

현대제철(004020)

좋아질 일만 남았다

4분기 연결 영업이익 3,311억원으로 컨센서스 15% 하회
 생산 차질, 원재료 가격 상승 등 원가 상승이 실적 하회의 주요 원인
 2018년, 특수강 확대, 순천 #3 CGL 신규 가동으로 자체 성장 동력 확보

Facts : 예상보다 더 부진한 4분기

연결 영업이익이 컨센서스를 15%나 하회했다. 평균판매가격이 상승에도 불구하고 원가가 예상보다 높았던 것이 주요 원인이다. 생산 차질로 고정비 부담이 높았고, 철광석과 스크랩 등 주요 원재료 투입 원가가 예상보다 높은 것으로 추정된다. 이에 매출원가율이 88.2%로 2014년 1분기 이후 가장 높았다(그림4). 한편 순이익이 컨센서스를 70%나 하회했는데 일회성 법인세 계상으로 유효세율이 60.5%였기 때문이다.

Pros & cons : 자체 성장 동력이 풍부한 2018년

현대제철의 가장 큰 약점은 현대/기아차 의존도가 높고, 자동차용강판 가격 협상력이 낮다는 점이다. 2016년 이후 철강 업황 개선에도 불구하고 동일 기간 현대/기아차가 부진하다보니 실적은 개선되지 않고 주가는 상승하지 못한 이유이다. 게다가 지난 2년 동안은 이를 만회할 요인이 없었다. 2018년에 자동차용강판 상황이 개선된다고 전망하지 않는다. 그러나 특수강 생산 확대(그림5)와 순천 #3 CGL(냉연, 50만톤) 신규 가동, 단조 제품 확대, 핫스탬핑 설비 증설 등(그림7)으로 자동차용강판 부진을 만회할 요소를 갖추고 있다. 한편 대부분의 투자자들이 자동차용강판 가격 인상을 기대하지 않고 있다. 따라서 인상되지 않아도 주가에 부정적이지 않으나 인상된다면 주가 상승 요인이 될 것이다. 물론 우리도 자동차용강판 가격이 인상된다고 가정하고 있지는 않다.

Action : 저평가 해소 국면 진입 예상

투자자의 '매수'와 목표주가 82,000원(목표 PBR 0.6배)를 유지한다. 철강 업황 호조에도 불구하고 2017년 연결 영업이익이 5.1% 감소했다. 국내 자동차업체의 부진이 전염된 결과다. 이는 주가의 부진으로 이어졌다. 그런데 우리는 오히려 이 부분에 투자포인트가 있다고 판단한다. 기대감이 낮아진 만큼 저평가되어 있고, 기저효과를 기반으로 자체 성장 동력에 의한 실적 개선이 나타날 것이기 때문이다. 실적이 개선되며 저평가가 해소되는 국면으로 진입할 것이다.

하 회 부 합 상 회

주: 영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 82,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/26)	2,575
주가(1/26)	58,900
시가총액(십억원)	7,860
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저(원)	64,600/50,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,100
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/26.0
주요주주(%)	기아자동차 외 10인 36.0
	국민연금 8.0

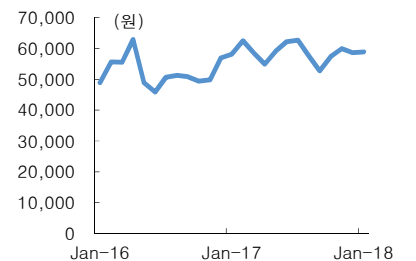
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	9.1	11.2	7.9
PBR(x)	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	5.2	4.2	5.7
DY(%)	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(x)	6.7	5.9	5.2
EPS(원)	6,253	5,218	7,429
BPS(원)	121,394	126,239	133,259

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.1	(6.1)	(0.7)
KOSPI 대비(%p)	(2.0)	(11.8)	(24.2)

주가추이



자료: WISEfn

최문선

moonsun@truefriend.com

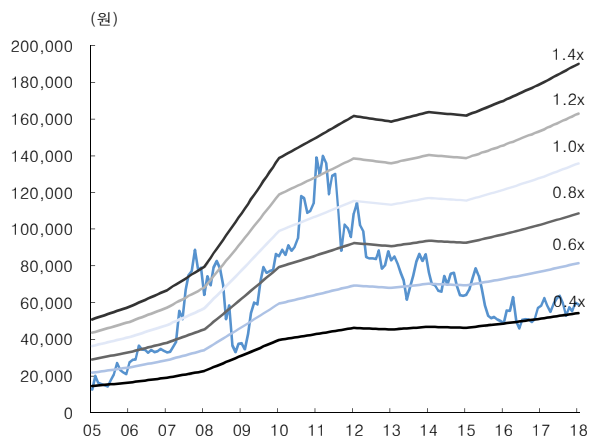
〈표 1〉 4Q17 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)

	4Q17			QoQ		YoY		컨센서스 대비	
	잠정실적	Preview	차이	3Q17	증감률	4Q16	증감률	4Q17	차이
매출액	5,079	5,059	0.4	4,820	5.4	4,659	9.0	5,052	0.5
영업이익	331	390	(15.0)	340	(2.5)	387	(14.5)	391	(15.4)
영업이익률	6.5	7.7	(1.2%p)	7.0	(0.5%p)	8.3	(1.8%p)	7.7	(1.2%p)
세전이익	201	320	(37.1)	244	(17.7)	168	19.6	344	(41.5)
순이익	78	235	(66.9)	180	(56.7)	120	(35.2)	258	(69.9)

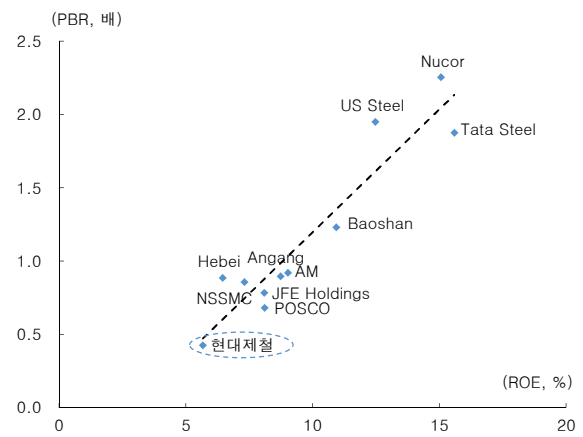
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] PBR band



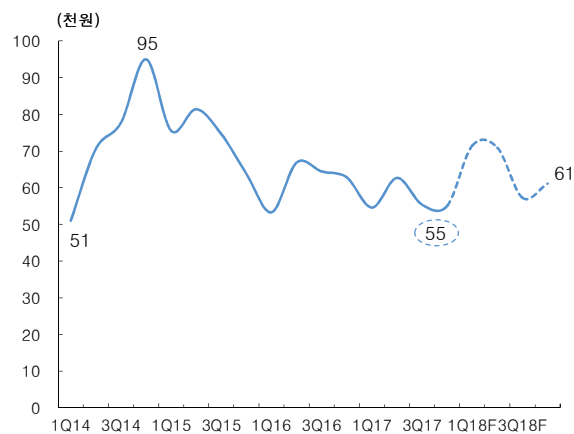
자료: 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 주요 철강사 ROE-PBR



자료: 한국투자증권

[그림 3] 톤당 영업이익 - 업황 호조 불구 3분기 유사



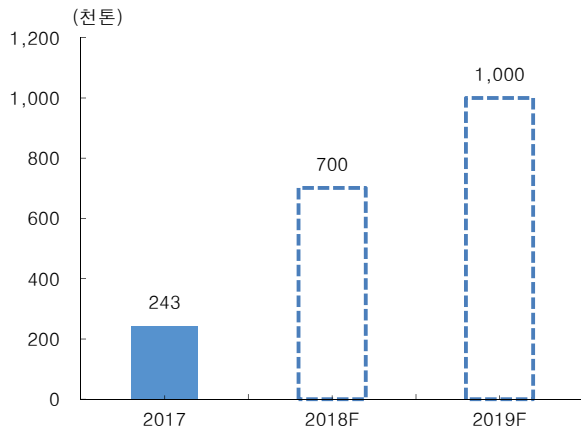
자료: 한국투자증권

[그림 4] 매출원가율 - 2014년 1분기 이후 가장 높아



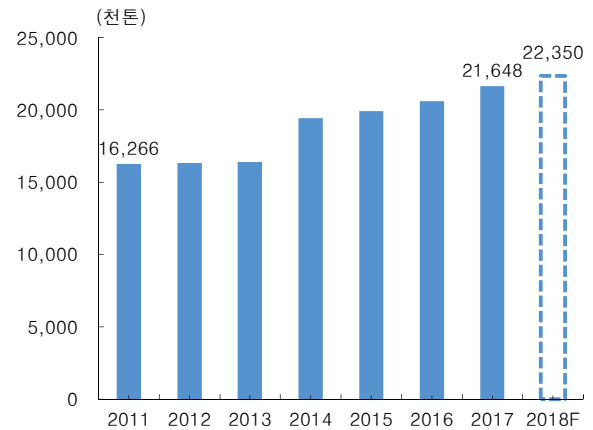
자료: 한국투자증권

[그림 5] 특수강 생산 계획



자료: 현대제철, 한국투자증권

[그림 6] 2018년 출하량 증가 지속



자료: 한국투자증권

[그림 7] 신규사업 진행 내역

투자내용	2016				2017F				2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
특수강			ISIR 승인				자동 차용 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	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	379	397	329	348	1,233	1,453	1,654
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	8.8%	8.6%	7.1%	7.5%	7.3%	8.0%	8.5%
법인세차감전이익	394	177	212	251	341	359	291	310	1,034	1,301	1,520
당기순이익	299	135	157	134	259	273	221	236	726	989	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	736	757	751	757	723	751	771
톤당 영업이익(천원/톤)	54.6	62.7	55.4	55.1	71.5	70.9	57.2	61.1	57.0	65.0	71.6
톤당 EBITDA(천원/톤)	118	123	121	117	143	139	123	128	122	133	142

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 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	417	435	367	386	1,371	1,605	1,797
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.5%	8.4%	8.2%	6.9%	7.3%	7.2%	7.7%	8.1%
법인세차감전이익	457	184	244	201	347	365	297	316	1,087	1,325	1,547
지배지분순이익	334	139	175	78	255	269	219	233	685	975	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	7,864	7,722	7,555
현금성자산	820	737	767	835	889
매출채권및기타채권	2,257	2,376	2,971	3,235	3,000
재고자산	3,287	3,408	3,833	3,339	3,333
비유동자산	25,270	25,594	25,510	25,705	26,277
투자자산	1,735	1,882	2,161	2,184	2,214
유형자산	21,411	21,645	21,211	21,215	21,618
무형자산	1,853	1,793	1,821	1,983	2,111
자산총계	31,936	32,389	33,374	33,427	33,832
유동부채	6,657	6,813	6,707	6,516	6,553
매입채무및기타채무	2,554	2,945	3,067	3,339	3,555
단기차입금및단기사채	1,893	1,106	1,006	906	806
유동성장기부채	2,054	2,610	2,222	2,036	1,850
비유동부채	9,759	9,213	9,631	8,919	8,183
사채	4,579	4,071	4,244	3,944	3,544
장기차입금및금융부채	4,425	4,345	4,297	3,997	3,597
부채총계	16,416	16,026	16,338	15,435	14,736
지배주주지분	15,242	16,070	16,729	17,666	18,748
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,922	3,914	3,914	3,914	3,914
기타자본	(183)	(129)	(117)	(117)	(117)
이익잉여금	9,795	10,548	11,135	12,012	13,034
비지배주주지분	278	293	307	326	348
자본총계	15,520	16,364	17,036	17,992	19,096

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,076	2,917	2,129	3,056	3,657
당기순이익	739	834	698	993	1,141
유형자산감가상각비	1,190	1,282	1,731	1,732	1,764
무형자산상각비	83	105	105	115	122
자산부채변동	912	490	(434)	188	600
기타	152	206	29	28	30
투자활동현금흐름	(2,205)	(1,976)	(1,641)	(1,986)	(2,398)
유형자산투자	(2,217)	(1,976)	(1,332)	(1,775)	(2,228)
유형자산매각	23	19	35	40	60
투자자산순증	(117)	21	(219)	38	30
무형자산순증	(45)	(40)	(133)	(276)	(250)
기타	151	0	8	(13)	(10)
재무활동현금흐름	(746)	(1,017)	(458)	(1,002)	(1,205)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(544)	(919)	(359)	(886)	(1,086)
배당금지급	(88)	(98)	(98)	(98)	(98)
기타	(114)	0	(1)	(18)	(21)
기타현금흐름	0	(7)	0	0	0
현금의증가	125	(83)	29	68	54

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

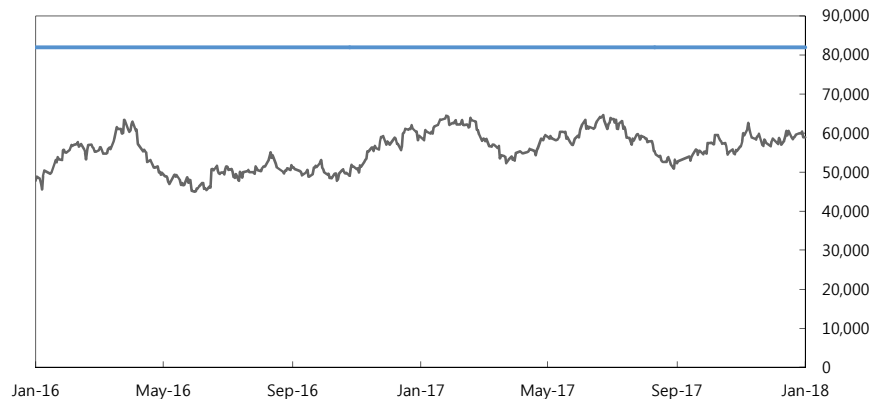
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	16,133	16,692	19,166	20,870	22,220
매출원가	13,702	14,231	16,734	18,168	19,219
매출총이익	2,431	2,461	2,432	2,702	3,002
판매관리비	966	1,016	1,061	1,097	1,205
영업이익	1,464	1,445	1,371	1,605	1,797
금융수익	117	174	193	176	206
이자수익	15	11	11	12	12
금융비용	600	470	519	456	456
이자비용	389	315	300	285	260
기타영업외손익	(64)	(28)	0	0	0
관계기업관련손익	9	10	0	0	0
세전계속사업이익	927	1,130	1,046	1,325	1,547
법인세비용	188	296	348	331	405
연결당기순이익	739	834	698	993	1,141
지배주주지분순이익	734	819	685	975	1,120
기타포괄이익	5	61	61	61	61
총포괄이익	744	895	759	1,055	1,202
지배주주지분포괄이익	739	880	745	1,035	1,180
EBITDA	2,738	2,833	3,208	3,451	3,683

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,955	6,253	5,218	7,429	8,535
BPS	115,590	121,394	126,239	133,259	141,367
DPS	750	750	750	750	750
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(3.8)	3.5	14.8	8.9	6.5
영업이익증가율	(1.8)	(1.3)	(5.1)	17.0	12.0
순이익증가율	(4.1)	11.6	(16.3)	42.4	14.9
EPS증가율	(9.8)	5.0	(16.6)	42.4	14.9
EBITDA증가율	2.2	3.5	13.2	7.6	6.7
수익성(%)					
영업이익률	9.1	8.7	7.2	7.7	8.1
순이익률	4.5	4.9	3.6	4.7	5.0
EBITDA Margin	17.0	17.0	16.7	16.5	16.6
ROA	2.4	2.6	2.1	3.0	3.4
ROE	5.1	5.2	4.2	5.7	6.2
배당수익률	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
배당성향	13.3	12.0	14.4	10.1	8.8
안정성					
순차입금(십억원)	11,920	11,209	10,799	9,827	8,674
차입금/자본총계비율(%)	83.5	74.1	69.0	60.4	51.2
Valuation(X)					
PER	8.4	9.1	11.2	7.9	6.9
PBR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	5.9	5.2	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대제철(004020)	2016.01.27	매수	82,000원	-35.7	-22.7
	2017.01.27	1년경과		-28.7	-21.2



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 28일 현재 현대제철 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 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.