

# 현대제철 (004020)

## 철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>53,000원 (M)</b>
현재주가 (3/23)	<b>43,500원</b>
상승여력	<b>22%</b>

시가총액	58,049억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	569억원
60일 평균 거래량	1,331,093주
52주 고	46,750원
52주 저	13,150원
외인지분율	19.90%
주요주주	기아자동차 외 9인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	14.3	230.8
상대	7.1	5.0	63.2
절대(달러환산)	3.0	12.1	270.9

## 판재류, 해외 그리고 저수익 사업 구조조정 효과

### 2021년은 판재류와 봉형강류가 함께 좋아진다

1Q21(E) 별도 영업이익 1,670억원, 연결 영업이익 1,950억원 추정

2021년 연결 영업이익 추정치를 기존 8,020억원에서 1조 1,050억원으로 약 +38% 상향한다. 23일 기준 2021년 연결 영업이익 Consensus는 7,204억원이며, 2018년 연결 영업이익은 1조 261억원이었다. 동사는 2014년 1조 4,910억원의 영업이익을 기록한 후 2020년까지 6년 연속 영업이익이 감소한 바 있으며 이 과정에서 판재류와 봉형강류 개별적으로는 등락이 있었지만 전체적으로 수익성이 악화됐다. 2021년은 7년만에 영업이익이 전년대비 증가하는 해가 될 것으로 판단된다. 2020년 연결 영업이익이 730억원에 그쳤기 때문에 증가하는 것이 당연하다 할 수 있지만 증가 폭은 예상보다 클 것으로 전망된다. 판재류는 스프레드 확대, 특수강 부문은 적자가 축소될 것으로 사료된다. 자동차 강판은 4년 만에 인상이 기대되고 있으며 조선향 후판 역시 중국발 가격 상승과 수입량 감소가 나타나며 가격 인상 및 판매량 확대가 예상된다.

### 실적 개선의 중심에는 판재류, 해외 그리고 저수익 사업 구조조정이 있다

철근 및 H형강으로 대변되는 봉형강류의 2021년 영업이익은 전년대비 증가하겠지만 그 폭은 크지 않을 것으로 전망된다. 2019년 대비 2020년 봉형강류 시장은 원재료(철스크랩)가격 상승을 제품가격 인상으로 잘 대응하며 실적 호조세를 나타냈다. 이와 같은 움직임이 올해도 이어질 것이지만 전년에 개선된 폭이 컸기에 올해는 상대적으로 상승 폭이 작아질 것으로 사료된다. 반면, 큰 폭의 실적 개선이 예상되는 부분은 판재류와 해외 종속회사이다. 판재류는 앞서 언급한 바와 같이 중국 철강 업황 호조에 따라 스프레드 확대가 전망된다. 해외 종속회사 중에서는 중국 법인들의 영업이익이 2019년에 저점을 확인하고 2020년부터 개선되고 있다. 전기로 열연 및 칼라강판 등 저수익 사업 철수 역시 올해부터 실적 개선에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료된다.

2021년 추정 연결 영업이익을 기존 대비 +38%, 추정 ROE는 2.1%에서 3.5%로 상향하지만 적정 PBR은 0.40x를 유지한다. 업황 및 실적 개선이 나타나는 국면에서 받아야 하는 최소한의 가치를 PBR 0.40x라 판단하며 그 이상을 위해서는 ROE 역시 추가적인 개선을 보여줘야 한다고 생각한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	50,245	7.6	5.1	48,375	3.9
영업이익	1,948	흑전	251.7	1,287	51.4
세전계속사업이익	979	흑전	흑전	783	25.0
지배순이익	695	흑전	흑전	517	34.4
영업이익률 (%)	3.9	흑전	+2.7 %pt	2.7	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.4	흑전	흑전	1.1	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	205,126	180,234	212,085	221,761
영업이익	3,313	730	11,050	11,803
지배순이익	171	-4,300	5,871	6,454
PER	320.0	-8.1	9.9	9.0
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.0	9.1	6.6	6.1
ROE	0.1	-2.6	3.5	3.7

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
별도 매출액	4,176	17,289	17,465	4,284	18,083	18,380	2.6%	4.6%	5.2%
영업이익	81	693	760	167	987	1,035	107.0%	42.3%	36.2%
OPM	1.9%	4.0%	4.4%	3.9%	5.5%	5.6%	2.0%p	1.4%p	1.3%p
연결 매출액	4,900	20,312	20,549	5,024	21,209	22,176	2.5%	4.4%	7.9%
영업이익	108	802	884	195	1,105	1,180	80.7%	37.8%	33.6%
OPM	2.2%	3.9%	4.3%	3.9%	5.2%	5.3%	1.7%p	1.3%p	1.0%p
지배순이익	25	355	431	70	587	645	179.3%	65.2%	49.7%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	QoQ	YoY	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	15,568	18,083	18,380	4,144	3,679	3,757	3,988	4,284	7.4%	3.4%	4,636	4,525	4,639
1) 봉형강류	4,674	5,544	5,627	1,159	1,170	1,113	1,232	1,306	6.0%	12.7%	1,471	1,349	1,418
2) 판재류	8,473	10,086	10,284	2,317	1,909	2,048	2,199	2,378	8.1%	2.6%	2,551	2,556	2,601
기타	2,421	2,453	2,469	668	600	597	556	600	7.8%	-10.2%	613	620	619
판매량	19,677	19,607	19,755	5,079	4,668	4,846	5,084	4,909	-3.4%	-3.3%	4,952	4,797	4,949
1) 봉형강류	6,560	6,612	6,600	1,617	1,650	1,595	1,697	1,640	-3.4%	1.4%	1,728	1,582	1,662
2) 판재류	11,407	11,286	11,443	3,009	2,630	2,824	2,944	2,842	-3.5%	-5.6%	2,803	2,786	2,856
기타	1,711	1,709	1,712	453	388	427	443	428	-3.4%	-5.6%	421	430	430
1) 봉형강류 ASP(A)	712	839	853	717	709	697	726	796	9.7%	11.1%	851	853	853
변동폭	-35	126	14	27	-8	-12	28	70	-	-	55	1	0
3) 원재료 투입가격(B)	355	491	484	337	336	361	386	480	24.3%	42.4%	495	495	495
변동폭	-37	136	-7	-1	-1	25	25	94	-	-	15	0	0
추정 스프레드(A-B)	358	347	369	380	373	337	340	317	-6.9%	-16.6%	356	358	358
변동폭	2	-10	21	28	-7	-37	3	-23	-	-	40	1	0
2) 판재류 ASP(C)	743	894	899	770	726	725	747	837	12.0%	8.7%	910	918	911
변동폭	-58	151	5	9	-44	-1	22	90	-	-	73	7	-7
4) 원재료 투입가격(D)	292	335	338	303	295	287	283	311	9.8%	2.6%	342	347	339
변동폭	-25	43	3	-27	-8	-8	-4	28	-	-	31	5	-9
추정 스프레드(C-D)	451	559	560	467	431	438	464	526	13.3%	12.6%	568	570	572
변동폭	-33	108	2	36	-36	7	26	62	-	-	43	2	2
영업이익	42	987	1,035	-21	9	18	35	167	372.1%	흑전	301	248	270
이익률	0.3%	5.5%	5.6%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	3.9%	3.0%p	4.4%p	6.5%	5.5%	5.8%

자료: 유안타증권, 주 1) 철근+H 형강+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) 가정

[표-3] 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	1,110	1,130	1,130	1,130
철광석 가격 <sup>1)</sup> (달러/톤)		89	92	109	127	152	161	157	152
(중국수입 CFR)	Index <sup>2)</sup>	89	90	88	110	123	162	162	157
	당분기	89	93	118	134	165	160	155	150
원료탄 가격 <sup>1)</sup> (달러/톤)		148	136	127	109	121	119	118	115
(호주수출 FOB)	Index <sup>2)</sup>	143	147	135	110	116	122	120	115
	당분기	155	118	115	108	130	115	115	115
한국 철광석 수입가격 (달러/톤)		92	91	96	112	135	142	139	135
한국 원료탄 수입가격 (달러/톤)		130	132	106	106	112	110	109	106
셋물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		245	244	233	259	300	311	304	295
(달러/톤)	철광석 1.6톤	147	145	154	180	216	228	223	216
	원료탄 0.75톤	97	99	79	80	84	83	82	80
셋물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 <sup>3)</sup>		303	295	287	283	311	342	347	339
(천원/톤)	전분기비 증감	-27	-8	-8	-4	28	31	5	-9
	철광석 1.6톤	181	176	180	192	220	249	255	248
		전분기비 증감	-11	-5	3	12	28	28	6
	원료탄 0.75톤	122	119	108	92	91	93	93	91
		전분기비 증감	-17	-4	-11	-16	0	2	-1

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)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	QoQ	YoY	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	18,023	21,209	22,176	4,668	4,113	4,462	4,781	5,024	5.1%	7.6%	5,404	5,334	5,446
별도	15,568	18,083	18,380	4,144	3,679	3,757	3,988	4,284	7.4%	3.4%	4,636	4,525	4,639
국내 기타	1,349	1,646	1,686	283	313	362	391	372	-5.0%	31.5%	424	422	429
해외	2,863	3,548	4,292	737	450	789	887	859	-3.1%	16.6%	858	916	915
(연결조정)	1,756	2,068	2,182	496	329	446	485	490	-	-	514	528	537
영업이익	73	1,105	1,180	-30	14	33	55	195	251.7%	흑전	330	278	302
이익률	0.4%	5.2%	5.3%	-0.6%	0.3%	0.7%	1.2%	3.9%	2.7%p	4.5%p	6.1%	5.2%	5.5%
별도	42	987	1,035	-21	9	18	35	167	372.1%	흑전	301	248	270
이익률	0.3%	5.5%	5.6%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	3.9%	3.0%p	4.4%p	6.5%	5.5%	5.8%
국내 기타	28	49	51	4	-1	9	16	11	-28.8%	181.7%	13	13	13
이익률	2.1%	3.0%	3.0%	1.4%	-0.3%	2.5%	4.0%	3.0%	-1.0%p	1.6%p	3.0%	3.0%	3.0%
해외	22	70	95	14	-11	23	-4	17	흑전	25.9%	18	17	19
이익률	0.8%	2.0%	2.2%	1.8%	-2.5%	2.9%	-0.4%	2.0%	2.4%p	0.1%p	2.1%	1.8%	2.0%
(연결조정)	18	1	0	26	-17	17	-8	1	-	-	1	-1	0
세전이익	-504	826	906	-152	-2	-53	-296	98	흑전	흑전	258	218	252
이익률	-2.8%	3.9%	4.1%	-3.3%	-0.1%	-1.2%	-6.2%	1.9%	8.1%p	5.2%p	4.8%	4.1%	4.6%
지배순이익	-430	587	645	-115	-11	-45	-258	70	흑전	흑전	182	157	179
이익률	-2.4%	2.8%	2.9%	-2.5%	-0.3%	-1.0%	-5.4%	1.4%	6.8%p	3.9%p	3.4%	2.9%	3.3%

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

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	205,126	180,234	212,085	221,761	225,953
매출원가	191,152	169,302	189,077	197,479	200,420
매출총이익	13,974	10,932	23,008	24,283	25,533
판매비	10,661	10,202	11,958	12,479	12,715
영업이익	3,313	730	11,050	11,803	12,818
EBITDA	18,791	16,522	26,819	27,054	27,465
영업외손익	-2,796	-5,769	-2,793	-2,739	-2,669
외환관련 손익	-332	-60	-300	0	0
이자손익	-3,023	-2,943	-3,268	-3,002	-2,732
관계기업관련손익	76	189	0	0	0
기타	483	-2,955	775	263	63
법인세비용차감전순이익	517	-5,039	8,257	9,064	10,148
법인세비용	260	-638	2,147	2,357	2,639
계속사업순이익	256	-4,401	6,110	6,707	7,510
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	256	-4,401	6,110	6,707	7,510
지배자분순이익	171	-4,300	5,871	6,454	7,226
포괄순이익	3,100	-4,707	10,279	10,877	11,679
지배자분포괄이익	3,008	-4,627	10,191	10,766	11,560

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	6,264	20,084	9,671	22,521	25,657	
당기순이익	256	-4,401	6,110	6,707	7,510	
감가상각비	14,545	14,931	15,007	14,574	14,055	
외환손익	221	296	300	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-9,038	5,736	-15,453	-2,529	407	
기타현금흐름	279	3,522	3,707	3,769	3,685	
투자활동 현금흐름	-11,629	-24,378	-10,367	-10,364	-10,364	
투자자산	-122	-10,124	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,572	-10,336	-10,400	-10,400	-10,400	
유형자산 감소	-19	608	0	0	0	
기타현금흐름	84	-4,527	33	36	36	
재무활동 현금흐름	6,907	4,545	4,632	-10,672	-10,672	
단기차입금	-2,386	-3,675	5,000	-2,000	0	
사채 및 장기차입금	10,287	8,950	0	-8,000	-10,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-994	-994	-667	-996	-996	
기타현금흐름	0	263	299	324	324	
연결범위변동 등 기타	-5	-236	-2,966	732	-3,655	
현금의 증감	1,537	15	970	2,216	966	
기초 현금	7,621	9,158	9,172	10,142	12,358	
기말 현금	9,158	9,172	10,142	12,358	13,324	
NOPLAT	3,313	730	11,050	11,803	12,818	
FCF	-3,489	11,831	-1,906	11,056	14,140	

자료: 유안타증권

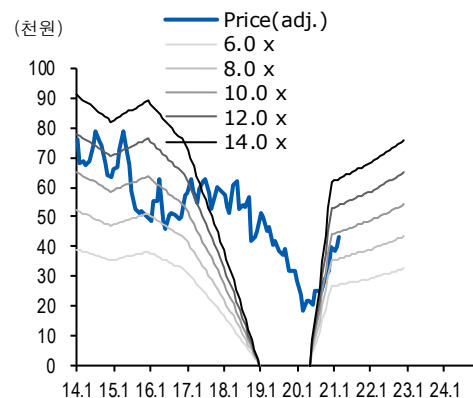
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	95,787	99,348	116,337	121,294	123,967
현금및현금성자산	9,158	9,172	10,142	12,358	13,324
매출채권 및 기타채권	27,736	25,824	30,651	31,482	32,055
재고자산	54,156	46,878	58,071	59,981	61,114
비유동자산	247,876	249,103	243,733	238,883	234,635
유형자산	205,633	198,743	194,136	189,962	186,308
관계기업등 지분관련자산	1,242	2,118	2,118	2,118	2,118
기타투자자산	18,451	17,467	17,467	17,467	17,467
자산총계	343,663	348,450	360,070	360,177	358,602
유동부채	64,203	60,727	66,301	64,584	66,769
매입채무 및 기타채무	33,529	28,402	28,976	29,258	31,443
단기차입금	7,272	5,534	10,534	8,534	8,534
유동성장기부채	21,282	23,411	23,411	23,411	23,411
비유동부채	107,122	120,793	120,793	112,793	102,793
장기차입금	48,966	52,079	52,079	44,079	34,079
사채	44,058	46,944	46,944	46,944	46,944
부채총계	171,326	181,520	187,094	177,377	169,562
지배지분	168,984	163,454	169,454	179,091	185,331
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,145	39,061	39,061	39,061	39,061
이익잉여금	114,883	109,331	111,162	116,629	122,869
비지배지분	3,354	3,476	3,522	3,709	3,709
자본총계	172,337	166,930	172,976	182,800	189,040
순차입금	110,574	111,979	116,009	103,793	92,827
총차입금	122,880	137,378	142,378	132,378	122,378

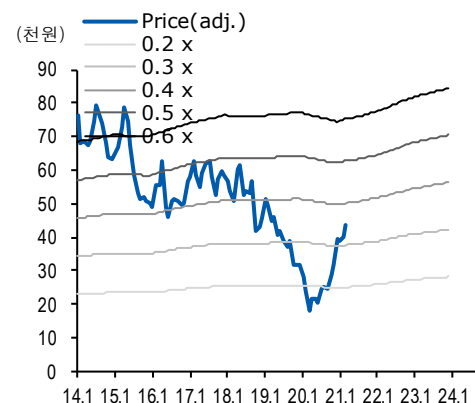
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	128	-3,222	4,399	4,837	5,415
BPS	128,729	124,257	128,818	136,144	140,887
EBITDAPS	14,081	12,381	20,098	20,273	20,582
SPS	153,715	135,062	158,930	166,181	169,322
DPS	750	500	750	750	750
PER	320.0	-8.1	9.9	9.0	8.0
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.0	9.1	6.6	6.1	5.6
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

재무비율			(단위: 배, %)		
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-1.3	-12.1	17.7	4.6	1.9
영업이익 증가율 (%)	-67.7	-78.0	1,413.0	6.8	8.6
지배순이익의 증가율 (%)	-95.7	적전	흑전	9.9	12.0
매출총이익률 (%)	6.8	6.1	10.8	10.9	11.3
영업이익률 (%)	1.6	0.4	5.2	5.3	5.7
지배순이익률 (%)	0.1	-2.4	2.8	2.9	3.2
EBITDA 마진 (%)	9.2	9.2	12.6	12.2	12.2
ROIC	0.6	0.2	3.1	3.3	3.6
ROA	0.1	-1.2	1.7	1.8	2.0
ROE	0.1	-2.6	3.5	3.7	4.0
부채비율 (%)	99.4	108.7	108.2	97.0	89.7
순차입금/자기자본 (%)	65.4	68.5	68.5	58.0	50.1
영업이익/금융비용 (배)	1.0	0.2	3.1	3.6	4.2

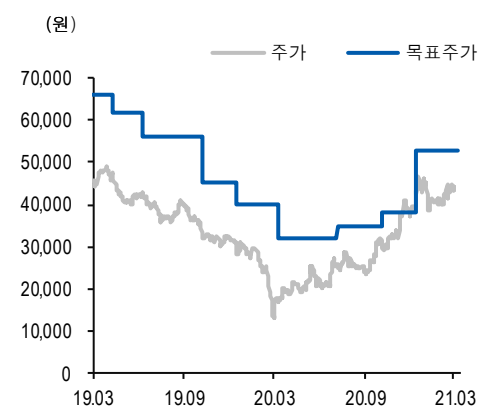
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-24	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
2019-04-02	1년 경과 이후		1년	-27.78	-25.83

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)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-21

※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 투자결정은 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.