



현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	53,000원 (M)
현재주가 (1/28)	40,750원
상승여력	30%

시가총액	54,379억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	569억원
60일 평균 거래량	1,462,391주
52주 고	46,750원
52주 저	13,150원
외인지분율	19.53%
주요주주	기아자동차 외 9 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.5	35.4	45.8
상대	(2.5)	3.5	3.4
절대(달러환산)	4.4	36.7	53.2

4Q20 Review: 조금 늦어져도 될 것은 된다

4Q20(P): 별도 영업이익 355억원, 연결 영업이익 554억원

연결 영업이익, 당사 추정(1,392억원) 및 Consensus(968억원) 하회

1) 별도: 영업이익 355억원을 기록하여 당사 추정(1,113억원)을 하회했다. 제품 판매량은 508만톤으로 당사 추정(506만톤)에 부합했다. 당사는 전분기비 봉형강류 ASP +2.5만원/톤 상승, 판재류 ASP +2.2만원/톤 상승을 전망했었으며 잠정치는 봉형강류 ASP +2.8만원/톤 상승, 판재류 ASP +2.2만원/톤 상승하여 전망과 유사한 결과를 나타냈다. 원가 측면에서는 봉형강류 원재료인 철스크랩 가격이 전분기비 +2.0만원/톤 상승, 판재류 원재료 투입원가(철광석+원료탄)는 전분기비 소폭 상승(당사는 소폭 하락 추정)한 것으로 파악된다. 판매량, ASP, 원재료 투입원가가 당사 추정에 대부분 부합했으나 영업이익이 부진했던 주요 요인은 일회성 비용 때문으로 관측된다. 임금과 관련된 일회성 비용 약 400억원이 인식되며 영업이익이 당사 추정 및 시장 기대치를 하회한 것으로 사료된다.

2) 연결: 3Q에 이어 해외 자동차SSC 실적이 개선된 것으로 파악되나 미국 판매법인에서 일회성 비용이 발생하며 해외 자회사 단순합산 영업이익은 적자를 기록한 것으로 관측된다.

결국은 인상될 실수요향 제품 판매가격

중국 철강 내수 및 수출가격에 즉각적으로 영향을 받는 내수 유통형 판매는 4Q부터 빠르게 가격 인상이 반영되고 있다. 1Q에도 유통형 판매는 제품(판재류)에 관계없이 추가적인 가격 인상이 이뤄지고 있다. 하지만 자동차업체, 조선업체, 가전업체 등으로의 판매가격은 분기 및 반기 협상을 함에 따라 유통형보다 시기적으로 가격 반영(상승과 하락 모두 마찬가지)이 늦게 될 수 밖에 없다.

실수요 업체들은 국내산 뿐만 아니라 수입산 소재도 사용하는 바 수입산 소재 구매가격이 크게 올랐을 것으로 추정된다. 지난해 하반기부터 상승한 수입산 철강재 가격을 감안하면 동사의 실수요향 판매가격 인상은 의심의 여지가 없다. 인상 폭이 얼마나 될 것이냐가 오히려 관건이 될 것으로 판단된다. 국내로 유입되는 수입산 철강재 가격은 1Q에도 크게 오를 것으로 추정되는 바 원재료(철광석+원료탄) 투입원가를 상회하는 동사의 판매가격 인상은 충분히 가능하다고 사료된다. 1Q는 봉형강류가 비수기이며 실수요 판재류 판매가격 인상이 일부만 적용될 것으로 판단되나 2Q부터는 본격적인 인상이 반영될 것으로 추정된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	47,806	-0.9	7.2	47,513	0.6
영업이익	554	흑전	65.9	968	-42.8
세전계속사업이익	-2,961	적지	적지	224	-1,420.9
지배순이익	-2,582	적지	적지	301	-958.8
영업이익률 (%)	1.2	흑전	+0.5 %pt	2.0	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	-5.4	적지	적지	0.6	-6.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	207,804	205,126	180,234	203,120
영업이익	10,261	3,313	730	8,019
지배순이익	3,987	171	-4,299	3,553
PER	17.6	320.0	-12.3	15.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.8	9.0	10.6	7.3
ROE	2.4	0.1	-2.6	2.1

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020P	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	18,074	15,568	17,289	4,144	3,679	3,757	3,988	6.1%	-3.2%	4,176	4,324	4,381	4,408
1) 봉형강류	5,331	4,674	5,427	1,159	1,170	1,113	1,232	10.7%	-2.4%	1,290	1,374	1,376	1,387
2) 판재류	9,759	8,473	9,456	2,317	1,909	2,048	2,199	7.4%	1.2%	2,292	2,350	2,400	2,415
기타	2,984	2,421	2,406	668	600	597	556	-6.8%	-18.7%	594	601	605	606
판매량	21,316	19,677	19,591	5,079	4,668	4,846	5,084	4.9%	-0.8%	4,896	4,852	4,909	4,934
1) 봉형강류	7,128	6,560	6,587	1,617	1,650	1,595	1,697	6.4%	-7.2%	1,640	1,646	1,645	1,657
2) 판재류	12,188	11,407	11,295	3,009	2,630	2,824	2,944	4.2%	3.1%	2,828	2,785	2,835	2,846
기타	2,000	1,711	1,709	453	388	427	443	3.7%	0.7%	428	421	430	430
① 봉형강류 ASP(A)	748	712	824	717	709	697	726	4.1%	5.2%	786	835	837	837
변동폭	1	-35	111	27	-8	-12	28	-	-	61	49	2	0
③ 원재료 투입가격(B)	392	355	484	337	336	361	386	6.9%	14.1%	484	484	484	484
변동폭	-30	-37	129	-1	-1	25	25	-	-	98	0	0	0
추정 스프레드(A-B)	356	358	340	380	373	337	340	1.0%	-3.4%	302	351	353	353
변동폭	31	2	-18	28	-7	-37	3	-	-	-38	49	2	0
② 판재류 ASP(C)	801	743	837	770	726	725	747	3.0%	-1.9%	811	844	846	848
변동폭	-21	-58	94	9	-44	-1	22	-	-	63	33	3	2
④ 원재료 투입가격(D)	318	292	322	303	295	287	283	-1.4%	-14.3%	309	331	329	320
변동폭	41	-25	30	-27	-8	-8	4	-	-	26	22	-3	-8
추정 스프레드(C-D)	483	451	515	467	431	438	464	5.9%	7.7%	501	512	518	528
변동폭	-62	-33	64	36	-36	7	26	-	-	37	11	6	10
영업이익	278	42	693	-21	9	18	36	93.9%	흑전	81	176	203	234
이익률	1.5%	0.3%	4.0%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	0.4%p	4.4%p	1.9%	4.1%	4.6%	5.3%

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

[표-2] 현대제철 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	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	149	150	144	141
(중국수입 CFR)	Index ²⁾	89	90	88	110	123	151	153	143
	당분기	89	93	118	134	160	150	140	140
원료탄 가격 ¹⁾	(달러/톤)	148	136	127	109	121	124	124	121
(호주수출 FOB)	Index ²⁾	143	147	135	110	116	123	127	122
	당분기	155	118	115	108	130	125	120	120
한국 철광석 수입가격	(달러/톤)	92	91	96	112	132	133	128	125
한국 원료탄 수입가격	(달러/톤)	130	132	106	106	118	120	120	117
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		245	244	233	259	299	303	294	288
(달러/톤)	철광석 1.6톤	147	145	154	180	211	213	204	200
	원료탄 0.75톤	97	99	79	80	88	90	90	88
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ³⁾		303	295	287	283	309	331	329	320
(천원/톤)	전분기비 증감	-27	-8	-8	-4	26	22	-3	-8
	철광석 1.6톤	181	176	180	192	216	233	230	222
	전분기비 증감	-11	-5	3	12	25	17	-4	-7
	원료탄 0.75톤	122	119	108	92	93	98	99	98
	전분기비 증감	-17	-4	-11	-16	1	5	1	-1

자료: 유안타증권

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

[표-3] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020P	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	20,513	18,023	20,312	4,668	4,113	4,462	4,781	7.2%	-0.9%	4,900	5,070	5,162	5,180
별도	18,074	15,568	17,289	4,144	3,679	3,757	3,988	6.1%	-3.2%	4,176	4,324	4,381	4,408
국내 기타	1,183	1,277	1,461	283	313	362	319	-11.8%	9.1%	344	371	377	368
해외	3,661	2,851	3,527	737	450	789	875	10.9%	-6.9%	855	854	910	908
(연결조정)	2,405	1,672	1,965	496	329	446	401	-	-	475	479	506	505
영업이익	331	73	802	-30	14	33	55	65.8%	흑전	108	200	230	264
이익률	1.6%	0.4%	3.9%	-0.6%	0.3%	0.7%	1.2%	0.4%p	4.2%p	2.2%	4.0%	4.5%	5.1%
별도	278	42	693	-21	9	18	36	93.9%	흑전	81	176	203	234
이익률	1.5%	0.3%	4.0%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	0.4%p	4.4%p	1.9%	4.1%	4.6%	5.3%
국내 기타	39	23	44	4	-1	9	11	22.9%	-18.6%	10	11	11	11
이익률	3.3%	1.8%	3.0%	1.4%	-0.3%	2.5%	3.5%	1.0%p	-1.2%p	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
해외	-37	23	71	14	-11	23	-3	적전	적지	17	18	17	19
이익률	-1.0%	0.8%	2.0%	1.8%	-2.5%	2.9%	-0.3%	-3.2%p	4.9%p	2.0%	2.1%	1.8%	2.1%
(연결조정)	-51	15	6	26	-17	17	-11	-	-	1	4	1	0
세전이익	52	-504	492	-152	-2	-53	-296	적지	적지	35	118	150	190
이익률	0.3%	-2.8%	2.4%	-3.3%	-0.1%	-1.2%	-6.2%	-5.0%p	-2.6%p	0.7%	2.3%	2.9%	3.7%
지배순이익	17	-430	355	-115	-11	-45	-258	적지	적지	25	84	109	137
이익률	0.1%	-2.4%	1.7%	-2.5%	-0.3%	-1.0%	-5.4%	-4.4%p	-3.9%p	0.5%	1.7%	2.1%	2.6%

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



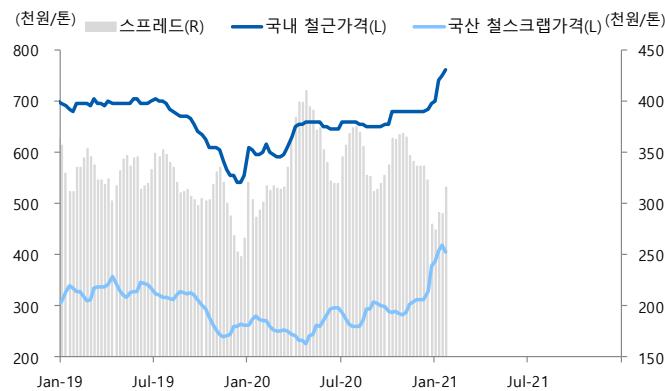
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



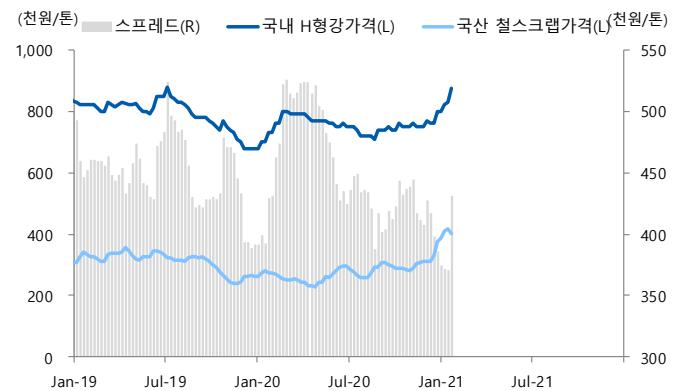
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6 톤+원료탄 0.75 톤 가정)

[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	180,234	203,120	205,494	
매출원가	187,083	191,152	169,038	183,829	185,150	
매출총이익	20,721	13,974	11,196	19,291	20,344	
판관비	10,460	10,661	10,466	11,272	11,508	
영업이익	10,261	3,313	730	8,019	8,836	
EBITDA	26,168	18,791	16,268	22,938	23,766	
영업외손익	-4,563	-2,796	-5,770	-3,096	-2,862	
외환관련손익	-625	-332	-3,164	20	20	
이자손익	-3,135	-3,023	-2,969	-2,974	-2,740	
관계기업관련손익	178	76	191	0	0	
기타	-980	483	172	-142	-142	
법인세비용차감전순손익	5,698	517	-5,040	4,923	5,974	
법인세비용	1,619	260	-639	1,231	1,493	
계속사업순손익	4,080	256	-4,400	3,692	4,480	
종단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	4,080	256	-4,400	3,692	4,480	
지배지분순이익	3,987	171	-4,299	3,553	4,311	
포괄순이익	877	3,100	-4,106	10,263	11,051	
지배지분포괄이익	796	3,008	-4,115	10,400	11,198	

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	6,586	13,034	20,845	
당기순이익	4,080	256	-4,400	3,692	4,480	
감가상각비	14,914	14,545	14,678	14,160	14,287	
외환손익	210	221	2,862	-20	-20	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-8,630	-9,038	-8,812	-6,358	654	
기타현금흐름	5,179	279	2,258	1,560	1,445	
투자활동 현금흐름	-11,648	-11,629	-19,132	-9,999	-9,999	
투자자산	-12	48	-1,673	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,980	-11,572	-9,150	-10,000	-10,000	
유형자산 감소	443	-19	528	0	0	
기타현금흐름	-99	-86	-8,837	1	1	
재무활동 현금흐름	-4,185	6,907	11,525	-4,662	-10,991	
단기차입금	1,171	-2,386	6,337	-4,000	-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	-1,099	3,761	-1,065	
현금의 증감	-85	1,537	-2,119	2,135	-1,209	
기초 현금	7,707	7,621	9,158	7,039	9,174	
기말 현금	7,621	9,158	7,039	9,174	7,965	
NOPLAT	10,261	3,313	730	8,019	8,836	
FCF	2,644	-3,489	-1,786	4,575	12,211	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

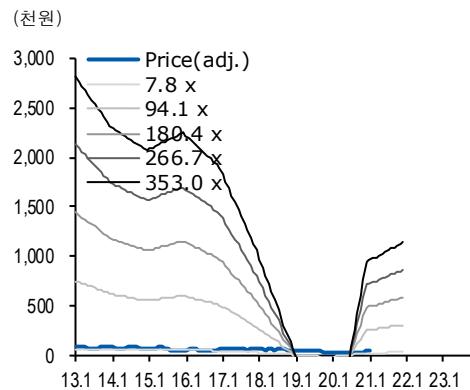
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		87,690	95,787	103,442	112,901	112,735
현금및현금성자산		7,621	9,158	7,039	9,174	7,965
매출채권 및 기타채권		26,773	27,736	27,958	30,467	30,808
재고자산		49,195	54,156	55,246	60,062	60,764
비유동자산		245,359	247,876	240,060	235,142	230,212
유형자산		207,846	205,633	198,195	194,035	189,748
관계기업등 지분관련자산		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	343,502	348,043	342,947
유동부채		67,025	64,203	61,382	58,231	49,811
매입채무 및 기타채무		34,285	33,529	25,024	25,873	27,452
단기차입금		9,862	7,272	13,318	9,318	-682
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	175,986	172,836	164,415
지배지분		166,960	168,984	164,195	171,725	175,050
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	109,599	110,560	113,884
비지배지분		3,271	3,354	3,321	3,482	3,482
자본총계		170,231	172,337	167,516	175,208	178,532
순차입금		103,163	110,574	116,719	110,584	101,793
총차입금		113,696	122,880	136,067	132,067	122,067

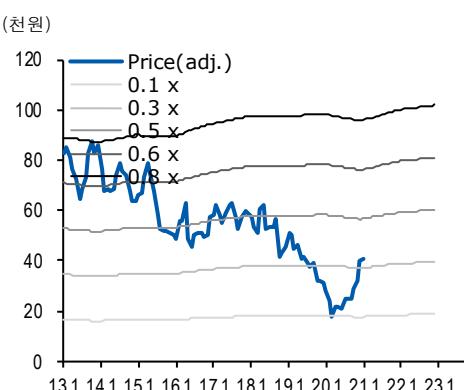
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		2,988	128	-3,222	2,662	3,231
BPS		127,188	128,729	124,820	130,544	133,071
EBITDAPS		19,609	14,081	12,191	17,189	17,809
SPS		155,722	153,715	135,062	152,212	153,990
DPS		750	750	500	750	750
PER		17.6	320.0	-12.3	15.3	12.6
PBR		0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA		6.8	9.0	10.6	7.3	6.7
PSR		0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		8.4	-1.3	-12.1	12.7	1.2
영업이익 증가율 (%)		-25.0	-67.7	-78.0	998.6	10.2
지배순이익 증가율 (%)		-44.3	-95.7	적전	흑전	21.3
매출총이익률 (%)		10.0	6.8	6.2	9.5	9.9
영업이익률 (%)		4.9	1.6	0.4	3.9	4.3
지배순이익률 (%)		1.9	0.1	-2.4	1.7	2.1
EBITDA 마진 (%)		12.6	9.2	9.0	11.3	11.6
ROIC		2.8	0.6	0.2	2.2	2.5
ROA		1.2	0.1	-1.3	1.0	1.2
ROE		2.4	0.1	-2.6	2.1	2.5
부채비율 (%)		95.6	99.4	105.1	98.6	92.1
순차입금/자기자본 (%)		61.8	65.4	71.1	64.4	58.2
영업이익/금융비용 (배)		3.1	1.0	0.2	2.4	2.9

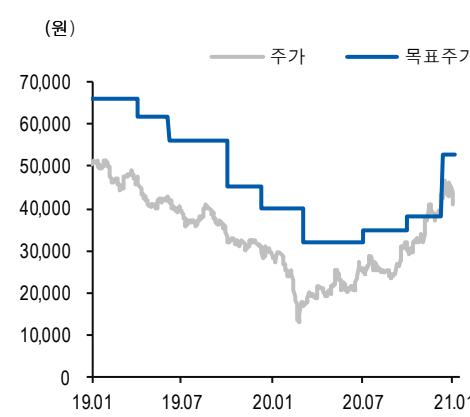
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-29	BUY	53,000	1년		
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

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)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-26

※ 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.