

현대제철(004020)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 82,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,209
주가(4/27)	52,900
시가총액(십억원)	7,059
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	64,500/45,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,171
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/24.9
주요주주(%)	기아자동차 외 10인 36.0
	국민연금 7.7

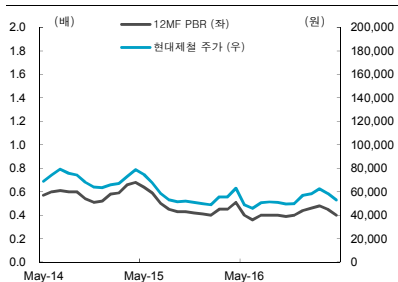
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	9.1	7.2	6.5
PBR(x)	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	5.2	5.8	6.1
DY(%)	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA(x)	6.7	5.0	4.7
EPS(원)	6,253	7,337	8,174
BPS(원)	121,394	128,323	136,076

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.8)	4.1	(12.9)
상대주가(%p)	(11.3)	(5.0)	(22.5)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

사라진 기대, 다가온 기회

What's new : 선방한 실적

1분기 연결 영업이익이 3,500억원으로 우리 추정치 4,050억원에는 13.6% 못 미쳤지만 컨센서스 3,280억원을 6.6% 상회했다. 당초 2월로 예상되었던 자동차용강판 가격 인상이 무산되었다. 우리는 8만원 인상을 가정해 분기 자동차용 판매량 120만톤을 기준으로 640억원(80만톤×8만원)의 차이가 발생한다. 실제 우리 추정치와 차이는 550억원이다. 봉형강과 자회사의 실적 개선이 자동차용강판 가격 인상 무산을 방어한 것이다.

Positives : 봉형강 호조세 지속

철근과 형강 등의 봉형강 호조세가 지속될 것이다. 중국 정부가 제시한 2017년 철강 구조 조정의 과제는 1) 생산능력 5천만톤 폐쇄, 2) 비규격제품(띠티아오강) 퇴출 등 두 가지다. 중국에서 생산되는 비규격제품은 대부분 봉형강 제품으로 1) 환경 문제를 야기하고, 2) 중국 내수 가격을 교란하며, 3) 국내로도 유입되는 악영향을 미친다. 언론 보도에 따르면 4월 25일까지 중국 전역의 비규격제품 생산 업체 500여 곳의 1억 1,900만톤에 달하는 설비가 폐쇄된 것으로 파악된다. 또한 5월에 추가 특별 조사를 실시할 계획이다. 중국 철강재 가격 상승과 국내 봉형강 업체의 판매 확대가 예상된다.

Negatives : 안개 속의 자동차용강판 가격

2016년 1월 4일을 기점으로 현대제철 주가는 8%, POSCO 주가는 65% 상승했다(그림3). 주요 원인은 자동차용강판 가격에 있다. 2016년에 현대/기아차량 자동차용강판을 제외한 모든 철강재 가격이 상승했다. 이에 힘입어 POSCO의 철강부분 연결 영업이익(연결 조정 전)은 59% 증가한 반면, 현대제철의 연결 영업이익은 오히려 1.3% 감소했다(그림4). 현재 상황에서 현대/기아차량 자동차용강판 가격이 언제? 얼마나? 인상될지는 미지수다.

결론 : 견하지 않은 안개가 오히려 기회

주가가 자동차용강판 가격 인상 기대가 있던 2월 고점 대비 18% 하락했다. 완성차 업체의 저조한 실적까지 더해 자동차용강판 가격 인상에 대한 시장의 기대는 거의 없는 상황이다. 우리는 이 점에 주목한다. 아무리 자동차 상황이 좋지 않더라도 철강 업황 변화로 자동차용강판 가격은 인상될 것이다. 2014년 10월 이후 현대/기아차량 자동차용강판은 13만원 하락했다. 그런데 2014년 10월 대비 2017년 3월 현재 1) 원재료 가격은 상승했고(그림5), 2) 수입 판재류 가격도 상승했다(그림6). 2017년 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용한 목표주가 82,000원과 '매수' 투자 의견을 유지한다.

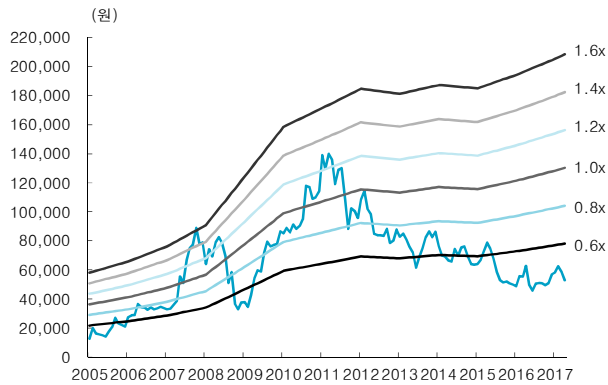
(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,549	4,574	0.6%	4,417	(1.8%)	22.2%	19,498	18,661
영업이익	405	350	(13.7%)	328	(9.7%)	29.9%	1,588	1,543
영업이익률	8.9%	7.6%	(1.3%p)	7.4%	(0.7%p)	0.5%p	8.1%	8.3%
세전이익	335	457	36.5%	297	172.0%	119.9%	1,308	1,279
순이익	247	334	35.4%	219	189.5%	109.0%	963	939

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

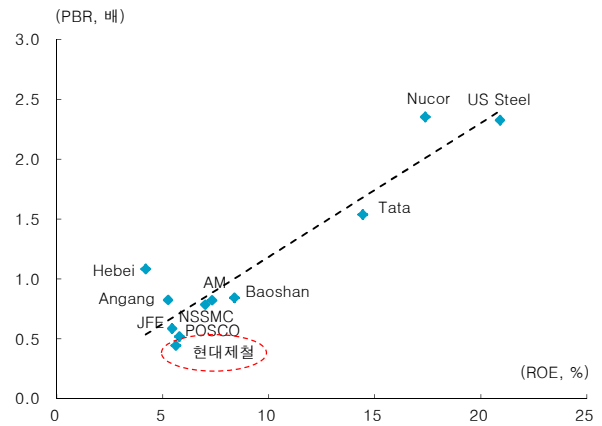
홍희주 3276-6582
heejoohong@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 철강업체 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 한국투자증권

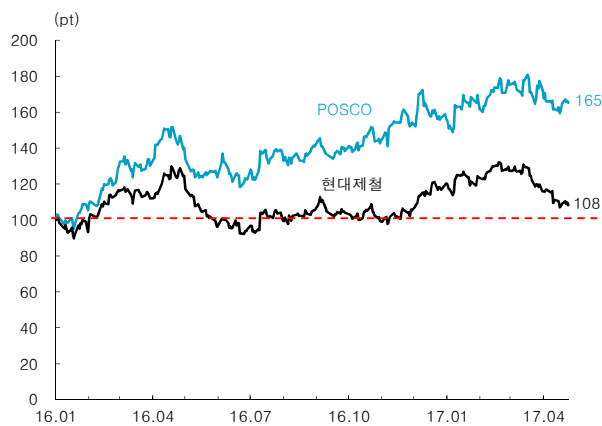
<표 1> 연결기준 1분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

	1Q17			QoQ		YoY		컨센서스 대비	
	잠정실적	Preview	차이	4Q16	증감률	1Q16	증감률	1Q17	차이
매출액	4,574	4,549	0.6	4,659	(1.8)	3,744	22.2	4,417	3.5
영업이익	350	405	(13.6)	387	(9.7)	269	30.0	328	6.6
영업이익률(%)	7.7	8.9 (1.3%p)		8.3 (0.7%p)		7.2 0.5%p		7.4 0.2%p	
세전이익	280	335	(16.4)	168	66.5	208	34.6	297	(5.8)
순이익	206	247	(16.4)	120	71.6	159	30.0	219	(5.8)

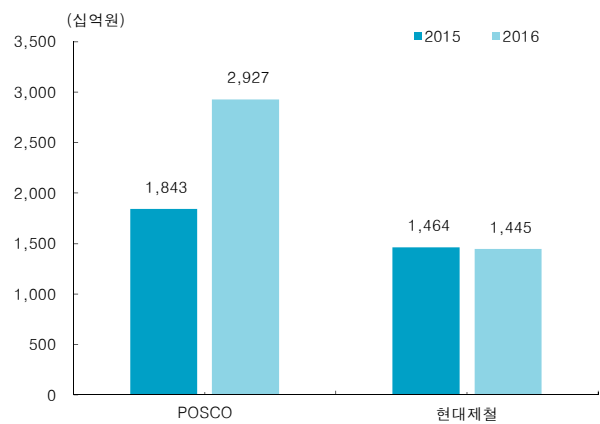
자료: 한국투자증권

[그림 3] POSCO와 현대제철 상대 주가



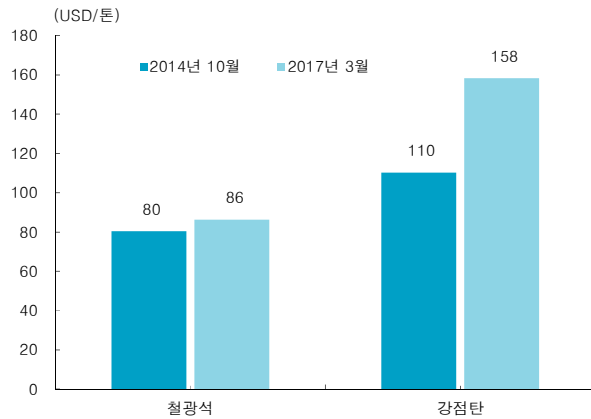
주: 2016년 1월 4일 주가를 100으로 환산하여 산출
자료: 한국투자증권

[그림 4] POSCO와 현대제철 영업이익 비교



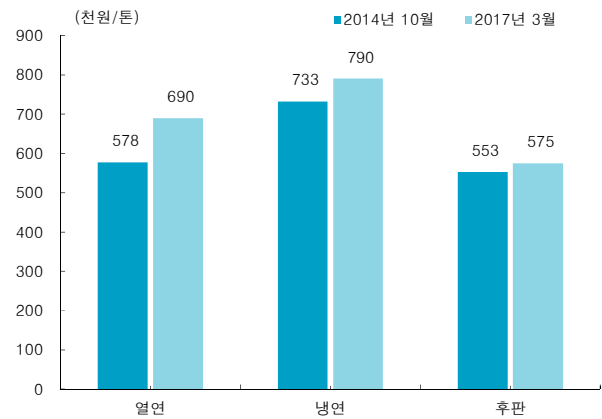
자료: 한국투자증권

[그림 5] 2014년 10월과 2017년 3월 원재료 가격 비교



자료: CEIC, Datastream, 한국투자증권

[그림 6] 2014년 10월과 2017년 3월 수입 판재류 가격 비교



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,204	3,615	3,507	4,051	3,956	4,483	4,095	4,507	14,377	17,040	18,764
영업이익	256	352	320	349	283	348	363	375	1,277	1,369	1,521
영업이익률	8.0%	9.7%	9.1%	8.6%	7.2%	7.8%	8.9%	8.3%	8.9%	8.0%	8.1%
법인세차감전 세전이익	235	277	397	158	394	280	295	307	1,066	1,276	1,387
당기순이익	186	201	307	116	299	213	224	234	810	969	1,054
기본가정											
출하량(천톤)	4,800	5,269	4,972	5,559	5,186	5,575	5,220	5,662	20,600	21,400	22,800
평균가격(천원/톤)	667	686	705	729	763	804	784	796	698	796	823
톤당 원가(천원/톤)	614	619	641	666	708	742	715	730	636	732	756
톤당 영업이익(천원/톤)	53.3	66.9	64.4	62.8	54.6	62.5	69.5	66.3	62.0	64.0	66.7
톤당 EBITDA(천원/톤)	119	128	130	122	119	123	134	126	125	130	133

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,744	4,226	4,063	4,659	4,574	5,113	4,665	5,147	16,692	19,498	21,364
영업이익	269	432	356	387	350	412	400	426	1,445	1,588	1,707
영업이익률	7.2%	10.2%	8.8%	8.3%	7.7%	8.1%	8.6%	8.3%	8.7%	8.1%	8.0%
법인세차감전 세전이익	208	350	404	168	280	342	330	356	1,130	1,308	1,457
지배지분순이익	160	244	300	115	206	252	243	262	819	963	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	7,144	7,614	7,995
현금성자산	820	737	975	1,068	1,122
매출채권및기타채권	2,257	2,376	2,535	2,777	3,141
재고자산	3,287	3,408	3,315	3,418	3,365
비유동자산	25,270	25,594	26,236	26,546	27,187
투자자산	1,735	1,882	2,199	2,409	2,530
유형자산	21,411	21,645	21,673	21,677	22,080
무형자산	1,853	1,793	2,047	2,136	2,243
자산총계	31,936	32,389	33,381	34,160	35,181
유동부채	6,657	6,813	7,095	7,120	7,222
매입채무및기타채무	2,554	2,945	3,440	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	8,899	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	15,994	15,708	15,462
지배주주지분	15,242	16,070	17,074	18,119	19,362
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	11,413	12,388	13,571
비지배주주지분	278	293	312	333	358
자본총계	15,520	16,364	17,386	18,452	19,720

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,076	2,917	3,445	3,038	3,372
당기순이익	739	834	981	1,093	1,305
유형자산감가상각비	1,190	1,282	1,769	1,769	1,802
무형자산상각비	83	105	118	123	130
자산부채변동	912	490	542	21	104
기타	152	206	35	32	31
투자활동현금흐름	(2,205)	(1,976)	(2,440)	(2,151)	(2,510)
유형자산투자	(2,217)	(1,976)	(1,832)	(1,813)	(2,265)
유형자산매각	23	19	35	40	60
투자자산순증	(117)	21	(257)	(150)	(60)
무형자산순증	(45)	(40)	(372)	(212)	(236)
기타	151	0	(14)	(16)	(9)
재무활동현금흐름	(746)	(1,017)	(767)	(794)	(808)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(544)	(919)	(730)	(686)	(686)
배당금지급	(88)	(98)	(98)	(98)	(98)
기타	(114)	0	61	(10)	(24)
기타현금흐름	0	(7)	0	0	0
현금의증가	125	(83)	238	93	53

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

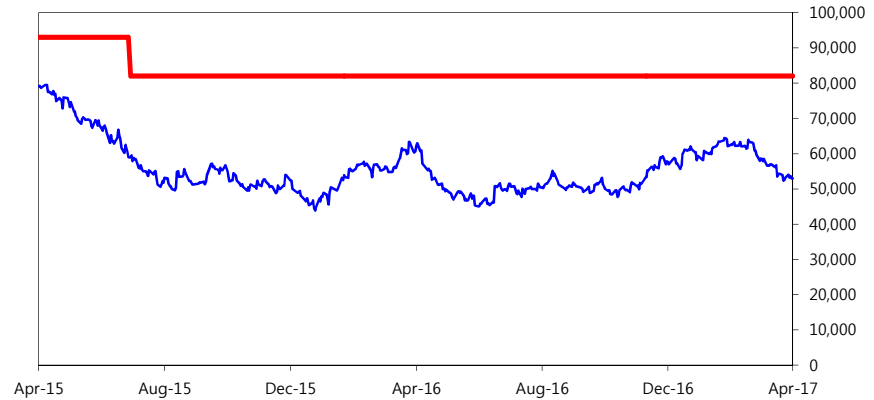
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	16,133	16,692	19,498	21,364	22,432
매출원가	13,702	14,231	16,821	18,345	19,023
매출총이익	2,431	2,461	2,678	3,019	3,410
판매관리비	966	1,016	1,090	1,311	1,365
영업이익	1,464	1,445	1,588	1,707	2,045
금융수익	117	174	186	206	178
이자수익	15	11	16	14	15
금융비용	600	470	466	456	416
이자비용	389	315	296	278	261
기타영업외손익	(64)	(28)	0	0	(38)
관계기업관련손익	9	10	0	0	0
세전계속사업이익	927	1,130	1,308	1,457	1,769
법인세비용	188	296	327	364	464
연결당기순이익	739	834	981	1,093	1,305
지배주주지분순이익	734	819	963	1,073	1,281
기타포괄이익	5	61	61	61	61
총포괄이익	744	895	1,042	1,154	1,366
지배주주지분포괄이익	739	880	1,023	1,133	1,341
EBITDA	2,738	2,833	3,475	3,600	3,976

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,955	6,253	7,337	8,174	9,762
BPS	115,590	121,394	128,323	136,076	145,390
DPS	750	750	750	750	750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.8)	3.5	16.8	9.6	5.0
영업이익증가율	(1.8)	(1.3)	9.9	7.5	19.8
순이익증가율	(4.1)	11.6	17.6	11.4	19.4
EPS증가율	(9.8)	5.0	17.3	11.4	19.4
EBITDA증가율	2.2	3.5	22.7	3.6	10.5
수익성(%)					
영업이익률	9.1	8.7	8.1	8.0	9.1
순이익률	4.5	4.9	4.9	5.0	5.7
EBITDA Margin	17.0	17.0	17.8	16.9	17.7
ROA	2.4	2.6	3.0	3.2	3.8
ROE	5.1	5.2	5.8	6.1	6.8
배당수익률	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
배당성향	13.3	12.0	10.2	9.2	7.7
안정성					
순차입금(십억원)	11,920	11,209	10,196	9,397	8,646
차입금/자본총계비율(%)	83.5	74.1	65.5	58.0	50.8
Valuation(X)					
PER	8.4	9.1	7.2	6.5	5.4
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	5.0	4.7	4.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대제철(004020)	2015.04.29	매수	93,000 원
	2015.07.26	매수	82,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	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.