

현대제철 (004020)

철강

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (U)
현재주가 (7/27)	53,400원
상승여력	50%

시가총액	71,260억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	654억원
60일 평균 거래량	1,202,526주
52주 고	61,900원
52주 저	23,400원
외인지분율	20.25%
주요주주	기아 외 10 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.0)	(5.8)	105.8
상대	0.1	(6.3)	41.2
절대(달러환산)	(3.9)	(9.1)	114.0

2Q21 Review: 비수기, 비수기가 아닐 수도

2Q21(P): 별도 영업이익 4,837억원, 연결 영업이익 5,453억원

연결 영업이익, 당사 추정(4,694억원) 및 Consensus(4,593억원) 상회

1) 별도: 영업이익 4,837억원을 기록하여 당사 추정(4,257억원)을 상회. 제품 판매량은 504만톤으로 당사 추정(512만톤)을 하회. 2Q 발생한 중대 재해로 당진 철근 및 열연 공장 일부가 일정 기간 동안 생산이 중단되어 판매에도 영향. 봉형강류와 판재류 ASP 모두 당사 예상보다 전분기비 인상 폭이 크게 나타나며 스프레드 역시 추정치보다 컸던 것으로 관측. 당진 특수강 공장이 상업 생산을 시작한 3Q17 이후 영업적자 기초가 이어졌던 특수강 부문은 이번 분기에 흑자 전환 한 것으로 파악. 2) 연결: 철강 시황 호조에 따라 국내 및 해외 철강 자회사 영업 손익이 전분기비 개선된 것으로 판단.

계절적 비수기에도 이어질 실적 개선

3Q는 계절적으로 비수기로 2Q보다 판매량이 감소하며 손익에 부담을 주는 시기. 그러나 이번 3Q 판매량은 2Q와 유사할 것으로 추정. 2Q 판매량이 생산 차질에 따라 예상치를 하회했으며 올해 장마가 평년보다 짧았던 탓에 봉형강류 판매가 견조할 것으로 예상되기 때문. 3Q 제품 판매량은 501만톤으로 전분기와 유사할 것으로 판단. 봉형강류와 판재류 모두 원재료 가격이 강세를 보이며 전분기비 원가 부담이 가중될 것으로 사료되나 2Q에 이어 3Q 역시 판매단가 인상 폭이 크게 나타나며 스프레드 확대가 가능할 것으로 사료.

다시 한번 인상할 수 있는 차강판 가격

동사는 지난 4/1일 국내 공급분 차강판 가격을 톤당 5만원 인상. 해외 공급분은 협상 중으로 파악되며 하반기 타결 시 판재류 판매단가 상승에 기여할 것으로 예상. 국내 공급분 역시 추가적인 인상이 기대. 상반기 단행된 인상이 만 4년 만에 이뤄진 만큼 시기적인 어려움도 있으나 상반기 상승한 철광석 및 원료탄 가격을 감안한다면 국내 공급분 차강판 가격 추가 인상도 뒤따라야 한다고 판단. 2021~2022년 영업이익 및 지배순이익 추정치 상향에 따라 목표주가를 73,000원에서 80,000원(PBR 0.60x)로 변경. 자회사를 통한 협력사 직원 채용으로 비용 증가에 대한 부담이 존재하나 ESG 측면에서는 긍정적이라 판단. 해당 사안은 이해관계자에 따라 입장이 다를 수 있기 때문에 과거 대비 개선됐다는 초점.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	56,219	36.7	14.1	55,573	1.2
영업이익	5,453	3,804.5	79.4	4,593	18.7
세전계속사업이익	4,948	흑전	72.8	3,892	27.1
지배순이익	3,352	흑전	59.7	2,798	19.8
영업이익률 (%)	9.7	+9.4 %pt	+3.5 %pt	8.3	+1.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.0	흑전	+1.7 %pt	5.0	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	205,126	180,234	232,068	261,364
영업이익	3,313	730	19,779	20,308
지배순이익	171	-4,300	12,706	12,612
PER	320.0	-8.1	5.6	5.7
PBR	0.3	0.2	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.0	9.1	5.5	4.9
ROE	0.1	-2.6	7.5	6.8

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E
별도 매출액	5,061	19,525	20,444	5,407	20,226	22,497	6.8%	3.6%	10.0%
영업이익	397	1,537	1,538	570	1,829	1,859	43.4%	19.0%	20.8%
OPM	7.8%	7.9%	7.5%	10.5%	9.0%	8.3%	2.7%p	1.2%p	0.7%p
연결 매출액	5,844	22,506	24,101	6,188	23,207	26,136	5.9%	3.1%	8.4%
영업이익	424	1,647	1,683	607	1,978	2,031	43.1%	20.1%	20.7%
OPM	7.3%	7.3%	7.0%	9.8%	8.5%	7.8%	2.5%p	1.2%p	0.8%p
지배순이익	266	1,051	1,042	390	1,271	1,261	46.6%	20.9%	21.0%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	3Q21E	4Q21E
매출액	15,568	20,226	22,497	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	14.4%	32.3%	5,407	5,700
1) 봉형강류	4,674	6,689	7,451	1,159	1,170	1,113	1,232	1,260	1,704	35.2%	45.7%	1,840	1,885
2) 판재류	8,473	10,879	12,229	2,317	1,909	2,048	2,199	2,411	2,466	2.3%	29.2%	2,880	3,122
기타	2,421	2,657	2,817	668	600	597	556	580	695	19.8%	16.0%	688	694
판매량	19,677	20,214	20,545	5,079	4,668	4,846	5,084	4,926	5,035	2.2%	7.9%	5,008	5,245
1) 봉형강류	6,560	7,210	7,318	1,617	1,650	1,595	1,697	1,616	1,916	18.6%	16.1%	1,826	1,852
2) 판재류	11,407	11,094	11,309	3,009	2,630	2,824	2,944	2,874	2,577	-10.3%	-2.0%	2,721	2,922
기타	1,711	1,911	1,918	453	388	427	443	436	542	24.3%	39.7%	462	471
1) 봉형강류 ASP(A)	712	928	1,018	717	709	697	726	780	889	14.1%	25.4%	1,008	1,018
변동폭	-35	215	90	27	-8	-12	28	54	110	-	-	118	10
3) 원재료 투입가격(B)	355	579	648	337	336	361	386	480	549	14.5%	63.6%	637	648
변동폭	-37	224	70	-1	-1	25	25	94	70	-	-	88	11
추정 스프레드(A-B)	358	349	370	380	373	337	340	300	340	13.3%	-8.9%	370	369
변동폭	2	-9	21	28	-7	-37	3	-40	40	-	-	30	-1
2) 판재류 ASP(C)	743	981	1,081	770	726	725	747	839	957	14.1%	31.9%	1,059	1,068
변동폭	-58	238	101	9	-44	-1	22	92	118	-	-	101	10
4) 원재료 투입가격(D)	311	439	546	311	303	312	319	346	409	18.3%	35.0%	477	525
변동폭	-24	128	106	-28	-8	9	7	27	63	-	-	68	48
추정 스프레드(C-D)	432	541	536	459	423	413	428	493	548	11.1%	29.6%	582	543
변동폭	-34	110	-6	37	-36	-9	15	65	55	-	-	34	-39
영업이익	42	1,829	1,859	-21	9	18	35	297	484	63.1%	5174.8	570	479
이익률	0.3%	9.0%	8.3%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	7.0%	9.9%	3.0%p	9.7%p	10.5%	8.4%

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	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
원/달러 환율	(평균)	1,195	1,220	1,188	1,116	1,115	1,121	1,150	1,150
철광석 가격 ¹⁾	(달러/톤)	89	92	109	127	153	188	205	206
(중국수입 CFR)	Index ²⁾	89	90	88	110	123	162	183	210
	당분기	89	93	118	134	166	199	215	205
원료탄 가격 ¹⁾	(달러/톤)	148	136	127	109	120	128	152	187
(호주수출 FOB)	Index ²⁾	143	147	135	110	116	122	117	182
	당분기	155	118	115	108	127	137	205	195
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		253	249	269	285	335	397	443	471
(달러/톤)	철광석 1.6톤	142	147	174	203	245	300	329	330
	원료탄 0.75톤	111	102	95	82	90	96	114	141
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ³⁾		311	303	312	319	346	409	477	525
(천원/톤)	전분기비 증감	-28	-8	9	7	27	63	68	48
	철광석 1.6톤	173	175	193	216	250	305	357	379
	전분기비 증감	-9	1	18	23	33	55	52	21
	원료탄 0.75톤	138	128	119	102	96	104	120	146
	전분기비 증감	-19	-10	-10	-16	-6	8	15	27

자료: 유안타증권 리서치센터

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

[표-4] 현대제철 연결기준

(단위: 십억원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	3Q21E	4Q21E
매출액	18,023	23,207	26,136	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,622	14.1%	36.7%	6,188	6,470
별도	15,568	20,226	22,497	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	14.4%	32.3%	5,407	5,700
국내 기타	1,349	1,966	2,184	283	313	362	391	424	461	8.8%	47.3%	526	555
해외	2,863	3,531	4,274	737	450	789	887	851	856	0.6%	90.0%	913	912
(연결조정)	1,756	2,516	2,819	496	329	446	485	599	561	-	-	658	698
영업이익	73	1,978	2,031	-30	14	33	55	304	545	79.4%	3803.5	607	522
이익률	0.4%	8.5%	7.8%	-0.6%	0.3%	0.7%	1.2%	6.2%	9.7%	3.5%p	9.4%p	9.8%	8.1%
별도	42	1,829	1,859	-21	9	18	35	297	484	63.1%	5174.8	570	479
이익률	0.3%	9.0%	8.3%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	7.0%	9.9%	3.0%p	9.7%p	10.5%	8.4%
국내 기타	28	111	76	4	-1	9	16	30	35	15.1%	흑전	21	25
이익률	2.1%	5.6%	3.5%	1.4%	-0.3%	2.5%	4.0%	7.1%	7.5%	0.4%p	7.8%p	4.0%	4.5%
해외	22	67	95	14	-11	23	-4	14	18	29.9%	흑전	17	19
이익률	0.8%	1.9%	2.2%	1.8%	-2.5%	2.9%	-0.4%	1.6%	2.1%	0.5%p	4.6%p	1.8%	2.1%
(연결조정)	18	28	0	26	-17	17	-8	36	-9	-	-	0	1
세전이익	-504	1,809	1,798	-152	-2	-53	-296	286	495	72.8%	흑전	550	478
이익률	-2.8%	7.8%	6.9%	-3.3%	-0.1%	-1.2%	-6.2%	5.8%	8.8%	3.0%p	8.9%p	8.9%	7.4%
지배순이익	-430	1,271	1,261	-115	-11	-45	-258	210	335	59.7%	흑전	390	335
이익률	-2.4%	5.5%	4.8%	-2.5%	-0.3%	-1.0%	-5.4%	4.3%	6.0%	1.7%p	6.2%p	6.3%	5.2%

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	232,068	261,364	263,287	
매출원가	191,152	169,302	199,697	226,832	227,875	
매출총이익	13,974	10,932	32,371	34,532	35,412	
판매비	10,661	10,202	12,592	14,224	14,329	
영업이익	3,313	730	19,779	20,308	21,083	
EBITDA	18,791	16,522	35,547	35,550	35,715	
영업외손익	-2,796	-5,769	-1,685	-2,332	-2,044	
외환관련손익	-332	-60	371	0	0	
이자손익	-3,023	-2,943	-3,184	-2,912	-2,424	
관계기업관련손익	76	189	2	0	0	
기타	483	-2,955	1,127	580	380	
법인세비용차감전순손익	517	-5,039	18,094	17,976	19,039	
법인세비용	260	-638	4,864	4,853	5,140	
계속사업순손익	256	-4,401	13,230	13,122	13,898	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	256	-4,401	13,230	13,122	13,898	
지배지분순이익	171	-4,300	12,706	12,612	13,358	
포괄순이익	3,100	-4,707	20,325	20,218	20,994	
지배지분포괄이익	3,008	-4,627	19,929	19,810	20,570	

주: 영업이익 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	4,973	26,079	30,734
당기순이익	256	-4,401	13,230	13,122	13,898
감가상각비	14,545	14,931	15,017	14,571	14,053
외환손익	221	296	-308	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-9,038	5,736	-25,134	-3,518	971
기타현금흐름	279	3,522	2,169	1,904	1,812
투자활동 현금흐름	-11,629	-24,378	-7,219	-10,374	-10,374
투자자산	-122	-10,124	1,866	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,572	-10,336	-9,890	-10,400	-10,400
유형자산 감소	-19	608	78	0	0
기타현금흐름	84	-4,527	727	26	26
재무활동 현금흐름	6,907	4,545	9,344	-20,753	-20,753
단기차입금	-2,386	-3,675	11,377	0	-10,000
사채 및 장기차입금	10,287	8,950	-1,569	-20,000	-10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-994	-667	-996	-996
기타현금흐름	0	263	202	242	242
연결범위변동 등 기타	-5	-236	-2,007	6,696	-813
현금의 증감	1,537	15	5,091	1,649	-1,206
기초 현금	7,621	9,158	9,172	14,263	15,912
기말 현금	9,158	9,172	14,263	15,912	14,706
NOPLAT	3,313	730	19,779	20,308	21,083
FCF	-5,308	9,748	-4,917	15,679	20,334

자료: 유안타증권

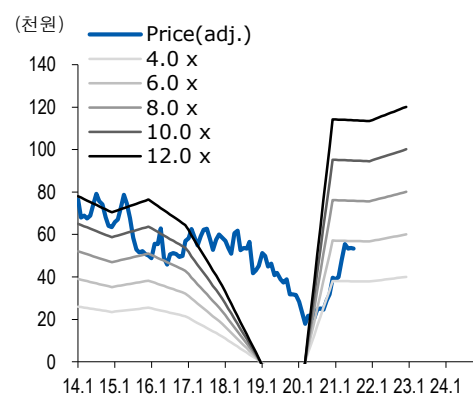
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	95,787	99,348	130,280	134,523	134,073	
현금및현금성자산	9,158	9,172	14,263	15,912	14,706	
매출채권 및 기타채권	27,736	25,824	35,943	36,789	37,050	
재고자산	54,156	46,878	65,443	67,192	67,686	
비유동자산	247,876	249,103	245,434	240,592	236,360	
유형자산	205,633	198,743	192,858	188,686	185,034	
관계기업등 지분관련자산	1,242	2,118	2,034	2,034	2,034	
기타투자자산	18,451	17,467	19,587	19,587	19,587	
자산총계	343,663	348,450	375,714	375,115	370,433	
유동부채	64,203	60,727	77,420	77,718	70,664	
매입채무 및 기타채무	33,529	28,402	32,639	32,936	35,882	
단기차입금	7,272	5,534	16,998	16,998	6,998	
유동성장기부채	21,282	23,411	24,345	24,345	24,345	
비유동부채	107,122	120,793	119,249	99,249	89,249	
장기차입금	48,966	52,079	50,808	30,808	20,808	
사채	44,058	46,944	46,552	46,552	46,552	
부채총계	171,326	181,520	196,669	176,966	159,913	
지배지분	168,984	163,454	175,344	194,065	206,436	
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	114,163	125,788	138,159	
비지배지분	3,354	3,476	3,701	4,084	4,084	
자본총계	172,337	166,930	179,045	198,149	210,520	
순차입금	110,574	111,979	120,025	98,376	79,582	
총차입금	122,880	137,378	147,730	127,730	107,730	

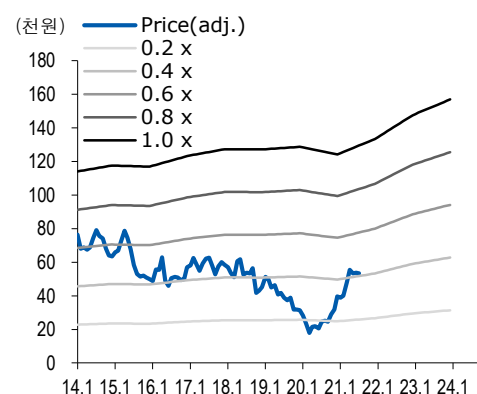
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	128	-3,222	9,522	9,451	10,010	
BPS	128,729	124,257	133,295	147,527	156,931	
EBITDAPS	14,081	12,381	26,638	26,640	26,764	
SPS	153,715	135,062	173,904	195,858	197,299	
DPS	750	500	750	750	750	
PER	320.0	-8.1	5.6	5.7	5.3	
PBR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	
EV/EBITDA	9.0	9.1	5.5	4.9	4.3	
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	28.8	12.6	0.7	
영업이익 증가율 (%)	-67.7	-78.0	2,608.2	2.7	3.8	
지배순이익 증가율 (%)	-95.7	적전	흑전	-0.7	5.9	
매출총이익률 (%)	6.8	6.1	13.9	13.2	13.5	
영업이익률 (%)	1.6	0.4	8.5	7.8	8.0	
지배순이익률 (%)	0.1	-2.4	5.5	4.8	5.1	
EBITDA 마진 (%)	9.2	9.2	15.3	13.6	13.6	
ROIC	0.6	0.2	5.4	5.4	5.7	
ROA	0.1	-1.2	3.5	3.4	3.6	
ROE	0.1	-2.6	7.5	6.8	6.7	
부채비율 (%)	99.4	108.7	109.8	89.3	76.0	
순차입금/자기자본 (%)	65.4	68.5	68.5	50.7	38.6	
영업이익/금융비용 (배)	1.0	0.2	5.8	6.4	7.8	

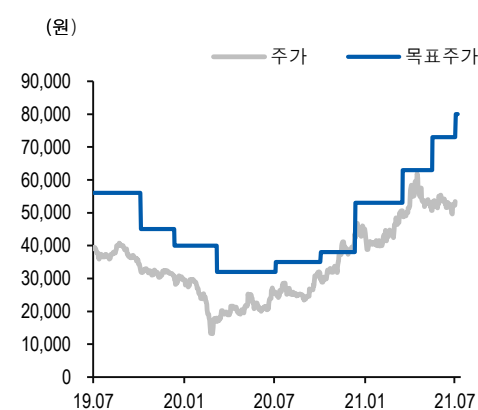
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-28	BUY	80,000	1년		
2021-06-11	BUY	73,000	1년	-27.62	-24.11
2021-04-12	BUY	63,000	1년	-14.48	-1.75
2021-01-06	BUY	53,000	1년	-17.72	-4.53
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

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)	0.0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자사결정은 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.