

현대제철(004020)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 82,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/28)	2,401
주가(7/28)	63,600
시가총액(십억원)	8,487
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	64,600/47,750
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,106
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/24.9
주요주주(%)	기아자동차 외 10인 36.0
국민연금	7.7

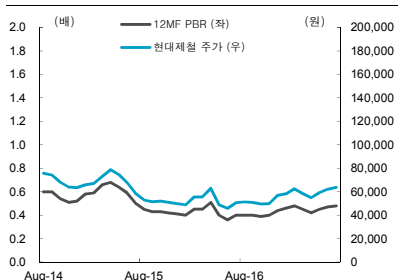
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	9.1	7.3	7.8
PBR(x)	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	5.2	6.9	6.0
DY(%)	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(x)	6.7	5.4	5.1
EPS(원)	6,253	8,750	8,174
BPS(원)	121,394	129,713	137,466

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.4	7.3	23.7
상대주가(%p)	3.7	(8.0)	4.9

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

사이클 상승에 편승할 하반기

What's new : 해외가 발목 잡은 2분기

2분기 연결 영업이익이 3,509억원(QoQ +0.4%, YoY -18.8%)으로 우리 추정치를 8.9%, 컨센서스를 12.3% 하회했다(표1). 별도 영업이익은 3,448억원(QoQ +21.9%, YoY -2.1%)으로 우리 추정치인 3,480억원과 유사했지만 해외 자회사 실적이 부진했다. 특히 사드 영향으로 중국에서 현대/기아차 판매가 부진한 것이 주요 원인으로 파악된다. 한편 별도기준 톤당 영업이익은 6.3만원으로 1분기의 5.5만원 대비 14.9% 상승했다. 철근을 필두로 한 봉형강의 호조로 이익이 개선된 것이다.

Positives : 하반기, 봉형강 호조세 지속 + 판재류도 개선

철근은 유례없는 호황을 맞이하고 있다. 중국산 유입 감소로 재고 부족 현상이 지속되고 있다. 중국 내수 가격 상승으로 하반기에도 중국 업체들이 한국으로 수출을 늘릴 요인이 없다. 하반기에도 호조세가 지속될 것이다. 여기에 판재류 수익성도 개선될 것이다. 중국 내수 가격 상승으로 국내 판재류 가격의 인상이 잇따르고 있다(그림3). 하반기에는 자동차 판매 부진이라는 내부 악재를 딛고 철강 사이클 개선의 영향으로 영업이익이 증가할 것이다. 하반기 연결 영업이익이 9,560억원으로 상반기 7,010억원 대비 36.5% 증가할 전망이다.

Negatives : 자동차에 대한 여전한 우려

철강 시장 개선에도 불구하고 자동차 판매 부진에 대한 우려는 여전하다. 2분기에 자동차 업체들의 실적에서도 자동차 판매 부진의 부정적 영향이 여실히 드러나고 있다. 향후 현대/기아차의 자동차 판매량이 회복될지 여부는 아직 불투명하다. 그러나 현재 주가는 이러한 불확실성을 충분히 반영하고 있다고 판단한다.

결론 : 자동차 부품이 아닌 철강주로 보자

2017년 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용한 목표주가 82,000원과 '매수' 투자 의견을 유지한다. 2017년에 POSCO 주가는 27.2%, 현대제철은 11.6% 상승했다. 상대적으로 현대제철 주가가 POSCO 대비 15.6%p나 하회했다(그림4). 자동차 판매 부진이 핵심 원인이라 판단한다. 그런데 하반기에 철강 업황 개선이 두드러지게 나타나고 있다. 자동차의 부진이 이어질 수는 있지만 철강 업황 개선으로 이익이 증가할 것이다. 자동차 부품업체가 아닌 철강업체로 바라보는 시각 전환이 타당하다. 여기에 글로벌 주요 철강사 중에 valuation이 가장 매력적이라는 사실도 상기해야 할 시점이다.

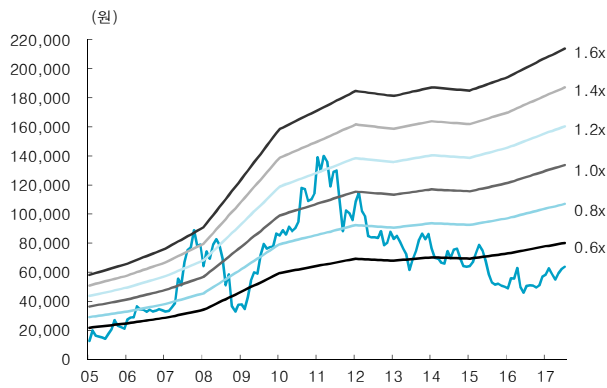
(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	5,113	4,692	(8.2%)	4,778	2.6%	11.0%	19,152	18,673
영업이익	385	351	(8.9%)	400	0.3%	(18.8%)	1,657	1,548
영업이익률	8.9%	8.9%	0.0%p	8.4%	1.3%p	(1.3%p)	8.7%	8.3%
세전이익	315	184	(41.7%)	334	(59.8%)	(47.5%)	1,458	1,433
순이익	232	139	(39.9%)	240	(58.3%)	(42.8%)	1,149	1,049

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

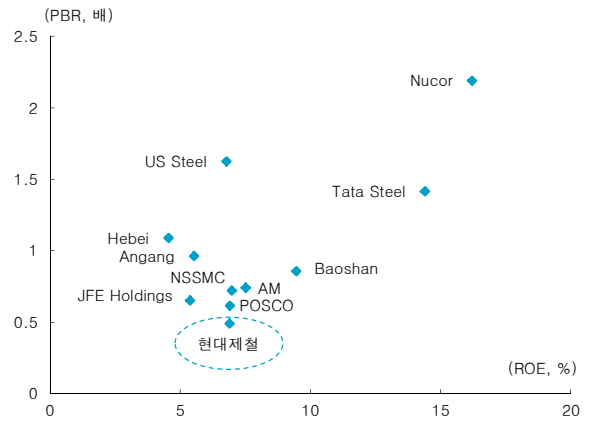
홍희주 3276-6582
heejoohong@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 철강업체 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 한국투자증권

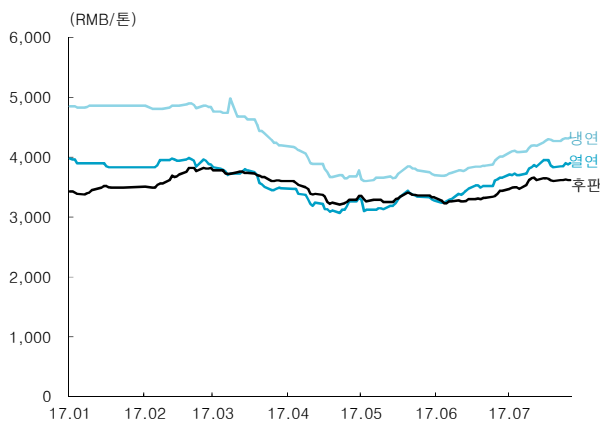
<표 1> 연결기준 2분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

	2Q17			QoQ		YoY		컨센서스 대비	
	잠정실적	Preview	차이	1Q17	증감률	2Q16	증감률	2Q17	차이
매출액	4,692	5,113	(8.2)	4,574	2.6	4,226	11.0	5,778	(18.8)
영업이익	351	385	(8.9)	350	0.4	432	(18.8)	400	(12.3)
영업이익률(%)	7.5	7.5	(0.1%p)	7.6	(0.2%p)	10.2	(2.7%p)	6.9	0.6%p
세전이익	184	315	(41.6)	457	(59.8)	350	(47.5)	334	(44.9)
순이익	135	232	(41.6)	341	(60.3)	255	(46.8)	240	(43.5)

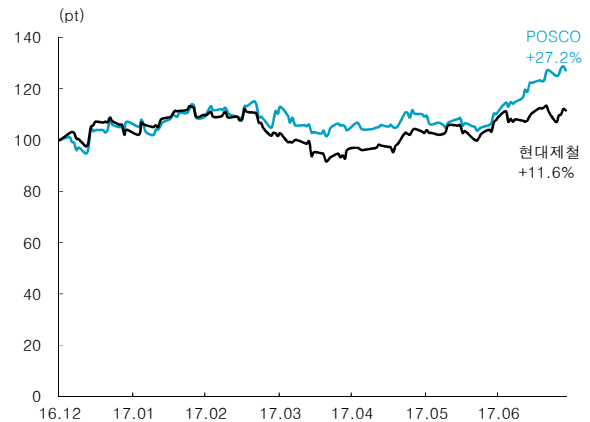
자료: 한국투자증권

[그림 3] 중국 판재류 가격 추이



자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 4] 2017년 POSCO와 현대제철 상대 주가



주: 2016년 12월 29일 주가를 100으로 환산하여 산출

자료: Mysteel, 한국투자증권

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,204	3,615	3,507	4,051	3,956	4,274	4,131	4,545	14,377	16,906	18,764
영업이익	256	352	320	349	283	345	427	442	1,277	1,497	1,521
영업이익률	8.0%	9.7%	9.1%	8.6%	7.2%	8.1%	10.3%	9.7%	8.9%	8.9%	8.1%
법인세차감전 세전이익	235	277	397	158	394	177	359	374	1,066	1,303	1,387
당기순이익	186	201	307	116	299	135	273	284	810	991	1,054
기본가정											
출하량(천톤)	4,800	5,269	4,972	5,559	5,186	5,502	5,220	5,662	20,600	21,400	22,800
평균가격(천원/톤)	667	686	705	729	763	777	791	803	698	790	823
톤당 원가(천원/톤)	614	619	641	666	708	714	710	725	636	720	756
톤당 영업이익(천원/톤)	53.3	66.9	64.4	62.8	54.6	62.7	81.7	78.0	62.0	69.9	66.7
톤당 EBITDA(천원/톤)	119	128	130	122	118	124	146	137	125	136	133

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,744	4,226	4,063	4,659	4,574	4,692	4,701	5,185	16,692	19,152	21,364
영업이익	269	432	356	387	350	351	464	492	1,445	1,657	1,707
영업이익률	7.2%	10.2%	8.8%	8.3%	7.6%	7.5%	9.9%	9.5%	8.7%	8.7%	8.0%
법인세차감전 세전이익	208	350	404	168	457	184	394	422	1,130	1,458	1,457
지배지분순이익	160	244	300	115	334	135	290	311	819	1,149	1,073

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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	6,667	6,795	7,209	7,828	7,995
현금성자산	820	737	958	1,068	1,122
매출채권및기타채권	2,257	2,376	2,681	2,991	3,141
재고자산	3,287	3,408	3,256	3,418	3,365
비유동자산	25,270	25,594	26,161	26,546	27,187
투자자산	1,735	1,882	2,160	2,409	2,530
유형자산	21,411	21,645	21,673	21,677	22,080
무형자산	1,853	1,793	2,011	2,136	2,243
자산총계	31,936	32,389	33,370	34,374	35,181
유동부채	6,657	6,813	6,912	7,145	7,033
매입채무및기타채무	2,554	2,945	3,379	3,769	3,958
단기차입금및단기사채	1,893	1,106	1,006	906	806
유동성장기부채	2,054	2,610	2,424	2,238	2,052
비유동부채	9,759	9,213	8,882	8,588	8,239
사채	4,579	4,071	3,871	3,671	3,471
장기차입금및금융부채	4,425	4,345	4,097	3,897	3,697
부채총계	16,416	16,026	15,795	15,733	15,273
지배주주지분	15,242	16,070	17,260	18,304	19,547
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,922	3,914	3,914	3,914	3,914
기타자본	(183)	(129)	(50)	(40)	(40)
이익잉여금	9,795	10,548	11,599	12,573	13,756
비지배주주지분	278	293	316	337	362
자본총계	15,520	16,364	17,575	18,641	19,909

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,076	2,917	3,351	3,134	3,372
당기순이익	739	834	1,170	1,093	1,305
유형자산감가상각비	1,190	1,282	1,769	1,769	1,802
무형자산상각비	83	105	116	123	130
자산부채변동	912	490	259	115	104
기타	152	206	37	34	31
투자활동현금흐름	(2,205)	(1,976)	(2,360)	(2,229)	(2,510)
유형자산투자	(2,217)	(1,976)	(1,832)	(1,813)	(2,265)
유형자산매각	23	19	35	40	60
투자자산순증	(117)	21	(217)	(189)	(60)
무형자산순증	(45)	(40)	(334)	(249)	(236)
기타	151	0	(12)	(18)	(9)
재무활동현금흐름	(746)	(1,017)	(771)	(794)	(808)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(544)	(919)	(730)	(686)	(686)
배당금지급	(88)	(98)	(98)	(98)	(98)
기타	(114)	0	57	(10)	(24)
기타현금흐름	0	(7)	0	0	0
현금의증가	125	(83)	220	111	53

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

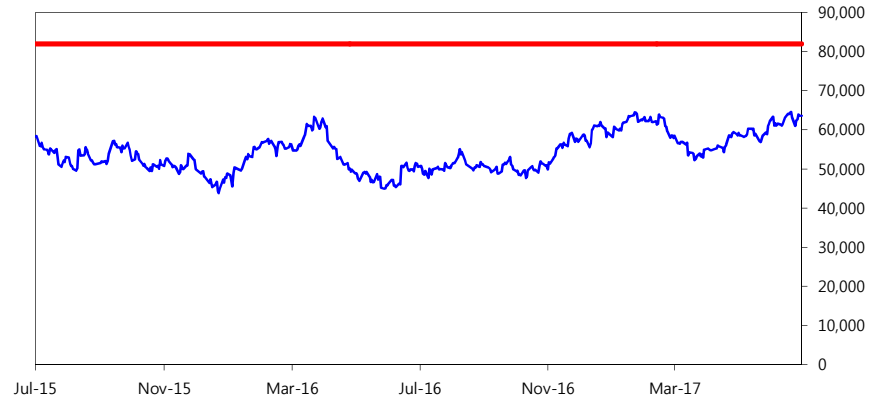
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	16,133	16,692	19,152	21,364	22,432
매출원가	13,702	14,231	16,413	18,345	19,023
매출총이익	2,431	2,461	2,739	3,019	3,410
판매관리비	966	1,016	1,082	1,311	1,365
영업이익	1,464	1,445	1,657	1,707	2,045
금융수익	117	174	334	206	178
이자수익	15	11	14	14	15
금융비용	600	470	454	456	416
이자비용	389	315	296	278	261
기타영업외손익	(64)	(28)	0	0	(38)
관계기업관련손익	9	10	0	0	0
세전계속사업이익	927	1,130	1,536	1,457	1,769
법인세비용	188	296	366	364	464
연결당기순이익	739	834	1,170	1,093	1,305
지배주주지분순이익	734	819	1,149	1,073	1,281
기타포괄이익	5	61	61	61	61
총포괄이익	744	895	1,231	1,154	1,366
지배주주지분포괄이익	739	880	1,209	1,133	1,341
EBITDA	2,738	2,833	3,542	3,600	3,976

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,955	6,253	8,750	8,174	9,762
BPS	115,590	121,394	129,713	137,466	146,780
DPS	750	750	750	750	750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.8)	3.5	14.7	11.5	5.0
영업이익증가율	(1.8)	(1.3)	14.7	3.0	19.8
순이익증가율	(4.1)	11.6	40.3	(6.6)	19.4
EPS증가율	(9.8)	5.0	39.9	(6.6)	19.4
EBITDA증가율	2.2	3.5	25.0	1.6	10.5
수익성(%)					
영업이익률	9.1	8.7	8.7	8.0	9.1
순이익률	4.5	4.9	6.0	5.0	5.7
EBITDA Margin	17.0	17.0	18.5	16.9	17.7
ROA	2.4	2.6	3.6	3.2	3.8
ROE	5.1	5.2	6.9	6.0	6.8
배당수익률	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
배당성향	13.3	12.0	8.6	9.2	7.7
안정성					
순차입금(십억원)	11,920	11,209	10,217	9,397	8,646
차입금/자본총계비율(%)	83.5	74.1	64.8	57.4	50.3
Valuation(X)					
PER	8.4	9.1	7.3	7.8	6.5
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	5.4	5.1	4.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대제철(004020)	2015.10.13	매수	82,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 30일 현재 현대제철 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대제철 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.