



### Buy(Maintain)

목표주가: 70,000원  
주가(10/28): 44,600원  
시가총액: 59,517억원

#### 철강금속/유틸리티

Analyst 이종형  
02) 3787-5023  
leejh@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (10/28)		3,009.55pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	61,900원	28,900원
등락률	-27.9%	54.3%
수익률	절대	상대
1M	-7.5%	-4.8%
6M	-22.3%	-17.9%
1Y	48.2%	15.5%

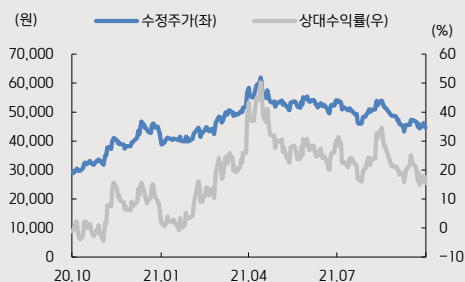
#### Company Data

발행주식수	133,446	천주
일평균 거래량(3M)	770	천주
외국인 지분율	20.9%	
배당수익률(2021E)	1.7%	
BPS(2021E)	133,903	원
주요 주주	기아자동차 외 10인	36.0%

#### 투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	20,513	18,023	22,990	24,720
영업이익	331	73	2,530	2,476
EBITDA	1,879	1,652	4,044	3,904
세전이익	52	-504	2,341	2,238
순이익	26	-440	1,709	1,634
지배주주지분순이익	17	-430	1,653	1,575
EPS(원)	128	-3,222	12,384	11,804
증감률(%YoY)	-95.7	적전	흑전	-4.7
PER(배)	245.4	-12.3	3.6	3.8
PBR(배)	0.25	0.32	0.33	0.31
EV/EBITDA(배)	8.3	10.1	4.1	3.9
영업이익률(%)	1.6	0.4	11.0	10.0
ROE(%)	0.1	-2.6	9.7	8.5
순부채비율(%)	63.8	66.4	56.5	43.7

#### Price Trend



## 현대제철 (004020)

### 역대 최대 실적, 4분기도 좋다!



3분기 영업이익은 2개분기 연속사상 최고치를 기록하며 키움증권 추정치에 부합, 컨센서스를 상회했습니다. 협력사 파업과 비수기 영향으로 판매량이 부진했지만 공격적 판가인상으로 수익성이 크게 개선되었습니다. 4분기에는 그룹사향 자동차강판가격 추가인상으로 실적개선이 이어질 것으로 기대합니다. 현 주가는 21E PER 3.6X, PBR 0.33X에 불과해 중국 철강가격 반등시 가장 탄력적인 주가 상승이 기대됩니다.

#### >>> 3분기 실적은 사상 최고치 기록하며 컨센서스 상회

연결 영업이익은 8,262억원(+52%QoQ, +2,374%YoY)으로 2개분기 연속 사상 최고치를 기록하며 키움증권 추정치 8,466억원에 부합, 컨센서스 7,600억원을 상회했다.

별도 영업이익은 7,806억원(+64%QoQ, +4,166%YoY)으로 키움증권 추정치 7,866억원에 부합했는데 1) 협력사 파업과 비수기 영향으로 판매량이 454만톤(-10%QoQ, -6%YoY)에 그쳤음에도 불구하고, 2) 전 제품에 걸친 공격적 판매단가 인상과 저수익 사업 구조조정 효과로 수익성이 크게 개선되며 역대 최고의 실적을 기록했다. 특수강사업도 2개분기 연속 흑자를 기록했다.

한편, 자회사 영업이익 합계는 456억원으로 여전히 견조했지만 2분기 616억원보다는 감소했는데 그룹사 자동차생산 감소로 해외 SSC(Steel Service Center) 실적에 일부 영향이 있었던 것으로 추정된다.

#### >>> 4분기 차강판가격 인상으로 실적개선 지속될 전망

언론보도에 따르면 현대제철은 올해 상반기에 그룹사향 자동차강판 가격을 내수공장향만 톤당 5만원 인상한 것으로 알려졌다. 하반기에는 그룹사 해외공장향 가격인상이 확실시되며, 하반기 원료탄가격 급등으로 국내공장향 가격도 4분기 추가 인상될 가능성이 있다. 봉형강은 아파트 분양호조 수혜가 지속되고 있는 철근을 중심으로 성수기인 4분기에도 견조한 업황이 기대됨에 따라 국내 공장향 자동차강판 가격인상시 4분기에도 실적개선이 지속될 전망이다.

동사의 주가와 실적에 결정적 변수인 중국 철강가격은 하반기들어 철강사들의 감산기조 강화에도 경기모멘텀 둔화와 정부의 원자재가격 통제 우려 등으로 인해 약세가 지속되고 있다. 하지만 중국 경기모멘텀은 올해 4분기를 바닥으로 안정될 가능성이 높고, 내년 2월 베이징 동계올림픽 전후까지 강도 높은 철강 생산규제가 예상됨에 따라 중국 철강가격은 올해 말 ~ 내년 초를 기점으로 반등시도에 나설 것으로 판단한다.

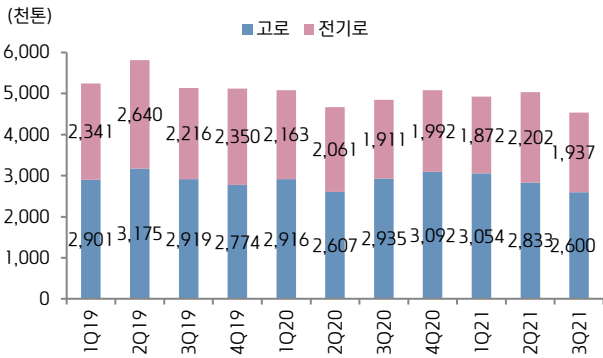
올해 연간 영업이익은 2.53조원으로 기존 최고치였던 2014년 1.49조원을 크게 상회하는 사상 최고실적이 예상된다. 역대급 실적에도 업황 peak out 우려로 현대제철 주가는 현재 21E PER 3.6X, PBR 0.33X에 불과해 중국 철강가격 반등시 업종내 가장 탄력적인 주가 상승이 기대된다. 목표주가 70,000원(12mf PBR 0.5X)과 투자 의견 Buy, 업종 Top pick을 유지한다.

현대제철 3Q21 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q21P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q21	%QoQ	3Q20	%YoY
매출액	5,860	6,081	-3.6	6,222	-5.8	5,622	4.2	4,462	31.3
별도	5,150	5,326	-3.3	5,431	-5.2	4,866	5.8	3,757	37.1
별도 외	710	756	-6.0	791	-10.3	756	-6.0	704	0.8
영업이익	826	847	-2.4	760	8.8	545	51.5	33	2,375.4
별도	781	787	-0.8	725	7.7	484	61.4	18	4,163.2
별도 외	46	60	-24.0	35	30.5	62	-26.0	15	202.7
영업이익률	14.1	13.9		12.2		9.7		0.7	
별도	15.2	14.8		13.3		9.9		0.5	
별도 외	6.4	7.9		4.4		8.2		2.1	
세전이익	809	795	1.8	708	14.3	495	63.5	-53	흑전
순이익	596	580	2.7	530	12.4	353	69.1	-45	흑전
지배순이익	585	563	4.0	503	16.4	335	74.5	-45	흑전

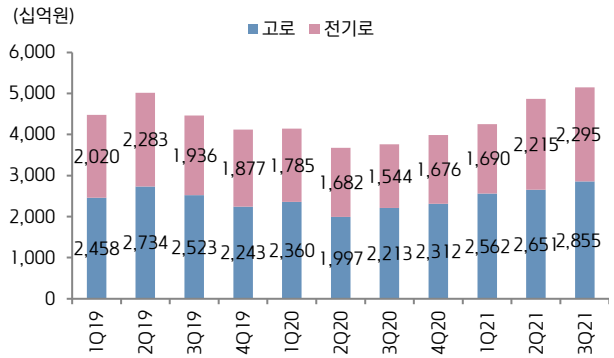
자료: 현대제철, 키움증권

별도 판매량 추이



주: 강관 및 auto part, 경량화 부문은 전기로에 포함  
자료: 현대제철, 키움증권

별도 매출액 추이



주: 강관 및 auto part, 경량화 부문은 전기로에 포함  
자료: 현대제철, 키움증권

철광석, 강점탄가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 spot 열연가격과 열연마진



주: 재료비는 철광석 1.6톤, 호주 강점탄 0.75톤 가정  
자료: Bloomberg, 키움증권

국내 철근가격



자료: 스틸데일리, 키움증권

국내 H형강가격



자료: 스틸데일리, 키움증권

현대제철 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E
매출액	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,622	5,860	6,581
별도	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	5,150	5,871
별도 외	524	435	704	793	675	756	710	710
영업이익	-30	14	33	55	304	545	826	855
별도	-21	9	18	35	297	484	781	810
별도 외	-8	5	15	20	7	62	46	45
영업이익률	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	9.7	14.1	13.0
별도	-0.5	0.2	0.5	0.9	7.0	9.9	15.2	13.8
별도 외	-1.6	1.1	2.1	2.5	1.1	8.2	6.4	6.3
세전이익	-152	-2	-53	-296	286	495	809	751
순이익	-115	-13	-45	-267	220	353	596	540
지배순이익	-115	-11	-45	-258	210	335	585	523

자료: 현대제철, 키움증권

현대제철 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	19,166	20,780	20,513	18,023	22,990	24,720	24,724
별도	16,889	18,611	18,074	15,568	20,139	21,879	21,884
별도 외	2,277	2,170	2,439	2,455	2,852	2,841	2,841
영업이익	1,368	1,026	1,026	73	2,530	2,476	2,383
별도	1,233	933	278	42	2,371	2,316	2,223
별도 외	134	93	748	31	160	160	160
영업이익률	7.1	4.9	5.0	0.4	11.0	10.0	9.6
별도	7.3	5.0	1.5	0.3	11.8	10.6	10.2
별도 외	5.9	4.3	30.7	1.3	5.6	5.6	5.6
세전이익	1,081	570	570	-504	2,341	2,238	2,168
순이익	728	408	408	-440	1,709	1,634	1,583
지배순이익	716	399	399	-430	1,653	1,575	1,526
지배주주 EPS(원)	5,366	2,988	128	-3,222	12,384	11,804	11,434
지배주주 BPS(원)	125,261	125,115	126,631	122,488	133,903	144,738	155,203
지배주주 ROE(%)	4.4	2.4	2.4	-2.6	9.7	8.5	7.6

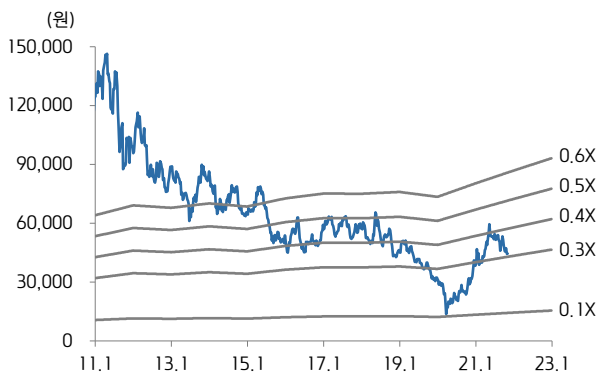
자료: 현대제철, 키움증권

현대제철 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	22,977	24,373	22,990	24,720	0.1	1.4
별도	20,034	21,349	20,139	21,879	0.5	2.5
별도 외	2,943	3,023	2,852	2,841	-3.1	-6.0
영업이익	2,506	2,414	2,530	2,476	1.0	2.5
별도	2,327	2,254	2,371	2,316	1.9	2.7
별도 외	179	160	160	160	-10.8	0.0
영업이익률	10.9	9.9	11.0	10.0		
별도	11.6	10.6	11.8	10.6		
별도 외	6.1	5.3	5.6	5.6		
세전이익	2,291	2,197	2,341	2,238	2.2	1.9
순이익	1,672	1,604	1,709	1,634	2.2	1.9
지배순이익	1,612	1,542	1,653	1,575	2.5	2.2
지배주주 EPS(원)	12,083	11,554	12,384	11,804	2.5	2.2
지배주주 BPS(원)	133,602	144,187	133,903	144,738	0.2	0.4
지배주주 ROE(%)	9.4	8.3	9.7	8.5		

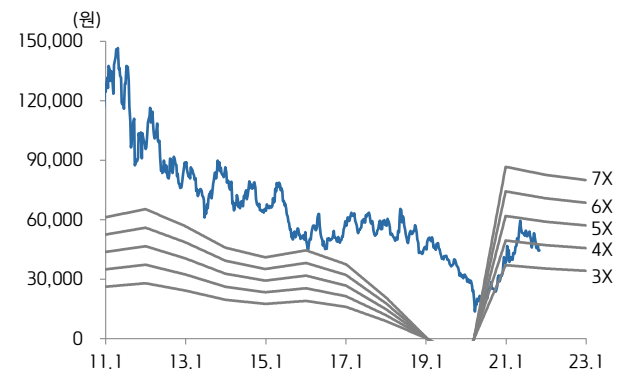
자료: 현대제철, 키움증권

현대제철 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 12mf PBR 밴드



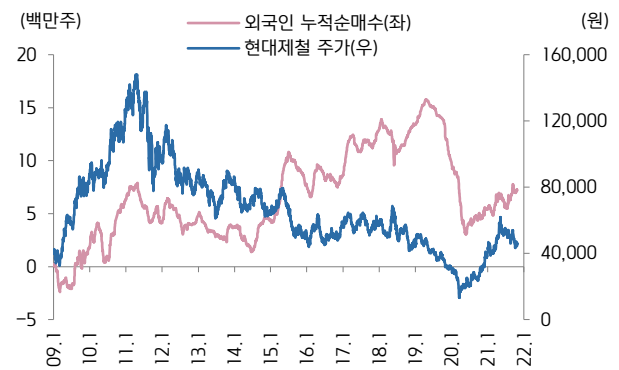
자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	20,513	18,023	22,990	24,720	24,724
매출원가	19,115	16,930	19,367	21,071	21,168
매출총이익	1,397	1,093	3,623	3,649	3,557
판매비	1,066	1,020	1,093	1,173	1,174
<b>영업이익</b>	331	73	2,530	2,476	2,383
<b>EBITDA</b>	1,879	1,652	4,044	3,904	3,735
영업외손익	-280	-577	-189	-238	-215
이자수익	22	36	20	16	15
이자비용	324	330	316	293	270
외환관련이익	182	245	122	0	0
외환관련손실	216	251	55	0	0
종속 및 관계기업손익	8	19	19	19	19
기타	48	-296	21	20	21
<b>법인세차감전이익</b>	52	-504	2,341	2,238	2,168
법인세비용	26	-64	632	604	585
계속사업순손익	26	-440	1,709	1,634	1,583
<b>당기순이익</b>	26	-440	1,709	1,634	1,583
<b>지배주주순이익</b>	17	-430	1,653	1,575	1,526
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-1.3	-12.1	27.6	7.5	0.0
영업이익 증감율	-67.7	-77.9	3,365.8	-2.1	-3.8
EBITDA 증감율	-28.2	-12.1	144.8	-3.5	-4.3
지배주주순이익 증감율	-95.7	-2,629.4	-484.4	-4.7	-3.1
EPS 증감율	-95.7	적전	흑전	-4.7	-3.1
매출총이익율(%)	6.8	6.1	15.8	14.8	14.4
영업이익률(%)	1.6	0.4	11.0	10.0	9.6
EBITDA Margin(%)	9.2	9.2	17.6	15.8	15.1
지배주주순이익률(%)	0.1	-2.4	7.2	6.4	6.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	9,579	9,935	12,716	14,080	15,179
현금 및 현금성자산	916	917	1,695	2,362	3,459
단기금융자산	308	1,620	1,620	1,620	1,620
매출채권 및 기타채권	2,774	2,582	3,294	3,542	3,543
재고자산	5,416	4,688	5,980	6,430	6,431
기타유동자산	165.0	128.0	127.0	126.0	126.0
<b>비유동자산</b>	24,788	24,910	24,102	23,380	22,734
투자자산	1,954	1,958	2,040	2,121	2,203
유형자산	20,563	19,874	19,065	18,332	17,667
무형자산	1,578	1,507	1,427	1,356	1,294
기타비유동자산	693	1,571	1,570	1,571	1,570
<b>자산총계</b>	34,366	34,845	36,818	37,460	37,914
<b>유동부채</b>	6,420	6,073	6,467	6,604	6,604
매입채무 및 기타채무	3,353	2,840	3,234	3,371	3,372
단기금융부채	2,872.0	2,971.9	2,971.9	2,971.9	2,971.9
기타유동부채	195	261	261	261	260
<b>비유동부채</b>	10,712	12,079	12,079	11,079	10,079
장기금융부채	9,345.2	10,657.6	10,657.6	9,657.6	8,657.6
기타비유동부채	1,367	1,421	1,421	1,421	1,421
<b>부채총계</b>	17,133	18,152	18,546	17,683	16,684
<b>지배지분</b>	16,898	16,345	17,869	19,315	20,711
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,906	3,906	3,906	3,906
기타자본	-129	-112	-112	-112	-112
기타포괄손익누계액	957	951	921	890	860
이익잉여금	11,488	10,933	12,487	13,964	15,391
비지배지분	335	348	404	462	519
<b>자본총계</b>	17,234	16,693	18,272	19,777	21,230

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	626	2,008	1,873	2,795	3,225
당기순이익	26	-440	1,709	1,634	1,583
비현금항목의 가감	2,023	2,098	2,649	2,517	2,398
유형자산감가상각비	1,455	1,493	1,434	1,358	1,289
무형자산감가상각비	93	86	80	71	62
지분법평가손익	-8	-19	0	0	0
기타	483	538	1,135	1,088	1,047
영업활동자산부채증감	-904	574	-1,642	-560	-2
매출채권및기타채권의감소	26	-88	-712	-248	-1
재고자산의감소	-483	648	-1,292	-450	-1
매입채무및기타채무의증가	-200	-10	394	137	0
기타	-247	24	-32	1	0
기타현금흐름	-519	-224	-843	-796	-754
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,163	-2,438	-810	-810	-810
유형자산의 취득	-1,157	-1,034	-625	-625	-625
유형자산의 처분	-2	61	0	0	0
무형자산의 순취득	-13	-45	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-332	-4	-82	-82	-82
단기금융자산의감소(증가)	-18	-1,312	0	0	0
기타	359	-104	-103	-103	-103
<b>재무활동 현금흐름</b>	691	454	-45	-1,078	-1,078
차입금의 증가(감소)	790	527	0	-1,000	-1,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	5	0	0	0
배당금지급	-99	-99	-66	-99	-99
기타	0	21	21	21	21
기타현금흐름	-1	-24	-240	-240	-240
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	154	1	778	667	1,097
기초현금 및 현금성자산	762	916	917	1,695	2,362
기말현금 및 현금성자산	916	917	1,695	2,362	3,459

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	128	-3,222	12,384	11,804	11,434
BPS	126,631	122,488	133,903	144,738	155,203
CFPS	15,353	12,422	32,654	31,102	29,828
DPS	750	500	750	750	750
<b>주가배수(배)</b>					
PER	245.4	-12.3	3.6	3.8	3.9
PER(최고)	407.2	-13.2	5.1		
PER(최저)	234.4	-3.8	3.0		
PBR	0.25	0.32	0.33	0.31	0.29
PBR(최고)	0.41	0.35	0.47		
PBR(최저)	0.24	0.10	0.28		
PSR	0.20	0.29	0.26	0.24	0.24
PCFR	2.0	3.2	1.4	1.4	1.5
EV/EBITDA	8.3	10.1	4.1	3.9	3.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	384.4	-14.9	5.8	6.0	6.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	1.3	1.7	1.7	1.7
ROA	0.1	-1.3	4.8	4.4	4.2
ROE	0.1	-2.6	9.7	8.5	7.6
ROIC	0.8	-0.2	6.8	6.6	6.5
매출채권회전율	7.5	6.7	7.8	7.2	7.0
재고자산회전율	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8
부채비율	99.4	108.7	101.5	89.4	78.6
순차입금비율	63.8	66.4	56.5	43.7	30.9
이자보상배율	1.0	0.2	8.0	8.5	8.8
<b>총차입금</b>	12,217	13,630	13,630	12,630	11,630
순차입금	10,993	11,092	10,315	8,648	6,551
NOPLAT	1,879	1,652	4,044	3,904	3,735
FCF	-308	1,075	1,094	2,051	2,465

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 현재 '현대제철(004020)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

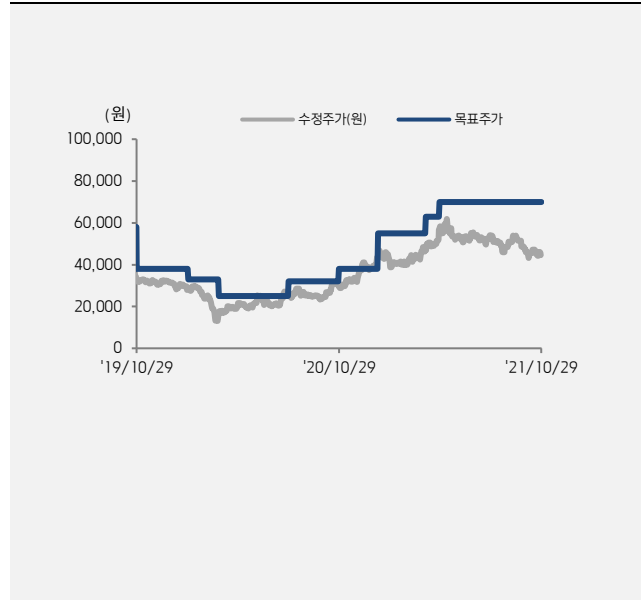
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대제철 (004020)	2019-10-30	Outperform(Downgrade)	38,000 원	6 개월	-15.60	-13.29
	2019-11-26	Outperform(Maintain)	38,000 원	6 개월	-17.94	-13.29
	2020-01-30	Outperform(Maintain)	33,000 원	6 개월	-26.29	-10.00
	2020-03-25	Buy(Upgrade)	25,000 원	6 개월	-25.61	-19.40
	2020-04-27	Buy(Maintain)	25,000 원	6 개월	-22.69	-13.60
	2020-05-11	Buy(Maintain)	25,000 원	6 개월	-17.99	1.00
	2020-07-03	Buy(Maintain)	25,000 원	6 개월	-15.76	8.60
	2020-07-29	Buy(Maintain)	32,000 원	6 개월	-20.23	-10.63
	2020-10-08	Buy(Maintain)	32,000 원	6 개월	-17.38	-0.16
	2020-10-28	Buy(Maintain)	38,000 원	6 개월	-22.20	-19.87
	2020-11-04	Buy(Maintain)	38,000 원	6 개월	-6.95	14.61
	2021-01-07	Buy(Maintain)	55,000 원	6 개월	-19.08	-15.00
	2021-01-29	Buy(Maintain)	55,000 원	6 개월	-23.09	-15.00
	2021-02-23	Buy(Maintain)	55,000 원	6 개월	-21.90	-12.00
	2021-04-05	Buy(Maintain)	63,000 원	6 개월	-20.06	-10.00
	2021-04-28	Buy(Maintain)	70,000 원	6 개월	-21.39	-11.57
	2021-06-14	Buy(Maintain)	70,000 원	6 개월	-22.90	-11.57
	2021-07-28	Buy(Maintain)	70,000 원	6 개월	-25.87	-11.57
	2021-10-18	Buy(Maintain)	70,000 원	6 개월	-26.37	-11.57
	2021-10-29	Buy(Maintain)	70,000 원	6 개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%