



하나금융그룹

2020년 9월 8일 | Equity Research

# 현대제철 (004020)

## 본격적인 수익성 개선은 4분기부터….

### 3분기에도 어려운 영업상황으로 시장컨센서스 하회 전망

2020년 3분기 현대제철의 별도 매출액과 영업이익은 각각 3.8조원(-14.2%, QoQ +4.0%)과 22억원(YoY -93.4%, QoQ -75.5%)을 기록할 것으로 예상된다.

코로나19 확산에도 글로벌 자동차 공장들 대부분이 5~6월에 걸쳐 재가동에 돌입했지만 가동률이 당초 기대에 미치지 못할 것으로 예상되는 가운데 현대제철의 철강제품 판매량도 470만톤(YoY -8.4%, QoQ +0.8%)에 그칠 전망이다. 또한 당초 판매류 원재료 투입단가가 톤당 1만원 하락할 것으로 예상되었으나 철광석가격이 급등하면서 스프레드 확대 효과도 제한적일 전망이다. 그로 인해 3분기 영업이익은 시장컨센서스인 241억원을 하회할 것으로 예상된다. 현대차그룹 해외공장 가동률 상승으로 현대제철의 해외 SSC는 흑자 전환이 가능할 것으로 기대된다.

### 본격적인 수익성 개선은 4분기부터….

지난 4월을 저점으로 중국 철강 유통가격이 상승세를 지속했다. 그 결과 철근을 제외한 대부분의 제품들이 중국내 코로나19가 급격하게 확산되기 시작했던 춘절 이전인 1월 중순 수준으로 회복했다. 중국 주요 철강사들은 6월부터 9월까지의 출하가격 인상을 연속해서 발표했고 중국의 대규모 인프라투자와 부동산 수요 회복 전망을 감안하면 중국 철강 가격은 한동안 강세가 예상된다. 동시에 4분기는 현대차그룹의 국내외 자동차 판매량 회복으로 현대제철의 차강판 판매량도 회복될 것으로 예상되기 때문에 철강제품 판매량이 499만톤(YoY -2.6%, QoQ +6.1%)을 기록하면서 고정비 축소와 제품 Mix 개선이 동시에 가능할 것으로 기대된다.

### 투자의견 'BUY' 및 목표주가 31,000원 유지

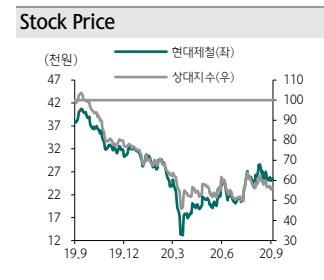
현대제철에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 31,000원을 유지한다. 4분기부터는 판매량 회복에 따른 수익성 개선이 기대되고 현재 주가는 PBR 0.2배에 불과하기 때문에 밸류에이션 부담도 제한적이다. 다만 본격적인 수익성 개선을 위해서는 자동차강판을 비롯한 주요 제품 가격 인상이 필요한 시점이다.

### Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 31,000원 | CP(9월 7일): 25,500원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,384.22		
52주 최고/최저(원)	40,750/13,150	매출액(십억원)	17,960.4 18,880.2
시가총액(십억원)	3,402.9	영업이익(십억원)	120.9 506.8
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	(123.3) 211.4
발행주식수(천주)	133,445.8	EPS(원)	(846) 1,503
60일 평균 거래량(천주)	1,177.7	BPS(원)	125,930 126,218
60일 평균 거래대금(십억원)	29.4		
20년 배당금(예상, 원)	750		
20년 배당수익률(예상, %)	2.94		
외국인지분율(%)	19.10		
주요주주 지분율(%)			
기아자동차 외 9 인	35.97		
국민연금공단	8.87		
주가상승률	1M 6M 12M		
1M	6M	12M	
절대	(1.5)	4.5	(32.5)
상대	(2.9)	(10.6)	(43.1)



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	20,780.4	20,512.6	17,725.9	18,642.5	19,372.9
영업이익	십억원	1,026.1	331.3	59.8	401.4	521.5
세전이익	십억원	569.8	51.7	(261.8)	73.1	214.3
순이익	십억원	398.7	17.1	(132.6)	37.9	96.9
EPS	원	2,988	128	(994)	284	726
증감률	%	(44.3)	(95.7)	적전	흑전	155.6
PER	배	15.15	245.36	N/A	89.80	35.12
PBR	배	0.36	0.25	0.20	0.20	0.20
EV/EBITDA	배	6.38	8.31	8.82	7.27	6.82
ROE	%	2.39	0.10	(0.79)	0.23	0.58
BPS	원	126,082	127,599	125,867	125,412	125,399
DPS	원	750	750	750	750	750



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbspark@hanafn.com

RA 김도연

02-3771-3674

dohkimk@hanafn.com

하나금융투자

### 3분기에도 어려운 영업상황으로 시장컨센서스 하회 전망

3Q20 별도 영업이익 22억원(YoY - 93.4%, QoQ -75.5%) 예상

2020년 3분기 현대제철의 별도 매출액과 영업이익은 각각 3.8조원(-14.2%, QoQ +4.0%)과 22억원(YoY -93.4%, QoQ -75.5%)을 기록할 것으로 예상된다.

코로나19 확산에도 글로벌 자동차 공장들 대부분이 5~6월에 걸쳐 재가동에 돌입했지만 가동률이 당초 기대에 미치지 못할 것으로 예상되는 가운데 현대제철의 철강제품 판매량도 470만톤(YoY -8.4%, QoQ +0.8%)에 그칠 전망이다. 또한 당초 판매류 원재료 투입단가가 톤당 1만원 하락할 것으로 예상되었으나 철광석가격이 급등하면서 스프레드 확대 효과도 제한적일 전망이다. 그로 인해 3분기 영업이익은 시장컨센서스인 241억원을 하회할 것으로 예상된다. 현대차그룹 해외공장 가동률 상승으로 현대제철의 해외 SSC는 흑자 전환이 가능할 것으로 기대된다.

표 1. 현대제철 실적추이 및 전망

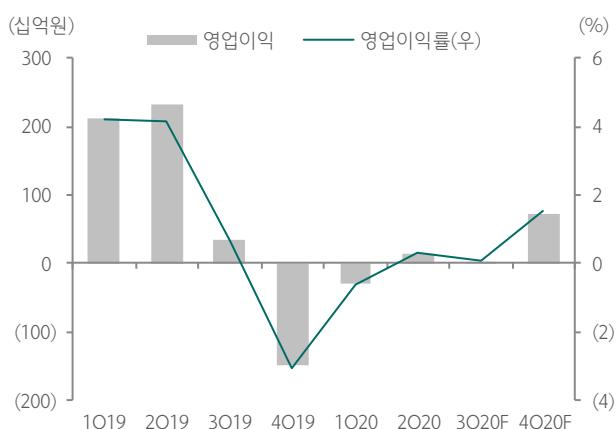
(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
<b>매출</b>	<b>5,071.5</b>	<b>5,571.9</b>	<b>5,047.3</b>	<b>4,821.8</b>	<b>4,668.0</b>	<b>4,113.3</b>	<b>4,296.1</b>	<b>4,648.6</b>	<b>20,512.6</b>	<b>17,725.9</b>	<b>18,642.5</b>
제품판매량	5,242.0	5,815.0	5,135.0	5,124.0	5,079.0	4,668.0	4,703.1	4,990.1	21,316.0	19,440.2	19,634.6
제품 판매단가	854.2	862.8	868.3	804.1	816.0	788.0	782.2	805.0	847.9	797.8	808.3
<b>영업이익</b>	<b>212.4</b>	<b>232.6</b>	<b>34.1</b>	<b>(147.9)</b>	<b>(29.7)</b>	<b>14.0</b>	<b>3.2</b>	<b>72.4</b>	<b>331.3</b>	<b>59.8</b>	<b>401.4</b>
세전이익	156.4	131.8	(64.7)	(171.8)	(152.4)	(2.4)	(71.1)	(35.9)	51.7	(261.8)	73.1
순이익	114.0	51.1	(65.8)	(73.7)	(115.4)	(12.9)	(49.7)	(20.5)	25.6	(198.5)	56.7
영업이익률(%)	4.2	4.2	0.7	(3.1)	(0.6)	0.3	0.1	1.6	1.6	0.3	2.2
세전이익률(%)	3.1	2.4	(1.3)	(3.6)	(3.3)	(0.1)	(1.7)	(0.8)	0.3	(1.5)	0.4
순이익률(%)	2.2	0.9	(1.3)	(1.5)	(2.5)	(0.3)	(1.2)	(0.4)	0.1	(1.1)	0.3

주: IFRS-연결 기준, 제품판매량 및 판매단가는 별도기준

자료: 하나금융투자

그림 1. 현대제철 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>20,780.4</b>	<b>20,512.6</b>	<b>17,725.9</b>	<b>18,642.5</b>	<b>19,372.9</b>
매출원가	18,708.3	19,115.2	16,677.9	17,274.1	17,875.4
매출총이익	2,072.1	1,397.4	1,048.0	1,368.4	1,497.5
판관비	1,046.0	1,066.1	988.2	967.0	976.1
<b>영업이익</b>	<b>1,026.1</b>	<b>331.3</b>	<b>59.8</b>	<b>401.4</b>	<b>521.5</b>
금융순이익	(301.7)	(283.3)	(324.9)	(291.5)	(274.8)
종속/관계기업순이익	17.8	7.6	8.3	9.2	10.1
기타영업외순이익	(172.3)	(4.0)	(5.1)	(45.9)	(42.5)
<b>세전이익</b>	<b>569.8</b>	<b>51.7</b>	<b>(261.8)</b>	<b>73.1</b>	<b>214.3</b>
법인세	161.9	26.0	(63.3)	16.3	69.2
계속사업이익	408.0	25.6	(198.5)	56.7	145.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>408.0</b>	<b>25.6</b>	<b>(198.5)</b>	<b>56.7</b>	<b>145.1</b>
비지배주주지분					
순이익	9.3	8.5	(66.0)	18.8	48.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>398.7</b>	<b>17.1</b>	<b>(132.6)</b>	<b>37.9</b>	<b>96.9</b>
지배주주지분포괄이익	79.6	300.8	(192.7)	55.1	140.8
NOPAT	734.6	164.3	45.4	311.7	353.0
EBITDA	2,616.8	1,879.1	1,559.0	1,856.3	1,936.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	8.4	(1.3)	(13.6)	5.2	3.9
NOPAT증가율	(20.2)	(77.6)	(72.4)	586.6	13.2
EBITDA증가율	(8.9)	(28.2)	(17.0)	19.1	4.3
영업이익증가율	(25.0)	(67.7)	(81.9)	571.2	29.9
(지배주주)순익증가율	(44.3)	(95.7)	적전	흑전	155.7
EPS증가율	(44.3)	(95.7)	적전	흑전	155.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	10.0	6.8	5.9	7.3	7.7
EBITDA이익률	12.6	9.2	8.8	10.0	10.0
영업이익률	4.9	1.6	0.3	2.2	2.7
계속사업이익률	2.0	0.1	(1.1)	0.3	0.7

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,988	128	(994)	284	726
BPS	126,082	127,599	125,867	125,412	125,399
CFPS	22,444	15,353	12,138	14,179	14,670
EBITDAPS	19,609	14,081	11,683	13,910	14,509
SPS	155,722	153,715	132,832	139,701	145,174
DPS	750	750	750	750	750
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.1	245.4	N/A	89.8	35.1
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
PCFR	2.0	2.0	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.4	8.3	8.8	7.3	6.8
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.4	0.1	(0.8)	0.2	0.6
ROA	1.2	0.1	(0.4)	0.1	0.3
ROIC	2.8	0.6	0.2	1.2	1.4
부채비율	95.6	99.4	91.3	90.0	88.5
순부채비율	60.6	64.3	59.5	58.1	55.9
이자보상배율(배)	3.1	1.0	0.2	1.3	1.8

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>8,769.0</b>	<b>9,578.7</b>	<b>8,166.1</b>	<b>8,308.4</b>	<b>8,527.1</b>
금융자산	1,053.3	1,230.6	1,184.3	976.1	926.6
현금성자산	762.1	915.8	912.3	689.9	629.2
매출채권 등	2,677.3	2,773.6	2,378.8	2,491.4	2,570.0
재고자산	4,919.5	5,415.6	4,465.5	4,696.4	4,880.4
기타유동자산	118.9	158.9	137.5	144.5	150.1
<b>비유동자산</b>	<b>24,535.9</b>	<b>24,787.6</b>	<b>24,230.4</b>	<b>23,794.6</b>	<b>23,395.2</b>
투자자산	1,628.1	1,969.3	1,911.2	1,930.3	1,945.5
금융자산	313.0	303.4	262.2	275.8	286.6
유형자산	20,784.6	20,563.3	20,146.8	19,765.1	19,415.4
무형자산	<b>1,653.4</b>	<b>1,578.2</b>	<b>1,495.6</b>	<b>1,422.3</b>	<b>1,357.4</b>
기타비유동자산	<b>469.8</b>	<b>676.8</b>	<b>676.8</b>	<b>676.9</b>	<b>676.9</b>
<b>자산총계</b>	<b>33,304.9</b>	<b>34,366.3</b>	<b>32,396.4</b>	<b>32,103.0</b>	<b>31,922.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,702.5</b>	<b>6,420.3</b>	<b>5,140.9</b>	<b>5,501.8</b>	<b>5,898.6</b>
금융부채	3,056.6	2,874.1	2,043.4	2,244.2	2,513.6
매입채무 등	3,428.5	3,352.9	2,930.1	3,081.6	3,202.3
기타유동부채	217.4	193.3	167.4	176.0	182.7
<b>비유동부채</b>	<b>9,579.3</b>	<b>10,712.2</b>	<b>10,319.7</b>	<b>9,708.2</b>	<b>9,085.1</b>
금융부채	<b>8,317.7</b>	<b>9,432.6</b>	<b>9,213.9</b>	<b>8,545.2</b>	<b>7,876.5</b>
기타비유동부채	1,261.6	1,279.6	1,105.8	1,163.0	1,208.6
<b>부채총계</b>	<b>16,281.8</b>	<b>17,132.6</b>	<b>15,460.6</b>	<b>15,210.0</b>	<b>14,983.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>16,696.0</b>	<b>16,898.3</b>	<b>16,667.3</b>	<b>16,606.5</b>	<b>16,604.9</b>
자본금	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>
자본잉여금	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
자본조정	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)
기타포괄이익누계액	682.8	957.4	957.4	957.4	957.4
이익잉여금	11,560.6	11,488.3	11,257.3	11,196.5	11,194.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>327.1</b>	<b>335.4</b>	<b>268.5</b>	<b>286.5</b>	<b>333.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>17,023.1</b>	<b>17,233.7</b>	<b>16,935.8</b>	<b>16,893.0</b>	<b>16,938.6</b>
<b>순금융부채</b>	<b>10,321.0</b>	<b>11,076.1</b>	<b>10,073.0</b>	<b>9,813.4</b>	<b>9,463.6</b>

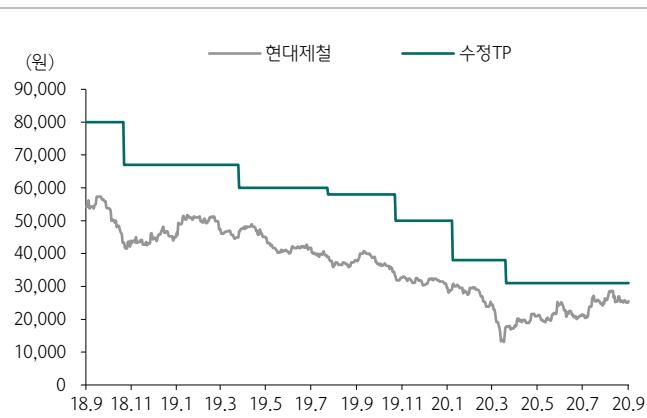
## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,575.3</b>	<b>626.4</b>	<b>2,169.8</b>	<b>1,503.6</b>	<b>1,563.9</b>
당기순이익	408.0	25.6	(198.5)	56.7	145.1
조정	2,030.3	1,504.6	1,624.5	1,580.3	1,513.9
감가상각비	1,590.7	1,547.8	1,499.1	1,454.9	1,414.6
외환거래손익	21.0	22.1	125.2	125.2	99.2
지분법손익	(17.8)	(7.6)	0.0	0.0	0.0
기타	436.4	(57.7)	0.2	0.2	0.1
영업활동	(863.0)	(903.8)	743.8	(133.4)	(95.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,164.8)</b>	<b>(1,162.9)</b>	<b>(1,025.4)</b>	<b>(1,159.4)</b>	<b>(1,126.6)</b>
투자자산감소(증가)	386.6	(317.4)	57.2	(20.0)	(16.1)
유형자산감소(증가)	(1,153.7)	(1,159.1)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
기타	(397.7)	313.6	(82.6)	(139.4)	(110.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(418.5)</b>	<b>690.7</b>	<b>(1,147.9)</b>	<b>(566.5)</b>	<b>(498.0)</b>
금융부채증가(감소)	(300.2)	932.4	(1,049.4)	(467.8)	(399.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(18.9)	(142.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(99.4)	(99.4)	(98.5)	(98.7)	(98.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>(8.5)</b>	<b>153.7</b>	<b>(3.5)</b>	<b>(222.3)</b>	<b>(60.7)</b>
Unlevered CFO	2,995.1	2,048.8	1,619.8	1,892.1	1,957.7
Free Cash Flow	377.3	(530.8)	1,169.8	503.6	563.9



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 현대제철



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.3.27	BUY	31,000		
20.1.15	BUY	38,000	-33.76%	-18.95%
19.10.30	BUY	50,000	-37.05%	-34.10%
19.7.31	BUY	58,000	-35.50%	-29.74%
19.4.2	BUY	60,000	-28.37%	-18.42%
18.10.29	BUY	67,000	-30.18%	-22.84%
18.10.7	BUY	80,000	-39.16%	-33.00%
18.5.27	BUY	77,000	-29.69%	-12.73%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

- BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

#### 산업의 분류

- Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 9월 7일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 9월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 9월 8일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.