

현대제철(004020)

자체 성장 동력으로 저평가 해소될 것

4분기 영업이익은 컨센서스 하회 예상

4분기 연결 영업이익이 3,900억원으로 전분기 대비 14.7% 증가하나 컨센서스 4,093억원을 4.9% 하회할 것으로 추정된다. 11월 중순 이후 철스크랩 가격 상승(그림3)으로 봉형강 이익률이 훼손되었을 것이기 때문이다. 판재류는 하반기 잇따른 가격 인상으로 원가 상승에도 양호한 실적이 예상된다. 무엇보다 자동차용강판 판매량이 성수기 효과로 회복한 것으로 추정되는 데 이 부분은 긍정적이다(그림4).

2018년 풍부한 자체 성장 동력

지난 4분기부터 예산과 천진(중국)에 각각 5기와 2기의 핫스탬핑 라인과 중국 중경 서비스센터 가동을 시작했다. 그리고 2월부터 순천 No.3 CGL(아연도금강판라인)이 상업생산을 개시한다. 특수강은 생산량이 늘린다. 업황이나 철강 가격의 변동과 무관하게 외형이 성장할 수 있는 동력을 확보하고 있다. 그리고 이제 투자가 마무리되면서 재무구조 개선 속도가 더욱 빨라질 것이다. 2018년에 주목할 부분들이다.

상반기 기저효과가 나타날 것

2017년 연결 영업이익이 1조 4,300억원으로 1.1% 감소할 전망이다. 철강산업의 상승 사이클에도 불구하고 자동차 부진의 여파가 작용했기 때문이다. 2018년은 이로 인한 기저효과가 나타날 것이다. 지속되는 업황 개선과 자체 성장동력을 바탕으로 2018년 상반기 연결 영업이익이 8,280억원으로 지난해 하반기 대비 13.5%, 전년동기대비로는 18.2% 증가할 것으로 예상된다.

저평가 해소할 세 가지 동력 확보

2018년 예상 BPS 기준 PBR이 0.4배에 불과하다. 저평가에 대한 의견은 없을 것이다. 이를 해소할 동력이 없었던 것이다. 우리는 풍부한 자체 성장 동력과 대규모 투자 마무리에 따른 재무구조 개선, 그리고 실적의 기저 효과가 이를 해소할 동력으로 작용할 것으로 판단한다. 목표주가 82,000원(목표 PBR 0.6배)을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	16,133	1,464	734	5,955	(9.8)	2,738	8.4	6.8	0.4	5.1	1.5
2016A	16,692	1,445	819	6,253	5.0	2,833	9.1	6.7	0.5	5.2	1.3
2017F	19,146	1,430	842	6,416	2.6	3,315	9.1	5.5	0.5	5.1	1.3
2018F	20,868	1,603	996	7,590	18.3	3,493	7.7	5.0	0.4	5.7	1.3
2019F	22,220	1,797	1,120	8,535	12.5	3,727	6.8	4.5	0.4	6.1	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 82,000원(유지)

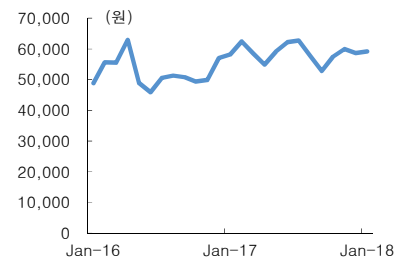
Stock Data

KOSPI(1/9)	2,510
주가(1/9)	59,200
시가총액(십억원)	7,900
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	64,600/50,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,672
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/25.5
주요주주(%)	기아자동차 외 10 인 36.0
	국민연금 8.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.5	(3.9)	6.5
KOSPI 대비(pp)	(1.4)	(9.4)	(16.0)

주가추이

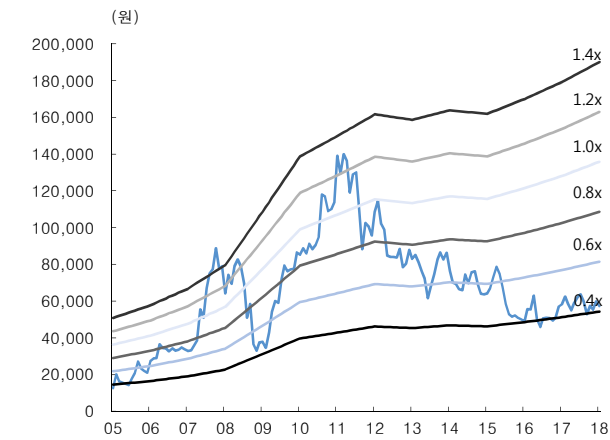


자료: WISEfn

최문선

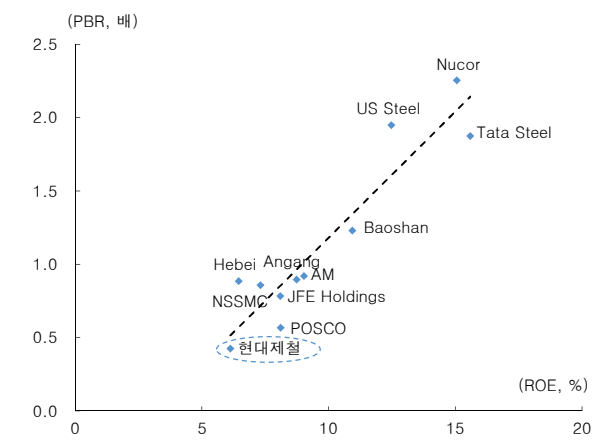
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 주요 철강사 ROE-PBR



자료: 한국투자증권

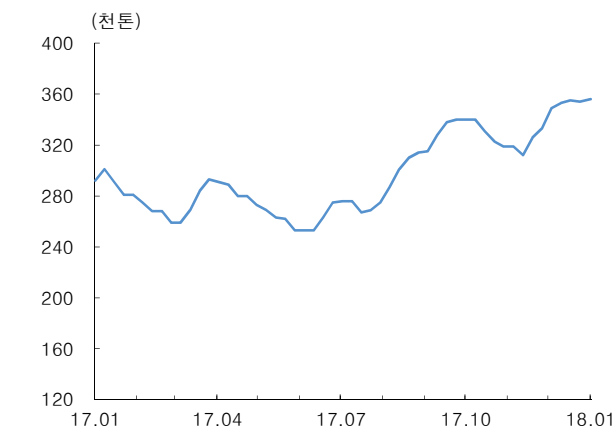
<표 1> 4Q17 연결기준 실적 Preview

(단위: 십억원)

	4Q17			QoQ		YoY		컨센서스 대비	
	Preview	기존추정	차이	3Q17	증감률	4Q16	증감률	4Q17	차이
매출액	5,059	4,937	2.4%	4,820	5.0%	4,659	8.6%	5,035	0.5%
영업이익	390	436	(12.0%)	340	14.7%	387	0.6%	409	(4.9%)
영업이익률	7.7%	8.8%	(1.1%p)	7.0%	0.7%p	8.3%	(0.6%p)	8.1%	(0.4%p)
세전이익	320	366	(14.6%)	244	31.1%	168	90.5%	358	(11.9%p)
순이익	235	270	(14.6%)	175	34.3%	115	104.3%	260	(10.6%p)

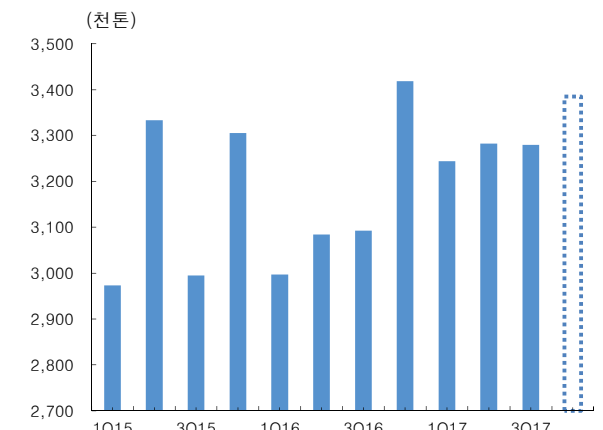
자료: Fnguide, 한국투자증권

[그림 3] 스크랩 가격 - 4분기에 상승



자료: 한국투자증권

[그림 4] 분기별 판재류 출하량 - 4분기 회복



자료: 한국투자증권

[그림 5] 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

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위:십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	3,956	4,274	4,284	4,419	4,245	4,649	4,658	4,676	16,933	18,228	19,460
영업이익	283	345	306	352	344	408	339	361	1,287	1,452	1,654
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	8.0%	8.1%	8.8%	7.3%	7.7%	7.6%	8.0%	8.5%
법인세차감전이익	394	177	212	284	306	370	301	323	1,068	1,300	1,520
당기순이익	299	135	157	216	232	281	229	245	808	988	1,155
기본가정											
출하량(천톤)	5,186	5,502	5,532	5,662	5,300	5,600	5,750	5,700	21,590	22,350	23,100
평균가격(천원/톤)	763	777	774	780	801	830	81	820	784	816	842
톤당 원가(천원/톤)	708	714	719	718	736	757	751	757	725	751	771
톤당 영업이익(천원/톤)	55	63	55	62	65	73	59	63	60	65	72
톤당 EBITDA(천원/톤)	118	123	116	122	136	141	125	130	125	133	142

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위:십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	4,574	4,692	4,820	5,059	4,905	5,319	5,318	5,326	19,146	20,868	22,220
영업이익	350	351	340	390	382	446	377	399	1,430	1,603	1,797
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	7.7%	7.8%	8.4%	7.1%	7.5%	7.5%	7.7%	8.1%
법인세차감전이익	457	184	244	320	312	376	307	329	1,205	1,353	1,547
지배지분순이익	334	139	175	235	229	277	226	242	842	996	1,120

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	7,206	7,646	7,919
현금성자산	820	737	957	1,043	1,111
매출채권및기타채권	2,257	2,376	2,680	2,922	3,111
재고자산	3,287	3,408	3,255	3,339	3,333
비유동자산	25,270	25,594	26,160	26,441	27,142
투자자산	1,735	1,882	2,159	2,353	2,506
유형자산	21,411	21,645	21,673	21,677	22,080
무형자산	1,853	1,793	2,010	2,087	2,222
자산총계	31,936	32,389	33,366	34,087	35,061
유동부채	6,657	6,813	7,221	7,272	7,477
매입채무및기타채무	2,554	2,945	3,378	3,682	3,920
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	8,565	8,229
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	16,103	15,836	15,706
지배주주지분	15,242	16,070	16,953	17,921	19,003
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	11,292	12,190	13,212
비지배주주지분	278	293	310	330	352
자본총계	15,520	16,364	17,263	18,251	19,355

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,076	2,917	3,343	2,997	3,445
당기순이익	739	834	858	1,015	1,141
유형자산감가상각비	1,190	1,282	1,769	1,769	1,802
무형자산상각비	83	105	116	121	128
자산부채변동	912	490	569	62	344
기타	152	206	31	30	30
투자활동현금흐름	(2,205)	(1,976)	(2,358)	(2,118)	(2,572)
유형자산투자	(2,217)	(1,976)	(1,832)	(1,813)	(2,265)
유형자산매각	23	19	35	40	60
투자자산순증	(117)	21	(217)	(134)	(92)
무형자산순증	(45)	(40)	(333)	(197)	(264)
기타	151	0	(11)	(14)	(11)
재무활동현금흐름	(746)	(1,017)	(765)	(793)	(805)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(544)	(919)	(730)	(686)	(686)
배당금지급	(88)	(98)	(98)	(98)	(98)
기타	(114)	0	63	(9)	(21)
기타현금흐름	0	(7)	0	0	0
현금의증가	125	(83)	220	86	68

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

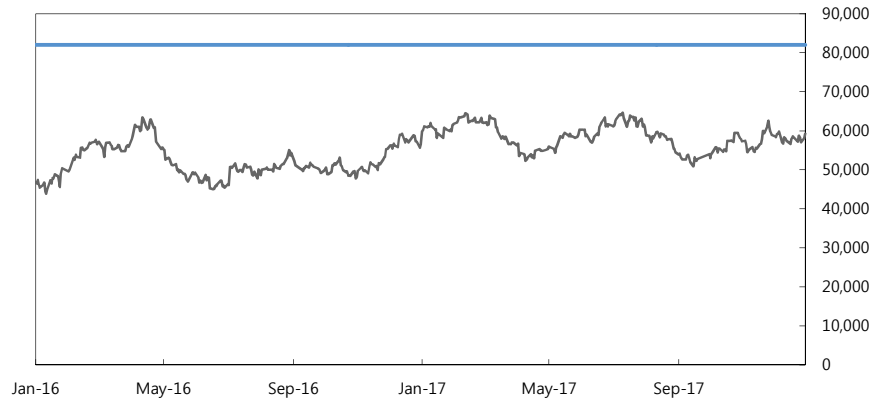
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	16,133	16,692	19,146	20,868	22,220
매출원가	13,702	14,231	16,643	18,168	19,219
매출총이익	2,431	2,461	2,503	2,700	3,002
판매관리비	966	1,016	1,073	1,097	1,205
영업이익	1,464	1,445	1,430	1,603	1,797
금융수익	117	174	193	206	206
이자수익	15	11	11	14	15
금융비용	600	470	459	456	456
이자비용	389	315	296	278	261
기타영업외손익	(64)	(28)	0	0	0
관계기업관련손익	9	10	0	0	0
세전계속사업이익	927	1,130	1,164	1,353	1,547
법인세비용	188	296	306	338	405
연결당기순이익	739	834	858	1,015	1,141
지배주주지분순이익	734	819	842	996	1,120
기타포괄이익	5	61	61	61	61
총포괄이익	744	895	919	1,076	1,202
지배주주지분포괄이익	739	880	902	1,056	1,180
EBITDA	2,738	2,833	3,315	3,493	3,727

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,955	6,253	6,416	7,590	8,535
BPS	115,590	121,394	127,418	134,596	142,703
DPS	750	750	750	750	750
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(3.8)	3.5	14.7	9.0	6.5
영업이익증가율	(1.8)	(1.3)	(1.1)	12.1	12.1
순이익증가율	(4.1)	11.6	2.9	18.3	12.5
EPS증가율	(9.8)	5.0	2.6	18.3	12.5
EBITDA증가율	2.2	3.5	17.0	5.4	6.7
수익성(%)					
영업이익률	9.1	8.7	7.5	7.7	8.1
순이익률	4.5	4.9	4.4	4.8	5.0
EBITDA Margin	17.0	17.0	17.3	16.7	16.8
ROA	2.4	2.6	2.6	3.0	3.3
ROE	5.1	5.2	5.1	5.7	6.1
배당수익률	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
배당성향	13.3	12.0	11.7	9.9	8.8
안정성					
순차입금(십억원)	11,920	11,209	10,218	9,427	8,658
차입금/자본총계비율(%)	83.5	74.1	66.0	58.6	51.7
Valuation(X)					
PER	8.4	9.1	9.1	7.7	6.8
PBR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	5.5	5.0	4.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대제철(004020)	2015.10.26	매수	82,000원	-37.1	-22.7
	2016.10.26	1년경과		-29.9	-21.2



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 9일 현재 현대제철 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※ 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.