

2021. 7. 28



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

Buy

적정주가 (12개월) **67,000 원**

현재주가 (7.27) **53,400 원**

상승여력 **25.5%**

KOSPI	3,232.53pt
시가총액	71,260억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	20.25%
52주 최고/최저가	61,900원/23,400원
평균거래대금	653.8억원

주요주주(%)

기아 외 10 인	35.97
국민연금공단	8.18

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	25.4	105.8
상대주가	0.1	21.1	41.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	20,512.6	331.3	17.1	128	-93.7	126,631	245.3	0.2	8.3	0.1	99.4
2020	18,023.4	73.0	-430.0	-3,222	-1,818.3	122,488	-12.3	0.3	10.2	-2.6	108.7
2021E	23,146.5	2,112.1	1,394.5	10,450	-420.5	133,281	5.1	0.4	4.9	8.2	107.7
2022E	23,431.5	1,400.0	857.1	6,423	-38.9	139,211	8.3	0.4	6.0	4.7	96.6
2023E	22,803.0	1,418.1	869.9	6,519	1.5	145,237	8.2	0.4	5.6	4.6	92.3

현대제철 004020

2Q21 Review: 악재를 뚫은 어닝 서프라이즈

- ✓ 2Q21 연결 영업이익은 5,453억원을 기록하며 높아진 컨센서스(4,593억원)를 상회
- ✓ 별도 영업이익은 당사 추정치에 부합. 연결 자회사들의 실적 개선폭이 예상치 상회
- ✓ 3Q21 이후에도 스프레드 개선 가능성 높음. 자동차/조선 실수요 협상 결과에 주목
- ✓ 중국 정부의 감산정책으로 역대 철강 가격 반등 중. 단기 매수 대응이 바람직
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 67,000원을 유지

2Q21, 높아진 기대치를 뛰어넘는 어닝 서프라이즈 시현

2Q21 연결 영업이익은 5,453억원(+3,804.4% YoY)을 기록하며 높아진 컨센서스(4,593억원)를 상회했다. 중대재해 비가동손실 약 400억원 등 일회성 비용이 반영되었던 점을 생각하면 경상이익의 개선 폭은 더 컸다고 볼 수 있다. 별도 영업이익은 4,837억원을 기록하며 당사 추정치(4,597억원)에 부합하는 수준이었으나, 현대비앤지스틸 등 연결 자회사들의 실적 개선폭이 예상치를 뛰어넘었다. 별도 사업은 판재류 및 봉형강류 제품을 막론하고 판가 상승이 스프레드 개선을 이끌었다.

실수요량 협상 결과에 따라 하반기 추가 개선 가능

3Q21 이후에도 스프레드 개선 가능성이 높다. 특히 판재류 부문에서 실수요량 협상 결과가 기대된다. 3Q21 중 현기차의 수출 물량에 대한 판가 인상이 결정될 것으로 기대되며, 4Q21에는 현기차 내수 물량이 상반기에 이어 한차례 더 인상될 가능성이 높다. 조선향 후판 가격 역시 하반기 한 차례 더 인상이 유력하며, 톤당 2~30만원 수준의 인상이 예상된다. 봉형강류 역시 3Q21 +3만원 수준의 소폭 스프레드 개선이 예상된다. 3Q21 자회사 직영전환비용이 일부 발생될 예정이나 스프레드 개선 효과가 더 클 전망이다.

예상보다 강한 철강 가격, 단기 매수 대응이 바람직

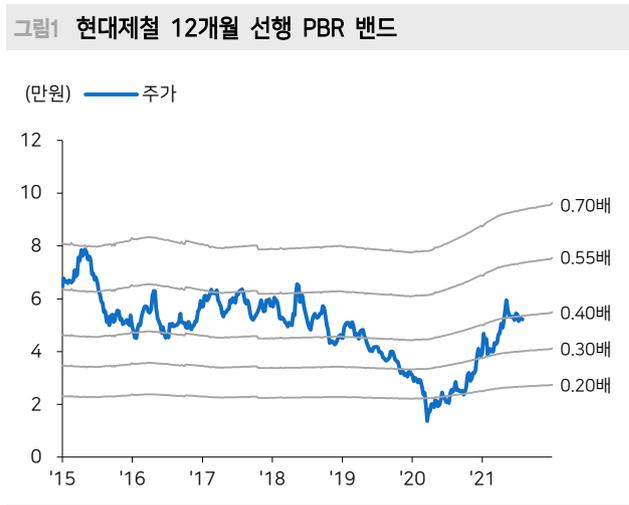
최근 중국 정부의 감산 정책이 예상을 뛰어넘는 수준으로 강화되며 역대 철강 가격이 반등하고 있다. 수요 측면에서의 하방 위험은 남아있으나 우선 단기적으로 매수 대응이 현명한 전략이다. 동사는 실수요량 협상 결과에 따른 추가적 Upside 가 있다는 점이 매력적이다. 투자의견 Buy, 적정주가 67,000원을 유지한다.

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	5,621.9	4,113.3	36.7	4,927.4	14.1	5,557.3	1.2	5,832.5	-3.6
영업이익	545.3	14.0	3,804.4	303.9	79.4	459.3	18.7	480.8	13.4
세전이익	494.8	-2.4	흑전	286.4	72.8	389.2	27.1	424.7	16.5
순이익	350.7	-11.1	흑전	209.9	67.1	279.8	25.4	306.3	14.5

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	22,808.8	22,343.9	23,146.5	23,431.5	1.5%	4.9%
영업이익	1,576.3	1,330.3	2,112.1	1,400.0	34.0%	5.2%
영업이익률	6.9%	6.0%	9.1%	6.0%	2.2%p	0.0%p
당기순이익	1,022.4	806.7	1,410.5	861.4	38.0%	6.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 추이 및 전망												
주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
원/달러	1,220.1	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,113.4	1,110.0	1,105.0	1,090.0	1,165.4	1,180.3	1,104.6	1,063.8
판매량(천톤)												
고로 판매량	2,916.0	2,607.0	2,934.9	3,091.8	3,054.0	2,833.0	2,903.8	2,906.7	11,769.0	11,549.7	11,697.6	11,656.0
성장률(% YoY)	0.5	-10.6	12.6	5.3	-1.2	-7.2	2.5	0.1	-2.5	-1.9	1.3	-0.4
전기로 판매량	2,163.0	2,061.0	1,911.3	1,992.5	1,872.0	2,202.0	2,113.9	2,116.0	9,547.0	8,127.8	8,303.9	8,574.2
성장률(% YoY)	-7.6	-4.7	-7.3	4.2	-6.0	17.6	-4.0	0.1	-1.5	-14.9	2.2	3.3
ASP(원/kg)												
봉형강류	845.1	826.0	809.1	841.8	902.7	1,005.6	1,135.9	1,126.6	870.5	830.7	1,046.4	951.1
성장률(% YoY)	-4.7	-2.3	-2.0	4.0	7.2	11.4	13.0	-0.8	1.7	-4.6	26.0	-2.3
판재류	797.6	760.4	753.6	747.7	839.0	936.2	1,056.4	1,068.3	832.6	765.1	973.5	1,075.6
성장률(% YoY)	-4.2	-4.7	-0.9	-0.8	12.2	11.6	12.8	1.1	-2.6	-8.1	27.2	2.8
스프레드(원/kg)												
봉형강류	542.5	524.9	482.7	493.3	464.9	492.4	520.1	541.8	505.1	511.2	508.5	505.9
성장률(% YoY)	7.5	-3.3	-8.0	2.2	-5.8	5.9	5.6	4.2	8.9	1.2	-0.5	-0.5
판재류	536.4	498.6	500.3	485.9	536.1	580.6	641.0	647.6	556.4	506.8	599.5	549.1
성장률(% YoY)	-7.9	-8.1	0.3	-2.9	10.3	8.3	10.4	1.0	-10.8	-8.9	18.3	-8.4
연결 실적(십억원)												
매출액												
	4,668.0	4,113.3	4,461.6	4,780.6	4,927.4	5,621.9	6,300.5	6,296.8	20,512.6	18,023.4	23,146.5	23,431.5
별도	4,144.3	3,678.6	3,757.1	3,988.0	4,251.9	4,866.0	5,464.1	5,476.9	18,073.9	15,568.0	20,058.9	20,282.5
현대비앤지스틸	169.8	162.3	171.9	176.3	195.2	211.0	175.3	179.8	733.3	680.2	761.2	776.4
기타 및 내부거래	353.8	272.4	532.6	616.3	480.3	544.9	661.1	640.1	1,705.5	1,775.1	2,326.4	2,372.5
매출액 성장률(% YoY)	-8.0	-26.2	-11.6	-0.9	5.6	36.7	41.2	31.7	-1.3	-12.1	28.4	1.2
영업이익												
	-29.7	14.0	33.4	55.4	303.9	545.3	631.2	631.7	331.3	73.0	2,112.1	1,400.0
별도	-21.3	9.2	18.3	35.5	296.6	483.7	584.8	584.0	278.4	41.7	1,949.0	1,294.3
현대비앤지스틸	4.4	4.5	11.5	12.9	22.4	46.7	36.9	40.2	36.5	33.4	146.2	75.8
기타 및 내부거래	-12.8	0.3	3.5	7.0	-15.0	14.9	9.4	7.5	16.3	-2.0	16.8	29.9
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	9.7	10.0	10.0	1.6	0.4	9.1	6.0
영업이익 성장률(% YoY)	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	3,804.4	1,791.0	1,040.5	-67.7	-78.0	2,792.0	-33.7
세전이익	-152.4	-2.4	-53.0	-296.1	286.4	494.8	578.0	578.0	51.7	-503.9	1,937.2	1,188.2
당기순이익												
	-115.4	-12.9	-44.7	-267.0	219.9	352.5	419.1	419.1	25.6	-440.1	1,410.5	861.4
지배순이익	-115.4	-11.1	-45.3	-258.2	209.9	350.7	417.0	417.0	17.1	-430.0	1,394.5	857.1

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	20,512.6	18,023.4	23,146.5	23,431.5	22,803.0
매출액증가율 (%)	-1.3	-12.1	28.4	1.2	-2.7
매출원가	19,115.2	16,930.2	19,855.7	20,834.4	20,222.4
매출총이익	1,397.4	1,093.2	3,290.8	2,597.1	2,580.6
판매관리비	1,066.1	1,020.2	1,178.8	1,197.1	1,162.5
영업이익	331.3	73.0	2,112.1	1,400.0	1,418.1
영업이익률	1.6	0.4	9.1	6.0	6.2
금융손익	-283.3	-360.3	-226.3	-267.4	-265.9
중속/관계기업손익	7.6	18.9	8.1	13.3	13.2
기타영업외손익	-4.0	-235.6	43.3	42.3	40.6
세전계속사업이익	51.7	-503.9	1,937.2	1,188.2	1,205.9
법인세비용	26.0	-63.8	526.7	326.8	331.6
당기순이익	25.6	-440.1	1,410.5	861.4	874.3
지배주주지분 손이익	17.1	-430.0	1,394.5	857.1	869.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,578.7	9,934.8	12,993.8	13,002.6	14,013.8
현금및현금성자산	915.8	917.2	1,838.8	1,592.6	2,887.1
매출채권	2,576.3	2,465.4	3,175.3	3,253.2	3,166.6
재고자산	5,415.6	4,687.8	6,037.6	6,185.8	6,021.1
비유동자산	24,787.6	24,910.3	24,702.9	24,240.5	23,965.6
유형자산	20,563.3	19,874.3	19,284.3	18,909.0	18,674.1
무형자산	1,578.2	1,507.1	1,503.5	1,468.6	1,435.5
투자자산	1,969.3	1,958.5	2,295.1	2,242.9	2,236.0
자산총계	34,366.3	34,845.0	37,696.7	37,243.1	37,979.4
유동부채	6,420.3	6,072.7	7,285.5	6,915.7	6,863.8
매입채무	1,191.8	1,429.7	1,883.2	1,707.8	1,684.5
단기차입금	727.2	553.4	664.8	684.8	684.8
유동성장기부채	2,128.2	2,341.1	2,434.5	2,434.5	2,434.5
비유동부채	10,712.3	12,079.3	12,262.8	11,383.2	11,363.0
사채	4,405.8	4,694.4	4,905.2	4,660.0	4,660.0
장기차입금	4,896.6	5,207.9	4,826.7	4,344.1	4,344.1
부채총계	17,132.6	18,152.0	19,548.2	18,299.0	18,226.8
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.5	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1
기타포괄이익누계액	957.4	951.5	1,125.2	1,125.2	1,125.2
이익잉여금	11,488.3	10,933.1	12,199.8	12,991.2	13,795.3
비지배주주지분	335.4	347.6	362.6	366.9	371.3
자본총계	17,233.7	16,693.0	18,148.5	18,944.1	19,752.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	626.4	2,008.4	2,146.3	1,613.5	2,544.9
당기순이익(손실)	25.6	-440.1	1,410.5	861.4	874.3
유형자산상각비	1,454.5	1,493.1	1,519.7	1,481.6	1,451.7
무형자산상각비	93.2	86.1	47.3	34.9	33.1
운전자본의 증감	-903.8	573.6	-825.4	-764.0	189.1
투자활동 현금흐름	-1,162.9	-2,437.8	-1,153.6	-1,074.9	-1,183.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,157.2	-1,033.6	-1,005.6	-1,106.2	-1,216.8
투자자산의감소(증가)	-317.4	26.3	-319.9	71.5	26.6
재무활동 현금흐름	690.7	454.5	-84.6	-784.8	-67.3
차입금의 증감	932.4	1,521.5	24.9	-719.0	-1.5
자본의 증가	0.0	-8.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	153.7	1.5	921.5	-246.1	1,294.5
기초현금	762.1	915.8	917.2	1,838.8	1,592.6
기말현금	915.8	917.2	1,838.8	1,592.6	2,887.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	153,715	135,062	173,453	175,588	170,879
EPS(지배주주)	128	-3,222	10,450	6,423	6,519
CFPS	15,353	12,422	27,757	22,219	21,930
EBITDAPS	14,081	12,381	27,570	21,855	21,753
BPS	126,631	122,488	133,281	139,211	145,237
DPS	750	500	500	500	500
배당수익률(%)	2.4	1.3	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	245.3	-12.3	5.1	8.3	8.2
PCR	2.0	3.2	1.9	2.4	2.4
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
EBITDA	1,879.1	1,652.2	3,679.0	2,916.5	2,902.8
EV/EBITDA	8.3	10.2	4.9	6.0	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.1	-2.6	8.2	4.7	4.6
EBITDA 이익률	9.2	9.2	15.9	12.4	12.7
부채비율	99.4	108.7	107.7	96.6	92.3
금융비용부담률	1.6	1.8	1.3	1.3	1.3
이자보상배율(x)	1.0	0.2	6.8	4.5	4.8
매출채권회전율(x)	7.9	7.1	8.2	7.3	7.1
재고자산회전율(x)	4.0	3.6	4.3	3.8	3.7

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 하시기를 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

