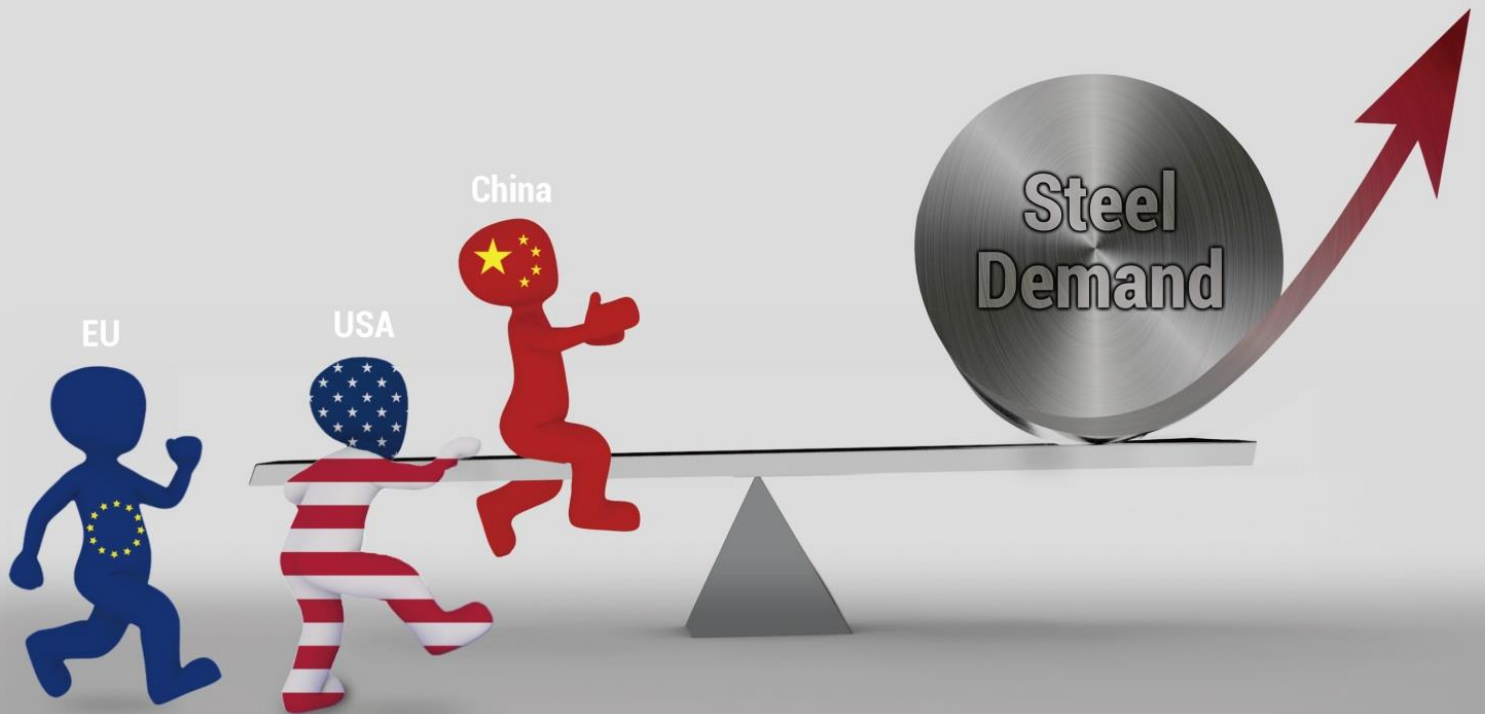


철강

Overweight (신규)

뭉쳐야 간다



유틸리티/철강 Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
POSCO (005490)	Buy (신규)	320,000원
관심종목		
종목	투자판단	적정주가
현대제철 (004020)	Buy (신규)	44,000원

Contents

Summary	3
Key Chart	4
I. 철강 수요, 퍼즐이 맞춰지다	7
중국 시장, 역대급 호황	8
2021 년 중국 수요, 2020 년 호황이 이어진다	10
다소 아쉬운 부동산 시장, 그러나 하방도 제한적	12
중국 外 지역이 이끄는 2021 년 수요 성장	14
공급: 구조조정은 없으나 급증도 없다	17
2. 고로 전성시대	18
철강주 랠리가 2% 아쉬운 이유	18
유례없는 수요 불균형: 고로사 스프레드 악화로 귀결	19
2021 년 P 상승, C 보합으로 고로사 스프레드 확장 전망	23
3. 탈탄소의 시대, 강한 자만이 살아남는다	24
탈압박 어려운 탈탄소의 흐름	24
철강의 원재료: 철광석 + 유연탄 + (탄소배출권?)	26
전기로 비중 상승: 철스크랩, 전극봉 가격 상승 위험	27
기업분석	
POSCO (005490) 대장을 밀어주는 업황	30
현대제철 (004020) 안과 밖 모두 개선	35

Summary

과거 사례가 말해주듯 CoVID-19 이후 수요 성장 사이클 진입 예상

과거 철강업은 경제 위기 직후 3년 간 수요가 연평균 +7% 증가하는 호황을 경험했다. CoVID-19 위기 이후에도 경기 부양책 효과로 철강 수요 성장이 예상된다. 그러나 철강 업종의 주가는 연초 수준을 회복하는 데에 그치고 있다. 이유는 간단하다. 중국 외 지역에서는 CoVID-19 위기가 아직 끝나지 않았기 때문이다.

2021년 중국 외 지역을 중심으로 수요 성장 두드러질 전망

2020년 철강 수요를 중국이 홀로 이끌었다면, 2021년부터는 중국 외 지역에서 수요 회복이 두드러질 전망이다. 미국 주택 시장은 이미 호황을 맞이하고 있고, 유럽 자동차 및 소비재 수요 역시 CoVID-19 영향에서 빠르게 벗어날 가능성이 높다. 한편, 2020년 6월 철강 순수입국으로 전환하는 등 역대급 시황을 맞이했던 중국에서도 수요가 유지될 전망이다. 인프라 투자가 지속되고, 정부의 소비 지원책으로 인해 자동차 및 가전 판매가 늘어나기 때문이다.

수요 대비 공급 증가는 제한적. 타이트한 수급 예상

수요 대비 공급의 증가 폭은 제한적이다. WSA에 따르면, 미국, 유럽 경기 회복을 가정 시 2021년 세계 철강 수요는 7,000만톤 증가한다. 반면 신규 설비로의 전환이 많은 부분 진척된 중국의 생산능력 순증은 2,400만톤 수준에 그칠 전망이다. 인도, 동남아시아 등지에서의 일부 증설을 감안하더라도 2021년 철강 수급은 더 타이트해지고, 이에 따라 전반적인 철강재 가격 역시 상승할 가능성이 높다.

철광석 가격 약보합세에 머물며 고로사 스프레드 개선될 전망

업황 호조에도 불구하고 2021년 철광석 가격이 약보합세에 머물면서 스프레드가 확대될 전망이다. 2020년 철광석 가격은 6년 내 최고치를 기록하며 철강 업종의 주가 상승 폭을 제한했다. 철광석 수급에 있어 절대적인 영향을 미치는 중국 수요가 호조를 보였기 때문이다. 그러나 2021년 수요 상승은 중국 외 지역에서 발생한다. 해당 지역 수요가 철광석 수급에 미치는 영향은 작기 때문에, 철광석 가격 상승폭도 제한적이다. 남미에서의 생산 정상화를 감안 시 철광석 가격은 오히려 약보합세에 머물 가능성이 높다. P가 상승하는 가운데 철광석 가격이 안정화된다면, 2021년은 고로사에 대한 투자 적기다.

탄소배출 저감 및 환경 투자로

- 1) 이익 체력, 재무 건전성의 중요도 상승
- 2) 철스크랩, 전극봉 가격 상승

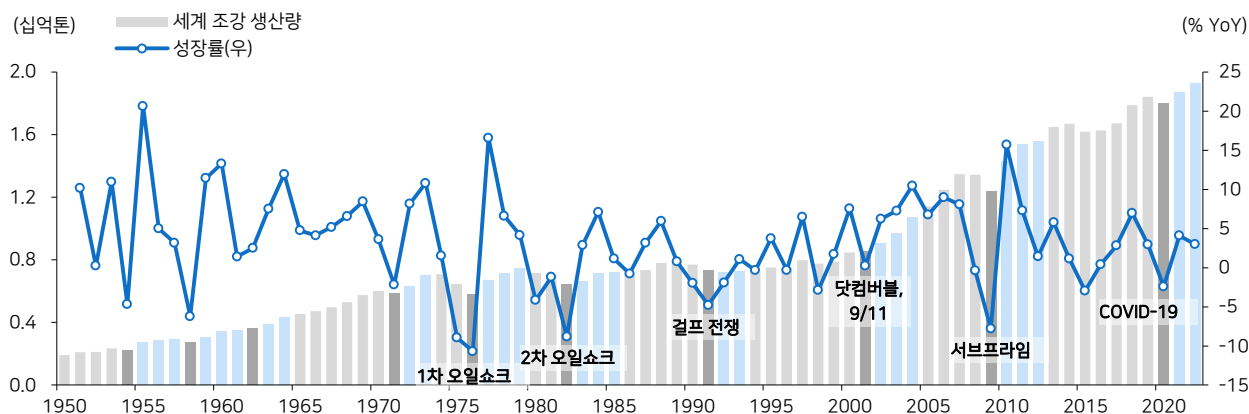
장기적으로 철강 산업 내 가장 큰 해결 과제는 탄소배출 저감이다. 특히 신기후체제가 시작되는 2021년부터는 각국의 탄소배출 규제가 강화되며 탄소배출권 비용이 새로운 원가 요인으로 자리잡을 전망이다. 이를 회피하기 위해서는 장기적으로 막대한 설비 투자가 필요하며, 이에 따라 이익 체력과 재무 건전성이 우수한 철강사들의 점유율 상승이 예상된다. 한편, 중단기적으로 전기로 비중이 증가함에 따라 철스크랩, 전극봉 가격 상승 및 철광석 가격 하향 안정화 가능성이 높다.

섹터 투자의견 Overweight. Top-pick은 POSCO

철강 업종에 대해 투자의견 Overweight를 제시한다. 2021년부터 회복 그 이상의 수요 상승이 시작될 전망이다. Top-pick으로 POSCO(005490)를 제시한다. 2021년 업황은 고로사에게 유리할 전망이며, 비철강 부문의 성장에도 주목해야 한다. 현대제철(004020) 역시 고로 부문 스프레드 개선과 사업 재편 본격화, 수소 사업 진출 등이 긍정적이다.

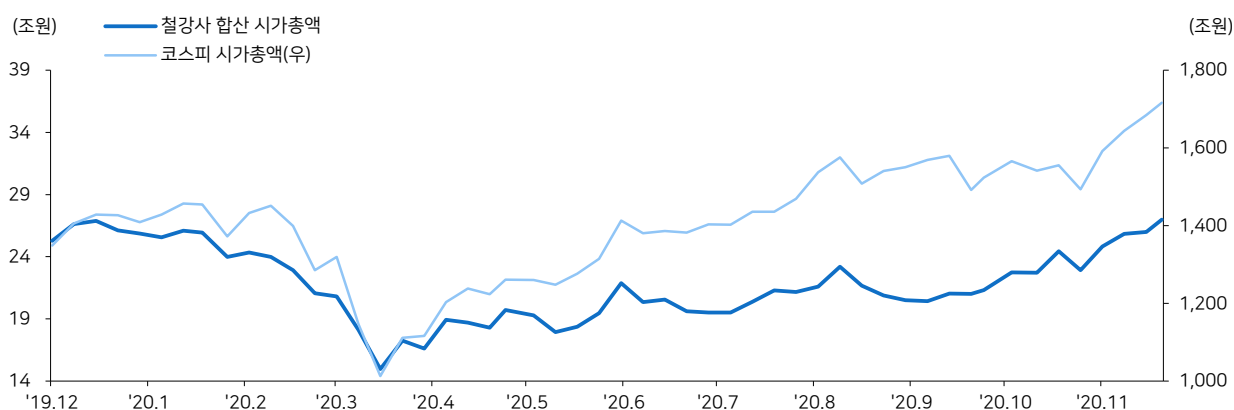
Key Chart

그림1 경제 위기 뒤 2~3년 동안 세계 철강 수요는 성장



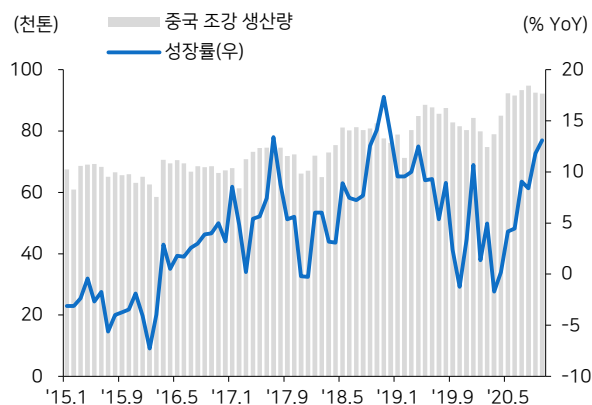
주: NBER 정의 리세션 이후 조강 생산량 추이. 자료: WSA, NBER, 메리츠증권 리서치센터

그림2 CoVID-19 이후 철강주 시가총액: 연초 수준 회복, 코스피 대비 Underperform



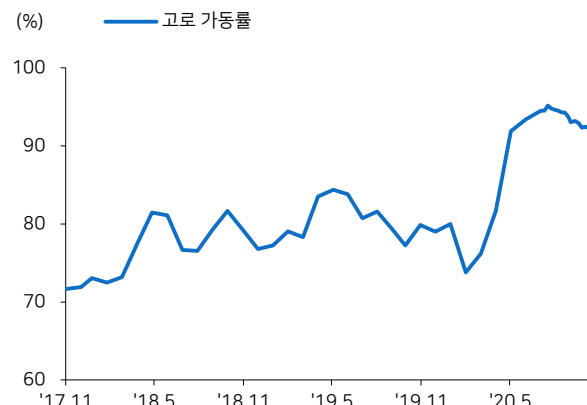
주: 포스코, 현대제철, 동국제강, 세아베스틸 4사의 합산 시가총액. 자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 조강 생산량 역대 최고치 경신 중



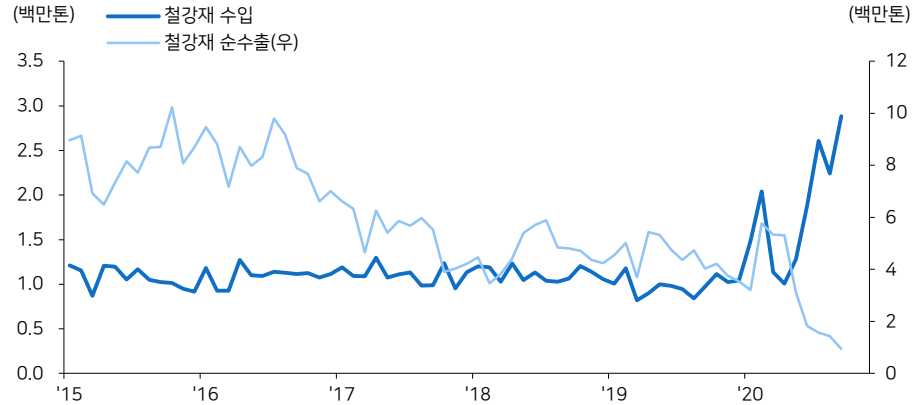
자료: NBS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 이전에 관찰하기 힘들었던 90%의 고로 가동률



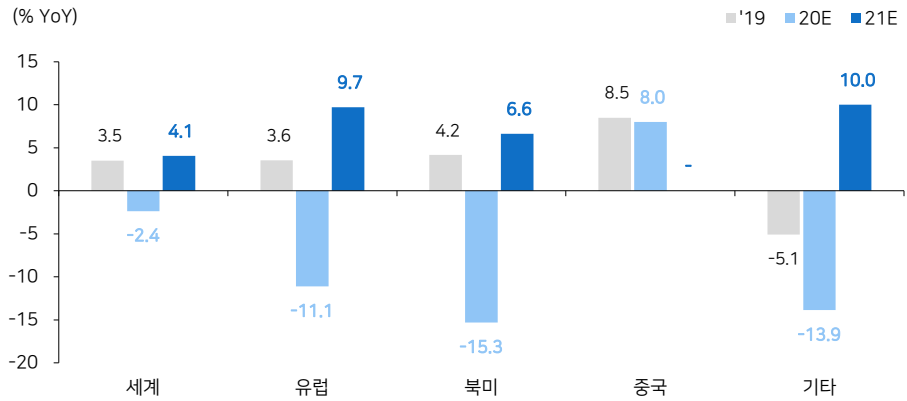
자료: Mysteel, 메리츠증권 리서치센터

그림5 완성품 기준 중국 철강재 수입 및 순수출: 생산량 증가에도 불구하고 수입량도 급증



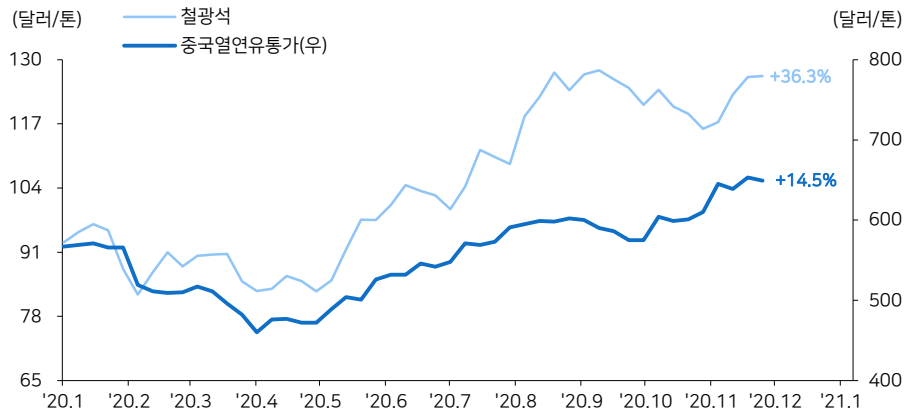
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 세계 철강 수요 전망



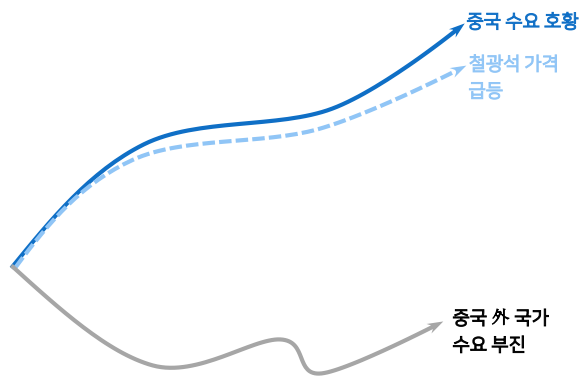
자료: WSA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 열연유통가격 vs 철광석 가격 추이



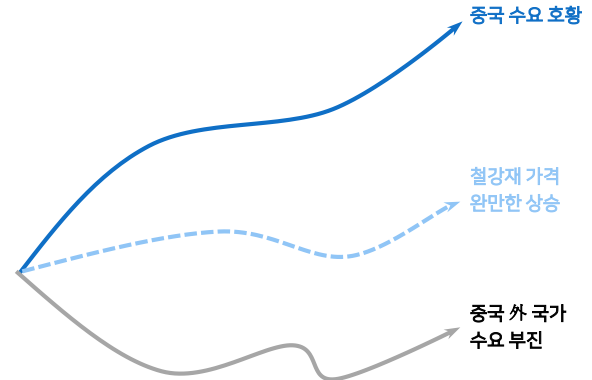
자료: Steeldaily, 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 철광석 가격: 중국 경기를 추종



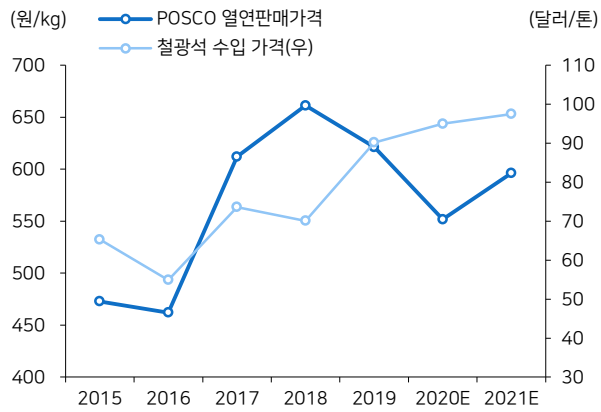
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 철강재 가격: 중국과 중국 외 사이



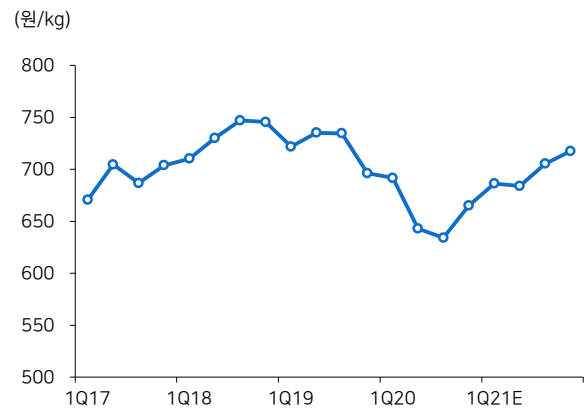
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 POSCO 열연 판매 가격 및 철광석 수입 가격 가정



자료: POSCO, KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 POSCO 탄소강 스프레드 추이 및 전망



자료: POSCO, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
POSCO (005490)	Buy (신규)	320,000원
현대제철(004020)	Buy (신규)	44,000원

Industry Indepth
2020. 11. 27

▲ 유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

POSCO 005490

대장을 밀어주는 업황

- ✓ 이익 체력 가장 강한 글로벌 철강사. 2021년 업황은 동사에 특히 호의적
- ✓ 판재류 수요 증가 및 철광석 가격 안정화로 3년 만의 탄소강 스프레드 반등
- ✓ 2차전지 소재를 필두로 한 비철강 사업부문의 구조적 성장에도 주목
- ✓ 업황은 Up-cycle 초기 국면, 반면 2021년 0.46배의 PBR은 역사적 평균 하회
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 320,000원을 제시하며 업종 내 최선호주로 추천

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 320,000 원
현재주가 (11.26) 242,500 원
상승여력 32.0%

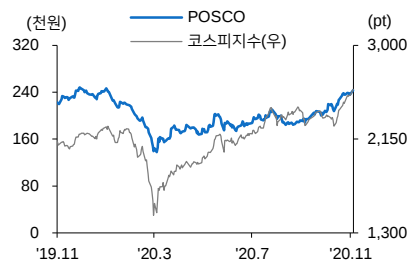
KOSPI 2,625.91pt
시가총액 211,428억원
발행주식수 8,719만주
유동주식비율 67.36%
외국인비중 51.13%
52주 최고/최저가 248,500원/138,000원
평균거래대금 779.0억원

주요주주(%)

국민연금공단 11.70
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.2	37.8	3.9
상대주가	-0.7	6.5	-16.1

주가그래프



2021년 업황은 고로에 호의적, 동사는 가장 우량한 글로벌 고로사

동사는 조강 생산량 기준 국내 1 위, 세계 5 위 종합제철회사이다. 높은 자동차 강판 비중과 일원화된 생산 공정을 기반으로 글로벌 피어 대비 이익 체력이 강하다. 2021 년 자동차 판매량 회복에 따라 판재류 수요는 증가하나, 철광석 가격은 안정화되며 특히 전기로사보다 동사와 같은 고로사들에게 호의적인 환경이 조성될 전망이다. 3 년 만의 탄소강 스프레드 반등과 함께 동사의 2021 년 철강 부문 영업이익 2 조 7,655 억원(+158.5% YoY)을 예상한다.

新경제로의 편입: 비철강 부문 이익 기여도 확대

비철강 부문의 영업이익 기여도는 2018 년 20.2%에서 2021 년 33.8%로 확대될 전망이다. 특히 2 차전지 소재 사업의 장기적 성장성에 주목해야 한다. 자회사 포스코케미칼은 2030 년까지 공격적인 양극재, 음극재 생산능력 증설로 23 조원 매출을 목표로 하고 있다. 2023 년부터는 호주와 아르헨티나에서 리튬 생산(5~6,000 억원 매출 규모)도 본격화된다. 포스코에너지 역시 '환경급전'에 따른 LNG 발전소 가동률 상승과 직도입 확대가 긍정적이다.

위기 이후엔 Up-cycle 시작, 밸류에이션은 여전히 역사적 평균 하회

중국이 버터주는 상황에서 중국 외 수요 반등으로 2021 년부터 철강 Up-cycle 이 도래한다. 또한 1)고로사에게 유리한 2021 년 업황, 2)장기적으로 환경 투자를 감내할 수 있는 이익 체력과 재무건전성을 감안하면 현재 철강 산업 내에서도 가장 유리한 위치에 있다. 반면 2021 년 기준 PBR 은 0.46 배로 2015 년 이후 평균치인 0.54 배를 하회 중이다. 투자 의견 Buy 와 적정주가 320,000 원을 제시하며 업종 내 최선호주로 추천한다.

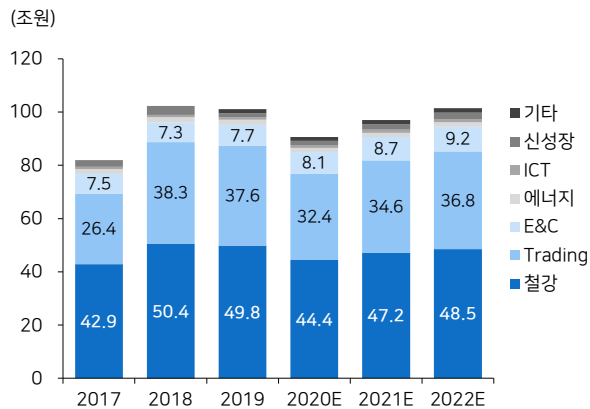
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	64,977.8	5,542.6	1,690.6	19,391	-36.4	497,452	12.5	0.5	3.9	3.9	67.3
2019	64,366.9	3,868.9	1,835.1	21,048	4.8	510,076	11.2	0.5	4.4	4.2	65.4
2020E	58,389.4	2,348.1	1,321.4	15,156	-24.6	513,300	16.0	0.5	5.6	3.0	69.1
2021E	62,221.7	4,149.1	2,343.3	26,876	64.9	533,135	9.0	0.5	4.2	5.1	64.5
2022E	65,204.1	4,725.1	2,733.3	31,350	16.6	557,445	7.7	0.4	3.7	5.7	60.6

2021년 실적 전망

POSCO 2021년 연결 매출액은 62.2조원(+6.6% YoY), 영업이익은 4조 1,491억원(+65.8% YoY)을 예상한다. 철강 부문의 영업이익이 +158.5% YoY 성장하며 전사 수익성 개선을 이끄는 가운데, 인터내셔널, 건설, 에너지를 포함한 글로벌 인프라 사업부(+7.9% YoY), 포스코케미칼을 포함한 신성장 사업부(+82.0% YoY)에서도 지속적인 성장이 나타날 전망이다.

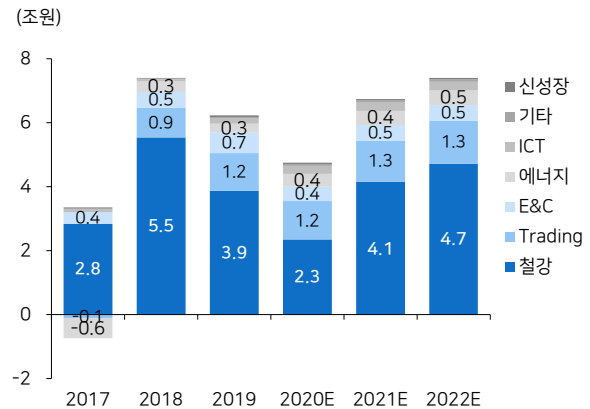
2021년 철강 부문의 이익 개선은 3년 만의 반등이 예상되는 탄소강 스프레드(+7.1% YoY) 덕분이다. 업황 개선 및 믹스 개선으로 탄소강 ASP가 +6.1% YoY 확대되는 가운데, 철광석 가격 안정화와 원화 강세로 톤당 제선원료비는 -3.7% YoY 하락할 전망이다. 전체 판매량 역시 +1.9% YoY 상승할 전망이다.

그림12 부문별 매출액 추이 및 전망



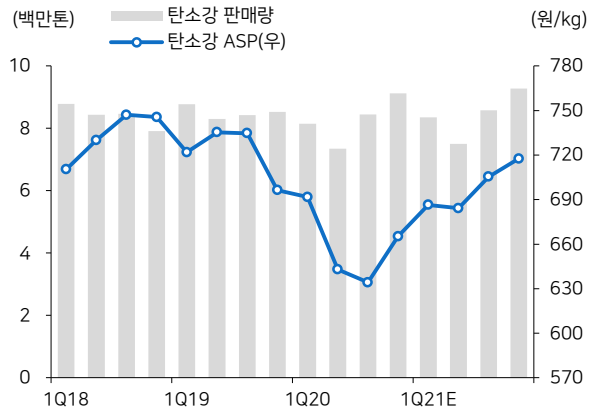
자료: POSCO, 메리츠증권 리서치센터

그림13 부문별 영업이익 추이 및 전망



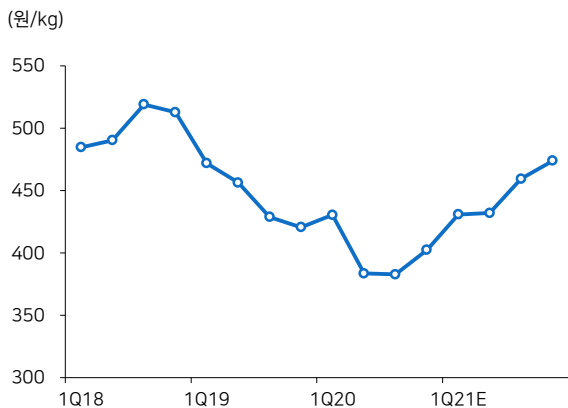
자료: POSCO, 메리츠증권 리서치센터

그림14 탄소강 판매량 및 ASP 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 탄소강 스프레드 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 POSCO 실적 전망 및 주요 가정												
주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	1Q22E	2Q22E	2018	2019	2020E	2021E
원/달러	1,220.1	1,210.0	1,178.8	1,140.0	1,123.0	1,108.0	1,095.0	1,085.0	1,102.0	1,169.9	1,187.2	1,102.8
판매량(천톤)												
탄소강 판매량	8,151.0	7,347.0	8,444.0	9,119.5	8,348.8	7,503.3	8,577.3	9,270.9	33,589.0	34,023.0	33,061.5	33,700.3
성장률(% YoY)	-7.1	-11.4	0.3	6.9	2.4	2.1	1.6	1.7	2.7	1.3	-2.8	1.9
STS 판매량	470.0	415.0	451.0	484.8	474.7	419.2	454.5	489.6	2,002.0	1,968.0	1,820.8	1,838.0
성장률(% YoY)	-7.3	-7.4	-15.4	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0	0.3	-1.7	-7.5	0.9
ASP(원/kg)												
탄소강 ASP	691.7	643.0	634.2	665.2	686.4	684.1	705.4	717.6	2,933.0	2,888.2	2,634.0	2,793.5
성장률(% YoY)	-4.2	-12.6	-13.7	-4.5	-0.8	6.4	11.2	7.9	6.0	-1.5	-8.8	6.1
STS ASP	2,083.0	2,057.8	2,026.6	2,087.4	2,108.3	2,114.6	2,120.9	2,127.3	2,140.9	2,099.6	2,064.5	2,117.9
성장률(% YoY)	3.2	-2.8	-4.1	-3.2	1.2	2.8	4.7	1.9	1.4	-1.9	-1.7	2.6
스프레드(원/kg)												
탄소강 스프레드	430.5	383.6	382.9	402.4	430.9	432.1	459.5	474.0	2,701.4	2,610.9	2,375.2	2,544.3
성장률(% YoY)	-8.8	-16.0	-10.7	-4.3	0.1	12.6	20.0	17.8	7.2	-3.4	-9.0	7.1
STS 스프레드	940.8	961.8	930.6	832.9	843.5	839.5	835.4	831.2	748.0	854.9	917.3	837.5
성장률(% YoY)	8.9	9.7	6.9	2.4	-10.3	-12.7	-10.2	-0.2	-13.6	14.3	7.3	-8.7
연결 실적(십억원)												
연결 매출	14,546	13,722	14,261	15,861	15,465	14,592	15,542	16,622	64,978	64,367	58,389	62,222
철강	11,075	9,788	11,348	12,194	11,547	10,072	12,202	13,419	50,421	49,808	44,405	47,240
글로벌인프라	11,435	10,906	10,189	12,138	12,060	12,205	11,503	11,907	48,557	49,808	44,668	47,676
Trading	8,424	8,030	7,477	8,513	8,935	9,133	8,383	8,155	38,319	37,625	32,444	34,605
E&C	1,937	1,986	1,705	2,444	2,043	2,106	2,029	2,560	7,321	7,714	8,073	8,738
에너지	454	316	431	438	456	310	433	459	1,983	1,944	1,638	1,658
ICT	269	224	235	325	256	265	274	323	935	977	1,053	1,118
기타	351	349	342	418	370	391	386	410	-1	1,548	1,460	1,557
신성장	388	341	409	396	548	504	525	555	3,280	1,512	1,534	2,132
내부거래	-8,352	-7,313	-7,685	-8,868	-8,690	-8,190	-8,688	-9,259	-37,281	-36,761	-32,217	-34,826
매출액 성장률(% YoY)	-9.2	-15.9	-10.8	-1.1	6.3	6.3	9.0	4.8	7.1	-0.9	-9.3	6.6
연결 영업이익	705	168	667	808	903	688	1,180	1,377	5,543	3,869	2,348	4,149
철강	383	-197	345	539	503	351	807	1,105	4,513	2,687	1,070	2,766
글로벌인프라	375	282	304	240	382	324	344	246	929	1,180	1,201	1,295
Trading	148	115	107	79	134	146	129	77	491	654	448	487
E&C	124	97	84	100	133	105	101	105	326	266	405	444
에너지	84	45	91	33	89	42	91	34	72	167	252	257
ICT	11	13	11	19	14	20	11	19	42	48	54	65
기타	9	12	12	10	11	11	11	11	-1	45	42	43
신성장	14	1	18	31	29	22	37	31	210	83	65	118
내부거래	-68	82	0	-1	-10	-9	-7	-5	-110	-80	12	-30
영업이익률(%)	4.8	1.2	4.7	5.1	5.8	4.7	7.6	8.3	8.5	6.0	4.0	6.7
영업이익 성장률(% YoY)	-41.4	-84.3	-35.9	45.0	28.1	310.5	77.0	70.3	59.2	-29.5	-33.1	65.8
세전이익	660	134	712	655	753	554	1,087	1,260	3,563	3,053	2,162	3,654
당기순이익	435	105	514	442	508	374	734	850	1,892	1,983	1,496	2,467
지배순이익	395	40	466	420	483	355	697	808	1,691	1,835	1,321	2,343

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation

동사에 대해 투자 의견 Buy, 적정 주가 320,000원을 제시한다. 2021년 순자산에 0.58배의 멀티플을 적용하였고, 적용 멀티플은 2021년 예상 ROE 5.1%와 COE 8.0%, 영구성장률 0.5%를 적용하여 계산했다. 0.58배의 적용 멀티플은 2021년 예상 ROE 5.1%를 과거 PBR-ROE 상관관계에 대입했을 시 보수적인 수준이라는 판단이다<그림 76>.

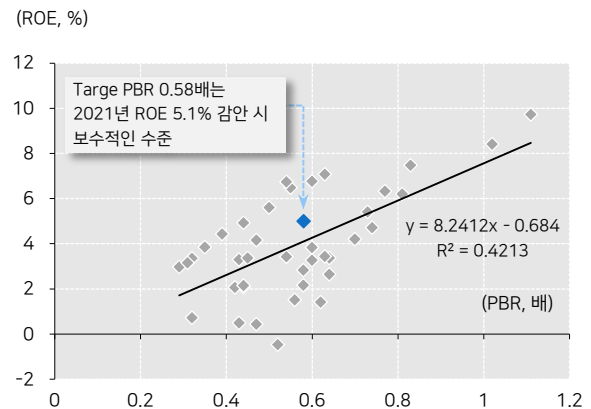
현재 동사는 2021년 BPS 기준 0.46배에 거래되고 있는데, 2015년 이후 평균 0.54배를 여전히 하회하는 수준이다. 개선되는 업황 내에서 가장 유리한 포지션을 차지하고 있다는 점을 감안하면 2021년 이후에도 지속적인 ROE 개선과 함께 밸류에이션 상승이 발생할 개연성이 높다.

표2 POSCO 적정주가 산출 내역

구분	산출값	내용
2021년 순자산(십억원)	48,053.7	2021년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.58	2021E ROE 5.1%, COE=8.6%, g=0.5% (Risk Free 1.5%, MRP 6.8%, Beta 1.03)
적정 시가총액(십억원)	27,871.1	
발행 주식수(백만주)	87,187	기말 주식수
적정 주가(원)	320,000	
현재 주가(원)	242,500	
상승 여력(%)	32.0	

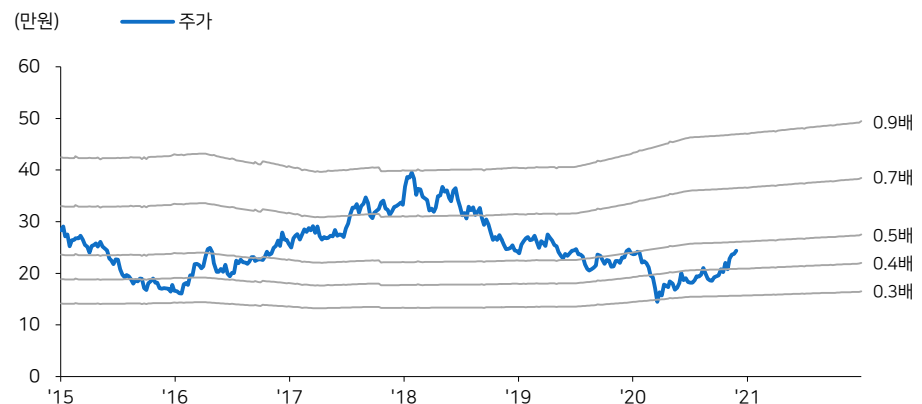
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 POSCO PBR-ROE 상관관계



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	64,977.8	64,366.9	58,389.4	62,221.7	65,204.1
매출액증가율 (%)	7.1	-0.9	-9.3	6.6	4.8
매출원가	57,005.4	58,116.5	53,825.5	55,755.8	58,036.5
매출총이익	7,972.4	6,250.4	4,563.9	6,465.9	7,167.6
판매관리비	2,429.8	2,381.5	2,215.8	2,316.8	2,442.5
영업이익	5,542.6	3,868.9	2,348.1	4,149.1	4,725.1
영업이익률	8.5	6.0	4.0	6.7	7.2
금융손익	-538.5	-369.9	-39.6	99.8	154.8
종속/관계기업손익	112.6	273.7	114.2	174.2	157.4
기타영업외손익	-1,554.0	-719.4	-459.4	-769.0	-774.7
세전계속사업이익	3,562.8	3,053.3	1,963.3	3,654.2	4,262.5
법인세비용	1,670.8	1,070.6	699.5	1,187.6	1,385.3
당기순이익	1,892.1	1,982.6	1,495.9	2,466.6	2,877.2
지배주주지분 순이익	1,690.6	1,835.1	1,321.4	2,343.3	2,733.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	33,651.0	34,842.4	36,186.2	37,033.3	38,614.0
현금및현금성자산	2,643.9	3,514.9	5,214.6	4,574.5	4,676.5
매출채권	8,648.3	8,353.0	8,258.1	8,654.6	9,048.9
재고자산	11,499.9	10,920.3	10,796.3	11,314.7	11,830.1
비유동자산	44,597.3	44,216.3	45,149.9	45,133.1	45,202.2
유형자산	30,018.3	29,926.0	30,114.5	30,136.1	30,215.2
무형자산	5,170.8	4,908.5	4,620.5	4,295.0	3,999.7
투자자산	5,851.3	6,046.1	7,306.8	7,593.9	7,879.2
자산총계	78,248.3	79,058.7	81,336.1	82,166.4	83,816.1
유동부채	18,938.0	16,323.7	17,954.7	17,853.4	18,067.0
매입채무	4,006.1	3,422.9	3,384.0	3,546.5	3,708.1
단기차입금	7,487.8	5,486.3	6,216.6	5,905.7	5,905.7
유동성장기부채	2,801.8	3,061.9	4,051.0	3,891.4	3,738.0
비유동부채	12,550.7	14,940.3	15,295.6	14,374.5	13,547.2
사채	5,451.0	8,090.6	8,517.5	7,665.7	6,899.2
장기차입금	4,468.7	3,802.8	3,750.6	3,563.0	3,384.9
부채총계	31,488.7	31,264.0	33,250.3	32,227.8	31,614.3
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,410.6	1,376.3	1,335.2	1,335.2	1,335.2
기타포괄이익누계액	-1,383.9	-1,136.9	-1,182.3	-1,182.3	-1,182.3
이익잉여금	44,216.0	45,080.1	45,478.5	47,207.9	49,327.3
비지배주주지분	3,388.3	3,322.8	3,332.8	3,456.2	3,600.0
자본총계	46,759.6	47,794.7	48,085.8	49,938.6	52,201.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	5,869.7	6,004.7	5,325.1	5,289.7	5,697.1
당기순이익(손실)	1,892.1	1,982.6	1,495.9	2,466.6	2,877.2
유형자산상각비	2,911.1	3,029.9	3,161.7	3,223.9	3,231.2
무형자산상각비	356.6	431.3	405.3	325.4	295.4
운전자본의 증감	-2,052.5	-40.8	29.9	-563.9	-560.6
투자활동 현금흐름	-2,648.0	-3,682.9	-4,102.9	-3,805.1	-3,882.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2,135.6	-2,519.2	-3,181.8	-3,245.4	-3,310.3
투자자산의감소(증가)	393.1	104.3	-1,146.5	-112.8	-128.0
재무활동 현금흐름	-3,195.1	-1,512.2	475.5	-2,124.8	-1,712.6
차입금의 증감	-966.8	780.4	2,100.3	-1,499.0	-1,087.4
자본의 증가	-2.0	-34.3	-41.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.3	871.4	1,699.3	-640.1	102.0
기초현금	2,612.5	2,643.9	3,515.3	5,214.6	4,574.5
기말현금	2,643.9	3,515.3	5,214.6	4,574.5	4,676.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	745,271	738,263	669,704	713,659	747,867
EPS(지배주주)	19,391	21,048	15,156	26,876	31,350
CFPS	105,931	88,678	71,660	82,608	89,040
EBITDAPS	101,050	84,072	67,844	88,298	94,643
BPS	497,452	510,076	513,300	533,135	557,445
DPS	10,000	10,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.1	4.2	3.3	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	11.2	16.0	9.0	7.7
PCR	2.3	2.7	3.4	2.9	2.7
PSR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	8,810.2	7,330.0	5,915.1	7,698.4	8,251.7
EV/EBITDA	3.9	4.4	5.6	4.2	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	4.2	3.0	5.1	5.7
EBITDA 이익률	13.6	11.4	10.1	12.4	12.7
부채비율	67.3	65.4	69.1	64.5	60.6
금융비용부담률	1.1	1.2	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	7.5	5.1	3.5	6.8	8.1
매출채권회전율(x)	7.5	7.6	7.0	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	6.1	5.7	5.4	5.6	5.6

Industry InDepth
2020. 11. 27

현대제철 004020

안과 밖 모두 개선

▲ 유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 전기로, 고로 사업을 동시에 영위하는 국내 2위 철강사
- ✓ 적자 사업부 구조 조정과 수소 등 장기 성장 동력 마련을 동시에 진행 중
- ✓ 2021년은 정상화의 원년. 판재류 스프레드 확대로 영업이익 5배 증가
- ✓ 최근 가파른 회복세 불구, 밸류에이션 여전히 10년 내 최저점
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 44,000원 제시하며 커버리지 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 44,000 원
현재주가 (11.26) 33,050 원
상승여력 33.1%

KOSPI	2,625.91pt
시가총액	44,104억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.60%
외국인비중	19.39%
52주 최고/최저가	33,700원/13,150원
평균거래대금	370.5억원

주요주주(%)

기아자동차 외 9 인	35.97
국민연금공단	8.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	63.2	1.4
상대주가	-6.8	26.2	-18.1

주가그래프



확장의 역사는 뒤로, 지금부터는 선택과 집중

동사는 전기로, 고로 사업을 동시에 영위하는 국내 2 위 철강사이다. 현대차 그룹 내 안정적인 캐피탈 물량을 바탕으로 지속적인 M&A 를 통해 규모를 키워왔다. 2020 년 들어서는 적자 사업부인 박판열연, 컬러강판 사업을 정리하는 등 사업 재편을 통해 만성적인 재무 불안을 해소하고 있다. 또한 아직 매출 비중은 미미하나 1)연료전지 분리판 사업 확장, 2)부생수소 CAPA 증설을 통해 수소 사업에 진출하며 장기 성장 동력도 동시에 마련 중이다.

2021년 판재류 수익성 개선 전망

2021 년 연결 매출액은 19.1 조원(+7.0% YoY), 영업이익은 7,127 억원(+432.3% YoY)을 예상한다. 판매량(+3.0% YoY)과 ASP(+3.7% YoY)가 동반 상승하는 한 해가 될 전망이다. 주력 제품인 자동차 강판 가격은 2017 년 하반기 이후 동결되어 왔다. 그러나 그간의 원료비 상승세와 주요 고객사의 실적 개선세를 감안 시 2021 년 상반기에는 가격 인상이 가능하다. 반면 철광석 가격은 안정화되며 판재류 스프레드는 + 9.4% YoY 확장될 전망이다.

안팎으로 개선 중이지만 밸류에이션은 여전히 10년 내 최저점

동사는 2021 년 예상 PBR 0.27 배에 거래 중이다. 최근 가파른 회복세에도 불구하고 2020 년을 제외한다면 여전히 역사적 밸류에이션 최저점에 위치해 있다. 반면 2021 년 업황 전망은 긍정적이며, 내부적으로도 적극적인 사업 재편을 통해 ROE 개선이 가능하다. 투자 의견 Buy 와 적정주가 44,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

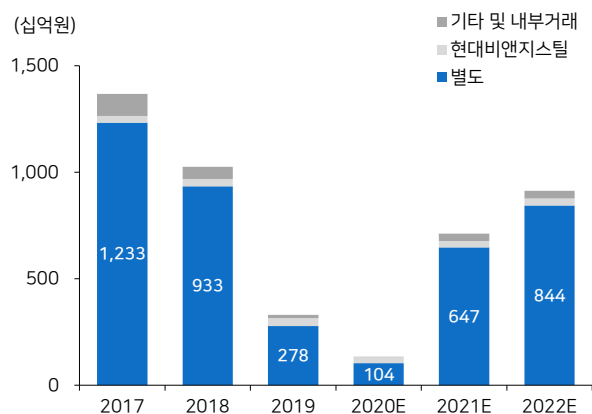
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	20,780.4	1,026.1	398.7	2,988	-43.9	125,115	15.1	0.4	6.4	2.4	95.6
2019	20,512.6	331.3	17.1	128	-93.7	126,631	245.3	0.2	8.3	0.1	99.4
2020E	17,881.2	133.9	-138.5	-1,038	-648.5	121,936	-31.8	0.3	9.5	-0.8	102.7
2021E	19,131.6	712.7	323.0	2,420	-331.0	123,617	13.7	0.3	7.2	2.0	100.1
2022E	19,619.0	913.7	469.8	3,520	45.5	126,398	9.4	0.3	6.4	2.8	94.6

2021년 실적 전망

현대제철 2021년 연결 매출액은 19.1조원(+7.0% YoY), 영업이익은 7,127억원(+432.3% YoY)을 예상한다. 자동차 등 전방 시장의 회복으로 전체 판매량이 +3.0% YoY 증가하는 가운데, ASP 상승과 철광석 가격 안정화에 따라 판매료 스프레드가 +9.4% YoY 상승할 전망이다. 특히 2017년 하반기 이후 동결되었던 자동차 강판 가격이 2021년 인상될 가능성이 높다는 점에 주목해야 한다. 철광석 가격이 상승한 데다, 수요처의 실적도 개선되고 있기 때문이다.

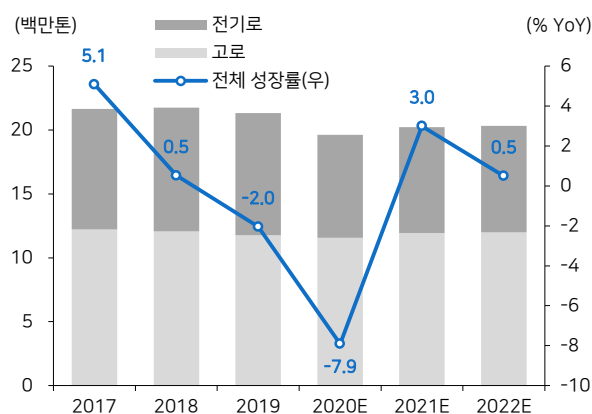
전기로 사업 역시 수익성이 낮은 박판열연, 컬러강판 등의 사업을 정리하면서 수익성 개선 효과가 기대된다. 다만 봉형강류 스프레드는 ASP 상승에도 불구하고 철스크랩 가격 상승으로 전년도 대비 소폭 악화될 전망이다.

그림18 부문별 영업이익 추이 및 전망



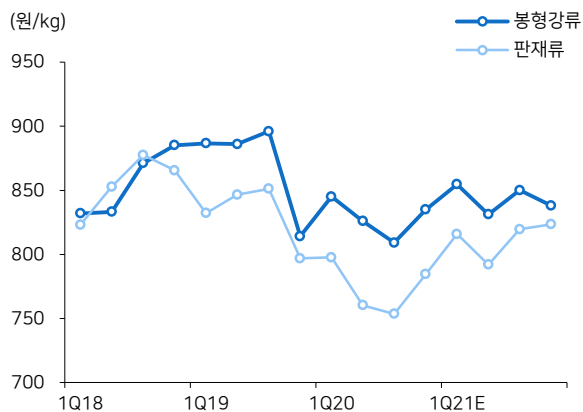
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림19 생산방식별 판매량 추이 및 전망



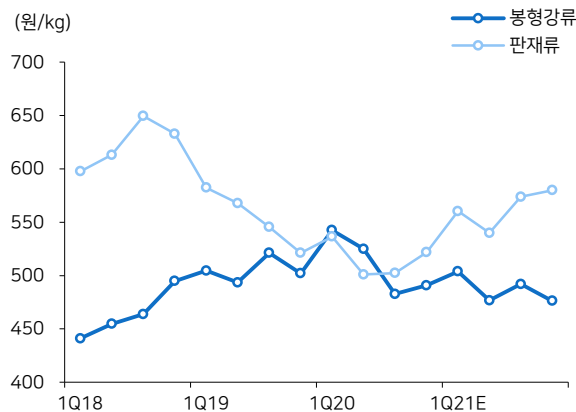
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림20 분류별 ASP 추이 및 전망



자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림21 분류별 스프레드 추이 및 전망



자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 추이 및 전망

주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
원/달러	1,220.1	1,210.0	1,178.8	1,140.0	1,123.0	1,108.0	1,095.0	1,085.0	1,102.1	1,169.9	1,187.2	1,102.8
판매량(천톤)												
고로 판매량	2,916.0	2,607.0	2,934.9	3,096.3	3,016.9	2,688.5	3,028.3	3,198.2	12,069.0	11,769.0	11,554.2	11,931.9
성장률(% YoY)	0.5	-17.9	0.5	11.6	3.5	3.1	3.2	3.3	-1.2	-2.5	-1.8	3.3
전기로 판매량	2,163.0	2,061.0	1,911.3	1,939.4	2,215.2	2,117.0	1,961.3	1,992.1	9,692.0	9,547.0	8,074.7	8,285.5
성장률(% YoY)	-7.6	-21.9	-13.8	-17.5	2.4	2.7	2.6	2.7	2.8	-1.5	-15.4	2.6
ASP(원/kg)												
봉형강류	845.1	826.0	809.1	834.9	854.8	831.2	850.1	838.1	855.6	870.5	828.9	843.5
성장률(% YoY)	-4.7	-6.8	-9.7	2.6	1.1	0.6	5.1	0.4	11.4	1.7	-4.8	1.8
판재류	797.6	760.4	753.6	784.5	815.8	792.1	819.7	823.5	855.1	832.6	774.8	813.4
성장률(% YoY)	-4.2	-10.2	-11.5	-1.6	2.3	4.2	8.8	5.0	8.5	-2.6	-7.0	5.0
스프레드(원/kg)												
봉형강류	542.5	525.0	482.7	490.9	503.9	476.7	492.0	476.2	463.9	505.0	510.4	487.1
성장률(% YoY)	7.5	6.4	-7.4	-2.2	-7.1	-9.2	1.9	-3.0	3.0	8.9	1.1	-4.6
판재류	536.4	501.0	502.3	521.8	560.3	540.0	573.8	579.9	623.5	555.4	515.9	564.2
성장률(% YoY)	-7.9	-11.8	-7.9	0.1	4.5	7.8	14.2	11.2	14.8	-10.9	-7.1	9.4
연결 실적(십억원)												
매출액	4,668.0	4,113.3	4,461.6	4,638.3	4,950.4	4,454.2	4,786.6	4,940.3	20,780.4	20,512.6	17,881.2	19,131.6
별도	4,144.3	3,678.6	3,757.1	4,026.2	4,336.6	3,877.2	4,141.3	4,296.7	18,610.8	18,073.9	15,606.3	16,651.9
현대비앤지스틸	169.8	162.3	171.9	179.7	173.2	165.5	175.3	183.2	712.7	733.3	683.6	697.3
기타 및 내부거래	353.8	272.4	532.6	432.4	440.5	411.5	470.0	460.3	1,456.9	1,705.5	1,591.3	1,782.4
매출액 성장률(% YoY)	-8.0	-26.2	-11.6	-11.6	-3.8	6.0	8.3	7.3	8.4	-1.3	-12.8	7.0
영업이익	-29.7	14.0	33.4	116.2	36.9	81.0	292.1	302.6	1,026.1	331.3	133.9	712.7
별도	-21.3	9.2	18.3	97.5	22.2	66.6	273.7	284.5	933.5	278.4	103.7	647.0
현대비앤지스틸	4.4	4.5	11.5	8.6	6.7	6.6	8.1	9.3	35.0	36.5	29.1	30.7
기타 및 내부거래	-12.8	0.3	3.6	10.1	8.0	7.9	10.2	8.8	57.6	16.3	1.1	35.0
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	2.5	0.7	1.8	6.1	6.1	4.9	1.6	0.7	3.7
영업이익 성장률(% YoY)	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	480.1	774.5	160.4	-25.0	-67.7	-59.6	432.3
세전이익	-152.4	-2.4	-53.0	44.9	-31.4	8.7	224.1	246.3	569.8	51.7	-162.9	447.7
당기순이익	-115.4	-12.9	-44.7	32.6	-22.8	6.3	162.5	178.6	408.0	25.6	-140.5	324.6
지배순이익	-115.4	-11.1	-44.5	32.4	-22.7	6.3	161.7	177.7	398.7	17.1	-138.5	323.0

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

Valuation

동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 44,000원을 제시한다. 적정주가는 2021년 BPS에 멀티플 0.35배를 곱하여 산출했다. 적용 배수는 지난 3개년 평균 멀티플인데, 2021년 예상 ROE 2.0%를 과거 PBR-ROE 간의 상관관계에 대입하여 비교해보면 적정한 수준이라는 판단이다<그림82>.

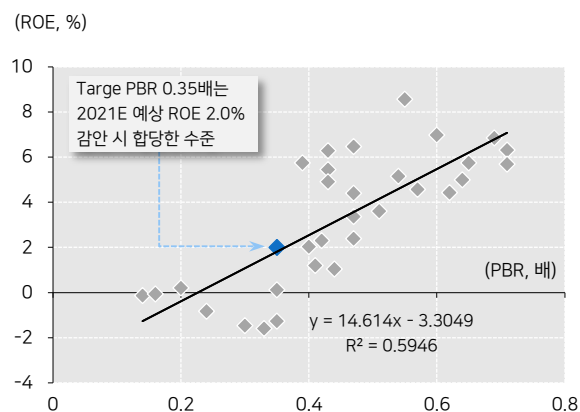
2021년부터의 철강 산업 Up-cycle을 논외로 하더라도, 동사 자체적으로 지속적인 ROE 개선 및 밸류에이션 상승을 기대할 수 있다. 1)저수익성 자산 매각 등 지속적인 사업 재편을 통해 장기적인 ROE 개선이 기대되고, 2)수소 사업 진출을 통해 장기적인 성장 동력이 마련되고 있기 때문이다.

표4 현대제철 적정주가 산출

구분	적용값	내용
2021년 순자산(십억원)	16,625.9	2021년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.35	3개년 평균 PBR
적정 시가총액(십억원)	5,819.1	
발행 주식수(백만주)	133,446	기말 주식수
적정 주가(원)	44,000	
현재 주가(원)	33,050	
상승 여력(%)	33.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 현대제철 PBR-ROE



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,780.4	20,512.6	17,881.2	19,131.6	19,619.0
매출액증가율 (%)	8.4	-1.3	-12.8	7.0	2.5
매출원가	18,708.3	19,115.2	16,759.9	17,384.3	17,643.0
매출총이익	2,072.1	1,397.4	1,121.3	1,747.3	1,976.0
판매관리비	1,046.0	1,066.1	987.4	1,034.6	1,062.3
영업이익	1,026.1	331.3	133.9	712.7	913.7
영업이익률	4.9	1.6	0.7	3.7	4.7
금융손익	-301.7	-283.3	-307.2	-270.4	-262.5
종속/관계기업손익	17.8	7.6	14.4	9.8	12.8
기타영업외손익	-172.4	-4.0	-8.6	-4.4	-12.8
세전계속사업이익	569.8	51.7	-167.6	447.7	651.2
법인세비용	161.9	26.0	-22.4	123.1	179.1
당기순이익	408.0	25.6	-140.5	324.6	472.2
지배주주지분 순이익	398.7	17.1	-138.5	323.0	469.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,769.0	9,578.7	9,679.6	9,982.4	10,068.6
현금및현금성자산	762.1	915.8	1,287.2	1,047.4	902.2
매출채권	2,609.2	2,576.3	2,478.2	2,639.6	2,708.4
재고자산	4,919.5	5,415.6	5,209.5	5,548.6	5,693.3
비유동자산	24,535.9	24,787.6	23,979.0	23,703.2	23,404.8
유형자산	20,784.6	20,563.3	20,084.7	19,819.3	19,544.7
무형자산	1,653.4	1,578.2	1,534.2	1,496.9	1,461.8
투자자산	1,628.1	1,969.3	1,599.0	1,625.8	1,637.2
자산총계	33,304.9	34,366.3	33,658.6	33,685.6	33,473.3
유동부채	6,702.5	6,420.3	6,523.1	6,700.9	6,752.8
매입채무	1,421.6	1,191.8	1,146.5	1,221.1	1,252.9
단기차입금	986.2	727.2	910.3	864.8	821.6
유동성장기부채	2,065.7	2,128.2	2,183.5	2,183.5	2,183.5
비유동부채	9,579.3	10,712.3	10,531.1	10,154.4	9,516.7
사채	4,153.8	4,405.8	4,128.5	3,922.1	3,726.0
장기차입금	4,080.2	4,896.6	5,008.5	4,758.1	4,282.3
부채총계	16,281.8	17,132.6	17,054.2	16,855.3	16,269.5
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.5	3,914.5	3,906.1	3,906.1	3,906.1
기타포괄이익누계액	682.8	957.4	658.3	658.3	658.3
이익잉여금	11,560.6	11,488.3	11,152.7	11,377.0	11,748.1
비지배주주지분	327.1	335.4	332.6	334.2	336.6
자본총계	17,023.1	17,233.7	16,604.4	16,830.3	17,203.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,575.3	626.4	1,640.8	1,492.3	1,738.3
당기순이익(손실)	408.0	25.6	-140.5	324.6	472.2
유형자산상각비	1,491.4	1,454.5	1,437.3	1,374.1	1,350.1
무형자산상각비	99.3	93.2	63.6	37.2	35.2
운전자본의 증감	-863.0	-903.8	135.8	-220.6	-94.1
투자활동 현금흐름	-1,164.8	-1,162.9	-1,139.4	-1,132.2	-1,070.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,198.0	-1,157.2	-1,143.0	-1,108.7	-1,075.4
투자자산의감소(증가)	386.6	-317.4	383.9	-4.3	9.5
재무활동 현금흐름	-418.5	690.7	-119.5	-599.9	-813.3
차입금의 증감	-300.2	932.4	105.3	-501.2	-714.7
자본의 증가	0.0	0.0	-8.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.5	153.7	371.4	-239.8	-145.2
기초현금	770.7	762.1	915.8	1,287.2	1,047.4
기말현금	762.1	915.8	1,287.2	1,047.4	902.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	155,722	153,715	133,996	143,366	147,018
EPS(지배주주)	2,988	128	-1,038	2,420	3,520
CFPS	22,444	15,353	12,696	15,719	16,943
EBITDAPS	19,610	14,081	12,251	15,916	17,228
BPS	125,115	126,631	121,936	123,617	126,398
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	1.7	2.4	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	15.1	245.3	-31.8	13.7	9.4
PCR	2.0	2.0	2.6	2.1	2.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDA	2,616.8	1,879.1	1,634.8	2,124.0	2,298.9
EV/EBITDA	6.4	8.3	9.5	7.2	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	0.1	-0.8	2.0	2.8
EBITDA 이익률	12.6	9.2	9.1	11.1	11.7
부채비율	95.6	99.4	102.7	100.1	94.6
금융비용부담률	1.6	1.6	1.8	1.6	1.5
이자보상배율(x)	3.1	1.0	0.4	2.3	3.0
매출채권회전율(x)	7.9	7.9	7.1	7.5	7.3
재고자산회전율(x)	4.6	4.0	3.4	3.6	3.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

POSCO (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	360,000	민사영	-28.8	-20.8	
2019.05.28	산업분석	Buy	340,000	민사영	-32.9	-25.9	
2019.10.25	기업브리프	Buy	290,000	민사영	-20.9	-14.3	
2020.02.14				커버리지 제외			
2020.11.27	산업분석	Buy	320,000	문경원	-	-	

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	56,000	민사영	-20.1	-14.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	55,000	민사영	-8.8	-6.0	
2019.01.28	기업브리프	Trading Buy	55,000	민사영	-12.1	-6.7	
2019.04.05	산업브리프	Buy	58,000	민사영	-17.8	-15.6	
2019.05.02	기업브리프	Trading Buy	55,000	민사영	-22.7	-16.6	
2019.05.28	산업분석	Buy	55,000	민사영	-24.7	-22.3	
2019.07.12	산업브리프	Buy	50,000	민사영	-24.5	-18.5	
2019.10.30	산업분석	Hold	30,000	민사영	2.8	9.8	
2020.02.14				커버리지 제외			
2020.11.27	산업분석	Buy	44,000	문경원	-	-	