

이현수



(02)3770-5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

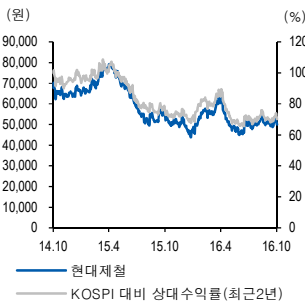
철강

투자 의견: **BUY (M)**
목표주가: **68,000원 (M)**

주가 (10/28)	49,950원
자본금	6,672억원
시가총액	66,656억원
주당순자산	116,920원
부채비율	105.78
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	221억원
60일 평균 거래량	431,869주
52주 고	63,400원
52주 저	43,850원
외인지분율	21.64%
주요주주	기아자동차 외 10 인 35.99%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(2.4)	(2.8)	(9.0)
상대	(0.8)	(2.7)	(8.0)
절대(달러환산)	(6.5)	(4.6)	(10.1)



현대제철 (004020)

3Q16 Review: 갈림길 앞에 서다

What's new?

- 3Q16 잠정실적 Reivew
- 연결 영업이익 3,562억원(qoq -17.6%, yoy +7.7%)
- 당사 추정(연결 영업이익 4,049억원)을 하회하는 실적
- Consensus(연결 영업이익 3,788억원)를 하회하는 실적

Our view

- 4Q16, 봉형강류 부문은 계절적 성수기를 맞아 판매량 확대로 수익성 개선에 나설 것으로 판단
- 자동차강판 가격 협상 결과에 따라 2017년 수익성 및 동사를 바라보는 투자자들의 시각이 달라질 수 있다고 판단

3Q16 잠정실적 Review

1) 별도: 계절적 비수기임에도 불구하고 판재류의 경우 상반기 생산차질을 빚었던 1고로가 정상화되며 전분기대비 판매량이 증가(+2%)했으나, 봉형강류는 계절적 영향을 받으며 전분기대비 -14% 판매량이 감소했다. 판재가격 또한 판재류와 봉형강류가 방향을 달리했다. 판재류는 유통향을 중심으로 한 열연가격이 상승했으며, 후판 역시 조선향 판재가격을 인상했다. 그러나, 철근의 경우 3Q에 유통가격이 약세를 보이며 판재가격 역시 전분기대비 하락했다. 형강류 판재가격이 소폭 상승했으나, 봉형강류 전체 판재가격은 판재류와 달리 전분기대비 톤당 -0.5만원 하락했다. 2) 연결: 2Q에는 별도 영업이익과 연결 영업이익의 차이가 약 800억원(연결-별도)이었으나, 3Q에는 그 차이가 360억원 가량으로 축소됐다. 2Q에는 미실현순이익의 실현분이 제거분보다 다소 크게 발생하며 약 70억원의 추가 영업이익이 계상됐을 것으로 판단된다. 70억원을 제외하더라도 약 730억원이 차이가 발생했다. 즉, 3Q에 내부거래에 따른 영업이익 상계가 발생하지 않았다는 가정하에 국내 및 해외 종속회사들에서 벌어들인 영업이익 규모가 전분기대비 -370억원 감소한 것이다. 국내와 해외 종속회사들이 전반적으로 실적이 부진했다고 추정해볼 수 있다.

4Q16 갈림길 앞에 서다

3Q에 부진했던 봉형강류 부문은 계절적 성수기를 맞아 4Q에는 판매량이 확대되며 실적개선이 이루어질 것으로 판단된다. 철근가격의 경우 아직까지 건설사측과 협상이 마무리 되지 않았지만, 유통향 비중이 높은 형강류의 경우 판재가격 상승이 예상된다. 판재류 부문은 열연과 후판 판재가격은 전분기에 이어 4Q에도 인상될 것으로 전망된다. 향후 동사의 수익성을 결정할 가장 중요한 키는 자동차강판을 위시로 한 냉연제품 가격 인상 여부라 판단된다. 냉연제품은 연간 약 620만톤 가량 판매되고 있다. 그 중에서 70% 이상이 자동차강판으로 추정된다. 자동차강판 가격은 지난 2013년말 당시 현대하이스코로부터 냉연부문을 분할합병 한 이후 총 3차례 인가가 이루어졌다. 철광석 및 원료탄 등 주요 원재료 가격의 하락이 주된 요인이었다. 상황은 바뀌었다. 냉연부문을 시작한 후 원재료 가격이 상승한 시기를 처음 맞이했다. 소폭이었다면 제품가격 조정이 없을 수 있지만, 이번 4Q 원료탄 계약가격 결과는 큰 폭의 상승이라 말할 수 있다. 이제는 자동차강판 가격을 올려야 할 시기가 도래했다. 가격 협상 결과에 따라 수익성도 달라지겠지만 동사를 바라보는 시각 또한 달라질 수 있다고 판단된다.

분기실적

(억원)	3Q16E	전년동기대비 (%)	전분기대비 (%)	컨센서스 (%)	컨센서스대비 (%)
매출액	40,634	-0.5	-3.8	40,991	-0.9
영업이익	3,562	7.7	-17.6	3,788	-6.0
세전계속사업이익	4,037	3,542.4	15.3	3,283	23.0
순이익	3,000	1,052.0	23.2	2,411	24.4
영업이익률(%)	8.8	+0.7 %pt	-1.4 %pt	9.2	-0.4 %pt
순이익률(%)	7.4	+6.8 %pt	+1.6 %pt	5.9	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	167,624	161,325	163,788	183,588
영업이익	14,911	14,641	14,568	16,188
지배주주귀속 순이익	7,648	7,336	9,431	9,996
증가율	10.5	-4.1	28.6	6.0
PER	10.9	10.7	7.1	6.7
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.5	5.8
ROE	5.7	5.1	6.0	6.0

주: 영업이익=매출총이익-판매비, 자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2015	2016E	2017E	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	QoQ	YoY	4Q16E
매출액	14,480	14,082	16,056	3,461	3,702	3,622	3,695	3,204	3,615	3,507	-3.0%	-3.2%	3,756
¹⁾ 봉형강류	3,994	3,771	3,978	975	1,088	957	974	787	1,073	914	-14.8%	-4.4%	996
²⁾ 판재류	8,685	8,147	9,217	2,165	2,291	2,120	2,109	1,895	1,980	2,075	4.8%	-2.1%	2,197
기타	1,801	2,165	2,861	321	324	545	612	523	562	518	-7.8%	-5.0%	563
판매량	19,926	20,248	20,912	4,511	5,216	4,852	5,347	4,800	5,269	4,972	-5.6%	2.5%	5,207
¹⁾ 봉형강류	6,347	6,416	6,474	1,426	1,775	1,509	1,637	1,440	1,787	1,536	-14.0%	1.8%	1,653
²⁾ 판재류	12,213	12,022	12,130	2,899	3,240	2,912	3,162	2,898	2,984	3,029	1.5%	4.0%	3,111
기타	1,366	1,810	2,308	186	201	431	548	462	498	407	-18.3%	-5.6%	443
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	629	588	615	684	613	634	595	546	601	595	-0.9%	-6.1%	603
변동폭	-94	-42	27	-20	-71	21	-39	-49	54	-5	-	-	7
³⁾ 원재료 투입가격(B)	236	231	251	259	247	236	201	190	251	236	-6.2%	-0.1%	245
변동폭	-116	-5	20	-54	-12	-11	-35	-11	61	-16	-	-	9
추정 스프레드(A-B)	393	357	364	425	366	398	393	356	349	359	2.9%	-9.7%	358
변동폭	22	-36	7	34	-59	32	-5	-37	-7	10	-	-	-1
²⁾ 판재류 ASP(C)	711	678	760	747	707	728	667	654	664	685	3.2%	-5.9%	706
변동폭	-102	-33	82	-45	-40	21	-61	-13	10	22	-	-	21
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	197	169	246	221	204	188	174	158	161	166	2.8%	-11.9%	192
변동폭	-86	-28	77	-14	-17	-16	-14	-16	3	5	-	-	26
추정 스프레드(C-D)	514	509	514	526	503	540	493	496	502	519	3.4%	-3.8%	515
변동폭	-16	-6	6	-31	-23	37	-47	2	7	17	-	-	-5
영업이익	1,468	1,271	1,397	341	424	362	341	256	352	320	-9.1%	-11.5%	343
이익률	10.1%	9.0%	8.7%	9.8%	11.5%	10.0%	9.2%	8.0%	9.7%	9.1%	-0.6%p	-0.9%p	9.1%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H형강+형강, 주 2) 열연+냉연+후판, 주 3) 국산 철스크랩 중량 A+미국산 수입, 주 4) 철광석(1.6톤)+원료탄(0.75톤) 가정

[표-2] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2015	2016E	2017E	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	QoQ	YoY	4Q16E
매출액	16,132	16,379	18,359	3,751	3,994	4,083	4,304	3,744	4,226	4,063	-3.8%	-0.5%	4,346
별도	14,480	14,082	16,056	3,461	3,702	3,622	3,695	3,204	3,615	3,507	-3.0%	-3.2%	3,756
국내 기타	1,096	1,049	1,179	288	289	265	254	250	266	258	-3.0%	-3.0%	276
해외	1,982	4,096	4,131	13	5	911	1,053	986	1,057	1,016	-3.8%	11.6%	1,038
(연결조정)	1,426	2,817	3,008	12	2	715	697	696	712	686	-	-	724
영업이익	1,464	1,457	1,619	340	433	331	360	269	432	356	-17.6%	7.7%	399
이익률	9.1%	8.9%	8.8%	9.1%	10.8%	8.1%	8.4%	7.2%	10.2%	8.8%	-1.5%p	0.7%p	9.2%
별도	1,468	1,271	1,397	341	424	362	341	256	352	320	-9.1%	-11.5%	343
이익률	10.1%	9.0%	8.7%	9.8%	11.5%	10.0%	9.2%	8.0%	9.7%	9.1%	-0.6%p	-0.9%p	9.1%
국내 기타	34	53	71	4	11	12	7	9	25	5	-79.2%	-56.0%	14
이익률	3.1%	5.0%	6.0%	1.5%	3.9%	4.4%	2.6%	3.6%	9.3%	2.0%	-7.3%p	-2.4%p	5.0%
해외	69	161	153	0	0	24	46	37	48	34	-29.7%	40.9%	42
이익률	3.5%	3.9%	3.7%	-2.8%	-6.4%	2.6%	4.3%	3.7%	4.6%	3.3%	-1.2%p	0.7%p	4.0%
(연결조정)	107	26	0	5	2	67	33	33	-7	0	-	-	0
세전이익	927	1,286	1,351	312	258	11	345	208	350	404	15.3%	3543.7%	324
이익률	5.7%	7.8%	7.4%	8.3%	6.5%	0.3%	8.0%	5.6%	8.3%	9.9%	1.6%p	9.7%p	7.4%
순이익	739	957	1,014	243	201	26	269	159	255	301	18.1%	1050.6%	243
이익률	4.6%	5.8%	5.5%	6.5%	5.0%	0.6%	6.2%	4.2%	6.0%	7.4%	1.4%p	6.8%p	5.6%
지배순이익	734	943	1,000	243	199	26	266	160	244	300	23.2%	1052.0%	240
이익률	4.5%	5.8%	5.4%	6.5%	5.0%	0.6%	6.2%	4.3%	5.8%	7.4%	1.6%p	6.7%p	5.5%

자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	167,624	161,325	163,788	183,588	195,110
매출원가	144,416	137,019	138,852	155,821	165,063
매출총이익	23,207	24,306	24,936	27,767	30,047
판매비	8,296	9,665	10,368	11,578	12,305
영업이익	14,911	14,641	14,568	16,188	17,742
EBITDA	26,797	27,377	28,248	30,604	32,521
영업외손익	-3,924	-5,374	-1,711	-2,674	-2,396
외환관련손익	91	-1,370	1,125	0	0
이자손익	-4,017	-3,738	-3,133	-2,954	-2,677
관계기업관련손익	115	95	66	0	0
기타	-113	-362	231	281	281
법인세비용차감전순손익	10,988	9,267	12,856	13,515	15,346
법인세비용	3,165	1,876	3,291	3,379	3,836
계속사업순손익	7,823	7,392	9,565	10,136	11,509
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,823	7,392	9,565	10,136	11,509
지배지분순이익	7,648	7,336	9,431	9,996	11,351
포괄순이익	5,080	7,439	9,588	10,136	11,509
지배지분포괄이익	4,921	7,386	9,431	9,972	11,323

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	61,206	66,668	67,897	73,361	78,530
현금및현금성자산	6,955	8,203	7,036	8,028	9,301
매출채권 및 기타채권	21,657	22,568	23,848	25,656	27,233
재고자산	29,540	32,872	34,282	36,946	39,264
비유동자산	228,132	252,696	251,446	250,030	248,251
유형자산	195,723	214,107	213,307	212,822	211,868
관계기업등 자본관련자산	1,156	1,163	1,131	1,131	1,131
기타투자자산	15,543	16,184	16,482	16,482	16,482
자산총계	289,338	319,364	319,344	323,392	326,781
유동부채	58,856	66,574	59,133	54,007	46,836
매입채무 및 기타채무	19,824	25,538	21,338	22,212	25,041
단기차입금	18,662	18,935	15,116	15,116	10,116
유동성장기부채	18,408	20,538	21,084	15,084	10,084
비유동부채	92,334	97,590	96,071	96,071	96,071
장기차입금	39,516	44,098	43,916	43,916	43,916
사채	45,910	45,792	43,794	43,794	43,794
부채총계	151,190	164,164	155,203	150,077	142,907
자본지분	136,239	152,420	161,169	170,184	180,553
자본금	5,827	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	28,696	39,220	39,152	39,152	39,152
이익잉여금	91,919	97,949	106,402	115,417	125,786
비지배지분	1,909	2,780	2,971	3,131	3,321
자본총계	138,148	155,200	164,141	173,314	183,874
순차입금	113,744	119,180	115,072	108,079	96,807
총차입금	122,605	129,515	124,105	118,105	108,105

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	19,366	30,656	20,038	20,848	25,116
당기순이익	7,823	7,392	9,565	10,136	11,509
감가상각비	11,329	11,904	12,654	13,486	13,953
외환손익	715	1,174	-971	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3,033	9,020	-3,137	-4,656	-2,125
기타현금흐름	2,531	1,167	1,926	1,822	1,779
투자활동 현금흐름	-11,314	-21,946	-15,784	-12,398	-12,398
투자자산	-16	-1,024	-4	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,538	-22,167	-16,124	-13,000	-13,000
유형자산 감소	373	226	41	0	0
기타현금흐름	-1,133	1,018	303	602	602
재무활동 현금흐름	-8,754	-7,462	-6,452	-6,991	-10,991
단기차입금	-9,565	-3,864	-3,824	0	-5,000
사채 및 장기차입금	1,390	-1,581	-1,907	-6,000	-5,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-579	-878	-987	-991	-991
기타현금흐름	0	-1,140	267	0	0
연결범위변동 등 기타	4	1	1,030	-466	-454
현금의 증감	-699	1,248	-1,167	992	1,273
기초 현금	7,654	6,955	8,203	7,036	8,028
기말 현금	6,955	8,203	7,036	8,028	9,301
NOPLAT	14,911	14,641	14,568	16,188	17,742
FCF	8,931	11,267	5,258	8,901	12,961

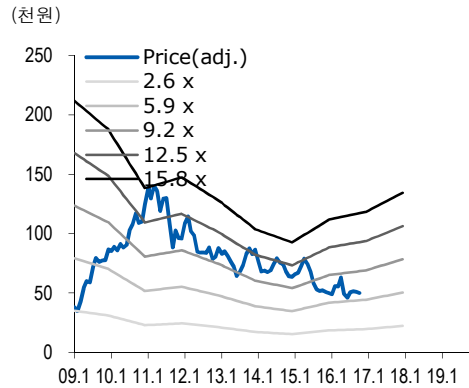
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

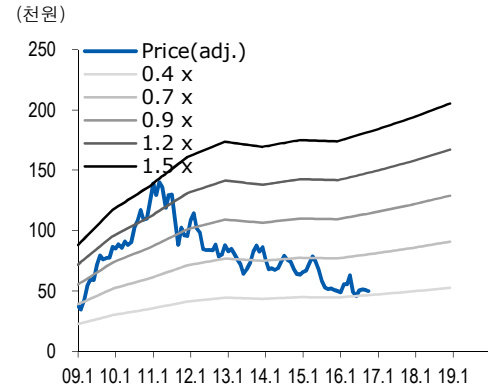
결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
EPS	6,562	5,866	7,067	7,491	8,506
BPS	117,571	116,920	123,101	129,986	137,905
EBITDAPS	22,992	21,890	21,168	22,934	24,370
SPS	143,821	128,991	122,737	137,575	146,209
DPS	750	750	750	750	750
PER	10.9	10.7	7.1	6.7	5.9
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.5	5.8	5.1
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액 증가율 (%)	23.9	-3.8	1.5	12.1	6.3
영업이익 증가율 (%)	95.5	-1.8	-0.5	11.1	9.6
지배순이익 증가율 (%)	10.5	-4.1	28.6	6.0	13.5
매출총이익률 (%)	13.8	15.1	15.2	15.1	15.4
영업이익률 (%)	8.9	9.1	8.9	8.8	9.1
지배순이익률 (%)	4.6	4.5	5.8	5.4	5.8
EBITDA 마진 (%)	16.0	17.0	17.2	16.7	16.7
ROIC	4.4	4.7	4.1	4.5	4.9
ROA	2.6	2.4	3.0	3.1	3.5
ROE	5.7	5.1	6.0	6.0	6.5
부채비율 (%)	109.4	105.8	94.6	86.6	77.7
순차입금/자기자본 (%)	83.5	78.2	71.4	63.5	53.6
영업이익/금융비용 (배)	3.5	3.8	4.4	5.2	6.3

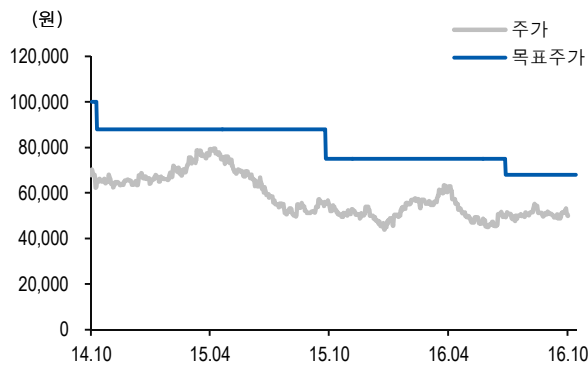
PER Band chart



PBR Band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2016-10-31	BUY	68,000
2016-09-28	BUY	68,000
2016-08-31	BUY	68,000
2016-08-29	BUY	68,000
2016-07-27	BUY	68,000
2016-07-25	BUY	68,000
2016-06-29	BUY	75,000
2016-05-31	BUY	75,000
2016-04-28	BUY	75,000
2016-04-27	BUY	75,000

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.1
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	13.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2016-10-27

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.