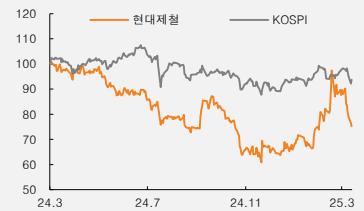


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	36,000원
현재주가(25/4/1)	24,600원
상승여력	46.3%

영업이익(25F, 십억원)	486
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	557
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	16.8
P/E(25F, x)	11.7
MKT P/E(25F, x)	9.1
KOSPI	2,521.39
시가총액(십억원)	3,283
발행주식수(백만주)	133
유동주식비율(%)	62.6
외국인 보유비중(%)	19.3
베타(12M) 일간수익률	1.34
52주 최저가(원)	19,900
52주 최고가(원)	32,650

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.7	-11.8	-24.7
상대주가	-7.3	-9.3	-17.9



[철강]

김기룡

kiryong.kim@miraeeasset.com

현대제철

저점 시그널을 외면하기 어렵다

현대차그룹의 선순환 수직계열화, 안정적인 그룹사 물량

현대제철은 2010~2014년 고로 1~3기(1,200만톤)의 순차적 준공으로 기존 전기로를 포함해 조강생산량 기준 2,400만톤의 생산 체제를 갖추게 되었다. 현대차그룹 차원에서는 고로 투자를 통해 쇳물 → 자동차용 강판 → 완성차의 수직계열화 구조를 완성했다. 동사의 자동차용 판매량은 냉연 기준 연간 600~650만톤으로 전체 판매량의 30%를 상회한다. 2025년 인도 푸네 SSC(철강가공센터) 준공, 미국 전기로 투자 등으로 그룹사 물량 확대와 해외 완성차 고객 확대 전략이 이어질 전망이다. 탈탄소 측면에서는 전기로-고로 혼합 프로세스 기술 적용을 확대해 나갈 계획이다.

2025년, 중국발 공급 과잉 완화 + 무역 관세 수혜 기대

2025년 철강 업황은 중국발 공급 과잉 완화, 국내 반덤핑 제소에 따른 시황 회복으로 점진적인 개선 흐름을 전망한다. 건설 시황 부진에 따른 봉형강 부문의 단기 내 가시적 실적 반등은 제한적일 것으로 전망하나, 자동차/조선용 판재류 손익은 안정적인 수요와 반덤핑 제소 결과에 따른 가격 인상 효과를 예상한다. 4월 인천 공장(철근, H형강) 생산 중단 섰다운 결정에 따른 물량 조정은 봉형강류 가격 하락 축소를 기대할 수 있는 요인이다.

2025년 실적은 매출액 22.8조원(-1.7%, YoY), 영업이익 4,857억원(+204.6%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 1분기 실적은 계절적 비수기와 노조 파업, 생산중단 등으로 연중 실적 저점을 확인할 것으로 예상된다. 연간 실적은 상저하고의 흐름을 전망한다.

투자 의견 매수, 목표주가 36,000원으로 커버리지 개시

현대제철에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 36,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 추정 BPS 151,150원에 Target PBR 0.24x(2021년 하반기 이후 평균, 중국발 공급과잉 구간)을 적용하여 산출했다. 주가는 미국 투자 공시를 전후로 변동성이 확대됐으나, PBR 0.16x 수준으로 여전히 역사적 저평가 구간에 머물러 있다. 중국발 공급 과잉 완화, 국내 반덤핑 제소에 따른 시황 회복으로 ROE 개선과 점진적 멀티플 회복을 전망한다. 주가 회복은 상반기 대비 하반기에 보다 뚜렷할 것으로 예상된다.

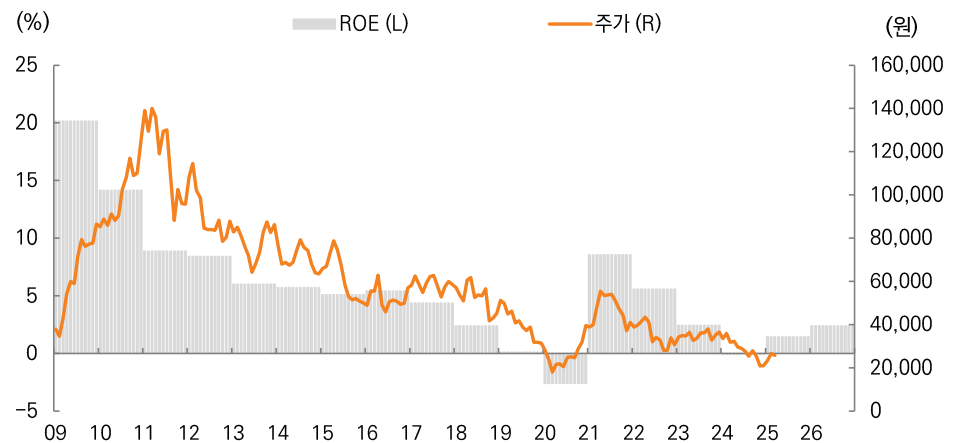
결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	25,915	23,226	22,830	23,918	24,984
영업이익 (십억원)	798	159	486	743	926
영업이익률 (%)	3.1	0.7	2.1	3.1	3.7
순이익 (십억원)	461	-12	280	481	624
EPS (원)	3,456	-87	2,097	3,608	4,679
ROE (%)	2.4	-0.1	1.4	2.4	3.0
P/E (배)	10.6	-	11.7	6.8	5.3
P/B (배)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	2.7	3.6	3.0	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 Valuation

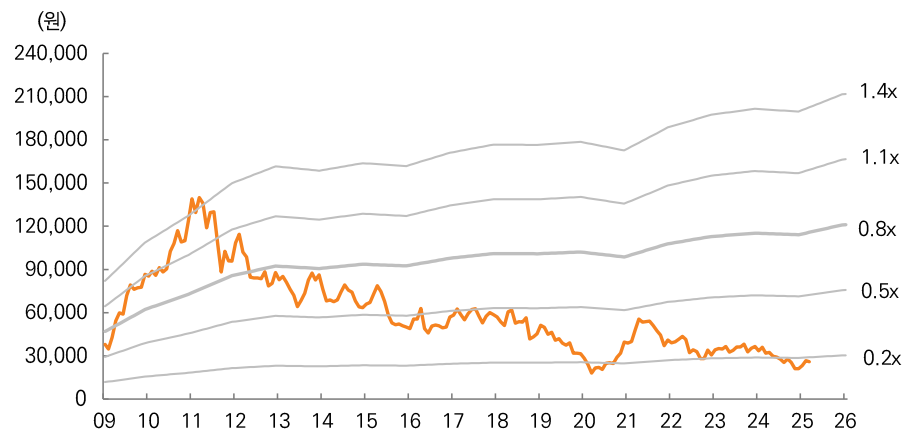
현대제철에 대해 투자의견 매수, 목표주가 36,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 추정 BPS 151,150원에 Target PBR 0.24x(2021년 하반기 이후 평균, 중국발 공급과잉 구간)을 적용하여 산출했다. 주가는 미국 투자 공시를 전후로 변동성이 확대됐으나, PBR 0.16x 수준으로 여전히 역사적 저평가 구간에 머물러 있다. 중국발 공급 과잉 완화, 국내 반덤핑 제소에 따른 시황 회복으로 ROE 개선과 점진적 멀티플 회복을 전망한다. 주가 회복은 상반기 대비 하반기에 보다 뚜렷할 것으로 예상된다.

그림 98. 현대제철 ROE, 주가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 현대제철 PBR Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 현대제철 목표주가 산정

(원, 배)

항목	금액	비고
BPS	151,150	2025년 추정치 기준
Target PBR	0.24	2021년 하반기 이후 평균, 중국발 공급과잉 구간
목표주가	36,000	반올림 적용
현재주가	24,600	4월 1일 종가 기준
% 상승여력	46%	

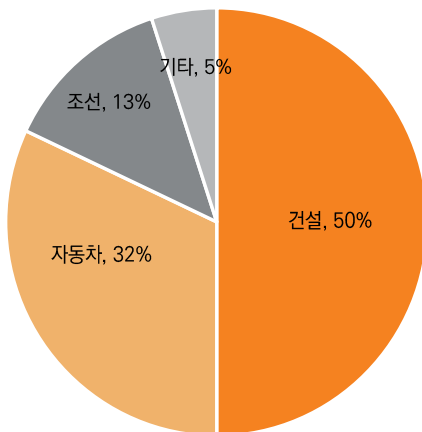
자료: 미래에셋증권 리서치센터

기업개요

현대제철은 2010~2014년 고로 1~3기(1,200만톤)의 순차적 준공으로 기존 전기로를 포함해 조강생산량 기준 2,400만톤의 생산 체제를 갖추게 되었다. 현대차그룹 차원에서는 고로 투자를 통해 쇳물 → 자동차용 강판 → 완성차 공급의 수직계열화 구조를 갖추게 되었다. 탈탄소 정책 측면에서는 전기로-고로의 혼합 프로세스 기술을 통해 저탄소 철강재 생산 체계를 갖춰나갈 전망이다.

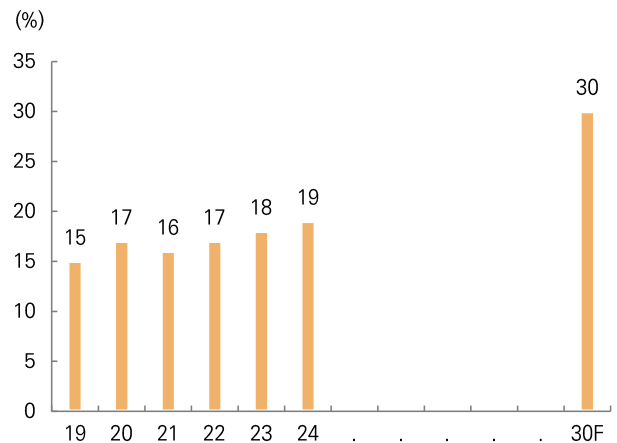
동사의 자동차향 판매량은 냉연 기준 연간 600~650만톤으로 전체 판매량의 30%를 상회하고 있다. 25만톤 규모의 미국 조지아 SSC(철강가공센터)에 이어 2025년 준공 예정인 인도 푸네 SSC, 최근 발표한 미국 전기로 투자 등으로 안정적인 그룹사 물량과 글로벌 완성차 고객 확대 전략이 이어질 전망이다.

그림 100. 현대제철, 전방산업별 판매 비중 [연간 편차 존재]



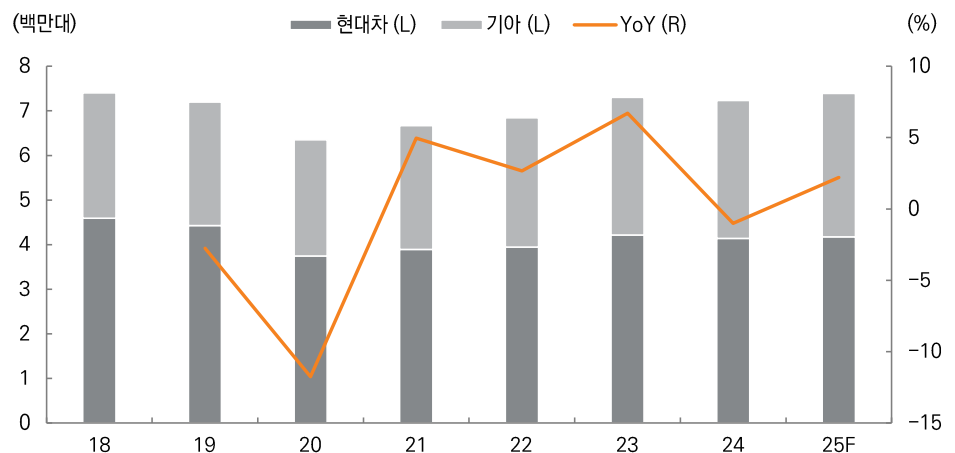
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 글로벌 자동차향 판매 비중 및 계획



자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 연간 현대차, 기아 판매량 및 가이던스



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정

2025년 실적은 매출액 22.8조원(-1.7%, YoY), 영업이익 4,857억원(+204.6%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 1분기 실적은 계절적 비수기와 노조 파업, 생산중단 등으로 연중 실적 저점을 확인할 것으로 예상된다. 연간 실적은 상저하고의 흐름을 전망한다.

자동차를 중심으로 한 판재류 손익은 안정적 물량과 반덤핑 제소에 따른 가격 인상 효과를 예상한다. 건설 시장 부진에 따른 철근 등 봉형강 업황 반등은 제한적일 것으로 전망하나, 업계 1위 사업자인 동사의 4월 인천 공장 섯다운 결정에 따른 물량 조정은 가격 하락 요인 축소를 기대할 수 있는 요인이다. 업황 부진에 따른 재고자산 평가손실 반영 등 낮아진 전년도 실적 기저효과로 2025년 뚜렷한 이익 성장 흐름은 유효할 것으로 추정한다.

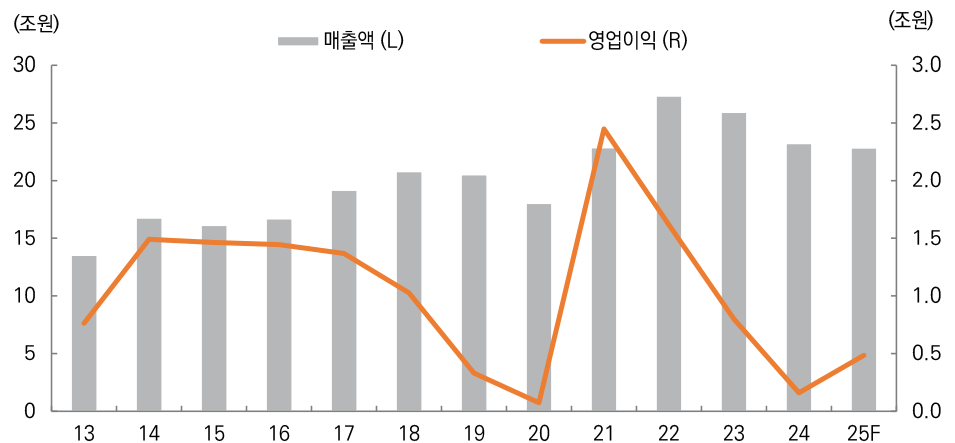
표 25. 현대제철 사업부문별 실적 테이블

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	23,226	5,310	5,840	5,760	5,921	22,830	23,918
- 현대제철 (별도)	4,819	4,852	4,463	4,483	18,618	4,215	4,686	4,633	4,825	18,360	19,582
- 자회사	1,128	1,190	1,161	1,129	4,609	1,094	1,154	1,126	1,095	4,470	4,336
매출원가	5,583	5,647	5,259	5,343	21,832	5,031	5,418	5,278	5,409	21,137	21,916
% 매출원가율	93.9%	93.5%	93.5%	95.2%	94.0%	94.8%	92.8%	91.6%	91.4%	92.6%	91.6%
매출총이익	365	394	365	270	1,394	279	421	481	511	1,693	2,002
판매비와 관리비	309	296	314	316	1,234	267	284	322	334	1,207	1,259
% 판관비율	5.2%	4.9%	5.6%	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%	5.6%	5.6%	5.3%	5.3%
영업이익	56	98	52	-46	159	11	138	159	177	486	743
- 현대제철 (별도)	89	46	32	-152	15	74	32	25	-78	53	90
- 자회사	-33	52	19	106	145	-63	106	134	256	433	653
% 영업이익률	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	0.7%	0.2%	2.4%	2.8%	3.0%	2.1%	3.1%
- 현대제철 (별도)	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	0.1%	1.8%	0.7%	0.5%	-1.6%	0.3%	0.5%
- 자회사	-2.9%	4.4%	1.7%	9.4%	3.1%	-5.7%	9.2%	11.9%	23.3%	9.7%	15.1%
세전이익	8	55	-56	-66	-59	-28	101	91	118	281	553
지배주주순이익	32	-7	-18	-18	-12	-21	76	68	89	212	417

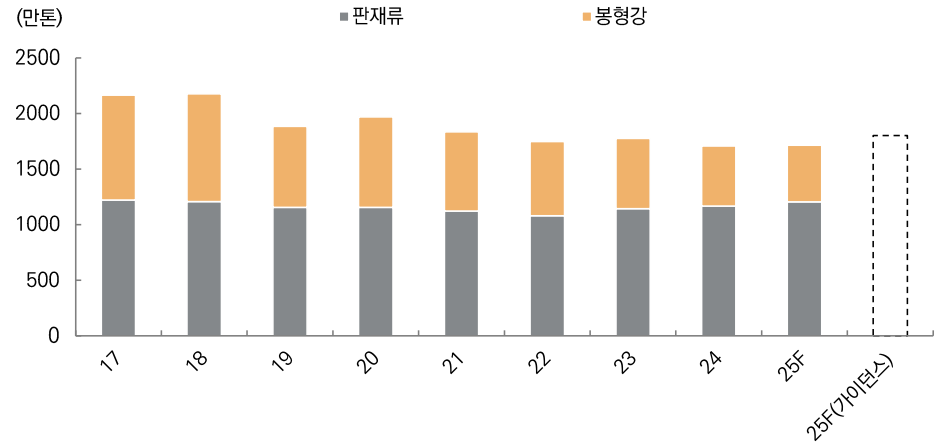
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 103. 현대제철 연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



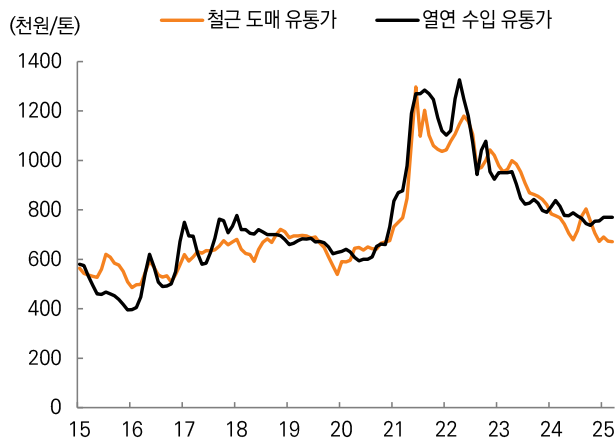
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 104. 현대제철 연간 판재류, 봉형강류 판매량 추이 및 가이드스



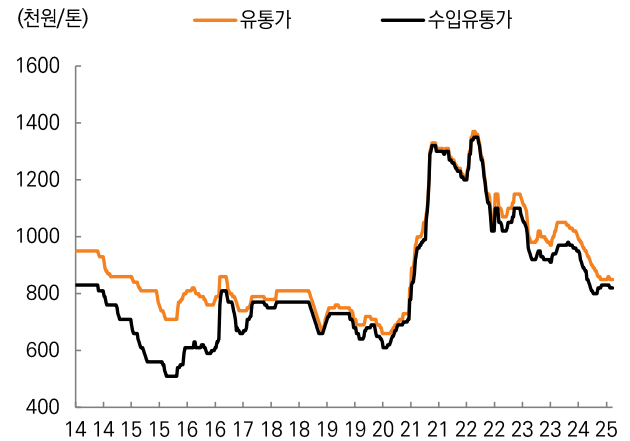
자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 국내 철근 유통가, 열연 수입구 추이



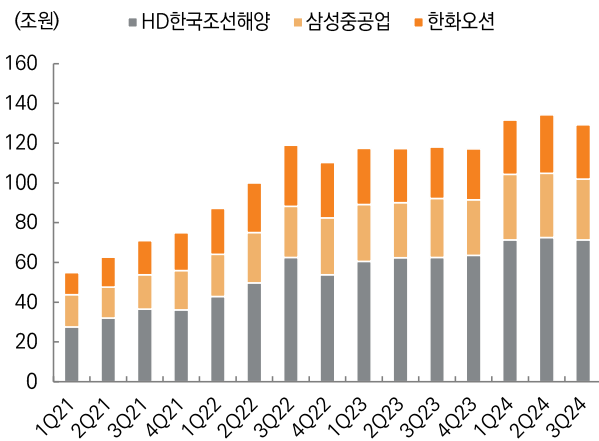
자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 냉연가격 유통가 추이



자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 국내 조선3사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 국내 후판 수입유통가



자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

현대제철, 미국 전기로 투자 공시

현대차그룹의 미국 내 210억달러 투자 발표와 함께 현대제철의 미국 전기로 제철소 건설 추진 계획이 공시되었다(3/25). 예상 투자 금액은 총 58억불(약 8.5조원) 규모로 자기자본 50%, 외부차입 50%의 자본조달과 현대차그룹 및 기타 투자자 등의 지분출자 협의 및 검토가 진행중이다.

동사의 출자 비율이 확정되지 않은 가운데 ① 자금 조달 계획 미정(유상증자 우려 등) ② 8조원을 상회하는 현 순차입금의 재무 부담 가중 ③ 준공 시점의 미국 관세 수혜, 제품가격 강세 가능성 ④ 범용재 생산 중심의 전기로를 활용한 고부가제품인 자동차용강판 생산 가능 여부가 주가 하락 요인으로 작용했다고 판단한다. 투자 규모 및 재원 마련의 불확실성 해소, 실적 정상화를 통한 재무 여력 확보가 금번 발표한 미국 투자에 대한 정당화를 뒷받침할 것으로 전망한다.

표 26. 현대제철, 미국 전기로 제철소 건설 투자 공시 요약

항목	세부내용
투자개요	미국 자동차강판 특화 전기로 제철소 건설
투자장소	미국 남동부 루이지애나 주
투자목적	미래 성장동력 확보 및 중장기 탄소저감 체제 전환
생산능력	연간 270만톤(자동차용 강판 180만톤)
투자금액	58억불 (약 8.5조원)
자금조달	자기자본 50% + 외부차입 50% 검토, 현대차그룹 및 기타 주자자와 지분출자 협의
건설기간	2026년 3분기 ~ 2029년 1분기

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 현대제철, 미국 투자 지분을 가정에 따른 투자 규모 (십억원)

현금 및 현금성자산 (단기금융상품 포함)	총 투자비	투자 법인 자기자본	현대제철 지분을 가정	현대제철 투자비	투자비/현금성자산
2,156 (2024년 기준)	8,500	4,250	20%	850	39%
			30%	1,275	59%
			40%	1,700	79%
			50%	2,125	99%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 미국 전기로 제철소 투자 관련 제품 구성 및 역량

(단위 : 만톤)				[사업역량 및 제고방안]	
구 분	자동차용	일반용	계	1	자동차 강판 전문기업으로 안정적 수요처 확보 (그룹사 및 타OEM)
열 연	-	65	65	2	70년 이상 전기로 설비 운영 노하우 및 유무형 자산 보유
냉 연	180	25	205	3	탄소저감 및 DRP / 전기로 외부 기술 협력 강화
계	180	90	270	4	그룹사 해외 사업 운영 경험 활용 / 현대차 남양연구소 협업 강화

자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

현대제철 (004020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	23,226	22,830	23,918	24,984
매출원가	21,832	21,137	21,916	22,782
매출총이익	1,394	1,693	2,002	2,202
판매비와관리비	1,234	1,207	1,259	1,276
조정영업이익	159	486	743	926
영업이익	159	486	743	926
비영업손익	-218	-115	-105	-98
금융손익	-308	-270	-262	-254
관계기업등 투자손익	12	12	13	14
세전계속사업손익	-59	371	638	828
계속사업법인세비용	-68	85	147	190
계속사업이익	9	286	491	637
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	9	286	491	637
지배주주	-12	280	481	624
비지배주주	20	6	10	13
총포괄이익	-31	269	489	649
지배주주	-49	110	200	265
비지배주주	18	159	289	384
EBITDA	1,870	2,187	2,460	2,653
FCF	105	251	425	423
EBITDA 마진율 (%)	8.1	9.6	10.3	10.6
영업이익률 (%)	0.7	2.1	3.1	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.1	1.2	2.0	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,460	12,115	12,229	12,488
현금 및 현금성자산	1,296	1,348	1,390	1,428
매출채권 및 기타채권	2,639	2,631	2,665	2,729
재고자산	6,291	6,273	6,312	6,458
기타유동자산	1,234	1,863	1,862	1,873
비유동자산	23,284	23,316	23,431	23,595
관계기업투자등	259	259	260	260
유형자산	18,431	18,400	18,499	18,637
무형자산	1,402	1,396	1,393	1,389
자산총계	34,744	35,431	35,660	36,083
유동부채	7,699	7,393	7,340	7,322
매입채무 및 기타채무	2,802	2,746	2,798	2,876
단기금융부채	3,676	3,519	3,435	3,353
기타유동부채	1,221	1,128	1,107	1,093
비유동부채	7,711	7,559	7,451	7,341
장기금융부채	6,893	6,761	6,666	6,575
기타비유동부채	818	798	785	766
부채총계	15,410	14,952	14,790	14,663
지배주주지분	18,919	20,058	20,438	20,976
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,400	13,581	13,964	14,490
비지배주주지분	415	421	431	444
자본총계	19,334	20,479	20,869	21,420

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,777	1,831	2,148	2,195
당기순이익	9	286	491	637
비현금수익비용가감	1,921	2,056	2,125	2,172
유형자산감가상각비	1,621	1,610	1,624	1,634
무형자산상각비	90	91	92	93
기타	210	355	409	445
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	276	-156	-59	-170
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	564	7	-31	-59
재고자산 감소(증가)	157	17	-39	-146
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-89	-56	37	54
법인세납부	-149	-85	-147	-190
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,503	-1,821	-1,852	-1,907
유형자산처분(취득)	-1,650	-1,580	-1,723	-1,772
무형자산감소(증가)	-17	-86	-89	-89
장단기금융자산의 감소(증가)	-285	-92	-12	-20
기타투자활동	449	-63	-28	-26
재무활동으로 인한 현금흐름	-354	-387	-279	-272
장단기금융부채의 증가(감소)	-33	-288	-180	-173
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-132	-99	-99	-99
기타재무활동	-188	0	0	0
현금의 증가	-90	52	42	39
기초현금	1,386	1,296	1,348	1,390
기말현금	1,296	1,348	1,390	1,428

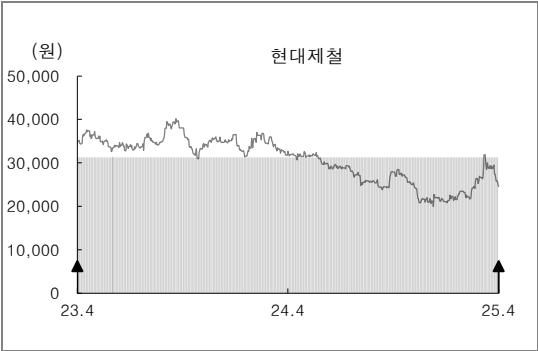
자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	11.7	6.8	5.3
P/CF (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
P/B (x)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	6.1	5.0	4.4	4.0
EPS (원)	-87	2,097	3,608	4,679
CFPS (원)	14,460	17,550	19,608	21,055
BPS (원)	142,610	151,150	154,003	158,033
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	1,119.3	34.6	20.1	15.5
배당수익률 (%)	3.6	2.6	2.6	2.6
매출액증가율 (%)	-10.4	-1.7	4.8	4.5
EBITDA증가율 (%)	-23.4	17.0	12.4	7.9
조정영업이익증가율 (%)	-80.0	204.6	53.0	24.6
EPS증가율 (%)	적전	흑전	72.0	29.7
매출채권 회전율 (회)	8.5	9.1	9.4	9.7
재고자산 회전율 (회)	3.7	3.6	3.8	3.9
매입채무 회전율 (회)	15.6	14.7	15.3	15.4
ROA (%)	0.0	0.8	1.4	1.8
ROE (%)	-0.1	1.4	2.4	3.0
ROIC (%)	-0.1	1.4	2.2	2.7
부채비율 (%)	79.7	73.0	70.9	68.5
유동비율 (%)	148.8	163.9	166.6	170.6
순차입금/자기자본 (%)	42.7	35.7	33.9	32.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	1.1	1.8	2.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대제철 (004020)				
2025.04.02	매수	36,000	-	-
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대제철 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다. - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.