# 현대제철 (004020)

이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

## 위기 속 기회 찾기

**BUY (M)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | 41,000원 (U) |
| 직전 목표주가 | 35,000원 |
| 현재주가 (3/25) | 27,450원 |
| 상승여력 | 49% |

| | |
|---|---|
| 시가총액 | 36,631억원 |
| 총발행주식수 | 133,445,785주 |
| 60일 평균 거래대금 | 219억원 |
| 60일 평균 거래량 | 841,671주 |
| 52주 고/저 | 32,650원 / 19,900원 |
| 외인지분율 | 19.44% |
| 배당수익률 | 3.56% |
| 주요주주 | 기아 외 5 인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대 | 8.7 | 26.5 | (15.4) |
| 상대 | 9.3 | 18.0 | (11.5) |
| 절대 (달러환산) | 5.8 | 25.4 | (22.7) |

### 미국 투자, 중장기적으로 필요한 부분

동사는 미국 제철소에 총 투자규모 58억달러(약 8.5조원)의 제철소 설립 추진 발표. 차강판 특화 전기로로 DRI를 사용, DRP까지 건설 예정. 다소 큰 규모의 투자이지만 DRP를 포함한다면 합리적 수준의 투자라 판단. 국내 시장에서 판재류와 봉형강류 모두 성장이 제한적이고 통상 이슈 등을 감안할 때 신규 성장을 위한 현지 투자는 긍정적으로 평가.

'29년 상업 생산 예정으로 쉽사리 수익성을 예견할 수 없지만 총 270만톤 중 180만톤이 고부가가치 제품인 차강판이라는 점을 고려한다면 부정적으로 바라보기 쉽지 않아. 자기자본(29억달러)의 50%를 소폭 상회하는 수준에서 동사 및 현대차그룹 계열사가 지분을 구성할 것으로 예상. 지분 구성에 따라 종속회사가 아닌 관계회사로 인식될 수 있지만 종속회사 편입을 위해 높은 투자비가 집행될 경우 오히려 재무구조에 대한 우려 커질 수 있어.

### 단기 실적 부진은 이미 인지, 하반기부터 실적 개선 전망

현 시점에서 동사의 1Q25 매출액 및 영업이익 등 실적 추정 쉽지 않아. 파업 및 직장폐쇄 영향으로 판재류 생산과 판매가 영향을 받았을 것으로 예상되며 봉형강류 역시 수요 부진과 계절적 요인으로 낮은 수익성을 보일 것으로 전망. 하지만 하반기로 갈수록 불확실성 제거와 함께 업황 개선에 따른 수익성 회복을 기대해볼 수 있을 것으로 전망. 중국 철강 산업의 생산량 조절과 생산능력 축소 움직임이 나타나고 있으며 국내에서도 중국산 후판 반덤핑 예비판정의 영향으로 후판 유통가격 상승세가 이어지고 있는 중.

건설 수요 회복 시기가 계속 지연되고 있는 점은 분명 아쉬운 부분이지만 전력비 인상률이 '23년을 고점으로 '24년에는 낮아지며 원가 부담은 완화되고 있는 상황. 수입산 H형강 물량 축소도 봉형강 부문에서는 가뭄에 단비. 8월로 예상되는 중국/일본산 열연강판 반덤핑 예비판정에 따라 하반기 실적 개선 폭 커질 개연성 있다고 판단. '25년 추정 실적 기준 PER은 20x에 가까우나 하반기 및 '26년 수익성에 무게를 두고 접근 권고. PBR 0.25~0.30x 수준까지 주가 회복은 가능할 것으로 판단되어 목표주가를 41,000원으로 상향.

**Quarterly earning Forecasts** (십억원, %)

| | 1Q25E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 5,113 | -14.0 | -8.9 | 5,779 | -11.5 |
| 영업이익 | -104 | 적전 | 적지 | 96 | -208.0 |
| 세전계속사업이익 | -121 | 적전 | 적지 | 48 | -353.9 |
| 지배순이익 | -91 | 적전 | 적지 | 37 | -348.5 |
| 영업이익률 (%) | -2.0 | 적전 | 적지 | 1.7 | -3.7 %pt |
| 지배순이익률 (%) | -1.8 | 적전 | 적지 | 0.6 | -2.4 %pt |

자료: 유안타증권

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)** (십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 25,915 | 23,226 | 22,717 | 24,241 |
| 영업이익 | 798 | 159 | 421 | 874 |
| 지배순이익 | 461 | -12 | 204 | 540 |
| PER | 10.1 | -329.8 | 18.0 | 6.8 |
| PBR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA | 5.4 | 6.7 | 5.5 | 4.5 |
| ROE | 2.4 | -0.1 | 1.0 | 2.7 |

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정 (단위: 십억원)

| | | 2024 | 2025E | 2026E | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | QoQ | YoY | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | | 23,226 | 22,717 | 24,241 | 5,948 | 6,041 | 5,624 | 5,613 | **5,113** | **-8.9%** | **-14.0%** | 5,884 | 5,736 | 5,984 |
| | 별도 | 18,618 | 18,119 | 19,567 | 4,819 | 4,852 | 4,463 | 4,484 | **3,970** | **-11.5%** | **-17.6%** | 4,727 | 4,587 | 4,835 |
| | 국내 기타 | 3,507 | 3,548 | 3,855 | 778 | 900 | 854 | 974 | **749** | **-23.1%** | **-3.8%** | 924 | 909 | 966 |
| | 해외 | 4,620 | 4,680 | 4,757 | 1,078 | 1,152 | 1,215 | 1,175 | **1,155** | **-1.7%** | **7.2%** | 1,174 | 1,180 | 1,171 |
| | (연결조정) | -3,518 | -3,629 | -3,938 | -728 | -863 | -908 | -1,020 | **-761** | **-** | **-** | -941 | -939 | -989 |
| 영업이익 | | 159 | 421 | 874 | 56 | 98 | 52 | -46 | **-104** | **적지** | **적전** | 120 | 168 | 237 |
| | *이익률* | *0.7%* | *1.9%* | *3.6%* | *0.9%* | *1.6%* | *0.9%* | *-0.8%* | *-2.0%* | *-1.2%p* | *-3.0%p* | *2.0%* | *2.9%* | *4.0%* |
| | 별도 | 15 | 295 | 715 | 89 | 46 | 32 | -152 | **-116** | **적지** | **적전** | 80 | 131 | 200 |
| | *이익률* | *0.1%* | *1.6%* | *3.7%* | *1.8%* | *0.9%* | *0.7%* | *-3.4%* | *-2.9%* | *0.5%p* | *-4.8%p* | *1.7%* | *2.8%* | *4.1%* |
| | 국내 기타 | 44 | 11 | 65 | -26 | 32 | 43 | -5 | **-22** | **적지** | **적지** | 9 | 11 | 14 |
| | *이익률* | *1.3%* | *0.3%* | *1.7%* | *-3.4%* | *3.6%* | *5.0%* | *-0.5%* | *-3.0%* | *-2.5%p* | *0.4%p* | *1.0%* | *1.2%* | *1.4%* |
| | 해외 | 129 | 136 | 141 | 3 | 49 | 2 | 75 | **29** | **-60.9%** | **788.9%** | 35 | 33 | 38 |
| | *이익률* | *2.8%* | *2.9%* | *3.0%* | *0.3%* | *4.3%* | *0.1%* | *6.4%* | *2.5%* | *-3.8%p* | *2.2%p* | *3.0%* | *2.8%* | *3.3%* |
| | (연결조정) | -28 | -21 | -48 | -10 | -29 | -25 | 36 | **5** | **-** | **-** | -5 | -6 | -15 |
| 세전이익 | | -60 | 270 | 725 | 8 | 55 | -56 | -66 | **-121** | **적지** | **적전** | 77 | 122 | 192 |
| *이익률* | | *-0.3%* | *1.2%* | *3.0%* | *0.1%* | *0.9%* | *-1.0%* | *-1.2%* | *-2.4%* | *-1.2%p* | *-2.5%p* | *1.3%* | *2.1%* | *3.2%* |
| 지배순이익 | | -12 | 204 | 540 | 32 | -7 | -18 | -18 | **-91** | **적지** | **적전** | 58 | 92 | 145 |
| *이익률* | | *-0.1%* | *0.9%* | *2.2%* | *0.5%* | *-0.1%* | *-0.3%* | *-0.3%* | *-1.8%* | *-1.5%p* | *-2.3%p* | *1.0%* | *1.6%* | *2.4%* |

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

[표-2] 현대제철 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

| | 변경 전 | | | 변경 후 | | | 변경 전 대비 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q25E | 2025E | 2026E | 1Q25E | 2025E | 2026E | 1Q25E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 5,563 | 23,343 | 24,427 | 5,113 | 22,717 | 24,241 | -8.1% | -2.7% | -0.8% |
| 영업이익 | 77 | 617 | 756 | -104 | 421 | 874 | - | -31.8% | 15.6% |
| *OPM* | *1.4%* | *2.6%* | *3.1%* | *-2.0%* | *1.9%* | *3.6%* | *-3.4%p* | *-0.8%p* | *0.5%p* |
| 지배순이익 | 34 | 291 | 402 | -91 | 204 | 540 | - | -29.9% | 34.4% |

자료: 유안타증권

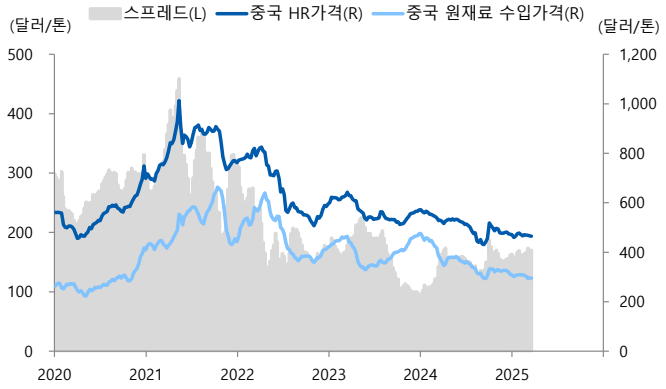
[그림-1] 중국 철강제품 내수가격

자료: Platts

[그림-2] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격

자료: Platts

[그림-3] 중국 열연 스프레드




자료: Platts, 유안타증권 추정

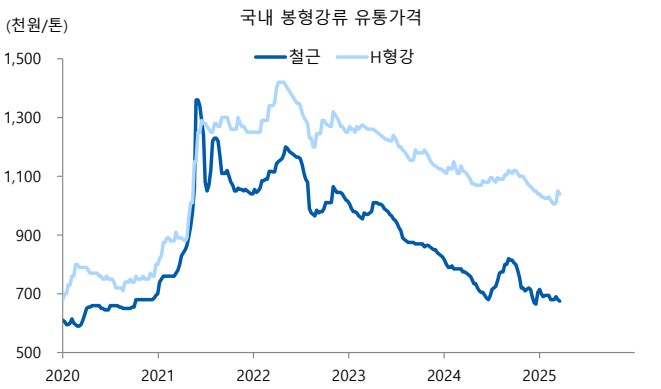
[그림-4] 국내 열연 유통가격

자료: 스틸데일리

[그림-5] 국내 후판 유통가격

자료: 스틸데일리

[그림-6] 국내 봉형강류 유통가격




자료: 스틸데일리

## 현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

**손익계산서** (단위: 십억원)

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **25,915** | **23,226** | **22,717** | **24,241** | **24,849** |
| 매출원가 | 23,782 | 21,832 | 21,069 | 22,053 | 22,489 |
| 매출총이익 | 2,132 | 1,394 | 1,648 | 2,188 | 2,361 |
| 판관비 | 1,334 | 1,234 | 1,227 | 1,314 | 1,347 |
| **영업이익** | **798** | **159** | **421** | **874** | **1,014** |
| EBITDA | 2,441 | 1,870 | 2,156 | 2,593 | 2,720 |
| 영업외손익 | -266 | -219 | -151 | -150 | -131 |
| 외환관련손익 | -37 | -59 | 41 | 0 | 0 |
| 이자손익 | -332 | -308 | -269 | -266 | -247 |
| 관계기업관련손익 | 5 | 12 | 10 | 10 | 10 |
| 기타 | 97 | 136 | 67 | 106 | 106 |
| 법인세비용차감전순손익 | 532 | -59 | 270 | 725 | 883 |
| 법인세비용 | 89 | -68 | 62 | 174 | 212 |
| 계속사업순손익 | 443 | 9 | 208 | 551 | 671 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 443 | 9 | 208 | 551 | 671 |
| **지배지분순이익** | **461** | **-12** | **204** | **540** | **658** |
| 포괄순이익 | 500 | -31 | 208 | 551 | 671 |
| 지배지분포괄이익 | 518 | -49 | 204 | 540 | 658 |

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

**현금흐름표** (단위: 십억원)

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **1,948** | **1,777** | **-222** | **392** | **833** |
| 당기순이익 | 443 | 9 | 208 | 551 | 671 |
| 감가상각비 | 1,555 | 1,621 | 1,650 | 1,644 | 1,639 |
| 외환손익 | 8 | 7 | -41 | 0 | 0 |
| 종속,관계기업관련손익 | 0 | 0 | -10 | -10 | -10 |
| 자산부채의 증감 | 304 | 276 | -2,209 | -1,981 | -1,647 |
| 기타현금흐름 | -362 | -135 | 181 | 189 | 181 |
| **투자활동 현금흐름** | **-132** | **-1,503** | **-1,577** | **-1,617** | **-1,666** |
| 투자자산 | 710 | 291 | 37 | 2 | -20 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -824 | -1,672 | -1,600 | -1,600 | -1,600 |
| 유형자산 감소 | 24 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -41 | -144 | -14 | -20 | -45 |
| **재무활동 현금흐름** | **-2,121** | **-354** | **-498** | **-499** | **-496** |
| 단기차입금 | -54 | -87 | 0 | 0 | 2 |
| 사채 및 장기차입금 | -1,887 | 54 | -400 | -400 | -400 |
| 자본 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -132 | -132 | -99 | -99 | -99 |
| 기타현금흐름 | -47 | -188 | 0 | 0 | 0 |
| 연결범위변동 등 기타 | -8 | -10 | 2,304 | 1,615 | 1,544 |
| **현금의 증감** | **-313** | **-90** | **6** | **-109** | **215** |
| 기초 현금 | 1,699 | 1,386 | 1,296 | 1,302 | 1,193 |
| 기말 현금 | 1,386 | 1,296 | 1,302 | 1,193 | 1,408 |
| NOPLAT | **798** | **159** | **421** | **874** | **1,014** |
| FCF | **1,124** | **105** | **-1,822** | **-1,208** | **-767** |

**재무상태표** (단위: 십억원)

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | **11,954** | **11,460** | **12,039** | **12,360** | **12,634** |
| **현금및현금성자산** | 1,386 | 1,296 | 1,302 | 1,193 | 1,408 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,032 | 2,655 | 2,860 | 2,989 | 2,998 |
| 재고자산 | 6,279 | 6,291 | 6,678 | 6,980 | 7,001 |
| 비유동자산 | 23,265 | 23,284 | 23,132 | 23,030 | 22,965 |
| 유형자산 | 18,250 | 18,431 | 18,380 | 18,336 | 18,297 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 259 | 259 | 259 | 259 | 265 |
| 기타투자자산 | 1,942 | 2,033 | 1,996 | 1,994 | 2,007 |
| **자산총계** | **35,219** | **34,744** | **35,171** | **35,390** | **35,599** |
| 유동부채 | 7,984 | 7,699 | 7,029 | 6,795 | 6,411 |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,898 | 3,957 | 3,687 | 3,854 | 3,865 |
| 단기차입금 | 1,289 | 1,216 | 1,216 | 1,216 | 1,216 |
| 유동성장기부채 | 2,552 | 2,364 | 1,964 | 1,564 | 1,164 |
| 비유동부채 | 7,739 | 7,711 | 7,723 | 7,724 | 7,745 |
| 장기차입금 | 2,635 | 3,383 | 3,383 | 3,383 | 3,383 |
| 사채 | 3,207 | 2,775 | 2,775 | 2,775 | 2,775 |
| **부채총계** | **15,723** | **15,410** | **14,752** | **14,519** | **14,156** |
| 지배지분 | 19,100 | 18,918 | 19,999 | 20,440 | 20,999 |
| 자본금 | 667 | 667 | 667 | 667 | 667 |
| 자본잉여금 | 3,906 | 3,905 | 3,905 | 3,905 | 3,905 |
| 이익잉여금 | 13,639 | 13,400 | 13,505 | 13,946 | 14,505 |
| 비지배지분 | 396 | 415 | 419 | 430 | 444 |
| **자본총계** | **19,496** | **19,334** | **20,419** | **20,871** | **21,443** |
| **순차입금** | **8,107** | **8,258** | **7,858** | **7,567** | **6,929** |
| 총차입금 | 10,602 | 10,569 | 10,169 | 9,769 | 9,372 |

**Valuation 지표** (단위: 원, 배, %)

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 3,456 | -87 | 1,529 | 4,044 | 4,929 |
| BPS | 145,198 | 143,815 | 152,032 | 155,384 | 159,634 |
| EBITDAPS | 18,289 | 14,013 | 16,158 | 19,434 | 20,382 |
| SPS | 194,197 | 174,049 | 170,237 | 181,654 | 186,213 |
| DPS | 1,000 | 750 | 750 | 750 | 750 |
| **PER** | **10.1** | **-329.8** | **18.0** | **6.8** | **5.6** |
| **PBR** | **0.2** | **0.2** | **0.2** | **0.2** | **0.2** |
| **EV/EBITDA** | **5.4** | **6.7** | **5.5** | **4.5** | **4.1** |
| **PSR** | **0.2** | **0.2** | **0.2** | **0.2** | **0.1** |

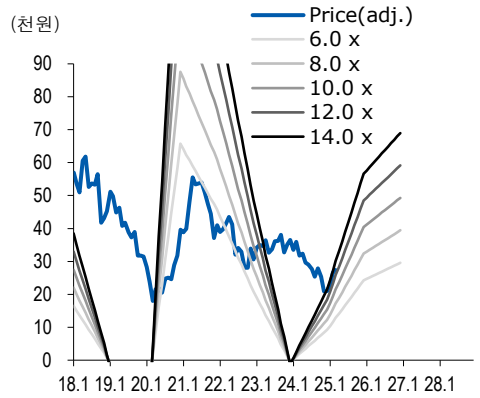
**재무비율** (단위: 배, %)

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 증가율 (%)** | **-5.2** | **-10.4** | **-2.2** | **6.7** | **2.5** |
| **영업이익 증가율 (%)** | **-50.6** | **-80.0** | **164.1** | **107.5** | **16.0** |
| **지배순이익 증가율 (%)** | **-54.7** | **적전** | **흑전** | **164.5** | **21.9** |
| 매출총이익률 (%) | 8.2 | 6.0 | 7.3 | 9.0 | 9.5 |
| **영업이익률 (%)** | **3.1** | **0.7** | **1.9** | **3.6** | **4.1** |
| 지배순이익률 (%) | 1.8 | -0.1 | 0.9 | 2.2 | 2.6 |
| EBITDA 마진 (%) | 9.4 | 8.1 | 9.5 | 10.7 | 10.9 |
| ROIC | 2.6 | -0.1 | 1.4 | 2.6 | 3.0 |
| ROA | 1.3 | 0.0 | 0.6 | 1.5 | 1.9 |
| **ROE** | **2.4** | **-0.1** | **1.0** | **2.7** | **3.2** |
| 부채비율 (%) | 80.6 | 79.7 | 72.2 | 69.6 | 66.0 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 42.4 | 43.7 | 39.3 | 37.0 | 33.0 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.9 | 0.4 | 1.1 | 2.3 | 2.8 |

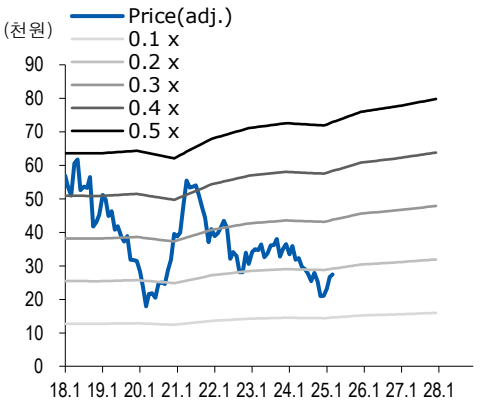
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

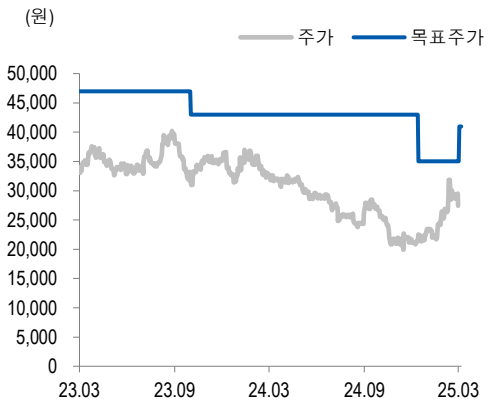
P/E band chart




P/B band chart




현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이




| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-03-26 | BUY | 41,000 | 1년 | | |
| 2025-01-07 | BUY | 35,000 | 1년 | -28.35 | -9.00 |
| 2024-10-26 | 1년 경과 이후 | | 1년 | -48.20 | -40.23 |
| 2023-10-26 | BUY | 43,000 | 1년 | -27.97 | -13.95 |
| 2022-10-28 | BUY | 47,000 | 1년 | -26.68 | -14.47 |

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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) | 93 |
| Hold(중립) | 7 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2025-03-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.