



현대제철 (004020)

수익성 개선과 함께 밸류에이션 매력 부각될 전망

▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(상향): 48,000원

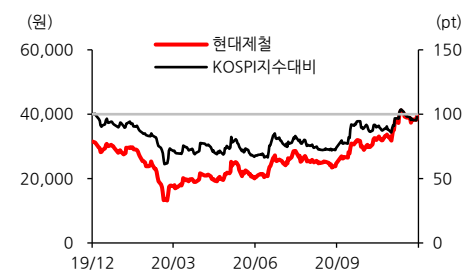
현재 주가(12/30)	39,600원
상승여력	▲21.2%
시가총액	52,845억원
발행주식수	133,446천주
52 주 최고가 / 최저가	41,100 / 13,150원
90 일 일평균 거래대금	511.54억원
외국인 지분율	19.4%
주주 구성	
기아자동차 (외 10인)	36.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.9%
자사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	24.5	61.0	93.2	25.9
상대수익률(KOSPI)	13.6	37.5	56.9	-4.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,513	17,894	19,844	19,992
영업이익	331	121	697	952
EBITDA	1,879	1,676	2,232	2,500
지배주주순이익	17	-86	305	563
EPS	128	-654	2,323	4,290
순차입금	11,216	11,153	10,646	10,236
PER	245.4	-60.6	17.0	9.2
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.2	9.8	7.1	6.2
배당수익률	2.4	1.9	1.9	1.9
ROE	0.1	-0.5	1.8	3.3

주가 추이



내년 상반기까지 철강재 가격 강세가 지속되면서 동사 ASP 도 상승세를 이어갈 전망입니다. 시황호조를 반영해 동사의 실적추정치를 상향하고 목표주가도 48,000 원으로 상향합니다.

4분기 연결 영업이익 1,029억원(+208.0% QoQ) 전망

동사의 4분기 연결 영업이익은 1,029억원(+208.0% QoQ)을 기록하며 시장기대치에 부합할 것으로 전망한다. 1) 자동차 광판 중심의 판매량 회복과 2) 글로벌 철강 가격 강세에 따른 ASP 상승이 호실적을 예상하는 주 요인이다. 4분기 판매량은 509.0만톤(+5.0% QoQ), ASP는 고로와 전기로 각각 3.0만원, 2.5만원 상승했을 것으로 추정된다. 최근 철광석 가격이 급등하며 원가부담이 확대되었음에도 불구하고 강재가격이 빠르게 상승하면서 spread도 개선될 것으로 예상된다.

1H21까지 ASP 상승세 지속 전망

최근 각국 정부의 부양정책과 경기회복에 대한 기대감으로 글로벌 철강재 가격이 강세를 보이고 있다. 주요 철강사들이 2021년 1월 강재 가격 인상을 발표하고 있는 점을 감안하면 현재 업사이클은 2021년 상반기까지 지속될 것으로 전망된다. 유통가격 상승이 조선, 자동차, 건설 등 수요처별 가격인상으로 이어질 가능성이 높다고 판단하며, 내수와 캡티브 비중이 높은 동사의 ASP 상승으로 이어질 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 48,000원으로 상향

동사 목표주가를 기존 35,000원에서 48,000원으로 37.0% 상향한다. 목표주가는 2021년 BPS 12.8만원에 Target P/B 0.37배를 적용해 산출했다. 2021년 영업이익과 순이익 추정치를 각각 28.7%, 24.3% 상향 조정했으며, 개선된 ROE 수준을 고려해 Target P/B도 0.28배에서 0.37배로 상향했다. 현재 동사 주가는 12M Fwd P/B 0.3배 수준에 불과해 밸류에이션 매력은 충분하다고 판단한다.

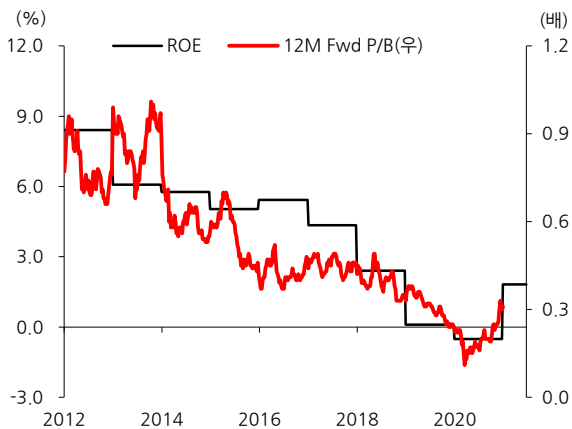
[표1] 현대제철 연결 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	4,668	4,113	4,462	4,651	4,849	4,974	5,055	4,966	20,513	17,894	19,844
본사	4,144	3,679	3,757	4,086	4,276	4,371	4,371	4,318	18,074	15,667	17,336
본사 외	524	435	704	564	573	603	684	648	2,439	2,227	2,509
영업이익	-30	14	33	102.9	147	157	214	179	331	121	697
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	2.2	3.0	3.2	4.2	3.6	1.6	0.7	3.5
순이익	-115	-13	-45	87	93	57	96	63	26	-86	310
순이익률(%)	-2.5	-0.3	-1.0	1.9	1.9	1.1	1.9	1.3	0.1	-0.5	1.6
YoY(%)											
매출액	-8.0	-26.2	-11.6	-3.5	3.9	20.9	13.3	6.8	-1.3	-12.8	10.9
본사	-7.4	-26.7	-15.7	-0.8	3.2	18.8	16.3	5.7	-2.9	-13.3	10.7
본사 외	-11.8	-21.6	19.7	-19.5	9.5	38.7	-2.9	14.9	12.4	-8.7	12.6
영업이익	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	1023.8	541.3	74.1	-67.7	-63.6	478.2
순이익	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-27.3	-93.7	적전	흑전

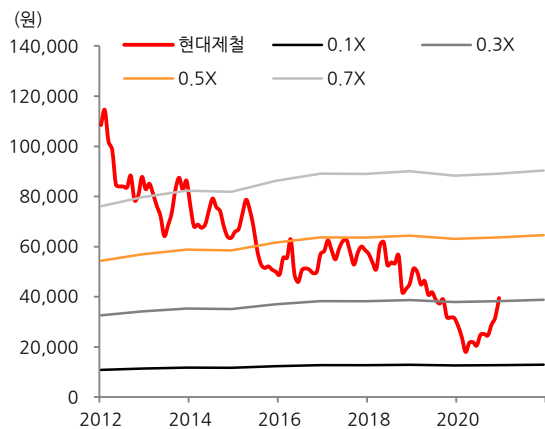
자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대제철 ROE vs P/B 추이



주: 2020년, 2021년 ROE는 한화 추정치
 자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 현대제철 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대제철 연결 영업실적 전망 변경

회사잠정 (십억원)	변경 후		변경 전		변경률(% , %p)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	17,894	19,844	17,826	18,996	0.4	4.5	17,936	19,091
영업이익	121	697	110	542	10.0	28.7	114	555
순이익	-86	310	-158	249	-45.6	24.3	-158	240
이익률(%)								
영업이익	0.7	3.5	0.6	2.9	0.1	0.7	0.6	2.9
순이익	-0.5	1.6	-0.9	1.3	0.4	0.2	-0.9	1.3

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현대제철 별도 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	4,144	3,679	3,757	4,086	4,276	4,371	4,371	4,318	18,074	15,667	17,336
전기로	1,785	1,682	1,544	1,623	1,689	1,706	1,706	1,706	8,116	6,634	6,806
전기로 ASP	825	816	808	833	858	866	866	866	850	820	864
전기로 판매량	2,163	2,061	1,911	1,950	1,969	1,969	1,969	1,969	9,547	8,085	7,876
고로	2,360	1,997	2,213	2,463	2,587	2,665	2,665	2,612	9,958	9,032	10,530
고로 ASP	809	766	754	784	816	832	824	815	845	778	822
고로 판매량	2,916	2,607	2,935	3,140	3,172	3,203	3,236	3,203	11,769	11,598	12,814
스크랩 구매단가	433	413	435	448	448	448	448	448	495	432	448
전기로 마진	392	403	373	385	410	418	418	418	355	388	416
고로 원재료 구매단가	298	296	292	293	291	280	270	248	320	295	272
고로 마진	512	470	463	492	525	552	553	567	526	484	549
영업이익	-21	9	18	77	112	131	163	134	278	84	540
영업이익률(%)	-0.5	0.3	0.5	1.9	2.6	3.0	3.7	3.1	1.5	0.5	3.1
YoY(%)											
매출액	-7.4	-26.7	-15.7	-0.8	3.2	18.8	16.3	5.7	-2.9	-13.3	10.7
봉형강류	-11.6	-26.3	-20.2	-13.5	-5.4	1.4	10.5	5.1	-0.4	-18.3	2.6
봉형강 ASP	-4.4	-5.6	-7.5	4.2	3.9	6.1	7.3	4.0	1.1	-3.5	5.3
봉형강 판매량	-7.6	-21.9	-13.8	-17.0	-9.0	-4.5	3.0	1.0	-1.5	-15.3	-2.6
판재류	-4.0	-27.0	-12.3	9.8	9.7	33.5	20.4	6.0	-4.8	-9.3	16.6
판재류 ASP	-4.5	-11.1	-12.7	-3.0	0.8	8.6	9.2	4.0	-2.5	-7.9	5.6
판재류 판매량	0.5	-17.9	0.5	13.2	8.8	22.9	10.2	2.0	-2.5	-1.5	10.5
스크랩 구매단가	-14.4	-17.9	-12.7	-4.9	3.4	8.5	3.0	0.0	11.4	-12.6	3.6
봉형강 마진	9.8	11.4	-0.7	17.4	4.6	3.8	12.2	8.7	-10.4	9.2	7.2
판재 원재료 구매단가	1.9	-4.3	-14.4	-13.1	-2.1	-5.6	-7.3	-15.2	15.1	-7.9	-7.6
판재류 마진	-7.9	-14.9	-11.7	4.2	2.5	17.7	19.6	15.4	-10.7	-7.9	13.6
영업이익	적전	-95.8	-46.0	흑전	흑전	1323.8	789.4	72.7	-70.2	-69.9	545.1

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,780	20,513	17,894	19,844	19,992
매출총이익	2,072	1,397	1,120	1,731	1,995
영업이익	1,026	331	121	697	952
EBITDA	2,617	1,879	1,676	2,232	2,500
순이자손익	-286	-269	-274	-279	-269
외화관련손익	-63	-33	40	28	-35
지분법손익	18	8	19	0	0
세전계속사업손익	570	52	-92	409	756
당기순이익	408	26	-86	310	572
지배주주순이익	399	17	-86	305	563
증가율(%)					
매출액	8.4	-1.3	-12.8	10.9	0.7
영업이익	-25.0	-67.7	-63.6	478.5	36.6
EBITDA	-8.9	-28.2	-10.8	33.2	12.0
순이익	-43.9	-93.7	적전	흑전	84.7
이익률(%)					
매출총이익률	10.0	6.8	6.3	8.7	10.0
영업이익률	4.9	1.6	0.7	3.5	4.8
EBITDA 이익률	12.6	9.2	9.4	11.2	12.5
세전이익률	2.7	0.3	-0.5	2.1	3.8
순이익률	2.0	0.1	-0.5	1.6	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	1,575	626	1,252	2,068	1,981
당기순이익	408	26	-86	310	572
자산상각비	1,591	1,548	1,555	1,535	1,548
운전자본증감	-817	-904	-276	224	-138
매출채권 감소(증가)	23	26	-300	154	-111
재고자산 감소(증가)	-832	-483	158	-345	-16
매입채무 증가(감소)	198	-200	-275	388	-11
투자현금흐름	-1,165	-1,163	-1,927	-1,462	-1,473
유형자산처분(취득)	-1,154	-1,159	-872	-1,442	-1,452
무형자산 감소(증가)	-4	-13	-19	-21	-21
투자자산 감소(증가)	-133	-19	-952	0	0
재무현금흐름	-419	691	753	-598	-498
차입금의 증가(감소)	-319	791	846	-500	-400
자본의 증가(감소)	-99	-99	-93	-98	-98
배당금의 지급	-99	-99	-98	-98	-98
총현금흐름	2,949	2,049	1,657	1,845	2,119
(-)운전자본증가(감소)	890	757	383	-224	138
(-)설비투자	1,198	1,157	925	1,442	1,452
(+)자산매각	40	-15	33	-21	-21
Free Cash Flow	901	120	383	606	508
(-)기타투자	-199	118	-22	0	0
잉여현금	1,100	2	406	606	508
NOPLAT	735	164	87	527	720
(+) Dep	1,591	1,548	1,555	1,535	1,548
(-)운전자본투자	890	757	383	-224	138
(-)Capex	1,198	1,157	925	1,442	1,452
OpFCF	237	-202	335	844	677

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,769	9,579	10,532	10,746	10,883
현금성자산	938	1,091	2,117	2,124	2,134
매출채권	2,655	2,680	2,952	2,798	2,909
재고자산	4,919	5,416	5,242	5,587	5,603
비유동자산	24,536	24,788	24,018	23,945	23,871
투자자산	2,098	2,646	2,681	2,681	2,681
유형자산	20,785	20,563	19,813	19,741	19,668
무형자산	1,653	1,578	1,525	1,524	1,523
자산총계	33,305	34,366	34,550	34,691	34,754
유동부채	6,703	6,420	6,154	6,084	5,674
매입채무	3,118	2,943	2,475	2,863	2,851
유동성이자부채	3,057	2,874	3,063	2,563	2,163
비유동부채	9,579	10,712	11,460	11,460	11,460
비유동이자부채	8,318	9,433	10,207	10,207	10,207
부채총계	16,282	17,133	17,615	17,544	17,134
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,919	3,919	3,919
이익잉여금	11,561	11,488	11,305	11,516	11,990
자본조정	554	828	709	709	709
자기주식	-129	-129	-112	-112	-112
자본총계	17,023	17,234	16,936	17,147	17,620

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,988	128	-654	2,323	4,290
BPS	125,115	126,631	124,400	125,981	129,528
DPS	750	750	750	750	750
CFPS	22,102	15,353	12,420	13,822	15,882
ROA(%)	1.2	0.1	-0.2	0.9	1.6
ROE(%)	2.4	0.1	-0.5	1.8	3.3
ROIC(%)	2.8	0.6	0.3	2.0	2.7
Multiples(x, %)					
PER	15.1	245.4	-60.6	17.0	9.2
PBR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	2.0	2.0	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	6.3	8.2	9.8	7.1	6.2
배당수익률	1.7	2.4	1.9	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	95.6	99.4	104.0	102.3	97.2
Net debt/Equity	61.3	65.1	65.9	62.1	58.1
Net debt/EBITDA	398.8	596.9	665.5	476.9	409.5
유동비율	130.8	149.2	171.1	176.6	191.8
이자보상배율(배)	3.1	1.0	0.4	2.2	3.1
자산구조(%)					
투하자본	89.6	87.8	84.8	84.6	84.6
현금+투자자산	10.4	12.2	15.2	15.4	15.4
자본구조(%)					
차입금	40.1	41.7	43.9	42.7	41.2
자기자본	59.9	58.3	56.1	57.3	58.8

[Compliance Notice]

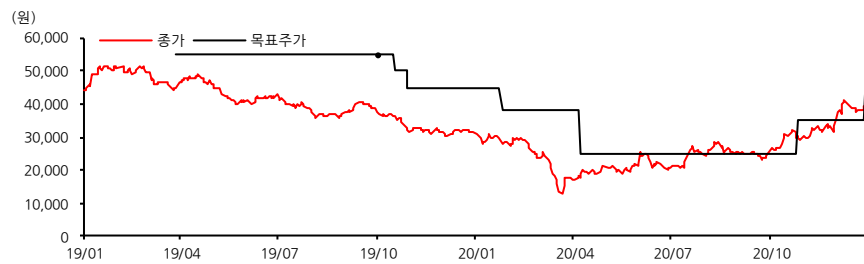
(공표일: 2020년 12월 31일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대제철 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.03.29	2019.03.29	2019.05.02	2019.07.02	2019.07.31
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	55,000	55,000	55,000	55,000
일 시	2019.10.18	2019.10.30	2019.11.13	2020.01.28	2020.01.30	2020.02.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	45,000	45,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2020.04.08	2020.04.27	2020.06.19	2020.07.29	2020.10.28	2020.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,000	25,000	25,000	25,000	35,000	35,000
일 시	2020.11.30	2020.12.31				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	35,000	48,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.29	Buy	55,000	-25.47	-11.00
2019.10.18	Buy	50,000	-30.12	-27.60
2019.10.30	Buy	45,000	-30.44	-26.78
2020.01.28	Buy	38,000	-39.09	-21.84
2020.04.08	Buy	25,000	-5.12	27.80
2020.10.28	Buy	35,000	-1.07	17.43
2020.12.31	Buy	48,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%