

현대제철 (004020)

대형 철근 업체라서 고정비가 큰 탓일까

투자의견

BUY(유지)

목표주가

54,000 원(유지)

현재주가

33,450 원(10/30)

시가총액

4,464(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@

- **3Q25 Review:** 연결 매출액 5조 7,344억원, 영업이익 932억원 기록(OPM 1.6%)
- **경쟁사 대비 부진한 영업이익률은 봉형강 때문일까(별도 영업이익률 1.0%)**
 - 3분기 별도 영업이익은 471억원으로, 기존 추정치 690억원 대비 31% 하회. 전분기 대비 봉형강 ASP가 -3천원/톤 하락했고 판매량도 12.2만톤 감소한 129만톤이었던 영향. 판재 부문을 영위하는 POSCO의 3분기 영업이익률이 6.7%(+1.0%pt qoq)임을 고려할 때 봉형강 감산으로 인한 고정비, 가격 하락, 판매량 감소 효과로 판재 부문의 개선을 악화시켰다는 판단. 한편 연결 자회사들의 이익률도 전분기 대비 감소한 461억원 수준(OPM 3.8%, -4.8%pt qoq)
- **목표주가 54,000원, 투자의견 Buy 유지**
 - 내년부터 본격적인 열연 AD 효과 반영 시 점진적으로 실적 개선 추세 전망. 2026년 영업이익률 4.2%, EPS는 올해 대비 13배 증가한 4,000원으로 전망함. 1) 철근 시중 유통가 및 2) 열연 유통가를 주요 지표로, 지분을 발표는 모멘텀으로 보기를 권하며 목표주가와 투자의견은 종전과 동일하게 유지

주가(원,10/30)	33,450
시가총액(십억원)	4,464

발행주식수	133,446천주
52주 최고가	38,450원
최저가	19,900원
52주 일간 Beta	1.19
60일 일평균거래대금	168억원
외국인 지분율	23.3%
배당수익률(2025E)	2.2%

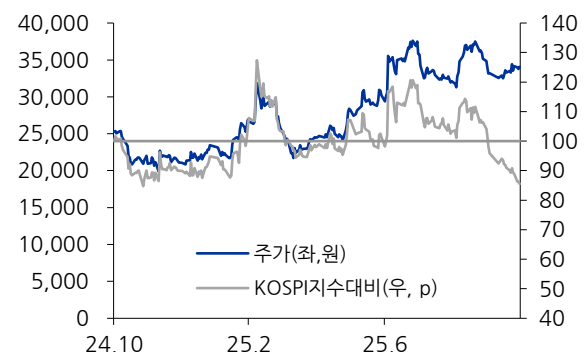
주주구성	
기아 (외 7인)	36.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-20.8	-23.3	-25.4
절대기준	-1.5	36.5	32.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	54,000	54,000	-
영업이익(25)	311	334	▼
영업이익(26)	1,091	1,031	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	25,915	23,226	23,164	25,696
영업이익	798	159	311	1,091
세전손익	532	-59	30	748
당기순이익	443	9	47	568
EPS(원)	3,456	-87	301	4,091
증감률(%)	-54.7	적전	흑전	1,258.0
PER(배)	10.6	na	111.0	8.2
ROE(%)	2.4	-0.1	0.2	3.0
PBR(배)	0.3	0.1	0.3	0.2
EV/EBITDA(배)	5.4	5.9	6.5	4.6

자료: 유진투자증권



실적 추정 및 Valuation

도표 1. 현대제철 실적 추정

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2023A	2024A	2025F
연결	매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,946	5,734	5,921	25,915	23,226	23,164
	영업이익	56	98	52	-46	-19	102	93	135	798	159	311
	OPM(%)	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	-0.3%	1.7%	1.6%	2.3%	3.1%	0.7%	1.3%
	순이익	32	1	-16	-9	-54	37	18	46	443	9	47
	지배순이익	32	-7	-18	-18	-55	34	17	44	461	-12	40
별도	매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,680	4,533	4,685	21,609	18,618	18,188
	영업이익	89	46	32	-152	-56	-7	47	86	650	15	69
	OPM(%)	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	-1.3%	-0.2%	1.0%	1.8%	3.0%	0.1%	0.4%
	순이익	102	5	-62	-110	-38	-18	-3	28	364	-65	-31
주요가정												
판매량(천톤)												
판재		2,797	2,796	2,794	2,548	2,647	2,918	2,864	2,803	10,973	10,935	11,233
봉형강		1,352	1,411	1,146	1,492	1,305	1,415	1,293	1,434	6,072	5,401	5,448
ASP(천원/톤)												
판재		1,093	1,096	1,059	993	1,000	1,002	1,014	1,024	1,124	1,060	1,010
봉형강		1,049	1,031	1,009	1,117	1,025	1,004	1,001	999	1,118	1,052	1,007

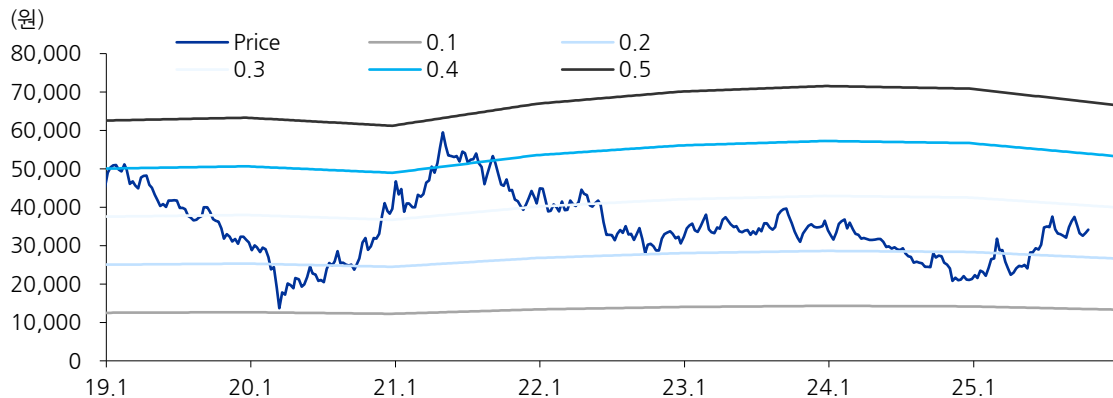
자료: 현대제철, 유진투자증권

도표 2. 현대자동차그룹 자기자본 출자비중에 따른 현대제철의 출자금 추정

총 투자액 8.5 조원 (자기자본 4.25 조원)		현대자동차그룹		
(자기자본 기준 산정, 조원)		50%	55%	60%
		2.13	2.34	2.55
그룹사 출자에서 현대제철의 비중	50%	1.06	1.17	1.28
	60%	1.28	1.40	1.53
	70%	1.49	1.64	1.79

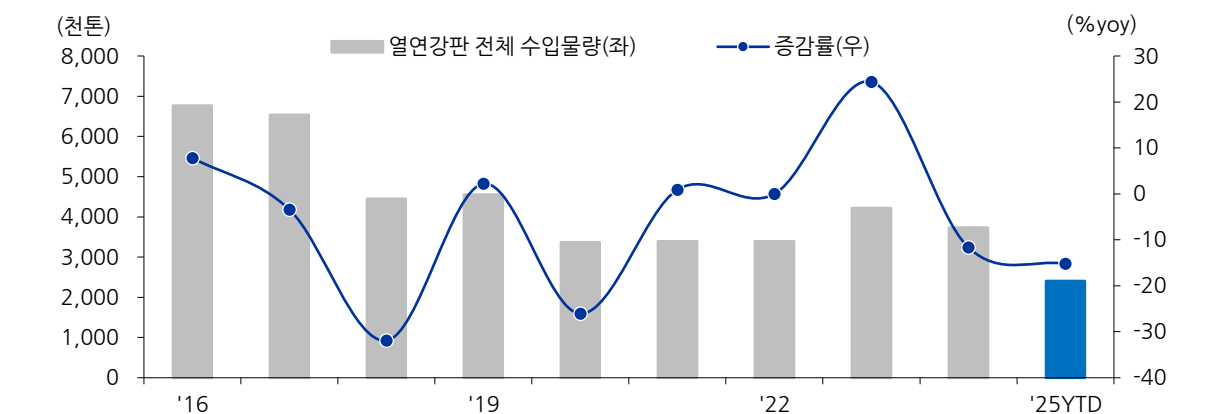
자료: 유진투자증권

도표 3. PBR Chart



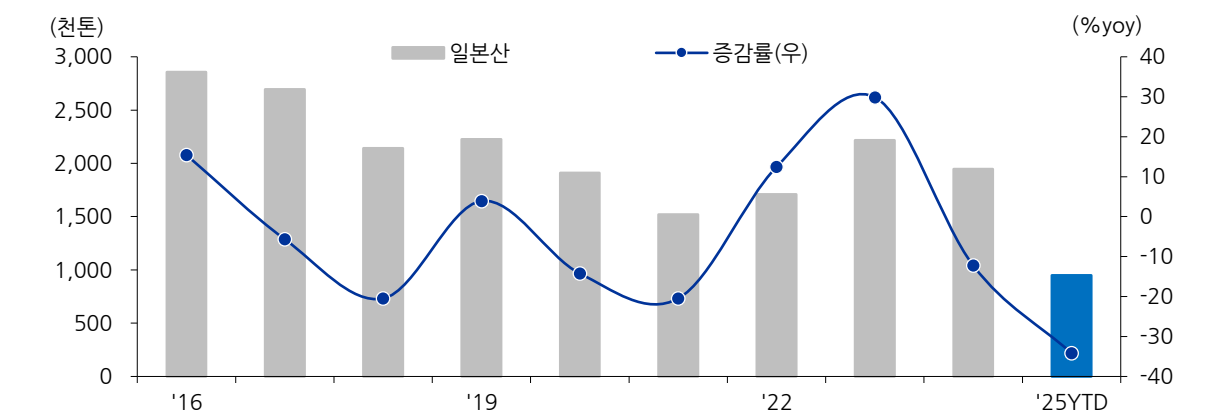
자료: 유진투자증권

도표 4. 국내 열연강판 수입물량(1~9월 누적 240 만톤, -15.2%ytd)



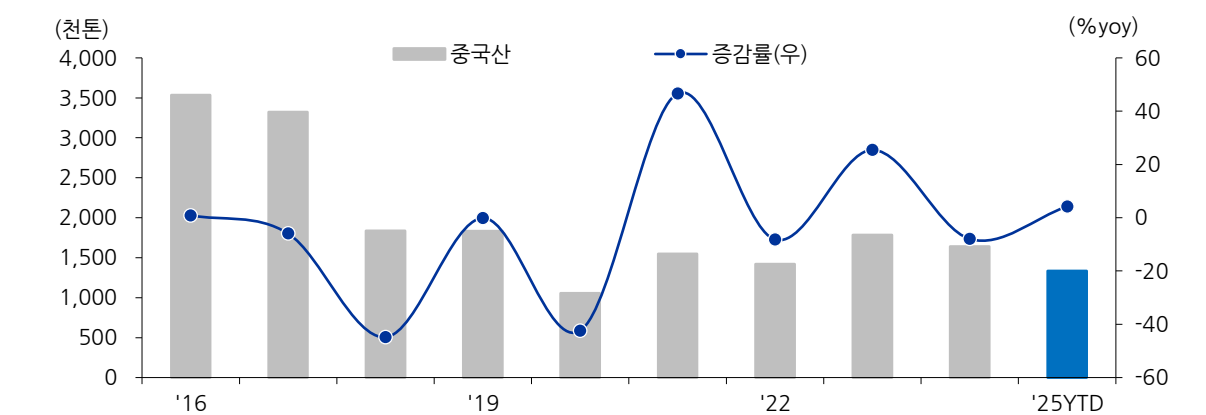
자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 5. 국내 일본산 열연강판 수입물량(1~9월 누적 94.9 만톤, -34.2%ytd)



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 6. 국내 중국산 열연강판 수입물량(1~9월 누적 133.4 만톤, +4.2%ytd)



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

실적 컨퍼런스 Q&A

Q. 내년 철강 시장 전망

[판재]

- 현황: 공급과잉 지속, 무역장벽 강화로 철강 경기 부진
- 열연: 9 월 잠정 관세 부과 이후 수입 물량 월 평균 13 만톤으로 축소(상반기 대비 월평균 -50%), 관세 부과 이전 수입 재고 있으나 소진 후 가격 상승 전망
- 냉연: 대보수 일정(수요가의 관망세로 가격은 보합), 미국 관세, 가계 부채 부담이 있으나 신차 라인업 확대와 건설 수요 개선으로 냉연 수요는 내년과 올해 비슷할 것
- 후판: 조선용 후판(보세구역) 수입 아직 높은 편. 8 월 수입량 10 만톤으로 감소했지만 조선용 후판 물량 비중 높음. 후판 수요는 중국산 블록 외주화로 조선용 후판은 내년 소폭 감소 예상

[봉형강]

- 점진적 개선 기대
- 철근: 공사현장 위축, 제한된 수요 안에서 가격 하방 압력 지속. 순차적으로 공사 현장 확대와 공공 물량 강화될 예정
- 형강: 비주택 건설 부문은 상대적으로 양호. 반도체 공장, GTX 등 수요 개선 예상. 내년 SOC 예산 27 조 5 천억(+2 조원 yoy) + 금리인하 수혜

Q. EU CBAM

- EU는 철강 순수입 국가
- 탄소저감경쟁력 확보를 위해 CBAM 비용 낮춘다면 시장 점유율 높일 수 있음
- 전기로 용선을 합탕하여 복합공정 기술 보유

- CBAM 비용은 26년부터 본시행이지만 예치 의무 없음. 27년 9월부터 비용 납부. 분기 별로 탄소 발생 50% 비용 납부될 전망
- 최종 고객사가 부담하는 방식으로 협의 중

Q. 3기 탄소배출권 비용 규모, 4기 탄소배출권 비용 전망

- 25년까지는 무상할당 생각하면 잉여 배출권 발생해왔고, 이를 이월해왔음
- 4차 배출권 거래제 실시하게 되면 할당량이 소폭 부족할 것
- 내년 2월 전기로-고로 복합프로세스 가동 시작하여 탄소배출량 저감 예상
- CDQ 설비 (코크스 건식 냉각 기술), 고로/전기로 (철스크랩 사용분 증가), 수소환원제철 (국책 과제) 등의 방안을 고안 중
- : 26년 정도까지는 탄소 배출권 지불 X
- 만약 부족하다면 조기에 저가의 탄소배출권 구매할 예정

Q. 유럽 쿼터 영향

- PRQ (관세 할당 물량)에 대한 발표는 26년 6월 만료 예정인 세이프가드가 끝난 이후. 아직 실행 시점은 미정
- 유럽의회와 이사회가 함께하는 입법절차 통과해야 함
- 최종 결과까지는 시간 필요
- 그러나 PRQ 할당 시 수출지역 다변화, 세일즈 믹스 변경 예상
- 현재 유럽 수출 45만톤 수준, 40%로 줄어들 가능성. 그러나 유럽향 비중은 전체 판매 물량의 3% 정도

Q. 3분기 CAPEX

- 전체 연간 CAPEX는 작년과 비슷할 것

- 4 분기 대보수가 몰려있어서 그때 투자 규모가 늘어날 것

- 대금 지급관련, 연말 납기가 몰려있기 때문

Q. 열연 AD 영향

- 지난 2 월 열연 반덤핑 조사 개시 이후, 7 월 30% 예비 덤핑률 발표. 9 월 부터 잠정 관세 부과 중

- 7 월 34 만톤, 9 월 13 만톤으로 급감

- 내수 가격은 수입재 가격 상승으로 동반 상승하다가 보합세

- 최근 가격 보합세는 재고 때문

Q. 미국 제철소 업데이트

- 한미 관세 협상에 맞춰서 진행할 예정이었음

- 주설비 업체 선정 완료, 추가 협상 중. 현지 인허가 중

Q. 영업외 비용

- 2 분기 법인세 경정청구 370 억원 환급 받은 부분 기재

Q. 미국 제철소 지분 구성

- 11 월 중으로 공개 예상

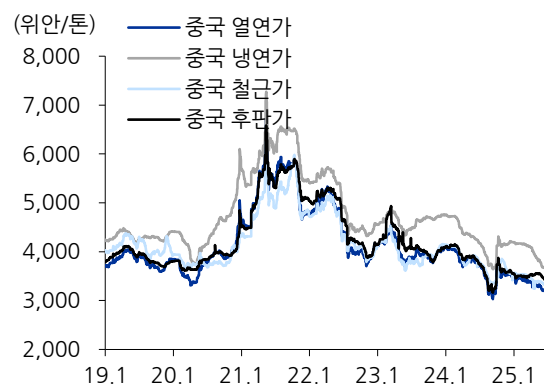
Key Charts

도표 7. 한국 철강 가격



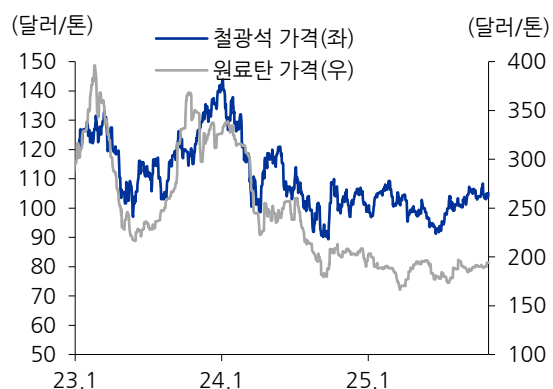
자료: 스틸데일리, 유진투자증권

도표 8. 중국 철강 가격



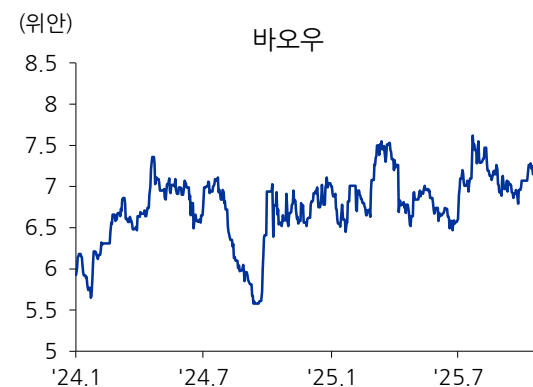
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 9. 고로사 원재료 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 10. 중국 바오산철강 주가



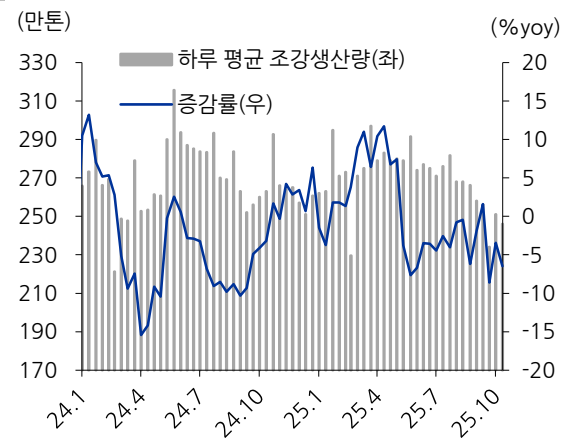
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 11. 중국 고로사 마진 추이



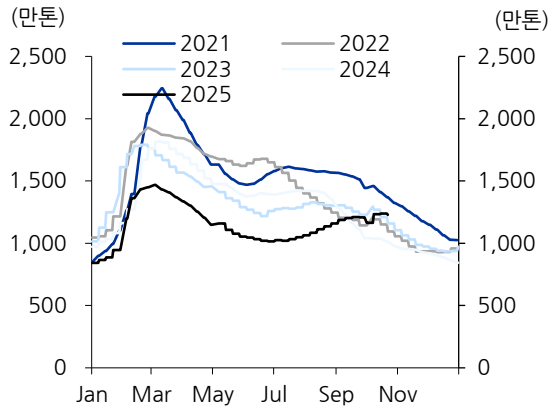
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12. 중국 하루 평균 조강생산량



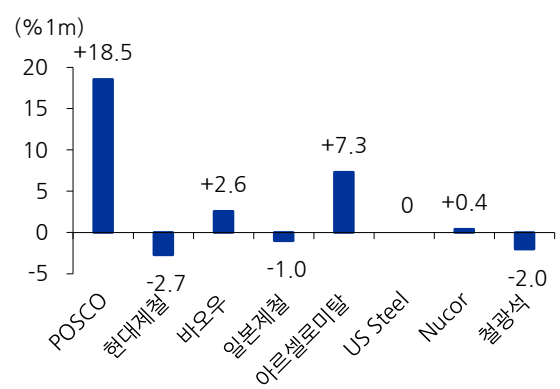
자료: CEIC, 유진투자증권

도표 13. 중국 철강 유통 재고



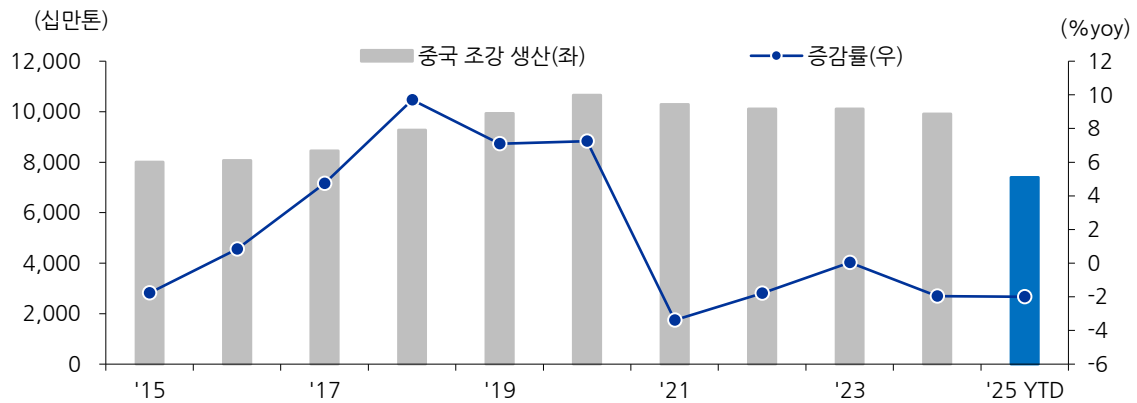
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14. 한달 간 주가/가격 추이



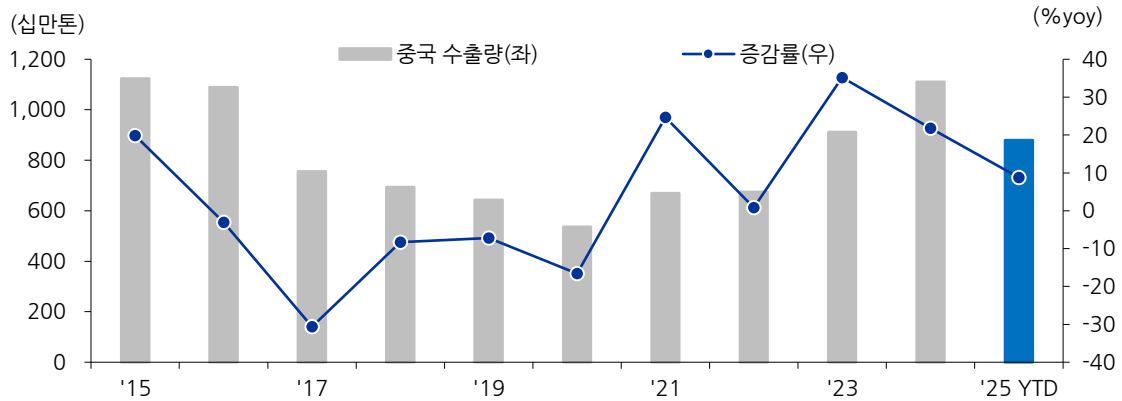
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15. 중국 조강 생산량: 1~9월 누적 7억 3,996 만톤, -2.0%ytd & 9월 조강생산량 7,349 만톤(-4.6%yoy)



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 16. 중국 철강 수출량: 1~9월 누적 8,796 만톤, +8.8%ytd & 9월 수출량 1,047 만톤(+3.1%yoy)



자료: CEIC, 유진투자증권

현대제철(004020.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	35,219	34,744	32,853	33,359	33,818
유동자산	11,954	11,460	10,302	10,496	10,720
현금성자산	2,198	2,311	1,464	2,045	2,560
매출채권	3,032	2,655	2,793	3,091	2,650
재고자산	6,279	6,291	5,840	5,152	5,300
비유동자산	23,265	23,284	22,551	22,863	23,098
투자자산	3,578	3,452	3,485	3,627	3,774
유형자산	18,250	18,431	17,748	17,995	18,154
기타	1,438	1,402	1,317	1,241	1,169
부채총계	15,723	15,410	14,631	14,691	14,423
유동부채	7,984	7,699	7,071	7,298	6,945
매입채무	3,898	3,957	3,309	3,435	2,981
유동성이자부채	3,951	3,676	3,695	3,795	3,895
기타	135	66	67	68	68
비유동부채	7,739	7,711	7,559	7,393	7,478
비유동이자부채	6,651	6,893	6,724	6,524	6,574
기타	1,088	818	836	870	905
자본총계	19,496	19,334	18,222	18,668	19,395
지배지분	19,100	18,918	17,803	18,249	18,975
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,639	13,400	13,343	13,789	14,516
기타	888	946	(112)	(112)	(112)
비지배지분	396	415	419	419	419
자본총계	19,496	19,334	18,222	18,668	19,395
총차입금	10,602	10,569	10,419	10,319	10,469
순차입금	8,404	8,258	8,954	8,273	7,908

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,948	1,777	871	2,795	2,462
당기순이익	443	9	47	568	909
자산상각비	1,642	1,710	1,738	1,700	1,714
기타비현금성손익	312	210	(1,284)	13	1
운전자본증감	304	276	279	514	(162)
매출채권감소(증가)	(212)	564	(122)	(298)	441
재고자산감소(증가)	618	157	489	688	(148)
매입채무증가(감소)	30	(89)	(116)	126	(453)
기타	(132)	(357)	28	(1)	(1)
투자현금	(132)	(1,503)	(1,829)	(2,066)	(2,004)
단기투자자산감소	483	128	(282)	(52)	(54)
장기투자증권감소	0	(1)	(41)	(84)	(87)
설비투자	824	1,672	1,487	1,864	1,795
유형자산처분	24	22	11	0	0
무형자산처분	(5)	(17)	(4)	(7)	(7)
재무현금	(2,121)	(354)	(117)	(200)	3
차입금증가	(2,024)	(309)	(42)	(100)	150
자본증가	(132)	(132)	(99)	(100)	(147)
배당금지급	132	132	99	100	147
현금 증감	(313)	(90)	(1,102)	529	461
기초현금	1,699	1,386	1,296	194	723
기말현금	1,386	1,296	194	723	1,185
Gross Cash flow	2,398	1,930	657	2,282	2,624
Gross Investment	311	1,354	1,268	1,500	2,112
Free Cash Flow	2,087	575	(610)	781	512

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,915	23,226	23,164	25,696	24,747
증가율(%)	(5.2)	(10.4)	(0.3)	10.9	(3.7)
매출원가	23,782	21,832	21,553	23,124	21,822
매출총이익	2,132	1,394	1,611	2,573	2,925
판매 및 일반관리비	1,334	1,234	1,300	1,481	1,427
기타영업손익	10	(7)	5	14	(4)
영업이익	798	159	311	1,091	1,498
증가율(%)	(50.6)	(80.0)	94.8	251.3	37.3
EBITDA	2,441	1,870	2,049	2,791	3,212
증가율(%)	(23.9)	(23.4)	9.6	36.3	15.1
영업외손익	(266)	(219)	(282)	(346)	(304)
이자수익	117	145	262	371	396
이자비용	414	421	488	623	611
지분법손익	5	12	(0)	(2)	(2)
기타영업손익	26	45	(56)	(92)	(86)
세전순이익	532	(59)	30	748	1,196
증가율(%)	(60.5)	적전	흑전	2,421.1	60.0
법인세비용	89	(68)	(17)	179	287
당기순이익	443	9	47	568	909
증가율(%)	(57.3)	(98.0)	433.4	1,108.8	60.0
지배주주지분	461	(12)	40	546	873
증가율(%)	(54.7)	적전	흑전	1,258.0	60.0
비지배지분	(18)	20	7	22	36
EPS(원)	3,456	(87)	301	4,091	6,545
증가율(%)	(54.7)	적전	흑전	1,258.0	60.0
수정EPS(원)	3,456	(87)	301	4,091	6,545
증가율(%)	(54.7)	적전	흑전	1,258.0	60.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,456	(87)	301	4,091	6,545
BPS	143,130	141,768	133,410	136,751	142,196
DPS	1,000	750	750	1,100	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	10.6	n/a	111.0	8.2	5.1
PBR	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
EV/ EBITDA	5.4	5.9	6.5	4.6	3.9
배당수익율	2.7	3.6	2.2	3.3	3.6
PCR	2.0	1.5	6.8	2.0	1.7
수익성(%)					
영업이익율	3.1	0.7	1.3	4.2	6.1
EBITDA이익율	9.4	8.1	8.8	10.9	13.0
순이익율	1.7	0.0	0.2	2.2	3.7
ROE	2.4	(0.1)	0.2	3.0	4.7
ROIC	2.5	0.4	0.9	3.3	4.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.1	42.7	49.1	44.3	40.8
유동비율	149.7	148.8	145.7	143.8	154.4
이자보상배율	1.9	0.4	0.6	1.8	2.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7
매출채권회전율	9.0	8.2	8.5	8.7	8.6
재고자산회전율	4.0	3.7	3.8	4.7	4.7
매입채무회전율	7.1	5.9	6.4	7.6	7.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

