

현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (6/29)	20,050원
상승여력	60%

시가총액	26,756억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	249억원
60일 평균 거래량	1,165,957주
52주 고	42,750원
52주 저	13,150원
외인지분율	18.62%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.2)	12.3	(52.0)
상대	(11.0)	(7.8)	(51.2)
절대(달러환산)	(5.3)	13.3	(53.9)

2Q20 Preview: 판재류 부진의 장기화

2Q20(E): 봉형강류와 판재류의 엇갈린 실적

별도 영업이익 -691억원(yoy 적자전환), 연결 영업이익 -791억원(yoy 적자전환) 전망

1) 별도: 봉형강류는 전분기대비 판매량 증가 및 스프레드(제품가격-원재료가격) 확대에 따라 실적 개선이 나타났을 것으로 예상된다. COVID-19 영향으로 전년 수준보다는 판매량이 감소했지만 계절적 성수기 효과와 예상보다 빠른 국내 건설현장 정상화가 수요를 이끌었다는 판단이다. 이와 함께 공급 측면에서는 국내 철근 제강사들이 무리한 생산을 하지 않으며 수급 밸런스를 맞추는 노력을 했고 이는 철근 가격 상승으로 이어졌다. 철스크랩 가격이 5월 이후 급등하며 원가에 부담을 줬으나 철근 가격 상승 폭이 더 크게 나타나며 스프레드가 개선됐을 것으로 추정된다. 판재류는 내수와 수출 모두 전방 산업이 부진했던 결과에 따라 전분기대비 판매량이 감소했을 것으로 판단된다. 스프레드 역시 악화됐을 것으로 예상된다. 주요 원재료 투입원가는 상승한 가운데 판재가격 하락을 피하지 못하며 판재류 스프레드가 전분기대비 -2.4만원/톤 축소됐을 것으로 사료된다. 다만, 계열사 내 완성차량 판매에 집중하며 Product-mix는 오히려 개선됐을 가능성도 있다.

2) 연결: 아시아, 미주, 유럽 등 모든 해외 지역에서 자동차SSC들의 실적이 부진했을 것으로 추정된다. 특히, 미주 및 유럽에 위치한 자회사들의 실적 악화가 두드러졌을 것으로 판단된다.

의미 있는 실적 개선은 구조조정 이후에 가능

2Q는 봉형강류가 선전하기는 했으나 5월 이후 철스크랩 가격 급등으로 스프레드가 다시 축소된 상황이며 3Q는 계절적 비수기인만큼 봉형강류의 지속적인 실적 개선을 기대하기는 어려운 상황이다. 판재류 역시 하반기 원재료 투입원가가 하락(당사 전망)할 것으로 예상되지만 전방 산업 수요 회복이 더터지며 스프레드 확대는 4Q부터 가능할 것으로 판단된다.

2020년은 실적 개선보다는 구조조정에 집중할 것으로 사료된다. 단조부문 물적분할에 이어 당진 박판열연 설비(전기로+열연)의 영구 폐쇄를 검토하고 있는 듯 하다. 영구 폐쇄가 결정된다면 일회성 손실이 발생하겠지만 중장기적으로는 수익성 개선에 도움을 줄 것으로 예상된다. 구조조정이 일어나는 국면에서는 일회성 손실을 피하기 어렵다. 2020년에 성공적인 사업 재편을 단행한다면 2021년 이후는 업황 회복과 함께 구조조정 효과가 나타날 것으로 기대된다. 낮아진 Valuation 역시 실적 개선이 나타나는 시점에서 동반 상승할 것으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	44,150	-20.8	-5.4	44,803	-1.5
영업이익	-791	적전	적지	-275	-187.5
세전계속사업이익	-1,208	적전	적지	-1,037	-16.4
지배순이익	-893	적전	적지	-457	-95.5
영업이익률 (%)	-1.8	적전	적지	-0.6	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	-2.0	적전	적지	-1.0	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	207,804	205,126	183,739	195,426
영업이익	10,261	3,313	-344	6,313
지배순이익	3,987	171	-2,367	2,817
PER	17.6	320.0	-11.3	9.5
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.8	9.0	9.6	7.4
ROE	2.4	0.1	-1.5	1.9

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
별도 매출액	3,881	16,149	17,171	3,890	16,203	17,314	0.2%	0.3%	0.8%
영업이익	-48	-6	543	-69	-48	543	-	-	0.0%
OPM	-1.2%	0.0%	3.2%	-1.8%	-0.3%	3.1%	-0.5%p	-0.3%p	0.0%p
연결 매출액	4,407	18,322	19,404	4,415	18,374	19,543	0.2%	0.3%	0.7%
영업이익	-57	4	634	-79	-34	631	-	-	-0.5%
OPM	-1.3%	0.0%	3.3%	-1.8%	-0.2%	3.2%	-0.5%p	-0.2%p	0.0%p
지배순이익	-84	-219	285	-89	-237	282	-	-	-1.1%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	18,074	16,203	17,314	4,478	5,017	4,459	4,120	4,144	3,890	-6.1%	-22.5%	3,923	4,246
1) 봉형강류	5,331	4,934	5,399	1,328	1,500	1,241	1,262	1,159	1,249	7.8%	-16.8%	1,206	1,320
2) 판재류	9,759	8,470	9,075	2,416	2,700	2,470	2,174	2,317	1,913	-17.4%	-29.1%	2,015	2,225
기타	2,984	2,799	2,841	734	817	748	684	668	728	8.9%	-11.0%	702	702
판매량	21,316	19,683	20,727	5,242	5,815	5,135	5,124	5,079	4,706	-7.3%	-19.1%	4,788	5,110
1) 봉형강류	7,128	6,636	7,076	1,719	1,950	1,630	1,829	1,617	1,669	3.2%	-14.4%	1,602	1,749
2) 판재류	12,188	11,170	11,769	3,000	3,308	3,025	2,855	3,009	2,550	-15.3%	-22.9%	2,717	2,894
기타	2,000	1,877	1,882	523	557	480	440	453	487	7.6%	-12.5%	470	467
1) 봉형강류 ASP(A)	748	743	763	772	769	761	690	717	748	4.4%	-2.7%	753	755
변동폭	1	-4	20	-1	-3	-8	-71	27	32	-	-	4	2
3) 원재료 투입가격(B)	392	336	336	409	418	402	338	337	336	-0.3%	-19.7%	336	336
변동폭	-30	-56	0	-7	9	-17	-64	-1	-1	-	-	0	0
추정 스프레드(A-B)	356	407	427	363	351	360	352	380	413	8.6%	17.5%	417	419
변동폭	31	51	20	7	-12	8	-8	28	33	-	-	4	2
2) 판재류 ASP(C)	801	758	771	805	816	816	761	770	750	-2.6%	-8.1%	742	769
변동폭	-21	-42	13	-33	11	0	-55	9	-20	-	-	-8	27
4) 원재료 투입가격(D)	284	265	256	263	289	302	280	265	270	1.7%	-6.5%	266	258
변동폭	41	-19	-9	18	25	14	-22	-15	5	-	-	-4	-8
추정 스프레드(C-D)	517	494	515	542	527	514	481	505	480	-4.9%	-8.9%	476	511
변동폭	-62	-23	22	-51	-14	-13	-33	23	-24	-	-	-4	35
영업이익	278	-48	543	169	218	34	-143	-21	-69	적지	적전	-58	101
이익률	1.5%	-0.3%	3.1%	3.8%	4.4%	0.8%	-3.5%	-0.5%	-1.8%	-1.3%p	-6.1%p	-1.5%	2.4%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H 형강+형강, 주 2) 열연+냉연+후판, 주 3) 국산 철스크랩 중량 A(1.1 톤), 주 4) 철광석(1.6 톤)+원료탄(0.75 톤) 가정

[표-3] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

			1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
원/달러 환율 (평균)			1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	1,200	1,200
철광석 구매			73	87	91	84	83	86	85	81
(달러/톤, FOB)	분광	Index ¹⁾	63	70	87	98	79	84	86	86
		당분기	77	93	92	79	84	87	85	80
원료탄 구매 (복합)			166	163	141	117	125	111	108	108
(달러/톤, FOB)	강점탄		208	206	170	141	151	118	115	115
		Index ¹⁾	211	208	178	143	147	118	115	115
		당분기	206	203	161	140	155	118	115	115
첫물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액			241	262	250	222	226	221	218	212
(달러/톤)	철광석	1.6톤	117	140	145	134	132	138	136	130
	원료탄	0.75톤	124	122	105	88	93	83	81	81
첫물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾			263	289	302	280	265	270	266	258
(천원/톤)		전분기대비 증감	18	25	14	-22	-15	5	-4	-8
	철광석	1.6톤	121	147	168	165	158	163	166	160
		전분기대비 증감	14	26	21	-3	-8	5	3	-6
	원료탄	0.75톤	142	141	134	115	108	107	100	98
		전분기대비 증감	4	-1	-7	-20	-7	-1	-7	-2

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석 4Q의 경우 6~8월 평균, 강점탄 4Q의 경우 9~11월 평균

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

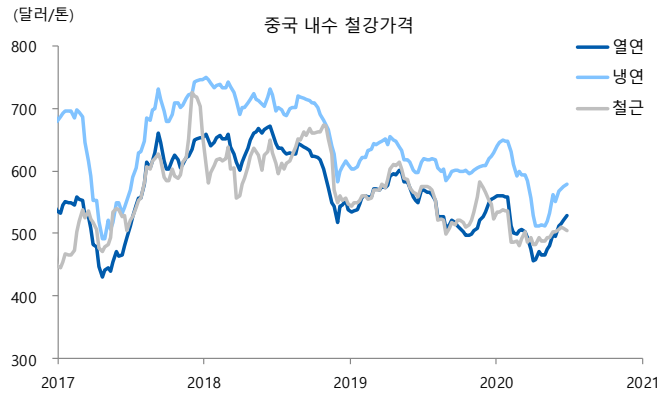
[표-4] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액		20,513	18,374	19,543	5,072	5,572	5,047	4,822	4,668	4,415	-5.4%	-20.8%	4,475	4,815
별도	별도	18,074	16,203	17,314	4,478	5,017	4,459	4,120	4,144	3,890	-6.1%	-22.5%	3,923	4,246
	국내 기타	1,183	1,096	1,172	296	302	293	293	283	258	-8.8%	-14.6%	266	290
	해외	3,661	3,138	3,249	890	918	913	940	737	785	6.6%	-14.5%	800	816
	(연결조정)	2,405	2,064	2,192	592	665	617	531	496	517	-	-	514	536
영업이익		331	-34	631	212	233	34	-148	-30	-79	적지	적전	-47	122
이익률		1.6%	-0.2%	3.2%	4.2%	4.2%	0.7%	-3.1%	-0.6%	-1.8%	-1.2%p	-6.0%p	-1.1%	2.5%
별도	별도	278	-48	543	169	218	34	-143	-21	-69	적지	적전	-58	101
	(OPM)	1.5%	-0.3%	3.1%	3.8%	4.4%	0.8%	-3.5%	-0.5%	-1.8%	-1.3%p	-6.1%p	-1.5%	2.4%
	국내 기타	39	29	34	5	13	8	14	4	8	111.8%	-35.5%	8	9
	(OPM)	3.3%	2.7%	2.9%	1.5%	4.3%	2.6%	4.7%	1.4%	3.3%	1.9%p	-1.1%p	3.0%	3.1%
해외	해외	-37	7	56	15	14	-16	-49	14	-19	적전	적전	2	11
	(OPM)	-1.0%	0.2%	1.7%	1.6%	1.5%	-1.8%	-5.2%	1.8%	-2.5%	-4.3%p	-3.9%p	0.3%	1.3%
(연결조정)		-51	23	2	-24	12	-9	-30	26	-1	-	-	0	-1
세전이익		52	-315	376	156	132	-65	-172	-152	-121	적지	적전	-104	62
이익률		0.3%	-1.7%	1.9%	3.1%	2.4%	-1.3%	-3.6%	-3.3%	-2.7%	0.5%p	-5.1%p	-2.3%	1.3%
지배순이익		17	-237	282	114	46	-68	-75	-115	-89	적지	적전	-78	46
이익률		0.1%	-1.3%	1.4%	2.2%	0.8%	-1.3%	-1.5%	-2.5%	-2.0%	0.4%p	-2.8%p	-1.8%	1.0%

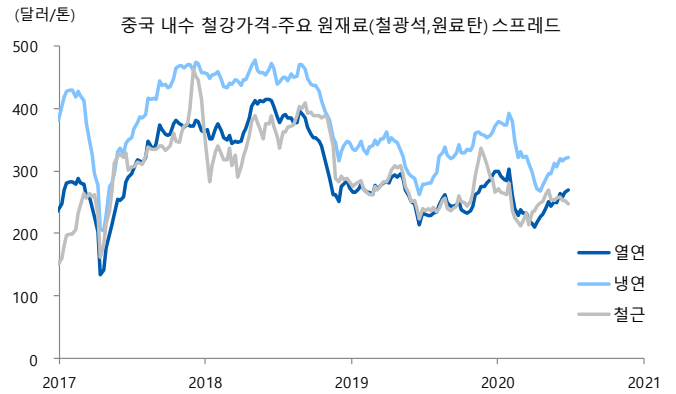
자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



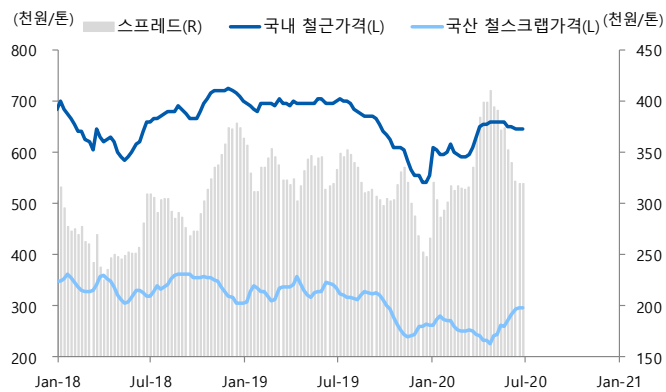
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



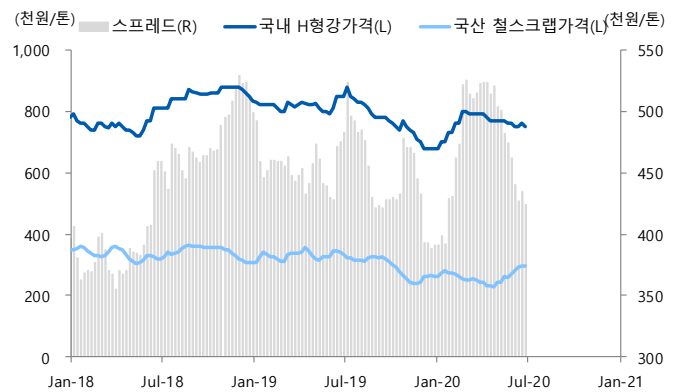
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-3] 국내 철근 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

[그림-4] 국내 H형강 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	207,804	205,126	183,739	195,426	199,695
매출원가	187,083	191,152	174,032	178,465	181,822
매출총이익	20,721	13,974	9,707	16,961	17,873
판매비	10,460	10,661	10,052	10,648	10,881
영업이익	10,261	3,313	-344	6,313	6,992
EBITDA	26,168	18,791	15,844	22,297	23,521
영업외손익	-4,563	-2,796	-2,808	-2,554	-2,386
외환관련손익	-625	-332	-701	20	20
이자손익	-3,135	-3,023	-3,167	-3,533	-3,366
관계기업관련손익	178	76	81	0	0
기타	-980	483	979	960	960
법인세비용차감전순이익	5,698	517	-3,152	3,759	4,606
법인세비용	1,619	260	-776	940	1,152
계속사업순이익	4,080	256	-2,376	2,819	3,455
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,080	256	-2,376	2,819	3,455
지배지분순이익	3,987	171	-2,367	2,817	3,452
포괄순이익	877	3,100	-16,270	-11,075	-10,439
지배지분포괄이익	796	3,008	-15,993	-10,871	-10,247

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	15,753	6,264	10,044	15,071	18,387
당기순이익	4,080	256	-2,376	2,819	3,455
감가상각비	14,914	14,545	15,348	15,243	15,879
외환손익	210	221	558	-20	-20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-8,630	-9,038	-5,742	-5,298	-3,162
기타현금흐름	5,179	279	2,255	2,327	2,235
투자활동 현금흐름	-11,648	-11,629	-11,032	-11,996	-11,996
투자자산	-12	48	11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,980	-11,572	-11,409	-12,000	-12,000
유형자산 감소	443	-19	23	0	0
기타현금흐름	-99	-86	343	4	4
재무활동 현금흐름	-4,185	6,907	8,792	9,004	-6,996
단기차입금	1,171	-2,386	10,091	10,000	0
사채 및 장기차입금	-4,363	10,287	-305	0	-6,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-994	-994	-996	-996
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-5	-5	-8,263	-14,199	1,279
현금의 증감	-85	1,537	-458	-2,120	674
기초 현금	7,707	7,621	9,158	8,699	6,580
기말 현금	7,621	9,158	8,699	6,580	7,253
NOPLAT	10,261	3,313	-344	6,313	6,992
FCF	2,644	-3,489	-1,222	3,421	6,611

자료: 유안타증권

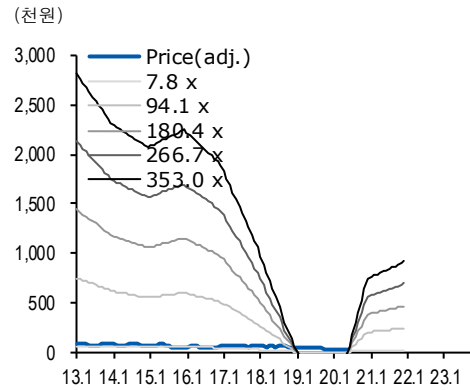
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	87,690	95,787	94,292	95,050	97,528
현금및현금성자산	7,621	9,158	8,699	6,580	7,253
매출채권 및 기타채권	26,773	27,736	28,627	29,772	30,376
재고자산	49,195	54,156	53,217	54,949	56,149
비유동자산	245,359	247,876	238,162	234,178	229,649
유형자산	207,846	205,633	200,373	197,130	193,251
관계기업 등 지분관련자산	1,255	1,242	1,234	1,234	1,234
기타투자자산	15,025	18,451	14,517	14,517	14,517
자산총계	333,049	343,663	332,454	329,228	327,177
유동부채	67,025	64,203	71,781	82,202	83,686
매입채무 및 기타채무	34,285	33,529	29,530	29,951	31,434
단기차입금	9,862	7,272	17,416	27,416	27,416
유동성장기부채	20,657	21,282	22,261	22,261	22,261
비유동부채	95,793	107,122	105,898	105,898	99,898
장기차입금	40,801	48,966	47,514	47,514	41,514
사채	41,538	44,058	45,404	45,404	45,404
부채총계	162,818	171,326	177,679	188,100	183,584
지배지분	166,960	168,984	151,734	138,355	140,821
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,145	39,145	39,145	39,145	39,145
이익잉여금	115,606	114,883	111,532	112,047	114,512
비지배지분	3,271	3,354	3,041	2,773	2,773
자본총계	170,231	172,337	154,775	141,128	143,593
순차입금	103,163	110,574	123,030	135,150	128,476
총차입금	113,696	122,880	134,206	144,206	138,206

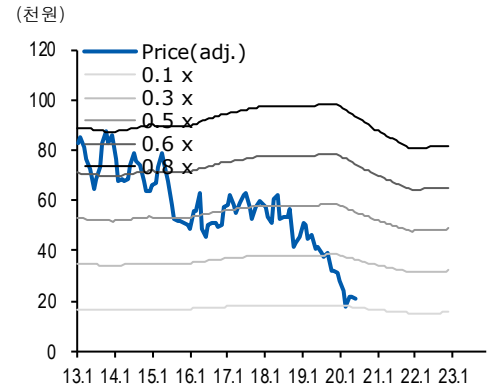
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,988	128	-1,774	2,111	2,587
BPS	127,188	128,729	115,347	105,176	107,051
EBITDAPS	19,609	14,081	11,873	16,709	17,626
SPS	155,722	153,715	137,688	146,446	149,645
DPS	750	750	750	750	750
PER	17.6	320.0	-11.3	9.5	7.8
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.8	9.0	9.6	7.4	6.7
PSR	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	8.4	-1.3	-10.4	6.4	2.2
영업이익 증가율 (%)	-25.0	-67.7	적전	흑전	10.8
지배순이익 증가율 (%)	-44.3	-95.7	적전	흑전	22.5
매출총이익률 (%)	10.0	6.8	5.3	8.7	9.0
영업이익률 (%)	4.9	1.6	-0.2	3.2	3.5
지배순이익률 (%)	1.9	0.1	-1.3	1.4	1.7
EBITDA 마진 (%)	12.6	9.2	8.6	11.4	11.8
ROIC	2.8	0.6	-0.1	1.8	2.0
ROA	1.2	0.1	-0.7	0.9	1.1
ROE	2.4	0.1	-1.5	1.9	2.5
부채비율 (%)	95.6	99.4	114.8	133.3	127.9
순차입금/자기자본 (%)	61.8	65.4	81.1	97.7	91.2
영업이익/금융비용 (배)	3.1	1.0	-0.1	1.7	2.0

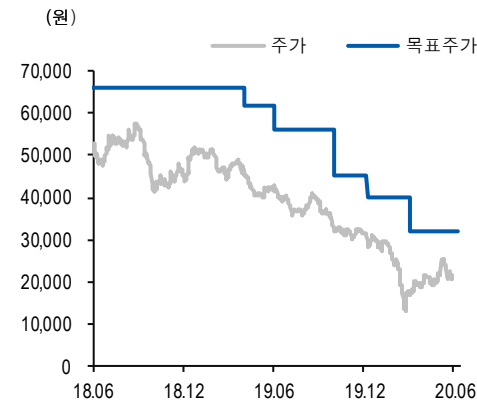
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-30	BUY	32,000	1년		
2020-04-01	BUY	32,000	1년		
2020-01-06	BUY	40,000	1년	-37.33	-23.00
2019-10-30	BUY	45,000	1년	-29.32	-26.78
2019-07-02	BUY	56,000	1년	-32.11	-25.45
2019-05-02	BUY	62,000	1년	-32.34	-26.05
2019-01-29	1년 경과 이후		1년	-27.14	-22.27
2018-01-29	BUY	66,000	1년	-22.63	4.09

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-06-27

※ 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 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 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.