



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

Buy

적정주가 (12개월)	67,000 원		
현재주가 (1.10)	44,800 원		
상승여력	49.6%		
KOSPI	2,926.72pt		
시가총액	59,784억원		
발행주식수	13,345만주		
유동주식비율	62.61%		
외국인비중	20.26%		
52주 최고/최저가	61,900원/37,100원		
평균거래대금	265.8억원		
주요주주(%)			
기아 외 10 인	35.97		
국민연금공단	7.53		
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월		
절대주가	5.9	-13.2	-4.2
상대주가	8.9	-4.5	3.2

주가그래프



현대제철 004020

4Q21 Preview: 업황 둔화를 방어하는 차강판

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 8,482억원을 기록하며 컨센서스(8,460억원)에 부합 전망
- ✓ 봉형강류 스프레드 악화 및 판매 부진에도 불구하고 자동차강판 인상이 이를 상쇄
- ✓ 2022년에는 차강판의 판매량과 판가 모두 개선될 전망
- ✓ 업황 반전 이전까지 개별 포인트 및 밸류에이션 매력이 상대적 매력으로 부각
- ✓ 적정주가 67,000원, 투자의견 Buy를 유지

4Q21, 악재에도 불구하고 기대에 부합 전망

4Q21 연결 영업이익은 8,482억원(+1.431% YoY)을 기록하며 컨센서스(8,460억원)에 부합할 전망이다. 기대와 달리 봉형강류에서는 소폭의 스프레드 악화가 나타날 가능성이 높다. 또한 판매가 부진했고, 일부 일회성 인건비가 인식되는 등 여러가지 악재가 발생했음에도 불구하고 현기차향 자동차강판 가격이 인상(ton당 12만원, 8월 물량부터 소급적용)되면서 이 모두를 상쇄할 전망이다. 다만 1Q22부터는 업황 둔화가 판가 하락으로 이어지면서 소폭의 감익이 예상된다.

2022년 내 차강판 실적 추가 개선 기대

자동차용 반도체 공급 부족 사태로 인해 동사의 주요 품목인 자동차강판은 2021년 판매량 및 판가 측면에서 모두 부진을 겪었다. 2022년에는 현대차와 기아차 모두 10% 이상의 판매량 증가율을 목표로 하고 있는 만큼 차강판의 판매량과 판가 모두 개선될 전망이다. 우선 근 시일 내에 수출 물량에 대한 협상이 추가적으로 인상될 가능성이 높다. 인상 폭은 내수 물량(ton당 12만원)을 상회할 전망이다. 2022년 철근 시장 내 신규 경쟁사 진입 가능성은 부담이나, 국내 건설 경기 호황으로 인한 수요 증가가 이보다 클 가능성이 높다.

업황 반전 이전까지 좋은 투자 선택지

중국 철강 시장의 반전은 2Q22 이후부터 본격화될 전망이다. 그 이전까지 개별적인 포인트(차강판 인상) 및 밸류에이션 매력(PBR 0.32배)을 가지고 있는 동사가 좋은 선택지가 될 수 있다. 적정주가 67,000원, 투자의견 Buy를 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	23,075.2	2,523.6	1,708.6	12,804	-497.6	135,368	3.2	0.3	3.7	9.9	105.6
2022E	24,372.8	2,523.0	1,691.9	12,679	-2.8	146,864	3.5	0.3	3.7	9.0	90.9
2023E	24,984.2	2,406.9	1,613.8	12,094	-4.6	157,774	3.7	0.3	3.3	7.9	85.8

표1 현대제철 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,665.7	4,780.6	39.4	5,860.2	13.7	6,687.8	-0.3
영업이익	848.2	55.4	1,431.2	826.2	2.7	846.0	0.3
세전이익	802.1	-296.1	흑전	808.9	-0.8	780.1	2.8
지배순이익	578.6	-258.2	흑전	584.9	-1.1	552.8	4.7

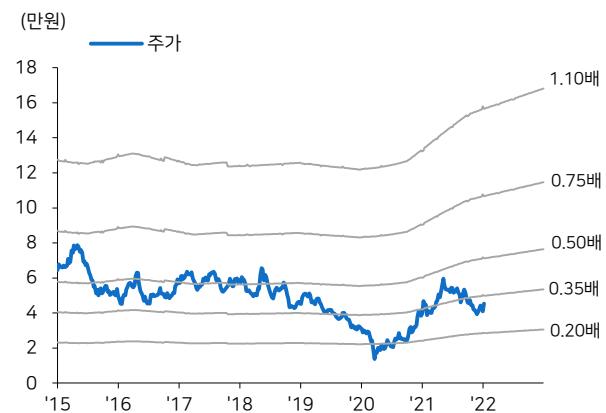
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대제철 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	23,287.1	22,601.5	23,075.2	24,372.8	-0.9%	7.8%
영업이익	2,561.9	2,500.5	2,523.6	2,523.0	-1.5%	0.9%
영업이익률	11.0%	11.1%	10.9%	10.4%	-0.1%p	-0.7%p
당기순이익	1,773.8	1,667.6	1,749.8	1,700.4	-1.4%	2.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 추이 및 전망

주요 지표	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
원/달러	1,123.0	1,108.0	1,158.0	1,195.0	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,150.0	1,165.4	1,180.3	1,146.0	1,176.3
판매량(천톤)												
고로 판매량	3,054.0	2,833.0	2,600.0	2,976.7	3,049.1	3,125.2	3,123.6	3,122.1	11,769.0	11,549.7	11,463.7	12,419.9
성장률(% YoY)	-1.2	-7.2	-8.2	14.5	2.4	2.5	0.0	0.0	-2.5	-1.9	-0.7	8.3
전기로 판매량	1,872.0	2,202.0	1,937.0	1,975.7	1,877.0	2,158.5	1,985.8	1,987.8	9,547.0	8,127.8	7,986.7	8,009.1
성장률(% YoY)	-6.0	17.6	-12.0	2.0	-5.0	15.0	-8.0	0.1	-1.5	-14.9	-1.7	0.3
ASP(원/kg)												
봉형강류	902.9	1,005.9	1,185.3	1,214.0	1,155.1	1,114.4	1,095.3	1,109.6	870.5	830.7	1,077.0	990.8
성장률(% YoY)	7.3	11.4	17.8	2.4	-4.9	-3.5	-1.7	1.3	1.7	-4.6	29.6	-0.7
판재류	839.3	936.3	1,098.1	1,133.1	1,046.8	985.0	956.1	976.6	832.6	765.1	998.1	1,118.0
성장률(% YoY)	12.2	11.6	17.3	3.2	-7.6	-5.9	-2.9	2.2	-2.6	-8.1	30.4	3.8
스프레드(원/kg)												
봉형강류	465.1	492.7	584.9	575.4	516.5	464.6	434.5	437.9	505.1	511.2	529.5	462.8
성장률(% YoY)	-5.7	5.9	18.7	-1.6	-10.2	-10.0	-6.5	0.8	8.9	1.2	3.6	-12.6
판재류	533.7	581.3	638.9	659.6	652.3	613.0	604.6	620.6	548.9	504.5	585.0	622.3
성장률(% YoY)	9.8	8.9	16.7	3.2	-1.1	-6.0	-1.4	2.7	-7.6	-8.1	15.9	6.4
연결 실적(십억원)												
매출액	4,927.4	5,621.9	5,860.2	6,665.7	6,156.1	6,294.0	5,911.6	6,011.1	20,512.6	18,023.4	23,075.2	24,372.8
별도	4,251.9	4,866.0	5,150.0	5,801.0	5,359.9	5,480.0	5,147.6	5,240.5	18,073.9	15,568.0	20,068.8	21,227.9
현대비앤지스틸	195.2	216.8	220.3	216.3	220.6	230.5	220.2	205.9	733.3	680.2	848.6	877.2
기타 및 내부거래	480.3	539.1	489.9	648.4	575.6	583.5	543.8	564.7	1,705.5	1,775.1	2,157.7	2,267.6
매출액 성장률(% YoY)	5.6	36.7	31.3	39.4	24.9	12.0	0.9	-9.8	-1.3	-12.1	28.0	5.6
영업이익	303.9	545.3	826.2	848.2	746.5	670.1	530.7	575.6	331.3	73.0	2,523.6	2,523.0
별도	296.6	483.7	780.6	816.7	727.2	635.1	498.0	546.6	278.4	41.7	2,377.6	2,406.9
현대비앤지스틸	22.4	24.4	21.3	19.4	21.9	25.1	22.0	16.0	36.5	33.4	87.5	85.0
기타 및 내부거래	-15.0	37.2	24.3	12.1	-2.5	10.0	10.7	12.9	16.3	-2.0	58.6	31.1
영업이익률(%)	6.2	9.7	14.1	12.7	12.1	10.6	9.0	9.6	1.6	0.4	10.9	10.4
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	3,804.4	2,375.5	1,431.2	145.6	22.9	-35.8	-32.1	-67.7	-78.0	3,355.5	0.0
세전이익	286.4	494.8	808.9	802.1	701.7	625.6	485.2	532.9	51.7	-503.9	2,392.2	2,345.4
당기순이익	219.9	352.5	595.9	581.5	508.7	453.6	351.8	386.4	25.6	-440.1	1,749.8	1,700.4
지배순이익	209.9	335.2	584.9	578.6	506.2	451.3	350.0	384.4	17.1	-430.0	1,708.6	1,691.9

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	20,512.6	18,023.4	23,075.2	24,372.8	24,984.2
매출액증가율 (%)	-1.3	-12.1	28.0	5.6	2.5
매출원가	19,115.2	16,930.2	19,444.4	20,719.2	21,417.1
매출총이익	1,397.4	1,093.2	3,630.8	3,653.6	3,567.1
판매관리비	1,066.1	1,020.2	1,107.2	1,130.6	1,160.2
영업이익	331.3	73.0	2,523.6	2,523.0	2,406.9
영업이익률	1.6	0.4	10.9	10.4	9.6
금융손익	-283.3	-360.3	-192.2	-227.0	-216.1
증속/관계기업손익	7.6	18.9	3.7	10.3	9.1
기타영업외손익	-4.0	-235.6	57.1	39.1	37.3
세전계속사업이익	51.7	-503.9	2,392.2	2,345.4	2,237.2
법인세비용	26.0	-63.8	642.4	645.0	615.2
당기순이익	25.6	-440.1	1,749.9	1,700.4	1,621.9
지배주주지분 순이익	17.1	-430.0	1,708.6	1,691.9	1,613.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	626.4	2,008.4	3,188.2	1,979.0	3,062.1
당기순이익(손실)	25.6	-440.1	1,749.9	1,700.4	1,621.9
유형자산상각비	1,454.5	1,493.1	1,533.7	1,491.9	1,443.4
무형자산상각비	93.2	86.1	65.6	30.3	28.7
운전자본의 증감	-903.8	573.6	-445.2	-1,254.8	-44.4
투자활동 현금흐름	-1,162.9	-2,437.8	-1,489.9	-959.4	-1,098.1
유형자산의증가(CAPEX)	-1,157.2	-1,033.6	-860.5	-946.6	-1,041.2
투자자산의감소(증가)	-317.4	26.3	-148.4	70.5	-10.8
재무활동 현금흐름	690.7	454.5	-540.4	-866.8	-153.4
차입금의 증감	932.4	1,521.5	-370.9	-708.9	4.5
자본의 증가	0.0	-8.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	153.7	1.5	1,177.9	152.8	1,810.6
기초현금	762.1	915.8	917.2	2,095.1	2,248.0
기말현금	915.8	917.2	2,095.1	2,248.0	4,058.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,578.7	9,934.8	13,585.2	14,460.6	16,553.2
현금및현금성자산	915.8	917.2	2,095.1	2,248.0	4,058.6
매출채권	2,576.3	2,465.4	3,162.0	3,383.0	3,469.2
재고자산	5,415.6	4,687.8	6,012.3	6,432.4	6,596.3
비유동자산	24,787.6	24,910.3	24,353.7	23,719.8	23,310.0
유형자산	20,563.3	19,874.3	19,171.0	18,625.7	18,223.5
무형자산	1,578.2	1,507.1	1,420.6	1,390.3	1,361.5
투자자산	1,969.3	1,958.5	2,111.8	2,053.5	2,074.6
자산총계	34,366.3	34,845.0	37,938.9	38,180.4	39,863.2
유동부채	6,420.3	6,072.7	7,639.5	7,224.2	7,381.7
매입채무	1,191.8	1,429.7	1,993.5	1,797.7	1,868.5
단기차입금	727.2	553.4	643.6	663.6	663.6
유동성장기부채	2,128.2	2,341.1	2,564.3	2,564.3	2,564.3
비유동부채	10,712.3	12,079.3	11,846.7	10,960.9	11,022.2
사채	4,405.8	4,694.4	4,226.6	4,015.2	4,015.2
장기차입금	4,896.6	5,207.9	5,051.9	4,546.7	4,546.7
부채총계	17,132.6	18,152.0	19,486.2	18,185.2	18,403.8
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	1,023.8	1,023.8	1,023.8
이익잉여금	11,488.3	10,933.1	12,579.6	14,113.7	15,569.6
비지배주주지분	335.4	347.6	388.4	396.9	405.0
자본총계	17,233.7	16,693.0	18,452.7	19,995.3	21,459.3

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	153,715	135,062	172,918	182,642	187,224
EPS(지배주주)	128	-3,222	12,804	12,679	12,094
CFPS	15,353	12,422	31,516	30,824	29,438
EBITDAPS	14,081	12,381	30,896	30,314	29,068
BPS	126,631	122,488	135,368	146,864	157,774
DPS	750	500	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.4	1.3	2.9	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	245.3	-12.3	3.2	3.5	3.7
PCR	2.0	3.2	1.3	1.5	1.5
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	1,879.1	1,652.2	4,122.9	4,045.2	3,879.1
EV/EBITDA	8.3	10.2	3.7	3.7	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.1	-2.6	9.9	9.0	7.9
EBITDA 이익률	9.2	9.2	17.9	16.6	15.5
부채비율	99.4	108.7	105.6	90.9	85.8
금융비용부담률	1.6	1.8	1.3	1.2	1.1
이자보상배율(X)	1.0	0.2	8.3	8.5	8.6
매출채권회전율(X)	7.9	7.1	8.2	7.4	7.3
재고자산회전율(X)	4.0	3.6	4.3	3.9	3.8

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 간접 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.30	산업분석	Hold	30,000	민사영 Univ Out	2.8	9.8	
2020.02.14							
2020.11.27	산업분석	Buy	44,000	문경원	-11.7	6.3	
2021.01.11	기업브리프	Buy	50,000	문경원	-11.7	-8.0	
2021.01.29	기업브리프	Buy	53,000	문경원	-15.5	7.0	
2021.04.28	기업브리프	Buy	60,000	문경원	-7.5	3.2	
2021.06.08	산업분석	Buy	67,000	문경원	-	-	