

2021. 1. 11



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 50,000 원

현재주가 (1.8) 46,750 원

상승여력 7.0%

KOSPI 3,152.18pt

시가총액 62,386억원

발행주식수 13,345만주

유동주식비율 62.60%

외국인비중 19.48%

52주 최고/최저가 46,750원/13,150원

평균거래대금 584.9억원

주요주주(%)

기아자동차 외 9 인 35.97

국민연금공단 8.87

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 25.5 118.5 65.8

상대주가 7.5 49.6 13.1

주가그래프



현대제철 004020

4Q20 Preview: 전방 산업의 약진

- ✓ 4Q20 영업이익은 919억원(흑전 YoY)으로 컨센서스(1,014억원)를 소폭 하회 예상
- ✓ 4분기 급상승한 철스크랩 가격과 일회성 비용이 실적 개선 폭 제한
- ✓ 1H21에는 자동차 강판 가격을 4Q17 이후 처음으로 인상할 가능성 높은 상황
- ✓ 철근 수요 상승과 업계 내 구조조정을 감안하면 철근 가격 상승세는 지속될 전망
- ✓ 적정주가를 50,000원으로 +13.6% 상향, Buy 의견 유지

4분기에 만난 예상치 못한 복병

4Q20 영업이익은 919억원(흑전 YoY)으로 컨센서스(1,014억원)를 소폭 하회할 전망이다. 판재류와 봉형강류 스프레드는 각각 3.2만원, 1.5만원 QoQ 확대됐을 것으로 추정한다. 글로벌 철강재 판가 상승에도 불구하고 4분기 급상승(중량A 기준 +8.1% YoY)한 철스크랩 가격이 스프레드 확대 폭을 제한했을 가능성이 높다. 철스크랩 가격 상승은 1Q21까지 발목을 잡을 전망이다. 이후 판가로 전이가 가능하다.

일회성 비용 발생 여부에도 주목해야 한다. 진행 중인 임금협상 관련 총당금과, 가동 중단 설비 관련 자산손상차손이 각각 영업비용, 영업 외 비용 증가 요인으로 작용할 수 있다.

자동차, 건설... 전방 산업의 약진에 주목

2021년 주요 전방 산업의 업황은 긍정적이다. 현기차의 수익성 개선 및 원재료 상승을 감안 시 1H21에는 자동차 강판 가격을 4Q17 이후 처음으로 인상할 가능성이 높다. 주택 공급 확대에 의해 2021년 철근 수요도 증가한다. 그간 이뤄진 철근 업계 내 구조조정을 감안하면 철근 가격 상승세는 지속될 전망이다. 다만 각국 전기로 가동을 증가에 따른 철스크랩 가격 상승은 리스크 요인이다.

여전히 매력적인 밸류에이션, 평년 수준으로만 회귀해도 열리는 Upside

적정주가를 50,000원으로 +13.6% 상향, Buy 의견을 유지한다. ROE 추정치 상향(2.0%→2.5%)을 감안해 적정 PBR을 0.35배에서 0.40배('16~'19년도의 저점)로 상향했다. 4Q20~1Q21 실적 우려 해소 이후 추가 상향 가능성이 높다.

(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	17,890.6	109.5	-213.0	-1,597	-937.7	122,697	-24.8	0.3	9.9	-1.3	109.4
2021E	19,570.2	763.2	406.0	3,042	-290.2	125,000	15.4	0.4	7.5	2.5	106.3
2022E	20,223.9	1,079.1	642.7	4,816	58.3	129,077	9.7	0.4	6.3	3.8	98.8

표1 현대제철 1Q21 Preview

(십억원)	1Q21E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,647.8	4,821.8	-3.6	4,461.6	4.2	4,706.7	-1.3
영업이익	91.9	-147.9	흑전	33.4	175.4	101.4	-9.4
세전이익	-57.2	-171.8	적축	-53.0	적확	21.4	N/A
지배순이익	-41.3	-74.6	적축	-45.3	적축	35.3	N/A

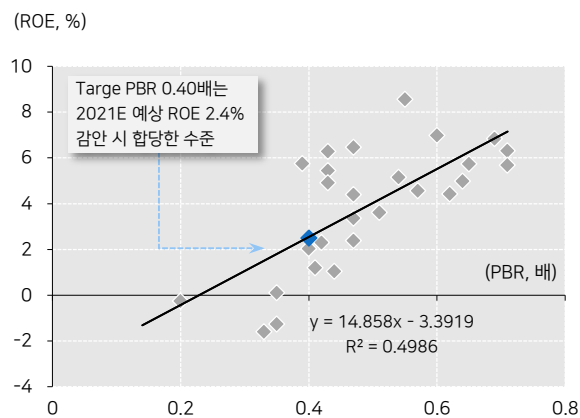
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대제철 적정주가 산출

구분	적용값	내용
2021년 순자산(십억원)	16,793.2	2021년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.40	'16~'19년도의 저점
적정 시가총액(십억원)	6,666.9	
발행 주식수(백만주)	133,446	기말 주식수
적정 주가(원)	50,000	
현재 주가(원)	46,750	
상승 여력(%)	7.0	

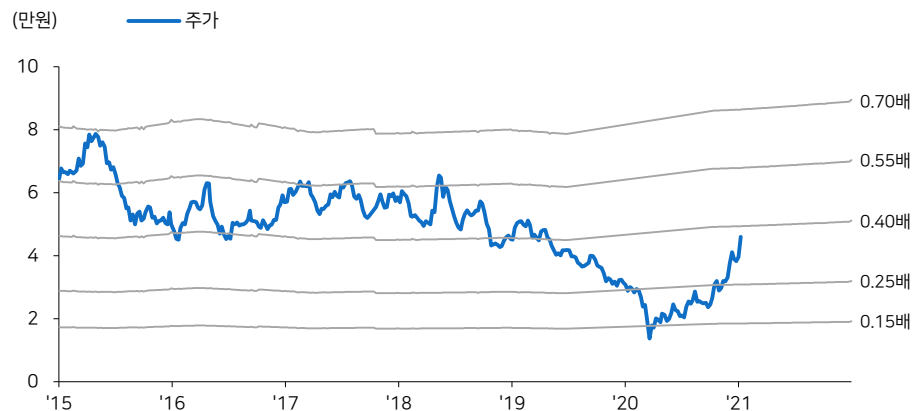
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대제철 PBR-ROE



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 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	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,095.0	1,085.0	1,102.1	1,169.9	1,177.2	1,095.0
판매량(천톤)												
고로 판매량	2,916.0	2,607.0	2,934.9	3,109.5	3,112.6	3,115.7	3,118.8	3,121.9	12,069.0	11,769.0	11,567.4	12,469.0
성장률(% YoY)	0.5	-10.6	12.6	5.9	0.1	0.1	0.1	0.1	-1.2	-2.5	-1.7	7.8
전기로 판매량	2,163.0	2,061.0	1,911.3	1,913.7	1,950.9	1,986.9	2,024.7	2,095.1	9,692.0	9,547.0	8,049.0	8,057.6
성장률(% YoY)	-7.6	-4.7	-7.3	0.1	1.9	1.8	1.9	3.5	2.8	-1.5	-15.7	0.1
ASP(원/kg)												
봉형강류	845.1	826.0	809.1	846.4	851.6	872.2	877.4	881.1	855.6	870.5	831.8	870.8
성장률(% YoY)	-4.7	-6.8	-9.7	4.0	0.8	5.6	8.4	4.1	11.4	1.7	-4.4	4.7
판재류	797.6	760.4	753.6	790.7	794.4	805.2	809.3	811.9	855.1	832.6	776.4	805.2
성장률(% YoY)	-4.2	-10.2	-11.5	-0.8	-0.4	5.9	7.4	2.7	8.5	-2.6	-6.8	3.7
스프레드(원/kg)												
봉형강류	542.5	525.0	482.8	498.3	476.1	498.3	505.1	510.3	463.9	505.0	512.3	497.7
성장률(% YoY)	7.5	6.4	-7.4	-0.7	-12.2	-5.1	4.6	2.4	3.0	8.9	1.4	-2.9
판재류	536.4	501.0	502.3	534.5	531.3	542.1	548.2	550.5	623.5	555.4	519.0	543.0
성장률(% YoY)	-7.9	-11.7	-7.9	2.5	-1.0	8.2	9.1	3.0	14.8	-10.9	-6.5	4.6
연결 실적(십억원)												
매출액												
별도	4,144.3	3,678.6	3,757.1	4,034.8	4,134.0	4,241.7	4,297.6	4,374.3	18,610.8	18,073.9	15,614.9	17,047.6
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	433.3	420.7	448.8	487.0	468.8	1,456.9	1,705.5	1,592.1	1,825.3
매출액 성장률(% YoY)	-8.0	-26.2	-11.6	-3.6	1.3	18.1	11.2	8.1	8.4	-1.3	-12.8	9.4
영업이익												
별도	-21.3	9.2	18.3	76.1	-52.6	227.3	265.6	259.8	933.5	278.4	82.3	700.1
현대비앤지스틸	4.4	4.5	11.5	8.6	7.0	6.1	7.8	9.1	35.0	36.5	29.1	29.9
기타 및 내부거래	-12.8	0.3	3.5	7.2	7.2	8.0	9.9	8.3	57.6	16.3	-1.9	33.3
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	2.0	-0.8	5.0	5.7	5.5	4.9	1.6	0.6	3.9
영업이익 성장률(% YoY)	적전	-94.0	-2.1	흑전	적확	1,628.1	748.6	201.5	-25.0	-67.7	-66.9	596.7
세전이익	-152.4	-2.4	-53.0	-57.2	-89.9	185.6	229.9	237.3	569.8	51.7	-265.0	562.8
당기순이익												
지배순이익	-115.4	-11.1	-45.3	-41.3	-64.9	133.9	165.8	171.1	398.7	17.1	-213.0	406.0

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,780.4	20,512.6	17,890.6	19,570.2	20,223.9
매출액증가율 (%)	8.4	-1.3	-12.8	9.4	3.3
매출원가	18,708.3	19,115.2	16,765.6	17,729.7	18,019.6
매출총이익	2,072.1	1,397.4	1,125.0	1,840.6	2,204.3
판매관리비	1,046.0	1,066.1	1,015.4	1,077.3	1,125.2
영업이익	1,026.1	331.3	109.5	763.2	1,079.1
영업이익률	4.9	1.6	0.6	3.9	5.3
금융손익	-301.7	-283.3	-341.0	-310.1	-302.8
종속/관계기업손익	17.8	7.6	29.2	19.8	27.7
기타영업외손익	-172.4	-4.0	-62.7	89.9	86.9
세전계속사업이익	569.8	51.7	-265.0	562.8	890.9
법인세비용	161.9	26.0	-50.5	154.8	245.0
당기순이익	408.0	25.6	-214.6	408.0	645.9
지배주주지분 손이익	398.7	17.1	-213.0	406.0	642.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,769.0	9,578.7	10,892.0	11,399.7	11,618.6
현금및현금성자산	762.1	915.8	2,433.5	2,261.2	2,384.0
매출채권	2,609.2	2,576.3	2,483.3	2,685.5	2,714.0
재고자산	4,919.5	5,415.6	5,220.1	5,645.2	5,705.2
비유동자산	24,535.9	24,787.6	24,092.7	23,706.8	23,298.6
유형자산	20,784.6	20,563.3	19,992.4	19,608.6	19,229.4
무형자산	1,653.4	1,578.2	1,517.1	1,481.4	1,447.7
투자자산	1,628.1	1,969.3	1,810.8	1,844.3	1,849.1
자산총계	33,304.9	34,366.3	34,984.6	35,106.5	34,917.1
유동부채	6,702.5	6,420.3	6,836.3	7,049.5	7,025.8
매입채무	1,421.6	1,191.8	1,148.8	1,242.3	1,255.6
단기차입금	986.2	727.2	1,331.8	1,265.2	1,201.9
유동성장기부채	2,065.7	2,128.2	2,068.2	2,068.2	2,068.2
비유동부채	9,579.3	10,712.3	11,440.1	11,039.4	10,326.5
사채	4,153.8	4,405.8	4,742.5	4,505.4	4,280.1
장기차입금	4,080.2	4,896.6	5,281.7	5,017.6	4,515.8
부채총계	16,281.8	17,132.6	18,276.4	18,088.9	17,352.3
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.5	3,914.5	3,918.6	3,918.6	3,918.6
기타포괄이익누계액	682.8	957.4	821.9	821.9	821.9
이익잉여금	11,560.6	11,488.3	11,078.2	11,385.5	11,929.5
비지배주주지분	327.1	335.4	334.8	336.8	340.1
자본총계	17,023.1	17,233.7	16,708.2	17,017.6	17,564.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,575.3	626.4	1,582.5	1,572.4	2,011.0
당기순이익(손실)	408.0	25.6	-214.6	408.0	645.9
유형자산상각비	1,491.4	1,454.5	1,477.3	1,448.1	1,411.6
무형자산상각비	99.3	93.2	74.7	35.7	33.8
운전자본의 증감	-863.0	-903.8	132.3	-276.5	-39.0
투자활동 현금흐름	-1,164.8	-1,162.9	-1,167.2	-1,079.7	-999.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1,198.0	-1,157.2	-1,097.3	-1,064.4	-1,032.5
투자자산의감소(증가)	386.6	-317.4	164.9	-15.4	10.1
재무활동 현금흐름	-418.5	690.7	1,108.0	-665.0	-888.7
차입금의 증감	-300.2	932.4	1,318.0	-566.3	-790.1
자본의 증가	0.0	0.0	4.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.5	153.7	1,517.7	-172.3	122.9
기초현금	770.7	762.1	915.8	2,433.5	2,261.2
기말현금	762.1	915.8	2,433.5	2,261.2	2,384.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	155,722	153,715	134,067	146,653	151,551
EPS(지배주주)	2,988	128	-1,597	3,042	4,816
CFPS	22,444	15,353	12,212	17,047	19,114
EBITDAPS	19,610	14,081	12,451	16,839	18,918
BPS	125,115	126,631	122,697	125,000	129,077
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	1.7	2.4	1.9	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	15.1	245.3	-24.8	15.4	9.7
PCR	2.0	2.0	3.2	2.7	2.4
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
EBITDA	2,616.8	1,879.1	1,661.6	2,247.1	2,524.6
EV/EBITDA	6.4	8.3	9.9	7.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	0.1	-1.3	2.5	3.8
EBITDA 이익률	12.6	9.2	9.3	11.5	12.5
부채비율	95.6	99.4	109.4	106.3	98.8
금융비용부담률	1.6	1.6	1.8	1.6	1.5
이자보상배율(x)	3.1	1.0	0.3	2.4	3.5
매출채권회전율(x)	7.9	7.9	7.1	7.6	7.5
재고자산회전율(x)	4.6	4.0	3.4	3.6	3.6

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-12.3	1.0	
2021.01.11	기업브리프	Buy	50,000	문경원	-	-	