

# 현대제철(004020)

## 마지막 기대는 하반기 판매가격 협상

2분기 실적은 시장 컨센서스에 부합  
예상대로 봉형강은 괜찮았고 판재류는 부진  
조선용 후판과 자동차 강판 등 판매 가격 협상이 중요

### Facts : 2분기 실적은 시장 컨센서스에 부합

2분기 연결 매출액은 5.6조원, 영업이익은 2,326억(영업이익률 4.2%)로 시장 컨센서스(매출액 5.5조원, 영업이익 2,551억원)에 부합했다. 별도 기준 철강 판매량이 582만톤으로 1분기보다 57만톤 가량 증가해 2분기 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 9.9%, 9.5% 증가했다

### Pros & cons : 봉형강은 괜찮았고 판재류는 부진했다

판재류는 주요 원재료인 철광석 가격의 지속적인 상승, 자동차 강판과 조선용 후판의 판가 동결로 인해 마진 스프레드가 축소되었다. 결국 판재류의 판가가 1.4만원 상승했으나 원가가 톤당 4.7만원으로 큰 폭으로 상승함에 따라 판재류 마진 스프레드는 전분기대비 2.1만원 축소되었다. 한편 봉형강(스테인레스 등을 포함) 마진 스프레드는 소폭 확대되었다.

2분기 실적은 예상대로 봉형강 부분 실적은 양호했지만 판재류 부분은 부진했다. 현대제철 별도 매출액 중 봉형강의 비중은 29%, 판재류는 55%(2018년 연간 기준)로 판재류의 영향이 실적이 미치는 영향이 더 크다. 이에 따라 봉형강 부분의 마진 스프레드 확대는 판재류 부진의 영향을 축소하는 역할을 했다.

### Action : 조선용 후판과 자동차 강판 등 판매 가격 협상이 중요

현대제철의 수익성에 막대한 영향을 미치는 국내 자동차 강판 판가 협상은 오는 8월부터 진행될 예정이다. 철광석 가격의 상승으로 판매가격 인상 요인은 충분하나 인상 여부는 사실상 불확실하다. 기대치는 낮지만 판가 인상은 수익성 회복은 물론 주가에 긍정적인 재료로 활용될 것이다. 조선용 후판 역시 동일하다. 철광석 가격의 상승은 하반기 가격 협상에서 고로사가 상대적으로 유리한 위치를 점할 수 있게 하는 요인이다. 하반기 역시 봉형강의 마진 스프레드는 가파르게 축소될 가능성은 매우 낮다. 결국 판재류 부분의 마진스프레드 확보 여부가 하반기 동사의 실적과 주가의 방향성을 결정할 것이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 51,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(7/30)	2,039
주가(7/30)	39,050
시가총액(십억원)	5,211
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	57,300/38,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,464
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/26.6
주요주주(%)	기아자동차 외 6 인 36.0
	국민연금공단 8.0

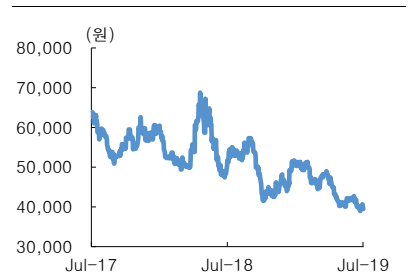
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	14.9	12.9	7.9
PBR(x)	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	2.4	2.8	4.4
DY(%)	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA(x)	6.3	6.6	5.7
EPS(원)	3,037	3,545	5,791
BPS(원)	126,082	128,758	133,643

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.6)	(23.9)	(27.4)
KOSPI 대비(%p)	(2.3)	(16.3)	(16.3)

### 주가추이



자료: FnGuide

정하늘

sky\_j@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	5,447.7	5,234.1	5,312.5	5,071.5	5,571.9	9.9	2.3	5,515.6
영업이익	375.6	102.1	254.9	212.4	232.6	9.5	(38.1)	255.1
영업이익률(%)	6.9	2.0	4.8	4.2	4.2			4.6
세전이익	258.7	(38.0)	113.7	156.4	131.8	(15.7)	(49.1)	158.7
순이익	184.4	(40.5)	81.9	114.0	51.1	(55.2)	(73.1)	120.8

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 별도 기준, 실적 추정

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	2018	2019F	2020F	2021F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
매출액	18,611	19,103	20,276	20,405	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	5,017	4,746	4,863
봉형강류	7,529	8,031	8,524	8,579	1,693	1,957	1,860	2,018	1,879	2,109	2,050	2,117
판재류	11,082	11,072	11,752	11,827	2,551	2,878	2,851	2,802	2,599	2,908	2,794	2,834
판매량	21,584	21,870	21,935	21,957	5,133	5,726	5,384	5,341	5,242	5,815	5,442	5,398
봉형강류	8,624	8,947	8,974	8,983	2,035	2,350	2,135	2,104	2,119	2,379	2,292	2,192
판재류	12,960	12,923	12,961	12,974	3,098	3,376	3,249	3,237	3,123	3,436	3,232	3,253
봉형강류 ASP	873	910	965	957	832	833	871	885	887	887	896	943
변동폭	105	37	55	(8)	24	1	38	13	2	0	10	47
판재류 ASP	855	850	898	912	823	853	877	866	832	846	857	874
변동폭	67	(5)	48	14	19	29	25	(12)	(33)	14	10	17
영업이익	933	889	1,695	1,851	250	334	91	258	169	218	192	309
(영업이익률)	5.0	4.7	8.4	9.1	5.9	6.9	1.9	5.3	3.8	4.4	4.1	6.4

자료: 현대제철, 한국투자증권

〈표 3〉 연결 기준, 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
매출액	20,780	21,557	22,647	22,832	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	5,572	5,420	5,607
국내	17,775	18,563	19,593	19,718	4,055	4,679	4,486	4,555	4,290	4,466	4,124	4,266
현대제철 별도	18,611	19,103	20,276	20,405	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	5,017	4,746	4,863
현대제철 외	1,171	2,482	2,506	2,522	283	303	297	288	296	264	250	256
해외	3,006	2,994	3,054	3,115	731	769	748	758	781	931	521	745
(연결조정)	2,728	3,866	4,051	4,088	609	633	710	776	592	913	950	993
영업이익	1,026	927	1,268	1,372	294	376	102	255	212	233	222	290
(영업이익률)	4.9	4.3	5.6	6.0	6.1	6.9	1.9	4.8	4.2	4.2	4.1	5.2
국내	970	936	1,784	1,948	263	350	100	257	174	230	211	321
현대제철 별도	933	889	1,695	1,851	250	334	91	258	169	218	192	309
현대제철 외	37	47	89	97	13	16	8	(1)	5	11	19	12
해외	71	45	86	94	22	29	21	(2)	15	13	13	5
지배순이익	399	465	760	848	173	184	(40)	82	114	50	124	177
(지배주주)	53.9	98.0	98.0	98.0	97.7	97.1	106.2	103.5	99.9	97.0	98.0	134.4

자료: 현대제철, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

현대제철은 전기로 제강사업에서 2010년 고로사업으로 진출한 국내 2위의 철강사. 2013년 3기 고로가 완공되면서 전기로 1,200만톤과 고로 1,200만톤의 생산설비를 갖춘. 2015년 주요 생산 품목은 냉연(33%), 열연(13%), 철근(11%), 후판(10%), 형강(6%) 등이며 냉연은 2014년부터 현대하이스코로부터 흡수 합병되어 추가. 2015년 7월 1일부로 현대하이스코의 강관과 해외법인도 합병.

- 냉연(CRC, Cold-rolled coil): 열연을 상온에 압연. 표면이 미려하고 가공성이 우수하여 자동차나 가전 등에 사용
- 열연(HRC, Hot-rolled coil): 슬라브를 높은 온도에서 압연하여 생산. 건축재나 다른 제품의 중간재로 쓰임
- 후판(Heavy plate): 두께 6mm 이상의 두꺼운 열연강판. 주로 선박제조나 건설분야에 사용
- 철근(Rebar): 철 스크랩을 전기로에서 녹여 생산한 막대기 모양의 철강재. 건설 및 토목의 기초 구조물로 사용

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,863	8,769	9,284	10,002	10,244
현금성자산	771	762	791	831	837
매출채권및기타채권	2,717	2,677	2,910	3,284	3,539
재고자산	4,098	4,919	5,174	5,435	5,457
비유동자산	25,510	24,536	24,599	24,979	25,524
투자자산	1,987	1,628	1,681	1,769	1,726
유형자산	21,339	20,785	20,805	21,025	21,675
무형자산	1,748	1,653	1,638	1,676	1,598
자산총계	33,374	33,305	33,883	34,981	35,769
유동부채	6,707	6,703	7,033	7,785	8,043
매입채무및기타채무	3,391	3,429	3,535	3,714	3,790
단기차입금및단기사채	886	986	1,086	1,186	1,286
유동성장기부채	2,183	2,066	1,966	1,866	1,766
비유동부채	9,631	9,579	9,461	9,139	8,913
사채	4,030	4,154	4,278	4,401	4,525
장기차입금및금융부채	4,568	4,164	3,760	3,356	2,972
부채총계	16,338	16,282	16,493	16,924	16,956
지배주주지분	16,716	16,696	17,053	17,705	18,444
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
기타자본	(129)	(129)	(129)	(129)	(129)
이익잉여금	11,278	11,561	11,928	12,589	13,338
비지배주주지분	320	327	336	352	369
자본총계	17,036	17,023	17,390	18,057	18,813

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,720	1,575	2,006	2,375	2,471
당기순이익	728	408	475	776	865
유형자산감가상각비	1,403	1,491	1,472	1,485	1,519
무형자산상각비	101	99	79	75	48
자산부채변동	(777)	(817)	(91)	69	20
기타	265	394	72	(30)	20
투자활동현금흐름	(1,234)	(1,165)	(1,590)	(1,941)	(2,088)
유형자산투자	(1,201)	(1,198)	(1,536)	(1,750)	(2,213)
유형자산매각	6	44	44	44	44
투자자산순증	13	(8)	(38)	(87)	35
무형자산순증	(62)	(4)	(64)	(113)	30
기타	9	0	4	(36)	17
재무활동현금흐름	(450)	(419)	(388)	(394)	(377)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(351)	(319)	(280)	(280)	(261)
배당금지급	(99)	(99)	(98)	(98)	(98)
기타	0	0	(9)	(16)	(17)
기타현금흐름	(2)	(0)	0	0	0
현금의증가	33	(9)	28	40	7

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	19,166	20,780	21,557	22,647	22,832
매출원가	16,733	18,708	19,509	20,382	20,481
매출총이익	2,432	2,072	2,048	2,265	2,352
판매관리비	1,065	1,046	1,121	996	980
영업이익	1,368	1,026	927	1,269	1,372
금융수익	282	147	148	245	245
이자수익	10	13	14	15	15
금융비용	495	449	444	411	350
이자비용	308	327	318	310	303
기타영업외손익	(83)	(172)	(15)	(64)	(101)
관계기업관련손익	10	18	25	10	2
세전계속사업이익	1,081	570	642	1,048	1,168
법인세비용	354	162	167	273	304
연결당기순이익	728	408	475	776	865
지배주주지분순이익	716	399	465	760	847
기타포괄이익	(79)	(320)	(10)	(10)	(10)
총포괄이익	649	88	465	766	855
지배주주지분포괄이익	638	80	456	750	838
EBITDA	2,872	2,617	2,478	2,829	2,939

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,455	3,037	3,545	5,791	6,455
BPS	126,228	126,082	128,758	133,643	139,182
DPS	750	750	750	750	750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	14.8	8.4	3.7	5.1	0.8
영업이익증가율	(5.4)	(25.0)	(9.6)	36.8	8.1
순이익증가율	(15.8)	(44.3)	16.7	63.4	11.5
EPS증가율	(16.0)	(44.3)	16.7	63.4	11.5
EBITDA증가율	1.4	(8.9)	(5.3)	14.2	3.9
수익성(%)					
영업이익률	7.1	4.9	4.3	5.6	6.0
순이익률	3.7	1.9	2.2	3.4	3.7
EBITDA Margin	15.0	12.6	11.5	12.5	12.9
ROA	2.2	1.2	1.4	2.3	2.4
ROE	4.4	2.4	2.8	4.4	4.7
배당수익률	1.3	1.7	1.6	1.6	1.6
배당성향	13.7	24.7	21.2	13.0	11.6
안정성					
순차입금(십억원)	10,736	10,321	10,002	9,666	9,419
차입금/자본총계비율(%)	68.5	66.8	63.8	59.9	56.1
Valuation(X)					
PER	10.7	14.9	12.9	7.9	7.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	6.3	6.6	5.7	5.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대제철 (004020)	2016.08.30	매수	82,000원	-30.5	-21.2
	2017.08.30	1년경과		-32.5	-16.2
	2018.08.30	1년경과		-36.3	-30.1
	2018.10.29	매수	66,000원	-29.7	-21.7
	2019.05.28	매수	57,000원	-27.2	-25.8
	2019.06.28	매수	51,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 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 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 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.