



# 현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	35,000원 (M)
현재주가 (9/21)	24,850원
상승여력	41%

시가총액	33,161억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	294억원
60일 평균 거래량	1,161,181주
52주 고	39,950원
52주 저	13,150원
외인지분율	18.73%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	10.4	(37.8)
상대	(5.6)	(1.0)	(45.6)
절대(달러환산)	0.2	15.4	(36.2)

## 본격적인 실적 개선은 4Q부터

### 3Q20(E): 전체 판매량 확대에 따른 단위당 고정비 감소 기대

별도 영업이익 119억원(yoy -65%), 연결 영업이익 205억원(yoy -40%) 전망

1) 별도: 전체 판매량은 489만톤으로 전분기비 +5% 증가할 것으로 추정된다. 봉형강류는 계절적 비수기 영향에 따라 소폭 감소할 것으로 예상되나 전방산업(자동차) 가동률 회복에 따라 판재류 판매량은 +8% 증가하여 전체 판매량 증가를 이끌 것으로 판단된다. 봉형강류 원재료인 철스크랩 투입원가는 전분기비 톤당 +2.7만원/톤 상승할 것으로 전망되나 봉형강류 판매단가는 하락하며 스프레드 축소가 예상된다. 1Q 대비 2Q 영업이익 개선을 이끌었던 봉형강류 부문이 3Q에는 스프레드 축소와 판매량 감소로 수익성이 악화됐을 것으로 추정된다. 판재류는 자동차강판 가격은 변동이 없는 가운데 타 강종의 내수 및 수출 가격 인상이 이어지며 전분기비 ASP가 +0.8만원 상승했을 것으로 예상된다. 다만 철광석 가격 강세에 따라 원재료 투입원가 역시 유사한 수준으로 올라 스프레드 개선 효과는 미미할 것으로 사료된다.

2) 연결: COVID-19 여파에 따라 2Q -110억원(단순합산) 영업적자를 시현했던 해외법인은 3Q 판매량 회복에 따라 전분기비 흑자전환 했을 것으로 사료된다.

### 향후 실적 개선을 이끌 부분은 판재류

2Q 이후 철광석 가격이 상승했고 9월 들어서는 원료단 가격 역시 반등하는 모습을 연출하고 있다. 내수 및 수출에서 열연, 냉연(자동차 제외), 후판 등의 판매가격 인상에 나서고 있지만 자동차강판 가격은 인상이 되고 있지 않아 국내 경쟁사 대비 4Q 판재류 판매단가 인상 폭은 상대적으로 작을 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 4Q는 봉형강류가 다시 한번 계절적 성수기를 맞이하여 판매량 확대가 전망되고 판재류는 판매량 확대와 더불어 스프레드 확대도 예상되는 바 영업이익 추가 개선은 가능하다는 판단이다.

COVID-19 여파가 일부 그룹 내 완성차 공장 가동에 영향을 주기도 했지만 전체적인 공장 가동률은 2Q 대비 크게 올라오고 있다. 이는 동사의 Product-mix 개선에 도움을 주고 있으며 판매량 확대에 따른 단위당 고정비 감소 효과도 발생시키고 있다. 내부적으로는 구조조정 및 원가절감 노력을 행하고 있으며 외부적으로는 영업 환경이 개선되고 있다는 판단이다. 3Q 까지는 낮은 실적 개선이 예상되나 4Q 이후에는 실적 개선 속도 및 폭이 커질 수 있을 것으로 사료된다.

### Quarterly earning Forecasts

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	44,454	-11.9	8.1	43,816	1.5
영업이익	205	-39.9	46.7	308	-33.5
세전계속사업이익	-217	적지	적지	-322	32.5
지배순이익	-163	적지	적지	-193	15.6
영업이익률 (%)	0.5	-0.2 %pt	+0.2 %pt	0.7	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	-0.4	적지	적지	-0.4	0

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2018A	2019A	2020F	2021F
결산 (12월)				
매출액	207,804	205,126	181,005	196,743
영업이익	10,261	3,313	1,732	8,366
지배순이익	3,987	171	-664	4,074
PER	17.6	320.0	-49.9	8.1
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.8	9.0	8.9	6.5
ROE	2.4	0.1	-0.4	2.4

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전	변경 후				변경 전 대비		
		3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	3,812	15,771	16,681	3,910	16,060	17,417	2.6%
	영업이익	18	174	791	12	150	749	-34.1%
	OPM	0.5%	1.1%	4.7%	0.3%	0.9%	4.3%	-0.2%p
연결	매출액	4,344	17,803	18,930	4,445	18,100	19,674	2.3%
	영업이익	26	196	879	20	173	837	-20.0%
	OPM	0.6%	1.1%	4.6%	0.5%	1.0%	4.3%	-0.1%p
	지배순이익	-21	-55	451	-16	-66	407	-

자료: 유안티증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E	
매출액	18,074	16,060	17,417	4,478	5,017	4,459	4,120	4,144	3,679	3,910	6.3%	-12.3%	4,327	
1) 봉형강류	5,331	4,725	5,021	1,328	1,500	1,241	1,262	1,159	1,170	1,125	-3.9%	-9.3%	1,271	
	2) 판재류	9,759	8,688	9,695	2,416	2,700	2,470	2,174	2,317	1,909	2,090	9.5%	-15.4%	2,372
	기타	2,984	2,647	2,701	734	817	748	684	668	600	695	15.9%	-7.1%	684
판매량	21,316	19,929	21,247	5,242	5,815	5,135	5,124	5,079	4,668	4,891	4.8%	-4.7%	5,290	
	1) 봉형강류	7,128	6,672	7,142	1,719	1,950	1,630	1,829	1,617	1,650	1,597	-3.2%	-2.0%	1,807
	2) 판재류	12,188	11,535	12,386	3,000	3,308	3,025	2,855	3,009	2,630	2,849	8.3%	-5.8%	3,047
①) 봉형강류 ASP(A)	748	708	703	772	769	761	690	717	709	704	-0.7%	-7.5%	703	
	변동폭	1	-40	-5	-1	-3	-8	-71	27	-8	-5	-	-1	
	③) 원재료 투입가격(B)	392	352	374	409	418	402	338	337	336	363	8.1%	-9.6%	374
변동폭	-30	-39	22	-7	9	-17	-64	-1	-1	27	-	-	11	
추정 스프레드(A-B)	356	356	329	363	351	360	352	380	373	341	-8.6%	-5.1%	329	
	변동폭	31	0	-27	7	-12	8	-8	28	-7	-32	-	-12	
②) 판재류 ASP(C)	801	753	783	805	816	816	761	770	726	734	1.1%	-10.2%	778	
	변동폭	-21	-48	30	-33	11	0	-55	9	-44	8	-	45	
	④) 원재료 투입가격(D)	284	275	281	263	289	302	280	265	270	277	2.4%	-8.5%	290
변동폭	41	-8	6	18	25	14	-22	-15	5	6	-	-	13	
추정 스프레드(C-D)	517	478	502	542	527	514	481	505	456	457	0.3%	-11.1%	489	
	변동폭	-62	-39	24	-51	-14	-13	-33	23	-49	1	-	32	
영업이익	278	150	749	169	218	34	-143	-21	9	12	30.1%	-64.8%	150	
	I/의률	1.5%	0.9%	4.3%	3.8%	4.4%	0.8%	-3.5%	-0.5%	0.2%	0.3%	0.1%p	-0.5%p	3.5%

자료: 유안티증권, 주 1) 철근+H형강+형강, 주 2) 열연+냉연+후판, 주 3) 국산 철스크랩 중량A(1.1 톤), 주 4) 철광석(1.6 톤)+원료단(0.75 톤) 가정

[표-3] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
원/달러 환율 (평균)		1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	1,190	1,190
철광석 구매		73	87	91	84	83	86	100	101
(달러/톤, FOB)	분광 Index <sup>1)</sup>	63	70	87	98	79	84	84	103
	당분기	77	93	92	79	84	87	105	100
원료탄 구매 (복합)		166	163	141	117	125	111	104	118
(달러/톤, FOB)	강점탄	208	206	170	141	151	118	110	125
	Index <sup>1)</sup>	211	208	178	143	147	118	110	125
	당분기	206	203	161	140	155	118	110	125
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		241	262	250	222	226	222	237	250
(달러/톤)	철광석 1.6톤	117	140	145	134	132	138	160	161
	원료탄 0.75톤	124	122	105	88	93	84	78	88
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 <sup>2)</sup>		263	289	302	280	265	270	277	290
(천원/톤)	전분기대비 증감	18	25	14	-22	-15	5	6	13
	철광석 1.6톤	121	147	168	165	158	163	179	191
	전분기대비 증감	14	26	21	-3	-8	6	16	12
	원료탄 0.75톤	142	141	134	115	108	107	97	99
	전분기대비 증감	4	-1	-7	-20	-7	-1	-10	2

자료: 유안티증권 리서치센터

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

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

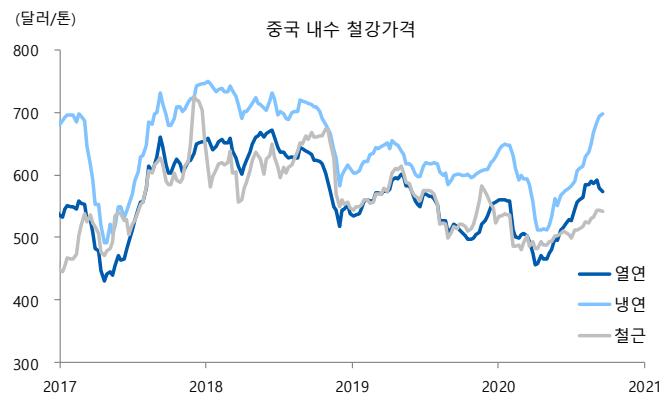
[표-4] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
매출액	20,513	18,100	19,674	5,072	5,572	5,047	4,822	4,668	4,113	4,445	8.1%	-11.9%	4,874
별도	18,074	16,060	17,417	4,478	5,017	4,459	4,120	4,144	3,679	3,910	6.3%	-12.3%	4,327
국내 기타	1,183	1,200	1,311	296	302	293	293	283	313	283	-9.5%	-3.4%	321
해외	3,661	2,620	2,873	890	918	913	940	737	450	721	60.1%	-21.0%	712
(연결조정)	2,405	1,780	1,927	592	665	617	531	496	329	469	-	-	486
영업이익	331	173	837	212	233	34	-148	-30	14	20	46.7%	-39.9%	168
이익률	1.6%	1.0%	4.3%	4.2%	4.2%	0.7%	-3.1%	-0.6%	0.3%	0.5%	0.1%p	-0.2%p	3.5%
별도	278	150	749	169	218	34	-143	-21	9	12	30.1%	-64.8%	150
(OPM)	1.5%	0.9%	4.3%	3.8%	4.4%	0.8%	-3.5%	-0.5%	0.2%	0.3%	0.1%p	-0.5%p	3.5%
국내 기타	39	17	34	5	13	8	14	4	-1	6	흑전	-26.1%	8
(OPM)	3.3%	1.4%	2.6%	1.5%	4.3%	2.6%	4.7%	1.4%	-0.3%	2.0%	2.3%p	-0.6%p	2.5%
해외	-37	17	57	15	14	-16	-49	14	-11	4	흑전	흑전	11
(OPM)	-1.0%	0.6%	2.0%	1.6%	1.5%	-1.8%	-5.2%	1.8%	-2.5%	0.5%	3.0%p	2.3%p	1.5%
(연결조정)	-51	10	3	-24	12	-9	-30	26	-17	1	-	-	0
세전이익	52	-73	572	156	132	-65	-172	-152	-2	-22	적지	적지	103
이익률	0.3%	-0.4%	2.9%	3.1%	2.4%	-1.3%	-3.6%	-3.3%	-0.1%	-0.5%	-0.4%p	0.8%p	2.1%
지배순이익	17	-66	407	114	46	-68	-75	-115	-11	-16	적지	적지	76
이익률	0.1%	-0.4%	2.1%	2.2%	0.8%	-1.3%	-1.5%	-2.5%	-0.3%	-0.4%	-0.1%p	1.0%p	1.6%

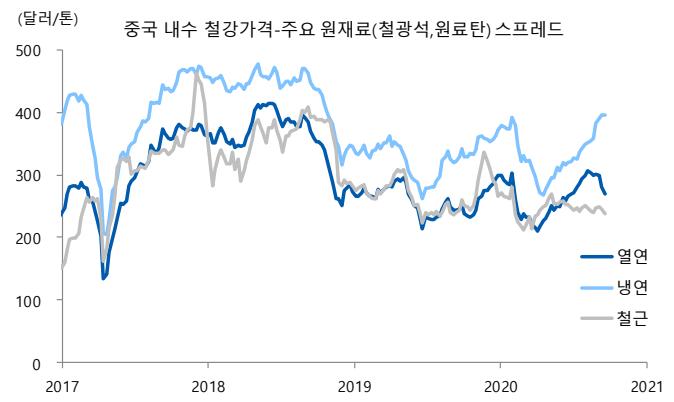
자료: 유안티증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



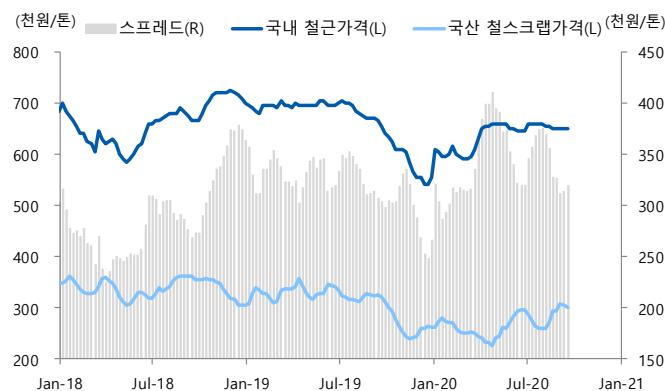
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



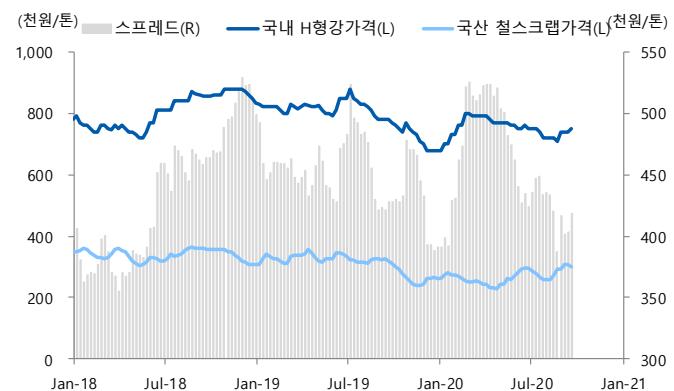
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6 톤+원료탄 0.75 톤 가정)

[그림-3] 국내 철근 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

[그림-4] 국내 H형강 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

## 현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	207,804	205,126	181,005	196,743	200,653	
매출원가	187,083	191,152	168,886	177,086	179,886	
매출총이익	20,721	13,974	12,119	19,657	20,768	
판관비	10,460	10,661	10,387	11,291	11,516	
영업이익	10,261	3,313	1,732	8,366	9,252	
EBITDA	26,168	18,791	17,144	23,242	24,734	
영업외손익	-4,563	-2,796	-2,466	-2,643	-2,432	
외환관련손익	-625	-332	-116	20	20	
이자손익	-3,135	-3,023	-3,095	-3,144	-2,933	
관계기업관련손익	178	76	54	0	0	
기타	-980	483	691	481	481	
법인세비용차감전순손익	5,698	517	-734	5,723	6,820	
법인세비용	1,619	260	-77	1,431	1,705	
계속사업순손익	4,080	256	-657	4,292	5,115	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	4,080	256	-657	4,292	5,115	
지배지분순이익	3,987	171	-664	4,074	4,855	
포괄순이익	877	3,100	-2,683	6,222	7,045	
지배지분포괄이익	796	3,008	-2,648	6,310	7,145	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	15,753	6,264	4,037	15,475	20,728	
당기순이익	4,080	256	-657	4,292	5,115	
감가상각비	14,914	14,545	14,563	14,131	14,830	
외환손익	210	221	-112	-20	-20	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-8,630	-9,038	-12,925	-5,452	-1,628	
기타현금흐름	5,179	279	3,167	2,523	2,431	
투자활동 현금흐름	-11,648	-11,629	-11,881	-11,998	-11,998	
투자자산	-12	48	-1,184	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,980	-11,572	-9,230	-12,000	-12,000	
유형자산 감소	443	-19	523	0	0	
기타현금흐름	-99	-86	-1,990	2	2	
재무활동 현금흐름	-4,185	6,907	9,861	-676	-11,005	
단기차입금	1,171	-2,386	8,142	0	-10,000	
사채 및 장기차입금	-4,363	10,287	2,667	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-994	-994	-1,003	-676	-1,005	
기타현금흐름	0	0	54	0	0	
연결범위변동 등 기타	-5	-5	1,584	-394	-416	
현금의 증감	-85	1,537	3,600	2,407	-2,690	
기초 현금	7,707	7,621	9,158	12,758	15,166	
기말 현금	7,621	9,158	12,758	15,166	12,475	
NOPLAT	10,261	3,313	1,732	8,366	9,252	
FCF	2,644	-3,489	-5,193	3,698	8,793	

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,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

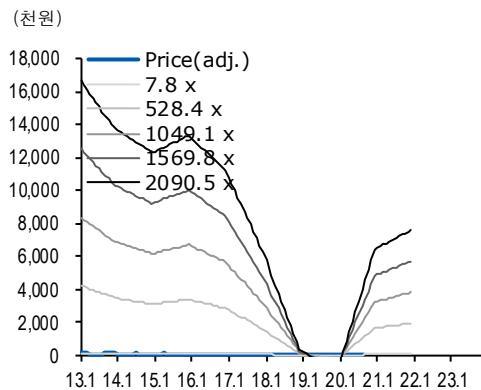
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		87,690	95,787	104,418	111,191	110,258
현금및현금성자산		7,621	9,158	12,758	15,166	12,475
매출채권 및 기타채권		26,773	27,736	28,338	29,702	30,266
재고자산		49,195	54,156	57,023	60,025	61,218
비유동자산		245,359	247,876	238,253	235,377	231,895
유형자산		207,846	205,633	198,457	196,326	193,496
관계기업등 지분관련자산		1,255	1,242	2,023	2,023	2,023
기타투자자산		15,025	18,451	15,033	15,033	15,033
자산총계		333,049	343,663	342,671	346,569	342,153
유동부채		67,025	64,203	64,186	64,687	56,404
매입채무 및 기타채무		34,285	33,529	24,464	24,966	26,682
단기차입금		9,862	7,272	15,172	15,172	5,172
유동성장기부채		20,657	21,282	21,835	21,835	21,835
비유동부채		95,793	107,122	109,758	109,758	109,758
장기차입금		40,801	48,966	52,721	52,721	52,721
사채		41,538	44,058	43,458	43,458	43,458
부채총계		162,818	171,326	173,944	174,446	166,162
지배지분		166,960	168,984	165,390	168,715	172,583
자본금		6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금		39,145	39,145	39,061	39,061	39,061
이익잉여금		115,606	114,883	113,235	114,629	118,497
비지배지분		3,271	3,354	3,337	3,408	3,408
자본총계		170,231	172,337	168,727	172,123	175,991
순차입금		103,163	110,574	116,924	114,517	107,207
총차입금		113,696	122,880	134,818	134,818	124,818

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		2,988	128	-498	3,053	3,638
BPS		127,188	128,729	125,728	128,256	131,196
EBITDAPS		19,609	14,081	12,847	17,417	18,535
SPS		155,722	153,715	135,639	147,433	150,363
DPS		750	750	500	750	750
PER		17.6	320.0	-49.9	8.1	6.8
PBR		0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA		6.8	9.0	8.9	6.5	5.8
PSR		0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

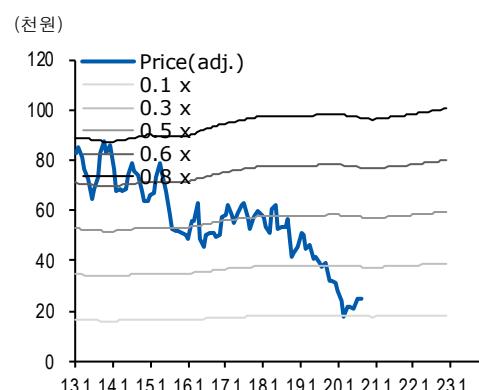
  

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		8.4	-1.3	-11.8	8.7	2.0
영업이익 증가율 (%)		-25.0	-67.7	-47.7	383.0	10.6
지배순이익 증가율 (%)		-44.3	-95.7	적전	흑전	19.2
매출총이익률 (%)		10.0	6.8	6.7	10.0	10.4
영업이익률 (%)		4.9	1.6	1.0	4.3	4.6
지배순이익률 (%)		1.9	0.1	-0.4	2.1	2.4
EBITDA 마진 (%)		12.6	9.2	9.5	11.8	12.3
ROIC		2.8	0.6	0.6	2.3	2.5
ROA		1.2	0.1	-0.2	1.2	1.4
ROE		2.4	0.1	-0.4	2.4	2.8
부채비율 (%)		95.6	99.4	103.1	101.3	94.4
순차입금/자기자본 (%)		61.8	65.4	70.7	67.9	62.1
영업이익/금융비용 (배)		3.1	1.0	0.5	2.4	2.8

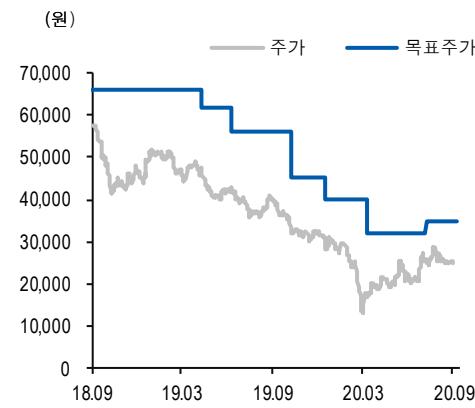
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-22	BUY	35,000	1년		
2020-07-29	BUY	35,000	1년		
2020-04-01	BUY	32,000	1년	-33.38	-15.16
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: 괴리를  $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-09-19

※ 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 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자의 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 투자의 투자 의사 결정은 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.