

현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	56,000원 (M)
현재주가 (7/30)	39,050원
상승여력	43%

시기총액	52,111억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	107억원
60일 평균 거래량	259,195주
52주 고	57,300원
52주 저	38,900원
외인지분율	26.65%
주요주주	기아자동차 외 6 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.6)	(15.7)	(27.4)
상대	(2.4)	(8.8)	(18.3)
절대(달러환산)	(8.9)	(16.7)	(31.3)

2Q19 Review: Sentimental 기저효과 나타날까?

2Q19(P): 별도 영업이익 2,183억원, 연결 영업이익 2,326억원

연결 영업이익, 당사 추정(2,389억원) 부합 및 Consensus(2,551억원) 하회

- 1) 별도: 전체 제품 판매량은 582만톤으로 분기 최대 판매량을 달성했다. 봉형강류 ASP는 전분기 대비 -0.3만원/톤 하락했지만 철스크랩 투입원가는 +0.9만원/톤 상승(추정)하여 스프레드가 악화된 것으로 관측된다. 판재류 ASP는 전분기 대비 +1.1만원/톤 상승한 가운데 주요 원재료(철광석+원료탄) 투입원가가 +2.6만원/톤 상승(추정)하여 스프레드가 악화된 것으로 판단된다. 봉형강류와 판재류 모두 전분기 대비 스프레드가 악화됐지만 계절적 성수기 영향에 따라 각각 판매량이 +13%, +10% 증가하여 단위당 고정비 감소 효과가 나타난 것으로 사료된다.
- 2) 연결: 국내 자회사 실적은 니켈가격 상승 등에 따라 전분기 대비 개선된 것으로 추정되며, 해외 자회사는 아시아 지역(중국 등) 자동차 SSC 실적 부진이 지속되며 전분기와 유사한 수준의 영업이익을 기록한 것으로 판단된다.

3Q19, 판재류 판매가격 인상 수준에 따라 실적 결정될 것

3Q 영업이익 전망이 쉽지 않은 상황이다. 판재류 주요 원재료 투입원가는 전분기 대비 +1.7만원/톤(3Q 철광석 Spot가격 100달러/톤 가정) 상승할 것으로 추정된다. 전분기에 이어 원가 부담이 가중되는 가운데 주요 수요처(자동차, 조선 등)와의 분반기 공급가격 협상이 3Q에 이루어질 전망이다. 해외 차강판 공급가격은 정확한 파악이 어렵지만 국내 차강판 공급가격은 2017년 5월 톤당 +6만원 인상 이후 동결 상태이다. 그 이후 주요 원재료 가격이 등락을 거듭했지만 2019년 들어 철광석 가격이 급등하며 누적기준으로 2017년 5월 대비 원가 부담이 커졌다고 판단된다. 또한 1H19 국내 조선용 후판 공급가격은 2H18 대비 소폭 하락한 것으로 알려져 있다. 이에 따라 올해 들어 판재류 수익성은 전년 대비 큰 폭으로 감소하고 있는 것으로 추정된다. 결국 하반기 주요 수요처와의 공급가격 협상에 따라 실적 수준이 판가름 날 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 56,000원 유지

2017년 5월, 당사는 국내 차강판 공급가격 톤당 +10만원 인상을 전망(실제로는 +6만원)한 바 있다. 그 당시를 경험한 투자자들은 제품가격 인상에 대한 기대감이 상당히 낮을 것이라 추정된다. 현 주가 수준은 그 낮은 기대감을 반영하고 있다고 사료된다. 반대로 이야기하면 센티멘털이 추가적으로 악화될 여지보다는 예상치 못한 결과에 따라 오히려 개선될 가능성도 있다는 뜻이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	55,719	2.3	9.9	55,156	1.0
영업이익	2,326	-38.1	9.5	2,551	-8.8
세전계속사업이익	1,318	-49.1	-15.7	1,587	-16.9
지배순이익	457	-75.2	-59.9	1,208	-62.2
영업이익률 (%)	4.2	-2.7 %pt	0	4.6	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	0.8	-2.6 %pt	-1.4 %pt	2.2	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	191,660	207,804	215,832	222,139
영업이익	13,676	10,261	9,287	12,473
지배순이익	7,161	3,987	4,020	7,141
PER	10.9	17.6	13.0	7.3
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.6	6.8	6.6	5.5
ROE	4.4	2.4	2.4	4.2

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액	18,611	19,241	19,825	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	5,017	12.1%	3.8%	4,750	4,996
¹⁾ 봉형강류	5,309	5,662	5,649	1,158	1,407	1,325	1,419	1,328	1,500	13.0%	6.7%	1,385	1,449
²⁾ 판재류	10,313	10,392	10,861	2,360	2,699	2,662	2,592	2,416	2,700	11.8%	0.0%	2,559	2,718
기타	2,990	3,186	3,315	727	730	724	809	734	817	11.3%	12.0%	806	829
판매량	21,761	22,119	22,294	5,133	5,726	5,384	5,518	5,242	5,815	10.9%	1.6%	5,403	5,659
¹⁾ 봉형강류	7,111	7,304	7,217	1,610	1,934	1,731	1,836	1,719	1,950	13.4%	0.8%	1,780	1,855
²⁾ 판재류	12,544	12,630	12,843	3,005	3,286	3,160	3,093	3,000	3,308	10.3%	0.7%	3,077	3,244
기타	2,106	2,185	2,233	518	506	493	589	523	557	6.5%	10.1%	546	559
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	747	775	783	719	727	765	773	772	769	-0.4%	5.8%	778	781
변동폭	86	29	8	22	8	38	7	-1	-3	-	-	9	3
³⁾ 원재료 투입가격(B)	422	410	407	428	407	435	417	409	418	2.1%	2.7%	407	407
변동폭	60	-11	-3	21	-21	28	-18	-7	9	-	-	-11	0
추정 스프레드(A-B)	325	365	376	291	320	331	356	363	351	-3.2%	9.6%	371	374
변동폭	27	40	11	1	29	11	25	7	-12	-	-	20	3
²⁾ 판재류 ASP(C)	822	823	846	785	821	842	838	805	816	1.4%	-0.6%	831	838
변동폭	56	1	23	-4	36	21	-4	-33	11	-	-	15	6
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	243	291	297	247	246	233	245	264	290	9.9%	18.1%	308	303
변동폭	-14	49	5	10	-1	-13	12	19	26	-	-	17	-5
추정 스프레드(C-D)	579	531	549	538	575	610	593	541	526	-2.8%	-8.6%	523	535
변동폭	70	-48	17	-14	37	34	-17	-52	-15	-	-	-2	12
영업이익	933	825	1,155	250	334	91	258	169	218	29.2%	-34.7%	175	262
이익률	5.0%	4.3%	5.8%	5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	3.8%	4.4%	0.6%p	-2.6%p	3.7%	5.2%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H형강+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	1,167	1,160	1,160
철광석 구매		65	59	58	62	74	89	97	96
(달러/톤, FOB)	분광	Index ¹⁾	57	67	60	56	63	70	87
		당분기	67	57	57	63	77	93	100
원료탄 구매	(복합)		186	159	156	171	166	163	146
(달러/톤, FOB)	강점탄		233	193	189	217	208	206	185
		Index ¹⁾	237	196	189	212	211	208	185
		당분기	228	190	189	221	206	203	185
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액			243	214	209	227	242	264	265
(달러/톤)	철광석	1.6톤	104	95	92	99	118	142	156
	원료탄	0.75톤	139	119	117	128	124	122	110
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾			247	246	233	245	264	290	308
(천원/톤)	전분기대비 증감		10	-1	-13	12	19	26	17
	철광석	1.6톤	107	107	103	107	122	149	173
	전분기대비 증감		-3	0	-4	4	15	27	24
	원료탄	0.75톤	140	139	130	138	142	141	135
	전분기대비 증감		13	-1	-9	8	4	-1	-6
									-11

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석 4Q 의 경우 6~8 월 평균, 강점탄 4Q 의 경우 9~11 월 평균

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

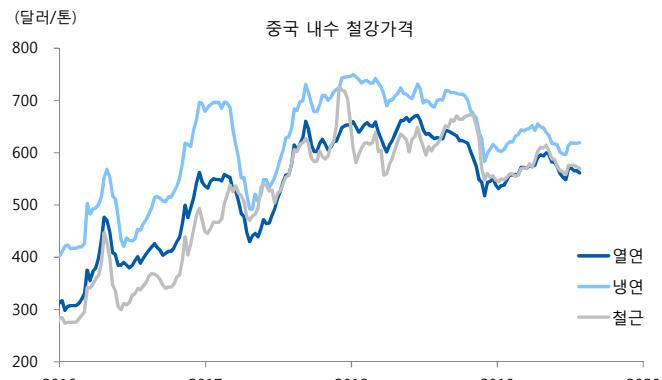
[표-3] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액	20,780	21,583	22,214	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	5,572	9.9%	2.3%	5,343	5,597
별도	18,611	19,241	19,825	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	5,017	12.1%	3.8%	4,750	4,996
국내 기타	1,171	1,224	1,255	283	303	297	288	296	316	6.7%	4.1%	299	314
해외	3,727	3,923	4,018	868	942	936	981	890	995	11.8%	5.6%	1,009	1,029
(연결조정)	2,728	2,774	2,884	609	633	710	776	592	725	-	-	715	742
영업이익	1,026	929	1,247	294	376	102	255	212	233	9.5%	-38.1%	197	287
이익률	4.9%	4.3%	5.6%	6.1%	6.9%	1.9%	4.8%	4.2%	4.2%	0.0%p	-2.7%p	3.7%	5.1%
별도	933	825	1,155	250	334	91	258	169	218	29.2%	-34.7%	175	262
이익률	5.0%	4.3%	5.8%	5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	3.8%	4.4%	0.6%p	-2.6%p	3.7%	5.2%
국내 기타	37	31	32	13	16	8	-1	5	13	176.2%	-20.9%	7	7
이익률	3.1%	2.5%	2.6%	4.7%	5.3%	2.8%	-0.2%	1.5%	4.0%	2.5%p	-1.3%p	2.2%	2.3%
해외	71	59	61	22	29	21	-2	15	13	-13.7%	-56.6%	16	16
이익률	1.9%	1.5%	1.5%	2.5%	3.1%	2.3%	-0.2%	1.6%	1.3%	-0.4%p	-1.8%p	1.6%	1.6%
(연결조정)	15	-14	0	-8	4	19	1	-24	11	-	-	0	0
세전이익	570	620	996	235	259	-38	114	156	132	-15.7%	-49.1%	123	209
이익률	2.7%	2.9%	4.5%	4.9%	4.7%	-0.7%	2.1%	3.1%	2.4%	-0.7%p	-2.4%p	2.3%	3.7%
지배순이익	399	402	714	173	184	-40	82	114	46	-59.9%	-75.2%	91	152
이익률	1.9%	1.9%	3.2%	3.6%	3.4%	-0.8%	1.5%	2.2%	0.8%	-1.4%p	-2.6%p	1.7%	2.7%

자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



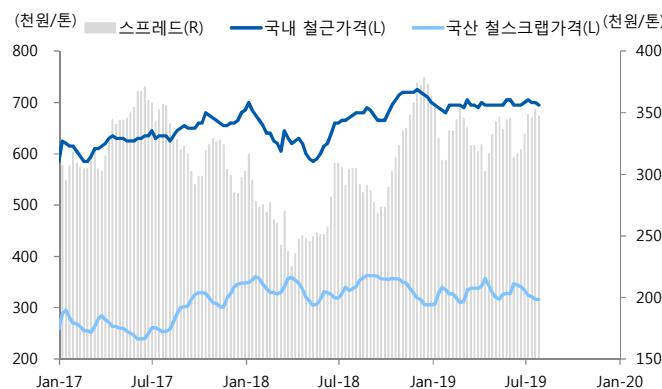
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



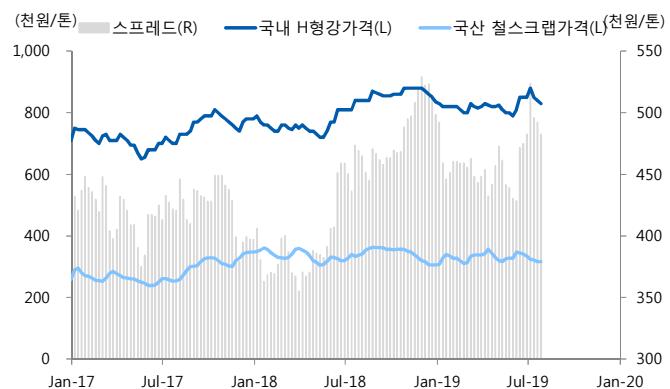
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6 톤+원료탄 0.75 톤 가정)

[그림-3] 국내 철근 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

[그림-4] 국내 H형강 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	191,660	207,804	215,832	222,139	225,214	
매출원가	167,335	187,083	195,920	198,718	200,891	
매출총이익	24,325	20,721	19,911	23,421	24,323	
판관비	10,649	10,460	10,624	10,948	11,099	
영업이익	13,676	10,261	9,287	12,473	13,224	
EBITDA	28,718	26,168	25,211	27,963	28,984	
영업외손익	-2,863	-4,563	-3,087	-2,511	-2,121	
외환관련손익	1,008	-625	-235	0	0	
이자손익	-2,982	-3,135	-3,134	-2,913	-2,523	
관계기업관련손익	95	178	62	0	0	
기타	-984	-980	219	402	402	
법인세비용차감전순손익	10,813	5,698	6,200	9,962	11,103	
법인세비용	3,537	1,619	2,093	2,590	2,887	
계속사업순손익	7,275	4,080	4,107	7,372	8,216	
증단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	7,275	4,080	4,107	7,372	8,216	
지배지분순이익	7,161	3,987	4,020	7,141	7,959	
포괄순이익	6,487	877	8,195	11,459	12,303	
지배지분포괄이익	6,376	796	8,178	11,437	12,280	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	78,635	87,690	94,423	98,374	101,098	
현금및현금성자산	7,707	7,621	6,255	9,366	10,932	
매출채권 및 기타채권	27,171	26,773	31,585	32,024	32,443	
재고자산	40,982	49,195	53,051	53,452	54,192	
비유동자산	255,103	245,359	243,504	238,014	232,254	
유형자산	213,393	207,846	204,979	200,281	195,165	
관계기업등 지분관련자산	1,168	1,255	1,229	1,229	1,229	
기타투자자산	18,703	15,025	16,287	16,287	16,287	
자산총계	333,738	333,049	337,927	336,388	333,352	
유동부채	67,072	67,025	67,567	67,583	69,573	
매입채무 및 기타채무	33,909	34,285	33,006	33,022	35,011	
단기차입금	8,863	9,862	11,401	11,401	11,401	
유동성장기부채	21,832	20,657	20,906	20,906	20,906	
비유동부채	96,311	95,793	101,633	89,633	77,633	
장기차입금	44,497	40,801	42,600	30,600	18,600	
사채	40,300	41,538	44,448	44,448	44,448	
부채총계	163,383	162,818	169,200	157,216	147,205	
지배지분	167,155	166,960	165,493	175,737	182,712	
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	118,642	124,798	131,773	
비지배지분	3,200	3,271	3,234	3,435	3,435	
자본총계	170,355	170,231	168,727	179,172	186,146	
순차입금	107,284	103,163	112,029	96,918	83,352	
총차입금	116,672	113,696	120,474	108,474	96,474	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	17,198	15,753	14,012	25,437	28,206	
당기순이익	7,275	4,080	4,107	7,372	8,216	
감가상각비	14,032	14,914	15,027	14,698	15,116	
외환손익	-250	210	238	0	0	
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-7,770	-8,174	-9,620	-1,406	248	
기타현금흐름	3,911	4,723	4,260	4,774	4,626	
투자활동 현금흐름	-12,342	-11,648	-12,893	-9,995	-9,995	
투자자산	-5	-12	-3	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,011	-11,980	-12,842	-10,000	-10,000	
유형자산 감소	61	443	-15	0	0	
기타현금흐름	-388	-99	-33	5	5	
재무활동 현금흐름	-4,503	-4,185	4,997	-12,994	-12,994	
단기차입금	-2,208	1,171	1,293	0	0	
사채 및 장기차입금	-1,302	-4,363	4,698	-12,000	-12,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-994	-994	-994	-994	-994	
기타현금흐름	0	0	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	-18	-5	-7,482	663	-3,651	
현금의 증감	334	-85	-1,366	3,112	1,566	
기초 현금	7,372	7,707	7,621	6,255	9,366	
기말 현금	7,707	7,621	6,255	9,366	10,932	
NOPLAT	13,676	10,261	9,287	12,473	13,224	
FCF	4,463	3,100	-387	13,314	15,794	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

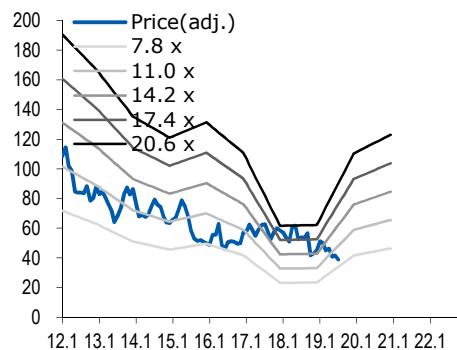
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,366	2,988	3,013	5,351	5,964	
BPS	127,336	127,188	126,070	133,874	139,187	
EBITDAPS	21,520	19,609	18,892	20,955	21,720	
SPS	143,624	155,722	161,737	166,464	168,768	
DPS	750	750	750	750	750	
PER	10.9	17.6	13.0	7.3	6.5	
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	
EV/EBITDA	6.6	6.8	6.6	5.5	4.8	
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	14.8	8.4	3.9	2.9	1.4	
영업이익 증가율 (%)	-5.4	-25.0	-9.5	34.3	6.0	
지배순이익 증가율 (%)	-15.8	-44.3	0.8	77.6	11.5	
매출총이익률 (%)	12.7	10.0	9.2	10.5	10.8	
영업이익률 (%)	7.1	4.9	4.3	5.6	5.9	
지배순이익률 (%)	3.7	1.9	1.9	3.2	3.5	
EBITDA 마진 (%)	15.0	12.6	11.7	12.6	12.9	
ROIC	3.5	2.8	2.3	3.4	3.7	
ROA	2.2	1.2	1.2	2.1	2.4	
ROE	4.4	2.4	2.4	4.2	4.4	
부채비율 (%)	95.9	95.6	100.3	87.7	79.1	
순차입금/자기자본 (%)	64.2	61.8	67.7	55.1	45.6	
영업이익/금융비용 (배)	4.4	3.1	2.8	3.9	4.7	

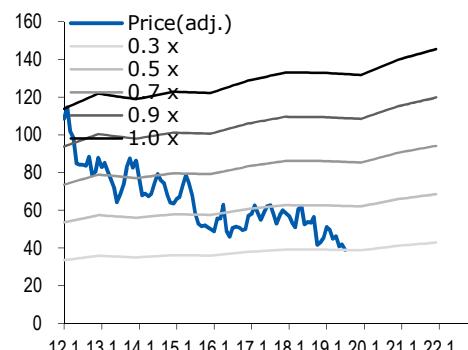
P/E band chart

(천원)



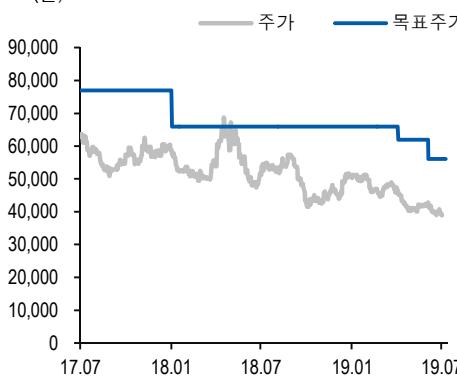
P/B band chart

(천원)



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2019-07-31	BUY	56,000	1년			
2019-07-02	BUY	56,000	1년			
2019-05-02	BUY	62,000	1년	-32.34	-26.05	
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	

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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-28

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.