



# BUY(Maintain)

목표주가: 66,000원  
주가(10/11): 52,900원  
시가총액: 70,593억원

## 철강

Analyst 박중국

02) 3787-5152  
jkpark@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (10/11)		2,458.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	64,600원	47,750원
등락률	-18.11%	10.79%
수익률	절대	상대
1M	-1.9%	-5.8%
6M	-5.9%	-18.7%
1Y	5.6%	-12.7%

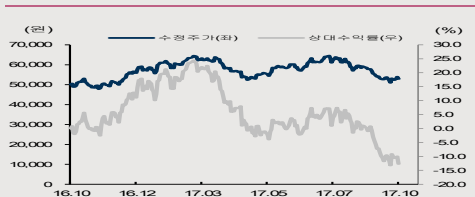
### Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	410천주
외국인 지분율	24.41%
배당수익률(17E)	1.32%
BPS(17E)	126,500원
주요 주주	기아자동차 17.27%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	161,325	166,915	185,611	193,921
보고영업이익	14,641	14,450	14,287	14,905
핵심영업이익	14,641	14,450	14,287	14,905
EBITDA	27,377	28,328	27,341	28,025
세전이익	9,267	11,302	12,290	12,462
순이익	7,392	8,340	9,221	9,197
지배주주지분순이익	7,336	8,188	9,072	9,013
EPS(원)	5,866	6,136	6,798	6,754
증감률(%)	-10.6	4.6	10.8	-0.7
PER(배)	8.52	9.3	7.8	7.8
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.8	6.7	6.6	6.3
보고영업이익률(%)	9.1	8.7	7.7	7.7
핵심영업이익률(%)	9.1	8.7	7.7	7.7
ROE(%)	5.0	5.2	5.5	5.2
순부채비율(%)	76.7	68.1	64.0	58.7

### Price Trend



# 현대제철 (004020)

## 대부분의 악재는 반영된 주가



3분기 실적은 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 별도 실적의 부진은 봉형강류의 투입원가 상승에 따른 이익 감소와 특수강 가동에 따른 초기 비용 때문으로 판단된다. 중국SSC의 부진이 3분기에도 이어질 전망이지만, 추가적인 악화는 제한적이라는 판단이다. 대폭적인 실적개선이나 자동차산업의 급작스런センチ먼트 개선을 현재로서는 기대하기 힘들다, 그것을 감안해도 주가 하락은 과도하다는 판단이다.

### >>>3Q17 컨센서스 소폭 하회

3분기 별도 실적은 매출액 4조 130억원(QoQ -6.1%, YoY 14.4%), 영업이익 3,240억원(QoQ -6.0%, YoY 1.1%), 연결 실적은 매출액 4조 5,377억원(QoQ -3.3% YoY 11.7%), 영업이익 3,417억원(QoQ -2.6%, YoY -4.1%)으로 별도, 연결 모두 시장기대치를 각각 -5.5%, -6.0% 하회 할 전망이다.

별도 기준 부진한 실적의 배경은 봉형강류의 이익 저하 때문으로 판단된다. 3Q17 봉형강류의 판매량은 205만톤(QoQ -7.7%, YoY 9.1%)으로 비수기 감안시 나쁘지 않은 수준이나, 철스크랩가격 상승(생철 A 분기평균 기준 3.3만 원/톤 상승), 전극봉 가격 상승 등 원가 상승 요인에도 철근가격(유통가격 기준)은 1.2만원/톤 상승하는데 그쳐 스프레드는 전분기 대비 악화되었을 것으로 전망된다. 반면, 판재류의 경우 현대기아차의 판매 부진에 따른 우려에도 3Q17 판매량 320만톤(QoQ -2.5%,YoY 3.5%)으로 견조 할 전망이며, 원재료투입단가 하락에 따른 스프레드 확대로 별도 영업이익률은 전분기와 유사 할 것으로 판단된다.

연결 실적의 경우 중국 SSC의 부진은 3분기에도 지속 될 전망이지만, STS 가격 상승에 따른 현대비앤지스틸의 실적 개선이 기대되어 연결영업이익 기여는 전분기 61억보다 확대된 177억원을 전망한다.

### >>>현재 주가 수준은 낙폭 과대로 판단

동사의 주가는 연초대비 -10%, 단기 고점이었던 7월 20일 64,600원(증가 기준)대비 -20% 하락하였다. 현대기아차의 중국판매 부진이 동사 주가의 하방압력으로 작용한 것으로 판단되며, 철강시황 호조로 연초대비 22% 상승한 POSCO와는 극명하게 대조되는 흐름을 나타내고 있다. 이에 동사와 POSCO와의 Valuation gap도 철강업 다운사이클이 본격화된 2011년 이래로 최대로 확대되어 현대제철 주가는 현재 12m fwd PBR 기준 POSCO대비 30% 디스카운트 받고 있다.

우리는 현 주가 수준은 낙폭 과대라 판단하며, 점진적으로 Valuation gap을 줄여 나갈 것으로 판단한다. 그 근거는 1)중국SSC의 추가적인 악화는 제한적이며, 2) 4분기 철강시황 호조에 따른 실적 개선이 기대되며 3) Valuation도 역사적 저점으로 추가적 하락은 제한적이기 때문이다. 저점매수 전략이 유효하다는 판단이며, 투자 의견 Buy는 유지하나 target multiple을 0.6배에서 0.5배로 조정함에 따라 목표주가를 66,000으로 하향한다.

3Q17 실적 전망

(단위: 억원, %, %p)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>별도</b>									
매출액(억원)	35,069	40,507	39,559	42,743	40,130	40,479	-0.9	14.4	-6.1
영업이익(억원)	3,203	3,491	2,831	3,448	3,240	3,429	-5.5	1.1	-6.0
영업이익률(%)	9.1	8.6	7.2	8.1	8.1	8.5	-0.4	-1.1	0.0
<b>연결</b>									
매출액(억원)	40,634	46,586	45,741	46,925	45,377	45,553	-0.4	11.7	-3.3
영업이익(억원)	3,562	3,874	3,497	3,509	3,417	3,636	-6.0	-4.1	-2.6
영업이익률(%)	8.8	8.3	7.6	7.5	7.5	8.0	-0.5	-1.2	0.1

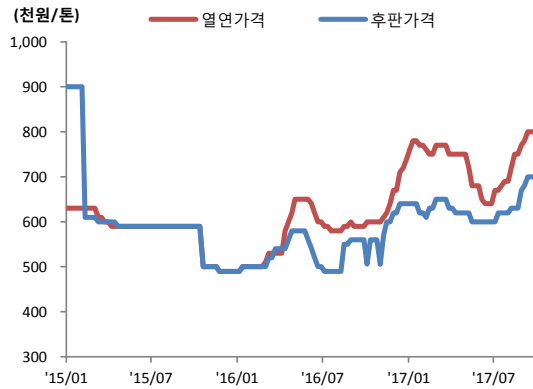
자료: 현대제철, 키움증권

현대제철 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>											
판재류	20,360	21,240	22,240	25,350	25,069	26,020	24,960	25,740	89,190	101,789	106,292
봉형강류	11,680	14,910	12,830	15,160	14,490	16,720	15,170	16,280	54,580	62,660	62,329
합계	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	42,743	40,130	42,020	143,766	164,452	171,421
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판재류	679	689	719	741	773	793	780	780	708	781	800
봉형강류	648	682	683	708	746	753	740	740	682	745	730
전체	667	686	705	729	763	777	764	764	698	757	771
<b>판매량(천톤)</b>											
판재류	2,997	3,084	3,093	3,419	3,244	3,282	3,200	3,300	12,593	13,026	13,287
봉형강류	1,803	2,185	1,879	2,140	1,942	2,220	2,050	2,200	8,007	8,412	8,538
전체	4,800	5,269	4,972	5,559	5,186	5,502	5,250	5,500	20,600	21,438	22,225
영업이익	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	3,448	3,240	3,686	12,774	13,205	13,765
영업이익률	8.0	9.7	9.1	8.6	7.2	8.1	8.1	8.8	8.9	8.0	8.0
<b>매출비중(%)</b>											
판재류	63.5	58.8	63.4	62.6	63.4	60.9	62.2	61.3	62.0	61.9	62.0
봉형강류	36.5	41.2	36.6	37.4	36.6	39.1	37.8	38.7	38.0	38.1	36.4
<b>연결기준</b>											
매출액	37,438	42,257	40,634	46,586	45,741	46,925	45,377	47,567	166,915	185,611	193,921
본사	32,040	36,151	35,069	40,507	39,559	42,743	40,130	42,020	143,766	164,452	171,421
본사외	5,398	6,107	5,565	6,079	6,182	4,182	5,247	5,547	23,149	21,159	22,500
영업이익	2,692	4,322	3,562	3,874	3,497	3,509	3,417	3,865	14,450	14,287	14,905
본사	2,558	3,522	3,203	3,491	2,831	3,448	3,240	3,686	12,774	13,205	13,765
본사외	134	799	360	383	666	61	177	179	1,676	1,082	1,140
영업이익률	7.2	10.2	8.8	8.3	7.6	7.5	7.5	8.1	8.7	7.7	7.7
<b>YoY</b>											
매출액	-0.2	5.8	-0.5	8.2	22.2	1.4	3.4	3.2	7.2	5.1	5.1
본사	-7.4	-2.4	-3.2	9.6	23.5						
본사외	86.5	109.2	20.5	-0.3	14.5	11.0	11.7	2.1	3.5	11.2	4.5
영업이익	-20.8	-0.3	7.7	7.5	29.9	18.2	14.4	3.7	-0.7	14.4	4.2
본사	-24.9	-17.0	-11.5	2.4	10.7	-31.5	-5.7	-8.7	40.0	-8.6	6.3
본사외	흑전	806.2	흑전	98.6	398.1	-18.8	-4.1	-0.2	-1.3	-1.1	4.3
영업이익률	-1.9	-0.6	0.7	-0.1	0.5	-2.1	1.1	5.6	-13.0	3.4	4.2

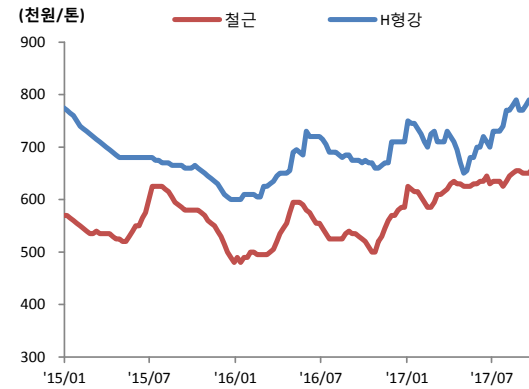
자료: 현대제철, 키움증권

국내 판재류 유통가격: 뚜렷한 이상향



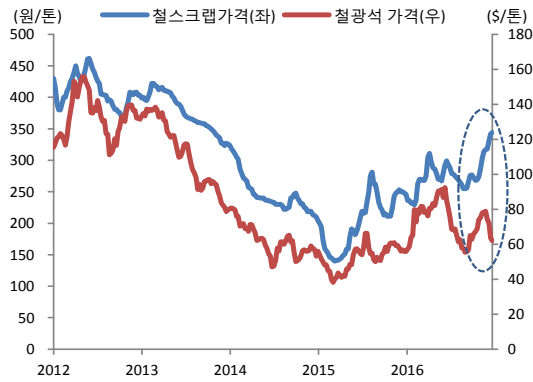
자료: 스틸데일리, 키움증권 주:포스코산 유통가격 기준

국내 봉형강류 유통가격:상승폭이 둔화된 철근



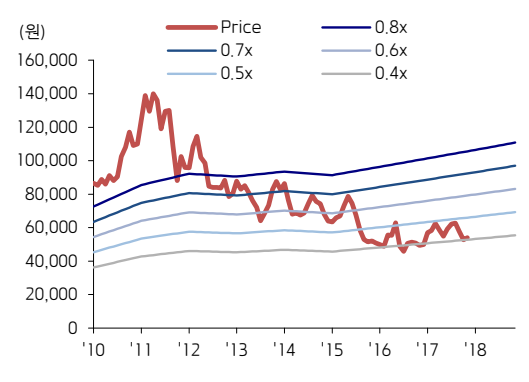
자료: 스틸데일리, 키움증권 주:현대제철산 유통가격 기준

상반되는 철스크랩&철광석 가격 흐름



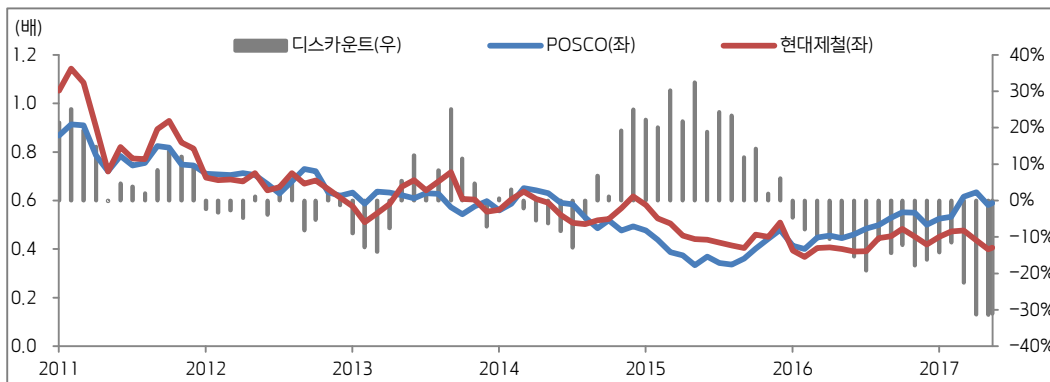
자료: 스틸데일리, 키움증권 주:철스크랩은 생철 기준, 철광석은 분광 청다오항 구 수입가

12m FWD PBR 0.4배로 역사적 저점 수준



자료: 현대제철, 키움증권

최대로 벌어진 Valuation Gap



자료: 키움증권 주:12m fwd PBR기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	161,325	166,915	185,611	193,921	200,720
매출원가	137,019	142,308	160,786	168,006	173,874
매출총이익	24,306	24,607	24,825	25,914	26,846
판매비및일반관리비	9,665	10,157	10,538	11,010	11,396
영업이익(보고)	14,641	14,450	14,287	14,905	15,450
영업이익(핵심)	14,641	14,450	14,287	14,905	15,450
영업외손익	-5,374	-3,148	-1,997	-2,443	-2,427
이자수익	148	113	100	129	133
배당금수익	167	281	212	326	338
외환이익	1,638	2,342	2,536	0	0
이자비용	3,885	3,153	2,871	2,897	2,897
외환손실	3,007	2,533	2,179	0	0
관계기업지분법손익	95	100	111	0	0
투자및기타자산처분손익	-244	-103	-33	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-236	56	0	0
기타	-367	41	72	0	0
법인세차감전이익	9,267	11,302	12,290	12,462	13,023
법인세비용	1,876	2,963	3,069	3,265	3,412
유효법인세율 (%)	20.2%	26.2%	25.0%	26.2%	26.2%
당기순이익	7,392	8,340	9,221	9,197	9,611
지배주주지분순이익(억원)	7,336	8,188	9,072	9,013	9,419
EBITDA	27,377	28,328	27,341	28,025	28,637
현금순이익(Cash Earnings)	20,127	22,217	22,275	22,317	22,798
수정당기순이익	7,521	8,590	9,206	9,197	9,611
증감율(% YoY)					
매출액	-3.8	3.5	11.2	4.5	3.5
영업이익(보고)	-1.8	-1.3	-1.1	4.3	3.7
영업이익(핵심)	-1.8	-1.3	-1.1	4.3	3.7
EBITDA	2.2	3.5	-3.5	2.5	2.2
지배주주지분 당기순이익	-4.1	11.6	10.8	-0.7	4.5
EPS	-10.6	4.6	10.8	-0.7	4.5
수정순이익	-5.2	14.2	7.2	-0.1	4.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,732	29,638	18,935	20,695	21,327
당기순이익	7,392	8,340	9,221	9,197	9,611
감가상각비	11,904	12,825	12,108	12,269	12,422
무형자산상각비	832	1,053	947	851	765
외환손익	1,174	487	-357	0	0
자산처분손익	388	154	33	0	0
지분법손익	-95	-100	-111	0	0
영업활동자산부채 증감	9,096	5,375	-3,243	-1,442	-1,179
기타	42	1,504	339	-181	-292
투자활동현금흐름	-22,017	-20,230	-17,098	-15,918	-15,751
투자자산의 처분	-1,128	-257	-2,065	-918	-751
유형자산의 처분	226	188	0	0	0
유형자산의 취득	-22,167	-19,757	-15,000	-15,000	-15,000
무형자산의 처분	-452	-404	0	0	0
기타	1,503	0	-33	0	0
재무활동현금흐름	-7,468	-10,170	-214	-616	-667
단기차입금의 증가	-24,399	-30,355	0	0	0
장기차입금의 증가	18,949	21,162	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-978	-985	-985	-985
기타	-1,140	0	771	369	317
현금및현금성자산의순증가	1,248	-831	1,624	4,161	4,908
기초현금및현금성자산	6,955	8,203	7,372	8,996	13,157
기말현금및현금성자산	8,203	7,372	8,996	13,157	18,065
Gross Cash Flow	21,636	24,263	22,178	22,136	22,506
Op Free Cash Flow	10,890	9,754	4,298	7,678	8,410

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,668	67,950	76,097	83,243	90,585
현금및현금성자산	8,203	7,372	8,734	12,864	17,739
유동금융자산	2,130	1,837	2,043	2,134	2,209
매출채권및유동채권	23,385	24,609	27,366	28,591	29,593
채고자산	32,872	34,077	37,894	39,591	40,979
기타유동비금융자산	78	54	60	62	65
비유동자산	252,696	255,943	260,294	263,281	266,152
장기매출채권및기타비유동채권	902	1,382	1,536	1,605	1,661
투자자산	18,957	19,938	22,189	23,227	24,229
유형자산	214,107	216,452	219,345	222,075	224,653
무형자산	18,526	17,931	16,985	16,134	15,368
기타비유동자산	204	240	240	240	240
자산총계	319,364	323,893	336,391	346,524	356,737
유동부채	66,574	68,131	71,601	73,143	74,405
매입채무및기타유동채무	25,912	29,718	33,046	34,526	35,737
단기차입금	18,935	11,055	11,055	11,055	11,055
유동성장기차입금	20,538	26,100	26,100	26,100	26,100
기타유동부채	1,190	1,258	1,399	1,462	1,513
비유동부채	97,590	92,125	92,918	93,296	93,621
장기매입채무및비유동채무	110	192	213	223	230
사채및장기차입금	89,890	83,563	83,563	83,563	83,563
기타비유동부채	7,590	8,371	9,142	9,510	9,827
부채총계	164,164	160,256	164,518	166,439	168,025
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
주식발행초과금	37,200	37,200	37,200	37,200	37,200
이익잉여금	97,949	105,485	113,590	121,636	130,088
기타자본	10,599	11,347	11,347	11,347	11,347
지배주주지분자본총계	152,420	160,704	168,809	176,855	185,308
비지배주주지분자본총계	2,780	2,932	3,063	3,230	3,404
자본총계	155,200	163,636	171,873	180,085	188,712
순차입금	119,030	111,509	109,941	105,720	100,770
총차입금	129,363	120,718	120,718	120,718	120,718

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,866	6,136	6,798	6,754	7,058
BPS	114,219	120,427	126,500	132,530	138,864
주당EBITDA	21,890	21,228	20,488	21,001	21,460
CFPS	16,093	16,649	16,692	16,724	17,084
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	8.5	9.3	7.8	7.8	7.5
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	6.6	6.3	6.0
PCFR	3.1	3.4	3.2	3.2	3.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.1	8.7	7.7	7.7	7.7
영업이익률(핵심)	9.1	8.7	7.7	7.7	7.7
EBITDA margin	17.0	17.0	14.7	14.5	14.3
순이익률	4.6	5.0	5.0	4.7	4.8
자기자본이익률(ROE)	5.0	5.2	5.5	5.2	5.2
투자자본이익률(ROIC)	4.8	4.2	3.7	4.2	4.3
안정성(%)					
부채비율	105.8	97.9	95.7	92.4	89.0
순차입금비율	76.7	68.1	64.0	58.7	53.4
이자보상배율(배)	3.8	4.6	5.0	5.1	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.0	7.1	6.9	6.9
채고자산회전율	5.2	5.0	5.2	5.0	5.0
매입채무회전율	7.0	6.0	5.9	5.7	5.7

Compliance Notice

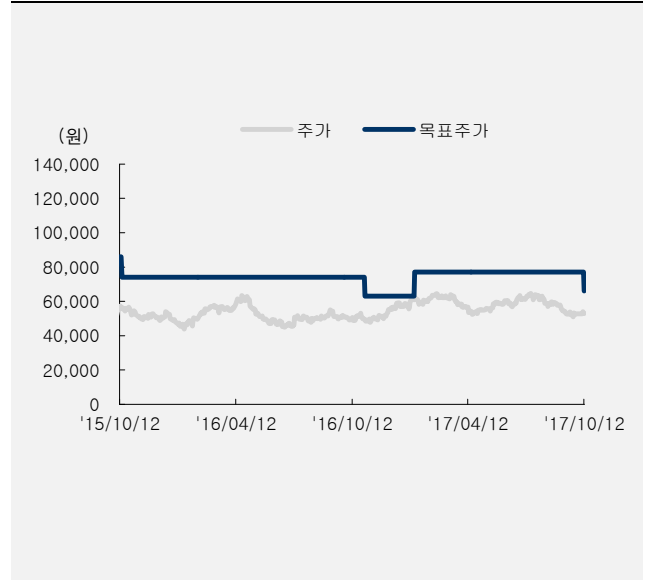
- 당사는 10월 11일 현재 '현대제철' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수화학 (005950)	2015-10-15	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-24.95	-23.78
	2015-10-23	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-28.42	-23.38
	2015-11-24	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-30.56	-23.38
	2016-01-18	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-31.28	-23.38
	2016-01-28	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89
	2016-04-28	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89
	2016-05-09	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89
	2016-07-14	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89
	2016-10-18	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89
	2016-11-01	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-17.62
	2016-11-28	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-13.98	-3.02
	2017-01-18	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-21.17	-19.48
	2017-01-26	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-21.50	-16.23
	2017-04-18	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-22.44	-16.23
	2017-04-28	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.54	-16.23
	2017-06-02	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.55	-16.23
	2017-06-26	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.10	-16.23
	2017-07-13	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.10	-16.23
	2017-10-12	BUY(Maintain)	66,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%