

2021. 10. 29



▲ 유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 67,000 원**

**현재주가 (10.28) 44,600 원**

**상승여력 50.2%**

KOSPI 3,009.55pt

시가총액 59,517억원

발행주식수 13,345만주

유동주식비율 62.61%

외국인비중 20.90%

52주 최고/최저가 61,900원/28,900원

평균거래대금 380.1억원

**주요주주(%)**

기아 외 10 인 35.97

국민연금공단 8.18

**주가상승률(%)**

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.5 -22.3 48.2

상대주가 -4.8 -17.9 15.5

**주가그래프**



# 현대제철 004020

## 3Q21 Review: 예상보다 가파른 기울기

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 8,262억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(7,761억원) 상회
- ✓ 협력사 파업 등으로 판매량 부진했음에도 불구하고 스프레드 개선 효과가 이를 압도
- ✓ 4Q21에는 자동차강판 일부 인상 효과와 봉형강류 스프레드 개선으로 증익 가능
- ✓ 자동차강판 협상으로 인한 실적 전망치 상향 가능성도 상대적인 투자 매력
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 67,000원을 유지

### 3Q21 실적: 높아진 기대치를 상회

3Q21 연결 영업이익은 8,262억원(+2,375% YoY)을 기록하며 높아진 시장 기대치(7,761억원)를 소폭 상회했다. 협력사 파업, 비수기 진입 등의 원인으로 판매량이 예상보다 부진(전기료, 고로 합산 -9.9% QoQ)했음에도 불구하고, 1)열연 가격 상승 폭이 예상을 상회했고, 2)예상 대비 원가 상승폭이 제한적인 수준에 그쳐 스프레드는 판재류, 봉형강류 각각 17~18% QoQ 내외 개선되었다.

### 4Q21에도 증익 가능

4Q21에는 최근 급등한 유연탄 가격이 고로 부문의 원가 악화 요인으로 작용하나, 자동차강판 판매 중 수출 물량에 대한 가격 인상분이 적용되면서 판재류 스프레드 감소는 미미한 수준(-2.0% QoQ)에 그칠 것이다. 반면 철스크랩 상승 속도는 상대적으로 둔화되면서 봉형강류는 스프레드 추가 개선(+2.5% QoQ)이 가능하다. 3Q21 문제가 되었던 파업으로 인한 판매량 둔화 역시 4Q21에는 문제가 되지 않는다. 합산 기준 전년 동기와 비슷한(+0.6% YoY, +12.7% QoQ) 판매량을 예상한다.

### 여전히 한방이 남아있다는 매력

철강 업종 전반적으로 부각되는 실적 대비 밸류에이션 매력은 동사에게도 적용된다. 역대 최고의 실적에도 불구하고 현 PBR 0.31배는 Mid-cycle 수준에도 미치지 못한다. 또한 자동차강판(내수 물량)에 대한 추가 협상이 연말 이전 마무리될 가능성이 높다는 점도 매력이다. 인상폭에는 불확실성이 다소 남아있으나, 어찌됐건 인상이 확정된다면 실적의 추가 상향 요인으로 작용하는 것은 분명하다. 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	23,317.4	2,543.0	1,726.8	12,940	-499.9	136,476	3.4	0.3	3.8	10.0	106.9
2022E	24,198.4	2,522.2	1,674.8	12,551	-4.4	147,843	3.6	0.3	3.8	8.8	90.0
2023E	23,298.2	1,855.9	1,196.3	8,965	-28.6	155,624	5.0	0.3	4.0	5.9	86.0

**표1 현대제철 3Q21 실적 Review**

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	5,860.2	4,461.6	31.3	5,621.9	4.2	6,248.6	-6.2	6,482.1	-9.6
영업이익	826.2	33.4	2,375.4	545.3	51.5	776.1	6.5	755.5	9.4
세전이익	808.9	-53.0	흑전	494.8	63.5	727.5	11.2	704.0	14.9
순이익	592.9	-45.3	흑전	335.2	76.9	519.5	14.1	507.9	16.7

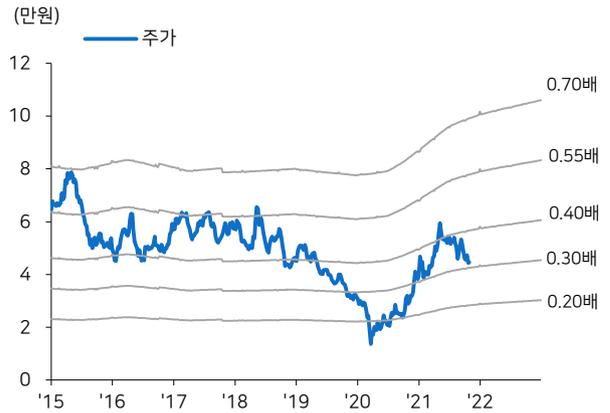
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

**표2 현대제철 실적 전망치 변경 내역**

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	23,551.1	24,257.5	23,317.4	24,198.4	-1.0%	-0.2%
영업이익	2,389.7	1,903.9	2,543.0	2,522.2	6.4%	32.5%
영업이익률	10.1%	7.8%	10.9%	10.4%	0.8%p	2.6%p
당기순이익	1,614.5	1,233.2	1,760.1	1,683.2	9.0%	36.5%

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	2Q21	3Q21P	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	1,158.0	1,173.0	1,165.4	1,180.3	1,140.5	1,153.8
<b>판매량(천톤)</b>												
고로 판매량	2,916.0	2,607.0	2,934.9	3,091.8	3,054.0	2,833.0	2,600.0	3,042.0	11,769.0	11,549.7	11,529.0	12,152.8
성장률(% YoY)	0.5	-10.6	12.6	5.3	-1.2	-7.2	-8.2	17.0	-2.5	-1.9	-0.2	5.4
전기로 판매량	2,163.0	2,061.0	1,911.3	1,992.5	1,872.0	2,202.0	1,937.0	2,072.6	9,547.0	8,127.8	8,083.6	8,401.7
성장률(% YoY)	-7.6	-4.7	-7.3	4.2	-6.0	17.6	-12.0	7.0	-1.5	-14.9	-0.5	3.9
<b>ASP(원/kg)</b>												
봉형강류	845.1	826.0	809.1	841.8	902.9	1,005.9	1,185.3	1,220.3	870.5	830.7	1,080.3	932.0
성장률(% YoY)	-4.7	-2.3	-2.0	4.0	7.3	11.4	17.8	3.0	1.7	-4.6	30.0	-6.7
판재류	797.6	760.4	753.6	747.7	839.3	936.3	1,098.1	1,132.9	832.6	765.1	998.8	1,146.1
성장률(% YoY)	-4.2	-4.7	-0.9	-0.8	12.2	11.6	17.3	3.2	-2.6	-8.1	30.5	6.1
<b>스프레드(원/kg)</b>												
봉형강류	542.5	524.9	482.7	493.3	465.1	492.7	584.9	599.7	505.1	511.2	537.2	520.9
성장률(% YoY)	7.5	-3.3	-8.0	2.2	-5.7	5.9	18.7	2.5	8.9	1.2	5.1	-3.0
판재류	536.4	498.6	500.3	485.9	533.7	581.3	659.6	646.1	556.4	506.8	603.6	581.9
성장률(% YoY)	-7.9	-8.1	0.3	-2.9	9.8	8.9	13.5	-2.0	-10.8	-8.9	19.1	-3.6
<b>연결 실적(십억원)</b>												
<b>매출액</b>												
	<b>4,668.0</b>	<b>4,113.3</b>	<b>4,461.6</b>	<b>4,780.6</b>	<b>4,927.4</b>	<b>5,621.9</b>	<b>5,860.2</b>	<b>6,907.9</b>	<b>20,512.6</b>	<b>18,023.4</b>	<b>23,317.4</b>	<b>24,198.4</b>
별도	4,144.3	3,678.6	3,757.1	3,988.0	4,251.9	4,866.0	5,150.0	5,988.1	18,073.9	15,568.0	20,256.0	20,925.6
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	631.2	708.3	1,705.5	1,775.1	2,359.0	2,455.3
매출액 성장률(% YoY)	-8.0	-26.2	-11.6	-0.9	5.6	36.7	31.3	44.5	-1.3	-12.1	29.4	3.8
<b>영업이익</b>												
	<b>-29.7</b>	<b>14.0</b>	<b>33.4</b>	<b>55.4</b>	<b>303.9</b>	<b>545.3</b>	<b>826.2</b>	<b>867.6</b>	<b>331.3</b>	<b>73.0</b>	<b>2,543.0</b>	<b>2,522.2</b>
별도	-21.3	9.2	18.3	35.5	296.6	483.7	780.6	831.3	278.4	41.7	2,392.1	2,403.3
현대비앤지스틸	4.4	4.5	11.5	12.9	22.4	24.4	27.4	23.8	36.5	33.4	97.9	74.9
기타 및 내부거래	-12.8	0.3	3.5	7.0	-15.0	37.2	18.2	12.5	16.3	-2.0	52.9	44.0
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	9.7	14.1	12.6	1.6	0.4	10.9	10.4
영업이익 성장률(% YoY)	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	3,804.4	2,375.4	1,466.3	-67.7	-78.0	3,382.0	-0.8
세전이익	-152.4	-2.4	-53.0	-296.1	286.4	494.8	808.9	816.3	51.7	-503.9	2,406.4	2,321.7
<b>당기순이익</b>												
	<b>-115.4</b>	<b>-12.9</b>	<b>-44.7</b>	<b>-267.0</b>	<b>219.9</b>	<b>352.5</b>	<b>595.9</b>	<b>591.8</b>	<b>25.6</b>	<b>-440.1</b>	<b>1,760.1</b>	<b>1,683.2</b>
지배순이익	-115.4	-11.1	-45.3	-258.2	209.9	335.2	592.9	588.9	17.1	-430.0	1,726.8	1,674.8

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

## 현대제철 (004020)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>20,512.6</b>	<b>18,023.4</b>	<b>23,317.4</b>	<b>24,198.4</b>	<b>23,298.2</b>
매출액증가율 (%)	-1.3	-12.1	29.4	3.8	-3.7
매출원가	19,115.2	16,930.2	19,657.1	20,561.0	20,370.0
매출총이익	1,397.4	1,093.2	3,660.2	3,637.4	2,928.2
판매관리비	1,066.1	1,020.2	1,117.3	1,115.2	1,072.3
<b>영업이익</b>	<b>331.3</b>	<b>73.0</b>	<b>2,543.0</b>	<b>2,522.2</b>	<b>1,855.9</b>
영업이익률	1.6	0.4	10.9	10.4	8.0
금융손익	-283.3	-360.3	-218.5	-243.2	-240.3
중속/관계기업손익	7.6	18.9	5.1	11.3	10.5
기타영업외손익	-4.0	-235.6	76.7	31.5	32.2
세전계속사업이익	51.7	-503.9	2,406.3	2,321.7	1,658.4
법인세비용	26.0	-63.8	646.3	638.5	456.1
<b>당기순이익</b>	<b>25.6</b>	<b>-440.1</b>	<b>1,760.1</b>	<b>1,683.2</b>	<b>1,202.3</b>
지배주주지분 손이익	17.1	-430.0	1,726.8	1,674.8	1,196.3

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>9,578.7</b>	<b>9,934.8</b>	<b>13,828.1</b>	<b>14,155.2</b>	<b>15,612.2</b>
현금및현금성자산	915.8	917.2	2,456.2	2,174.4	4,015.8
매출채권	2,576.3	2,465.4	3,193.2	3,379.4	3,261.9
재고자산	5,415.6	4,687.8	6,071.7	6,425.7	6,202.2
<b>비유동자산</b>	<b>24,787.6</b>	<b>24,910.3</b>	<b>24,642.5</b>	<b>24,065.4</b>	<b>23,748.6</b>
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	2,350.0	2,244.2	2,253.5
<b>자산총계</b>	<b>34,366.3</b>	<b>34,845.0</b>	<b>38,470.6</b>	<b>38,220.7</b>	<b>39,360.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,420.3</b>	<b>6,072.7</b>	<b>7,884.9</b>	<b>7,114.1</b>	<b>7,183.1</b>
매입채무	1,191.8	1,429.7	2,065.9	1,710.2	1,741.2
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
<b>비유동부채</b>	<b>10,712.3</b>	<b>12,079.3</b>	<b>11,993.2</b>	<b>10,988.7</b>	<b>11,015.5</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>17,132.6</b>	<b>18,152.0</b>	<b>19,878.0</b>	<b>18,102.8</b>	<b>18,198.6</b>
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	12,597.9	14,114.8	15,153.3
비지배주주지분	335.4	347.6	380.4	388.8	394.9
<b>자본총계</b>	<b>17,233.7</b>	<b>16,693.0</b>	<b>18,592.5</b>	<b>20,117.8</b>	<b>21,162.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>626.4</b>	<b>2,008.4</b>	<b>3,285.1</b>	<b>1,584.6</b>	<b>3,143.0</b>
당기순이익(손실)	25.6	-440.1	1,760.1	1,683.2	1,202.3
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	-275.0	-1,634.2	446.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,162.9</b>	<b>-2,437.8</b>	<b>-1,393.3</b>	<b>-1,009.1</b>	<b>-1,145.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,157.2	-1,033.6	-965.4	-1,061.9	-1,168.1
투자자산의감소(증가)	-317.4	26.3	-381.1	121.4	5.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>690.7</b>	<b>454.5</b>	<b>-361.8</b>	<b>-857.3</b>	<b>-155.9</b>
차입금의 증감	932.4	1,521.5	-198.0	-699.4	2.0
자본의 증가	0.0	-8.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	153.7	1.5	1,539.0	-281.8	1,841.4
기초현금	762.1	915.8	917.2	2,456.2	2,174.4
기말현금	915.8	917.2	2,456.2	2,174.4	4,015.8

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	153,715	135,062	174,733	181,335	174,589
EPS(지배주주)	128	-3,222	12,940	12,551	8,965
CFPS	15,353	12,422	31,648	30,818	25,361
EBITDAPS	14,081	12,381	31,001	30,389	25,104
BPS	126,631	122,488	136,476	147,843	155,624
DPS	750	500	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.4	1.3	2.7	2.7	2.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	245.3	-12.3	3.4	3.6	5.0
PCR	2.0	3.2	1.4	1.4	1.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	1,879.1	1,652.2	4,136.9	4,055.3	3,350.0
EV/EBITDA	8.3	10.2	3.8	3.8	4.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.1	-2.6	10.0	8.8	5.9
EBITDA 이익률	9.2	9.2	17.7	16.8	14.4
부채비율	99.4	108.7	106.9	90.0	86.0
금융비용부담률	1.6	1.8	1.3	1.3	1.3
이자보상배율(x)	1.0	0.2	8.2	8.2	6.4
매출채권회전율(x)	7.9	7.1	8.2	7.4	7.0
재고자산회전율(x)	4.0	3.6	4.3	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 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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대제철 (004020) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

