



2017/07/31

현대제철(004020)

봉형강 부문 호조 vs 자동차 부진

■ 17.2Q 실적, 시장 예상치 하회. 3Q는 양호한 흐름 보일 것

동사의 17.2Q 연결 영업이익은 3,508억원 [+0.34%, q-o]로 시장 예상치 [3,980억원]를 하회했다. 본사 영업이익 [3,448억원, +21.8% q-q]은 『1) 봉형강 부문 호조: 판매량 증가 및 톤당 6천원의 Roll-Margin 확대, 2) 고로 부문 호조: 투입 원가 상승 <그림1>에도 차강판 인상 효과로 톤당 8천원의 Roll-Margin 확대』로 시장 예상치 [3,560억원]에 일정 부합했다. 그러나 『1) 해외 코일센터 실적 부진 <그림2>: 판매량 부진과 재고 급증에 따른 약 100억원의 미실현 이익 인식, 2) 니켈 약세에 따른 비엔지스틸 실적 부진』 등 자회사 실적 악화가 부진한 연결 영업이익으로 귀결되었다.

동사의 17.3Q 연결 영업이익은 3,570억원 [+1.4%, q-q]로 양호한 흐름을 보일 것이다. 봉형강 부문 실적은 3분기 통상적으로 발생하는 [판매량 감소 + 전력 단가 상승 + 보수 비용]에 [스크랩 가격 상승에 따른 Roll-Margin 축소 + 특수강 상업 생산에 따른 고정비 반영]이 더해져 전분기 대비 부진이 불가피하다.

다만 『1) 고로 부문 실적 개선: 원가 하락 <그림1>에 따른 톤당 2.5만원 Roll-Margin 확대, 2) 자회사 실적 개선: 해외 코일센터 미실현 이익 소멸 및 비엔지스틸 실적 개선』이 전술한 봉형강 실적 부진을 상쇄할 것이다.

현기차 부진으로 차강판 수출 물량이 소폭 감소할 가능성이 있으나, 일반 냉연도금재로의 용도 등으로 판매량 차질은 없을 것으로 예상된다.

■ 중국 철강 업황 지표: 업황 조정 징후 나타나고 있음

『7~8월 양호, 이후 업황 조정 가능성』이라는 기준의 철강 업황 전망을 유지 한다. Roll-Margin이 역사적 최고점을 돌파한 봉형강류를 중심으로 가격 상승 폭이 둔화되고, 유통 재고가 증가하는 등, 업황 조정 징후가 나타나고 있다. <그림3,4> 강한 업황 상승을 기대하기에는 주요 지표가 지나친 『과열 국면』에 접어들었음을 유념해야 한다.

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

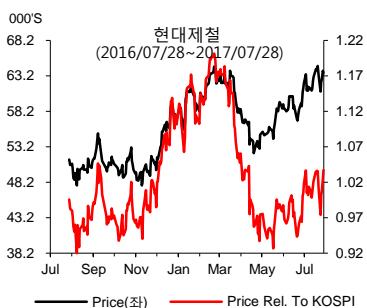
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	75,000원
종가(2017/07/28)	63,600원

Stock Indicator

자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	8,487십억원
외국인지분율	24.9%
배당금(2016)	750원
EPS(2017E)	7,175원
BPS(2017E)	127,322원
ROE(2017E)	5.8%
52주 주가	47,750~64,600원
60일평균거래량	441,408주
60일평균거래대금	26.3십억원

Price Trend



■ 그러나 판재류 대비 봉형강 우위 국면은 지속될 것

다만 17년 상반기와 같은 판재류 대비 봉형강류 우위 국면은 구조적 요인으로 당분간 지속될 것이다. 중국의 봉형강 강세는 유도로 폐쇄라는 공급 축소로 야기된 구조적 성과이다. 역사적 최고 수준의 이익률에도 중국의 철근 생산량은 전년비 감소하고 있다. <그림5>

또한 최근 국제 스크랩 가격 상승 감안시 <그림6>, 4분기 국내 철근 가격 인상은 필연적이다. 여기에 현재 국내산 – 중국산 철근 가격 GAP은 역사적 최저점 수준에 근접했다. <그림 7>가격 차이가 없다는 의미이다. 최근 중국 내수 가격이 폭등했기 때문에, 향후 국내에 수입되는 중국산 철근 단가 상승 역시 필연적이다. 이는 4분기 국내산 철근 가격 인상 압력으로 작용할 것이다.

이것이 업황 조정기에도 동사에 관심을 가져야 하는 이유이다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 7.5만원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 7.5만원을 유지한다.

『부진한 자동차 업황 및 높은 현기차 의존도』로 동사는 경쟁사 대비 낮은 valuation을 부여받고 있다. 다만 차강판 가격이 1) 18년 2월까지 유지될 가능성이 높고 2) 해외 코일센터 실적이 바닥을 찍은 점을 감안한다면, 현재 동사 주가는 지나친 저평가 [P/B 0.48x, 12개월 Forward 예상 ROE 5.9%] 국면에 있다고 판단한다.

〈표 1〉 현대제철 17.2Q Review

(단위: 십억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	4,226	4,063	4,659	4,574	4,692	11.0%	2.6%	4,831	4,830	-2.9%
영업이익	432	356	387	350	351	-18.7%	0.5%	401	398	-12.3%
세전이익	350	404	168	457	184	-47.4%	-59.7%	323	342	-43.0%
지배주주순이익	244	300	115	334	139	-43.1%	-58.5%	236	241	-41.4%
영업이익률	10.2%	8.8%	8.3%	7.6%	7.5%			8.3%	8.2%	-0.8%p
세전이익률	8.3%	9.9%	3.6%	10.0%	3.9%			6.7%	7.1%	-2.8%p
지배주주순이익률	5.8%	7.4%	2.5%	7.3%	3.0%			4.9%	5.0%	-1.9%p

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	3,204	3,615	3,507	4,051	14,377	3,956	4,274	4,045	4,289	16,564
영업이익	256	352	320	349	1,277	283	345	332	399	1,359
영업이익률	8.0%	9.7%	9.1%	8.6%	8.9%	7.2%	7.5%	8.1%	8.2%	8.2%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	3,744	4,226	4,063	4,659	16,692	4,574	4,692	4,445	4,722	18,433
영업이익	269	432	356	387	1,445	350	351	357	426	1,483
세전이익	208	350	404	168	1,130	457	184	298	346	1,286
지배주주순이익	160	244	300	115	819	334	139	224	261	957
영업이익률	7.2%	10.2%	8.8%	8.3%	8.7%	7.6%	7.5%	8.0%	9.0%	8.0%
세전이익률	5.6%	8.3%	9.9%	3.6%	6.8%	10.0%	3.9%	6.7%	7.3%	7.0%
지배주주순이익률	4.3%	5.8%	7.4%	2.5%	4.9%	7.3%	3.0%	5.0%	5.5%	5.2%

자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

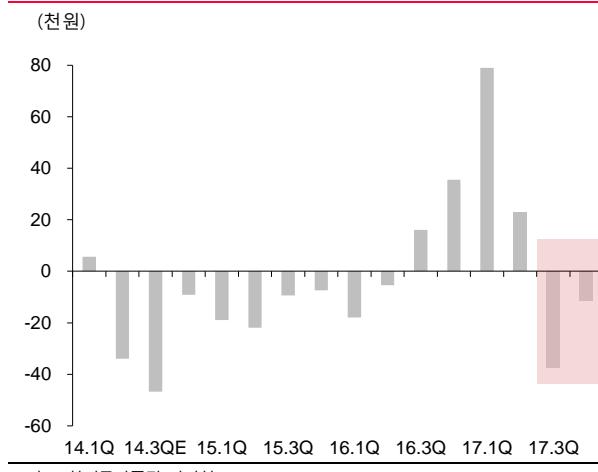
〈표 4〉 현대제철 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	18,433	18,537	18,477	17,930	-0.2%	3.4%
영업이익	1,483	1,636	1,563	1,631	-5.1%	0.3%
세전이익	1,286	1,414	1,460	1,425	-11.9%	-0.8%
지배주주순이익	957	1,040	1,068	1,042	-10.3%	-0.2%
영업이익률	8.0%	8.8%	8.5%	9.1%	-0.4%p	-0.3%p
세전이익률	7.0%	7.6%	7.9%	7.9%	-0.9%p	-0.3%p
지배주주순이익률	5.2%	5.6%	5.8%	5.8%	-0.6%p	-0.2%p

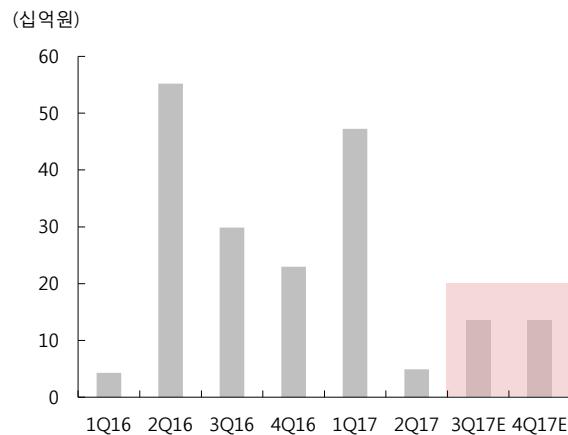
자료: 현대제철, 하이투자증권 리서치

<그림 1> 현대제철 고로 부문 분기별 원가 증감폭 ; 3분기 고로 부문 원가는 큰 폭으로 감소할 것이다.



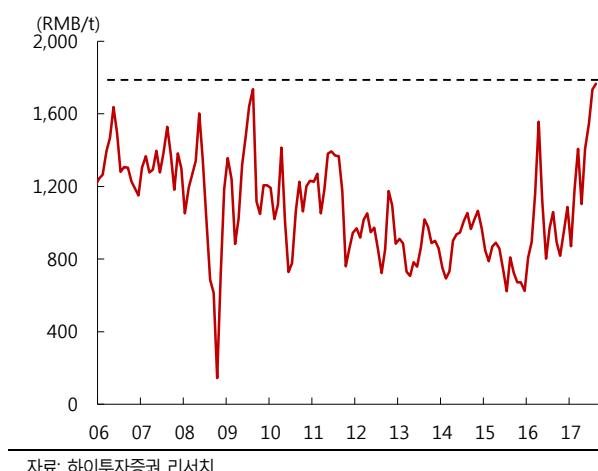
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 해외 코일센터 영업이익 추정치 ; 미실현 이익 효과 소멸로 3분기 부터는 완만한 개선이 예상된다.



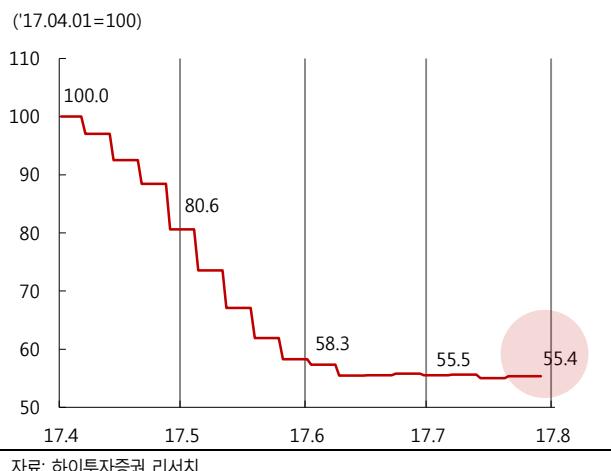
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 중국 내수 철근 Roll-Margin 추이



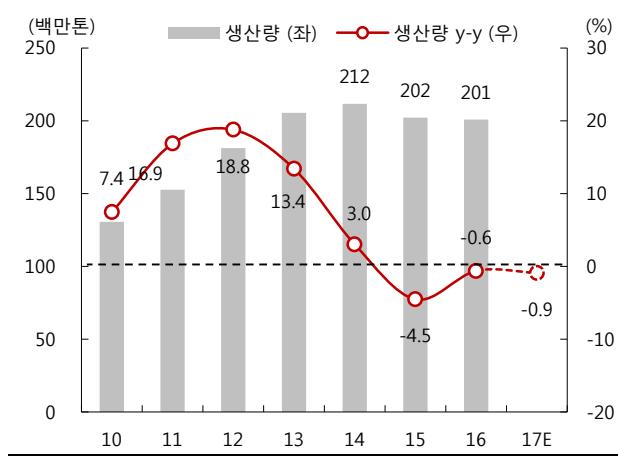
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 중국 내수 철근 유통 재고 추이 : 최근 유통 재고는 증가하기 시작했고, 가격 상승폭 역시 둔화되었다.



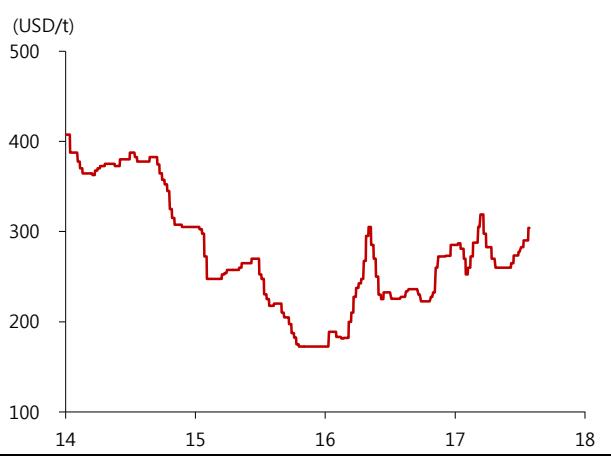
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 중국 철근 생산량 및 y-y 증감률 : 마진율이 역사적 최고치에 이르렀음에도 생산량은 여전히 17년 대비 작다



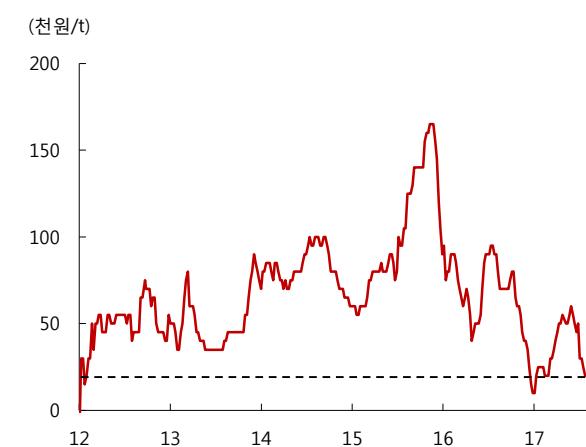
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 동아시아 스크랩 수입 가격 추이 : 최근 국제 스크랩 가격 반등을 감안하면 4분기 내수 철근 가격 인상은 필연적이다.



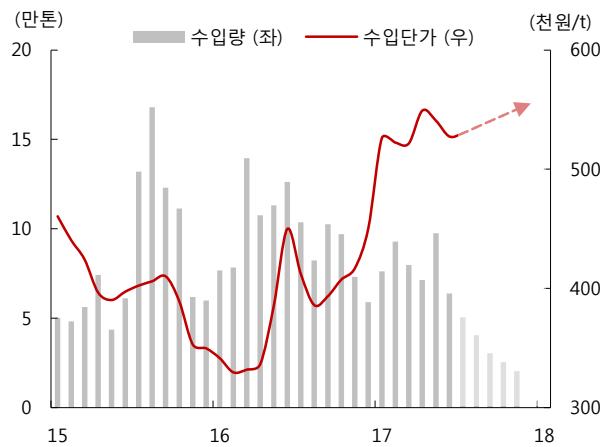
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 7> 국내산 철근 – 수입산 철근 유통 가격 차이 : 국내산과 수입산의 가격 차이가 거의 없다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 8> 중국산 철근 수입량 및 수입단가 추이 : 최근 중국산 철근 가격 급등 감안시 국내로 입고되는 중국산 철근 수입단가는 최소 10월까지 상승할 것으로 예상한다.



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,795	7,687	8,252	8,825
현금 및 현금성자산	737	1,286	1,817	2,299
단기금융자산	184	184	184	184
매출채권	2,378	2,626	2,640	2,679
재고자산	3,408	3,502	3,522	3,574
비유동자산	25,594	25,443	24,975	24,503
유형자산	21,645	21,581	21,201	20,816
무형자산	1,793	1,696	1,598	1,501
자산총계	32,389	33,130	33,227	33,328
유동부채	6,813	5,680	5,822	5,904
매입채무	1,164	1,383	1,390	1,411
단기차입금	1,106	1,106	1,006	806
유동성장기부채	2,610	1,050	1,050	1,050
비유동부채	9,213	10,163	9,113	8,063
사채	4,071	5,071	4,071	3,071
장기차입금	4,286	4,236	4,186	4,136
부채총계	16,026	15,843	14,935	13,966
지배주주지분	16,070	16,991	17,993	19,059
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	10,548	11,407	12,349	13,354
기타자본항목	940	1,001	1,063	1,124
비지배주주지분	293	296	299	303
자본총계	16,364	17,287	18,293	19,362

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	16,692	18,433	18,537	18,812
증가율(%)	3.5	10.4	0.6	1.5
매출원가	14,231	15,928	15,866	16,078
매출총이익	2,461	2,505	2,672	2,734
판매비와관리비	1,016	1,022	1,036	1,052
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,445	1,483	1,636	1,682
증가율(%)	-1.3	2.7	10.3	2.8
영업이익률(%)	8.7	8.0	8.8	8.9
이자수익	11	18	25	30
이자비용	315	299	270	237
지분법이익(손실)	10	10	10	10
기타영업외손익	-28	22	-20	-20
세전계속사업이익	1,130	1,286	1,414	1,499
법인세비용	296	325	370	393
세전계속이익률(%)	6.8	7.0	7.6	8.0
당기순이익	834	960	1,043	1,106
순이익률(%)	5.0	5.2	5.6	5.9
지배주주귀속 순이익	819	957	1,040	1,103
기타포괄이익	61	61	61	61
총포괄이익	895	1,022	1,104	1,167
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,917	2,762	2,831	2,874
당기순이익	834	960	1,043	1,106
유형자산감가상각비	1,282	1,364	1,381	1,384
무형자산상각비	105	97	97	98
지분법관련손실(이익)	10	10	10	10
투자활동 현금흐름	-1,976	-1,164	-870	-870
유형자산의 처분(취득)	-1,957	-1,300	-1,000	-1,000
무형자산의 처분(취득)	-40	-	-	-
금융상품의 증감	-138	6	0	0
재무활동 현금흐름	-1,017	-708	-1,248	-1,348
단기금융부채의증감	-3,035	-1,560	-100	-200
장기금융부채의증감	2,116	950	-1,050	-1,050
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-37	-37	-37	-37
현금및현금성자산의증감	-83	549	531	482
기초현금및현금성자산	820	737	1,286	1,817
기말현금및현금성자산	737	1,286	1,817	2,299

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	6,136	7,175	7,794	8,265
BPS	120,427	127,322	134,836	142,821
CFPS	16,535	18,124	18,870	19,370
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	9.3	8.9	8.2	7.7
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	3.4	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	6.6	6.3	5.4	4.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.2	5.8	5.9	6.0
EBITDA 이익률	17.0	16.0	16.8	16.8
부채비율	97.9	91.6	81.6	72.1
순부채비율	68.1	57.8	45.4	34.0
매출채권회전율(x)	7.2	7.4	7.0	7.1
재고자산회전율(x)	5.0	5.3	5.3	5.3

자료 : 현대제철, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-31	Buy	75,000
2017-06-12	Buy	75,000
2017-01-17	Buy	72,000
2016-10-31	Buy	62,000
2016-09-21(담당자변경)	Buy	66,000
2016-05-10(담당자변경)	Buy	74,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 김윤상](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-