

현대제철 (004020)

자산가치 회복은 수익성 개선부터 시작

4Q23(P): 매출액 6.1조원, 영업이익 -2,200억원

영업이익, Consensus(-110억원) 하회

1) **별도**: 제품 판매량은 전분기비 -3% 감소한 441만톤 기록. 판재류는 전분기비 +1% 증가했으나 봉형강류가 계절적 성수기였음에도 -2% 감소. 또한 반제품 등 기타 품목 판매량은 -29% 감소. 철근 판매는 양호했던 것으로 파악되나 H형강 및 기타 형강 판매가 부진했던 것으로 관측. 3Q23에 이어 2개 분기 연속 판재류와 봉형강류 모두 스프레드가 전분기비 축소된 것으로 파악. 4Q23 하락한 제품가격은 당분기 판매 뿐만 아니라 재고자산에도 부정적 영향을 미치며 원가에 부담을 줬던 것으로 추정. 또한 기타 일회성 비용들이 반영되며 영업적자 시현. 2) **연결**: 해외 철강제품 가격은 국내 대비 상대적으로 양호한 흐름을 나타내며 주요 해외법인 영업이익은 전분기비 개선된 것으로 파악.

2024년 실적, 주요 변수는 봉형강이 될 것

별도 기준 2024년 판매량 가이던스는 전년비 약 -2% 감소한 1,816만톤 제시. 그러나 분할되는 강관사업부 영향을 고려하면 실질적으로는 +1~2% 증가하는 수치. 판재류는 전년만큼 수요 개선세가 크지는 않을 것으로 사료되나 자동차 및 조선 등이 견조한 수요를 나타내며 전년비 소폭 증가가 가능할 것으로 추정. 21~22년 예년 대비 높은 수익성을 보여줬던 봉형강류는 23년 국내 건설 경기 위축으로 수익성 악화. 24년 역시 건설할 수요 회복에 대해서는 쉽게 장담할 수 없는 상황. 올해 실적 회복 여부의 키는 봉형강류가 될 것으로 판단.

대표적 저 PBR주이기는 하지만...

동사는 2023년 PBR 0.2x~0.3x 수준에 머무르며 업종 뿐만 아니라 KOSPI 내에서도 대표적 저 PBR주로 꼽히는 상황. 그렇기에 주가의 하방 경직성에 대해서는 논할 수 있으나 저 PBR이 추가 상승의 모멘텀은 될 수 없어. 저 PBR 탈피를 위해서는 향후 기업의 미래 성장을 위한 투자와 진행 중인 사업의 수익성 회복 그리고 주주가치 제고 등이 필요하다고 판단.



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

BUY (M)

목표주가 **43,000원 (M)**

현재주가 (1/30) **34,200원**

상승여력 **26%**

시가총액	45,638억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	254,911주
52주 고/저	40,200원 / 31,000원
외인지분율	26.38%
배당수익률	3.27%
주요주주	기아 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.3)	4.7	(1.6)
상대	(0.4)	(3.1)	(3.5)
절대 (달러환산)	(9.2)	6.4	(9.1)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,104	2.1	-2.8	6,246	-2.3
영업이익	-220	적지	적전	-11	-1,836.4
세전계속사업이익	-307	적지	적전	-66	-368.9
지배순이익	-193	적지	적전	-74	-159.2
영업이익률 (%)	-3.6	적지	적전	-0.2	-3.4 %pt
지배순이익률 (%)	-3.2	적지	적전	-1.2	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	22,850	27,341	25,915	25,855
영업이익	2,448	1,616	807	851
지배순이익	1,461	1,018	468	471
PER	4.3	4.8	10.4	9.7
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.3	4.5	5.4	5.2
ROE	8.5	5.6	2.4	2.3

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023P	2024E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	27,341	25,915	25,855	6,389	7,138	6,283	6,104	-2.8%	2.1%	6,154	6,697	6,438	6,566
별도	23,667	21,609	21,658	5,604	5,863	5,243	4,899	-6.6%	-2.2%	5,120	5,614	5,397	5,526
국내 기타	2,961	2,697	2,780	574	811	661	652	-1.3%	-22.4%	639	733	694	714
해외	4,654	4,810	4,832	1,170	1,211	1,221	1,208	-1.1%	-1.7%	1,203	1,211	1,211	1,208
(연결조정)	3,941	3,202	3,415	959	747	842	655	-	-	808	860	864	883
영업이익	1,616	807	851	334	465	228	-220	적전	적지	119	235	220	278
이익률	5.9%	3.1%	3.3%	5.2%	6.5%	3.6%	-3.6%	-7.2%p	1.0%p	1.9%	3.5%	3.4%	4.2%
별도	1,465	659	703	343	426	189	-299	적전	적지	91	199	178	235
이익률	6.2%	3.1%	3.2%	6.1%	7.3%	3.6%	-6.1%	-9.7%p	-0.2%p	1.8%	3.5%	3.3%	4.3%
국내 기타	57	1	36	-8	7	3	0	-100.0%	-100.0%	0	10	14	12
이익률	1.9%	0.0%	1.3%	-1.5%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.4%p	0.3%p	-0.1%	1.4%	2.0%	1.7%
해외	76	67	102	30	11	5	22	386.2%	흑전	25	25	25	28
이익률	1.6%	1.4%	2.1%	2.6%	0.9%	0.4%	1.8%	1.4%p	4.8%p	2.0%	2.1%	2.0%	2.3%
(연결조정)	-18	-79	-10	31	-21	-32	-57	-	-	-3	0	-4	-3
세전이익	1,349	541	605	295	382	172	-307	적전	적지	77	164	157	208
이익률	4.9%	2.1%	2.3%	4.6%	5.3%	2.7%	-5.0%	-7.8%p	1.4%p	1.2%	2.5%	2.4%	3.2%
지배순이익	1,018	468	471	228	297	135	-193	적전	적지	60	128	122	161
이익률	3.7%	1.8%	1.8%	3.6%	4.2%	2.1%	-3.2%	-5.3%p	1.5%p	1.0%	1.9%	1.9%	2.5%

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



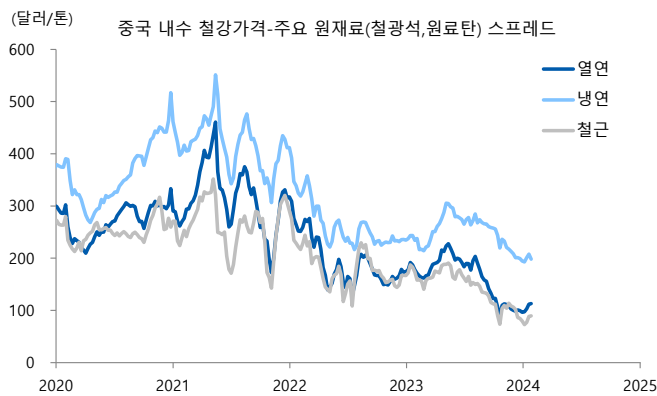
자료: Platts

[그림-2] 원재료 Spot 가격



자료: Platts

[그림-3] 중국 주요 제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



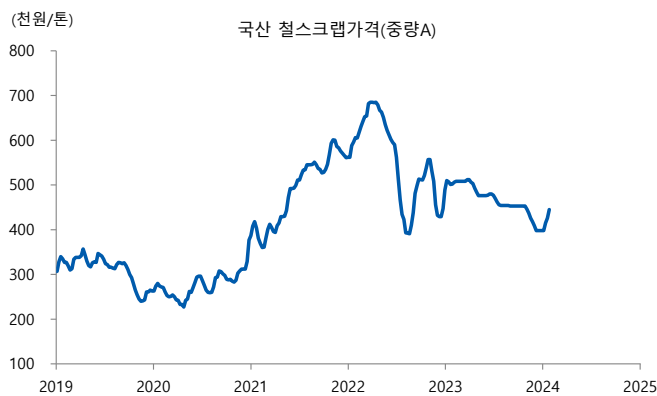
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-4] 국내 봉형강류 유통가격



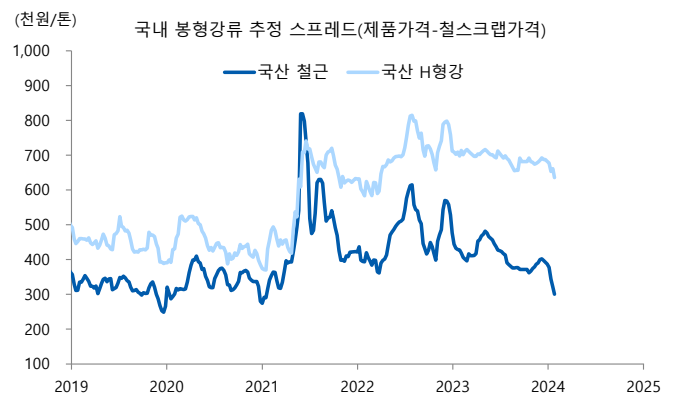
자료: 스틸데일리

[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	25,915	25,855	26,653
매출원가	19,326	24,507	23,774	23,612	24,254
매출총이익	3,524	2,834	2,140	2,243	2,399
판매비	1,076	1,217	1,333	1,391	1,434
영업이익	2,448	1,616	807	851	964
EBITDA	4,039	3,205	2,441	2,440	2,514
영업외손익	-298	-268	-266	-246	-270
외환관련손익	32	-142	-48	-50	-50
이자손익	-285	-313	-330	-278	-262
관계기업관련손익	3	12	7	8	8
기타	-48	175	105	75	35
법인세비용차감전순손익	2,149	1,349	541	605	694
법인세비용	644	310	91	145	167
계속사업순손익	1,505	1,038	450	460	528
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,505	1,038	450	460	528
지배지분순이익	1,461	1,018	468	471	541
포괄순이익	1,634	1,001	612	460	528
지배지분포괄이익	1,589	977	625	475	545

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	574	-601	85
당기순이익	1,505	1,038	450	460	528
감가상각비	1,531	1,531	1,545	1,502	1,469
외환손익	-19	9	24	50	50
중속, 관계기업관련손익	0	0	-3	-8	-8
자산부채의 증감	-1,726	-738	-1,181	-2,683	-2,026
기타현금흐름	712	339	-260	78	71
투자활동 현금흐름	-663	-1,395	-161	-1,247	-1,247
투자자산	43	-172	449	-7	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-904	-1,021	-745	-1,200	-1,200
유형자산 감소	16	21	17	0	0
기타현금흐름	182	-222	119	-40	-40
재무활동 현금흐름	-887	-469	-1,567	-132	-132
단기차입금	-56	866	149	0	0
사채 및 장기차입금	-607	-1,488	-1,593	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-67	-132	-132	-132	-132
기타현금흐름	-158	285	9	0	0
연결범위변동 등 기타	11	2	1,527	2,129	2,032
현금의 증감	464	318	374	150	738
기초 현금	917	1,381	1,699	2,072	2,222
기말 현금	1,381	1,699	2,072	2,222	2,960
NOPLAT	2,448	1,616	807	851	964
FCF	1,098	1,159	-171	-1,801	-1,115

자료: 유안타증권

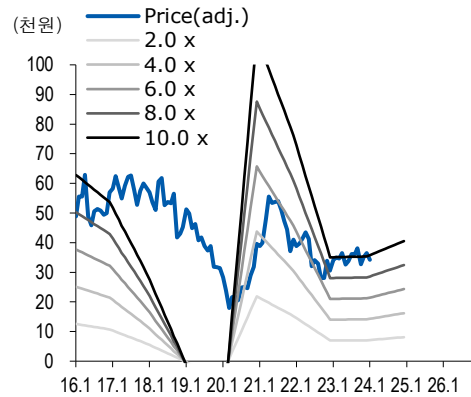
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	12,776	13,191	13,007	13,882	14,565
현금및현금성자산	1,381	1,699	2,072	2,222	2,960
매출채권 및 기타채권	3,226	2,718	3,245	3,490	3,471
재고자산	6,730	6,704	6,346	6,825	6,789
비유동자산	24,266	23,610	22,961	22,619	22,317
유형자산	19,251	18,755	17,771	17,469	17,200
관계기업 등 지분관련 자산	177	260	267	274	281
기타투자자산	1,828	1,729	2,070	2,070	2,070
자산총계	37,042	36,801	35,968	36,501	36,882
유동부채	7,467	8,119	7,047	7,251	7,236
매입채무 및 기타채무	3,914	3,383	2,705	2,910	2,894
단기차입금	507	1,347	1,494	1,494	1,494
유동성장기부채	2,556	2,795	2,478	2,478	2,478
비유동부채	11,315	9,553	8,305	8,305	8,305
장기차입금	4,671	3,591	3,002	3,002	3,002
사채	4,472	3,796	3,181	3,181	3,181
부채총계	18,782	17,672	15,351	15,556	15,540
지배지분	17,869	18,714	20,220	20,560	20,969
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,906	3,906	3,906
이익잉여금	12,359	13,374	13,710	14,050	14,460
비지배지분	392	415	397	386	372
자본총계	18,260	19,129	20,617	20,945	21,341
순차입금	10,505	9,326	7,828	7,679	6,941
총차입금	13,165	12,544	11,100	11,100	11,100

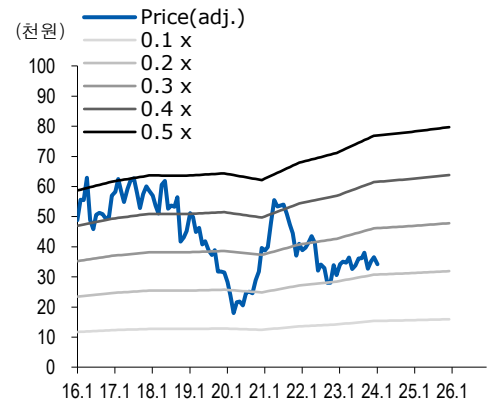
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	10,951	7,625	3,506	3,533	4,053
BPS	135,836	142,260	153,709	156,293	159,405
EBITDAPS	30,269	24,017	18,290	18,286	18,838
SPS	171,230	204,882	194,197	193,747	199,731
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	4.3	4.8	10.4	9.7	8.4
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.3	4.5	5.4	5.2	4.7
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	-5.2	-0.2	3.1
영업이익 증가율 (%)	3,251.3	-34.0	-50.1	5.4	13.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-30.4	-54.0	0.8	14.7
매출총이익률 (%)	15.4	10.4	8.3	8.7	9.0
영업이익률 (%)	10.7	5.9	3.1	3.3	3.6
지배순이익률 (%)	6.4	3.7	1.8	1.8	2.0
EBITDA 마진 (%)	17.7	11.7	9.4	9.4	9.4
ROIC	6.6	4.7	2.4	2.5	2.8
ROA	4.1	2.8	1.3	1.3	1.5
ROE	8.5	5.6	2.4	2.3	2.6
부채비율 (%)	102.9	92.4	74.5	74.3	72.8
순차입금/자기자본 (%)	58.8	49.8	38.7	37.3	33.1
영업이익/금융비용 (배)	8.1	4.5	1.9	2.1	2.4

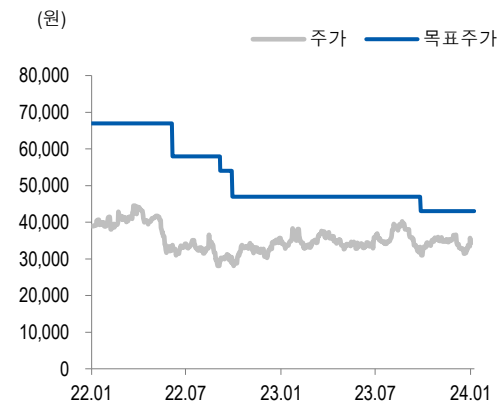
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-01-31	BUY	43,000	1년		
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

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)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-01-30

※해의 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.