

2022. 3. 30



## ▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 67,000 원

현재주가 (3.29) 41,150 원

상승여력 62.8%

KOSPI 2,741.07pt

시가총액 54,913억원

발행주식수 13,345만주

유동주식비율 62.61%

외국인비중 20.77%

52주 최고/최저가 61,900원/37,100원

평균거래대금 253.6억원

## 주요주주(%)

기아 외 8 인 35.97

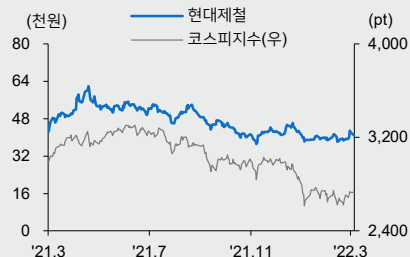
국민연금공단 7.53

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.7 -12.7 -15.0

상대주가 2.1 -2.6 -5.8

## 주가그래프



## 현대제철 004020

## 1Q22 Preview:

## 전쟁에 대한 기대감이 부담

- ✓ 1Q22 연결 영업이익은 7,003억원을 기록하며 컨센서스(6,252억원)를 상회할 전망
- ✓ 다만 3월 당진제철소 사고가 판매량에 주는 영향은 아직 불확실
- ✓ 2Q22 중 자동차 강판 협상 기대감 남아있으나 원재료 가격 온전히 반영 어려움
- ✓ 러시아 사태로 인한 유럽 가격 상승보다 자동차 강판 수요 불확실성에 주목
- ✓ 견조했던 주가 흐름이 이제는 부담. 투자의견 Buy, 적정주가 67,000원을 유지

## 1Q22, 호실적 예상되나 불확실성은 잔존

1Q22 연결 영업이익은 7,003억원(-9.3% QoQ)을 기록하며 컨센서스(6,252억원)를 상회할 전망이다. 판재류와 봉형강류 모두 원재료 가격 상승으로 스프레드가 각각 -7.8% QoQ, -5.8% QoQ 감소할 예정이다. 다만 봉형강류에서의 판가 상승(+1.6% QoQ)과 판매량 회복(4.6% QoQ) 효과가 감익 폭을 예상보다 완화시킬 전망이다. 다만 3월 당진제철소 사고가 판매량에 주는 영향이 아직 불확실하다는 측면은 리스크 요인으로 남아있다. 감익 기조는 3Q22까지 지속될 것으로 보인다. 2Q22 중 자동차 강판 협상에 대한 기대감이 남아있으나 급등한 원재료 가격을 온전히 반영하는 수준의 인상은 어려울 가능성이 높다.

## 자동차 강판 수요에 드리워진 그늘

러시아 사태 이후 유럽 철강 가격 상승에 대한 기대감이 주가 흐름에 반영되고 있다. 그러나 아시아 철강사들의 수혜 폭은 크지 않다. 오히려 1) 유연탄 등 원재료 가격 급등, 2) 러시아 공장 가동 차질, 3) 러시아산 팔라듐 공급부족 등으로 인한 자동차 생산량 감소가 차량용 강판 수요에 미칠 악영향이 더 유의미하다. CoVID-19 이전 분기별 100만톤 수준을 기록하던 자동차강판 판매량은 80만톤 수준으로 내려왔으며 2022년 내 회복이 어려울 것으로 보인다.

## 수요 불확실성 대비 견조했던 주가 흐름이 이제는 부담

밸류에이션 매력은 긍정적이다. 다만 수요 불확실성(러시아 사태, 중국 부동산 경기 부진) 대비 그동안 주가 흐름이 견조했기 때문에 단기적으로는 숨을 고르는 주가 흐름이 예상된다. 투자의견 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 (%)
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
2021	22,849.9	2,447.5	1,461.4	10,951	-442.0	133,902	3.7	0.3	4.1	8.5	102.9
2022E	28,026.8	2,400.5	1,574.4	11,798	5.1	144,714	3.5	0.3	4.2	8.5	93.2
2023E	26,643.0	2,325.4	1,510.8	11,321	-4.0	154,852	3.6	0.3	3.8	7.6	81.6
2024E	26,627.7	2,036.1	1,338.4	10,030	-11.4	163,699	4.1	0.3	3.7	6.3	74.0

표1 현대제철 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,813.7	4,927.4	38.3	6,440.5	5.8	6,604.3	3.2
영업이익	700.3	303.9	130.4	772.1	-9.3	625.2	12.0
세전이익	654.2	286.4	128.4	559.0	17.0	573.9	14.0
지배순이익	471.9	209.9	124.9	331.5	42.4	410.3	15.0

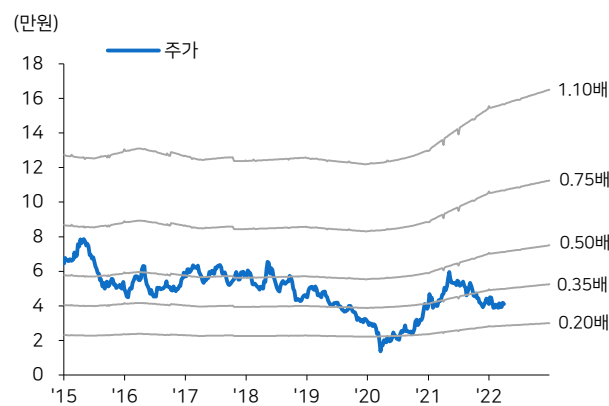
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대제철 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	27,411.7	26,903.9	28,026.8	26,643.0	2.2%	-1.0%
영업이익	2,445.0	2,047.2	2,400.5	2,325.4	-1.8%	13.6%
영업이익률	8.9%	7.6%	8.6%	8.7%	-0.4%p	1.1%p
당기순이익	1,568.8	1,235.6	1,582.3	1,518.4	0.9%	22.9%

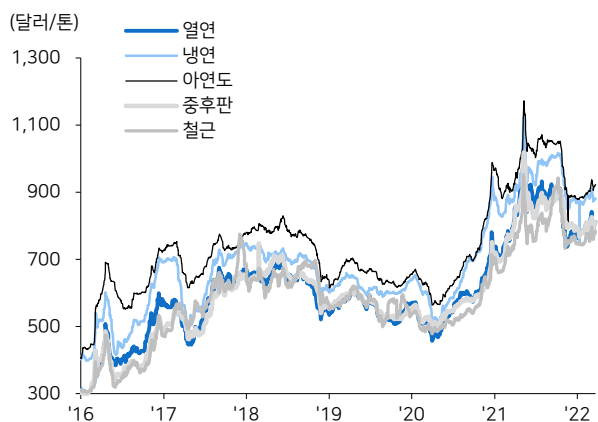
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



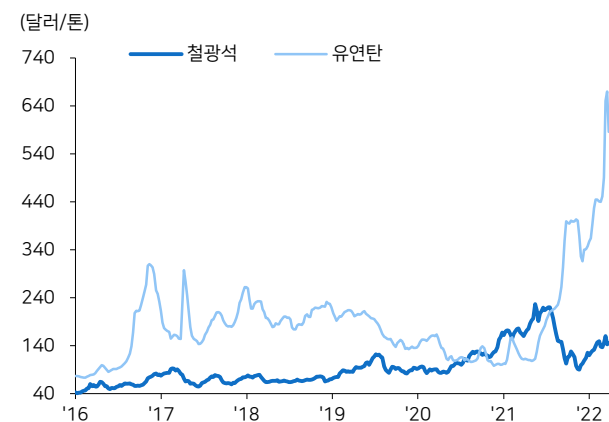
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 강종별 유통 가격 추이



자료: Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

그림3 철광석 및 유연탄 국제 가격 추이



주: 호주산 철광석 중국 수입 가격, 호주산 유연탄 수출 가격

자료: 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 추이 및 전망

주요 지표	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
원/달러	1,123.0	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,205.0	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.3	1,143.9	1,197.5	1,155.0
<b>판매량 (천톤)</b>												
고로 판매량	3,054.0	2,833.0	2,600.0	2,735.0	2,926.1	2,877.6	2,875.9	2,895.6	11,549.7	11,222.0	11,575.2	12,164.3
성장률 (% QoQ, YoY)	-1.2	-7.2	-8.2	5.2	7.0	-1.7	-0.1	0.7	-1.9	-2.8	3.1	5.1
전기로 판매량	1,872.0	2,202.0	1,937.0	1,877.0	1,895.8	2,123.3	2,017.1	2,057.4	8,127.8	7,888.0	8,093.6	8,340.3
성장률 (% QoQ, YoY)	-6.0	17.6	-12.0	-3.1	1.0	12.0	-5.0	2.0	-14.9	-2.9	2.6	3.0
<b>ASP (원/kg)</b>												
봉형강류	902.9	1,005.6	1,184.9	1,280.6	1,301.3	1,337.5	1,323.8	1,291.5	830.7	1,090.9	1,202.2	1,048.1
성장률 (% QoQ, YoY)	7.3	11.4	17.8	8.1	1.6	2.8	-1.0	-2.4	-4.6	31.3	18.5	-12.8
판재류	839.3	936.4	1,098.0	1,213.9	1,173.5	1,252.4	1,244.2	1,139.5	765.1	1,014.8	1,313.9	1,272.4
성장률 (% QoQ, YoY)	12.2	11.6	17.3	10.6	-3.3	6.7	-0.7	-8.4	-8.1	32.6	20.4	-3.2
<b>스프레드 (원/kg)</b>												
봉형강류	465.1	492.3	584.4	641.1	603.9	565.7	552.1	531.2	511.2	543.1	563.6	512.3
성장률 (% QoQ, YoY)	-5.7	5.9	18.7	9.7	-5.8	-6.3	-2.4	-3.8	1.2	6.3	3.8	-9.1
판재류	533.7	508.5	579.0	663.7	612.2	577.3	574.3	604.5	465.1	550.9	592.1	575.6
성장률 (% QoQ, YoY)	9.8	7.0	13.9	14.6	-7.8	-5.7	-0.5	5.3	-8.8	18.5	7.5	-2.8
<b>연결 실적 (십억원)</b>												
<b>매출액</b>	<b>4,927.4</b>	<b>5,621.9</b>	<b>5,860.2</b>	<b>6,440.5</b>	<b>6,813.7</b>	<b>7,390.9</b>	<b>7,084.2</b>	<b>6,737.9</b>	<b>18,023.4</b>	<b>22,849.9</b>	<b>28,026.8</b>	<b>26,643.0</b>
별도	4,251.9	4,866.0	5,150.0	5,723.6	5,917.8	6,448.2	6,236.0	5,944.9	15,568.0	19,991.5	24,546.8	23,330.4
현대비앤지스틸	195.2	216.8	220.3	223.4	298.7	309.5	256.6	230.4	680.2	855.7	1,095.1	1,061.4
기타 및 내부거래	480.3	539.1	489.9	493.4	597.2	633.3	591.7	562.7	1,775.1	2,002.7	2,384.9	2,251.2
매출액 성장률 (% YoY)	5.6	36.7	31.3	34.7	38.3	31.5	20.9	4.6	-12.1	26.8	22.7	-4.9
<b>영업이익</b>	<b>303.9</b>	<b>545.3</b>	<b>826.2</b>	<b>772.1</b>	<b>700.3</b>	<b>579.3</b>	<b>517.1</b>	<b>603.7</b>	<b>73.0</b>	<b>2,447.5</b>	<b>2,400.5</b>	<b>2,325.4</b>
별도	296.6	483.7	780.6	739.0	656.0	523.4	475.3	571.9	41.7	2,299.8	2,226.5	2,150.2
현대비앤지스틸	22.4	24.4	21.3	21.6	36.2	24.0	22.1	16.4	33.4	89.7	98.7	102.4
기타 및 내부거래	-15.0	37.2	24.3	11.5	8.2	31.9	19.8	15.4	-2.0	58.0	75.3	72.8
영업이익률 (%)	6.2	9.7	14.1	12.0	10.3	7.8	7.3	9.0	0.4	10.7	8.6	8.7
영업이익 성장률 (% YoY)	흑전	3,804.4	2,375.5	1,293.9	130.4	6.2	-37.4	-21.8	-78.0	3,251.3	-1.9	-3.1
세전이익	286.4	494.8	808.9	559.0	654.2	534.7	452.6	541.1	-503.9	2,149.1	2,182.5	2,094.3
<b>당기순이익</b>	<b>219.9</b>	<b>352.5</b>	<b>595.9</b>	<b>336.8</b>	<b>474.3</b>	<b>387.6</b>	<b>328.1</b>	<b>392.3</b>	<b>-440.1</b>	<b>1,505.2</b>	<b>1,582.3</b>	<b>1,518.4</b>
지배순이익	209.9	335.2	584.9	331.5	471.9	385.7	326.5	390.3	-430.0	1,461.4	1,574.4	1,510.8

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

## 현대제철 (004020)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	18,023.4	22,849.9	28,026.8	26,643.0	26,627.7
매출액증가율 (%)	-12.1	26.8	22.7	-4.9	-0.1
매출원가	16,930.2	19,326.4	24,505.1	23,163.6	23,401.0
매출총이익	1,093.2	3,523.6	3,521.7	3,479.4	3,226.8
판매관리비	1,020.2	1,076.1	1,121.2	1,154.1	1,190.6
영업이익	73.0	2,447.5	2,400.5	2,325.4	2,036.1
영업이익률	0.4	10.7	8.6	8.7	7.6
금융손익	-360.3	-196.0	-287.2	-319.8	-261.7
종속/관계기업손익	18.9	3.2	-4.9	-3.7	-5.4
기타영업외손익	-235.6	-105.5	74.1	92.5	86.3
세전계속사업이익	-503.9	2,149.1	2,182.5	2,094.3	1,855.4
법인세비용	-63.8	644.0	600.2	575.9	510.2
당기순이익	-440.1	1,505.2	1,582.3	1,518.4	1,345.2
지배주주지분 순이익	-430.0	1,461.4	1,574.4	1,510.8	1,338.4

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,934.8	12,775.8	14,311.3	14,869.7	15,553.1
현금및현금성자산	917.2	1,380.9	426.7	1,616.8	2,301.5
매출채권	2,465.4	3,139.4	3,887.0	3,697.3	3,696.9
재고자산	4,687.8	6,730.4	8,333.2	7,926.6	7,925.7
비유동자산	24,910.3	24,266.5	23,774.3	23,396.0	23,168.0
유형자산	19,874.3	19,251.4	18,741.7	18,377.2	18,152.7
무형자산	1,507.1	1,364.5	1,360.4	1,356.3	1,352.2
투자자산	1,958.5	2,005.4	2,027.1	2,017.5	2,018.1
자산총계	34,845.0	37,042.3	38,085.6	38,265.8	38,721.1
유동부채	6,072.7	7,466.8	7,690.2	7,600.2	7,605.5
매입채무	1,429.7	2,207.0	2,309.0	2,263.9	2,266.5
단기차입금	553.4	506.6	526.6	526.6	526.6
유동성장기부채	2,341.1	2,556.2	2,556.2	2,556.2	2,556.2
비유동부채	12,079.3	11,315.1	10,684.1	9,593.8	8,856.6
사채	4,694.4	4,471.8	4,248.2	4,235.2	3,811.7
장기차입금	5,207.9	4,670.6	4,203.5	3,152.6	2,837.4
부채총계	18,152.0	18,781.9	18,374.4	17,194.1	16,462.1
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1
기타포괄이익누계액	951.5	1,049.2	1,049.2	1,049.2	1,049.2
이익잉여금	10,933.1	12,358.5	13,801.4	15,154.3	16,334.9
비지배주주지분	347.6	391.8	399.7	407.3	414.1
자본총계	16,693.0	18,260.4	19,711.2	21,071.7	22,259.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	2,008.4	2,002.9	926.7	3,448.5	2,762.3
당기순이익(손실)	-440.1	1,505.2	1,582.3	1,518.4	1,345.2
유형자산상각비	1,493.1	1,531.0	1,504.6	1,459.0	1,428.4
무형자산상각비	86.1	60.8	4.2	4.1	4.1
운전자본의 증감	573.6	-1,725.7	-2,149.5	496.3	8.1
투자활동 현금흐름	-2,437.8	-663.4	-1,082.4	-1,035.1	-1,181.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,033.6	-904.5	-995.0	-1,094.4	-1,203.9
투자자산의감소(증가)	45.2	-4.1	11.6	53.5	39.8
재무활동 현금흐름	454.5	-887.3	-798.5	-1,223.4	-896.5
차입금의 증감	1,521.5	-663.0	-666.9	-1,065.5	-738.7
자본의 증가	-8.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1.5	463.7	-954.2	1,190.1	684.8
기초현금	915.8	917.2	1,380.9	426.7	1,616.8
기말현금	917.2	1,380.9	426.7	1,616.8	2,301.5

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	135,062	171,230	210,024	199,654	199,540
EPS(지배주주)	-3,222	10,951	11,798	11,321	10,030
CFPS	12,422	30,739	29,767	28,772	26,548
EBITDAPS	12,381	30,269	29,295	28,390	25,992
BPS	122,488	133,902	144,714	154,852	163,699
DPS	500	1,000	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	1.3	2.4	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	-12.3	3.7	3.5	3.6	4.1
PCR	3.2	1.3	1.4	1.4	1.5
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	1,652.2	4,039.2	3,909.3	3,788.5	3,468.6
EV/EBITDA	10.2	4.1	4.2	3.8	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.6	8.5	8.5	7.6	6.3
EBITDA 이익률	9.2	17.7	13.9	14.2	13.0
부채비율	108.7	102.9	93.2	81.6	74.0
금융비용부담률	1.8	1.3	1.2	1.3	1.2
이자보상배율(x)	0.2	8.1	7.2	6.7	6.4
매출채권회전율(x)	7.1	8.2	8.0	7.0	7.2
재고자산회전율(x)	3.6	4.0	3.7	3.3	3.4

## 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	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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.20	산업브리프	Hold	30,000	민사영	-3.1	1.7	
2020.02.14				Univ Out			
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	-	-	