



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 38,000원

주가(10/29): 32,950원

시가총액: 43,970억원

## 철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/29)		2,092.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,700원	32,950원
등락률	-36.3%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-15.0%	-16.7%
6M	-30.4%	-26.3%
1Y	-21.3%	-24.9%

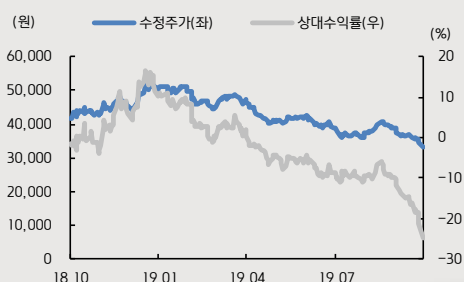
## Company Data

발행주식수	133,446 천주
일평균 거래량(3M)	289천주
외국인 지분율	25.4%
배당수익률(19E)	2.2%
BPS(19E)	125,353원
주요 주주	기아자동차 외 6인
	36.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	19,166	20,780	20,898	20,698
영업이익	1,368	1,026	561	792
EBITDA	2,872	2,617	2,172	2,364
세전이익	1,081	570	211	504
순이익	728	408	152	363
지배주주지분순이익	716	399	149	356
EPS(원)	5,366	2,988	1,118	2,668
증감률(%YoY)	-15.8	-44.3	-62.6	138.5
PER(배)	10.9	15.1	29.9	12.5
PBR(배)	0.47	0.36	0.27	0.26
EV/EBITDA(배)	6.6	6.4	7.4	6.4
영업이익률(%)	7.1	4.9	2.7	3.8
ROE(%)	4.4	2.4	0.9	2.1
순부채비율(%)	63.0	60.6	65.6	60.1

## Price Trend



## 현대제철 (004020)

## 인고의 시기



3분기 연결 영업이익은 341억원으로 어닝쇼크를 기록하였습니다. 판재사업/봉형강사업/자회사 등 전부분에 걸쳐 이익체력이 빠르게 악화되었습니다. 기다리고 있는 자동차강판 가격인상이 없다면 4분기에도 실적부진이 지속될 전망입니다. 실적 전망치를 하향하고 목표주가를 38,000원으로 하향하지만, 현 주가가 12mf PBR 0.26X에 불과한 점을 감안해 투자 의견은 Outperform을 제시합니다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q 실적은 판재/봉형강 모두 부진해 어닝쇼크

연결 영업이익은 341억원(-85%QoQ, -67%YoY)으로 키움증권 추정치 1,700억원과 컨센서스 1,470억원을 크게 하회했다. 철광석가격 급등에 따른 원가상승에도 기대했던 자동차강판 가격인상 지연과 열연/후판가격 하락으로 판재류 수익성이 악화되었고, 상반기 견조했던 봉형강도 계절적 비수기와 건설경기 부진에 따라 수익성이 하락하면서 이익체력이 급속도로 약해졌다. 거기에 본사 임금협상과 관련해 300억원 이상의 일회성 비용이 반영되었고 현대기아차의 중국 판매부진에 따라 현대제철 중국 SSC의 실적도 부진해 자회사 실적기여도 미미했다. 영업이익 부진에 따라 당기순이익은 3분기만에 적자 전환했다. 단, 3Q18 당기순이익 적자는 통상임금과 관련해 약 2,700억원의 일회성 비용이 반영되었기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q가 실적바닥은 확실, 하지만 자동차강판 가격인상 필요

고로 투입원가는 3Q19를 정점으로 4Q19부터 내년 상반기까지 하락반전이 예상되지만 중국 철강시황 부진으로 국내외 판재류 제품가격도 하락하고 있어 현대기아차량 자동차강판 가격인상이 없다면 판재류 수익성은 4Q19에도 회복을 기대하기 쉽지 않은 상황이다. 봉형강은 4Q19 계절적 성수기에 따라 QoQ 판매량은 증가가 예상되지만 철근을 중심으로 부진한 수요와 재고부담으로 유통가격이 약세를 보이고 있어 수익성 개선폭은 제한될 전망이다. 따라서 4Q19 영업이익은 819억원(+140%QoQ, -68%YoY)으로 전년대비 부진이 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 업황 부진에도 PBR 0.26X의 주가는 하방경직성 기대

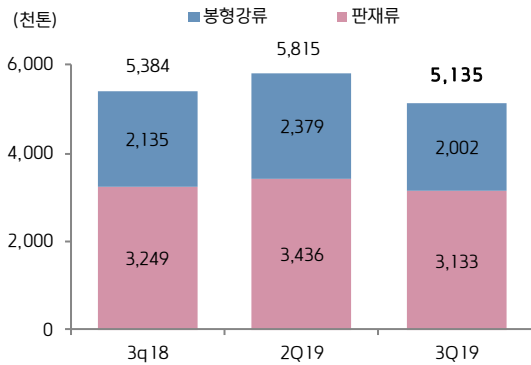
3Q19 실적부진과 최근 업황을 반영해 2019E 및 2020E 지배주주 EPS 전망치를 기존대비 각각 -61%, -41% 하향하고 목표주가를 기존 58,000원에서 38,000원으로 하향한다. 목표주가는 12mf PBR 0.3X로 역사적 PBR밴드 최하단 수준이다. 부진한 업황과 주가흐름이 지속되고 있지만 현 주가가 12mf PBR 0.26X에 불과해 하방경직성이 기대된다는 점을 감안해 투자 의견은 Outperform을 제시한다.

## 현대제철 3Q19 잠정실적

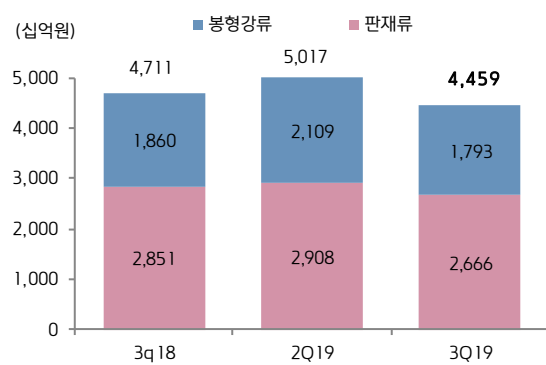
(단위: 십억원)	3Q19P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q19	%QoQ	3Q18	%YoY
매출액	5,047	5,204	-3.0	5,206	-3.0	5,572	-9.4	5,234	-3.6
별도	4,459	4,650	-4.1	4,665	-4.4	5,017	-11.1	4,711	-5.4
별도 외	589	555	6.1	540	8.9	555	6.1	523	12.6
영업이익	34	170	-79.9	147	-76.8	233	-85.3	102	-66.6
별도	34	150	-77.4	128	-73.6	218	-84.5	91	-62.9
별도 외	0	20	-98.9	18	-98.8	14	-98.5	11	-98.0
영업이익률	0.7	3.3		2.8		4.2		1.9	
별도	0.8	3.2		2.8		4.4		1.9	
별도 외	0.0	3.6		3.4		2.6		2.1	
세전이익	-65	139	적전	68	적전	132	적전	-38	적확
순이익	-66	104	적전	72	적전	51	적전	-38	적확
지배순이익	-68	102	적전	60	적전	46	적전	-40	적확

자료: 현대제철, 키움증권

## 3Q19 본사 제품별 판매량

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

## 3Q19 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	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	5,572	5,047	5,208
별도	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	5,017	4,459	4,619
별도 외	542	612	523	493	594	555	589	589
영업이익	294	376	102	255	212	233	34	82
별도	250	334	91	258	169	218	34	72
별도 외	43	41	11	-3	43	14	0	10
영업이익률	6.1	6.9	1.9	4.8	4.2	4.2	0.7	1.6
별도	5.9	6.9	1.9	5.3	3.8	4.4	0.8	1.6
별도 외	8.0	6.7	2.1	-0.6	7.3	2.6	0.0	1.7
세전이익	235	259	-38	114	156	132	-65	-12
순이익	177	190	-38	79	114	51	-66	53
지배순이익	173	184	-40	82	114	46	-68	58

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	20,898	20,698	20,863
별도	14,479	14,268	16,889	18,611	18,573	18,344	18,509
별도 외	1,653	2,424	2,277	2,170	2,326	2,354	2,354
영업이익	1,464	1,445	1,368	1,026	561	792	880
별도	1,468	1,282	1,233	933	493	752	836
별도 외	-4	163	134	93	68	40	44
영업이익률	9.1	8.7	7.1	4.9	2.7	3.8	4.2
별도	10.1	9.0	7.3	5.0	2.7	4.1	4.5
별도 외	-0.2	6.7	5.9	4.3	2.9	1.7	1.9
세전이익	927	1,174	1,081	570	211	504	601
순이익	739	867	728	408	152	363	432
지배순이익	734	850	716	399	149	356	424
지배주주 EPS(원)	5,866	6,371	5,366	2,988	1,118	2,668	3,179
지배주주 BPS(원)	114,219	121,220	125,261	125,115	125,353	127,141	129,440
지배주주 ROE(%)	5.1	5.4	4.4	2.4	0.9	2.1	2.5

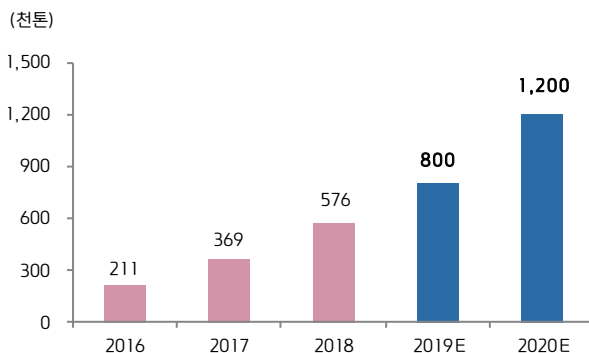
자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	21,480	22,062	20,898	20,698	-2.7	-6.2
별도	19,222	19,844	18,573	18,344	-3.4	-7.6
별도 외	2,258	2,219	2,326	2,354	3.0	6.1
영업이익	893	1,132	561	792	-37.2	-30.0
별도	796	1,032	493	752	-38.0	-27.1
별도 외	98	100	68	40	-30.4	-60.0
영업이익률	4.2	5.1	2.7	3.8		
별도	4.1	5.2	2.7	4.1		
별도 외	4.3	4.5	2.9	1.7		
세전이익	592	854	211	504	-64.3	-41.0
순이익	390	615	152	363	-61.0	-41.0
지배순이익	383	603	149	356	-61.0	-41.0
지배주주 EPS(원)	2,870	4,521	1,118	2,668	-61.0	-41.0
지배주주 BPS(원)	127,105	130,745	125,353	127,141	-1.4	-2.8
지배주주 ROE(%)	2.3	3.5	0.9	2.1		

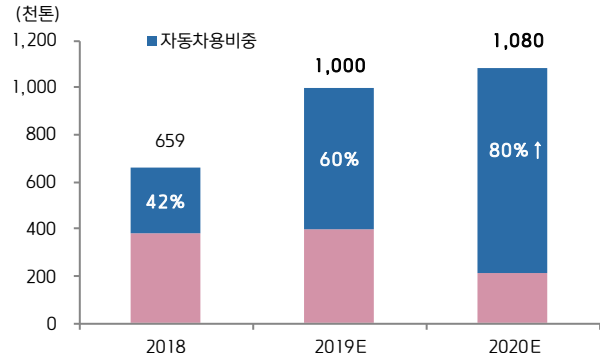
자료: 현대제철, 키움증권

## 그룹사 외 차강판 판매량



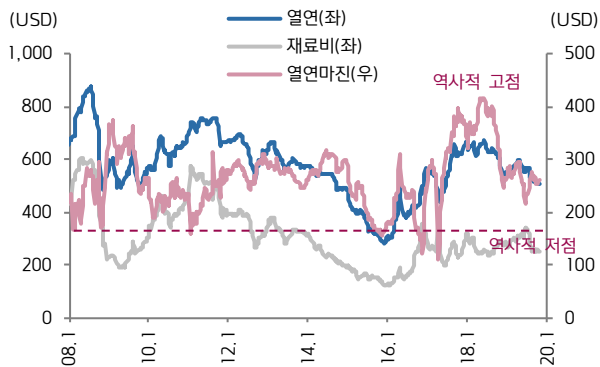
자료: 현대제철, 키움증권

## 특수강봉강 판매량



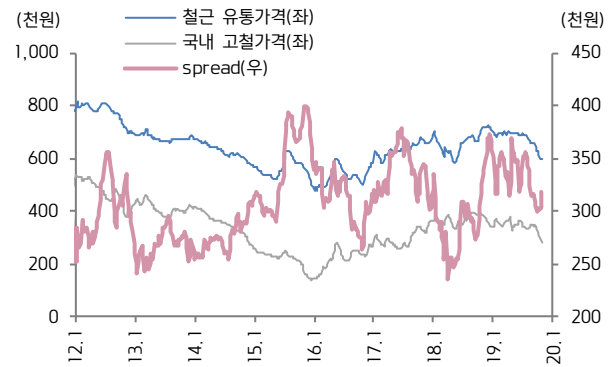
자료: 현대제철, 키움증권

## 중국 spot 열연가격과 열연마진



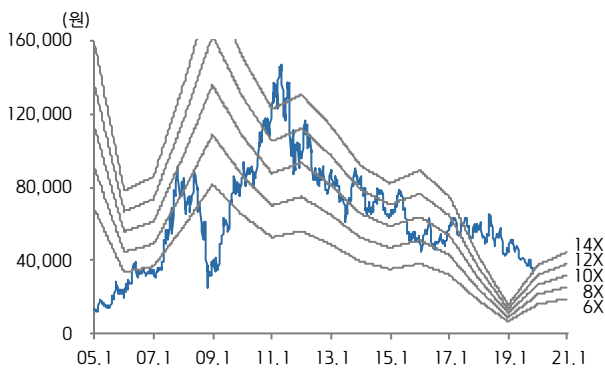
주: 재료비는 철광석 1.6톤, 강점탄 0.75톤 가정  
자료: Bloomberg, 키움증권

## 국내 철근 유통가격과 고철가격



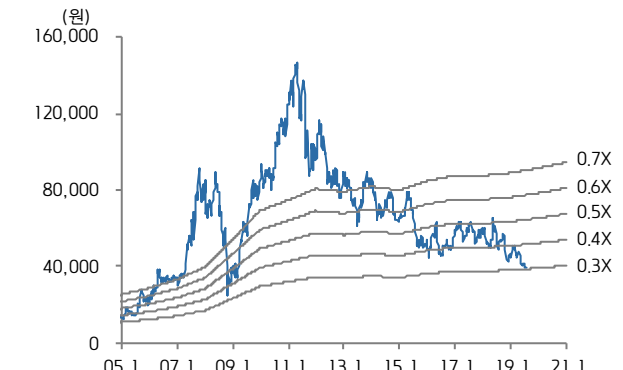
자료: 스틸데일리, 키움증권

## 현대제철 12mf PER 밴드



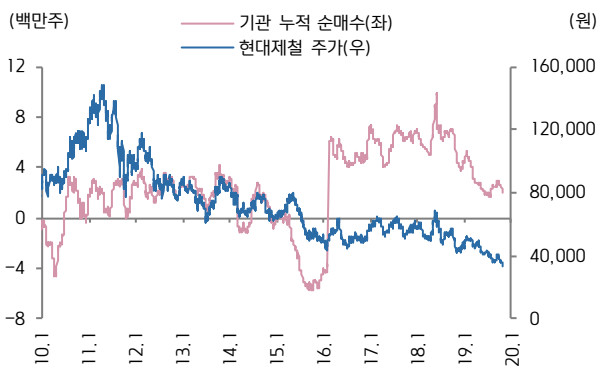
자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 12mf PBR 밴드



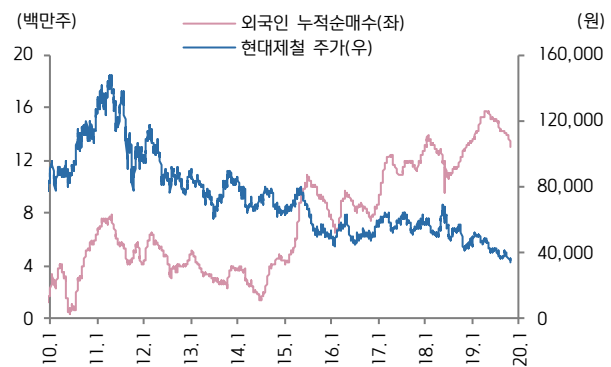
자료: 현대제철, 키움증권

## 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	20,898	20,698	20,863
매출원가	16,733	18,708	19,230	18,810	18,879
매출총이익	2,432	2,072	1,668	1,888	1,984
판매비	1,065	1,046	1,107	1,095	1,104
<b>영업이익</b>	1,368	1,026	561	792	880
<b>EBITDA</b>	2,872	2,617	2,172	2,364	2,416
영업외손익	-286	-456	-350	-288	-279
이자수익	10	13	19	17	26
이자비용	308	327	323	323	323
외환관련이익	253	124	54	0	0
외환관련손실	152	187	117	0	0
중속 및 관계기업손익	10	18	18	18	18
기타	-99	-97	-1	0	0
<b>법인세차감전이익</b>	1,081	570	211	504	601
법인세비용	354	162	59	141	168
계속사업순이익	728	408	152	363	432
<b>당기순이익</b>	728	408	152	363	432
<b>지배주주순이익</b>	716	399	149	356	424
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	14.8	8.4	0.6	-1.0	0.8
영업이익 증감율	-5.4	-25.0	-45.3	41.2	11.1
EBITDA 증감율	1.4	-8.9	-17.0	8.8	2.2
지배주주순이익 증감율	-15.8	-44.3	-62.7	138.9	19.1
EPS 증감율	-15.8	-44.3	-62.6	138.5	19.1
매출총이익율(%)	12.7	10.0	8.0	9.1	9.5
영업이익률(%)	7.1	4.9	2.7	3.8	4.2
EBITDA Margin(%)	15.0	12.6	10.4	11.4	11.6
지배주주순이익률(%)	3.7	1.9	0.7	1.7	2.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,720	1,575	2,385	2,590	2,516
당기순이익	728	408	152	363	432
비현금항목의 가감	2,290	2,541	2,421	2,465	2,447
유형자산감가상각비	1,403	1,491	1,522	1,492	1,465
무형자산감가상각비	101	99	89	79	70
지분법평가손익	-10	-18	0	0	0
기타	796	969	810	894	912
영업활동자산부채증감	-777	-817	139	173	65
매출채권및기타채권의감소	-405	23	-32	60	13
재고자산의감소	-772	-832	-46	128	40
매입채무및기타채무의증가	470	198	217	-16	13
기타	-70	-206	0	1	-1
기타현금흐름	-521	-557	-327	-411	-428
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,234	-1,165	-2,746	-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	-1,546	0	0
단기금융자산의감소(증가)	16	-123	0	0	0
기타	112	-243	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-450	-419	402	-98	-98
차입금의 증가(감소)	-351	-319	500	0	0
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	-461	790	716
기초현금 및 현금성자산	737	771	762	301	1,091
기말현금 및 현금성자산	771	762	301	1,091	1,807

자료: 키움증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	7,863	8,769	8,386	8,987	9,651
현금 및 현금성자산	771	762	301	1,091	1,807
단기금융자산	168	291	291	291	291
매출채권 및 기타채권	2,717	2,677	2,709	2,649	2,636
재고자산	4,098	4,919	4,965	4,837	4,798
기타유동자산	277	411	120.0	119.0	119.0
<b>비유동자산</b>	25,510	24,536	25,671	25,299	24,964
투자자산	1,987	1,628	3,168	3,168	3,168
유형자산	21,339	20,785	20,463	20,170	19,905
무형자산	1,748	1,653	1,564	1,485	1,415
기타비유동자산	436	470	476	476	476
<b>자산총계</b>	33,374	33,305	34,057	34,287	34,615
<b>유동부채</b>	6,707	6,703	6,920	6,904	6,917
매입채무 및 기타채무	3,391	3,429	3,646	3,630	3,643
단기금융부채	3,077	3,057	3,051.9	3,051.9	3,051.9
기타유동부채	239	217	222	222	222
<b>비유동부채</b>	9,631	9,579	10,079	10,079	10,079
장기금융부채	8,598	8,318	8,734.0	8,734.0	8,734.0
기타비유동부채	1,033	1,261	1,345	1,345	1,345
<b>부채총계</b>	16,338	16,282	16,999	16,983	16,996
<b>지배지분</b>	16,716	16,696	16,728	16,966	17,273
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	11,611	11,869	12,195
비지배지분	320	327	330	337	345
<b>자본총계</b>	17,036	17,023	17,058	17,303	17,619

## 투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,366	2,988	1,118	2,668	3,179
BPS	125,261	125,115	125,353	127,141	129,440
CFPS	22,614	22,102	19,280	21,192	21,580
DPS	750	750	750	750	750
<b>주가배수(배)</b>					
PER	10.9	15.1	29.9	12.5	10.5
PER(최고)	12.2	24.6	46.7		
PER(최저)	9.5	13.6	29.7		
PBR	0.47	0.36	0.27	0.26	0.26
PBR(최고)	0.52	0.59	0.42		
PBR(최저)	0.41	0.32	0.27		
PSR	0.41	0.29	0.21	0.22	0.21
PCFR	2.6	2.0	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.6	6.4	7.4	6.4	6.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.5	24.1	64.7	27.1	22.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.7	2.2	2.2	2.2
ROA	2.2	1.2	0.5	1.1	1.3
ROE	4.4	2.4	0.9	2.1	2.5
ROIC	3.9	2.2	1.5	2.2	2.5
매출채권회전율	7.5	7.7	7.8	7.7	7.9
재고자산회전율	5.1	4.6	4.2	4.2	4.3
부채비율	95.9	95.6	99.7	98.1	96.5
순차입금비용	63.0	60.6	65.6	60.1	55.0
이자보상배율	4.4	3.1	1.7	2.5	2.7
<b>총차입금</b>	11,675	11,374	11,786	11,786	11,786
<b>순차입금</b>	10,736	10,321	11,194	10,404	9,688
<b>NOPLAT</b>	2,872	2,617	2,172	2,364	2,416
<b>FCF</b>	508	193	955	1,115	1,035

## Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 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

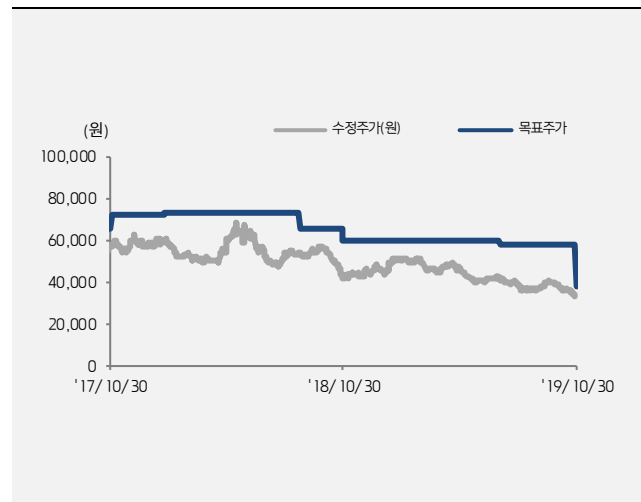
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대제철 (004020)	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
담당자변경	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
	2019/01/03	Buy(Maintain)	60,000 원	6 개월	-24.16	-13.83
	2019/01/25	Buy(Maintain)	60,000 원	6 개월	-21.71	-13.83
	2019/05/02	Buy(Maintain)	60,000 원	6 개월	-29.63	-23.58
	2019/07/05	Buy(Maintain)	58,000 원	6 개월	-30.12	-23.58
	2019/07/31	Buy(Maintain)	58,000 원	6 개월	-31.03	-28.02
	2019/10/30	Outperform (Downgrade)	38,000 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%