

현대제철(004020)

매수(유지) / TP: 82,000원(유지)

주가(3/28, 원)	51,200
시가총액(십억원)	6,832
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	64,600/50,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	21,728
유동주식비율(%)	62.4
외국인지분율(%)	25.4
주요주주(%)	기아자동차 외 9 인 36.0
	국민연금 8.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	16,692	1,445	850	6,492	9.0	2,833	8.8	6.7	0.5	5.4	1.3
2017A	19,166	1,368	716	5,455	(16.0)	2,872	10.7	6.5	0.5	4.4	1.3
2018F	20,870	1,445	869	6,620	21.4	3,393	7.7	4.9	0.4	5.1	1.5
2019F	22,220	1,797	1,031	7,851	18.6	3,787	6.5	4.1	0.4	5.8	1.5
2020F	23,331	2,421	1,519	11,570	47.4	4,061	4.4	3.6	0.3	8.0	1.5

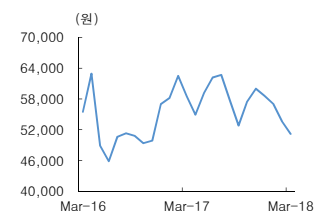
주: 순이익은 자본법적용 순이익

잃을 게 없는 주가

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.5)	(2.1)	(12.6)
상대주가(%p)	(4.1)	(4.0)	(24.5)

주가추이



장기 하단인 PBR 0.4배에 불과, 목표주가 82,000원 유지: 이제 시장에서 자동차용강판 가격이 인상될 것이라 기대하는 투자자는 거의 없다. 지난해 수요가 강했던 철근이 올해에도 강세가 지속될 것으로 예상하는 투자자도 없다. 자동차용강판 가격이 인상되지 않아도, 철근 업황이 더 악화되어도 주가가 추가로 하락할 여지가 없다는 의미다. 현재 주가는 PBR 0.4배로 장기 band 하단에 있다. 잃을 게 없는 주가 수준이라 판단한다. 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 82,000원(2018년 BPS에 목표 PBR 0.6배 적용)을 유지한다. 한편 2018년에 보유 자산이 부각될 가능성이 높다. 현대차그룹의 지배구조 개선 작업이 수반될 가능성이 높기 때문이다. 이에 보유 중인 현대모비스 지분 5.7%(2017년 3분기 기준 장부가 1조 3,363억원)가 부각될 것이다. 또한 하반기에 상장을 추진하고 있는 현대오일뱅크 지분 2.2%도 간과해선 안 될 보유 자산이다.

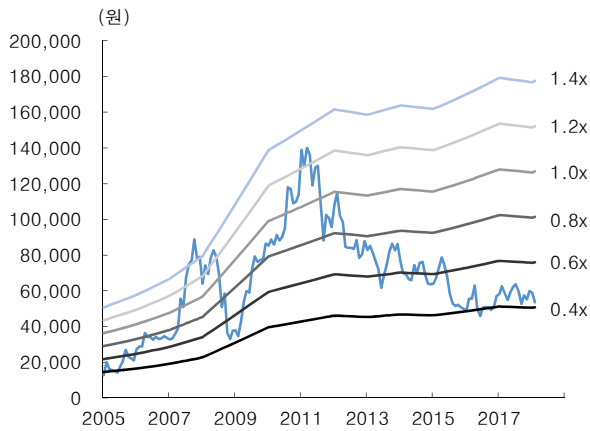
자체 성장 동력을 확보한 2018년: 현대제철의 가장 큰 약점은 현대/기아차 의존도가 높고, 자동차용강판 가격 협상력이 약하다는 점이다. 2016년 이후 철강 업황 개선에도 불구하고 동일 기간 현대/기아차가 부진해 실적은 개선되지 않고 주가가 상승하지 못했다. 게다가 지난 2년 동안은 이를 만회할 요인이 없었다. 향후에도 자동차용강판 업황이 개선될 가능성은 낮다. 그러나 특수강 생산 확대와 순천 #3 CGL 신규 가동(냉연, 50만톤, 3월), 단조 생산 확대, 핫스탬핑 설비 증설 등[그림 39]으로 2018년에는 자동차용강판 부진을 만회할 요소를 갖추고 있다.

1분기 실적은 부진, 2분기 회복 예상: 1분기 연결 영업이익은 3,170억원(-4.4% QoQ, -9.4% YoY)으로 컨센서스 3,910억원을 19% 하회할 것으로 추정된다. 1분기에 봉형강 부분의 부진이 예상된다. 원재료인 스크랩 가격이 지난해 말부터 상승했고, 부원재료인 전극봉과 합금철도 가격이 오른 반면 봉형강 가격은 1분기 중에 올랐다. 원가율 상승이 불가피한 상황이다. 다만 2분기에는 인상된 가격과 순천 #3 CGL 가동이 온기로 반영되고 원재료 및 부원료 가격은 안정되어 이익 개선이 예상된다. 이번 1분기가 2018년 분기 실적의 바닥이 될 전망이다.

최문선

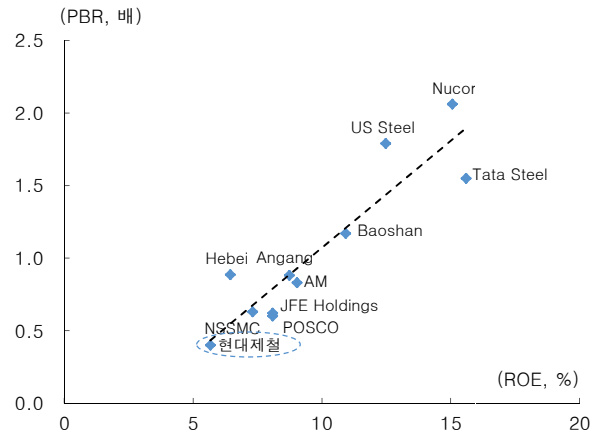
moonsun@truefriend.com

[그림 37] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 38] 글로벌 주요 철강사 ROE-PBR



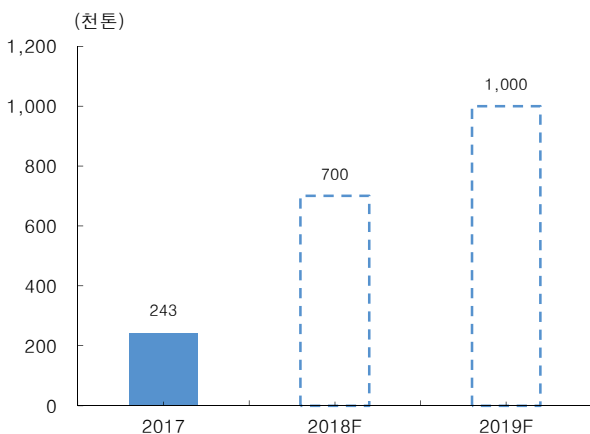
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 39] 신규사업 진행 내역

투자내용	2016				2017F				2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
특수강			ISIR 승인				자동차용 양산		
순천 #3 CGL			토목공사			설비설치	시운전		상업생산
단조			투자완료 설비이관	정상화투자 해체/이관		설치/시운전	정상가동		
해외 SSC		멕시코 신설		중국천진 증설		중국중경 신설			
핫스탬핑								양산시작 (예산 2공장, 천진)	

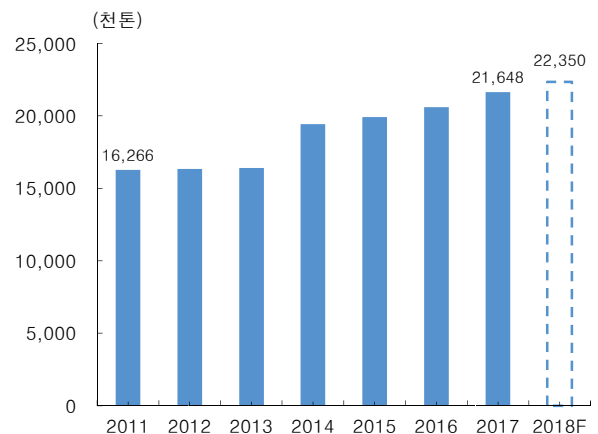
자료: 현대제철, 한국투자증권

[그림 40] 특수강 생산계획



자료: 한국투자증권

[그림 41] 출하량 전망 - 출하량 증가 지속



자료: 한국투자증권

〈표 6〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	4,282	4,638	4,647	4,663	16,889	18,230	19,460
영업이익	283	345	306	299	279	337	329	348	1,233	1,293	1,654
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	6.5%	7.3%	7.1%	7.5%	7.3%	7.1%	8.5%
법인세차감전이익	394	177	212	251	241	299	291	310	1,034	1,141	1,520
당기순이익	299	135	157	134	183	227	221	236	726	867	1,155
기본가정											
출하량(천톤)	5,186	5,502	5,532	5,428	5,300	5,600	5,750	5,700	21,648	22,350	23,100
평균가격(천원/톤)	763	777	774	806	808	828	808	818	780	816	842
톤당 원가(천원/톤)	708	714	719	751	755	768	751	757	723	758	771
톤당 영업이익(천원/톤)	54.6	62.7	55.4	55.1	52.6	60.2	57.2	61.1	57.0	57.9	71.6
톤당 EBITDA(천원/톤)	118	123	121	117	124	128	123	128	122	126	142

자료: 한국투자증권

〈표 7〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	4,942	5,308	5,307	5,313	19,166	20,870	22,220
영업이익	350	351	340	331	317	375	367	386	1,371	1,445	1,797
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.5%	6.4%	7.1%	6.9%	7.3%	7.2%	6.9%	8.1%
법인세차감전이익	457	184	244	201	247	305	297	316	1,087	1,165	1,547
지배지분순이익	334	139	175	78	181	224	218	232	716	856	1,031

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

현대제철은 전기로 제강사업에서 2010년 고로사업으로 진출한 국내 2위의 철강사이다. 2013년 3기 고로가 완공되면서 전기로 1천2백만톤과 고로 1천2백만톤의 생산설비를 갖추었다. 2015년 주요 생산 품목은 냉연(38%), 열연(12%), 형강(16%), 철근(12%), 후판(10%) 등이며 냉연은 2014년부터 현대하이스코로부터 흡수 합병되어 추가되었다. 2015년 7월 1일부로 현대하이스코의 강관과 해외법인도 합병되었다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,795	7,863	7,435	7,543	7,687
현금성자산	737	771	835	889	933
매출채권및기타채권	2,376	2,717	2,959	3,000	3,150
재고자산	3,408	4,098	3,339	3,333	3,266
비유동자산	25,746	25,510	25,932	26,508	27,328
투자자산	1,882	1,987	2,254	2,289	2,403
유형자산	21,645	21,339	21,371	21,774	22,177
무형자산	1,793	1,748	1,983	2,111	2,216
자산총계	32,541	33,374	33,366	34,051	35,015
유동부채	6,813	6,707	6,685	6,700	6,698
매입채무및기타채무	2,945	3,391	3,692	3,931	4,128
단기차입금및단기사채	1,106	886	786	686	586
유동성장기부채	2,610	2,183	1,997	1,811	1,625
비유동부채	9,243	9,631	8,942	8,210	7,466
사채	4,071	4,030	3,730	3,330	2,930
장기차입금및금융부채	4,345	4,568	4,161	3,761	3,361
부채총계	16,056	16,338	15,627	14,910	14,164
지배주주지분	16,176	16,716	17,408	18,263	19,606
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
기타자본	(129)	(129)	(129)	(129)	(129)
이익잉여금	10,654	11,278	12,048	12,980	14,401
비지배주주지분	309	320	333	348	371
자본총계	16,485	17,036	17,741	18,611	19,977

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,917	1,720	3,556	3,357	3,524
당기순이익	867	728	883	1,047	1,543
유형자산감가상각비	1,282	1,403	1,835	1,870	1,514
무형자산상각비	105	101	113	120	127
자산부채변동	490	(777)	705	301	316
기타	173	265	20	19	24
투자활동현금흐름	(1,976)	(1,234)	(2,381)	(2,633)	(2,615)
유형자산투자	(1,976)	(1,201)	(1,907)	(2,333)	(1,977)
유형자산매각	19	6	40	60	60
투자자산순증	21	13	(335)	(103)	(183)
무형자산순증	(40)	(62)	(348)	(249)	(232)
기타	0	10	169	(8)	(283)
재무활동현금흐름	(1,017)	(450)	(1,109)	(1,201)	(1,209)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(919)	(351)	(997)	(1,086)	(1,086)
배당금지급	(98)	(99)	(98)	(98)	(98)
기타	0	0	(14)	(17)	(25)
기타현금흐름	(7)	(2)	0	0	0
현금의증가	(83)	33	66	(477)	(300)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

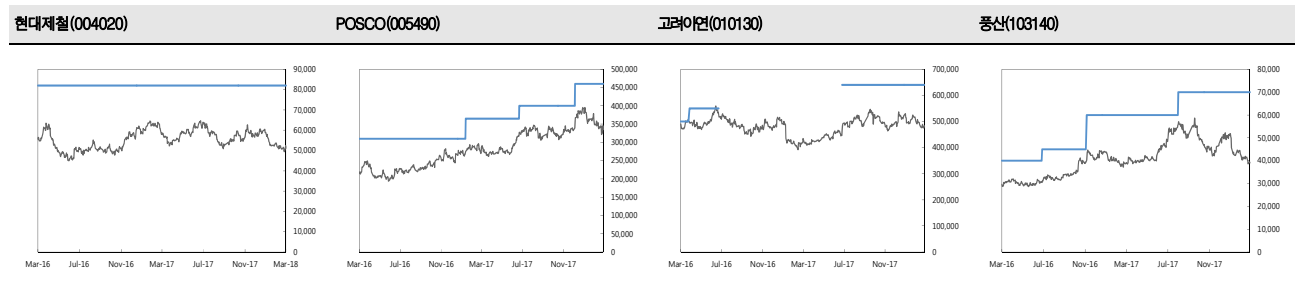
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,692	19,166	20,870	22,220	23,331
매출원가	14,231	16,733	18,328	19,219	19,785
매출총이익	2,461	2,432	2,542	3,002	3,546
판매관리비	1,015	1,065	1,097	1,205	1,125
영업이익	1,445	1,368	1,445	1,797	2,421
금융수익	174	282	176	206	284
이자수익	11	10	10	11	11
금융비용	470	495	456	456	421
이자비용	315	308	289	262	234
기타영업외손익	15	(83)	0	0	0
관계기업관련손익	10	10	10	10	10
세전계속사업이익	1,174	1,081	1,174	1,556	2,293
법인세비용	307	354	291	509	750
연결당기순이익	867	728	883	1,047	1,543
지배주주지분순이익	850	716	869	1,031	1,519
기타포괄이익	61	(79)	(79)	(79)	(79)
총포괄이익	928	649	804	968	1,464
지배주주지분포괄이익	911	638	791	953	1,441
EBITDA	2,833	2,872	3,393	3,787	4,061

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,492	5,455	6,620	7,851	11,570
BPS	122,187	126,228	131,421	137,824	147,887
DPS	750	750	750	750	750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.5	14.8	8.9	6.5	5.0
영업이익증가율	(1.3)	(5.4)	5.6	24.4	34.8
순이익증가율	15.9	(15.8)	21.4	18.6	47.4
EPS증가율	9.0	(16.0)	21.4	18.6	47.4
EBITDA증가율	3.5	1.4	18.1	11.6	7.2
수익성(%)					
영업이익률	8.7	7.1	6.9	8.1	10.4
순이익률	5.1	3.7	4.2	4.6	6.5
EBITDA Margin	17.0	15.0	16.3	17.0	17.4
ROA	2.7	2.2	2.6	3.1	4.5
ROE	5.4	4.4	5.1	5.8	8.0
배당수익률	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
배당성향	11.6	13.7	11.3	9.6	6.5
안정성					
순차입금(십억원)	11,209	10,736	9,645	8,494	7,354
차입금/자본총계비율(%)	73.6	68.5	60.1	51.5	42.5
Valuation(X)					
PER	8.8	10.7	7.7	6.5	4.4
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.7	6.5	4.9	4.1	3.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대제철(004020)	2016.03.22	매수	82,000원	-34.2	-21.3		2016.07.22	중립	-	-	-
	2017.03.22	1년경과		-30.3	-21.2		2017.07.22	1년경과		-	-
POSCO(005490)	2016.03.22	매수	310,000원	-24.6	-8.9	종산(103140)	2017.07.25	매수	640,000원	-21.5	-14.7
	2017.02.10	매수	365,000원	-23.0	-13.0		2018.03.28	중립	-	-	-
	2017.07.20	매수	400,000원	-17.9	-13.3		2016.02.24	매수	40,000원	-25.3	-20.0
	2018.01.03	매수	460,000원	-	-		2016.07.27	매수	45,000원	-23.5	-8.6
고려아연(010130)	2016.01.29	매수	500,000원	-5.6	1.2		2016.12.05	매수	60,000원	-28.5	-7.3
	2016.04.25	매수	550,000원	-8.9	1.6		2017.08.30	매수	70,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 28일 현재 현대제철, POSCO, 고려아연, 풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대제철, POSCO, 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.