

현대제철 (004020)

자산 가치 회복을 기다리며

3Q23(P): 매출액 6.3조원, 영업이익 2,280억원

영업이익, Consensus(2,620억원) 하회

1) **본사:** 제품 판매량은 전분기비 -7% 감소한 454만톤 기록. 판재류와 봉형강류는 각각 전분기비 -3%, -17% 감소했으며 기타 제품은 +5% 증가. 판재류는 차강판 판매가 견조하게 이어지며 비교적 선방했으나 봉형강류 판매는 계절적 비수기를 감안하더라도 기대에 미치지 못한 판매량을 기록한 것으로 판단. 스프레드는 판재류와 봉형강류 모두 전분기비 축소된 것으로 관측. 판재류는 제품 판매단가 하락이 주원료비 투입원가 하락보다 더 크게 나타났으며 봉형강류는 고가 철스크랩 재고가 3Q 원가에 부정적 영향을 미쳤던 것으로 파악.
 2) **자회사:** 국내 자회사 합산 영업이익은 전분기와 유사한 수준을 나타냈던 것으로 추정. 해외는 강관 가격 약세 등에 따라 미주 지역 영업이익이 전분기비 하락한 것으로 판단.

4Q23, 계절적 성수기 영향 제한적일 것으로 전망

주요 전방산업 중 하나인 자동차 산업의 4Q 생산 및 판매가 전분기 증가할 것으로 전망되어 판재류 판매량 역시 동반 증가가 예상. 판재류 대비 상대적으로 계절적 영향을 많이 받는 봉형강류 판매량 또한 전분기비 증가할 것으로 추정되지만 그 폭은 제한적일 수 있어. 주거용 뿐만 아니라 비주거용 건설 수요 부진이 이어질 것으로 전망되기 때문. 철근 판매가격은 철스크랩 가격 및 전력비 등에 연동되어 스프레드는 유지할 수 있지만 생산 및 판매량이 예년 수준을 밑돌 경우 고정비에 부담 줄 수 있어.

결국 자산 가치는 수익성으로 증명해야

동사의 PBR(2023년 예상 BPS 기준)은 0.21x로 철강업종 내에서도 낮은 수준에 머무르고 있어 주가의 하방 경직성은 만들어낼 수 있어. 하지만 자산 가치 상승은 수익성으로 증명할 수 밖에 없어. 예상보다 더 부진한 봉형강류 업황 등을 고려하여 2024년 영업이익 추정치 등을 하향 조정하며 이를 반영하여 목표주가는 47,000원에서 43,000원으로 조정.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **43,000원 (D)**

현재주가 (10/25) **33,250원**

상승여력 **29%**

시가총액	44,371억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	172억원
60일 평균 거래량	476,754주
52주 고/저	40,200원 / 28,100원
외인자본율	26.63%
배당수익률	3.27%
주요주주	기아 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.2)	(3.5)	13.3
상대	(9.4)	7.7	7.1
절대 (달러환산)	(15.0)	(8.8)	20.3

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,283	-10.2	-12.0	6,348	-1.0
영업이익	228	-38.8	-51.0	262	-12.8
세전계속사업이익	172	-46.7	-54.8	188	-8.1
지배순이익	135	-50.8	-54.5	136	-0.3
영업이익률 (%)	3.6	-1.7 %pt	-2.9 %pt	4.1	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	2.2	-1.7 %pt	-2.0 %pt	2.1	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	22,850	27,341	26,256	26,600
영업이익	2,448	1,616	1,272	1,110
지배순이익	1,461	1,018	786	605
PER	4.3	4.8	5.6	7.3
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.3	4.5	6.4	4.7
ROE	8.5	5.6	4.0	2.9

자료: 유안타증권

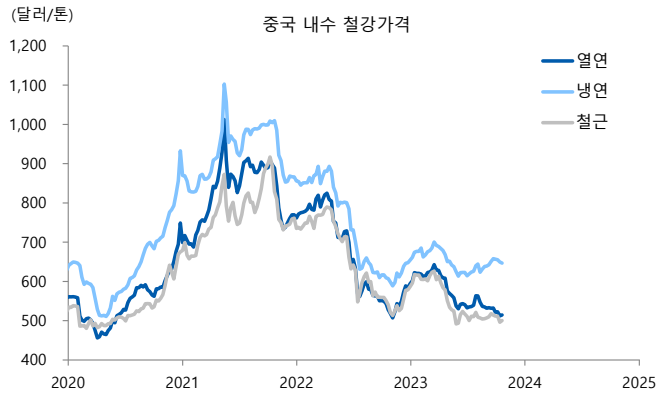
[표-1] 현대제철 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY	4Q23E
매출액	27,341	26,256	26,600	6,980	7,381	7,000	5,980	6,389	7,138	6,283	-12.0%	-10.2%	6,446
별도	23,667	22,152	22,476	6,086	6,546	6,028	5,007	5,604	5,863	5,243	-10.6%	-13.0%	5,442
국내 기타	2,961	2,782	2,900	726	759	636	840	574	811	670	-17.3%	5.5%	727
해외	4,654	4,818	4,841	1,037	1,088	1,301	1,229	1,170	1,211	1,228	1.4%	-5.6%	1,209
(연결조정)	3,941	3,495	3,617	869	1,012	964	1,096	959	747	858	-	-	932
영업이익	1,616	1,272	1,110	697	822	373	-276	334	465	228	-51.0%	-38.8%	245
이익률	5.9%	4.8%	4.2%	10.0%	11.1%	5.3%	-4.6%	5.2%	6.5%	3.6%	-2.9%p	-1.7%p	3.8%
별도	1,465	1,176	1,009	612	803	343	-293	343	426	189	-55.6%	-44.8%	218
이익률	6.2%	5.3%	4.5%	10.1%	12.3%	5.7%	-5.9%	6.1%	7.3%	3.6%	-3.7%p	-2.1%p	4.0%
국내 기타	57	6	14	38	36	-15	-2	-8	7	3	-52.1%	흑전	4
이익률	1.9%	0.2%	0.5%	5.3%	4.8%	-2.3%	-0.3%	-1.5%	0.9%	0.5%	-0.4%p	2.8%p	0.5%
해외	76	69	88	55	25	34	-37	30	11	6	-47.3%	-82.9%	22
이익률	1.6%	1.4%	1.8%	5.3%	2.3%	2.6%	-3.0%	2.6%	0.9%	0.5%	-0.4%p	-2.1%p	1.8%
(연결조정)	-18	-22	2	7	42	-11	-57	31	-21	-30	-	-	-2
세전이익	1,349	1,011	782	649	758	323	-382	295	382	172	-54.8%	-46.7%	163
이익률	4.9%	3.9%	2.9%	9.3%	10.3%	4.6%	-6.4%	4.6%	5.3%	2.7%	-2.6%p	-1.9%p	2.5%
지배순이익	1,018	786	605	476	548	275	-281	228	297	135	-54.5%	-50.8%	125
이익률	3.7%	3.0%	2.3%	6.8%	7.4%	3.9%	-4.7%	3.6%	4.2%	2.2%	-2.0%p	-1.8%p	1.9%

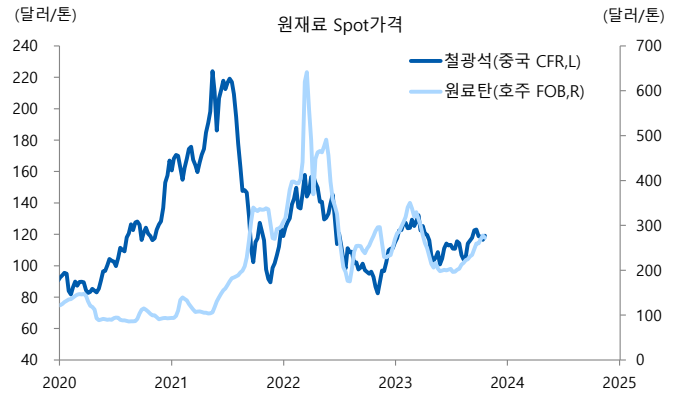
자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 내수 철강 제품가격



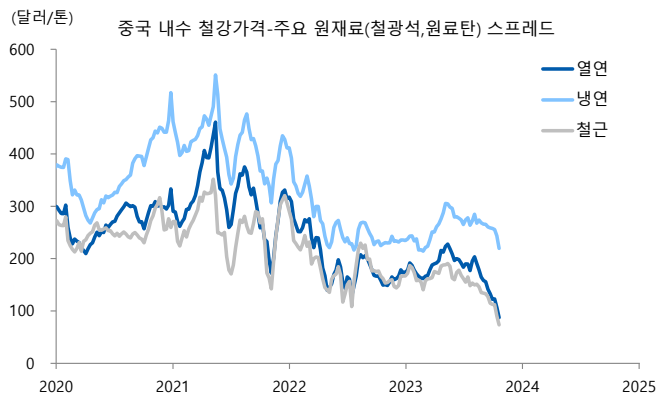
자료: Platts

[그림-2] 원재료 Spot 가격



자료: Platts

[그림-3] 중국 주요 제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-4] 국내 봉형강류 유통가격



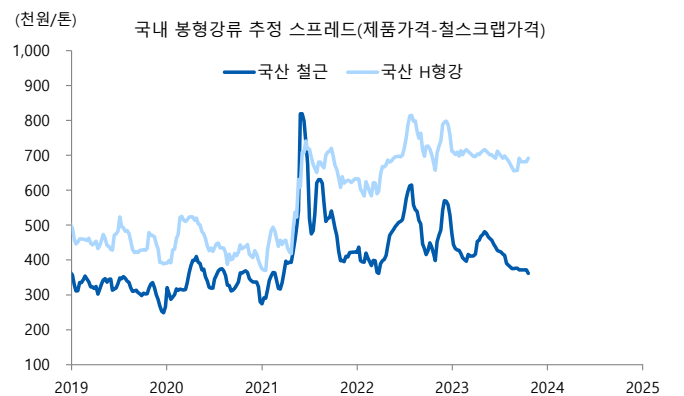
자료: 스틸데일리

[그림-5] 국내 철스크랩가격



자료: 스틸데일리

[그림-6] 국내 봉형강류 추정 스프레드



자료: 유안타증권

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	22,850	27,341	26,256	26,600	27,343
매출원가	19,326	24,507	23,713	24,183	24,786
매출총이익	3,524	2,834	2,543	2,417	2,557
판매비	1,076	1,217	1,271	1,307	1,344
영업이익	2,448	1,616	1,272	1,110	1,213
EBITDA	4,039	3,205	2,124	2,732	2,762
영업외손익	-298	-268	-261	-329	-294
외환관련손익	32	-142	10	52	-68
이자손익	-285	-313	-335	-297	-263
관계기업관련손익	3	12	3	0	0
기타	-48	175	61	-83	37
법인세비용차감전순손익	2,149	1,349	1,011	782	919
법인세비용	644	310	249	195	230
계속사업순손익	1,505	1,038	762	586	689
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,505	1,038	762	586	689
지배지분순이익	1,461	1,018	786	605	712
포괄순이익	1,634	1,001	897	586	689
지배지분포괄이익	1,589	977	914	593	697

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	2,003	2,180	-498	165	824
당기순이익	1,505	1,038	762	586	689
감가상각비	1,531	1,531	811	1,548	1,485
외환손익	-19	9	-34	-52	68
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,726	-738	-3,151	-3,576	-3,067
기타현금흐름	712	339	1,114	1,659	1,649
투자활동 현금흐름	-663	-1,395	-174	-800	-1,051
투자자산	43	-172	504	0	-22
유형자산 증가 (CAPEX)	-904	-1,021	-669	-800	-1,000
유형자산 감소	16	21	11	0	0
기타현금흐름	182	-222	-20	0	-28
재무활동 현금흐름	-887	-469	-1,057	-1,099	-596
단기차입금	-56	866	369	0	-497
사채 및 장기차입금	-607	-1,488	-1,298	-1,000	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-67	-132	-132	-99	-99
기타현금흐름	-158	285	5	0	0
연결범위변동 등 기타	11	2	1,511	1,566	1,452
현금의 증감	464	318	-217	-167	630
기초 현금	917	1,381	1,699	1,481	1,314
기말 현금	1,381	1,699	1,481	1,314	1,944
NOPLAT	2,448	1,616	1,272	1,110	1,213
FCF	1,098	1,159	-1,167	-635	-176

자료: 유안타증권

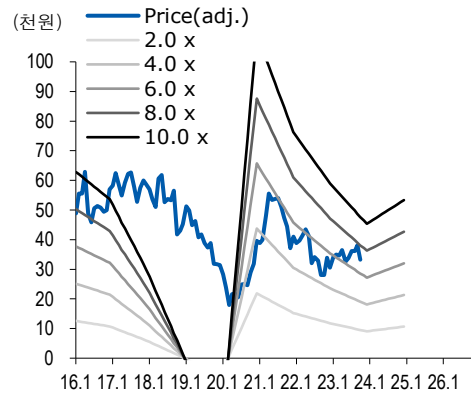
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	12,776	13,191	13,832	14,284	14,949
현금및현금성자산	1,381	1,699	1,481	1,314	1,944
매출채권 및 기타채권	3,226	2,718	3,500	3,700	3,701
재고자산	6,730	6,704	7,367	7,786	7,788
비유동자산	24,266	23,610	22,736	21,914	21,387
유형자산	19,251	18,755	17,613	16,865	16,380
관계기업 등 지분관련 자산	177	260	258	258	265
기타투자자산	1,828	1,729	1,978	1,978	1,993
자산총계	37,042	36,801	36,568	36,198	36,336
유동부채	7,467	8,119	7,064	6,206	5,718
매입채무 및 기타채무	3,914	3,383	2,501	2,644	2,644
단기차입금	507	1,347	1,714	1,714	1,214
유동성장기부채	2,556	2,795	2,442	1,442	1,442
비유동부채	11,315	9,553	8,635	8,635	8,671
장기차입금	4,671	3,591	3,056	3,056	3,056
사채	4,472	3,796	3,420	3,420	3,420
부채총계	18,782	17,672	15,698	14,841	14,389
지배지분	17,869	18,714	20,479	20,985	21,598
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,906	3,906	3,906
이익잉여금	12,359	13,374	14,028	14,535	15,148
비지배지분	392	415	391	372	349
자본총계	18,260	19,129	20,869	21,357	21,947
순차입금	10,505	9,326	8,802	7,969	6,814
총차입금	13,165	12,544	11,615	10,615	10,118

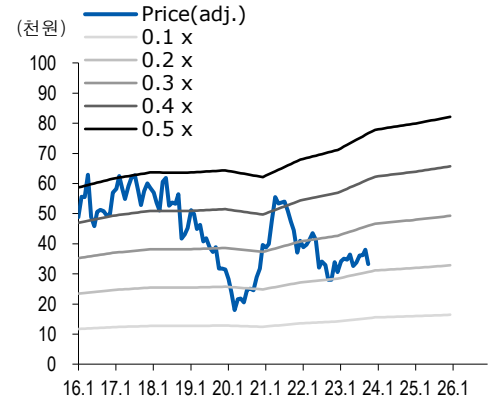
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	10,951	7,625	5,892	4,535	5,332
BPS	135,836	142,260	155,676	159,527	164,186
EBITDAPS	30,269	24,017	15,914	20,474	20,698
SPS	171,230	204,882	196,757	199,333	204,896
DPS	1,000	1,000	750	750	750
PER	4.3	4.8	5.6	7.3	6.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.3	4.5	6.4	4.7	4.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	26.8	19.7	-4.0	1.3	2.8
영업이익 증가율 (%)	3,251.3	-34.0	-21.3	-12.7	9.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-30.4	-22.7	-23.0	17.6
매출총이익률 (%)	15.4	10.4	9.7	9.1	9.4
영업이익률 (%)	10.7	5.9	4.8	4.2	4.4
지배순이익률 (%)	6.4	3.7	3.0	2.3	2.6
EBITDA 마진 (%)	17.7	11.7	8.1	10.3	10.1
ROIC	6.6	4.7	3.5	3.1	3.5
ROA	4.1	2.8	2.1	1.7	2.0
ROE	8.5	5.6	4.0	2.9	3.3
부채비율 (%)	102.9	92.4	75.2	69.5	65.6
순차입금/자기자본 (%)	58.8	49.8	43.0	38.0	31.5
영업이익/금융비용 (배)	8.1	4.5	3.0	2.8	3.3

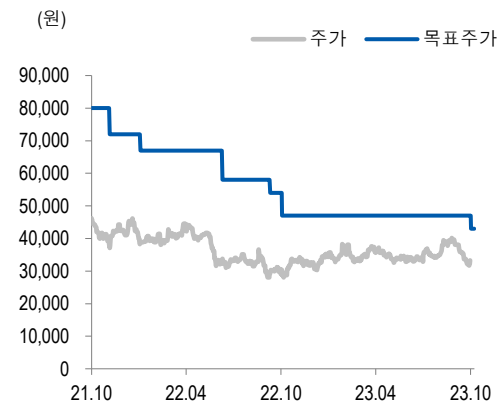
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-10-26	Buy	43,000	1년		
2022-10-28	Buy	47,000	1년	-26.68	-14.47
2022-10-05	Buy	54,000	1년	-43.90	-42.22
2022-07-05	Buy	58,000	1년	-43.60	-36.90
2022-01-28	Buy	67,000	1년	-40.60	-33.51
2021-11-30	Buy	72,000	1년	-41.12	-35.90
2021-07-28	Buy	80,000	1년	-41.29	-32.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-10-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.