

현대제철(004020)

차를 넘어선 철

연결 영업이익 3,766억원(+0.3% QoQ, +10.9% YoY)으로 시장 예상 부합
철강 호황으로 별도기준 톤당 영업이익 6.8만원으로 전분기대비 16.2% 상승
업황 호조와 특수강 흑자 전환으로 이익 증가세 이어질 전망

Facts : 쇼크는 없었다

지난 25일 현대차, 26일 기아차가 시장 예상을 크게 못 미치는 실적을 발표했다. 그러나 현대제철은 시장 예상에 부합하는 실적을 기록했다. 3분기 연결 영업이익이 3,766억원으로 컨센서스 3,635억원과 우리 추정치 3,880억원과 유사했다(표 1). 별도기준 평균판매가격이 3만원 상승한 가운데 원가는 2만원 올라 톤당 영업이익이 6.8만원으로 전분기의 5.8만원보다 1만원 상승했다. 최대 전방산업인 자동차의 부진에도 불구하고 철강 업황 호조로 양호한 실적을 기록했다.

Pros & cons : 통상임금 소송 패소, 특수강 흑자전환 가시권

통상임금 소송에서 일부 패소해 3,500억원 규모의 비용이 반영될 예정이다. 이를 반영해 2018년 ROE 전망을 3.8%에서 3.1%로 하향한다. 향후 인건비의 상승 요인으로 작용할 수 있다. 이에 2019년 ROE 전망도 5.5%에서 5.2%로 하향했다. 반면 특수강은 순항 중이다. 업황 호조에도 불구하고 경쟁사보다 2018년 이익 증가율이 낮은 것은 특수강의 적자가 가장 큰 요인이다. 자동차용 특수강 품질 인증이 마무리 단계다. 가동률이 상승하면 고정비 부담이 완화된다. 전사 손익 개선의 주요 요인으로 작용할 것이다.

Action : 전방산업 우려 있지만 valuation 매력적, '매수' 유지

목표주가를 82,000원에서 66,000원으로 19.5% 하향한다. 통상임금 소송 패소의 영향으로 ROE가 낮아져 목표 PBR을 0.6배에서 0.5배로 낮췄기 때문이다. 최대 전방산업인 자동차의 부진이 동사에게 확산될 것이라는 우려가 제기될 만한 상황이다. 그런데 주가는 이미 이를 반영해 PBR이 0.3배까지 하락했다. 현대제철 주가 PBR 0.3배가 정당화될 수 있는 이론적 ROE는 2%(자기자본비용 6.5%, 성장률 0% 가정)다. 시장의 불확실성이 높고 투자 심리가 부정적이다. 그러나 valuation 측면에서 현재 주가는 매력적이라 판단된다. '매수' 의견을 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 66,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(10/26)	2,027
주가(10/26)	43,300
시가총액(십억원)	5,778
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	68,700/43,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,312
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/25.3
주요주주(%)	기아자동차 외 9 인 36.0
	국민연금 9.0

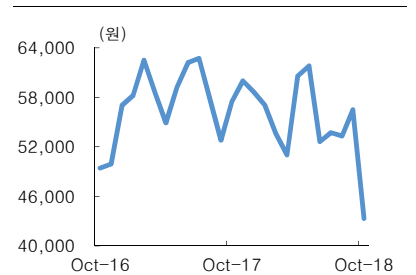
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.7	10.9	6.3
PBR(x)	0.5	0.3	0.3
ROE(%)	4.4	3.1	5.2
DY(%)	1.3	1.7	1.7
EV/EBITDA(x)	6.5	4.6	4.0
EPS(원)	5,455	3,965	6,863
BPS(원)	126,228	128,809	134,241

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(24.4)	(20.7)	(20.8)
KOSPI 대비(%p)	(11.1)	(2.6)	(2.6)

주가추이

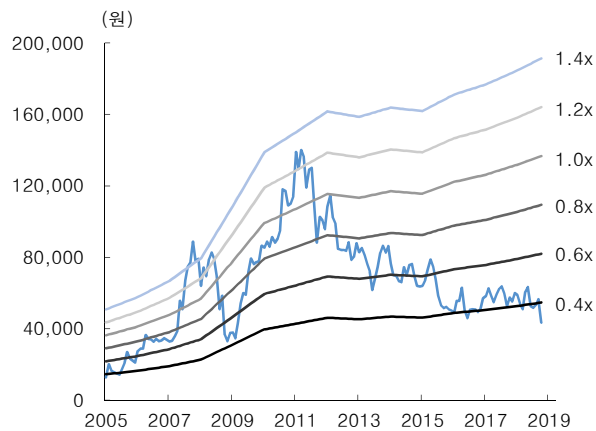


자료: WISEfn

최문선

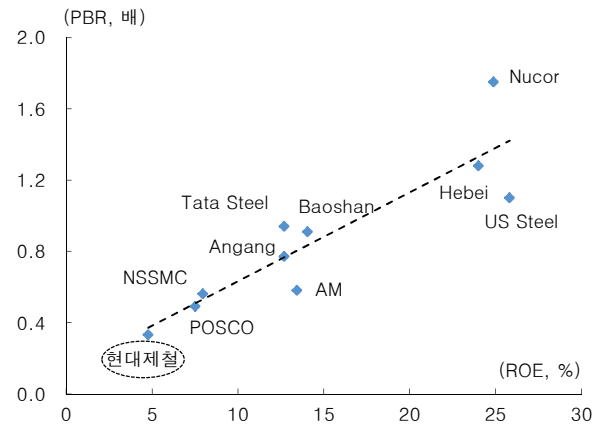
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 주요 철강사 ROE-PBR(2018F)



주: 10월 26일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

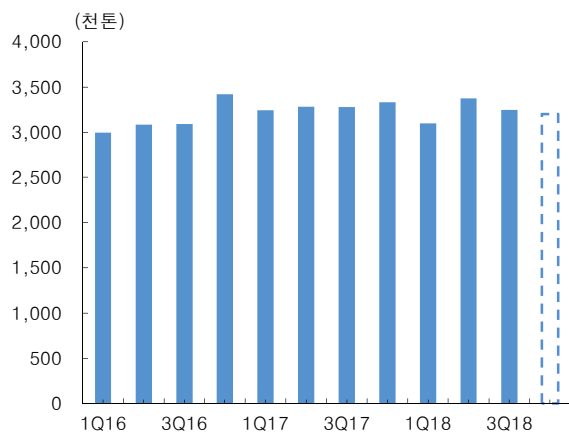
<표 1> 3분기 연결기준 실적 review

(단위: 십억원)

	3Q18			QoQ		YoY		컨센서스 대비	
	잠정실적	추정치	차이(%)	2Q18	증감률(%)	3Q17	증감률(%)	3Q18	차이(%)
매출액	5,234	5,202	0.6	5,448	(4.5)	4,820	7.9	5,237	(0.1)
영업이익	377	388	(2.9)	376	3.3	340	14.2	364	3.6
영업이익률(%)	7.2	7.5	(0.3%p)	6.9	0.6%p	7.0	0.4%p	6.9	0.3%p
세전이익	281	318	(11.7)	259	22.9	244	30.1	297	(5.6)
순이익	191	234	(18.5)	190	23.1	180	30.1	210	(9.3)

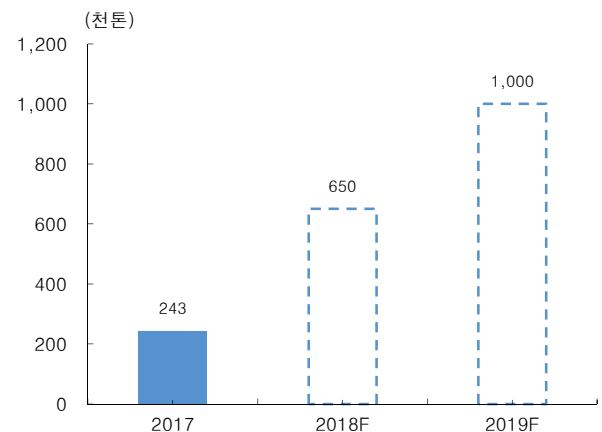
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 판재류 판매량 - 자동차 부진에도 안정적



자료: 한국투자증권

[그림 4] 특수강 생산량 - 가동률 점진적 상승



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18P	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,836	4,711	4,649	16,889	18,439	19,460
영업이익	283	345	306	299	250	334	365	345	1,233	1,295	1,439
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	5.9%	6.9%	7.8%	7.4%	7.3%	7.0%	7.4%
법인세차감전이익	394	177	212	251	194	238	292	307	1,034	1,031	1,305
당기순이익	299	135	157	134	144	176	203	233	726	757	992
기본가정											
출하량(천톤)	5,186	5,502	5,532	5,428	5,133	5,726	5,384	5,300	21,648	21,543	23,100
평균가격(천원/톤)	763	777	774	806	827	845	875	877	780	856	842
톤당 원가(천원/톤)	708	714	719	751	778	786	807	812	723	796	780
톤당 영업이익(천원/톤)	54.6	62.7	55.4	55.1	48.7	58.4	67.8	65.1	57.0	60.1	62.3
톤당 EBITDA(천원/톤)	118	123	121	122	123	125	138	137	122	131	132

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	4,786	5,448	5,234	5,299	19,166	20,766	22,220
영업이익	350	351	340	327	294	376	377	383	1,368	1,428	1,601
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	6.1%	6.9%	7.2%	7.2%	7.1%	6.9%	7.2%
법인세차감전이익	457	184	244	196	235	259	281	(37)	1,081	737	1,351
지배지분순이익	334	139	175	68	173	184	191	(28)	716	520	901

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,795	7,863	7,398	7,543	7,687
현금성자산	737	771	831	889	933
매출채권및기타채권	2,376	2,717	2,944	3,000	3,150
재고자산	3,408	4,098	3,323	3,333	3,266
비유동자산	25,746	25,510	25,911	26,397	27,094
투자자산	1,882	1,987	2,243	2,289	2,287
유형자산	21,645	21,339	21,371	21,774	22,177
무형자산	1,793	1,748	1,973	2,000	2,100
자산총계	32,541	33,374	33,309	33,940	34,781
유동부채	6,813	6,707	6,985	7,605	8,105
매입채무및기타채무	2,945	3,391	3,674	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	8,937	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	15,922	15,815	15,571
지배주주지분	16,176	16,716	17,060	17,785	18,851
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	11,700	12,502	13,646
비지배주주지분	309	320	327	340	359
자본총계	16,485	17,036	17,387	18,125	19,210

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,917	1,720	3,522	3,794	3,735
당기순이익	867	728	529	915	1,262
유형자산감가상각비	1,282	1,403	1,835	1,870	1,514
무형자산상각비	105	101	113	114	120
자산부채변동	490	(777)	1,033	877	819
기타	173	265	12	18	20
투자활동현금흐름	(1,976)	(1,234)	(2,358)	(2,537)	(2,486)
유형자산투자	(1,976)	(1,201)	(1,907)	(2,333)	(1,977)
유형자산매각	19	6	40	60	60
투자자산순증	21	13	(324)	(114)	(66)
무형자산순증	(40)	(62)	(337)	(141)	(220)
기타	0	10	170	(9)	(283)
재무활동현금흐름	(1,017)	(450)	(1,104)	(1,199)	(1,205)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(919)	(351)	(997)	(1,086)	(1,086)
배당금지급	(98)	(99)	(98)	(98)	(98)
기타	0	0	(9)	(15)	(21)
기타현금흐름	(7)	(2)	0	0	0
현금의증가	(83)	33	60	58	44

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

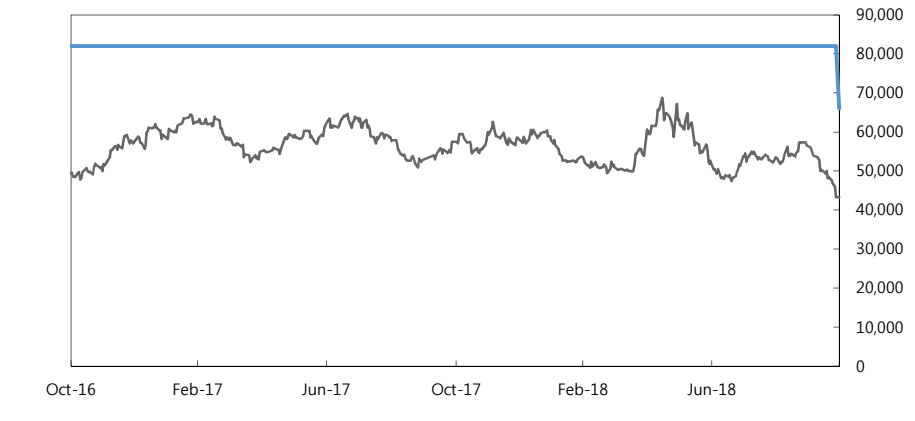
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,692	19,166	20,766	22,220	23,331
매출원가	14,231	16,733	18,144	19,414	20,181
매출총이익	2,461	2,432	2,623	2,806	3,150
판매관리비	1,015	1,065	1,195	1,205	1,146
영업이익	1,445	1,368	1,428	1,601	2,004
금융수익	174	282	148	206	284
이자수익	11	10	10	11	11
금융비용	470	495	496	456	421
이자비용	315	308	289	262	234
기타영업외손익	15	(83)	(356)	0	0
관계기업관련손익	10	10	10	10	10
세전계속사업이익	1,174	1,081	734	1,360	1,876
법인세비용	307	354	206	445	614
연결당기순이익	867	728	529	915	1,262
지배주주지분순이익	850	716	520	901	1,243
기타포괄이익	61	(79)	(79)	(79)	(79)
총포괄이익	928	649	450	837	1,184
지배주주지분포괄이익	911	638	443	823	1,165
EBITDA	2,833	2,872	3,376	3,585	3,637

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,492	5,455	3,965	6,863	9,466
BPS	122,187	126,228	128,809	134,241	142,234
DPS	750	750	750	750	750
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.5	14.8	8.4	7.0	5.0
영업이익증가율	(1.3)	(5.4)	4.4	12.1	25.2
순이익증가율	15.9	(15.8)	(27.3)	73.1	37.9
EPS증가율	9.0	(16.0)	(27.3)	73.1	37.9
EBITDA증가율	3.5	1.4	17.6	6.2	1.5
수익성(%)					
영업이익률	8.7	7.1	6.9	7.2	8.6
순이익률	5.1	3.7	2.5	4.1	5.3
EBITDA Margin	17.0	15.0	16.3	16.1	15.6
ROA	2.7	2.2	1.6	2.7	3.7
ROE	5.4	4.4	3.1	5.2	6.8
배당수익률	1.3	1.3	1.7	1.7	1.7
배당성향	11.6	13.7	18.9	10.9	7.9
안정성					
순차입금(십억원)	11,209	10,736	9,650	8,494	7,354
차입금/자본총계비율(%)	73.6	68.5	61.3	52.8	44.2
Valuation(X)					
PER	8.8	10.7	10.9	6.3	4.6
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	6.5	4.6	4.0	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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
	2018.10.29	매수	66,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 29일 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
- 중립 : 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

* 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.