

2021. 9. 10



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

Buy

적정주가 (12개월) 67,000 원

현재주가 (9.9) 52,400 원

상승여력 27.9%

KOSPI	3,114.70pt
시가총액	69,926억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	21.13%
52주 최고/최저가	61,900원/23,400원
평균거래대금	457.0억원

주요주주(%)	
기아 외 10 인	35.97
국민연금공단	8.18

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	19.9	112.1
상대주가	8.4	14.6	61.8

주가그래프



현대제철 004020

3Q21 Preview: 여전히 오르막길

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 7,555억원을 기록하며 컨센서스(6,293억원)을 상회할 전망
- ✓ 조선3사향 후판 가격 협상, 철근 가격 고시제 수정으로 판재류, 봉형강류 모두 개선
- ✓ 4Q21에도 봉형강류의 추가적인 스프레드 개선에 힘입어 증익 기대 가능
- ✓ 차강판 협상 등 긍정적 Upside 남아있고, 제품-원재료 간 스팟 스프레드도 확대
- ✓ 하락 사이클 진입 우려는 과도, 투자 의견 Buy, 적정주가 67,000원을 유지

또 한번 기대를 뛰어넘는 3Q21

3Q21 연결 영업이익은 7,555억원(+2,163% YoY)을 기록하며 컨센서스(6,293억원)을 상회할 전망이다. 중국 수입재 감소로 인한 유통 가격 상승에 더해 조선3사향 후판 가격 협상이 완료되며 판재류 스프레드가 예상치 대비 크게 개선됐다(+7.1만원 QoQ). 또한 봉형강류 스프레드 역시 +6.4만원 QoQ 개선됐을 것으로 추정하는데, 최근 철근 가격 고시제가 유연하게 적용되며 철스크랩 가격 상승세가 판가에 그대로 전이되고 있기 때문이다. 7천여명의 협력업체 근로자들을 정규직으로 직접 채용 하면서 일부 일회성 인건비가 3Q21 인식될 예정인 점은 아쉽지만, 스프레드 개선을 가로막을 정도의 규모는 아니다.

4Q21에도 추가적인 개선 가능

4Q21에는 판재류에서 소폭의 스프레드 감소가 예상되나, 봉형강류에서는 추가적인 스프레드 개선을 기대할 수 있다. 최근 철광석 가격 급락세 감안 시 철스크랩 급등세도 주목할 가능성이 높다. 또한 판재류 판가 흐름도 전체 시장 대비 양호할 가능성이 높는데, 현기차향 자동차강판이 인상될 전망이다기 때문이다. 현기차향 물량 중 30% 가량의 비중을 차지하는 수출 물량에 대해서는 5만원 이상의 인상이 기대되며, 내수 물량도 추가적인 협상을 기대해볼 수 있는 상황이다.

오르막길에서 내려다볼 필요는 없다

한때 0.45배로 상승했던 12개월 선행 PBR은 0.38배로 하락했다. 하지만 연말까지 실적 개선이 예상되는 상황에서 하락 사이클 진입에 대한 우려는 이르다. 오히려 최근 중국 감산정책으로 인해 제품-원재료 간 스프레드가 확대되고 있다는 점을 감안하면 내년 실적에 대한 기대치를 올려야 하는 시점이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 67,000원을 유지한다.

(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	23,551.1	2,389.8	1,582.0	11,855	-466.8	135,391	4.4	0.4	4.3	9.2	105.8
2022E	24,257.5	1,903.9	1,226.6	9,192	-23.6	143,399	5.7	0.4	4.9	6.6	93.7
2023E	23,781.6	1,717.9	1,093.2	8,192	-10.9	150,407	6.4	0.3	4.7	5.6	89.4

표1 현대제철 3Q21 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,482.1	4,461.6	45.3	5,621.9	15.3	5,980.9	8.4
영업이익	755.5	33.4	2,163.5	545.3	38.5	629.3	20.0
세전이익	704.0	-53.0	흑전	494.8	42.3	589.9	19.4
지배순이익	507.9	-45.3	흑전	335.2	51.5	374.3	35.7

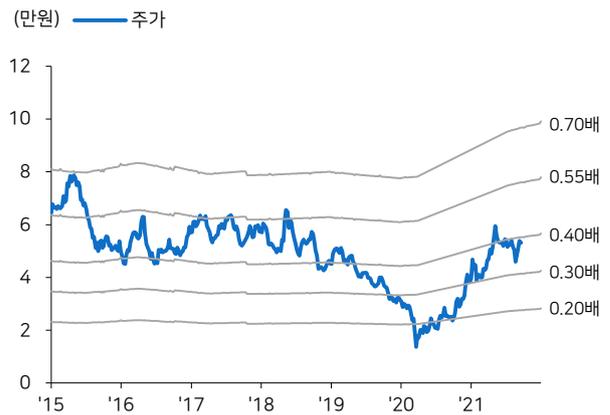
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대제철 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	23,146.5	23,431.5	23,551.1	24,257.5	1.7%	3.5%
영업이익	2,112.1	1,400.0	2,389.7	1,903.9	13.1%	36.0%
영업이익률	9.1%	6.0%	10.1%	7.8%	1.0%p	1.9%p
당기순이익	1,410.5	861.4	1,614.5	1,233.2	14.5%	43.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 추이 및 전망												
주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q2E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
원/달러	1,220.1	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,123.0	1,108.0	1,150.0	1,140.0	1,165.4	1,180.3	1,130.3	1,097.5
판매량(천톤)												
고로 판매량	2,916.0	2,607.0	2,934.9	3,091.8	3,054.0	2,833.0	2,889.7	2,904.1	11,769.0	11,549.7	11,680.8	11,645.5
성장률(% YoY)	0.5	-10.6	12.6	5.3	-1.2	-7.2	2.0	0.5	-2.5	-1.9	1.1	-0.3
전기로 판매량	2,163.0	2,061.0	1,911.3	1,992.5	1,872.0	2,202.0	2,102.9	2,113.4	9,547.0	8,127.8	8,290.3	8,563.7
성장률(% YoY)	-7.6	-4.7	-7.3	4.2	-6.0	17.6	-4.5	0.5	-1.5	-14.9	2.0	3.3
ASP(원/kg)												
봉형강류	845.1	826.0	809.1	841.8	902.7	1,005.6	1,171.9	1,216.3	870.5	830.7	1,078.3	965.0
성장률(% YoY)	-4.7	-2.3	-2.0	4.0	7.2	11.4	16.5	3.8	1.7	-4.6	29.8	-1.0
판재류	797.6	760.4	753.6	747.7	839.0	936.2	1,071.2	1,060.1	832.6	765.1	975.0	1,142.0
성장률(% YoY)	-4.2	-4.7	-0.9	-0.8	12.2	11.6	14.4	-1.0	-2.6	-8.1	27.4	5.9
스프레드(원/kg)												
봉형강류	542.5	524.9	482.7	493.3	464.9	492.4	556.7	607.3	505.1	511.2	534.5	536.3
성장률(% YoY)	7.5	-3.3	-8.0	2.2	-5.8	5.9	13.1	9.1	8.9	1.2	4.6	0.3
판재류	536.4	498.6	500.3	485.9	533.5	581.2	653.1	635.8	556.4	506.8	599.7	566.4
성장률(% YoY)	-7.9	-8.1	0.3	-2.9	9.8	8.9	12.4	-2.6	-10.8	-8.9	18.3	-5.6
연결 실적(십억원)												
매출액												
	4,668.0	4,113.3	4,461.6	4,780.6	4,927.4	5,621.9	6,482.1	6,519.8	20,512.6	18,023.4	23,551.1	24,257.5
별도	4,144.3	3,678.6	3,757.1	3,988.0	4,251.9	4,866.0	5,592.4	5,640.0	18,073.9	15,568.0	20,350.3	20,976.5
현대비앤지스틸	169.8	162.3	171.9	176.3	195.2	216.8	206.2	211.5	733.3	680.2	829.7	817.5
기타 및 내부거래	353.8	272.4	532.6	616.3	480.3	539.1	683.4	668.3	1,705.5	1,775.1	2,371.1	2,463.5
매출액 성장률(% YoY)	-8.0	-26.2	-11.6	-0.9	5.6	36.7	45.3	36.4	-1.3	-12.1	30.7	3.0
영업이익												
	-29.7	14.0	33.4	55.4	303.9	545.3	755.5	785.1	331.3	73.0	2,389.7	1,903.9
별도	-21.3	9.2	18.3	35.5	296.6	483.7	720.2	743.8	278.4	41.7	2,244.3	1,782.9
현대비앤지스틸	4.4	4.5	11.5	12.9	22.4	24.4	26.0	29.4	36.5	33.4	102.2	76.9
기타 및 내부거래	-12.8	0.3	3.5	7.0	-15.0	37.2	9.2	11.9	16.3	-2.0	43.3	44.1
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	9.7	11.7	12.0	1.6	0.4	10.1	7.8
영업이익 성장률(% YoY)	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	3,804.4	2,163.5	1,317.3	-67.7	-78.0	3,172.2	-20.3
세전이익	-152.4	-2.4	-53.0	-296.1	286.4	494.8	704.0	733.4	51.7	-503.9	2,218.6	1,700.4
당기순이익												
	-115.4	-12.9	-44.7	-267.0	219.9	352.5	510.4	531.7	25.6	-440.1	1,614.5	1,232.8
지배순이익	-115.4	-11.1	-45.3	-258.2	209.9	335.2	507.9	529.1	17.1	-430.0	1,582.0	1,226.6

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	20,512.6	18,023.4	23,551.1	24,257.5	23,781.6
매출액증가율 (%)	-1.3	-12.1	30.7	3.0	-2.0
매출원가	19,115.2	16,930.2	19,991.1	21,234.2	20,968.0
매출총이익	1,397.4	1,093.2	3,560.1	3,023.3	2,813.6
판매관리비	1,066.1	1,020.2	1,170.3	1,119.4	1,095.7
영업이익	331.3	73.0	2,389.8	1,903.9	1,717.9
영업이익률	1.6	0.4	10.1	7.8	7.2
금융손익	-283.3	-360.3	-218.8	-246.2	-245.2
중속/관계기업손익	7.6	18.9	5.1	11.3	10.5
기타영업외손익	-4.0	-235.6	42.5	31.5	32.2
세전계속사업이익	51.7	-503.9	2,218.6	1,700.4	1,515.4
법인세비용	26.0	-63.8	604.1	467.6	416.7
당기순이익	25.6	-440.1	1,614.5	1,232.8	1,098.7
지배주주지분 손이익	17.1	-430.0	1,582.0	1,226.6	1,093.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,578.7	9,934.8	13,358.7	13,732.7	14,995.1
현금및현금성자산	915.8	917.2	1,869.5	1,760.0	3,236.1
매출채권	2,576.3	2,465.4	3,229.1	3,377.0	3,311.6
재고자산	5,415.6	4,687.8	6,139.9	6,421.0	6,296.8
비유동자산	24,787.6	24,910.3	24,608.0	24,083.9	23,757.4
유형자산	20,563.3	19,874.3	19,239.0	18,796.8	18,498.5
무형자산	1,578.2	1,507.1	1,423.9	1,394.8	1,367.1
투자자산	1,969.3	1,958.5	2,315.5	2,262.7	2,262.3
자산총계	34,366.3	34,845.0	37,966.7	37,816.6	38,752.5
유동부채	6,420.3	6,072.7	7,626.9	7,252.3	7,248.9
매입채무	1,191.8	1,429.7	1,949.9	1,772.4	1,770.8
단기차입금	727.2	553.4	533.5	553.5	553.5
유동성장기부채	2,128.2	2,341.1	2,758.9	2,758.9	2,758.9
비유동부채	10,712.3	12,079.3	11,892.8	11,042.4	11,041.1
사채	4,405.8	4,694.4	4,714.9	4,479.1	4,479.1
장기차입금	4,896.6	5,207.9	4,611.9	4,150.7	4,150.7
부채총계	17,132.6	18,152.0	19,519.7	18,294.8	18,289.9
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	1,153.4	1,153.3	1,153.2
이익잉여금	11,488.3	10,933.1	12,453.1	13,521.8	14,457.2
비지배주주지분	335.4	347.6	379.7	385.9	391.4
자본총계	17,233.7	16,693.0	18,447.0	19,521.8	20,462.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	626.4	2,008.4	2,681.0	1,788.2	2,784.3
당기순이익(손실)	25.6	-440.1	1,614.5	1,232.8	1,098.7
유형자산상각비	1,454.5	1,493.1	1,539.8	1,504.1	1,466.5
무형자산상각비	93.2	86.1	54.1	29.1	27.7
운전자본의 증감	-903.8	573.6	-733.6	-980.2	191.2
투자활동 현금흐름	-1,162.9	-2,437.8	-1,368.5	-1,051.7	-1,150.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,157.2	-1,033.6	-965.4	-1,061.9	-1,168.1
투자자산의감소(증가)	-317.4	26.3	-346.6	68.4	15.5
재무활동 현금흐름	690.7	454.5	-369.2	-846.0	-158.0
차입금의 증감	932.4	1,521.5	-205.4	-688.2	-0.1
자본의 증가	0.0	-8.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	153.7	1.5	952.3	-109.6	1,476.1
기초현금	762.1	915.8	917.2	1,869.5	1,760.0
기말현금	915.8	917.2	1,869.5	1,760.0	3,236.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	153,715	135,062	176,485	181,778	178,212
EPS(지배주주)	128	-3,222	11,855	9,192	8,192
CFPS	15,353	12,422	30,244	26,185	24,327
EBITDAPS	14,081	12,381	29,853	25,756	24,070
BPS	126,631	122,488	135,391	143,399	150,407
DPS	750	500	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.4	1.3	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	245.3	-12.3	4.4	5.7	6.4
PCR	2.0	3.2	1.7	2.0	2.2
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
EBITDA	1,879.1	1,652.2	3,983.7	3,437.1	3,212.0
EV/EBITDA	8.3	10.2	4.3	4.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.1	-2.6	9.2	6.6	5.6
EBITDA 이익률	9.2	9.2	16.9	14.2	13.5
부채비율	99.4	108.7	105.8	93.7	89.4
금융비용부담률	1.6	1.8	1.3	1.3	1.2
이자보상배율(x)	1.0	0.2	7.7	6.2	5.9
매출채권회전율(x)	7.9	7.1	8.3	7.3	7.1
재고자산회전율(x)	4.0	3.6	4.4	3.9	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 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	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

