

현대제철 (004020)

철강



이현수
02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	53,000원 (U)
현재주가 (1/5)	43,550원
상승여력	22%

시가총액	58,116억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	543억원
60일 평균 거래량	1,607,139주
52주 고	43,550원
52주 저	13,150원
외인지분율	19.46%
주요주주	기아자동차 외 9인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.2	62.2	41.4
상대	5.2	27.9	2.9
절대(달러환산)	15.2	74.4	52.5

4Q20 Preview: 실적은 2Q부터 모멘텀은 지금부터

4Q20 Preview: 판매량 회복과 스프레드 개선

별도 영업이익 1,113억원(yoy 흑자전환), 연결 영업이익 1,392억원(yoy 흑자전환) 전망

1) 별도: 전체 제품 판매량은 봉형강류와 판재류 모두 전분기비 증가하며 500만톤 대를 회복했을 것으로 추정된다. 판재류는 전분기비 주요 원재료 투입원가가 소폭 하락한 가운데 제품 ASP는 상승하며 스프레드 개선이 예상된다. 봉형강류는 철스크랩 투입원가와 제품 ASP 상승폭이 같은 수준을 나타내며 스프레드는 유지됐을 것으로 판단된다. 일회성 요인이 없다면 판매량 증가에 따른 고정비 효과와 판재류 스프레드 개선 효과로 인해 별도 영업이익이 1,113억원을 기록할 것으로 전망된다.

2) 연결: 3Q20 영업흑자(단순합산)를 기록했던 해외 자동차SSC들은 4Q에도 흑자 기초를 이어 나갈 것으로 추정된다. 그룹 내 완성차 계열사의 판매대수 회복에 따라 현대제철 자동차 SSC 역시 가동률이 상승했을 것으로 판단되기 때문이다.

차강판 가격 인상 여건은 만들어졌다

현대제철의 계열사향 차강판 판매가격이 마지막으로 변동됐던 때는 2Q17로 파악된다. 당시 차강판 내수가격을 톤당 6만원 인상했다. 냉정하게 이야기하면 마지막으로 차강판 가격 인상을 한 2Q17 이후 4Q20까지 원재료(철광석, 원료탄) 가격 변동에 따른 차강판 가격 변동 요인은 크지 않았다. 원재료 가격 변동 폭이 작았기 때문이다. 그러나 1Q21부터 반영될 현대제철 판재류 원재료 투입원가는 큰 폭으로 오를 전망이다. 이에 따라 1Q21는 최근 4년 중 차강판 가격 변동 요인이 가장 크게 발생하는 시기가 될 가능성이 높다는 판단이다.

또한 2Q17 가격 인상분(+6만원/톤)은 당시 당사 추정(+10만원/톤)보다 낮은 수준을 나타냈다. 이에 따라 누적된 인상 요인은 더 크다고 판단된다. 글로벌 철강재 가격 동반 상승도 차강판 가격 인상에 힘을 실어주고 있다. 지역을 불문하고 차강판을 중심으로 수급 이슈가 발생하며 철강 제품 가격 상승이 일어나고 있다. 2021년 상반기는 차강판 가격을 인상할 수 있는 최대 적기라는 판단이다. 차강판 가격 인상은 실적 뿐만 아니라 그 동안 Valuation Discount 요인이었던 Captive Market에 대한 우려를 덜어낼 수 있을 것으로 사료된다. 차강판 가격 인상을 가정하여 2021년 연결 영업이익 추정치를 상향한다. Target PBR 역시 0.30x에서 0.40x로 조정하여 목표주가를 기존 38,000원에서 53,000원으로 수정 제시한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	47,186	-2.1	5.8	47,072	0.2
영업이익	1,392	흑전	317.1	1,024	35.9
세전계속사업이익	682	흑전	흑전	234	191.5
지배순이익	510	흑전	흑전	370	37.9
영업이익률 (%)	2.9	흑전	+2.2 %pt	2.2	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.1	흑전	흑전	0.8	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	207,804	205,126	179,614	211,318
영업이익	10,261	3,313	1,568	9,317
지배순이익	3,987	171	-1,208	4,475
PER	17.6	320.0	-43.7	13.0
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.8	9.0	9.9	7.2
ROE	2.4	0.1	-0.7	2.6

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
별도 매출액	4,050	15,630	16,615	4,027	15,607	18,169	-0.6%	-0.1%	9.4%
영업이익	128	134	728	111	118	818	-13.1%	-12.5%	12.4%
OPM	3.2%	0.9%	4.4%	2.8%	0.8%	4.5%	-0.4%p	-0.1%p	0.1%p
연결 매출액	4,726	17,969	19,496	4,719	17,961	21,132	-0.2%	0.0%	8.4%
영업이익	156	174	832	139	157	932	-10.9%	-9.8%	12.0%
OPM	3.3%	1.0%	4.3%	3.0%	0.9%	4.4%	-0.4%p	-0.1%p	0.1%p
지배순이익	69	-103	411	51	-121	447	-25.8%	-	8.9%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	18,074	15,607	18,169	4,144	3,679	3,757	4,027	7.2%	-2.3%	4,308	4,529	4,629	4,704
¹⁾ 봉형강류	5,331	4,616	5,552	1,159	1,170	1,113	1,174	5.5%	-7.0%	1,285	1,404	1,418	1,444
²⁾ 판재류	9,759	8,513	10,070	2,317	1,909	2,048	2,239	9.3%	3.0%	2,401	2,489	2,565	2,614
기타	2,984	2,479	2,548	668	600	597	614	2.9%	-10.3%	622	635	646	645
판매량	21,316	19,648	20,909	5,079	4,668	4,846	5,055	4.3%	-1.4%	5,127	5,139	5,266	5,378
¹⁾ 봉형강류	7,128	6,488	6,863	1,617	1,650	1,595	1,625	1.9%	-11.1%	1,687	1,705	1,719	1,751
²⁾ 판재류	12,188	11,461	12,354	3,009	2,630	2,824	2,998	6.2%	5.0%	3,015	3,016	3,121	3,201
기타	2,000	1,699	1,693	453	388	427	431	1.0%	-2.0%	425	418	425	425
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	748	711	809	717	709	697	722	3.6%	4.7%	762	824	825	825
변동폭	1	-36	98	27	-8	-12	25	-	-	39	62	1	0
³⁾ 원재료 투입가격(B)	392	355	451	337	336	361	386	6.9%	14.1%	451	451	451	451
변동폭	-30	-37	96	-1	-1	25	25	-	-	65	0	0	0
추정 스프레드(A-B)	356	357	358	380	373	337	336	-0.1%	-4.4%	311	373	374	374
변동폭	31	1	1	28	-7	-37	0	-	-	-26	62	1	0
²⁾ 판재류 ASP(C)	801	743	815	770	726	725	747	3.0%	-1.9%	796	825	822	817
변동폭	-21	-58	72	9	-44	-1	22	-	-	50	29	-4	-5
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	317	292	331	303	294	287	283	-1.2%	-14.1%	318	344	335	326
변동폭	40	-25	39	-27	-9	-7	-3	-	-	35	26	-9	-9
추정 스프레드(C-D)	484	451	484	467	432	438	463	5.7%	7.3%	478	481	486	490
변동폭	-62	-33	33	35	-35	7	25	-	-	15	3	5	4
영업이익	278	118	818	-21	9	18	111	508.0%	흑전	104	206	242	266
이익률	1.5%	0.8%	4.5%	-0.5%	0.2%	0.5%	2.8%	2.3%p	6.2%p	2.4%	4.6%	5.2%	5.7%

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

[표-3] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
원/달러 환율	(평균)	1,195	1,220	1,188	1,116	1,100	1,100	1,100	1,100
철광석 가격 ¹⁾	(달러/톤)	89	92	109	127	142	141	134	131
(중국수입 CFR)	Index ²⁾	89	90	88	110	123	145	143	133
	당분기	89	93	118	134	150	140	130	130
원료탄 가격 ¹⁾	(달러/톤)	148	136	127	109	111	106	105	105
(호주수출 FOB)	Index ²⁾	143	147	135	110	116	106	105	105
	당분기	155	118	115	108	105	105	105	105
한국 철광석 수입가격	(달러/톤)	92	90	96	112	145	144	137	134
한국 원료탄 수입가격	(달러/톤)	130	131	106	106	111	106	106	106
셋물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		245	243	234	259	315	311	299	294
(달러/톤)	철광석 1.6톤	147	144	154	179	232	231	219	215
	원료탄 0.75톤	98	98	80	80	83	80	79	79
셋물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ³⁾		303	294	287	283	318	344	335	326
(천원/톤)	전분기비 증감	-27	-9	-7	-3	35	26	-9	-9
	철광석 1.6톤	181	176	180	192	228	255	248	239
	전분기비 증감	-11	-5	4	12	36	27	-7	-9
	원료탄 0.75톤	122	118	107	92	90	90	88	87
	전분기비 증감	-16	-4	-11	-15	-1	-1	-2	0

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석: 분광, 원료탄: 강점탄 / 주 2) 예: 1Q의 경우 전년 9~11월 평균 / 주 3) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

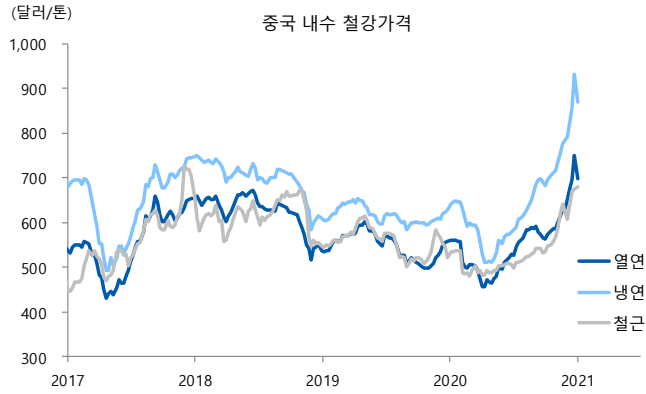
[표-4] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	20,513	17,961	21,132	4,668	4,113	4,462	4,719	5.8%	-2.1%	5,021	5,262	5,393	5,455
별도	18,074	15,607	18,169	4,144	3,679	3,757	4,027	7.2%	-2.3%	4,308	4,529	4,629	4,704
국내 기타	1,183	1,280	1,535	283	313	362	322	-10.9%	10.2%	355	389	399	393
해외	3,661	2,814	3,466	737	450	789	838	6.3%	-10.8%	844	840	893	888
(연결조정)	2,405	1,740	2,039	496	329	446	469	-	-	486	496	528	530
영업이익	331	157	932	-30	14	33	139	317.0%	흑전	131	234	270	297
이익률	1.6%	0.9%	4.4%	-0.6%	0.3%	0.7%	3.0%	2.2%p	6.0%p	2.6%	4.5%	5.0%	5.5%
별도	278	118	818	-21	9	18	111	508.0%	흑전	104	206	242	266
이익률	1.5%	0.8%	4.5%	-0.5%	0.2%	0.5%	2.8%	2.3%p	6.2%p	2.4%	4.6%	5.2%	5.7%
국내 기타	39	20	46	4	-1	9	8	-11.4%	-41.3%	11	12	12	12
이익률	3.3%	1.6%	3.0%	1.4%	-0.3%	2.5%	2.5%	0.0%p	-2.2%p	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
해외	-37	46	70	14	-11	23	20	-11.9%	흑전	17	18	16	19
이익률	-1.0%	1.6%	2.0%	1.8%	-2.5%	2.9%	2.4%	-0.5%p	7.6%p	2.0%	2.1%	1.8%	2.1%
(연결조정)	-51	26	2	26	-17	17	1	-	-	1	1	0	-1
세전이익	52	-140	619	-152	-2	-53	68	흑전	흑전	58	151	189	221
이익률	0.3%	-0.8%	2.9%	-3.3%	-0.1%	-1.2%	1.4%	2.6%p	5.0%p	1.1%	2.9%	3.5%	4.1%
지배순이익	17	-121	447	-115	-11	-45	51	흑전	흑전	42	108	138	160
이익률	0.1%	-0.7%	2.1%	-2.5%	-0.3%	-1.0%	1.1%	2.1%p	2.6%p	0.8%	2.1%	2.6%	2.9%

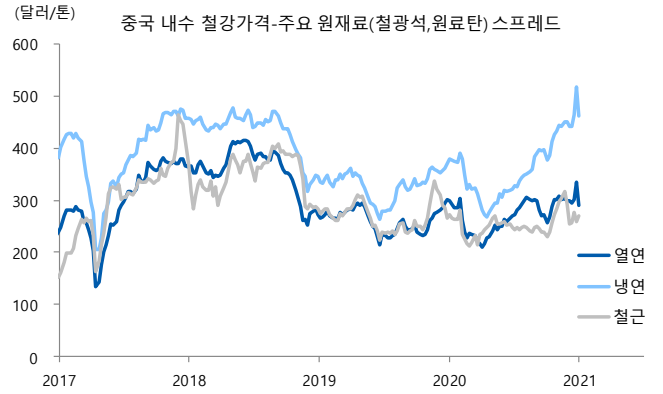
자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



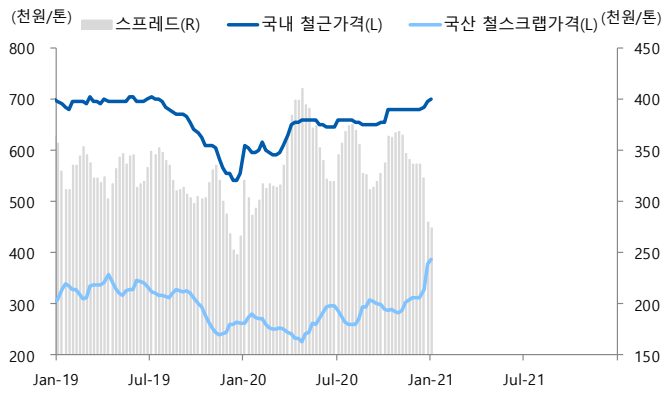
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



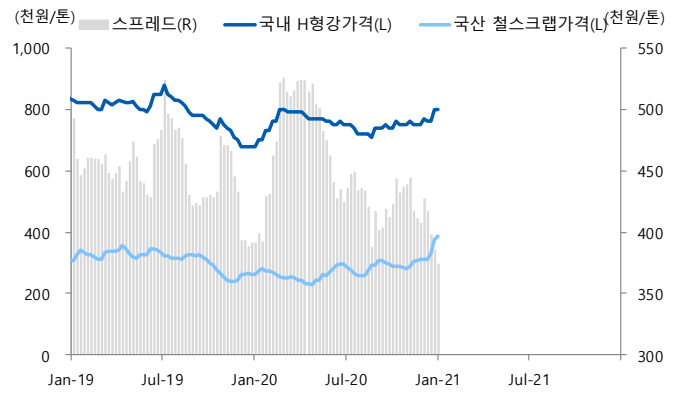
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-3] 국내 철근 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

[그림-4] 국내 H형강 유통가격 및 스프레드



자료: 스틸데일리

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	207,804	205,126	179,614	211,318	215,083
매출원가	187,083	191,152	167,617	190,275	192,500
매출총이익	20,721	13,974	11,997	21,043	22,584
판매비	10,460	10,661	10,429	11,726	12,045
영업이익	10,261	3,313	1,568	9,317	10,539
EBITDA	26,168	18,791	17,106	24,349	25,822
영업외손익	-4,563	-2,796	-2,965	-3,126	-2,910
외환관련손익	-625	-332	-379	20	20
이자손익	-3,135	-3,023	-2,949	-3,003	-2,788
관계기업관련손익	178	76	191	0	0
기타	-980	483	172	-142	-142
법인세비용차감전순손익	5,698	517	-1,396	6,191	7,629
법인세비용	1,619	260	-191	1,548	1,907
계속사업순손익	4,080	256	-1,206	4,643	5,721
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,080	256	-1,206	4,643	5,721
지배지분순이익	3,987	171	-1,208	4,475	5,514
포괄순이익	877	3,100	-912	11,214	12,292
지배지분포괄이익	796	3,008	-874	11,364	12,456

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	15,753	6,264	7,656	9,353	22,061
당기순이익	4,080	256	-1,206	4,643	5,721
감가상각비	14,914	14,545	14,678	14,274	14,640
외환손익	210	221	77	-20	-20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-8,630	-9,038	-8,151	-11,104	275
기타현금흐름	5,179	279	2,258	1,560	1,445
투자활동 현금흐름	-11,648	-11,629	-19,132	-11,999	-11,999
투자자산	-12	48	-1,673	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,980	-11,572	-9,150	-12,000	-12,000
유형자산 감소	443	-19	528	0	0
기타현금흐름	-99	-86	-8,837	1	1
재무활동 현금흐름	-4,185	6,907	11,525	-662	-10,991
단기차입금	1,171	-2,386	6,337	0	-10,000
사채 및 장기차입금	-4,363	10,287	6,126	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-994	-1,003	-676	-1,005
기타현금흐름	0	0	66	14	14
연결범위변동 등 기타	-5	-5	1,645	3,215	-1,104
현금의 증감	-85	1,537	1,696	-92	-2,032
기초 현금	7,707	7,621	9,158	10,853	10,761
기말 현금	7,621	9,158	10,853	10,761	8,730
NOPLAT	10,261	3,313	1,568	9,317	10,539
FCF	2,644	-3,489	-409	-1,085	11,463

자료: 유안타증권

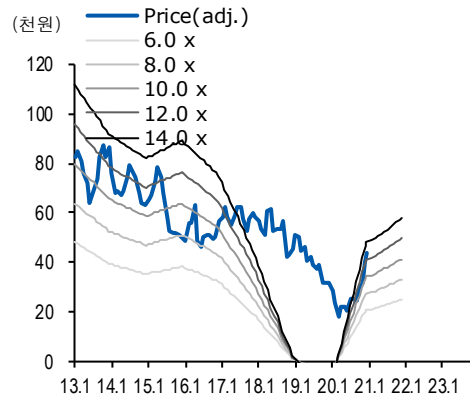
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	87,690	95,787	106,194	119,231	118,874
현금및현금성자산	7,621	9,158	10,853	10,761	8,730
매출채권 및 기타채권	26,773	27,736	27,613	32,017	32,564
재고자산	49,195	54,156	54,529	63,255	64,382
비유동자산	245,359	247,876	240,060	237,028	233,745
유형자산	207,846	205,633	198,195	195,921	193,281
관계기업 등 지분관련 자산	1,255	1,242	2,160	2,160	2,160
기타투자자산	15,025	18,451	16,922	16,922	16,922
자산총계	333,049	343,663	346,254	356,260	352,620
유동부채	67,025	64,203	60,980	62,889	54,721
매입채무 및 기타채무	34,285	33,529	24,622	26,530	28,363
단기차입금	9,862	7,272	13,318	13,318	3,318
유동성장기부채	20,657	21,282	20,682	20,682	20,682
비유동부채	95,793	107,122	114,604	114,604	114,604
장기차입금	40,801	48,966	52,817	52,817	52,817
사채	41,538	44,058	47,425	47,425	47,425
부채총계	162,818	171,326	175,584	177,493	169,326
지배지분	166,960	168,984	167,286	175,214	179,741
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,145	39,145	39,186	39,186	39,186
이익잉여금	115,606	114,883	112,691	114,048	118,575
비지배지분	3,271	3,354	3,384	3,553	3,553
자본총계	170,231	172,337	170,670	178,767	183,294
순차입금	103,163	110,574	112,904	112,996	105,028
총차입금	113,696	122,880	136,067	136,067	126,067

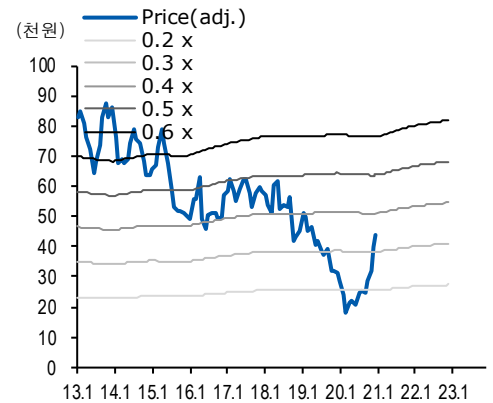
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,988	128	-905	3,353	4,132
BPS	127,188	128,729	127,170	133,196	136,638
EBITDAPS	19,609	14,081	12,819	18,246	19,350
SPS	155,722	153,715	134,597	158,355	161,177
DPS	750	750	500	750	750
PER	17.6	320.0	-43.7	13.0	10.5
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.8	9.0	9.9	7.2	6.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	8.4	-1.3	-12.4	17.7	1.8
영업이익 증가율 (%)	-25.0	-67.7	-52.7	494.0	13.1
지배순이익 증가율 (%)	-44.3	-95.7	격전	혹전	23.2
매출총이익률 (%)	10.0	6.8	6.7	10.0	10.5
영업이익률 (%)	4.9	1.6	0.9	4.4	4.9
지배순이익률 (%)	1.9	0.1	-0.7	2.1	2.6
EBITDA 마진 (%)	12.6	9.2	9.5	11.5	12.0
ROIC	2.8	0.6	0.5	2.5	2.9
ROA	1.2	0.1	-0.4	1.3	1.6
ROE	2.4	0.1	-0.7	2.6	3.1
부채비율 (%)	95.6	99.4	102.9	99.3	92.4
순차입금/자기자본 (%)	61.8	65.4	67.5	64.5	58.4
영업이익/금융비용 (배)	3.1	1.0	0.5	2.7	3.3

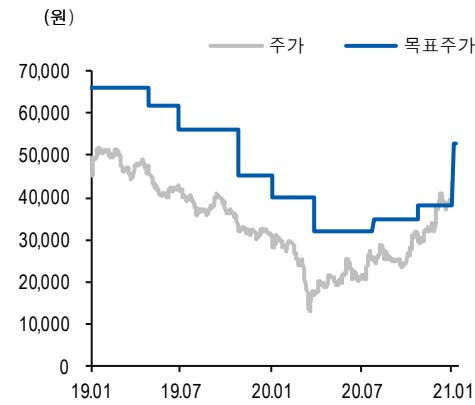
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-06	BUY	53,000	1년		
2020-10-28	BUY	38,000	1년	-7.45	14.61
2020-07-29	BUY	35,000	1년	-24.21	-8.71
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: 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)	1.2
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	5.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-03

※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.