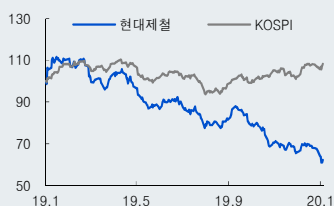


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 37,000원
현재주가(20/01/10)	28,800원
상승여력	28%

영업이익(19F, 십억원)	476
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	540
EPS 성장률(19F, %)	-97.9
MKT EPS 성장률(19F, %)	-34.1
P/E(19F, x)	502.6
MKT P/E(19F, x)	15.2
KOSPI	2,206.39

시가총액(십억원)	3,843
발행주식수(백만주)	133
유동주식비율(%)	62.4
외국인 보유비중(%)	22.1
베타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	28,200
52주 최고가(원)	51,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.6	-28.0	-41.1
상대주가	-11.2	-32.8	-44.9



[첨단금속소재/기계]

이재광
 02-3774-6022
 jkrhee@miraeasset.com

현대제철 (004020)

차강판 마진 축소 그림자

현대하이스코 합병 이후 주가 반토막, 차강판 마진 축소 영향 컸을 것

2015년 7월 현대하이스코와의 합병 이후 현대제철의 16~18년 평균 시가총액은 7.2조원 수준이었으나, 19년 이후 주가 하락세 지속되면서 전일 기준 3.8조원으로 16~18년 평균 시가총액 대비 약 48% 하락, 3.4조원 감소. 주가 하락은 결국 실적 감소 때문. 현대제철의 연결 기준 영업이익은 16~18년 평균 1.4조원 수준(18년은 통상임금 효과 조정)이었으나, 19년 영업이익은 0.5조원 수준으로 급감한 것으로 추정됨. 이익 감소 원인은 미중 무역분쟁으로 촉발된 철강 업황 둔화 영향도 있겠으나, 동사 이익에 미치는 영향을 감안했을 때, 현대기아차차량 차강판 마진 축소 영향이 가장 컸을 것으로 보임.

현기차와의 차강판 가격 협상, 시장 논리로 결정된다고 보기 어려운 상황

11년부터 하락한 제선원가(철광석과 원료탄의 가중평균 가격)는 15년 말을 기점으로 반등. 원화 기준으로 환산해보면 15년 4분기 톤당 15만원 수준이었으나 이후 평균 30만원 수준으로 상승. 하지만 동기간 동안 동사의 현대기아차차량 차강판 가격은 17년 2분기 톤당 약 6만원 인상에 그쳤음. 즉, 동사의 차강판 마진은 톤당 약 9만원 수준의 마진이 감소한 것으로 볼 수 있음. 이는 연간 이익으로 환산하면 약 4,000억원 수준의 이익이 감소하는 효과.

물론 원가가 오른다고 해서 제품가격을 무조건 올릴 수 있는 것은 아님. 하지만 1)동기간 철강 가격(중국 열연 수출 가격 기준) 역시 톤당 300달러에서 500달러 수준으로 상승한 점, 그리고 2)경쟁사의 냉연 평균 판매가격은 약 15만원 상승한 점을 감안하면 동사의 차강판 가격 인상 폭은 시장 논리에 의해 결정된 것으로 보기 어려움.

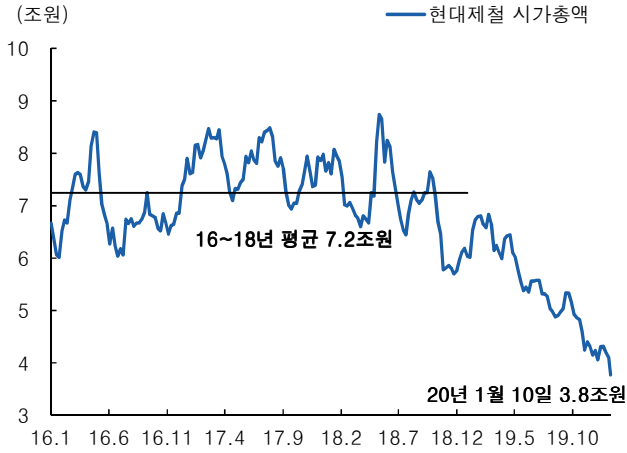
투자 의견 매수 유지하나 목표주가 하향 조정

투자 의견은 매수를 유지함. 상승한 차강판 마진 축소는 주가에 상당부분 반영된 상황으로 판단하고, 철강 가격이 19년 11월 기점으로 반등, 현재까지 상승세를 나타내고 있어, 차강판 가격 인상은 어렵더라도 타제품 가격 인상이 기대되기 때문. 목표주가는 기존 4.2만원에서 3.7만원으로 11.9% 하향 조정. 당초 기대했던 19년 하반기 차강판 가격이 동결이 된 것으로 파악되고, 올해 가격 인상 가능성도 낮아 보여 예상 실적을 하향 조정했기 때문.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	16,692	19,166	20,780	20,281	19,529	20,294
영업이익 (십억원)	1,445	1,368	1,026	476	586	675
영업이익률 (%)	8.7	7.1	4.9	2.3	3.0	3.3
순이익 (십억원)	850	716	399	8	226	293
EPS (원)	6,371	5,366	2,988	63	1,697	2,199
ROE (%)	5.4	4.4	2.4	0.0	1.3	1.6
P/E (배)	8.9	10.9	15.1	502.6	17.0	13.1
P/B (배)	0.5	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.7	2.4	2.6	2.6

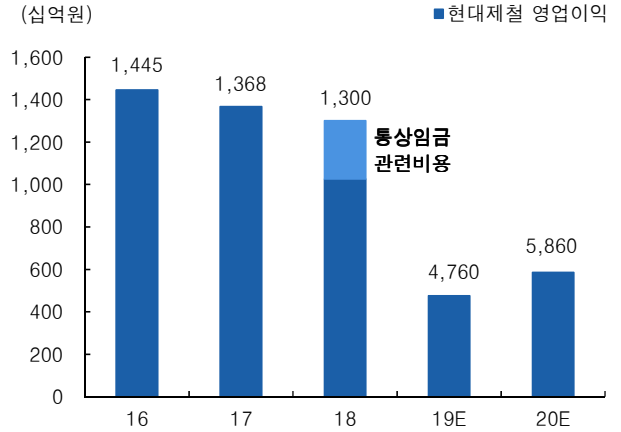
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 현대제철, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 현대제철 시가총액



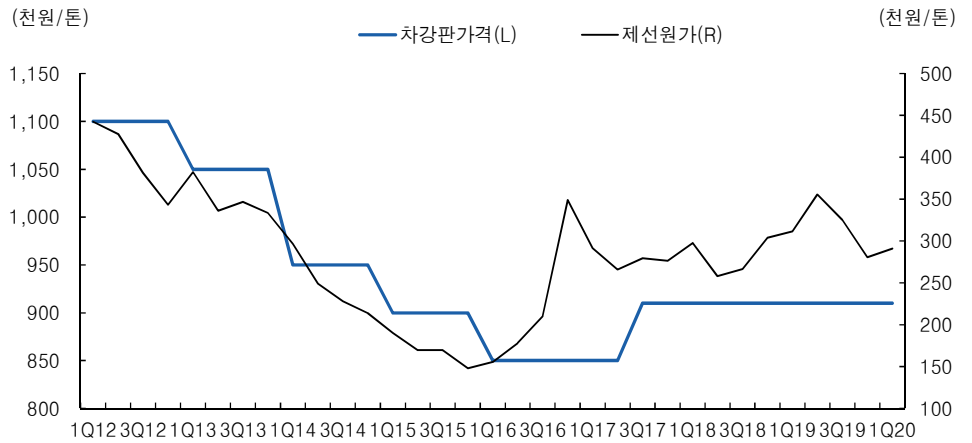
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 현대제철 영업이익



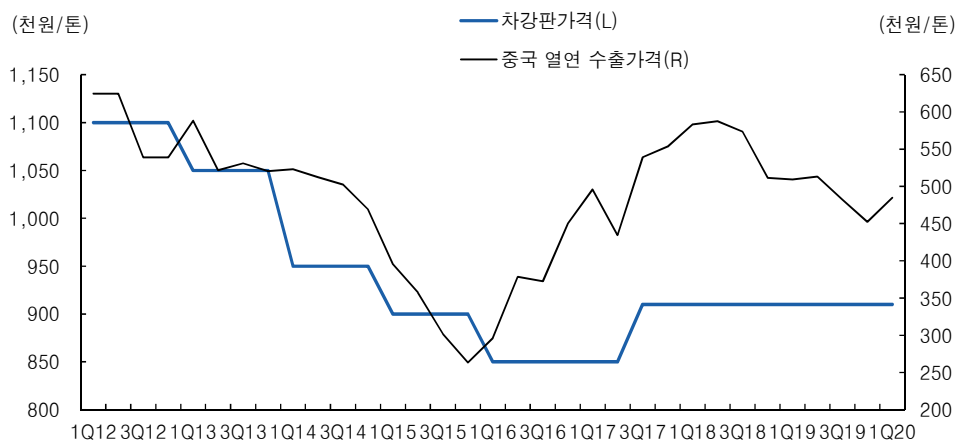
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 현대제철 차강판 가격 및 제선원가



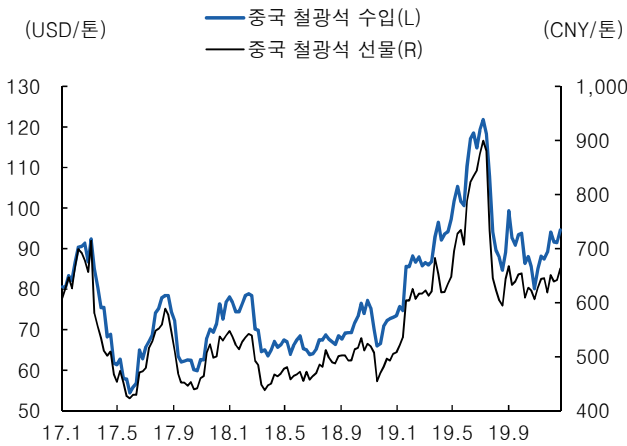
주: 차강판가격은 언론보도를 통해 추정
자료: MB, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 현대제철 차강판 가격 및 중국 열연 수출가격



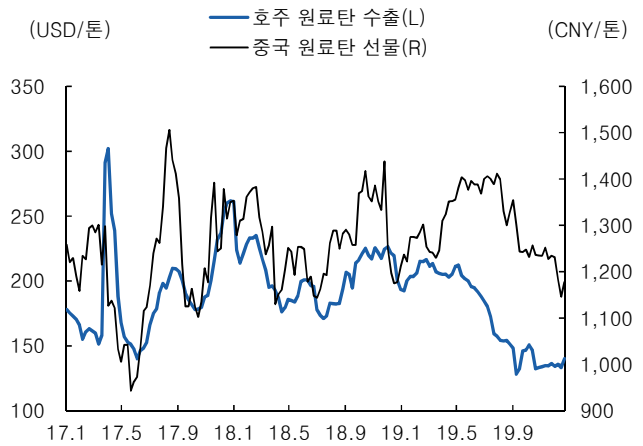
주: 차강판가격은 언론보도를 통해 추정
자료: Platts, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 철광석 가격



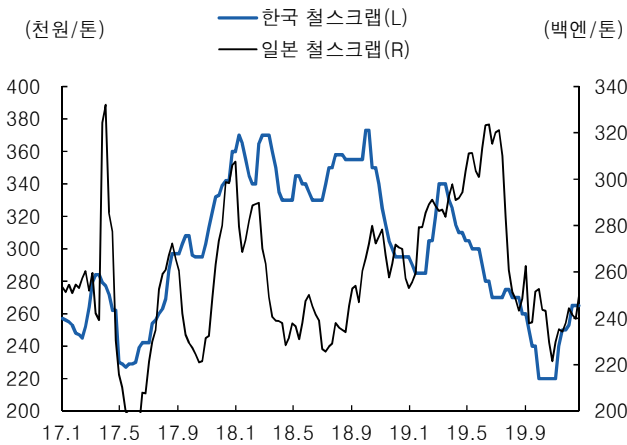
자료: MB, WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 원료탄 가격



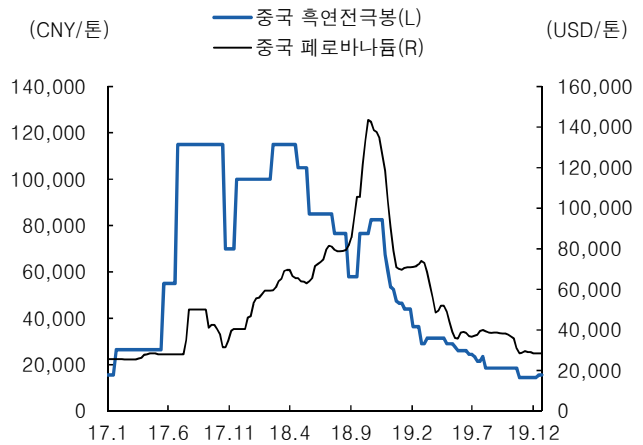
자료: MB, WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 철스크랩 가격



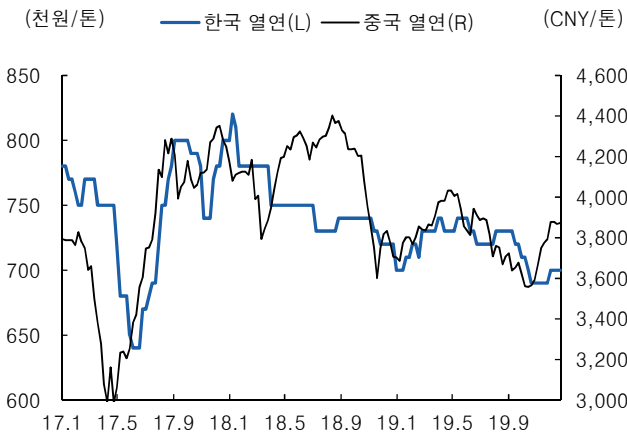
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 흑연전극봉 및 페로바나듐 가격



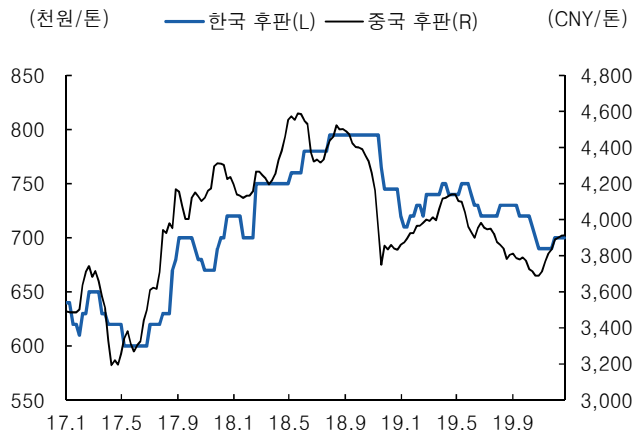
자료: ICCSINO, MB, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 열연 가격



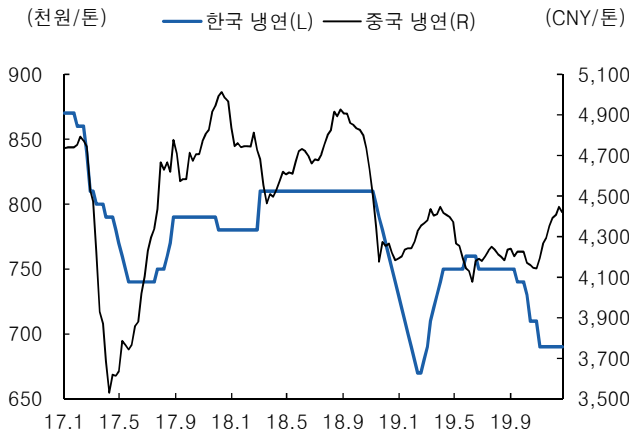
자료: 스틸데일리, SMM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 후판 가격



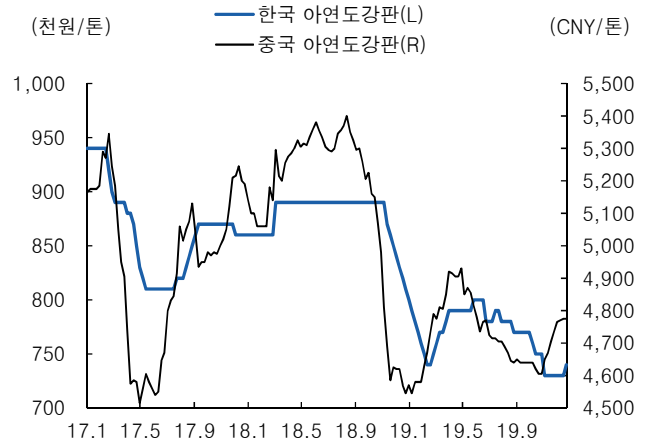
자료: 스틸데일리, SMM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 냉연 가격



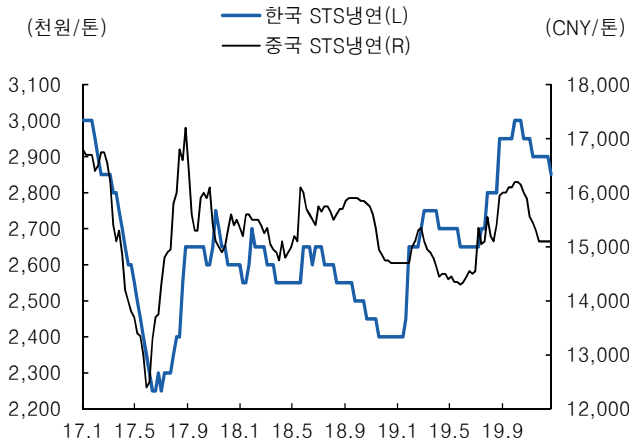
자료: 스틸데일리, SMM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 아연도강판 가격



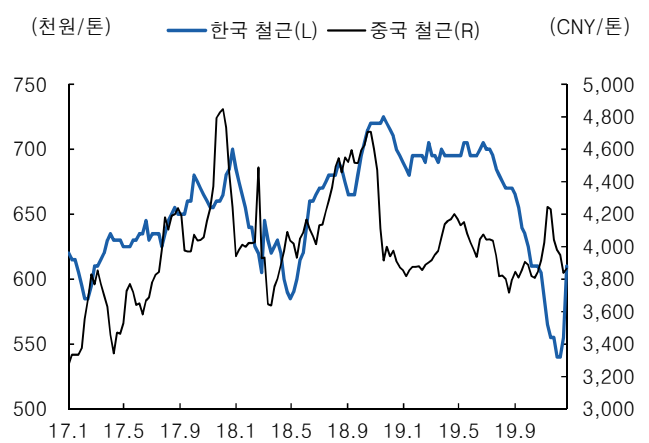
자료: 스틸데일리, SMM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. STS냉연 가격



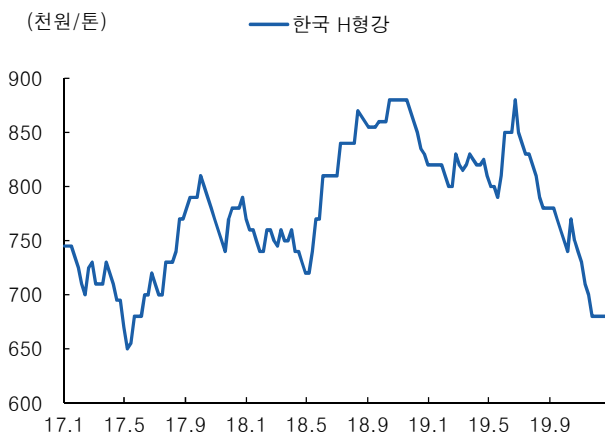
자료: 스틸데일리, SMM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 철근 가격



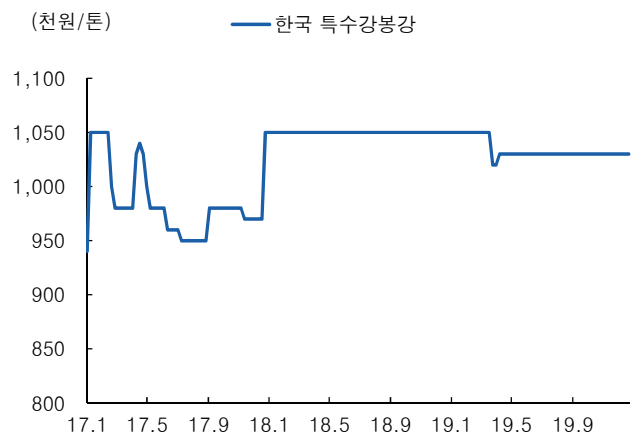
자료: 스틸데일리, SMM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. H형강 가격



자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 특수강봉강 가격



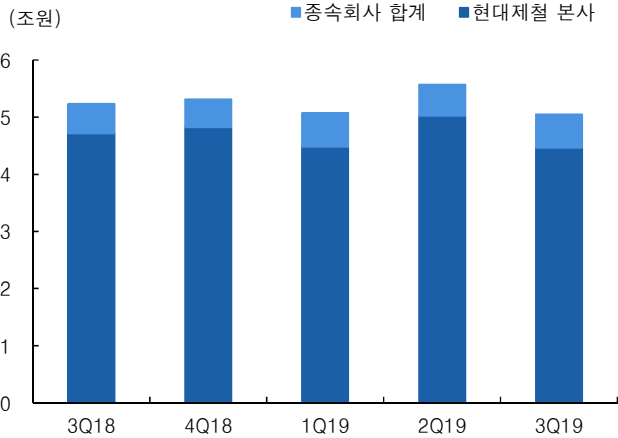
자료: 철강금속신문, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	5,072	5,572	5,047	4,590	4,757	5,008	4,757	5,008	20,780	20,281	19,529
현대제철(별도)	4,478	5,017	4,459	4,060	4,227	4,478	4,227	4,478	18,611	18,014	17,409
종속회사	594	555	589	530	530	530	530	530	2,170	2,267	2,120
영업이익	212	233	34	(3)	94	167	158	167	1,026	476	586
현대제철(별도)	169	218	34	(4)	85	157	148	157	933	417	546
종속회사	43	14	0	1	10	10	10	10	93	59	40
영업이익률	4.2	4.2	0.7	(0.1)	2.0	3.3	3.3	3.3	4.9	2.3	3.0
현대제철(별도)	3.8	4.4	0.8	(0.1)	2.0	3.5	3.5	3.5	5.0	2.3	3.1
종속회사	7.3	2.6	0.0	0.2	1.9	1.9	1.9	1.9	4.3	2.6	1.9
세전이익	156	132	(65)	(81)	42	89	80	89	570	143	301
지배주주순이익	114	46	(68)	(80)	32	67	61	67	399	12	226

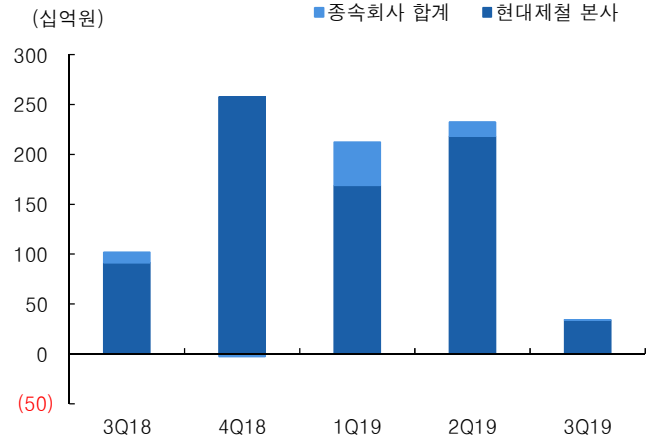
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 회사별 매출액



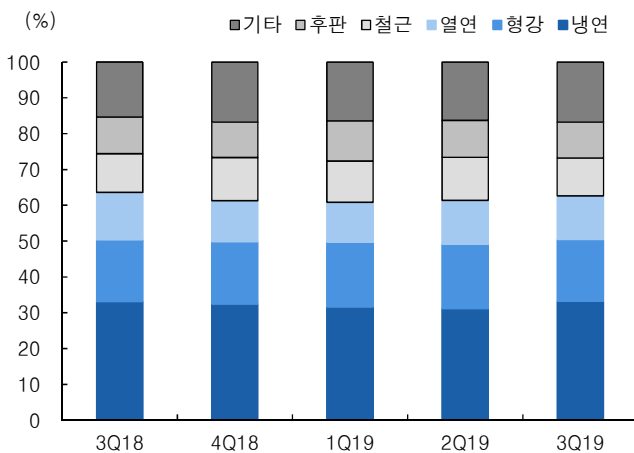
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 회사별 영업이익



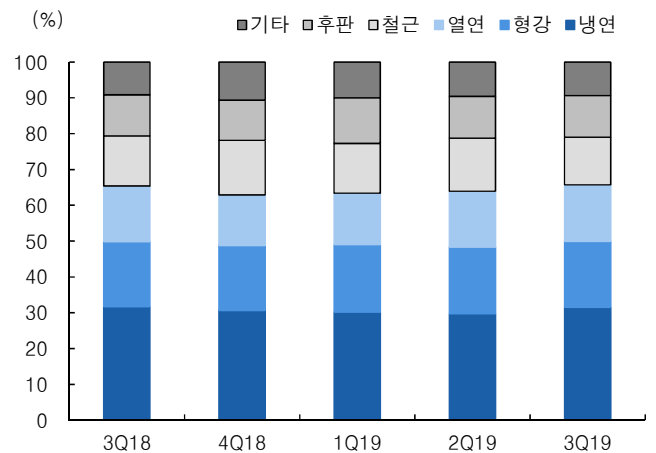
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 본사 제품별 매출액 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 본사 제품별 판매량 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

현대제철

차강판 마진 축소 그림자

표 2. Global Peer Group 실적 및 Valuation

(십억원,%)

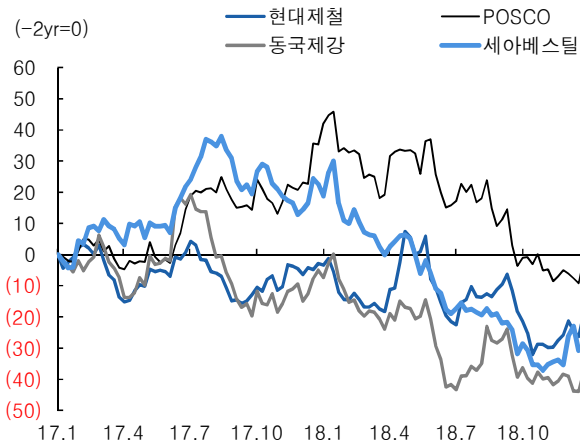
	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		P/E		P/B		ROE	
		18	19E	18	19E	18	19E	18	19E	18	19E	18	19E
현대제철	3,830	20,780	20,873	1,026	570	5.9	3.3	8.3	25.7	0.2	0.2	2.4	0.8
국내 주요 철강사													
POSCO	20,750	64,978	64,639	5,543	4,176	8.5	6.5	7.0	9.0	0.4	0.5	3.8	5.0
동국제강	525	5,965	5,745	145	231	2.4	4.0	--	--	0.3	0.3	(14.5)	(0.6)
세아베스틸	497	3,278	3,002	56	49	1.7	1.6	19.4	20.0	0.3	0.3	1.1	1.3
평균						4.2	4.0	13.2	14.5	0.3	0.3	(3.2)	1.9
글로벌 주요 철강사(중국 제외)													
ArcelorMittal	20,028	83,678	83,138	7,196	1,986	8.6	2.4	2.9	116.5	0.4	0.4	12.7	(0.3)
Nippon Steel	16,591	62,054	65,491	1,531	686	2.5	1.0	4.5	48.7	0.5	0.5	7.9	0.9
JFE Holdings	9,304	38,908	39,827	1,713	558	4.4	1.4	4.6	22.5	0.4	0.4	8.6	2.0
Nucor	18,813	27,588	25,995	3,659	2,184	13.3	8.4	7.0	12.9	1.7	1.6	25.4	12.6
Tata Steel	8,942	24,650	24,553	3,512	1,941	14.2	7.9	6.0	11.6	0.8	0.8	15.7	7.4
US Steel	2,140	15,604	14,948	1,237	51	7.9	0.3	2.4	--	0.5	0.5	29.6	(2.1)
평균						8.5	3.6	4.6	42.4	0.7	0.7	16.7	3.4
중국 주요 철강사													
Baoshan	21,448	50,773	48,510	4,729	2,847	9.3	5.9	6.0	10.4	0.7	0.7	12.6	6.8
Hesteel	4,570	20,122	21,071	1,594	547	7.9	2.6	7.6	11.4	0.6	0.5	7.7	4.4
Angang	5,050	17,494	17,063	1,871	569	10.7	3.3	--	--	--	--	15.3	4.5
Maanshan	3,864	13,633	12,787	1,323	555	9.7	4.3	--	--	--	--	22.8	8.4
Shougang	3,100	10,942	11,142	860	428	7.9	3.8	7.7	12.3	0.7	0.7	9.3	5.8
평균						9.1	4.0	7.1	11.4	0.7	0.6	13.5	6.0
현대차그룹													
현대차	24,251	96,813	105,012	2,422	3,537	2.5	3.4	18.3	9.2	0.3	0.4	1.7	4.6
기아차	16,458	54,170	56,829	1,157	1,965	2.1	3.5	13.5	8.1	0.6	0.6	4.3	7.3
현대모비스	23,493	35,149	37,719	2,025	2,371	5.8	6.3	12.4	9.9	0.8	0.7	6.3	7.6
현대글로비스	5,194	16,866	18,179	710	861	4.2	4.7	11.9	11.1	1.2	1.1	10.6	10.6
현대위아	1,285	7,880	7,598	5	130	0.1	1.7	--	17.9	0.4	0.4	(1.8)	2.4
평균						2.9	3.9	14.0	11.2	0.7	0.7	4.2	6.5

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

현대제철

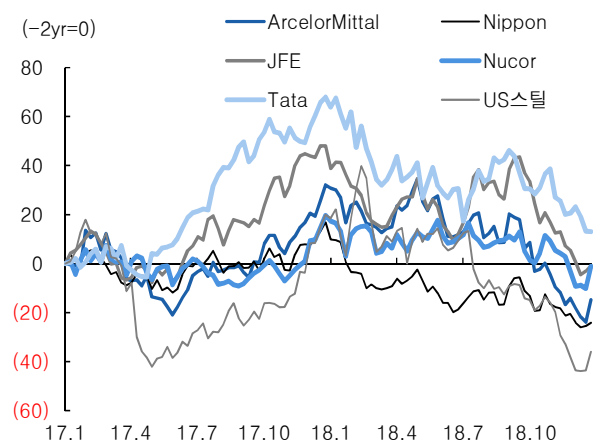
차강판 마진 축소 그림자

그림 21. 국내 주요 철강사 주가



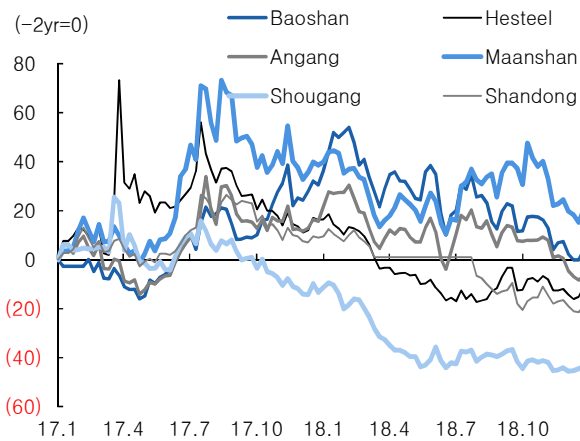
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 글로벌 주요 철강사 주가(중국 제외)



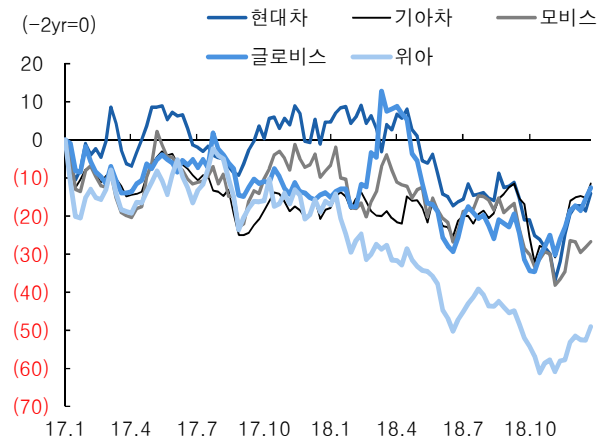
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 중국 주요 철강사 주가



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 현대차그룹 주요 상장사 주가



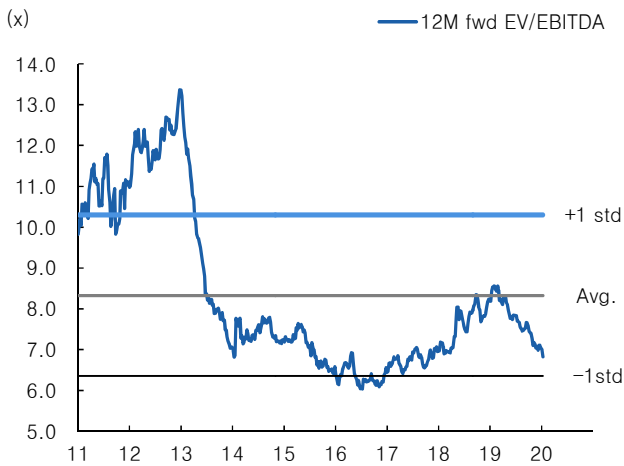
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 목표주가 산출

Sustainable ROIC	%	4.3
WACC	%	7.1
Fundamental EV/IC	%	0.6
IC	KRW bn	25,000
EV	KRW bn	15,133
Net debt	KRW bn	10,000
Minority interest	KRW bn	327
Fair market cap	KRW bn	4,806
No of shares	mn	131
Target price	KRW	37,000

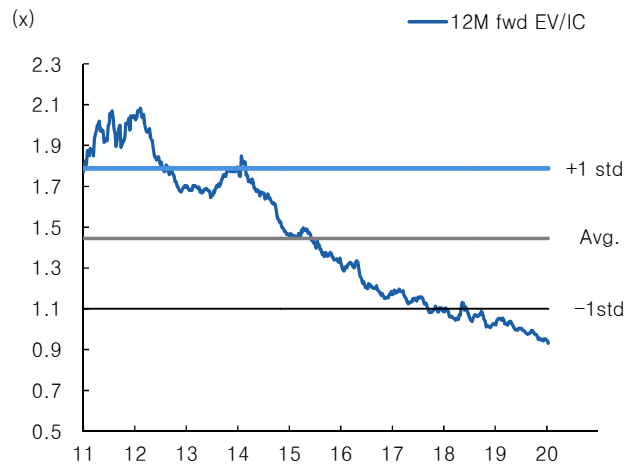
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. EV/EBITDA



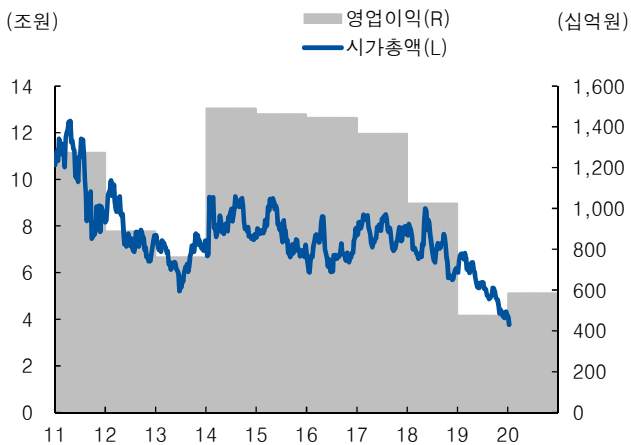
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. EV/IC



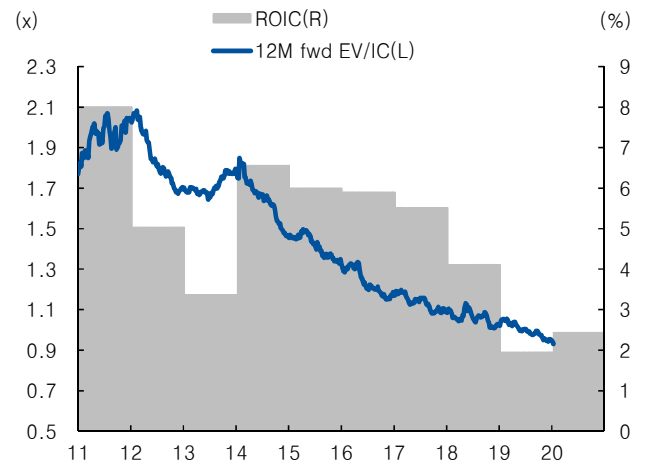
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 시가총액 및 영업이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. EV/IC 및 ROIC



자료: 미래에셋대우 리서치센터

현대제철

차강판 마진 축소 그림자

현대제철 (004020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	20,780	20,281	19,529	20,294
매출원가	18,708	18,732	17,846	18,479
매출총이익	2,072	1,549	1,683	1,815
판매비와관리비	1,046	1,072	1,098	1,141
조정영업이익	1,026	476	586	675
영업이익	1,026	476	586	675
비영업손익	-456	-333	-285	-285
금융손익	-314	-304	-310	-310
관계기업등 투자손익	18	13	0	0
세전계속사업손익	570	143	301	390
계속사업법인세비용	162	124	72	94
계속사업이익	408	19	229	296
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	408	19	229	296
지배주주	399	8	226	293
비지배주주	9	10	2	3
총포괄이익	88	312	229	296
지배주주	80	312	229	297
비지배주주	8	0	0	0
EBITDA	2,617	2,039	2,115	2,173
FCF	377	15	1,077	434
EBITDA 마진율 (%)	12.6	10.1	10.8	10.7
영업이익률 (%)	4.9	2.3	3.0	3.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.9	0.0	1.2	1.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	8,769	10,565	11,162	11,787
현금 및 현금성자산	762	2,315	3,294	3,629
매출채권 및 기타채권	2,655	2,864	2,657	2,761
재고자산	4,919	4,905	4,730	4,915
기타유동자산	433	481	481	482
비유동자산	24,536	24,533	24,204	23,905
관계기업투자등	126	130	130	130
유형자산	20,785	20,368	20,122	19,896
무형자산	1,653	1,580	1,497	1,424
자산총계	33,305	35,097	35,365	35,691
유동부채	6,703	6,226	6,363	6,492
매입채무 및 기타채무	3,118	2,591	2,748	2,856
단기금융부채	3,057	3,072	3,072	3,072
기타유동부채	528	563	543	564
비유동부채	9,579	10,607	10,607	10,607
장기금융부채	8,318	9,132	9,132	9,132
기타비유동부채	1,261	1,475	1,475	1,475
부채총계	16,282	16,833	16,971	17,099
지배주주지분	16,696	17,927	18,056	18,251
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	11,561	11,471	11,598	11,794
비지배주주지분	327	337	339	342
자본총계	17,023	18,264	18,395	18,593

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,575	1,027	2,277	1,634
당기순이익	408	19	229	296
비현금수익비용가감	2,541	2,162	1,863	1,854
유형자산감가상각비	1,491	1,470	1,447	1,425
무형자산상각비	99	93	83	73
기타	951	599	333	356
영업활동으로인한자산및부채의변동	-817	-640	519	-161
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	23	-157	174	-101
재고자산 감소(증가)	-832	76	175	-185
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	198	-301	4	52
법인세납부	-279	-253	-72	-94
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,165	-1,006	-1,200	-1,200
유형자산처분(취득)	-1,154	-1,015	-1,200	-1,200
무형자산감소(증가)	-4	-10	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,434	25	0	0
기타투자활동	-1,441	-6	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-419	501	-98	-98
장단기금융부채의 증가(감소)	-300	830	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-99	-99	-98	-98
기타재무활동	-20	-230	0	0
현금의 증가	-9	1,553	978	336
기초현금	771	762	2,315	3,294
기말현금	762	2,315	3,294	3,629

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	15.1	502.6	17.0	13.1
P/CF (x)	2.0	1.9	1.8	1.8
P/B (x)	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	6.4	6.9	6.1	5.7
EPS (원)	2,988	63	1,697	2,199
CFPS (원)	22,102	16,342	15,677	16,116
BPS (원)	126,082	135,311	136,270	137,731
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	24.1	525.0	43.0	33.2
배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.6	2.6
매출액증가율 (%)	8.4	-2.4	-3.7	3.9
EBITDA증가율 (%)	-8.9	-22.1	3.7	2.7
조정영업이익증가율 (%)	-25.0	-53.6	23.1	15.2
EPS증가율 (%)	-44.3	-97.9	2,593.7	29.6
매출채권 회전을 (회)	7.9	7.6	7.3	7.7
재고자산 회전을 (회)	4.6	4.1	4.1	4.2
매입채무 회전을 (회)	14.0	13.7	13.6	13.8
ROA (%)	1.2	0.1	0.6	0.8
ROE (%)	2.4	0.0	1.3	1.6
ROIC (%)	2.8	0.6	1.7	2.0
부채비율 (%)	95.6	92.2	92.3	92.0
유동비율 (%)	130.8	169.7	175.4	181.6
순차입금/자기자본 (%)	60.6	52.6	46.9	44.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3.1	1.5	1.8	2.1

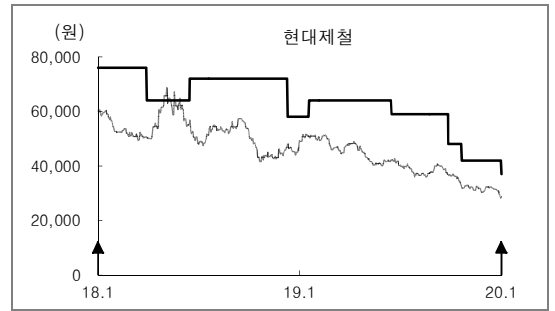
자료: 현대제철, 미래에셋대우 리서치센터

현대제철

차강판 마진 축소 그림자

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대제철(004020)				
2020.01.10	매수	37,000	-	-
2019.10.30	매수	42,000	-24.85	-21.55
2019.10.06	매수	48,000	-25.51	-22.92
2019.06.25	매수	59,000	-34.17	-27.54
2019.01.27	매수	64,000	-28.29	-19.84
2018.12.19	매수	58,000	-16.66	-10.86
2018.06.25	매수	72,000	-31.34	-20.42
2018.04.08	매수	64,000	-8.27	7.34
2018.01.26	1년 경과 이후		-	-
2017.01.26	매수	76,000	-23.08	-15.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▣)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대제철을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.