43 | 0.40 |
| 적정 시가총액 | 6,400.0 | 3,446.7 | 4,603.2 | 7,574.4 | 7,299.7 |
| Current PBR | 0.30 | 0.36 | 0.31 | 0.30 | 0.29 |
| 현재 시가총액 | 5,211.1 | 6,038.4 | 5,211.1 | 5,211.1 | 5,211.1 |
| 적정주가 (원, 천원미만 절사) | 47,000 | 25,000 | 34,000 | 56,000 | 54,000 |
| 증가 (원) | 39,050 | 45,250 | 39,050 | 39,050 | 39,050 |
| Upside (%) | 20.4 | -44.8 | -12.9 | 43.4 | 38.3 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 19,166.0 | 20,780.4 | 21,618.4 | 21,989.8 | 21,867.4 |
| 매출액증가율 (%) | 14.8 | 8.4 | 4.0 | 1.7 | -0.6 |
| 매출원가 | 16,733.5 | 18,708.3 | 19,580.0 | 19,664.6 | 19,603.4 |
| 매출총이익 | 2,432.5 | 2,072.1 | 2,038.4 | 2,325.2 | 2,264.0 |
| 판매관리비 | 1,064.9 | 1,046.0 | 1,083.0 | 1,106.7 | 1,100.4 |
| 영업이익 | 1,367.6 | 1,026.1 | 955.4 | 1,218.5 | 1,163.7 |
| 영업이익률 | 7.1 | 4.9 | 4.4 | 5.5 | 5.3 |
| 금융손익 | -212.7 | -301.7 | -301.6 | -272.0 | -249.3 |
| 종속/관계기업순이익 | 9.5 | 17.8 | 17.6 | 16.6 | 16.7 |
| 기타영업외순이익 | -83.1 | -172.4 | -16.7 | 0.7 | -1.1 |
| 세전계속사업이익 | 1,081.3 | 569.8 | 654.7 | 963.8 | 929.9 |
| 법인세비용 | 353.7 | 161.9 | 222.0 | 260.2 | 251.1 |
| 당기순이익 | 727.5 | 408.0 | 432.7 | 703.6 | 678.9 |
| 지배주주지분 순이익 | 716.1 | 398.7 | 421.9 | 689.5 | 665.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,719.8 | 1,575.3 | 1,854.7 | 2,256.5 | 2,194.5 |
| 당기순이익(손실) | 727.5 | 408.0 | 432.7 | 703.6 | 678.9 |
| 유형자산상각비 | 1,403.2 | 1,491.4 | 1,507.4 | 1,452.3 | 1,420.6 |
| 무형자산상각비 | 101.1 | 99.3 | 95.6 | 100.8 | 100.6 |
| 운전자본의 증감 | -777.0 | -817.4 | -185.3 | 25.2 | 21.2 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,234.2 | -1,164.8 | -1,218.9 | -1,075.4 | -1,073.9 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -1,201.1 | -1,198.0 | -1,134.2 | -1,000.0 | -1,000.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -89.9 | 386.6 | -131.0 | 0.0 | 0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -450.3 | -418.5 | -0.9 | -798.5 | -818.1 |
| 차입금의 증감 | -455.8 | -300.2 | 91.7 | -700.0 | -700.0 |
| 자본의 증가 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 33.4 | -8.5 | 635.6 | 382.7 | 302.5 |
| 기초현금 | 737.2 | 770.7 | 762.1 | 1,397.7 | 1,780.4 |
| 기말현금 | 770.7 | 762.1 | 1,397.7 | 1,780.4 | 2,082.9 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 7,863.5 | 8,769.0 | 9,696.9 | 9,997.6 | 10,261.6 |
| 현금및현금성자산 | 770.7 | 762.1 | 1,397.7 | 1,780.4 | 2,082.9 |
| 매출채권 | 2,650.2 | 2,609.2 | 2,729.1 | 2,701.0 | 2,687.8 |
| 재고자산 | 4,098.2 | 4,919.5 | 5,145.7 | 5,092.6 | 5,067.7 |
| 비유동자산 | 25,510.3 | 24,535.9 | 24,268.9 | 23,816.6 | 23,396.0 |
| 유형자산 | 21,339.3 | 20,784.6 | 20,343.2 | 19,890.9 | 19,470.3 |
| 무형자산 | 1,748.1 | 1,653.4 | 1,640.7 | 1,640.7 | 1,640.7 |
| 투자자산 | 1,987.2 | 1,628.1 | 1,759.1 | 1,759.1 | 1,759.1 |
| 자산총계 | 33,373.8 | 33,304.9 | 33,965.8 | 33,814.2 | 33,657.5 |
| 유동부채 | 6,707.2 | 6,702.5 | 6,967.3 | 6,930.4 | 6,913.0 |
| 매입채무 | 1,255.2 | 1,421.6 | 1,486.9 | 1,471.6 | 1,464.4 |
| 단기차입금 | 886.3 | 986.2 | 1,140.1 | 1,140.1 | 1,140.1 |
| 유동성장기부채 | 2,183.2 | 2,065.7 | 2,015.6 | 2,015.6 | 2,015.6 |
| 비유동부채 | 9,631.1 | 9,579.3 | 9,638.3 | 8,938.3 | 8,238.3 |
| 사채 | 4,030.0 | 4,153.8 | 4,444.8 | 4,444.8 | 4,444.8 |
| 장기차입금 | 4,449.7 | 4,080.2 | 3,735.0 | 3,035.0 | 2,335.0 |
| 부채총계 | 16,338.3 | 16,281.8 | 16,605.6 | 15,868.6 | 15,151.2 |
| 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 | 784.8 | 784.8 | 784.8 |
| 이익잉여금 | 11,277.7 | 11,560.6 | 11,785.6 | 12,356.9 | 12,904.1 |
| 비지배주주지분 | 320.0 | 327.1 | 337.2 | 351.2 | 364.8 |
| 자본총계 | 17,035.5 | 17,023.1 | 17,360.2 | 17,945.6 | 18,506.3 |

Key Financial Data

| (원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 143,624 | 155,722 | 162,002 | 164,785 | 163,867 |
| EPS(지배주주) | 5,366 | 2,988 | 3,161 | 5,167 | 4,985 |
| CFPS | 22,614 | 22,102 | 19,141 | 20,944 | 20,237 |
| EBITDAPS | 21,520 | 19,610 | 19,172 | 20,769 | 20,120 |
| BPS | 125,261 | 125,115 | 127,565 | 131,847 | 135,947 |
| DPS | 750 | 750 | 750 | 900 | 900 |
| 배당수익률(%) | 1.3 | 1.7 | 1.9 | 2.3 | 2.3 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 10.9 | 15.1 | 12.4 | 7.6 | 7.8 |
| PCR | 2.6 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 |
| PSR | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| PBR | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EBITDA | 2,871.8 | 2,616.8 | 2,558.4 | 2,771.6 | 2,684.9 |
| EV/EBITDA | 6.6 | 6.4 | 6.0 | 5.2 | 5.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.4 | 2.4 | 2.5 | 4.0 | 3.7 |
| EBITDA 이익률 | 15.0 | 12.6 | 11.8 | 12.6 | 12.3 |
| 부채비율 | 95.9 | 95.6 | 95.7 | 88.4 | 81.9 |
| 금융비용부담률 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| 이자보상배율(X) | 4.4 | 3.1 | 3.0 | 3.8 | 3.9 |
| 매출채권회전율(X) | 7.7 | 7.9 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| 재고자산회전율(X) | 5.1 | 4.6 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 증가대비 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 | 97.0% |
| 중립 | 3.0% |
| 매도 | 0.0% |
| 2019년 6월 30일 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 | -22.7 | -16.6 | |
| 2019.05.28 | 산업분석 | Buy | 55,000 | 민사영 | -24.0 | -16.6 | |
| 2019.07.12 | 산업브리프 | Buy | 50,000 | 민사영 | -20.7 | -18.6 | |
| 2019.07.31 | 기업브리프 | Buy | 50,000 | 민사영 | - | - | |

