2023. 7. 27

▲ 철강/비철금속
Analyst **장재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

현대제철 004020

시황 회복을 기다리며

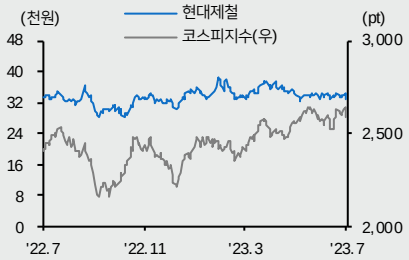
- ✓ 2Q23 연결 매출액 7.1조원(QoQ +11.7%), 영업이익 4,651억원(QoQ +39.3%) 기록, 컨센서스를 각각 4.1%, 13.3% 상회하는 호실적 달성
- ✓ QoQ 판매량 개선은 봉형강 시장 성수기, 판가 개선은 자동차강판 수요 호조 효과
- ✓ 3분기 건설 수요 부진으로 인한 실적 둔화 예상, 눈높이 조절 필요
- ✓ 밸류에이션 매력 부각을 위해서는 보다 확대된 업황 회복에 대한 가시성이 요구됨

Buy

적정주가 (12 개월)	**43,000 원**
현재주가 (7.26)	**32,900 원**
상승여력	**30.7%**
KOSPI	2,592.36pt
시가총액	43,904억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	25.56%
52주 최고/최저가	38,300원/28,100원
평균거래대금	145.9억원
주요주주(%)	
기아 외 7 인	35.96
국민연금공단	6.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	-7.2	-1.8
상대주가	-4.6	-11.6	-8.6

주가그래프



판매량과 판가 모두 QoQ 개선, 2Q23 실적 컨센서스 상회

2Q23 연결 기준 매출액 7조 1,383억원(QoQ +11.7%, YoY -3.3%), 영업이익 4,651억원(QoQ +39.3%, YoY -43.4%)으로 컨센서스를 각각 4.1%, 13.3% 상회하는 호실적을 실현했다. 제품 판매량은 489.7만톤(QoQ +4.1%)을 기록, 판재류(290.5만톤, QoQ +0.8%)보다는 봉형강류(199.2만톤, QoQ +9.4%) 기여도가 높았다. 봉형강 시장의 계절적 성수기 효과와 기성 수요 호조로 인해 형강·철근 판매가 늘어난 까닭이다. 제품 판매단가는 119만 7천원/톤으로 QoQ +0.5% 개선되었는데 봉형강류 판가 하락(123만 4천원/톤, QoQ -2.5%)을 판재류 판가 상승(117만 2천원/톤, QoQ +2.4%)이 상쇄했기 때문이다. 견조했던 자동차강판 수요의 영향이다.

3분기 롤마진 축소 및 판매량 감소 전망

그러나, 하반기 실적 개선 가능성은 여전히 불투명한 점을 고려할 필요가 있다. 국내 자동차·조선업이 견조한 수요를 나타내고 있으나 중국산 저가 제품 유입으로 인한 가격 하락 압력이 있으며, 하반기 건설활동 둔화로 인한 봉형강 판가 하락이 불가피하다. 3분기 롤마진과 판매량의 QoQ 감소를 반영하여, 연결 영업이익 3,317억원(QoQ -28.7%, YoY -11.1%)을 전망한다.

기업가치 개선 위해서는 업황 회복의 가시성 필요

장기적 성장 동력 또는 신사업이 부재한 동사의 경우, 업황 개선 이외의 기업가치 상승 요인은 제한적이다. 강도 높은 중국 경기부양책이 집행되고 전반적인 업황 개선이 이루어질 경우 동사의 강력한 주가 상승 요인이 될 수 있으나, 밸류에이션 매력 부각을 위해서는 보다 확대된 업황 회복에 대한 가시성이 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	22,849.9	2,447.5	1,461.4	10,951	흑전	133,902	3.7	0.3	4.1	8.5	102.9
2022	27,340.6	1,616.5	1,017.6	7,626	-31.0	140,235	4.0	0.2	4.3	5.6	92.4
2023E	26,626.7	1,528.7	946.4	7,092	-7.7	145,937	4.6	0.2	4.3	5.0	88.5
2024E	27,005.5	1,674.0	1,025.3	7,683	10.4	152,634	4.3	0.2	3.9	5.1	82.1
2025E	27,827.9	1,621.5	1,072.4	8,036	4.6	159,684	4.1	0.2	3.7	5.1	76.5

표1 현대제철 2Q23 영업이익, 컨센서스 13.3% 상회

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**7,138.3**	7,381.0	-3.3	6,389.1	11.7	6,859.3	4.1
영업이익	**465.1**	822.1	-43.4	333.9	39.3	410.7	13.3
세전이익	**381.6**	758.4	-49.7	295.0	29.4	340.9	11.9
지배순이익	**284.4**	547.6	-48.1	228.5	24.5	242.2	17.4
영업이익률(%)	**6.5**	11.1		5.2		6.0	
세전이익률(%)	**5.3**	10.3		4.6		5.0	
순이익률(%)	**4.0**	7.4		3.6		3.5	

자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표2 2023년 영업이익 컨센서스 3.8% 상회 전망

	2023E			2024E		
(십억원)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	**26,626.7**	26,403.3	0.8	**27,005.5**	26,419.8	2.2
영업이익	**1,528.6**	1,473.0	3.8	**1,674.0**	1,633.9	2.5
세전이익	**1,293.6**	1,199.0	7.9	**1,459.4**	1,347.3	8.3
순이익	**958.6**	906.4	5.8	**1,025.3**	1,026.8	-0.2
영업이익률(%)	**5.7**	5.6		**6.2**	6.2	
세전이익률(%)	**4.9**	4.5		**5.4**	5.1	
순이익률(%)	**3.6**	3.4		**3.8**	3.9	

자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표3 2023년 영업이익 추정치 10.5% 상향 조정

(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	27,341	26,627	27,005
매출액 - 기존 추정	27,341	25,704	25,886
% change	**n.a.**	**3.6%**	**4.3%**
영업이익 - 신규 추정	1,616	1,529	1,674
영업이익 - 기존 추정	1,616	1,383	1,573
% change	**n.a.**	**10.5%**	**6.4%**
세전이익 - 신규 추정	1,349	1,294	1,459
세전이익 - 기존 추정	1,349	982	1,166
% change	**n.a.**	**31.7%**	**25.1%**
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,018	946	1,025
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,018	751	887
% change	**n.a.**	**26.0%**	**15.6%**
EPS (지배주주) - 신규 추정	7,625	7,092	7,683
EPS (지배주주) - 기존 추정	7,625	5,629	6,649
% change	**n.a.**	**26.0%**	**15.6%**

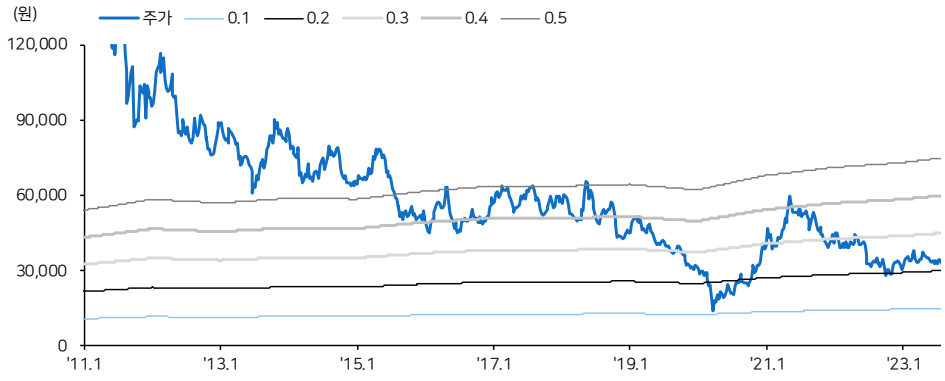
자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대제철 실적 Snapshot

(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
원/달러 환율	1,277	1,317	1,325	1,290	1,270	1,250	1,230	1,210	1,292	1,305	1,240
판매량 (천톤)											
고로 판매량	2,883	2,905	2,840	2,890	2,892	2,929	2,932	2,934	10,795	11,518	11,686
성장률(% QoQ, %YoY)	29.6	0.8	-2.2	1.8	0.0	1.3	0.1	0.1	-3.8	6.7	1.5
전기로 판매량	1,821	1,992	1,864	1,854	1,856	1,999	1,948	1,946	7,492	7,531	7,749
성장률(% QoQ, %YoY)	6.9	9.4	-6.4	-0.5	0.1	7.7	-2.6	-0.1	-5.0	0.5	2.9
ASP (원/kg)											
봉형강류	1,266	1,234	1,212	1,210	1,210	1,204	1,204	1,208	1,350	1,230	1,207
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.4	-2.5	-1.7	-0.2	0.0	-0.5	0.0	0.3	23.7	-8.8	-1.9
판재류	1,144	1,172	1,157	1,156	1,157	1,156	1,149	1,160	1,253	1,157	1,155
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.8	2.4	-1.3	-0.1	0.0	0.0	-0.7	0.9	23.5	-7.6	-0.2
스프레드 (원/kg)											
봉형강류	700	684	681	684	684	674	669	668	723	687	674
성장률(% QoQ, %YoY)	-12.1	-2.3	-0.4	0.4	0.0	-1.4	-0.8	-0.2	28.0	-4.9	-2.0
판재류	644	652	649	659	658	657	647	655	633	651	653
성장률(% QoQ, %YoY)	1.9	1.2	-0.4	1.5	-0.1	-0.2	-1.6	1.2	10.8	3.0	0.2
연결 실적 (십억원)											
매출액	**6,389**	**7,138**	**6,485**	**6,614**	**6,569**	**6,923**	**6,695**	**6,818**	**27,341**	**26,627**	**27,005**
매출액 성장률(% YoY)	-8.5	-3.3	-7.4	10.6	2.8	-3.0	3.2	3.1	19.7	-2.6	1.4
영업이익	**334**	**465**	**332**	**398**	**416**	**474**	**388**	**396**	**1,616**	**1,529**	**1,674**
영업이익률(%)	5.2	6.5	5.1	6.0	6.3	6.8	5.8	5.8	5.9	5.7	6.2
영업이익 성장률(% YoY)	-52.1	-43.4	-11.1	흑전	24.5	1.9	17.0	-0.4	-34.0	-5.4	9.5
세전이익	295	382	268	349	353	417	336	353	1,349	1,294	1,459
당기순이익	218	294	194	253	256	302	244	256	1,038	959	1,058
지배순이익	228	284	188	245	248	293	236	248	1,018	946	1,025

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대제철 PBR Band Chart



자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**22,849.9**	**27,340.6**	**26,626.7**	**27,005.5**	**27,827.9**
매출액증가율(%)	26.8	19.7	-2.6	1.4	3.0
매출원가	19,326.4	24,506.9	23,883.9	24,124.7	24,962.4
매출총이익	3,523.6	2,833.7	2,742.8	2,880.8	2,865.5
판매관리비	1,076.1	1,217.3	1,214.1	1,206.8	1,244.0
영업이익	**2,447.5**	**1,616.5**	**1,528.7**	**1,674.0**	**1,621.5**
영업이익률(%)	10.7	5.9	5.7	6.2	5.8
금융손익	-196.0	-249.0	-247.7	-228.8	-147.2
종속/관계기업손익	3.2	11.8	6.3	10.0	8.9
기타영업외손익	-105.5	-30.8	6.4	4.3	43.3
세전계속사업이익	2,149.1	1,348.6	1,293.6	1,459.4	1,526.5
법인세비용	644.0	310.4	335.0	401.3	419.8
당기순이익	**1,505.2**	**1,038.2**	**958.6**	**1,058.1**	**1,106.7**
지배주주지분 순이익	1,461.4	1,017.6	946.4	1,025.3	1,072.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**2,002.9**	**2,179.6**	**2,027.4**	**2,398.6**	**2,377.8**
당기순이익(손실)	1,505.2	1,038.2	958.6	1,058.1	1,106.7
유형자산상각비	1,531.0	1,531.2	1,541.0	1,504.2	1,480.1
무형자산상각비	60.8	57.3	47.2	34.2	32.2
운전자본의 증감	-1,725.7	-738.3	-277.9	-165.3	-200.5
투자활동 현금흐름	**-663.4**	**-1,394.5**	**-745.2**	**-1,241.1**	**-1,332.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-904.5	-1,021.0	-1,146.4	-1,230.0	-1,320.4
투자자산의감소(증가)	-7.2	10.5	-171.8	-31.1	-36.9
재무활동 현금흐름	**-887.3**	**-469.2**	**-783.3**	**-826.6**	**-775.7**
차입금의 증감	-663.0	-621.7	-594.8	-695.0	-644.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	463.7	317.7	502.6	330.9	269.4
기초현금	917.2	1,380.9	1,698.6	2,201.2	2,532.1
기말현금	1,380.9	1,698.6	2,201.2	2,532.1	2,801.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	12,775.8	13,191.1	14,304.7	14,994.7	15,699.4
현금및현금성자산	1,380.9	1,698.6	2,201.2	2,532.1	2,801.5
매출채권	3,139.4	2,608.9	2,885.5	2,974.6	3,082.5
재고자산	6,730.4	6,704.3	7,415.3	7,644.0	7,921.5
비유동자산	24,266.5	23,609.9	23,218.8	22,935.4	22,773.9
유형자산	19,251.4	18,755.1	18,118.6	17,844.4	17,684.7
무형자산	1,364.5	1,328.1	1,439.2	1,405.0	1,372.8
투자자산	2,005.4	1,988.6	2,154.4	2,179.5	2,209.8
자산총계	**37,042.3**	**36,801.0**	**37,523.5**	**37,930.1**	**38,473.2**
유동부채	7,466.8	8,119.2	8,993.6	8,899.6	8,845.9
매입채무	2,207.0	1,108.7	1,226.3	1,264.1	1,310.0
단기차입금	506.6	1,347.0	1,654.6	1,571.9	1,493.3
유동성장기부채	2,556.2	2,794.9	2,939.9	2,792.9	2,653.3
비유동부채	11,315.1	9,553.2	8,628.0	8,202.0	7,823.7
사채	4,471.8	3,796.5	3,327.8	3,161.4	3,003.3
장기차입금	4,670.6	3,590.9	3,025.4	2,722.9	2,450.6
부채총계	**18,781.9**	**17,672.4**	**17,621.5**	**17,101.5**	**16,669.6**
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	1,049.2	879.2	956.9	956.9	956.9
이익잉여금	12,358.5	13,373.7	14,056.9	14,950.6	15,891.5
비지배주주지분	391.8	414.8	427.3	460.1	494.5
자본총계	**18,260.4**	**19,128.5**	**19,902.0**	**20,828.5**	**21,803.7**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	171,230	204,882	199,532	202,371	208,534
EPS(지배주주)	10,951	7,626	7,092	7,683	8,036
CFPS	30,739	26,747	21,990	24,636	24,660
EBITDAPS	30,269	24,017	23,357	24,073	23,484
BPS	133,902	140,235	145,937	152,634	159,684
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.4	3.3	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	3.7	4.0	4.6	4.3	4.1
PCR	1.3	1.1	1.5	1.3	1.3
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	4,039.2	3,205.0	3,116.8	3,212.4	3,133.8
EV/EBITDA	4.1	4.3	4.3	3.9	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	5.6	5.0	5.1	5.1
EBITDA 이익률	17.7	11.7	11.7	11.9	11.3
부채비율	102.9	92.4	88.5	82.1	76.5
금융비용부담률	1.3	1.3	1.6	1.5	1.3
이자보상배율(x)	8.1	4.5	3.6	4.2	4.3
매출채권회전율(x)	8.2	9.5	9.7	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	4.0	4.1	3.8	3.6	3.6

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 추천 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 (2019 년 9 월 16 일부터 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)	

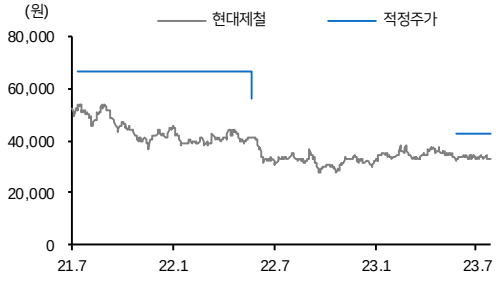
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 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(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.07.28	기업브리프	Buy	67,000	문경원	-35.0	-19.3
2022.06.03	산업분석	Buy	56,000	문경원	-39.3	-25.5
2022.08.31				Univ Out		
2023.06.01	산업분석	Buy	43,000	장재혁	-	-

주가 및 적정주가 변동추이