

현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (9/6)	50,900원
상승여력	57%

시가총액	67,924억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	444억원
60일 평균 거래량	854,925주
52주 고	61,900원
52주 저	23,400원
외인지분율	20.76%
주요주주	기아 외 10 인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.2)	(4.1)	103.2
상대	0.9	(3.0)	50.2
절대(달러환산)	(2.4)	(7.5)	109.0

봉형강과 판재, 좋은 흐름 지속

3Q21(E): 연결 영업이익 7,064억원 추정 (yoy +2017%, qoq +30%)

1) **별도**: 전분기비 봉형강류 판매량은 감소하나 판재류 판매량은 증가하며 전체 판매량은 전 분기와 유사한 504만톤을 기록할 것으로 예상. 양 제품군(봉형강류, 판재류) ASP와 주요 원재료(철스크랩, 철광석, 원료탄) 투입원가 모두 전분기비 상승하나 판매단가 인상 폭이 원재료 투입원가 상승 폭을 상회하며 스프레드는 개선될 것으로 전망. 연초 이후 5월까지 가파르게 상승하던 국내 철근 유통가격은 6월 이후 계절적 비수기 진입 등으로 약세 기조를 나타내고 있으나 분기 스프레드(철근가격-철스크랩가격)는 전분기와 유사한 수준 유지. 판재류는 열연 및 후판 판매단가가 크게 상승할 것으로 전망. 영업이익은 전분기비 +36% 증가한 6,560억원 추정. 2) **연결**: 상반기에 이어 국내 자회사 영업이익은 3Q에도 호조세를 나타낼 것으로 전망. 해외 자회사 역시 실적 개선 추세 이어져 연결 영업이익은 7,064억원을 기록할 것으로 추정.

봉형강류 성수기 진입, 수입량 감소 전망

지난 6월 정부는 철근 가격 급등 및 수급과 관련하여 국내 철근 생산업체에 여름철 설비 보수 일정을 하반기로 조정하여 가동률을 최대화하고 국내 공급을 우선 시 할 수 있도록 독려. 이에 따라 국내 철근 생산업체는 비수기임에도 생산을 유지하고 동시에 6~7월 철근 수입량도 크게 증가한 것으로 파악. 그러나 9월부터 계절적으로 봉형강류가 성수기에 진입하고 중국이 철강 제품 수출량을 감소시킬 경우 국내로 유입되는 철근 수입량 역시 동반 감소할 가능성 있어. 시기적으로는 9월 추석 연휴 이후 철근 수급 상황이 수요가 공급을 상회하는 국면 맞이할 것으로 전망.

차강판 가격, 다시 한번 논의되어야 할 시점

2021년 봉형강류와 판재류 모두 업황 개선이 이어지는 중. 그러나 5월 마무리한 차강판 가격(톤당 5만원 인상, 4월부터 적용) 협상은 여전히 아쉬운 상황. 상반기 철광석 및 원료탄 가격 상승 수준을 감안할 시 하반기 추가적인 차강판 가격 인상이 필요하다고 사료. 자동차를 제외한 주요 실수요 업체(가전 및 조선 등)와의 분반기 가격 협상은 순조롭게 진행 또는 마무리된 것으로 파악. 4년 만의 가격 인상 뒤 불과 3개월 정도 지난 시점이지만 원재료 가격 인상 등을 감안할 때 차강판 가격 협상이 다시 한번 논의되어야 할 시점으로 판단.

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	62,400	39.9	11.0	59,657	4.6
영업이익	7,064	2,016.5	29.5	6,123	15.4
세전계속사업이익	6,289	흑전	27.1	5,682	10.7
지배순이익	4,460	흑전	33.0	3,692	20.8
영업이익률 (%)	11.3	+10.6 %pt	+1.6 %pt	10.3	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	7.1	흑전	+1.1 %pt	6.2	+0.9 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		205,126	180,234	232,581	257,880
영업이익		3,313	730	22,459	25,598
지배순이익		171	-4,300	14,217	16,304
PER		320.0	-8.1	4.8	4.2
PBR		0.3	0.2	0.4	0.3
EV/EBITDA		9.0	9.1	4.8	3.9
ROE		0.1	-2.6	8.4	8.9

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	5,407	20,226	22,497	5,457	20,270	22,129	0.9%	0.2%	-1.6%
영업이익	570	1,829	1,859	656	2,083	2,377	15.2%	13.9%	27.9%
OPM	10.5%	9.0%	8.3%	12.0%	10.3%	10.7%	1.5%p	1.2%p	2.5%p
연결 매출액	6,188	23,207	26,136	6,240	23,258	25,788	0.8%	0.2%	-1.3%
영업이익	607	1,978	2,031	706	2,246	2,560	16.4%	13.6%	26.0%
OPM	9.8%	8.5%	7.8%	11.3%	9.7%	9.9%	1.5%p	1.1%p	2.2%p
지배순이익	390	1,271	1,261	446	1,422	1,630	14.3%	11.9%	29.3%

자료: 유안타증권

[표-2] 현대제철 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	QoQ	YoY	4Q21E
매출액	15,568	20,270	22,129	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	5,457	12.1%	45.2%	5,695
¹⁾ 봉형강류	4,674	6,689	7,377	1,159	1,170	1,113	1,232	1,260	1,704	1,858	9.0%	67.0%	1,866
²⁾ 판재류	8,473	10,923	11,968	2,317	1,909	2,048	2,199	2,411	2,466	2,908	17.9%	42.0%	3,137
기타	2,421	2,658	2,784	668	600	597	556	580	695	690	-0.7%	15.7%	692
판매량	19,677	20,250	20,590	5,079	4,668	4,846	5,084	4,926	5,035	5,036	0.0%	3.9%	5,253
¹⁾ 봉형강류	6,560	7,210	7,318	1,617	1,650	1,595	1,697	1,616	1,916	1,826	-4.7%	14.4%	1,852
²⁾ 판재류	11,407	11,129	11,354	3,009	2,630	2,824	2,944	2,874	2,577	2,749	6.7%	-2.7%	2,930
기타	1,711	1,911	1,918	453	388	427	443	436	542	462	-14.8%	8.2%	471
¹⁾ 봉형강류 ASP(A)	712	928	1,008	717	709	697	726	780	889	1,018	14.4%	45.9%	1,008
변동폭	-35	215	80	27	-8	-12	28	54	110	128	-	-	-10
³⁾ 원재료 투입가격(B)	354	575	629	335	333	359	387	481	549	640	16.6%	78.2%	629
변동폭	-35	221	54	-1	-2	26	28	94	68	91	-	-	-11
추정 스프레드(A-B)	359	353	379	382	376	338	338	299	341	378	10.9%	11.7%	379
변동폭	-1	-6	26	27	-6	-38	0	-40	42	37	-	-	1
²⁾ 판재류 ASP(C)	743	981	1,054	770	726	725	747	839	957	1,058	10.5%	45.9%	1,071
변동폭	-58	239	73	9	-44	-1	22	92	118	101	-	-	13
⁴⁾ 원재료 투입가격(D)	311	423	482	311	303	312	319	346	409	455	11.2%	46.0%	480
변동폭	-24	111	60	-28	-8	9	7	27	63	46	-	-	25
추정 스프레드(C-D)	432	559	572	459	423	413	428	493	548	603	10.1%	45.9%	591
변동폭	-34	127	13	37	-36	-9	15	65	55	55	-	-	-12
영업이익	42	2,083	2,377	-21	9	18	35	297	484	656	35.6%	3482.7%	647
이익률	0.3%	10.3%	10.7%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	7.0%	9.9%	12.0%	2.1%p	11.5%p	11.4%

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	1,155	1,155
철광석 가격 ¹⁾	(달러/톤)	89	92	109	127	153	188	176	163
(중국수입 CFR)	Index ²⁾	89	90	88	110	123	162	183	194
	당분기	89	93	118	134	166	199	173	150
원료탄 가격 ¹⁾	(달러/톤)	148	136	127	109	120	128	162	222
(호주수출 FOB)	Index ²⁾	143	147	135	110	116	122	117	203
	당분기	155	118	115	108	127	137	229	250
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액		253	249	269	285	335	397	403	428
(달러/톤)	철광석 1.6톤	142	147	174	203	245	300	282	261
	원료탄 0.75톤	111	102	95	82	90	96	121	167
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ³⁾		311	303	312	319	346	409	455	480
(천원/톤)	전분기비 증감	-28	-8	9	7	27	63	46	25
	철광석 1.6톤	173	175	193	216	250	305	331	313
	전분기비 증감	-9	1	18	23	33	55	26	-18
	원료탄 0.75톤	138	128	119	102	96	104	124	166
	전분기비 증감	-19	-10	-10	-16	-6	8	20	42

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	2Q21	3Q21E	QoQ	YoY	4Q21E
매출액	18,023	23,258	25,788	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,622	6,240	11.0%	39.9%	6,469
별도	15,568	20,270	22,129	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	5,457	12.1%	45.2%	5,695
국내 기타	1,349	1,939	2,112	283	313	362	391	424	442	525	18.8%	45.1%	548
해외	2,863	3,426	4,140	737	450	789	887	851	792	895	13.0%	13.4%	890
(연결조정)	1,756	2,377	2,594	496	329	446	485	599	478	637	-	-	664
영업이익	73	2,246	2,560	-30	14	33	55	304	545	706	29.5%	2016.3%	690
이익률	0.4%	9.7%	9.9%	-0.6%	0.3%	0.7%	1.2%	6.2%	9.7%	11.3%	1.6%p	10.6%p	10.7%
별도	42	2,083	2,377	-21	9	18	35	297	484	656	35.6%	3482.7%	647
이익률	0.3%	10.3%	10.7%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.9%	7.0%	9.9%	12.0%	2.1%p	11.5%p	11.4%
국내 기타	28	121	74	4	-1	9	16	30	35	32	-10.4%	246.6%	25
이익률	2.1%	6.3%	3.5%	1.4%	-0.3%	2.5%	4.0%	7.1%	8.0%	6.0%	-2.0%p	3.5%p	4.5%
해외	22	74	103	14	-11	23	-4	14	21	20	-5.8%	-14.6%	20
이익률	0.8%	2.2%	2.5%	1.8%	-2.5%	2.9%	-0.4%	1.6%	2.6%	2.2%	-0.4%p	-0.7%p	2.2%
(연결조정)	18	32	-6	26	-17	17	-8	36	-6	1	-	-	1
세전이익	-504	2,024	2,324	-152	-2	-53	-296	286	495	629	27.1%	흑전	614
이익률	-2.8%	8.7%	9.0%	-3.3%	-0.1%	-1.2%	-6.2%	5.8%	8.8%	10.1%	1.3%p	11.3%p	9.5%
지배순이익	-430	1,422	1,630	-115	-11	-45	-258	210	335	446	33.0%	흑전	431
이익률	-2.4%	6.1%	6.3%	-2.5%	-0.3%	-1.0%	-5.4%	4.3%	6.0%	7.1%	1.2%p	8.2%p	6.7%

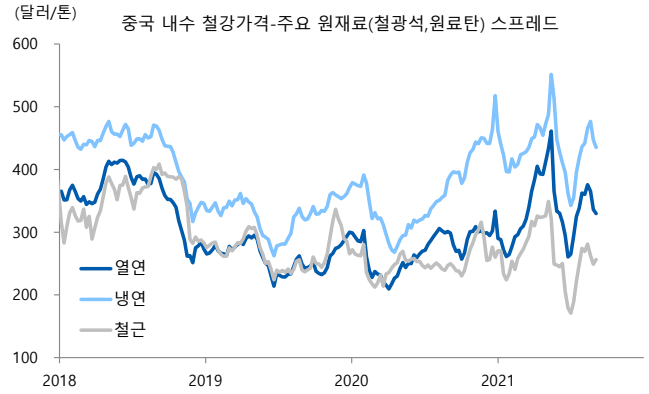
자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



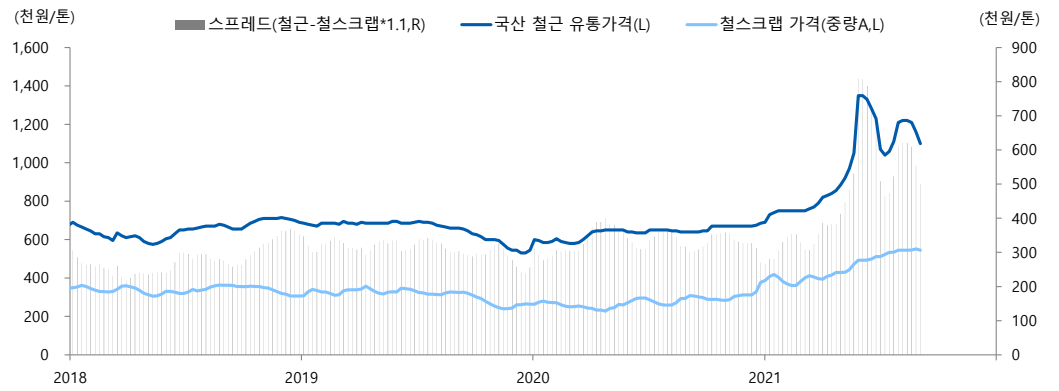
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



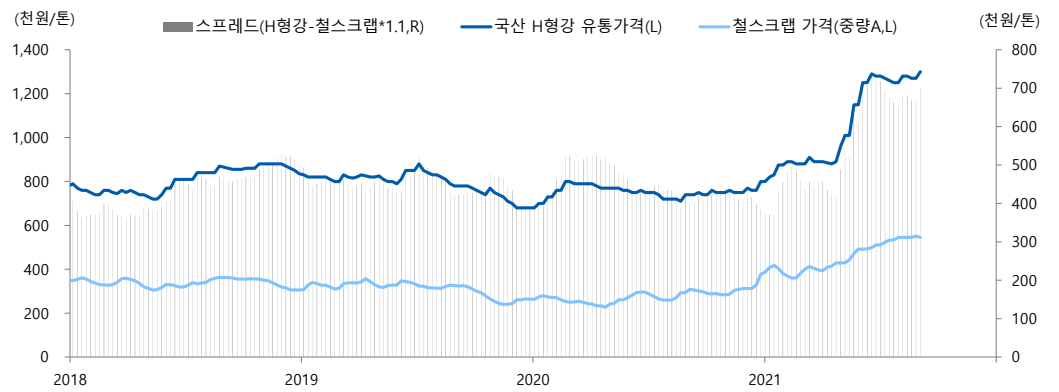
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-3] 국내 철근 유통가격 및 추정 스프레드



자료: 스틸데일리

[그림-4] 국내 H형강 유통가격 및 추정 스프레드



자료: 스틸데일리

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	205,126	180,234	232,581	257,880	259,603
매출원가	191,152	169,302	198,107	218,938	219,884
매출총이익	13,974	10,932	34,474	38,943	39,719
판매비	10,661	10,202	12,015	13,345	13,434
영업이익	3,313	730	22,459	25,598	26,285
EBITDA	18,791	16,522	38,420	41,062	42,576
영업외손익	-2,796	-5,769	-2,219	-2,357	-1,848
외환관련손익	-332	-60	254	0	0
이자손익	-3,023	-2,943	-2,936	-2,632	-2,123
관계기업관련손익	76	189	7	0	0
기타	483	-2,955	457	275	275
법인세비용차감전순손익	517	-5,039	20,240	23,240	24,437
법인세비용	260	-638	5,444	6,275	6,598
계속사업순손익	256	-4,401	14,797	16,965	17,839
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	256	-4,401	14,797	16,965	17,839
지배지분순이익	171	-4,300	14,217	16,304	17,143
포괄순이익	3,100	-4,707	17,433	18,115	18,988
지배지분포괄이익	3,008	-4,627	16,822	17,459	18,300

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6,264	20,084	16,160	35,788	37,823
당기순이익	256	-4,401	14,797	16,965	17,839
감가상각비	14,545	14,931	15,208	14,800	15,728
외환손익	221	296	-108	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-9,038	5,736	-17,389	2,598	2,933
기타현금흐름	279	3,522	3,653	1,424	1,323
투자활동 현금흐름	-11,629	-24,378	-9,767	-11,983	-13,983
투자자산	-122	-10,124	396	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,572	-10,336	-8,518	-12,000	-14,000
유형자산 감소	-19	608	94	0	0
기타현금흐름	84	-4,527	-1,740	17	17
재무활동 현금흐름	6,907	4,545	-3,821	-20,848	-20,848
단기차입금	-2,386	-3,675	-605	0	0
사채 및 장기차입금	10,287	8,950	-2,659	-20,000	-20,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-994	-676	-1,005	-1,005
기타현금흐름	0	263	119	156	156
연결범위변동 등 기타	-5	-236	-4,810	-263	-1,805
현금의 증감	1,537	15	-2,238	2,694	1,186
기초 현금	7,621	9,158	9,172	6,934	9,628
기말 현금	9,158	9,172	6,934	9,628	10,815
NOPLAT	3,313	730	22,459	25,598	26,285
FCF	-5,308	9,748	7,643	23,788	23,823

자료: 유안타증권

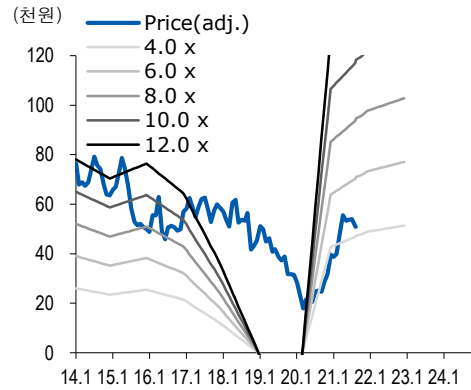
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	95,787	99,348	118,542	119,003	120,789
현금및현금성자산	9,158	9,172	6,934	9,628	10,815
매출채권 및 기타채권	27,736	25,824	33,364	32,774	32,988
재고자산	54,156	46,878	59,312	57,668	58,054
비유동자산	247,876	249,103	243,430	239,966	237,676
유형자산	205,633	198,743	191,444	188,644	186,916
관계기업 등 지분관련 자산	1,242	2,118	2,039	2,039	2,039
기타투자자산	18,451	17,467	19,625	19,625	19,625
자산총계	343,663	348,450	361,973	358,970	358,465
유동부채	64,203	60,727	67,691	57,863	61,201
매입채무 및 기타채무	33,529	28,402	30,075	30,247	33,585
단기차입금	7,272	5,534	5,616	5,616	5,616
유동성장기부채	21,282	23,411	27,589	17,589	17,589
비유동부채	107,122	120,793	115,334	105,334	85,334
장기차입금	48,966	52,079	48,546	38,546	28,546
사채	44,058	46,944	44,649	44,649	34,649
부채총계	171,326	181,520	183,026	163,197	146,536
지배지분	168,984	163,454	175,185	191,652	207,809
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	118,468	133,786	149,942
비지배지분	3,354	3,476	3,762	4,120	4,120
자본총계	172,337	166,930	178,947	195,773	211,929
순차입금	110,574	111,979	111,553	88,859	67,673
총차입금	122,880	137,378	135,203	115,203	95,203

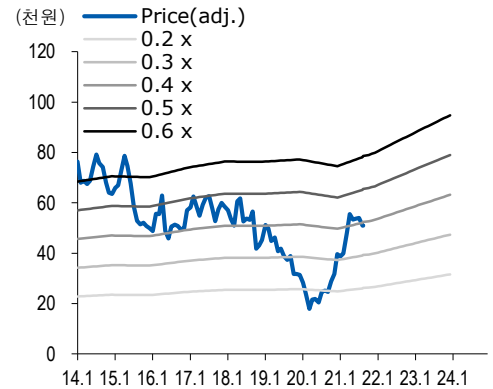
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	128	-3,222	10,654	12,218	12,847
BPS	128,729	124,257	133,175	145,693	157,975
EBITDAPS	14,081	12,381	28,791	30,770	31,905
SPS	153,715	135,062	174,289	193,247	194,538
DPS	750	500	750	750	750
PER	320.0	-8.1	4.8	4.2	4.0
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.0	9.1	4.8	3.9	3.3
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-1.3	-12.1	29.0	10.9	0.7
영업이익 증가율 (%)	-67.7	-78.0	2,975.2	14.0	2.7
지배순이익 증가율 (%)	-95.7	적전	흑전	14.7	5.1
매출총이익률 (%)	6.8	6.1	14.8	15.1	15.3
영업이익률 (%)	1.6	0.4	9.7	9.9	10.1
지배순이익률 (%)	0.1	-2.4	6.1	6.3	6.6
EBITDA 마진 (%)	9.2	9.2	16.5	15.9	16.4
ROIC	0.6	0.2	6.3	7.1	7.4
ROA	0.1	-1.2	4.0	4.5	4.8
ROE	0.1	-2.6	8.4	8.9	8.6
부채비율 (%)	99.4	108.7	102.3	83.4	69.1
순차입금/자기자본 (%)	65.4	68.5	63.7	46.4	32.6
영업이익/금융비용 (배)	1.0	0.2	7.2	9.0	11.3

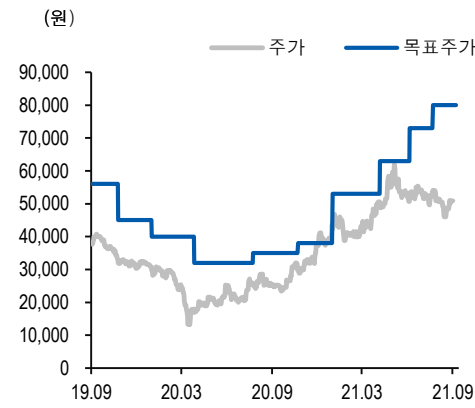
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-07	BUY	80,000	1년		
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

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)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-04

※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.