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

현대제철 (004020)

견조한 판재류와 개선되는 봉형강류

철강

투자의견: BUY (M)
목표주가: 88,000원 (M)

주가 (07/24)	59,000원
자본금	6,672억원
시가총액	78,733억원
주당순자산	109,731원
부채비율	97.88%
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	261억원
60일 평균 거래량	377,052주
52주 고	79,500원
52주 저	59,000원
외인지분율	22.92%
주요주주 기아자동차 외 10 인	42.59%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(13.2)	(23.9)	(19.5)
상대	(11.6)	(19.6)	(20.3)
절대(달러환산)	(17.7)	(29.6)	(29.1)

What's new?

- 2Q15 잠정실적 발표
- 연결 매출액 3조 9,941억원 (QoQ +6.5%, YoY -8.8%)
- 연결 영업이익 4,333억원 (QoQ +27.5%, YoY +14.7%)
- OPM 10.8% (QoQ +1.7%p, YoY -2.2%p)
- 당사 추정(연결 영업이익 4,430억원) 부합하는 실적

Our view

- 3Q15 실적전망(현대하이스코 합병 전 기준)
- 연결 매출액 3조 7,097억원 (QoQ -7.1%, YoY -7.5%)
- 연결 영업이익 3,725억원 (QoQ -14.0%, YoY -0.9%)
- 별도 매출액 3조 4,301억원 (QoQ -7.4%, YoY -10.7%)
- 별도 영업이익 3,617억원 (QoQ -14.8%, YoY -1.1%)

2Q15 잠정실적 별도기준: 매출액 3조 7,022억원(QoQ +7.0%, YoY -11.3%), 영업이익 4,245억원(QoQ +24.6%, YoY +18.3%). 1)봉형강류(철근+H형강+형강): 계절적 성수기에 힘입어 판매량은 QoQ +24% 증가했으며, 전년동기대비 또한 +3% 증가한 178만톤을 기록했다. 반면, ASP는 전분기대비 -7.1만원/톤(-10%) 하락한 61.3만원/톤으로 관측됐다. 2)판재류(열연+냉연+후판): 열연 및 후판이 QoQ 및 YoY 모두 판매량이 증가하며 판재류 전체 판매량 증가를 이끌었다. 전체 판매량은 324만톤으로 QoQ +8%, YoY +12% 증가했다. 반면, 자동차강판이 주력인 냉연을 제외한 열연과 후판의 ASP는 전분기대비 큰 폭 하락한 것으로 나타났다. 봉형강류와 판재류 모두 롤마진은 전분기대비 악화된 것으로 추정되나, 판매량 증가에 따른 고정비 감소효과로 인해 영업이익률은 두 제품군 모두 전분기대비 개선된 것으로 판단된다.

3Q15 전망 2015년 7월 1일부로 현대하이스코 합병을 마무리 지었다. 따라서 3Q 실적은 현대하이스코를 합병한 후의 수치가 반영된다. 그러나, 아직 2Q 현대하이스코 실적 등이 발표되지 않은 탓에 3Q 전망은 합병 전 기준으로 추정한다. 판재류와 봉형강류 모두 전분기대비 롤마진 개선이 예상된다. 판재류의 원재료 투입비용은 전분기대비 -2.2만원/톤 하락이 예상되나, ASP는 -1.4만원 하락할 것으로 전망된다. 자동차강판이 3Q에도 동결된 것으로 관측되어 판재류 ASP의 하락폭을 제한시킬 것으로 판단되기 때문이다. 봉형강류의 경우, 철근과 H형강 모두 좋은 흐름이 예상된다. 3Q 철근 Base가격은 전분기와 같은 60만원/톤으로 결정됐다. 여기에 유통판매분의 할인축소 등이 이루어질 경우 롤마진 개선이 예상된다. H형강 역시 7월말 또는 8월초로 예상되는 중국산 반덤핑 제재가 가격 및 물량에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다. 다만, 계절적 비수기에 따른 판매량 감소에 따라 영업이익은 전분기대비 감소할 것으로 관측된다.

투자의견 BUY, 목표주가 88,000원 유지 전방산업(자동차)에 대한 우려는 분명히 존재한다. 그러나, 여러 차례에 걸쳐 언급해왔던 바와 같이, 자동차강판 가격 인하가 원재료 투입원가 하락폭 수준 안에서 이루어진다면 그것은 큰 우려사항은 아니라고 판단한다. 기대감도 있다는 것을 인지해야 한다. 봉형강류에 대한 기대감은 2Q보다 하반기에 더 커질 수 있을 것으로 예상된다. 우려감에 대한 반응이 지금까지 반영됐다면, 하반기에는 기대감에 대한 반응이 반영되어야 할 시기이다. 또한, 아직 나타나지 않은 우려보다는 눈에 보이고 있는 개선에 주목해야 할 때다.

분기실적

(억원)	2Q15E	전년동기대비 (%)	전분기대비 (%)	컨센서스	컨센서스대비 (%)
매출액	39,941	-8.8	6.5	41,818	-4.5
영업이익	4,333	14.7	27.5	4,494	-3.6
세전계속사업이익	2,595	-48.4	-16.9	3,639	-28.7
순이익	1,998	-44.2	-17.9	2,762	-27.7
영업이익률(%)	10.8	+2.2 %pt	+1.7 %pt	10.7	+0.1 %pt
순이익률(%)	5.0	-3.2 %pt	-1.5 %pt	6.6	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F
매출액	135,328	167,624	154,348	157,299
영업이익	7,626	14,911	16,222	17,290
지배주주귀속 순이익	6,919	7,648	9,594	10,694
증가율	-13.1	10.5	25.5	11.5
PER	9.7	10.9	8.2	7.4
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.8	7.4	6.6	5.9
ROE	6.0	5.7	6.8	7.1

주: 영업이익=매출총이익-판관비
자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준(현대하이스코 합병 전 기준) (단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2014	2015E	2016E	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	QoQ	YoY	3Q15E	4Q15E
매출액	16,033	14,283	14,584	3,936	4,175	3,841	4,081	3,461	3,702	7.0%	-11.3%	3,430	3,690
1) 봉형강류	5,268	4,675	4,850	1,282	1,476	1,232	1,277	1,144	1,243	8.7%	-15.8%	1,089	1,199
1) 판재류	10,765	9,608	9,734	2,654	2,698	2,609	2,804	2,317	2,459	6.1%	-8.9%	2,341	2,490
판매량	19,445	19,511	19,863	4,574	5,087	4,708	5,076	4,511	5,216	15.6%	2.5%	4,759	5,025
1) 봉형강류	6,746	6,729	6,830	1,595	1,892	1,577	1,682	1,538	1,882	22.4%	-0.5%	1,600	1,709
1) 판재류	12,699	12,782	13,033	2,979	3,195	3,131	3,394	2,973	3,334	12.1%	4.4%	3,159	3,316
2) 봉형강류 ASP(A)	724	644	655	746	724	722	704	684	613	-10.4%	-15.4%	633	654
변동폭	-39	-79	11	0	-22	-3	-18	-20	-71	-	-	20	21
3) 원재료 투입가격(B)	324	221	228	369	338	319	271	224	213	-4.6%	-36.9%	223	223
변동폭	-66	-103	7	-14	-31	-19	-49	-47	-10	-	-	10	0
스프레드(A-B)	399	423	427	377	386	402	433	460	400	-13.2%	3.4%	410	430
변동폭	27	24	4	14	9	16	31	27	-61	-	-	10	21
4) 판재류 ASP(C)	813	712	698	854	816	794	791	747	707	-5.4%	-13.4%	693	702
변동폭	98	-101	-13	148	-37	-23	-2	-45	-40	-	-	-14	10
5) 원재료 투입가격(D)	276	191	177	321	297	255	230	216	197	-9.0%	-33.8%	175	176
변동폭	-68	-85	-14	-17	-24	-43	-25	-14	-19	-	-	-22	2
스프레드(C-D)	537	521	521	533	519	539	561	531	510	-3.9%	-1.7%	518	526
변동폭	166	-17	1	165	-14	20	22	-31	-21	-	-	7	8
영업이익	1,440	1,591	1,658	233	359	366	482	341	424	24.7%	18.3%	362	464
이익률	*9.0%*	*11.1%*	*11.4%*	*5.9%*	*8.6%*	*9.5%*	*11.8%*	*9.8%*	*11.5%*	*1.6%p*	*2.9%p*	*10.5%*	*12.6%*
세전이익	1,055	1,224	1,347	91	481	199	283	323	252	-22.0%	-47.6%	273	376
이익률	*6.6%*	*8.6%*	*9.2%*	*2.3%*	*11.5%*	*5.2%*	*6.9%*	*9.3%*	*6.8%*	*-2.5%p*	*-4.7%p*	*8.0%*	*10.2%*
순이익	751	955	1,038	62	352	124	213	251	197	-21.5%	-44.0%	213	293
이익률	*4.7%*	*6.7%*	*7.1%*	*1.6%*	*8.4%*	*3.2%*	*5.2%*	*7.3%*	*5.3%*	*-1.9%p*	*-3.1%p*	*6.2%*	*7.9%*

자료: 유안타증권, 주 1) 기타포함, 주 2) 철근+H 형강+형강, 주 3) 국산 철스크랩 중량 A, 주 4) 열연+냉연+후판, 주 5) 철광석(1.6 톤)+원료탄(0.75 톤) 가정

[표-2] 현대제철 연결기준(현대하이스코 합병 전 기준) (단위: 십억원)

	2014	2015E	2016E	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	QoQ	YoY	3Q15E	4Q15E
매출액	16,762	15,435	15,730	4,126	4,380	4,008	4,248	3,751	3,994	6.5%	-8.8%	3,710	3,980
영업이익	1,491	1,622	1,729	252	378	376	486	340	433	27.5%	14.7%	372	477
이익률	*8.9%*	*10.5%*	*11.0%*	*6.1%*	*8.6%*	*9.4%*	*11.4%*	*9.1%*	*10.8%*	*1.8%p*	*2.2%p*	*10.0%*	*12.0%*
세전이익	1,099	1,238	1,398	103	502	208	286	312	260	-16.9%	-48.4%	281	385
이익률	*6.6%*	*8.0%*	*8.9%*	*2.5%*	*11.5%*	*5.2%*	*6.7%*	*8.3%*	*6.5%*	*-1.8%p*	*-5.0%p*	*7.6%*	*9.7%*
순이익	782	965	1,076	69	367	130	216	243	202	-16.9%	-44.9%	219	300
이익률	*4.7%*	*6.3%*	*6.8%*	*1.7%*	*8.4%*	*3.2%*	*5.1%*	*6.5%*	*5.1%*	*-1.4%p*	*-3.3%p*	*5.9%*	*7.5%*
지배순이익	765	959	1,069	63	358	127	217	243	200	-17.9%	-44.2%	217	299
이익률	*4.6%*	*6.2%*	*6.8%*	*1.5%*	*8.2%*	*3.2%*	*5.1%*	*6.5%*	*5.0%*	*-1.5%p*	*-3.2%p*	*5.9%*	*7.5%*

자료: 유안타증권

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	**135,328**	**167,624**	**154,348**	**157,299**	**166,608**
매출원가	121,840	144,416	129,488	131,270	138,784
매출총이익	13,487	23,207	24,860	26,029	27,823
판관비	5,861	8,296	8,638	8,739	9,256
영업이익	**7,626**	**14,911**	**16,222**	**17,290**	**18,567**
EBITDA	14,771	26,797	28,307	30,076	31,593
영업외손익	198	-3,924	-3,844	-3,311	-2,880
외환관련손익	1,025	91	47	0	0
이자손익	-2,206	-4,017	-3,776	-3,478	-3,046
관계기업관련손익	71	115	34	0	0
기타	1,308	-113	-149	166	166
법인세비용차감전순손익	7,824	10,988	12,378	13,979	15,688
법인세비용	730	3,165	2,731	3,215	3,608
계속사업순손익	7,094	7,823	9,647	10,764	12,080
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,094	7,823	9,647	10,764	12,080
지배지분순이익	**6,919**	**7,648**	**9,594**	**10,694**	**12,001**
포괄순이익	6,991	5,080	10,143	10,764	12,080
지배지분포괄이익	6,813	4,921	9,946	10,501	11,784

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	**63,634**	**61,206**	**62,221**	**62,515**	**64,887**
현금및현금성자산	7,654	6,955	8,706	7,548	6,839
매출채권 및 기타채권	21,687	21,657	21,737	22,339	23,625
재고자산	31,996	29,540	29,463	30,313	32,107
비유동자산	231,569	228,132	232,173	231,921	229,895
유형자산	196,048	195,723	198,181	198,503	196,974
관계기업등 지분관련자산	1,126	1,156	1,101	1,101	1,101
기타투자자산	18,566	15,543	16,197	16,197	16,197
자산총계	**295,203**	**289,338**	**294,393**	**294,436**	**294,781**
유동부채	64,961	58,856	53,843	43,985	46,120
매입채무 및 기타채무	23,339	19,824	19,441	19,583	21,718
단기차입금	27,115	18,662	12,733	2,733	2,733
유동성장기부채	12,885	18,408	19,682	19,682	19,682
비유동부채	96,595	92,334	91,778	91,778	78,778
장기차입금	43,119	39,516	38,120	38,120	25,120
사채	46,754	45,910	46,235	46,235	46,235
부채총계	**161,556**	**151,190**	**145,621**	**135,763**	**124,898**
지배지분	131,897	136,239	146,305	156,022	167,045
자본금	5,827	5,827	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	28,696	28,696	28,696	28,696	28,696
이익잉여금	85,207	91,919	100,645	110,361	121,384
비지배지분	1,750	1,909	2,467	2,651	2,839
자본총계	**133,647**	**138,148**	**148,773**	**158,673**	**169,884**
순차입금	**120,777**	**113,744**	**106,299**	**97,457**	**85,165**
총차입금	129,986	122,605	116,887	106,887	93,887

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	**6,440**	**19,366**	**26,535**	**23,588**	**25,508**
당기순이익	7,094	7,823	9,647	10,764	12,080
감가상각비	6,923	11,329	11,453	12,212	12,529
외환손익	-1,037	715	-9	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-4,598	-3,033	3,053	-1,613	-1,248
기타현금흐름	-1,942	2,531	2,391	2,225	2,147
투자활동 현금흐름	**-19,467**	**-11,314**	**-17,783**	**-12,874**	**-11,340**
투자자산	1,752	-16	-1,143	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-26,742	-10,538	-16,456	-12,534	-11,000
유형자산 감소	290	373	133	0	0
기타현금흐름	5,232	-1,133	-317	-340	-340
재무활동 현금흐름	**11,438**	**-8,754**	**-6,139**	**-10,978**	**-13,978**
단기차입금	3,402	-9,565	-6,526	-10,000	0
사채 및 장기차입금	8,473	1,390	411	0	-13,000
자본	0	0	845	0	0
현금배당	-421	-579	-869	-978	-978
기타현금흐름	-15	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	4	-862	-894	-899
현금의 증감	**-1,592**	**-699**	**1,751**	**-1,158**	**-709**
기초 현금	9,246	7,654	6,955	8,706	7,548
기말 현금	7,654	6,955	8,706	7,548	6,839
NOPLAT	**7,626**	**14,911**	**16,222**	**17,290**	**18,567**
FCF	**-17,281**	**8,931**	**11,324**	**11,953**	**15,075**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	8,102	6,562	7,190	8,014	8,993
BPS	113,796	117,571	112,225	119,678	128,133
EBITDAPS	17,296	22,992	21,212	22,538	23,675
SPS	158,463	143,821	115,663	117,875	124,850
DPS	500	750	750	750	750
PER	**9.7**	**10.9**	**8.2**	**7.4**	**6.6**
PBR	**0.7**	**0.6**	**0.5**	**0.5**	**0.5**
EV/EBITDA	**12.8**	**7.4**	**6.6**	**5.9**	**5.3**
PSR	**0.5**	**0.5**	**0.5**	**0.5**	**0.5**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	**-9.1**	**23.9**	**-7.9**	**1.9**	**5.9**
영업이익 증가율 (%)	**-14.2**	**95.5**	**8.8**	**6.6**	**7.4**
지배순이익 증가율 (%)	**-13.1**	**10.5**	**25.5**	**11.5**	**12.2**
매출총이익률 (%)	10.0	13.8	16.1	16.5	16.7
영업이익률 (%)	**5.6**	**8.9**	**10.5**	**11.0**	**11.1**
지배순이익률 (%)	5.1	4.6	6.2	6.8	7.2
EBITDA 마진 (%)	10.9	16.0	18.3	19.1	19.0
ROIC	3.3	4.4	5.2	5.5	5.9
ROA	2.6	2.6	3.3	3.6	4.1
ROE	**6.0**	**5.7**	**6.8**	**7.1**	**7.4**
부채비율 (%)	120.9	109.4	97.9	85.6	73.5
순차입금/자기자본 (%)	91.6	83.5	72.7	62.5	51.0
영업이익/금융비용 (배)	3.0	3.5	4.1	4.8	5.8

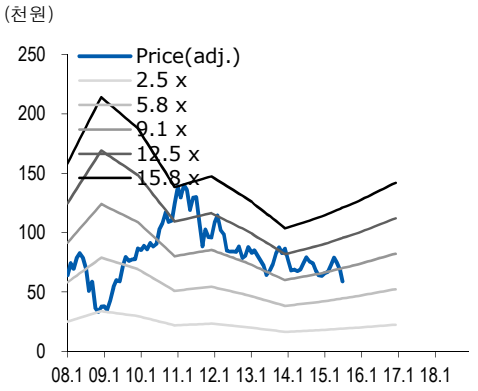
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

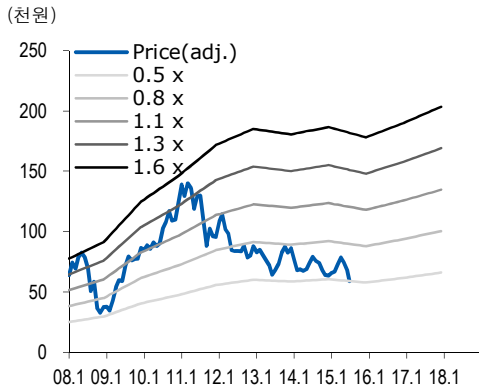
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

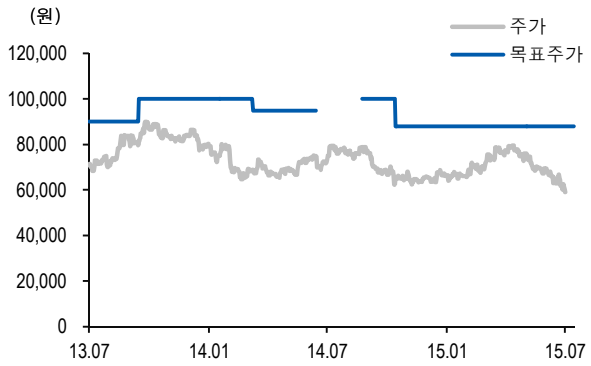
PER Band chart



PBR Band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2015-07-27	BUY	88,000
2015-07-13	BUY	88,000
2015-06-29	BUY	88,000
2015-06-01	BUY	88,000
2015-05-26	BUY	88,000
2015-05-06	BUY	88,000
2015-04-27	BUY	88,000
2015-04-09	BUY	88,000
2015-03-30	BUY	88,000
2015-03-02	BUY	88,000

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	3.3
Buy(매수)	84.0
Hold(중립)	12.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2015-07-24

※해외 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. (작성자: 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 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 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.