



현대제철 (004020)

테마는 거들 뿐, 본질은 업황 턴어라운드

▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

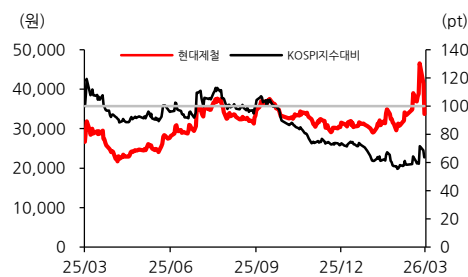
현재 주가(3/5)	35,800원
상승여력	▲39.7%
시가총액	47,774억원
발행주식수	133,446천주
52 주 최고가 / 최저가	46,500 / 21,700원
90 일 일평균 거래대금	420.34억원
외국인 지분율	21.0%
주주 구성	
기아 (외 6 인)	36.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
자사주 (외 1 인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.6	13.7	2.9	34.3
상대수익률(KOSPI)	8.5	-22.5	-71.3	-83.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	23,226	22,733	24,377	25,378
영업이익	159	219	758	952
EBITDA	1,870	1,981	2,489	2,665
지배주주순이익	-12	-4	414	561
EPS	-87	-28	3,151	4,264
순차입금	8,258	8,385	8,270	7,811
PER	-411.1	-1,291.4	11.4	8.4
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.0	6.6	5.2	4.7
배당수익률	2.1	2.1	2.1	2.1
ROE	-0.1	0.0	2.2	2.9

주가 추이



동사 주가의 최근 변동성은 역사적 바닥권에 머물던 밸류에이션 정상화가 본격적으로 시작되는 과도기적 현상이라고 생각합니다. 새만금 AI 수소시티 프로젝트나 미국 데이터센터향 철근 수출 급증 등은 시장의 관심도를 높이는 테마적 촉매제입니다. 하지만 주가 상승을 이끌 진정한 핵심 동력은 최악의 국면을 통과하고 있는 철강 업황 자체의 턴어라운드와 본원적인 수익성 개선 구조에 있습니다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

현대제철에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 50,000원을 유지한다. 3월 5일 기준 주가는 35,800원으로 PBR 0.24배의 극심한 저평가 상태다. 그러나 철강 업황의 바닥 통과와 함께 열연 스프레드가 회복되며 선행 ROE가 상승 전환할 것으로 예상된다. 비관론이 기반영된 현재 주가에서 펀더멘탈 개선 가시화에 따른 밸류에이션 정상화가 기대된다.

주가 상승의 본질, 철강 업황의 바닥 통과와 수익성 개선

주가 상승을 견인할 가장 중요한 요인은 철강 시장의 구조적 턴어라운드다. 국내 시장은 3월 주요 제강사들의 동시 대보수 및 라인 폐쇄 등 인위적인 공급 통제가 물리적 공급 부족을 야기하며 제품 가격 인상 드라이브를 뒷받침하고 있다. 더불어 중국 철강 시장은 자동차와 조선 등 제조업 수요가 부동산 침체를 성공적으로 상쇄하는 수요 구조 재편을 겪고 있다. 2026년 철광석 공급 증가와 코크스 가격 하향 안정화로 원가 부담까지 완화되면서 전사적인 물마진 개선이 본격화될 것이다.

투자 심리를 환기시키는 테마 모멘텀과 미국 수출 호조

본업의 업황 회복 속에서 AI 데이터센터와 새만금 프로젝트 같은 테마적 요인들은 철강 업종 전반의 투자 심리를 환기시키는 역할을 톡톡히 하고 있다. 특히 미국 데이터센터 건설로 연간 약 96만 톤의 신규 철강 수요가 창출되는 가운데, 경쟁국들의 고율 상계관세 직격탄으로 한국산 철근의 수출 반사이익이 커졌다. 2026년 대미 철근 수출량은 전년 대비 377% 급증한 43만 톤에 달할 전망이며, 1분기에만 34만 톤이 집중될 것으로 보인다. 이는 내수 수급 안정화 전까지 가동률을 방어하는 보완적 채널로서 실적 하방을 든든하게 지지해 줄 것이다.

현대제철 주가 변동성 확대:
밸류에이션 정상화 시작

현대제철의 주가는 2026년 극심한 변동성을 겪으며 상승폭을 일부 반납했으나, 이는 역사적 바닥권에 머물던 밸류에이션 정상화가 본격적으로 시작될 조짐으로 판단된다. 동사 주가는 2/27일 새만금 투자 모멘텀, 철강 제품 가격 상승, 현대모비스 지분 가치 부각등에 힘입어 46,500원(YTD +49.7%)까지 급등했었다. 이후 미국-이란 전쟁이라는 지정학적 악재로 코스피 지수가 급락하며 시장 전반이 위축됨에 따라, 3월 5일 기준 주가는 35,800원(YTD +15.3%)으로 조정되었다.

이러한 단기적 주가 변동성에도 불구하고, 최근 강세의 본질은 지분 가치 자체의 성장보다 멀티플의 회복에 있다. 2025년 말 0.21배에 불과했던 12M FWD PBR은 최근 주가 되돌림 속에서도 1Q26E 기준 0.24배로 확장된 상태를 유지하고 있다. 현대모비스 주가 상승이 연결 BPS 내 모비스 지분 비중을 견인(2025년 10.7% → 1Q26E 11.8%)한 것은 사실이다. 그러나 3월 5일 기준 YTD 주가 상승분(+4,750원)의 기여도를 분해해 보면, 모비스 지분 가치 상승 효과는 10.8%(+513원)인 반면, 멀티플(PBR) 상승 효과가 85.9%(+4,078원)로 절대적 비중을 차지한다.

[표1] 현대제철 밸류에이션 및 현대모비스 지분가치

(단위: 원, 십억 원, 배)

구분	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025P	1Q26E	4Q26E
시장가치									
현대제철 주가	31,450	39,600	41,000	30,600	36,500	21,050	31,050	35,800	50,000
시가총액	4,197	5,284	5,471	4,083	4,871	2,809	4,143	4,777	6,672
PBR	0.25	0.32	0.31	0.22	0.26	0.15	0.21	0.24	0.32
주당 가치 구성									
12M FWD BPS (연결)	126,631	122,487	133,901	140,234	143,130	141,767	145,618	148,771	156,508
모비스 지분가치	10,568	10,537	10,497	8,273	9,780	9,757	15,217	17,624	23,939
BPS 내 비중	7.4%	7.4%	7.4%	5.8%	6.9%	6.8%	10.7%	11.8%	15.3%
본업 가치	116,063	111,950	123,404	131,961	133,350	132,011	130,401	131,148	132,569
BPS 내 비중	81.3%	78.4%	86.5%	92.5%	93.4%	92.5%	91.4%	88.2%	84.7%
지분가치 산출 근거									
현대모비스 주가	256,000	255,500	254,500	200,500	237,000	236,500	368,700	432,000	580,000
현대모비스 시가총액	24,399	24,286	24,069	18,904	22,196	21,993	33,843	39,196	53,243
보유 지분율	5.78%	5.79%	5.82%	5.84%	5.88%	5.92%	6.00%	6.00%	6.00%
지분가치 총액	1,410	1,406	1,401	1,104	1,305	1,302	2,031	2,352	3,195

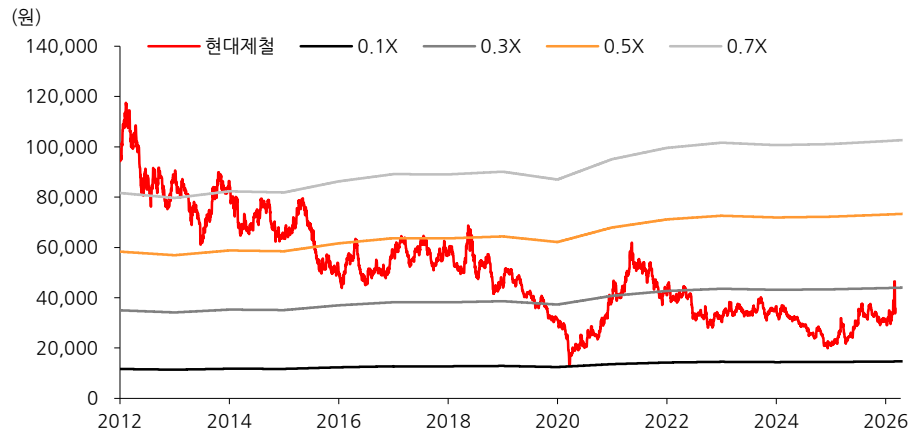
주1: 1Q26E 주가 및 시가총액은 2/27일 기준/ 주2: 4Q26E 주가는 예상주가(현대제철: 한화투자증권 목표주가, 현대모비스: 애널리스트 컨센서스), 4Q26E PBR은 목표 배수 적용
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대제철 YTD 수익률 기여도 분석

구분	기여도	주가 환산액
1. 멀티플(PBR) 상승	85.9%	+4,078원
2. 모비스 지분가치 상승	10.8%	+513원
3. 본업 가치 상승	3.3%	+159원
합계	100.0%	+4,750원

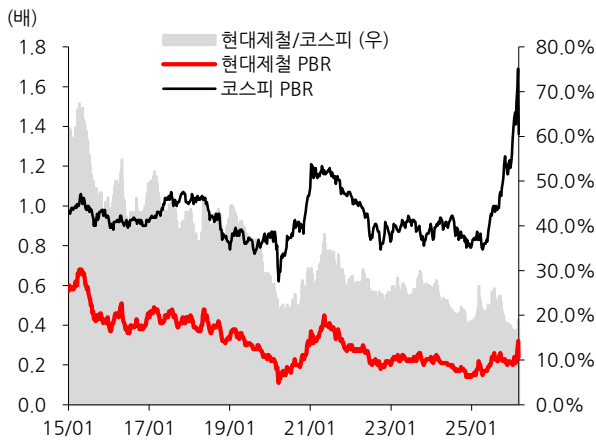
주: 2026년 3월 5일 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대제철 12M FWD PBR 밴드



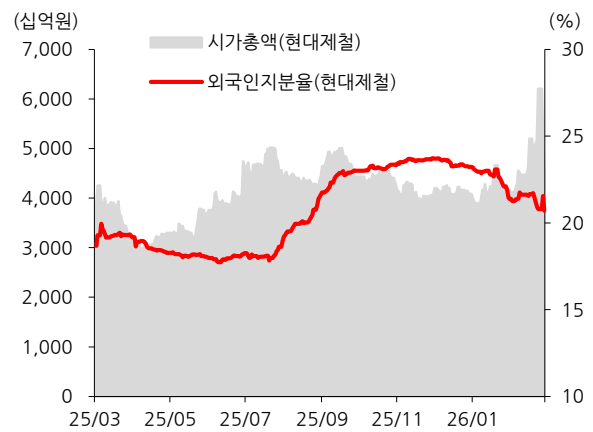
자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대제철·코스피 PBR 추이



자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대제철 시가총액·외국인 지분율 추이



자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

새만금 프로젝트 부각 2/27일 현대차그룹은 전북특별자치도 및 대한민국 정부와 투자 협약(MOU)을 체결하고, 새만금 부지에 2026년부터 2030년까지 총 9조 원을 투입하는 대규모 메가 프로젝트를 발표했다. 당일 현대제철의 주가는 +21.4% 급등하며 이례적인 일간 수익률을 기록했다. 현대제철이 해당 프로젝트의 핵심 구조용 소재를 공급하며 수혜를 입을 것이라는 기대감이 작용한 것으로 보인다.

이번 투자는 AI 기반의 데이터 센터, 로봇 클러스터, 수전해 플랜트, 태양광 발전 인프라를 유기적으로 결합한 AI 수소시티를 완성하는 것을 목표로 하고 있다. 축구장 157개 크기에 달하는 112만 4000㎡(약 34만 평)의 광활한 부지에서 진행된다.

표 3의 공격적인 시나리오를 적용해도 현대제철 새만금 프로젝트 자체의 실적 영향은 크지 않다. 총 철강 소요량 85,000톤, 현대제철 캡티브 비율 85%, 평균 ASP, 영업이익률 4.5%를 가정하면 3년 총 매출 기여는 765억 원이고, 영업이익 기여는 34억 원이다. 연평균 추가 매출은 255억 원, 연평균 영업이익 기여는 11억 원이다.

2026년 예상 매출액(컨센서스 매출액 23조 6,834억, 영업이익 6,275억 원)에서 차지하는 비중은 미미하다. 동사의 기존 매출의 크기 자체가 크기 때문이다. 2/27일 현대제철의 주가 급등은 새만금 프로젝트에 따른 직접적인 실적 상승에 대한 기대감이라기 보다는, AI·로봇·수소 전략 기업으로서의 리포지셔닝으로서의 의미가 있었던 것으로 판단된다. 다음 영업일인 3/3일 현대제철의 주가는 11% 급락했다.

[표3] 현대제철 새만금 프로젝트 관련 실적 추정

시설	투자규모	Bear (톤)	Base (톤)	Bull (톤)	추정 근거
AI 데이터센터	5.8 조원	20,000	25,000	30,000	MS Fairwater \$3.3B → 12,020 톤. 비율 적용 시 톤당 약 \$2.7 만. 한국 건설비가 미국 대비 약 30~40% 저렴한 점 감안 시 같은 투자액으로 연면적이 넓어지므로 상향 조정
태양광 발전 (1 단계 ~800MW)	1.3 조원	28,000	32,000	36,000	MW 당 35~45 톤. 1 단계 발전용량을 GW 목표의 80% 수준인 800MW 로 가정(2029년 완공 기준). 800MW × 40 톤/MW = 32,000 톤
수전해 플랜트 (200MW PEM)	1.0 조원	3,000	5,000	8,000	화학플랜트 EPC 비용 대비 철강 4~5%. 200MW 규모 유사 프로젝트 참조
로봇 제조단지 (연 3만대)	0.4 조원	3,000	4,000	5,000	대형 제조 공장 1 개동 기준 수천 톤 철골 소요
AI수소시티·부대 인프라	0.5 조원	3,000	4,000	6,000	도로·수소충전소·관리시설. 경량 구조물 위주
합계	9.0 조원	57,000	70,000	85,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

데이터센터향
철강 수출 기대감

2월 27일 현대제철의 주가 급등은 본격적인 업황 회복에 선행하여 철강 업종 전반의 투자 심리를 환기시키는 긍정적 요인으로 판단한다. 당일 주가는 '미국 데이터센터 건설'과 '한국산 철근의 미국 수출 급증'에 대한 기대감으로 상승했다. 이러한 미국향 철근 수출 급증은 즉각적인 수익 극대화나 구조적인 성장 모멘텀이라기보다는, 부진한 내수 수요가 안정화될 때까지 가동률을 방어하기 위한 보완적 판매 채널의 성격이 강하다. 그럼에도 불구하고 미국의 높은 철강 가격 수준을 감안할 때, 내수 침체기 속에서 봉형강 실적의 하방 지지력을 확보하고 단기적인 주가 모멘텀으로 작용하기에는 충분하다.

AI 인프라 투자 급증에 따른 미국 데이터센터 전력 수요 확대는 최종적으로 연간 약 96만 톤의 신규 철강 수요를 창출할 전망이다. S&P Global 자료에 따르면, 미국 데이터센터(하이퍼스케일, 임대형, 크립토마이닝 포함)의 전력 수요는 2025년 61.8GW에서 2030년 134.4GW로 가파르게 확대될 것으로 예상된다. 2026~2030년 기간 동안 연평균 신규 추가 전력은 14.3GW 수준이며, 여기에 전력당 철강 투입량 약 67톤/MW를 적용하면 연간 약 96만 톤의 신규 수요가 창출된다.

미국 데이터센터 건설로 인한 한국의 미국향 봉형강 추가 수출 물량은 연간 약 1.92만 톤 수준으로 추산되며, 이는 2025년 한국의 대미 봉형강 수출량의 4.4%에 해당하는 규모이다. 미국 전체 철근 수요 중 수입 비중은 약 10%이나, 데이터센터향 수요에는 이보다 높은 20%를 적용하여 데이터센터 발 철강 수입 수요를 연간 약 19.2만 톤으로 추정했다. 여기에 미국의 봉형강 수입 중 한국 점유율(통상 5% 수준)을 최근 철근 수출 증가세를 반영해 10%로 가정하여 도출한 수치이다. 대미 수출이 구조적으로 레벨업되는 수준은 아니나, 의미 있는 대체 수요 옵션이 발생했다는 점에 주목해야 한다.

[표4] 한국의 미국 데이터센터향 철강 수출 추정

항목	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
미국 데이터센터 신규 전력 수요 (GW)	14	16.1	16.1	13.2	13.2
미국 데이터센터 철강 수요 (만톤, 67톤/MW)	93.8	107.8	107.8	88.4	88.4
한국의 미국 수입 시장 점유율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
데이터 센터 수요 중 수입 비중 (가정 30%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
데이터센터 수요 중 수입 물량 (만톤)	18.8	21.6	21.6	17.7	17.7
한국의 데이터센터향 수출 (만톤)	1.9	2.2	2.2	1.8	1.8

자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

미국향 철근 수출 급등

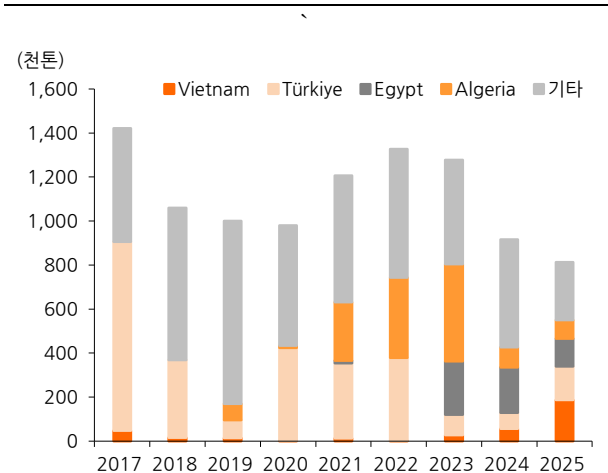
2026년 한국의 대미 철근 수출량은 전년(9만 톤) 대비 377% 증가한 43만 톤에 달할 것으로 전망한다. 특히 1분기에 전체 수출 물량이 집중될 것으로 예상된다. 올해 1~2월 한국의 대미 철근 수출량은 약 20만 톤을 기록하며, 단 두 달 만에 미국의 평년 연간 철근 수입 물량(약 100만 톤)의 20%를 단독으로 공급했다. 다가오는 3월 역시 건설 성수기 진입 효과로 보수적으로 추정해도 12만 톤의 수출이 가능할 것으로 보여, 1분기에만 총 34만 톤의 철근 수출이 이루어질 전망이다.

한국산 철근의 대미 수출 호조는 미국 현지의 타이트한 수급 상황과 주요 경쟁국들의 관세 부과에 따른 반사이익이 맞물린 결과이다. 무역확장법 232조(50% 철강 관세) 시행 이후 수입산 빈자리를 채우기 위해 Nucor, Hybar, CMC 등 현지 업체들이 신규 공장을 가동 중이나, Hybar의 생산량이 월 22,000톤 수준에 그치는 등 관세로 줄어든 수입 물량을 완전히 상쇄하기에는 역부족이다. 현재 미 동부 지역 생산업체들의 주문 예약이 거의 꽉 차 있을 정도로 공급이 부족해 상반기 내내 강세가 예상된다.

여기에 2025년 기준 미국 전체 철근 수입의 48%(약 40만 톤)를 차지했던 주요 3개국(알제리, 이집트, 베트남)이 관세 직격탄을 맞은 점도 한국에 긍정적이다. 이들 국가에는 기존 섹션 232조의 50% 기본 관세에 더해, 2025년 6월 개시된 AD/CVD 조사 결과에 따라 예비 상계관세(알제리 72.94%, 이집트 29.51%, 베트남 1.08%)가 추가 부과되었다. 합산 시 적용 관세율은 대략 알제리 123%, 이집트 80%, 베트남 51% 수준에 달해 사실상 수출 경쟁력을 잃은 상태다.

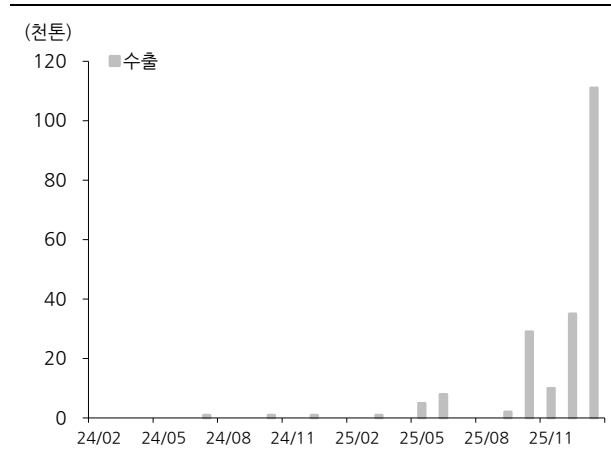
1분기 물량과 달리, 4월부터는 수출 물량이 월평균 1만 톤 수준으로 대폭 축소될 전망이다. 주요 감소 원인은 1) 주요 제강사들의 대보수 및 라인 폐쇄 영향, 2) 1분기 밀어내기 수출로 인한 제강사 재고 급감에 따른 여력 부족이다. 또한, 3) 현행 50% 관세 외에 Nucor 등 미국 현지 업체들의 제소로 인한 추가적인 품목 관세 부과 리스크도 존재하여 무한정 물량을 늘리기 어려운 실정이다. 이에 따라 향후 제강사들의 대미 수출 전략은 단순한 물량 확대가 아닌 수익성을 최우선으로 하는 선별 수주 중심으로 선회할 것이다.

[그림4] 미국 철근 수입 추이



자료: ITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한국의 대미 철근 수출 추이

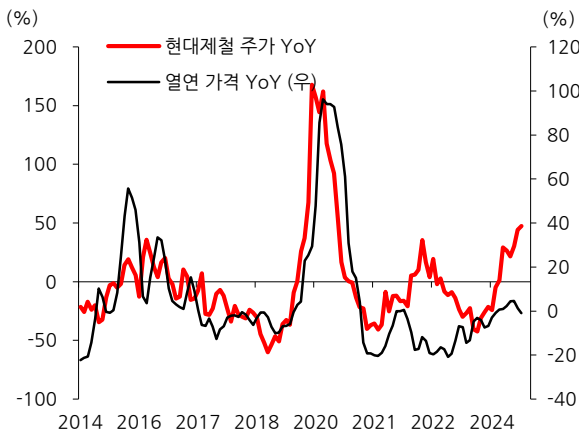


자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

철강 지표와 업황에
기민해야할 시점

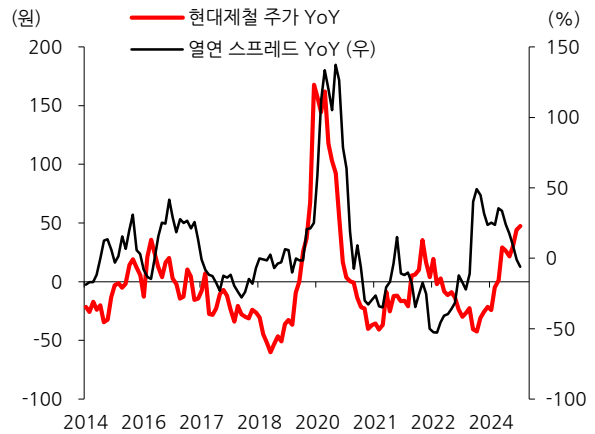
현대제철의 주가는 2026년 들어서 철강 업황의 최악의 국면을 통과했다는 선행적 기대감을 반영하기 시작한 것으로 보인다. 동사의 주가는 실제 철강 업황이나 지표보다 2~3개월에서 최대 10개월까지 먼저 움직이는 경향이 있다. 과거 데이터 분석 결과, 현대제철의 주가를 결정하는 변수는 철강 제품 가격 및 스프레드(수익성의 핵심), 그리고 수급 및 건설지표(중장기 방향 확인)이다. YoY 기준으로 볼 때, 동사 주가는 철강 가격 변화에 2~3개월 선행하는 것으로 파악된다. 따라서 시장은 철강 가격이 본격적으로 오르기 전에 가격 상승을 예상하고 주가에 반영한다. 따라서 가격 상승의 기반을 만들고 있는 2026년 3월 현재가 비중 확대에 있어 적절한 시점이라고 생각된다.

[그림6] 현대제철 주가, 열연 가격 추이



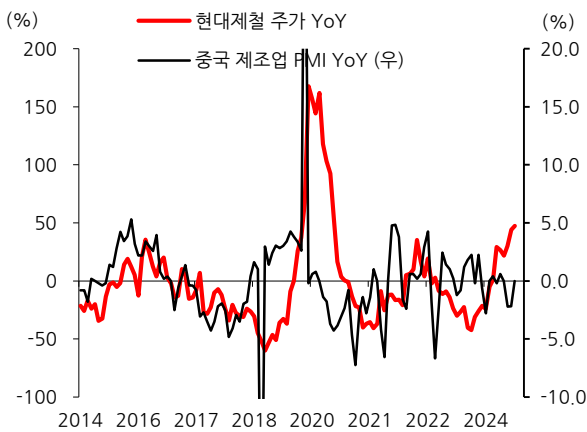
자료: 에프앤가이드, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 현대제철 주가, 열연 스프레드 추이



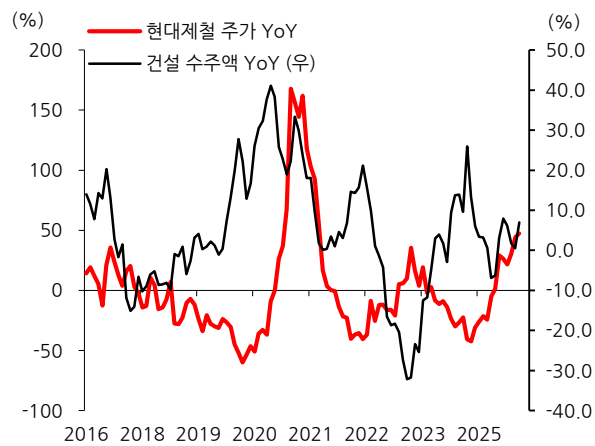
자료: 에프앤가이드, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 현대제철 주가, 중국 제조업 PMI 추이



자료: 에프앤가이드, Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 현대제철 주가-국내 건설 수주액 추이



자료: 에프앤가이드, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

>> 지표 점검

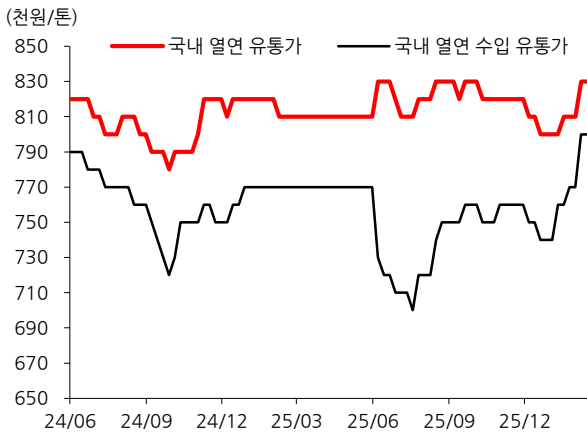
국내 가격 지표 점검 지표 상 국내 철강시장의 바닥을 다지는 흐름이 확인된다. 지표 측면에서 가장 긍정적인 점은 연이은 철강 가격 상승 소식이다. 다만 현재 철강 시장은 수요가 이끄는 시장이 아니라 공급 통제와 원가 압박이 만들어낸 인위적인 가격 상승 구간이다. 열연은 반덤핑 및 가격 약속으로 저가 수입재 차단했으며, 철근은 3월 대보수 및 라인 폐쇄 등으로 인한 물리적 공급 부족이 있다. 후판은 수익성 방어를 위한 제조사들의 강력한 판가 인상 드라이브가 진행중이다.

3월에도 가격 상승세는 이어질 것으로 보인다. 3월 주요 제강사(현대, 한국, 환영, 대한) 동시 보수로 약 20만 톤 감소&현대제철 인천 소형 라인 폐쇄&미국향 수출(1월 11만 톤)로 내수 재고가 감소한 상황이다. 3월에는 건설 성수기 진입 시점인 가운데, 수요가 없더라도 공급 절벽이 발생하면 가격은 단기적으로 상승세를 지속할 것으로 보인다. 열연은 최근 반덤핑 관세 확정으로 국산 가격 협상력이 지속될 것으로 보이며, 후판은 2월에 이어 3월 주문분도 3만 원 인상이 확정됐다.

국내 수입 현황 열연에서 관세 장벽의 현실화가 나타나고 있다. 1월 열연 수입 물량은 11.8만 톤으로 2010년 통계 작성 이후 역대 최저치를 기록했다. 2월에도 역시 수입 급감 추세가 고착화된 것으로 보인다. 중국산은 1월 4,971톤, 2월 2,197톤으로 시장 내 존재감이 사실상 소멸됐다. 중국산 열연 가격은 하락세를 보이거나, 반덤핑 규제로 인해 수입 유인이 사라졌다.

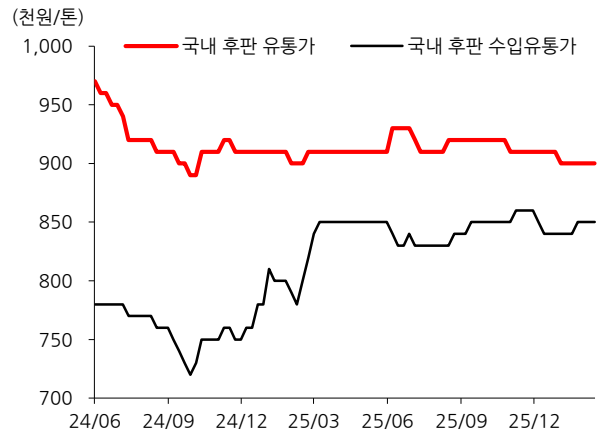
후판의 경우 혼조세를 보이고 있다. 유통 시장(건설용)에서는 수입재가 줄어 국산 가격 인상이 먹혀들고 있으나, 조선 시장에서는 여전히 수입재 비중이 높은 것으로 보인다. 후판 수입은 12월 23.2만톤으로 급증했으며, 1월에는 전월비 44% 감소한 12.9만 톤을 기록했다. 2월에는 21일까지 8.2만 톤을 기록하며 증가세로 전환중이다.

[그림10] 국내 열연 가격 추이



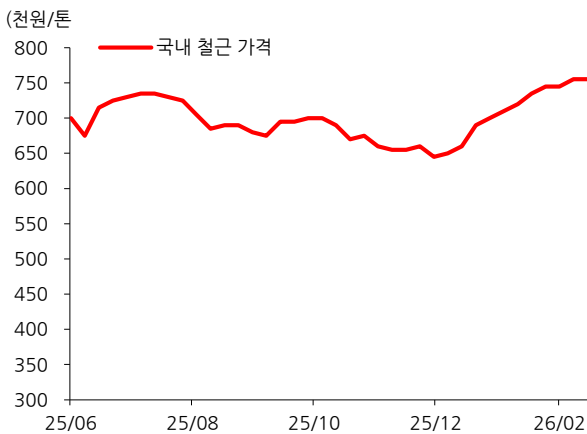
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국내 후판 가격 추이



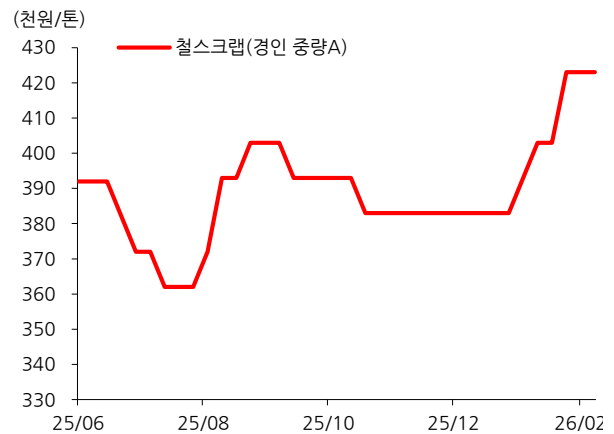
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국내 철근 가격 추이



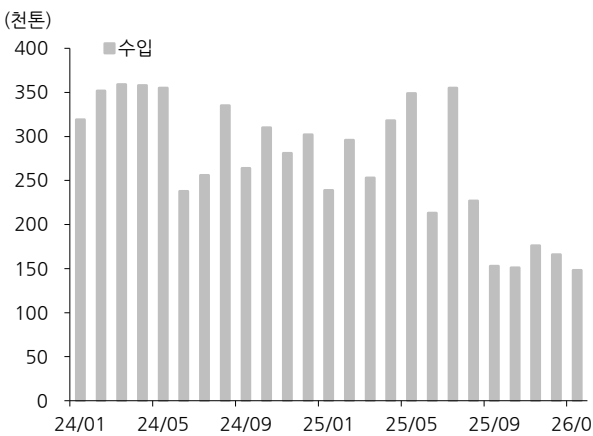
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 국내 철스크랩 가격 추이



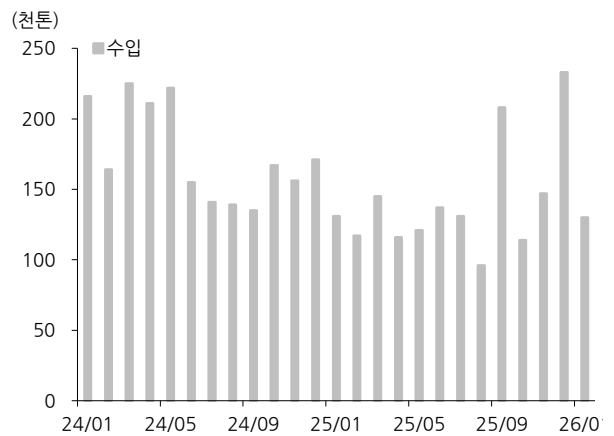
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 열연 수입 물량 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

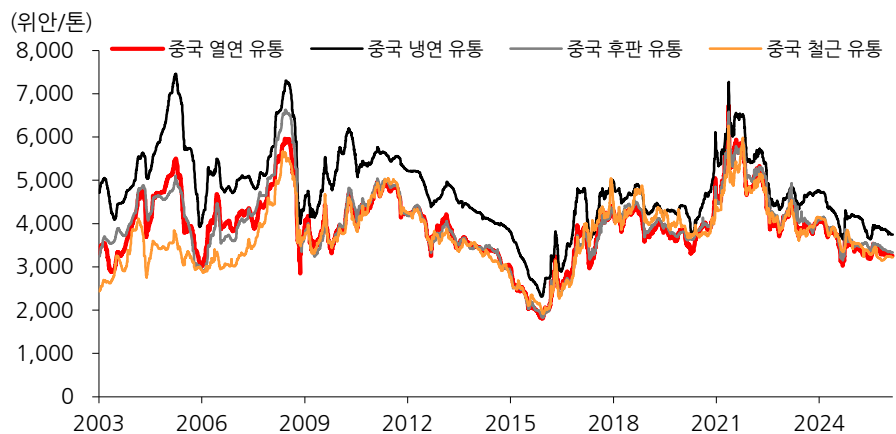
[그림15] 후판 수입 물량 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

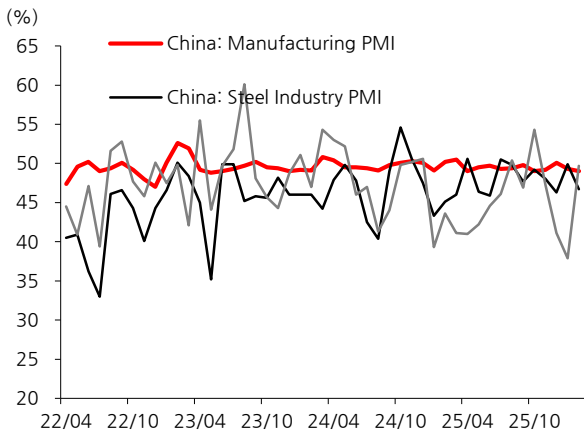
- 중국 지표 점검** 중국 철강 가격은 겨울 비수기 및 춘절 연휴 기간을 지나며 가격 반등 없이 약보합세를 유지하고 있다. 단기적인 관전 포인트는 춘절 이후 누적된 재고의 소진 속도가 가격 반등의 열쇠다. 3월 양회에서 발표될 재정 정책 등과 구체적인 15차 5개년 계획 내용도 확인이 필요하다.
- PMI** 2월 중국 제조업 및 철강 PMI는 춘절 연휴와 전방산업 수요 부진 여파로 동반 하락하며 수축 국면을 이어갔다. 국가통계국 발표에 따르면, 2월 제조업 PMI는 49.0%로 전월 대비 0.3%p 하락했다.
- 철강 산업 역시 생산과 수요가 모두 꺾이는 '수급 동반 부진' 양상을 보이며 지수가 큰 폭으로 하락했다. 2월 철강 PMI는 45.4로 전월(47.4) 대비 2.0%p 하락했다. 특히 신규 주문 지수가 39.5로 최근 저점을 경신하며 건설 및 제조업 등 전방산업의 내수 부진을 보여줬다. 내수 부진으로 철강 완제품 재고가 급증한 가운데, 유일한 돌파구였던 수출 주문마저 크게 꺾이며 업황 부담이 가중되고 있다. 수요 위축 속도가 생산 감소를 앞지르면서 완제품 재고 지수는 74.9(+20.7%p)로 폭등해 재고 압력이 심화되었다. 설상가상으로 신규 수출주문 지수마저 44.5로 전월 대비 4.1%p 하락했다. 수출 허가제 시행과 글로벌 무역 장벽 강화가 영향을 미친 것으로 보인다.
- PPI** 1월 철강업 PPI는 전년 동월 대비 3.7% 하락했으나, 전월 대비로는 0.2% 상승 반전하며 가격 급락세가 멈추고 바닥을 다지는 신호가 포착됐다. 국가 전체 PPI(-1.4%)가 여전히 마이너스권에 머물러 디플레이션 압력지 지속되고 있으며, 추세 전환까지는 시간이 필요해 보인다.
- 부동산** 부동산 가격 측면에서는 중고 주택 가격 하락폭이 축소된 점을 주목할 만하다. 중국 70개 도시 중고 주택 가격은 전월 대비 0.5% 하락했지만, 2025년 12월 대비 하락폭이 0.2%p 감소했다. 이는 2025년 8월 이후 처음 하락폭이 축소된 것으로, 중국 내부에서는 시장 안정화의 신호가 될 수 있다. 반면 신규 주택 가격은 전월 대비 0.4% 하락하며 2025년 12월과 동일한 하락폭을 유지하고 있다.

[그림16] 중국 철강 가격 추이



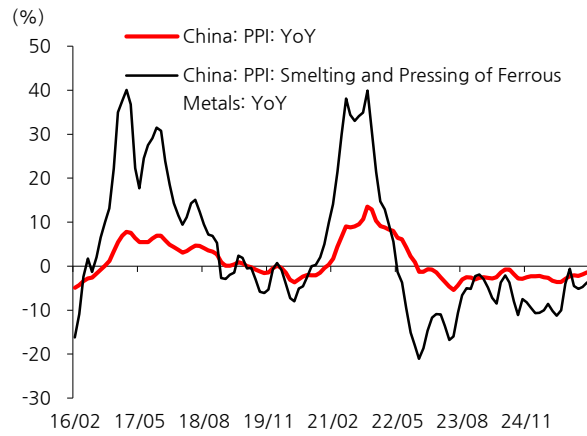
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 중국 PMI 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 중국 PPI 추이



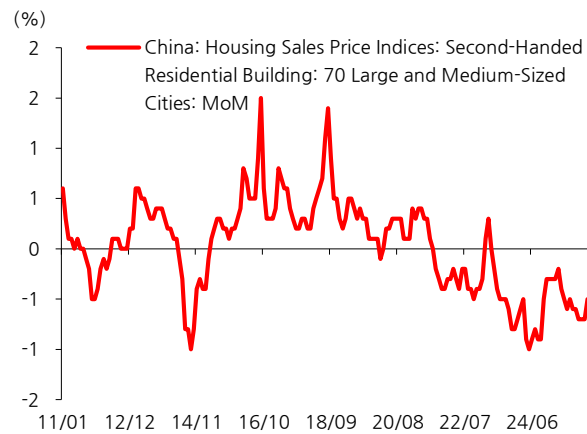
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 중국 70개 대도시 신규 주택 가격 변화를 추이(MoM)



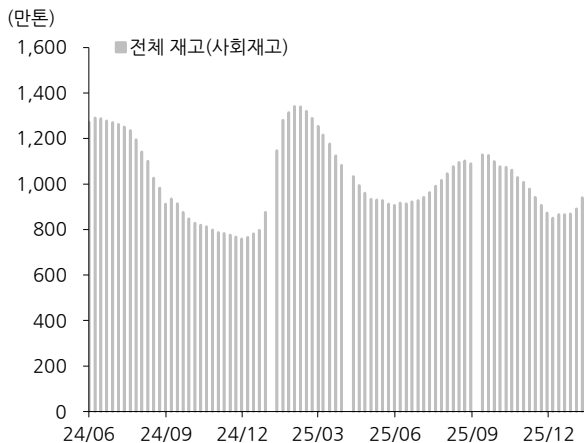
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 중국 70개 대도시 중고 주택 가격 변화를 추이(MoM)



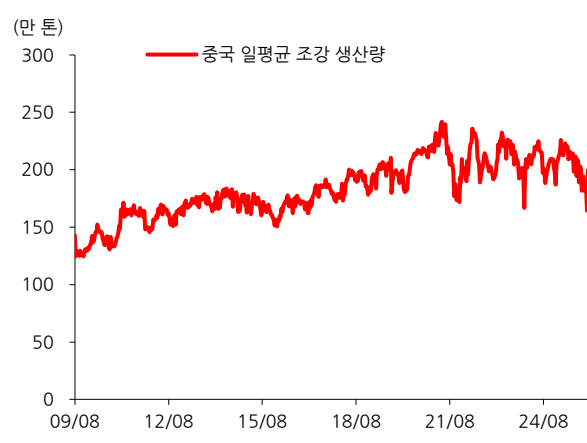
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 중국 철강재 재고 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 중국 일평균 조강 생산량 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

>> 이슈 점검

미국 관세 이슈

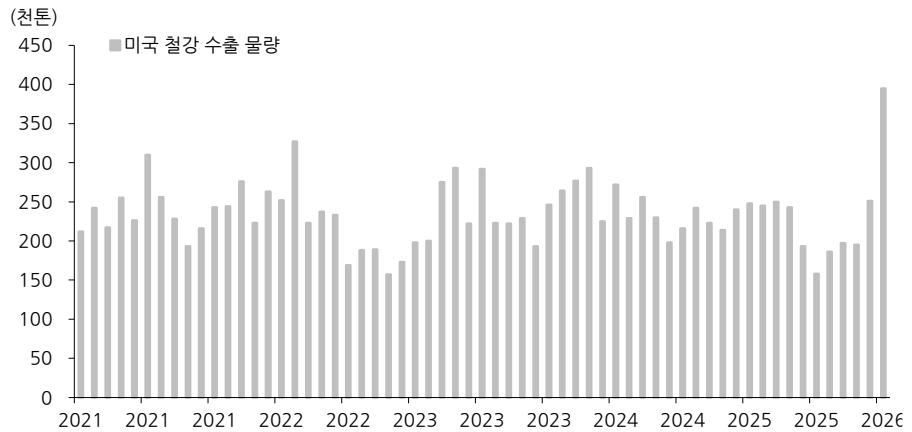
최근 철강 관련 주요 이슈 중 하나는 미국의 철강·알루미늄 관세 완화 가능성이다. 해당 이슈는 철강 업종에 대한 관심을 증대시키는데는 영향을 미칠 수 있으나, 국내 철강사 입장에서 직접적인 영향은 제한적일 것으로 보인다. 철강 관세가 완화되더라도, 철강 파생 제품 제품 리스트 축소, 확대 중단, 철강·알루미늄 함량 산정 방식의 단순화 등의 방향일 가능성이 높다.

FT(2월 초)와 블룸버그(2월 24일)는 트럼프 행정부가 11월 중간선거를 앞두고 물가 상승에 따른 지지율 하락을 만회하기 위해 관세 정책 변화를 계획 중이라고 보도했다. 주요 내용은 철강·알루미늄 관세 대상 품목 중 일부 면제, 파생 제품 목록 축소, 대상 목록 확대 중단 등이다. EU 당국자들은 미국이 몇 주 내로 파생 제품 목록을 축소하는 조치를 단행할 것으로 예상했다. 한국 산업통상자원부는 관세 완화 보도와 관련해 여러 경로로 파악 중이나 확인된 사실은 없다고 밝혔다.

백악관은 현행 관세 체제 변경에 대한 모든 보도는 근거 없는 추측이라고 일축했다. 트럼프 대통령은 2025년에 철강·알루미늄 및 파생 제품 관세를 50%로 두 배 인상한 바 있으며, 국가 안보 및 국내 제조업 활성화를 위해 절대 타협하지 않을 것을 강조했다. 스콧 베센트 재무장관은 FT 보도에 대해 부수적인 대상(incidental objects)에 대한 일종의 명확화(clarification)나 일부 수정(modifications) 가능성은 열어뒀다. 단, 최종 결정은 대통령의 몫임을 분명히 했다.

한편, 스틸데일리 분석에 따르면 한국의 관세 영향은 타 국가 대비 비교적 완만한 영향을 받고 있다. 50% 관세가 발효된 이후 대미 철강 수출은 브라질(-41%), 멕시코(-37%), 캐나다(-20%, 물량 기준 약 120만 톤 감소) 등 미국의 인접국 및 주요 공급국들은 큰 타격을 입었다. 해당 국가들의 수출 품목이 가격 민감도가 높은 범용재나 단순 가공재에 집중돼 있었기 때문이다. 반면 한국의 영향은 비교적 완만했다. 한국의 자동차 강판·특수강 등 기술 경쟁력 갖춘 제품 비중이 높아 거래가 유지되는 것이다.

[그림23] 한국의 미국 철강 수출 물량 추이



- 중국 이슈** 약보합세를 보이던 중국 철강 시장은 2/25일 미국 관세 충격 이후 반등에 성공했다. 상승 동력은 화북지역의 고로 30% 감산 소식과 상하이 부동산 구매 제한 완화책이었다. 선물시장에서 철근은 1.7%, 열연은 1.2% 상승했다.
- 감산** 일부 철강 제조사들은 양회 기간인 3월 4일부터 3월 11일까지 고로 가동을 30% 감축 하라는 통보를 접수받았다. 전기로 가동이 이미 낮은 상황에서 고로까지 멈추게 되면, 이는 제품 가격 상승의 트리거가 될 것으로 예상된다. 작년 양회 당시에도 베이징과 주변 지역의 환경 보호를 위해 고로 가동률을 낮추는 조치가 시행됐다. 해당 기간 철근 선 물 가격이 약 4% 누적 상승하는 강세를 보인 바 있다.
- 부동산** 부동산 정책 측면에서 긍정적인 소식도 있었다. 2/25일 상하이는 '상하이 7조(沪七条)' 정책을 발표했으며, 이는 당일 중국 내 철강 투자심리를 개선하는데 일조했다. 이번 정책은 ①구매 제한(자격) 완화, ②금융(공적자금) 지원 확대, ③세제 혜택의 세 가지 축으로 구성돼 있다. 비호적자의 외환 안쪽 지역 구매를 위한 사회보험 납부 기간이 5년에서 1년으로 급감한다. 아울러, 3년 이상 사회 보험을 낸 비호적 가정은 외환 내에서 1채를 추가로 더 살 수 있게 된다.

부동산 시장 침체의 주 원인 중 하나는 살던 집이 안 팔려서 새집을 못사는 동맥경화였다. 이번 규제 완화는 갈아타기 비용을 낮추어 기존 주택 매도 후 신규 상급지 주택 매수로 이어지는 시장의 고리를 복구하는데 기여할 것으로 보인다. 단기적으로는 이번 조치로 인해 관망하던 대기 수요가 유입되며 초봄 성수기 기간 동안 거래량이 반등할 것으로 기대된다.

[표5] 상하이 부동산 정책 변화 요약 (2024.9 → 2026.2)

구분	2024.9 정책	2026.2 정책	변화
구매제한	비상하이 호적 외곽 매수 요건 완화 (사회보험 3년→1년)	외곽내환 모두 요건 완화 (최대 5년→1년), 추가 1채 허용, 거주중 5년 단독 매수 가능	내환까지 완화, 추가 매수 허용
대출공적금	LTV 인하 (1주택 15%, 2주택 25%)	공적금 한도 대폭 상향 (최대 324만), 기존 대출 상환 시 재이용 허용, 다자녀 우대 확대	공적금 중심 자금여력 확대
세제	매각 부가세 면세 5년→2년	성년 자녀 신규교체 매수 시 재산세 면제	개선·세대분리 수요 지원

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

>> 투자전략

2026년 현시점 현대제철 투자는 1) 실물 회복의 지연, 2) 주가 선행성에 따른 선제적 진입, 3) 역사적 밸류에이션 저평가, 4) 중국 철강업의 구조적 수익성 개선이라는 네 가지 기준을 바탕으로 접근할 수 있다.

첫 번째는 업황의 바닥 통과와 본격적인 수요 회복 시점 간의 시차 인식이다. 2026년 건설투자는 전년 대비 0.5%에서 2.6% 증가하며 플러스 전환이 예상되나, 실질적인 철강 수요 회복은 제한적일 전망이다. 건설 착공부터 기성까지 이어지는 2년에서 3년의 시차를 고려할 때, 재건축 등 진정한 의미의 착공 회복에 따른 기성 기여는 2027년에서 2028년부터 본격화될 것이기 때문이다.

두 번째는 주가의 선행성이다. 이러한 실물 지표의 지연 회복 속성을 고려할 때, 실적 확인 후 매수하는 전략은 구조적으로 늦을 수밖에 없으므로 주가 선행성을 활용한 선제적 진입이 필수적이다. 통상적으로 철강주 주가는 실물 경기에 선행하여 움직이므로, 환율, 중국 PMI, 철강 가격 등 선행지표를 확인하는 것과 동시에, 언론 보도 등을 통해 철강 시황이 바닥 다지기를 넘어 철강 가격 상승이 성공적으로 안착될 수 있는지 확인해야 한다.

세 번째는 극심한 저평가 상태에 머물러 있는 밸류에이션 매력이다. 현재와 같이 변동성이 심한 주식 시장에서는 저평가 자체가 중요한 주가 상승의 Catalyst가 될 수 있다고 판단된다. 현재 현대제철의 PBR은 0.24배로 과거 평균치인 0.32배를 크게 하회하고 있다. 특히 KOSPI 대비 상대 강도가 역사적 최저 수준이므로, 향후 평균 회귀에 따른 주가 상승이 충분히 가능한 구간이다.

마지막은 근본적인 중국 철강 산업의 구조적 전환이 주가의 하방 경직성을 확보해줄 수 있다는 점이다. 중국 내 철강 수요 비중에서 제조업이 건설업을 추월한 현상은 단순한 수치 변화 이상의 큰 의미를 지닌다. 생산량 3,400만 대 및 신에너지차 비중 50%에 달하는 자동차 산업, 물량 기준 세계 1위의 조선업, 17% 성장한 기계 산업, 그리고 가전 시장의 고급화 등 제조업 수요가 부동산 시장의 침체를 성공적으로 상쇄하고 있다. 실제로 2025년 중국 철강 본업이 445억 위안의 흑자를 기록하고 1.9%의 판매이익률을 달성한 것은 이러한 구조적 개선을 입증하는 명확한 증거다.

여기에 원가 구조 개선이 더해지며 수익성 방어 논리를 더욱 강화하고 있다. 2025년 기준 4.5%의 비용 감소율이 3.1%의 매출 감소율을 상회했으며, 2026년 역시 400만 톤의 공급 증가가 예상되는 철광석과 완만한 하향세가 전망되는 코크스 가격 안정화로 원가 부담 완화가 지속될 전망이다. 결과적으로 매출 감소폭보다 비용 감소폭이 큰 수익성 개선 구도가 정착되면서, 과거 부동산 침체가 철강업 전체의 붕괴로 이어지던 논리가 약화되고 있다.

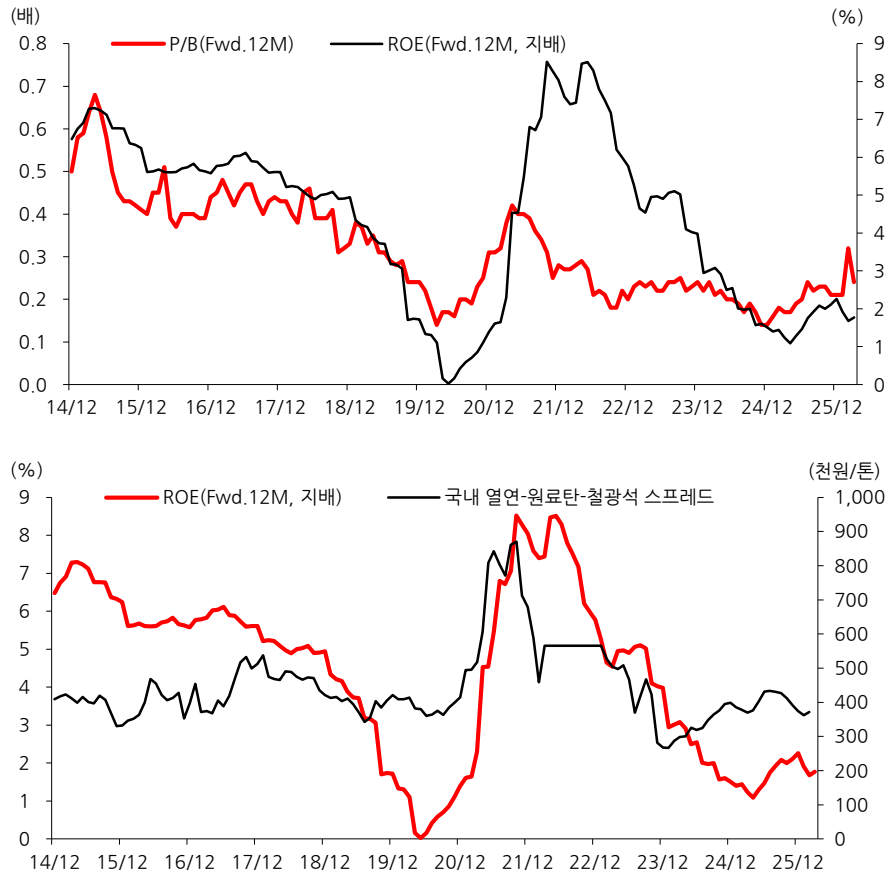
투자의견 BUY
 목표주가 50,000원 유지

현대제철 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 유지한다. 동사의 PBR은 점진적으로 0.3배 초반 수준으로 상승할 전망이다. 1) 업황 바닥 통과에 따른 수익성 구조적 턴어라운드 방향성, 2) 가격 상승 및 원가 안정화에 따른 롤마진 개선 등을 종합적으로 반영한 결과다. 현재 PBR 0.24배는 비관론이 기반영된 국면이며, 향후 펀더멘탈 개선이 가시화됨에 따라 밸류에이션의 정상화가 전개될 것으로 판단한다.

동사의 PBR은 ROE도 중요한 역할을 하지만, 더 중요한 것은 ROE의 방향(상승 중인가, 하락 중인가)이다. 동일한 ROE 수준에서도 ROE가 상승 중이면 더 높은 PBR을 기록했다. 2020년 11월에 12개월 선행 ROE는 1.11%인데 PBR은 0.25였다. 회귀 모델대로라면 PBR 0.21이 적정인데, 시장은 6개월 뒤 ROE가 4.5%로 폭등할 것을 미리 반영하고 있었던 것이다.

이러한 논리로 봤을 때 선행 ROE가 3~4%면 PBR 0.3배 수준이 정당화될 수 있다. 당사가 자체 계산한 열연 스프레드가 370에서 420 수준일 때 ROE는 평균 3.76% 수준이었다. 올해 시만두 프로젝트로 인해 철광석 공급이 증가하고 원료탄 가격이 완만한 하락세를 보이며 원재료 가격의 하방 압력이 크다고 판단되며, 철강 가격의 완만한 상승세, 환율 하락세가 맞물려 스프레드가 400 이상으로 회복되는 것은 합리적이라고 생각한다. 아울러, 현재는 ROE 하락이 아닌 상승 전환 초기인 점도 고려해야 한다.

[그림24] 현대제철 PBR, ROE, 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	25,915	23,226	22,733	24,377	25,378
매출총이익	2,132	1,394	1,504	2,081	2,312
영업이익	798	159	219	758	952
EBITDA	2,441	1,870	1,981	2,489	2,665
순이자손익	-297	-276	-238	-261	-247
외화관련손익	-37	-59	-69	-69	-69
지분법손익	5	12	1	0	0
세전계속사업손익	532	-59	-43	572	774
당기순이익	443	9	1	421	569
지배주주순이익	461	-12	-4	414	561
증가율(%)					
매출액	-5.2	-10.4	-2.1	7.2	4.1
영업이익	-50.6	-80.0	37.5	245.6	25.6
EBITDA	-23.9	-23.4	5.9	25.6	7.1
순이익	-57.3	-98.0	-83.9	29,474.8	35.3
이익률(%)					
매출총이익률	8.2	6.0	6.6	8.5	9.1
영업이익률	3.1	0.7	1.0	3.1	3.8
EBITDA 이익률	9.4	8.1	8.7	10.2	10.5
세전이익률	2.1	-0.3	-0.2	2.3	3.0
순이익률	1.7	0.0	0.0	1.7	2.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	1,948	1,777	1,469	1,790	2,137
당기순이익	443	9	1	421	569
자산상각비	1,642	1,710	1,762	1,731	1,713
운전자본증감	304	276	-406	-394	-177
매출채권 감소(증가)	-212	564	98	-220	-128
재고자산 감소(증가)	618	157	305	-401	-182
매입채무 증가(감소)	30	-89	-674	241	140
투자현금흐름	-132	-1,503	-1,772	-1,576	-1,579
유형자산처분(취득)	-800	-1,650	-1,558	-1,500	-1,500
무형자산 감소(증가)	-5	-17	-8	-17	-18
투자자산 감소(증가)	483	128	-194	0	0
재무현금흐름	-2,121	-354	-71	-99	-99
차입금의 증가(감소)	-2,024	-309	-35	0	0
자본의 증가(감소)	-132	-132	-99	-99	-99
배당금의 지급	-132	-132	-99	-99	-99
총현금흐름	2,398	1,930	2,028	2,184	2,314
(-)운전자본증가(감소)	-1,351	-596	783	394	177
(-)설비투자	824	1,672	1,575	1,500	1,500
(+)자산매각	19	5	9	-17	-18
Free Cash Flow	2,944	858	-321	273	619
(-)기타투자	857	282	-365	59	62
잉여현금	2,087	575	44	214	558
NOPLAT	665	116	159	558	701
(+) Dep	1,642	1,710	1,762	1,731	1,713
(-)운전자본투자	-1,351	-596	783	394	177
(-)Capex	824	1,672	1,575	1,500	1,500
OpFCF	2,834	750	-438	395	737

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	11,954	11,460	10,928	11,680	12,459
현금성자산	2,198	2,311	2,110	2,225	2,684
매출채권	3,032	2,655	2,597	2,817	2,945
재고자산	6,279	6,291	6,022	6,422	6,605
비유동자산	23,265	23,284	22,698	22,533	22,388
투자자산	3,578	3,452	3,500	3,559	3,621
유형자산	18,250	18,431	17,873	17,721	17,581
무형자산	1,438	1,402	1,325	1,253	1,187
자산총계	35,219	34,744	33,626	34,213	34,848
유동부채	7,984	7,699	6,577	6,821	6,964
매입채무	3,898	3,957	2,849	3,090	3,231
유동성이자부채	3,951	3,676	3,669	3,669	3,669
비유동부채	7,739	7,711	7,525	7,553	7,583
비유동이자부채	6,651	6,893	6,826	6,826	6,826
부채총계	15,723	15,410	14,102	14,374	14,546
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,905	3,871	3,871	3,871
이익잉여금	13,639	13,400	13,299	13,615	14,078
자본조정	888	946	1,208	1,208	1,208
자기주식	-112	-112	-112	-112	-112
자본총계	19,496	19,334	19,523	19,839	20,301

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	3,456	-87	-28	3,151	4,264
BPS	143,130	141,768	142,721	145,088	148,552
DPS	1,000	750	750	750	750
CFPS	17,967	14,460	15,195	16,365	17,341
ROA(%)	1.3	0.0	0.0	1.2	1.6
ROE(%)	2.4	-0.1	0.0	2.2	2.9
ROIC(%)	2.5	0.4	0.6	2.1	2.7
Multiples(x, %)					
PER	10.4	-411.1	-1,291.4	11.4	8.4
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.0	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	5.4	7.0	6.6	5.2	4.7
배당수익률	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	80.6	79.7	72.2	72.5	71.7
Net debt/Equity	43.1	42.7	42.9	41.7	38.5
Net debt/EBITDA	344.3	441.6	423.3	332.3	293.0
유동비율	149.7	148.8	166.1	171.2	178.9
이자보상배율(배)	1.9	0.4	0.6	2.1	2.7
자산구조(%)					
투하자본	81.9	81.8	82.2	81.8	80.5
현금+투자자산	18.1	18.2	17.8	18.2	19.5
자본구조(%)					
차입금	35.2	35.3	35.0	34.6	34.1
자기자본	64.8	64.7	65.0	65.4	65.9

[Compliance Notice]

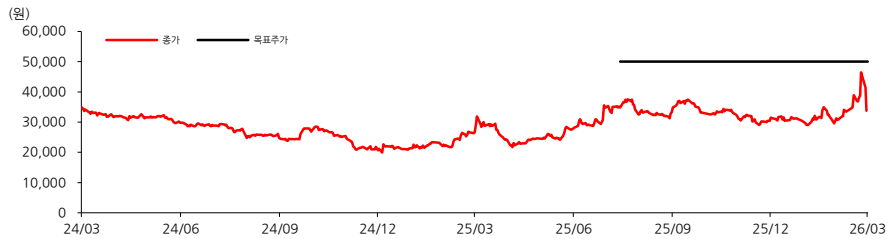
(공표일: 2026년 3월 6일)

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. (권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.07.25	2025.08.29	2025.09.18
투자 의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		권지우	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.09.26	2025.10.17	2025.10.31	2025.11.24	2025.11.28	2025.12.01
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.12.09	2025.12.26	2026.01.09	2026.01.30	2026.02.02	2026.02.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2026.03.06					
투자 의견	Buy					
목표 가격	50,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	50,000		

[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 투자 의견]

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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%