

2021. 1. 29



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

Buy

적정주가 (12개월) **53,000 원**

현재주가 (1.28) **40,750 원**

상승여력 **30.1%**

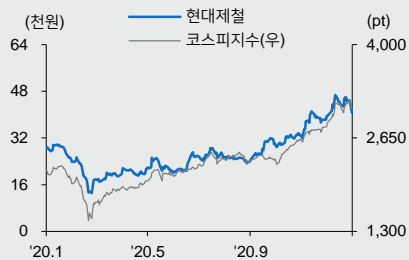
KOSPI	3,069.05pt
시가총액	54,379억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.60%
외국인비중	19.53%
52주 최고/최저가	46,750원/13,150원
평균거래대금	569.1억원

주요주주(%)

기아자동차 외 9 인	35.97
국민연금공단	8.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	58.6	45.8
상대주가	-2.5	16.6	3.4

주가그래프



현대제철 004020

4Q20 Review: 아쉬운 실적에도 여전히 기대감

- ✓ 4Q20 영업이익은 554억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(1,014억원)를 크게 하회
- ✓ 임금 협상 지연에 따른 총당금, 자산손상, 과징금 등 대규모 일회성 비용 발생
- ✓ 2Q21부터는 철근 가격 상승과 함께 계단식 이익 상승 사이클 진입
- ✓ 주요 고객사의 실적 개선에 따른 자동차강판 가격 인상, 수소 사업 기대 유효
- ✓ 적정주가를 53,000원으로 +6.0% 상향, 투자의견은 Buy를 유지

구조 조정에 따른 성장통이 느껴졌던 4Q20

4Q20 영업이익은 554억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(1,014억원)를 크게 하회했다. 임금 협상 지연에 따른 총당금 등 일회성비용이 400억원 가량 반영되었던 것이 주요 원인이다. 또한 일부 가동중단 설비의 자산손상, 철스크랩 구매 담합 과징금 등 약 1,900억원의 영업 외 비용이 반영되며 순이익 역시 크게 악화되었다. 1Q21에는 급등한 철스크랩 가격이 온기 반영되며 실적 개선이 어렵지만, 2Q21부터는 철근 가격 상승과 함께 계단식 이익 상승 사이클에 접어들 전망이다.

주요 고객사로부터의 낙수 효과, 되는 것과 안되는 것은 구별하자

경험적으로 산업 내 동사의 Outperform 여부는 현기차의 주가 흐름이 결정해왔다. 1월 중순까지의 가파른 주가 상승 역시 이 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 실제 현기차의 실적 개선은 1H20 자동차 강판 가격 인상 가능성을 어느 때보다 높이는 요소이다. 수소차 시장 개화에 따른 수소분리막 수요 증가 역시 긍정적이다. 다만 현기차의 전기차/애플카 관련 사업의 영향은 제한적이라는 점에 주의해야 한다. 한편, 건설 경기 또한 2021년 연간 분양이 소폭 증가하는 등 지속 개선될 전망이다.

적어도 평년 수준의 밸류에이션까지는 상승 가능

최근 사업 내에서 상대적으로 가팔랐던 주가 상승세는 다소 부담이지만, 2021년부터 본격 발생할 구조조정 효과와 전방 산업의 호조를 감안 시 평년 수준의 밸류에이션까지는 상승 가능하다는 판단이다. 적정 멀티플을 0.40배에서 0.43배로 소폭 상향 적용(2015년 이후 평균)함에 따라, 적정주가 역시 53,000원으로 +6.0% 상향, 투자의견은 Buy를 유지한다.

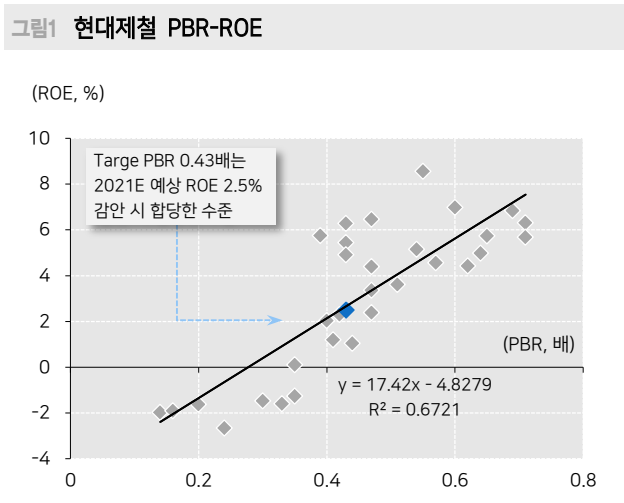
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	20,780.4	1,026.1	398.7	2,988	-43.9	125,115	15.1	0.4	6.4	2.4	95.6
2019	20,512.6	331.3	17.1	128	-93.7	126,631	245.3	0.2	8.3	0.1	99.4
2020P	18,023.4	73.0	-437.3	-3,277	-1,817.5	121,017	-12.1	0.3	10.3	-2.6	111.7
2021E	20,283.3	780.0	412.4	3,090	-194.2	123,368	13.2	0.3	7.3	2.5	108.9
2022E	21,075.9	1,010.9	587.3	4,401	42.4	127,030	9.3	0.3	6.4	3.5	101.6

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	4,780.6	4,821.8	-0.9	4,461.6	7.2	4,706.7	1.6	4,647.8	2.9
영업이익	55.4	-147.9	흑전	33.4	66.0	101.4	-45.4	91.9	-39.7
세전이익	-296.1	-171.8	적확	-53.0	적확	21.4	N/A	-57.2	N/A
지배순이익	-258.2	-74.6	적확	-45.3	적확	35.3	N/A	-41.3	N/A

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
2021년 순자산(십억원)	16,574.2	2021년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.43	'15년 이후 평균 멀티플
적정 시가총액(십억원)	7,126.9	
발행 주식수(백만주)	133,446	기말 주식수
적정 주가(원)	53,000	
현재 주가(원)	40,750	
상승 여력(%)	30.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 추이 및 전망												
주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E
원/달러	1,220.1	1,210.0	1,178.8	1,100.0	1,080.0	1,070.0	1,060.0	1,050.0	1,102.1	1,169.9	1,177.2	1,065.0
판매량(천톤)												
고로 판매량	2,916.0	2,607.0	2,934.9	3,091.8	3,094.9	3,098.0	3,101.1	3,104.2	12,069.0	11,769.0	11,549.7	12,398.1
성장률(% YoY)	0.5	-10.6	12.6	5.3	0.1	0.1	0.1	0.1	-1.2	-2.5	-1.9	7.3
전기로 판매량	2,163.0	2,061.0	1,911.3	1,992.5	2,038.6	2,083.1	2,129.9	2,210.7	9,692.0	9,547.0	8,127.8	8,462.3
성장률(% YoY)	-7.6	-4.7	-7.3	4.2	2.3	2.2	2.2	3.8	2.8	-1.5	-14.9	4.1
ASP(원/kg)												
봉형강류	845.1	826.0	809.1	841.8	864.4	921.6	926.9	930.3	855.6	870.5	830.7	911.4
성장률(% YoY)	-4.7	-6.8	-9.7	3.4	2.3	11.6	14.6	10.5	11.4	1.7	-4.6	9.7
판재류	797.6	760.4	753.6	747.7	806.5	806.6	808.4	811.1	855.1	832.6	765.1	808.2
성장률(% YoY)	-4.2	-10.2	-11.5	-6.2	1.1	6.1	7.3	8.5	8.5	-2.6	-8.1	5.6
스프레드(원/kg)												
봉형강류	542.5	525.0	482.8	493.5	482.2	541.0	547.9	553.0	463.9	505.0	511.2	531.6
성장률(% YoY)	7.5	6.4	-7.4	-1.7	-11.1	3.0	13.5	12.0	3.0	8.9	1.2	4.0
판재류	536.4	501.0	502.3	490.3	538.7	537.0	547.1	549.7	623.5	555.4	507.5	543.1
성장률(% YoY)	-7.9	-11.7	-7.9	-5.9	0.4	7.2	8.9	12.1	14.8	-10.9	-8.6	7.0
연결 실적(십억원)												
매출액												
별도	4,144.3	3,678.6	3,757.1	4,120.3	4,245.3	4,410.6	4,472.8	4,566.0	18,610.8	18,073.9	15,700.4	17,694.7
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	442.1	431.7	465.9	505.3	488.4	1,456.9	1,705.5	1,600.9	1,891.3
매출액 성장률(% YoY)	-8.0	-26.2	-11.6	-0.9	3.9	22.6	15.5	9.6	8.4	-1.3	-12.1	12.5
영업이익												
별도	-29.7	14.0	33.4	55.4	36.8	164.7	257.4	321.1	1,026.1	331.3	73.0	780.0
현대비앤지스틸	-21.3	9.2	18.3	55.3	19.1	146.9	235.5	298.6	933.5	278.4	61.5	700.1
기타 및 내부거래	4.4	4.5	11.5	7.9	6.9	5.5	7.2	8.6	35.0	36.5	28.4	28.3
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	1.2	0.8	3.3	5.0	6.1	4.9	1.6	0.4	3.8
영업이익 성장률(% YoY)	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	1,079.3	671.2	479.6	-25.0	-67.7	-78.0	967.8
세전이익	-152.4	-2.4	-53.0	-296.1	-16.3	107.1	201.8	279.1	569.8	51.7	-503.9	571.7
당기순이익												
지배순이익	-115.4	-12.9	-44.7	-267.0	-11.8	77.6	146.3	202.4	408.0	25.6	-433.9	414.5
지배순이익	-115.4	-11.1	-45.3	-258.2	-11.8	77.3	145.5	201.4	398.7	17.1	-430.0	412.4

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	20,780.4	20,512.6	18,023.4	20,283.3	21,075.9
매출액증가율 (%)	8.4	-1.3	-12.1	12.5	3.9
매출원가	18,708.3	19,115.2	17,090.2	18,541.4	19,148.9
매출총이익	2,072.1	1,397.4	933.3	1,741.9	1,927.0
판매관리비	1,046.0	1,066.1	860.2	962.0	916.1
영업이익	1,026.1	331.3	73.0	780.0	1,010.9
영업이익률	4.9	1.6	0.4	3.8	4.8
금융손익	-301.7	-283.3	-341.9	-318.0	-311.3
중속/관계기업손익	17.8	7.6	29.2	19.8	27.7
기타영업외손익	-172.4	-4.0	-264.1	89.9	86.9
세전계속사업이익	569.8	51.7	-503.7	571.7	814.2
법인세비용	161.9	26.0	-63.8	157.2	223.9
당기순이익	408.0	25.6	-439.9	414.5	590.3
지배주주지분 손이익	398.7	17.1	-437.3	412.4	587.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	8,769.0	9,578.7	10,788.3	11,374.3	11,539.7
현금및현금성자산	762.1	915.8	2,091.2	1,856.2	1,921.4
매출채권	2,609.2	2,576.3	2,554.2	2,798.4	2,828.2
재고자산	4,919.5	5,415.6	5,369.2	5,882.5	5,945.1
비유동자산	24,535.9	24,787.6	24,104.4	23,725.5	23,317.5
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	1,822.6	1,863.1	1,868.0
자산총계	33,304.9	34,366.3	34,892.7	35,099.9	34,857.2
유동부채	6,702.5	6,420.3	6,934.5	7,205.8	7,183.7
매입채무	1,421.6	1,191.8	1,181.6	1,294.6	1,308.4
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	11,475.4	11,095.5	10,383.2
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	18,409.8	18,301.2	17,566.9
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	10,854.0	11,167.7	11,656.4
비지배주주지분	327.1	335.4	333.7	335.7	338.7
자본총계	17,023.1	17,233.7	16,482.9	16,798.7	17,290.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,575.3	626.4	1,260.2	1,521.5	1,953.7
당기순이익(손실)	408.0	25.6	-439.9	414.5	590.3
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	35.3	-333.9	-40.7
투자활동 현금흐름	-1,164.8	-1,162.9	-1,187.6	-1,091.8	-999.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,198.0	-1,157.2	-1,097.3	-1,064.4	-1,032.5
투자자산의감소(증가)	386.6	-317.4	153.1	-22.4	9.9
재무활동 현금흐름	-418.5	690.7	1,108.5	-664.7	-888.7
차입금의 증감	-300.2	932.4	1,318.5	-566.0	-790.1
자본의 증가	0.0	0.0	4.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.5	153.7	1,175.4	-235.0	65.2
기초현금	770.7	762.1	915.8	2,091.2	1,856.2
기말현금	762.1	915.8	2,091.2	1,856.2	1,921.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	155,722	153,715	135,062	151,997	157,936
EPS(지배주주)	2,988	128	-3,277	3,090	4,401
CFPS	22,444	15,353	10,430	17,172	18,603
EBITDAPS	19,610	14,081	12,178	16,964	18,407
BPS	125,115	126,631	121,017	123,368	127,030
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	1.7	2.4	1.9	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	15.1	245.3	-12.1	13.2	9.3
PCR	2.0	2.0	3.8	2.4	2.2
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDA	2,616.8	1,879.1	1,625.1	2,263.8	2,456.3
EV/EBITDA	6.4	8.3	10.3	7.3	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	0.1	-2.6	2.5	3.5
EBITDA 이익률	12.6	9.2	9.0	11.2	11.7
부채비율	95.6	99.4	111.7	108.9	101.6
금융비용부담률	1.6	1.6	1.8	1.6	1.5
이자보상배율(x)	3.1	1.0	0.2	2.5	3.3
매출채권회전율(x)	7.9	7.9	7.0	7.6	7.5
재고자산회전율(x)	4.6	4.0	3.3	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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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)	
2019.01.28	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	-11.7	6.3	
2021.01.11	기업브리프	Buy	50,000	문경원	-11.7	-8.0	
2021.01.29	기업브리프	Buy	53,000	문경원	-	-	