

# 현대제철 (004020)

2017.9.4

노현주

02-739-5941

hr2320@heungkuksec.co.kr

## BUY 유지

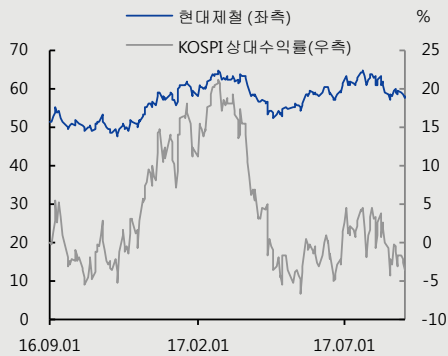
**목표주가 77,000원(유지)**

**Upside/Downside 33.2%**

**목표주가 컨센서스 76,667원**

**현재주가(09/01) 57,800원**

시가총액	7,713십억원
60D 일평균 거래대금	26십억원
액면가	5,000원
유동주식비율(보통주)	62.4%
외국인 보유비중(보통주)	24.9%
주요주주 : 기아자동차(주)	36.0%
외 10인	
국민연금공단	6.9%



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.8%	-7.5%	12.2%
상대주가	-6.3%	-18.0%	-3.2%
52주 최고가	64,600원		
최저가	47,750원		

## 캡티브라는 그림자에 갇히다

### 투자의견 Buy, 목표주가 77,000원 유지

현대제철의 주가는 업황 호조에 따라 글로벌 철강주가 큰 폭으로 상승했음에도 불구하고 연초 이후 1.2% 하락했다. 이는 캡티브인 현대기아차의 G2 내 판매량 부진에 따르며 회복 시점은 불확실하다. 하지만 긍정적인 점은 하반기로 갈수록 신차 효과가 반영됨에 따라 판매량은 증가할 전망이다. 현대제철의 장점은 안정적인 사업구조지만 업황 턴어라운드 국면에서 이익 탄력도가 떨어지는 단점이 있다. 현재 이는 캡티브의 판매량 부진과 맞물리며 주가 디스카운트 요인으로 작용하고 있다. 현대제철은 캡티브 의존도를 낮추기 위해 글로벌 완성차 납품 비중을 늘리는 전략을 추진하고 있으며 점진적으로 비중은 증가할 것으로 전망된다.

캡티브의 판매회복이 주가 Catalyst임은 분명하다. 판매회복 시점은 외부변수로 이에 따른 불확실성은 깊어지고 가야 한다. 그럼에도 불구하고 현 시점에서 지켜봐야 하는 것은 봉형강과 판재류의 실적 개선이다. 이에 투자의견 Buy와 목표주가 77,000원 (12M 선행 BPS 130,704원 기준 P/B 0.59배) 유지한다. 현재주가는 12M 선행 P/B 0.44배로 글로벌 및 로컬 피어 대비 현저히 저평가 받고 있다.

### 봉형강: 9월 철근 가격 인상은 불가피. 4분기 철근 가격 인상 긍정적

현대제철을 제외한 주요 철근업체들은 8월 중 9월 철근 기준 가격을 인상했으며, 현대제철도 9월 기준 가격 인상을 단행했다. 국내 수급은 타이트한 가운데 철스크랩이 톤당 5만원 이상 상승함에 따라 가격 인상이 불가피했던 것으로 판단된다. 철스크랩 가격이 현 수준 유지한다 가정 시 4분기 철근 가격 인상 가능성이 높아졌으며, 이는 봉형강 부문 실적 개선으로 이어질 전망이다.

국내와 중국 건설할 수요의 경우 내년 하반기부터 둔화되겠지만 시장의 우려만큼 빠른 속도로 빠지지 않을 전망이다. 이에 따른 우려는 과도하다 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표 요약

결산월		2015.12	2016.12	2017.12(E)	2018.12(E)	2019.12(E)
매출액	당사전망(십억원)	16,133	16,692	18,448	19,095	19,697
	컨센서스(십억원)			18,760	19,518	20,027
영업이익	당사전망(십억원)	1,464	1,445	1,476	1,547	1,615
	컨센서스(십억원)			1,509	1,584	1,643
영업이익률	당사전망(%)	9.1	8.7	8.0	8.1	8.2
	컨센서스(%)			8.1	8.1	8.2
순이익	당사전망(십억원)	739	834	941	947	1,005
	컨센서스(십억원)			989	1,022	1,070
EPS(원)		5,866	6,136	6,919	6,959	7,398
P/E(배)		8.5	9.3	8.4	8.3	7.8
PBR(배)	당사전망	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)		6.9	6.8	6.5	6.0	5.6
ROE(%)		5.1	5.2	5.6	5.4	5.5

자료: 현대제철, 흥국증권 리서치센터 추정, 컨센서스는 Dataguide

[표 7] 현대제철 실적 추정 (연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,744	4,226	4,063	4,659	4,574	4,692	4,411	4,770	16,692	18,448	19,095
<b>현대제철</b>	3,204	3,615	3,507	4,051	3,956	4,274	3,980	4,330	14,377	16,541	17,039
판재류	2,036	2,124	2,224	2,535	2,507	2,602	2,498	2,730	8,919	10,337	10,575
봉형강	1,168	1,491	1,283	1,516	1,449	1,672	1,482	1,600	5,458	6,204	6,464
<b>자회사</b>	540	611	556	608	618	418	431	440	2,315	1,907	2,056
<b>영업이익</b>	269	432	356	387	350	351	352	424	1,445	1,476	1,547
현대제철	256	352	320	349	283	345	334	398	1,277	1,361	1,414
자회사	13	80	36	38	67	6	17	25	167	115	132
<b>순이익</b>	159	255	301	119	341	138	189	272	834	941	947
<b>매출액 비중</b>											
<b>현대제철</b>	85.6%	85.5%	86.3%	86.9%	86.5%	91.1%	90.2%	90.8%	86.1%	89.7%	89.2%
판재류	63.5%	58.8%	63.4%	62.6%	63.4%	60.9%	62.8%	63.0%	62.0%	62.5%	62.1%
봉형강	36.5%	41.2%	36.6%	37.4%	36.6%	39.1%	37.2%	37.0%	38.0%	37.5%	37.9%
<b>자회사</b>	14.4%	14.5%	13.7%	13.1%	13.5%	8.9%	9.8%	9.2%	13.9%	10.3%	10.8%
<b>성장률 (YoY)</b>											
매출액	-0.2%	5.8%	-0.5%	8.2%	22.2%	11.0%	8.6%	2.4%	3.5%	10.5%	3.5%
영업이익	-20.8%	-0.2%	7.6%	7.5%	29.9%	-18.8%	-1.2%	9.5%	-1.4%	2.2%	4.8%
<b>수익성</b>											
영업이익률	7.2%	10.2%	8.8%	8.3%	7.6%	7.5%	8.0%	8.8%	8.7%	8.0%	8.1%
순이익률	4.2%	6.0%	7.4%	2.6%	7.5%	2.9%	4.3%	5.7%	5.0%	5.1%	5.0%

자료: 현대제철, 흥국증권 리서치센터

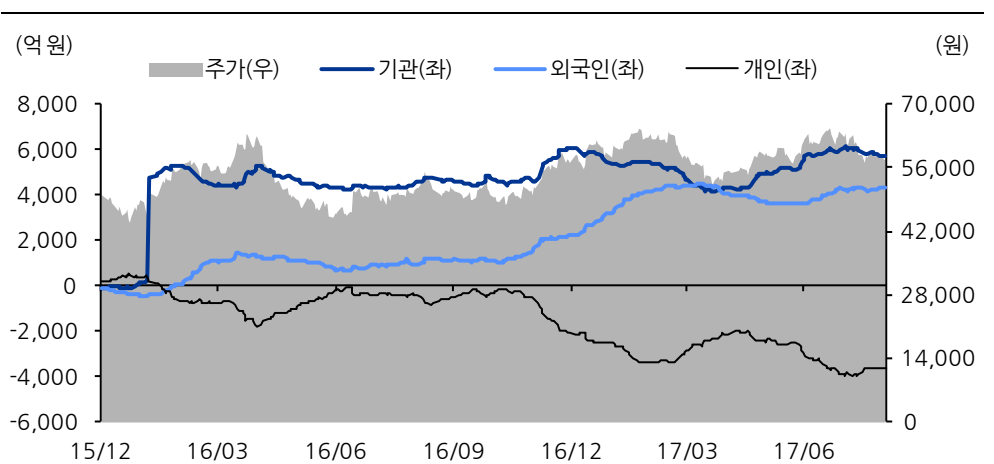
[표 8] 현대제철 실적추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 전		변경 후		차이	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	18,348	18,452	18,448	19,095	+0.5%	+3.5%
영업이익	1,542	1,513	1,476	1,547	-4.3%	+2.2%
순이익	1,056	918	941	947	-10.8%	+3.1%

자료: 흥국증권 리서치센터

[그림 56] 현대제철 수급 추이



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

### 재무상태표

(단위:십억원)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>6,666.8</b>	<b>6,795.0</b>	<b>7,909.6</b>	<b>8,973.7</b>	<b>10,349.8</b>
현금 및 현금성자산	820.3	737.2	1,240.5	2,076.9	3,241.3
매출채권 및 기타채권	2,244.1	2,361.7	2,610.2	2,701.8	2,786.9
재고자산	3,287.2	3,407.7	3,766.3	3,898.5	4,021.3
기타유동자산	102.3	104.6	115.6	119.7	123.5
<b>비유동자산</b>	<b>25,269.6</b>	<b>25,594.3</b>	<b>25,948.5</b>	<b>25,772.9</b>	<b>25,349.0</b>
관계기업투자등	116.3	116.2	118.4	129.5	140.6
유형자산	21,410.7	21,645.2	22,068.1	21,958.6	21,582.4
무형자산	1,852.6	1,793.1	1,732.5	1,682.3	1,637.2
<b>자산총계</b>	<b>31,936.4</b>	<b>32,389.3</b>	<b>33,858.1</b>	<b>34,746.6</b>	<b>35,698.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,657.4</b>	<b>6,813.1</b>	<b>7,519.7</b>	<b>7,639.8</b>	<b>7,751.4</b>
매입채무 및 기타채무	2,228.1	2,635.7	2,913.1	3,015.3	3,110.2
단기금융부채	3,949.7	3,715.6	4,096.2	4,096.2	4,096.2
기타유동부채	479.7	461.9	510.5	528.4	545.0
<b>비유동부채</b>	<b>9,759.0</b>	<b>9,212.5</b>	<b>9,214.0</b>	<b>9,216.9</b>	<b>9,233.3</b>
장기금융부채	9,004.2	8,414.8	8,406.0	8,406.0	8,406.0
기타비유동부채	658.8	754.1	764.3	767.2	783.6
<b>부채총계</b>	<b>16,416.4</b>	<b>16,025.6</b>	<b>16,733.7</b>	<b>16,856.7</b>	<b>16,984.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>15,242.0</b>	<b>16,070.4</b>	<b>16,812.9</b>	<b>17,560.6</b>	<b>18,367.0</b>
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,922.0	3,914.4	3,914.4	3,914.4	3,914.4
이익잉여금	9,794.9	10,548.5	11,373.4	12,203.6	13,092.3
비지배주주지분(연결)	278.0	293.2	311.5	329.3	347.1
<b>자본총계</b>	<b>15,520.0</b>	<b>16,363.6</b>	<b>17,124.4</b>	<b>17,889.9</b>	<b>18,714.0</b>

### 포괄손익계산서

(단위:십억원)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>16,132.5</b>	<b>16,691.5</b>	<b>18,448.0</b>	<b>19,095.2</b>	<b>19,696.7</b>
<b>매출원가</b>	<b>13,701.9</b>	<b>14,230.8</b>	<b>15,981.3</b>	<b>16,307.3</b>	<b>16,840.7</b>
<b>매출총이익</b>	<b>2,430.6</b>	<b>2,460.7</b>	<b>2,466.7</b>	<b>2,787.9</b>	<b>2,856.0</b>
매출총이익률(%)	15.1	14.7	13.4	14.6	14.5
판매비와관리비	966.5	1,015.7	991.1	1,241.2	1,240.9
<b>영업이익</b>	<b>1,464.1</b>	<b>1,445.0</b>	<b>1,475.6</b>	<b>1,546.7</b>	<b>1,615.1</b>
영업이익률(%)	9.1	8.7	8.0	8.1	8.2
<b>조정영업이익</b>	<b>1,464.1</b>	<b>1,445.0</b>	<b>1,475.6</b>	<b>1,546.7</b>	<b>1,615.1</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-537.4</b>	<b>-314.8</b>	<b>-221.0</b>	<b>-285.1</b>	<b>-275.4</b>
순금융손익	-373.8	-304.0	-353.3	-346.2	-336.5
외환관련손익	-137.0	-19.1	200.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	9.5	10.0	11.1	11.1	11.1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>926.7</b>	<b>1,130.2</b>	<b>1,254.6</b>	<b>1,261.6</b>	<b>1,339.7</b>
세전계속사업이익률(%)	5.7	6.8	6.8	6.6	6.8
<b>계속사업법인세</b>	<b>-187.6</b>	<b>-296.3</b>	<b>-313.2</b>	<b>-315.0</b>	<b>-334.5</b>
<b>계속사업이익</b>	<b>739.2</b>	<b>834.0</b>	<b>941.4</b>	<b>946.6</b>	<b>1,005.2</b>
<b>중단사업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>739.2</b>	<b>834.0</b>	<b>941.4</b>	<b>946.6</b>	<b>1,005.2</b>
순이익률(%)	4.6	5.0	5.1	5.0	5.1
지배주주	733.6	818.8	923.4	928.6	987.2
비지배주주	5.5	15.2	18.0	18.0	18.0
<b>총포괄이익</b>	<b>743.9</b>	<b>895.1</b>	<b>858.7</b>	<b>864.0</b>	<b>922.6</b>
지배주주	738.6	879.9	840.9	846.2	904.8
비지배주주	5.3	15.2	17.8	17.8	17.8

### 현금흐름표

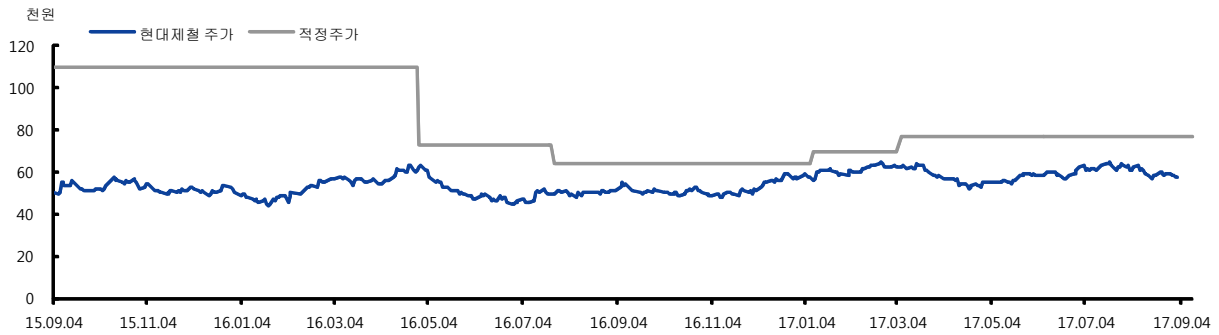
(단위:십억원)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>3,463.9</b>	<b>3,277.8</b>	<b>2,590.4</b>	<b>2,621.4</b>	<b>2,639.8</b>
당기순이익(손실)	739.2	834.0	941.4	946.6	1,005.2
비현금수익비용가감	2,104.3	2,130.8	2,120.3	2,100.1	2,071.6
유형자산감가상각비	1,190.4	1,282.5	1,378.9	1,409.5	1,376.2
무형자산상각비	83.2	105.3	96.5	90.6	85.5
기타	-178.2	-132.1	-144.1	50.0	50.0
<b>영업활동으로 인한 변동</b>	<b>909.6</b>	<b>537.5</b>	<b>-186.1</b>	<b>-110.3</b>	<b>-102.5</b>
매출채권 및 기타채권	881.8	-143.6	-280.4	-91.6	-85.1
재고자산	507.5	-118.8	-381.3	-132.1	-122.8
매입채무 및 기타채무	-331.1	921.6	539.0	102.2	95.0
<b>법인세납부</b>	<b>-289.1</b>	<b>-224.4</b>	<b>-285.1</b>	<b>-315.0</b>	<b>-334.5</b>
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2,163.8</b>	<b>-1,972.3</b>	<b>-1,810.8</b>	<b>-1,324.0</b>	<b>-1,014.4</b>
유형자산처분(취득)	-2,194.1	-1,956.8	-1,921.3	-1,300.0	-1,000.0
무형자산감소(증가)	-45.2	-40.4	-40.4	-40.4	-40.4
장단기금융자산	-0.9	-26.0	108.7	0.0	0.0
기타투자활동	76.3	51.0	42.2	16.4	26.0
FCF	319.9	572.3	320.5	1,209.8	1,530.6
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,175.4</b>	<b>-1,381.8</b>	<b>-277.4</b>	<b>-461.0</b>	<b>-461.0</b>
장단기금융부채감소(증가)	-545.0	-919.2	218.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-114.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-87.8	-97.8	-98.5	-98.5	-98.5
기타재무활동	-428.6	-364.8	-396.4	-362.6	-362.6
<b>현금의 증가</b>	<b>124.8</b>	<b>-83.1</b>	<b>503.3</b>	<b>836.4</b>	<b>1,164.4</b>
<b>기초현금</b>	<b>695.5</b>	<b>820.3</b>	<b>737.2</b>	<b>1,240.5</b>	<b>2,076.9</b>
<b>기말현금</b>	<b>820.3</b>	<b>737.2</b>	<b>1,240.5</b>	<b>2,076.9</b>	<b>3,241.3</b>

### 주요투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	-3.8	3.5	10.5	3.5	3.2
영업이익	-1.8	-1.3	2.1	4.8	4.4
세전계속사업이익	-15.7	22.0	11.0	0.6	6.2
EBITDA	2.2	3.5	4.2	3.3	1.0
EPS	-10.6	4.6	12.8	0.6	6.3
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	2.4	2.6	2.8	2.8	2.9
ROE(%)	5.1	5.2	5.6	5.4	5.5
EBITDA마진(%)	17.0	17.0	16.0	16.0	15.6
<b>안전성(%)</b>					
유동비율(%)	100.1	99.7	105.2	117.5	133.5
부채비율(%)	105.8	97.9	97.7	94.2	90.8
순차입금/자기자본(%)	76.8	68.5	64.7	57.3	48.5
EBITDA/이자비용(X)	7.1	9.0	8.1	8.4	8.5
<b>주당지표</b>					
EPS(원)	5,866	6,136	6,919	6,959	7,398
BPS(원)	115,590	121,394	126,958	132,561	138,604
CFPS(원)	16,049	16,535	17,975	18,200	18,351
DPS(원)	750	750	750	750	750
<b>Valuation지표(배)</b>					
P/E(x)	8.5	9.3	8.4	8.3	7.8
PBR(x)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
P/CF(x)	3.1	3.5	3.2	3.2	3.2
EV/EBITDA(x)	6.9	6.8	6.5	6.0	5.6

## 현대제철-주가 및 당사 목표주가 변경



## 최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격	목표 가격 대상 시점	평균 주가 과리율	최고 주가 과리율	날짜	투자 의견	적정 가격	목표 가격 대상 시점	평균 주가 과리율	최고 주가 과리율
2017.03.06	BUY	77,000원	12개월	30.5	19.2						
2017.01.09	BUY	70,000원	12개월	17.6	8.4						
2016.07.25	BUY	64,000원	12개월	14.5	-0.9						
2016.04.28	BUY	73,000원	12개월	35.7	13.2						

### 기업 투자 의견(향후 12개월 기준)

- Buy(매수): 15% 이상
- Hold(중립): -15% ~15%
- Sell(매도): -15% 이하

### 산업 투자 의견(향후 12개월 기준)

- OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준( $\pm 5\%$ ) 예상
- UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자 등급 비율

Buy (91.7%) | Hold (8.3%) | Sell (0%)

## Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주근깨로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.