철강

동 트기 전 어둠

이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
현대제철	매수 (M)	41,000 (M)
동국제강	매수 (I)	12,000 (I)

I. 4Q25, 전력비 증가 부담 완화될 듯

산업용 전기요금, 5년간('21~'25년) 약 +88% 상승 전망

7,000Gwh/년 사용하는 기업은 '20년 대비 '25년 전력비 증가분 약 5,620억원 추정. 지난 2년 동안 철근 생산업체들의 전력비가 원가에서 차지하는 비중 +4~+6%p 상승. '25년 산업용 전기요금은 전년비 약 +9% 상승할 것으로 전망.

산업용 전기요금 3Q22 이후 매분기 전년비 +10% 이상(3Q24는 +9.3%) 상승. 그러나 한국전력이 하반기 산업용 전기요금을 동결할 경우 4Q25 전력비 상승률은 전년비 +2.6% 그쳐 철근 생산업체들의 전력비 부담은 완화될 것으로 추정.

II. 생산능력 축소보다는 감산으로 대응 전망

자발적 감산 통한 수급 정상화 꾀할 듯

구조조정은 쉽지 않아. 구조조정 시 업황 반등 국면에서 수혜를 누리지 못한다는 우려 존재. 또한 주요 철근 생산업체들은 낮은 부채비율과 순현금 구조의 탄탄한 재무상태 가져.

수요 부진에 감산으로 대응 전망. 가동률은 업체별로 50~60%로 유지 관측. 현대제철은 4월 한달 간 인천 철근공장 가동 중단, 동국제강은 7~8월에 거쳐 25일 동안 인천 철근공장 가동 중단 예정. 지난해부터 이어진 감산 활동에 따라 '24년 말 대비 철근 재고량 감소.

III. 철근, 결국 주거용 수요가 핵심

금리/소득/주택가격 긍정>부정, 미분양 해소는 숙제

건설 수요 축소가 철근 소비 감소로 이어져. '22~'23년 건축착공면적 축소 후 '24년 증가했으나 '25년 다시 감소세. 용도별로 철근 소비와 가장 밀접하다고 추정되는 주거용 비중 과거 대비 하락. 상업용 역시 '23~'24년 2년 연속 건축착공면적 축소.

금융채 금리 및 COFIX 하락에도 불구 4Q24 정부 정책에 따라 상승했던 주담대 금리는 2월 이후 하락하며 4월 4% 하회. 2Q22~1Q24 8개 분기 연속 전년비 하락했던 실질임금은 2Q24~4Q24 3개 분기 개선. 수도권 주택 가격 '24년 7월 이후 '25년 5월까지 전년비 상승, 전월비는 1,2월을 제외하고 상승. 누적되고 있는 준공 후 미분양 물량 해소는 숙제.

IV. 상반기보다 보다 나아질 하반기

부정할 수 없는 어려움. 그러나 낮아질 만큼 낮아진 기저

상반기는 정치적 불확실성, 글로벌 통상무역 악화 등 직간접적으로 악재가 철근 수요에 영향. 하반기는 대선 이후 계엄 및 탄핵 국면에서 지연됐을 것으로 추정되는 SOC 투자 재개, 감산 노력에 따른 수급 안정화, 주택 시장 분위기 전환 등이 나타날 것으로 전망. 4Q25는 비용 부담 완화, 스프레드 개선 등으로 분기 중 가장 좋은 수익성 기대.

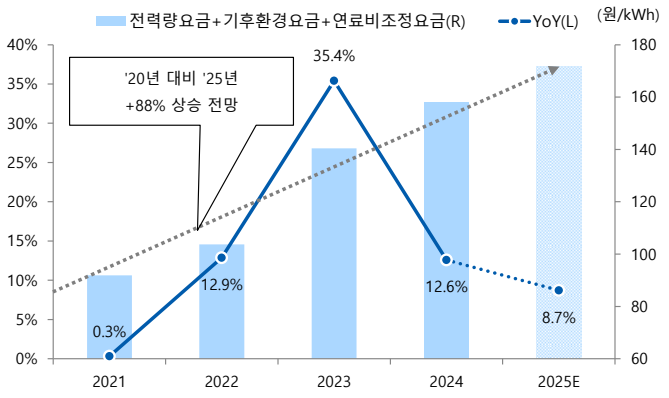
I. 4Q25, 전력비 증가 부담 완화될 듯

산업용 전기요금, 5년간('21~'25년) 약 +88% 상승 전망

당사 추정, 산업용 전기요금은 '20년(91.6원/Kwh) 대비 '25년(171.9원/Kwh) 약 +88% 상승할 것으로 추정된다. 이는 한국전력이 2025년 하반기 산업용 전기요금을 동결한다는 가정이 깔려 있다. 기준은 '산업용전력(을)-고압B-선택III'로 '전력량요금+기후환경요금+연료비조정요금'을 반영한 결과이다.

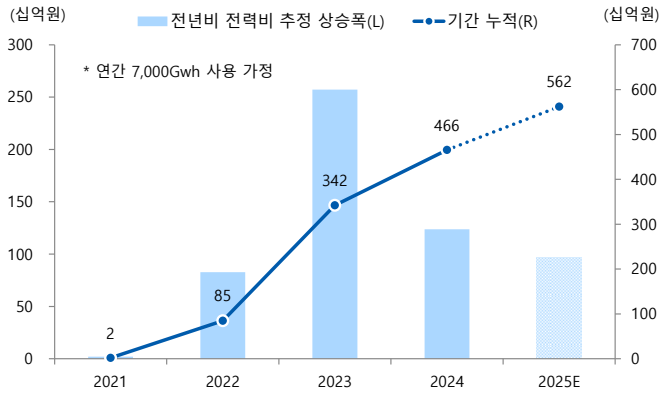
1년에 7,000Gwh를 사용(전량 구매 가정)하는 기업을 적용할 경우 '20년 대비 '25년 증가할 전력비가 약 5,620억원이라는 결과가 도출된다.

[그림-1] 산업용 전기요금 - 연간



자료: 한국전력, 유안타증권 추정, 주: 산업용전력(을)-고압B-선택III 기준

[그림-2] 2021년 이후 전력비 추정 상승폭



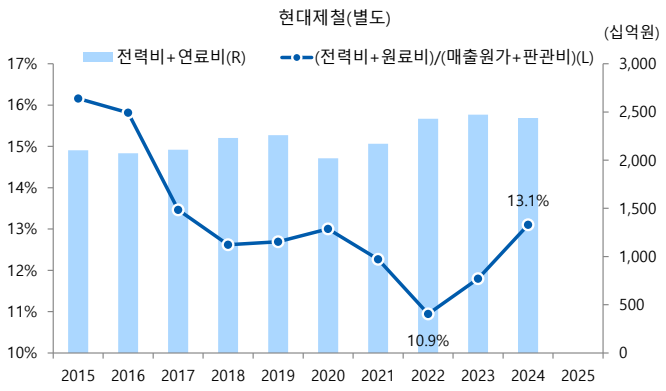
자료: 한국전력, 유안타증권 추정, 주: 산업용전력(을)-고압B-선택III 기준

국내 주요 철근 생산업체는 압연 공정 뿐만 아니라 상공정(전기로)을 보유한 기업들로 전력을 많이 사용할 수 밖에 없으며 그렇기에 전력비가 원가에서 차지하는 비중이 타 제조업 대비 상대적으로 높게 나타난다.

지난 2년('23~'24년) 동안 철근 생산업체들의 전력비가 원가(매출원가+판관비)에서 차지하는 비중은 상승한 것으로 나타난다.

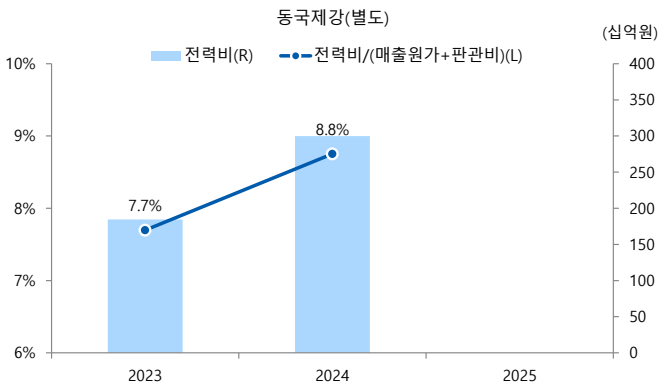
철근을 주력으로 생산하고 판매하는 대한제강, 한국철강, 환영철강공업의 경우 별도 재무제표 기준 원가 대비 전력비 비중이 업체별로 지난 2년 동안 +4~+6%p 상승한 것으로 파악된다.

[그림-3] 현대제철 전력비 및 연료비



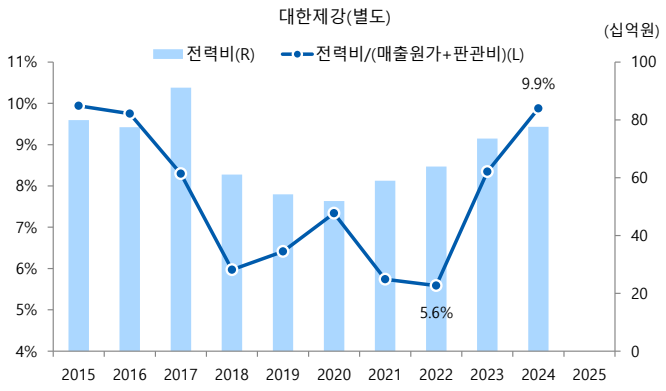
자료: 현대제철

[그림-4] 동국제강 전력비



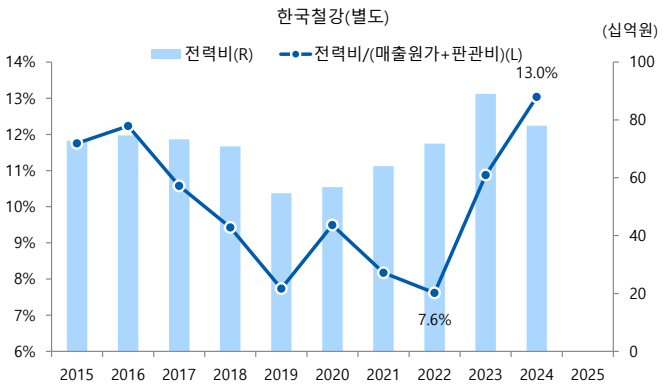
자료: 동국제강, 주: '23 년은 6~12 월

[그림-5] 대한제강 전력비



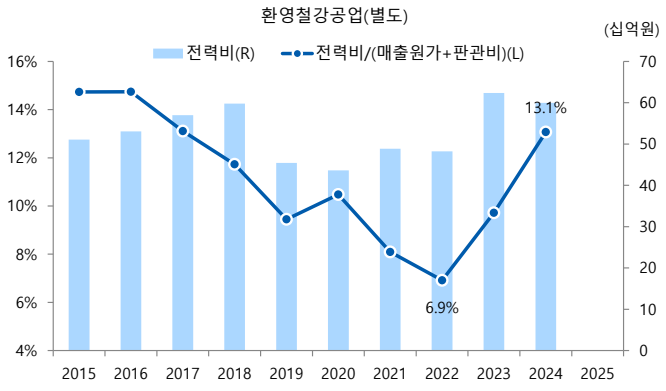
자료: 대한제강

[그림-6] 한국철강 전력비



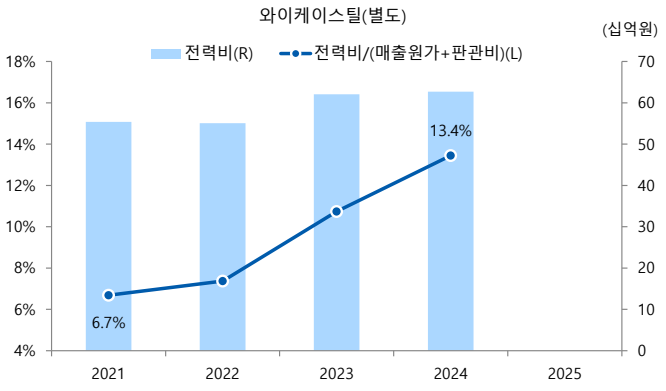
자료: 한국철강

[그림-7] 환영철강공업 전력비



자료: 환영철강공업

[그림-8] 와이케이스틸 전력비



자료: 와이케이스틸

'25년 하반기 추가적인 전기요금 인상이 없다라는 가정 하에 '25년 산업용 전기요금은 전년비 약 +9% 상승할 것으로 전망된다.

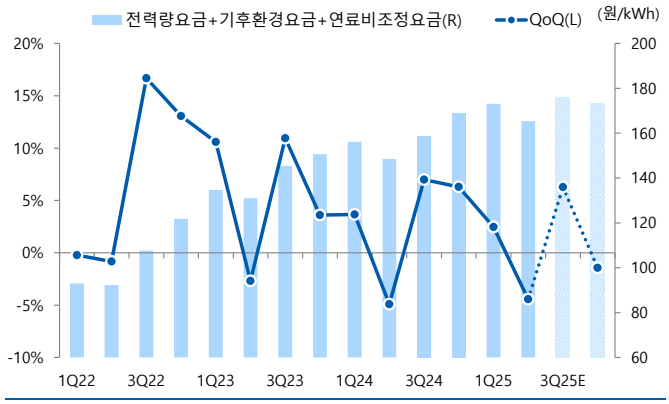
'25년까지 철근 생산업체들의 전력비 부담은 이어지고 있는 것은 분명하다. 그러나 부담의 증가 속도는 둔화되고 있다.

산업용 전기요금은 3Q22 이후 매분기 전년비 +10% 이상(3Q24는 +9.3%) 상승했으며 그 추세는 3Q25까지 이어갈 것으로 예상된다.

물론 한국전력의 '25년 하반기 산업용 전기요금 향후 조정 방향은 현 시점에서 판단하기 어렵다.

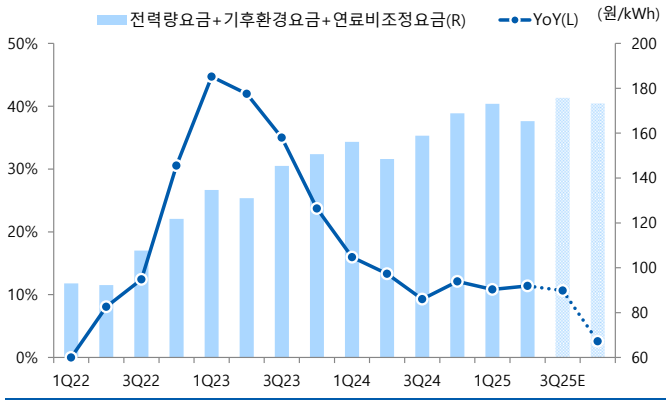
하지만 동결이 된다면 4Q25에는 전년비 전력비 상승률이 +2.6%에 그칠 것으로 예상됨에 따라 4년 가까이 빠른 속도의 전력비 상승을 경험했던 철근 생산업체들의 전력비 부담은 완화될 것으로 추정된다.

[그림-9] 산업용 전기요금 - 분기(QoQ)



자료: 한국전력, 유안타증권 추정, 주: 산업용전력(을)-고압B-선택III 기준

[그림-10] 산업용 전기요금 - 분기(YoY)



자료: 한국전력, 유안타증권 추정, 주: 산업용전력(을)-고압B-선택III 기준

II. 생산능력 축소보다는 감산으로 대응 전망

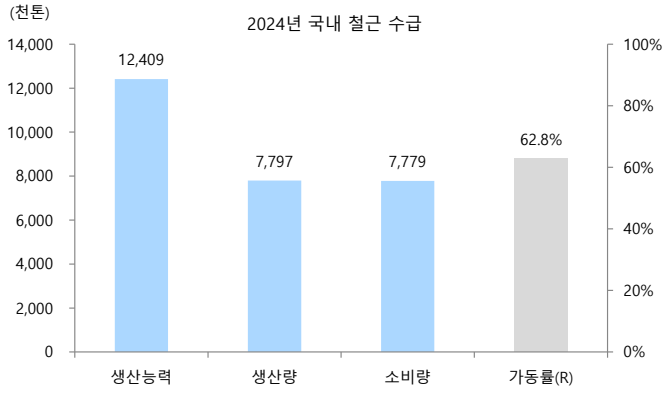
자발적 감산 통한 수급 정상화 꾀할 듯

한국철강협회에 따르면 '24년 국내 철근 생산능력은 연산 1,240만톤 수준으로 파악된다. 그러나 생산 및 소비는 모두 800만톤을 하회했다. '24년 철근 설비 가동률(생산량/생산능력)은 63%로 추정된다.

철근 생산능력은 '11년 연산 1,250만톤을 시작으로 연도별로 소폭의 변동이 있었지만 전반적으로 약 1,200만톤 수준에서 유지됐다.

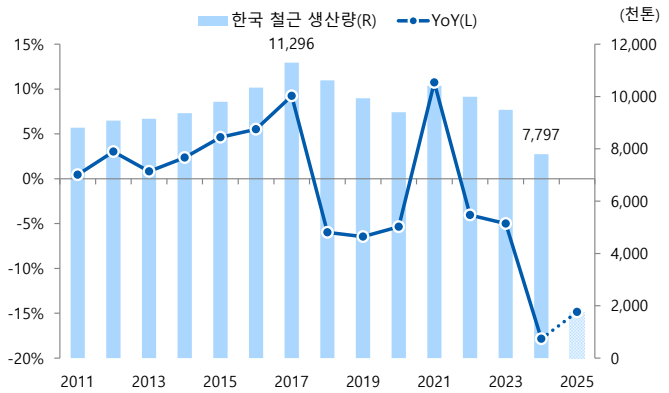
'11년 이후 가장 많은 철근 생산량을 기록했던 해는 '17년으로 1,130만톤을 생산했으며, 가장 적은 생산량을 보였던 해는 '24년으로 780만톤을 나타냈다.

[그림-11] 2024년 국내 철근 수급



자료: 한국철강협회

[그림-12] 한국 철근 생산량



자료: 한국철강협회, 주: '25년은 3월 기준

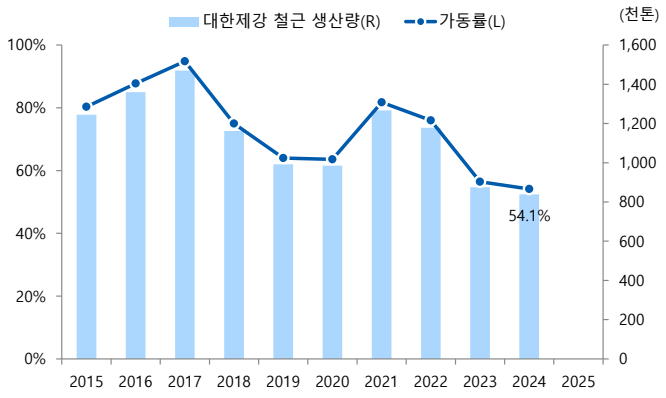
철근 소비량 역시 '11년 이후 가장 높았던 시기는 '17년이었으며 가장 낮은 시기는 '24년으로 파악된다. '18년 이후 '24년까지 '21년을 제외하면 나머지 기간은 모두 전년비 감소했다. '25년 역시 1~3월 기준 전년비 -10% 감소 중이다.

철근은 타 철강제품 대비 상대적으로 수출입이 적은 품목이며 내수 소비에서 수입이 차지하는 비중이 낮은 제품이다.

따라서 철근 소비량 감소는 국내 철근 생산업체 생산량 감소로 이어지고 가동률이 낮아지는 결과를 낳게 된다.

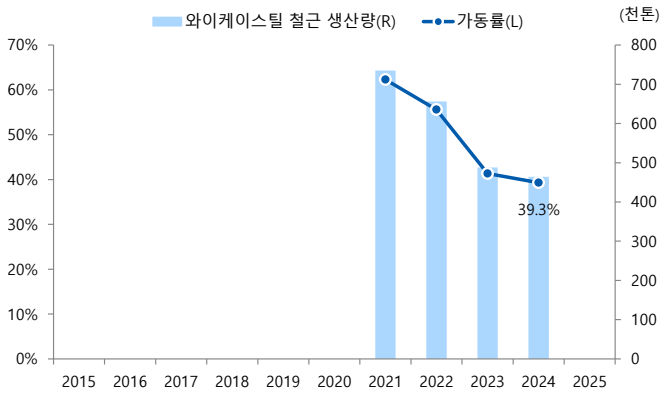
기업별로 설비의 차이 및 생산능력 산출 기준 등이 같지 않기에 같은 선상에 두고 비교할 수는 없지만 '21년 이후 '24년까지 3년 연속 가동률이 하락한 것은 동일한 것으로 파악된다.

[그림-13] 대한제강 철근 생산량 및 가동률



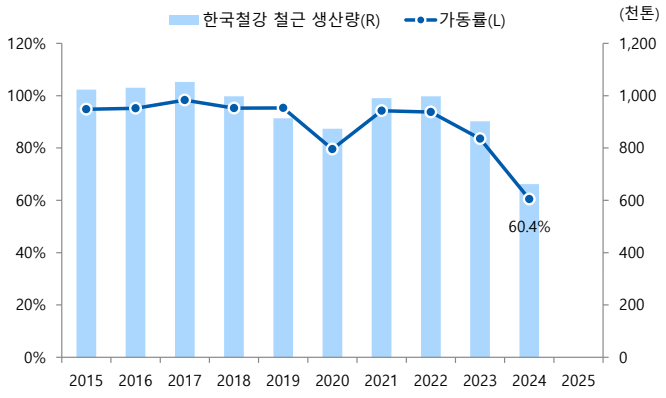
자료: 대한제강

[그림-14] 와이케이스틸 철근 생산량 및 가동률



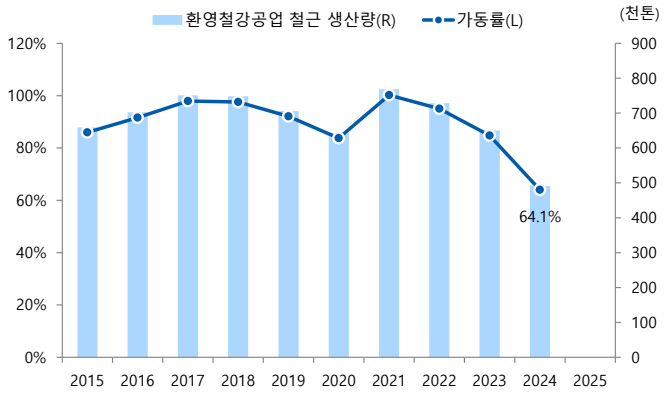
자료: 대한제강, 주: 대한제강에 편입된 이후 데이터만 산출

[그림-15] 한국철강 철근 생산량 및 가동률



자료: 한국철강

[그림-16] 환영철강공업 철근 생산량 및 가동률



자료: 환영철강공업

수요 회복이 분명하지 않은 가운데 이와 같이 낮은 가동률이 유지될 경우 구조조정(생산능력 축소)이 나타날 수 있을까?

당사의 판단은 철근 업계의 구조조정은 쉽지 않다라는 것이다.

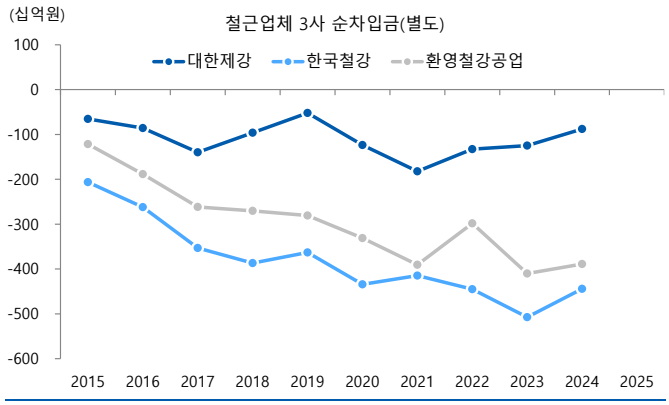
이유 중 하나는 업황 반등에 대한 리스크이다. 업황 반등을 리스크라 하는 이유는 생산능력을 축소 시 향후 어느 시점에서 수요가 확대될 경우 수혜가 제한되기 때문이다.

또한 철근 생산업체들의 실적이 지난 2년 동안 빠르게 악화됐으나 여전히 재무구조는 탄탄하다 할 수 있다.

대한제강, 한국철강, 환영철강공업 3사 모두 별도 재무제표 기준 '24년말 순현금의 재무구조를 나타내고 있으며 부채비율은 20%를 하회하고 있다.

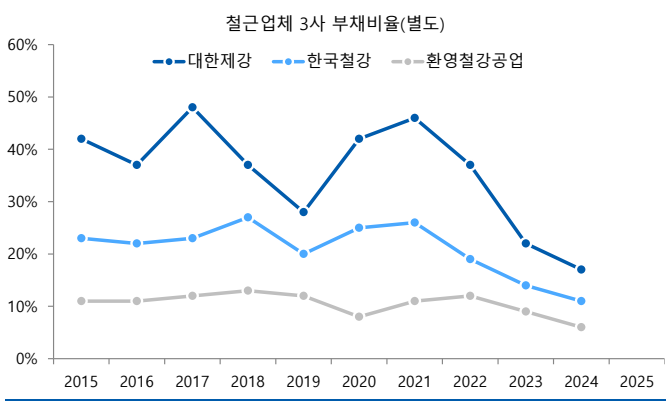
10년('15~'24년) 동안 해당 3사의 별도 기준 연간 EBITDA(영업이익+감가상각비)는 마이너스를 기록한 적이 없다.

[그림-17] 철근업체 3 사 순차입금(별도)



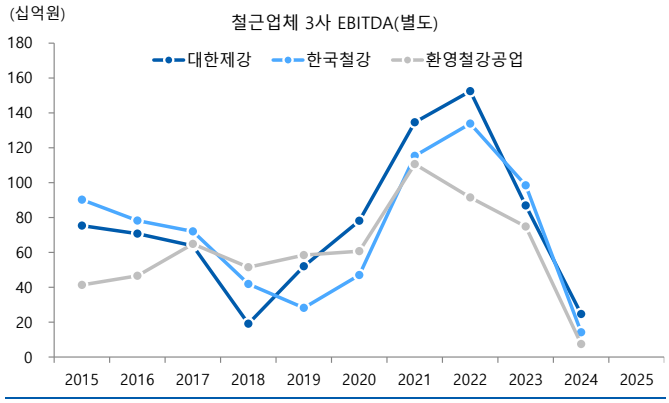
자료: 각 사

[그림-18] 철근업체 3 사 부채비율(별도)



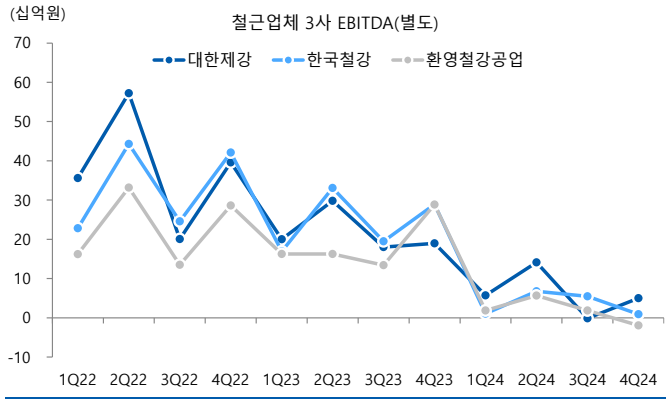
자료: 각 사

[그림-19] 철근업체 3 사 EBITDA(별도) - 연간



자료: 각 사, 주: EBITDA=영업이익+감가상각비

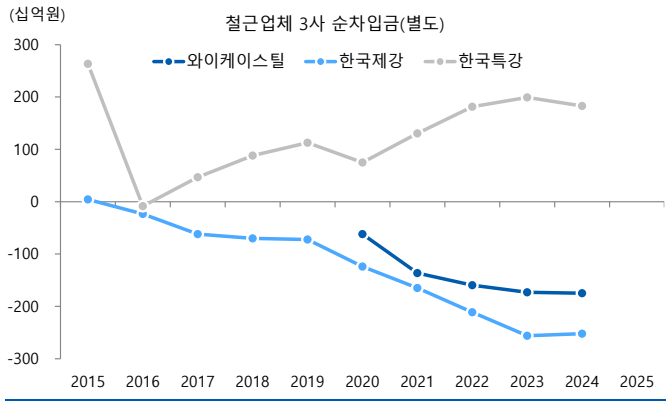
[그림-20] 철근업체 3 사 EBITDA(별도) - 분기



자료: 각 사, 주: EBITDA=영업이익+감가상각비

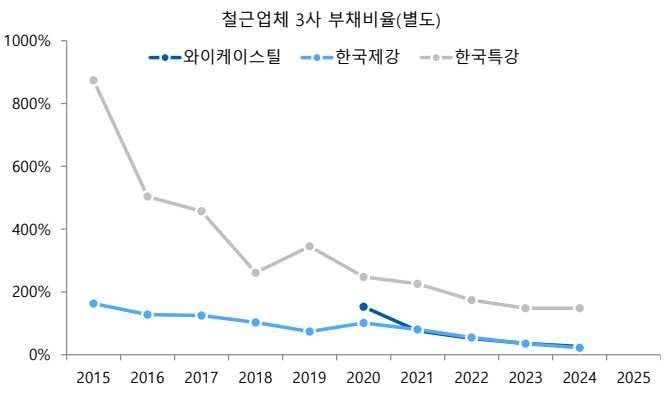
그 외 업체들을 살펴보면 한국특강은 타사 대비 상대적으로 부채비율이 높고 순현금이 아닌 순부채를 보여주고 있지만 와이케이스틸과 한국제강은 '24년말 기준 30%를 하회하는 부채비율과 순현금을 나타내고 있다.

[그림-21] 철근업체 3 사 순차입금(별도)



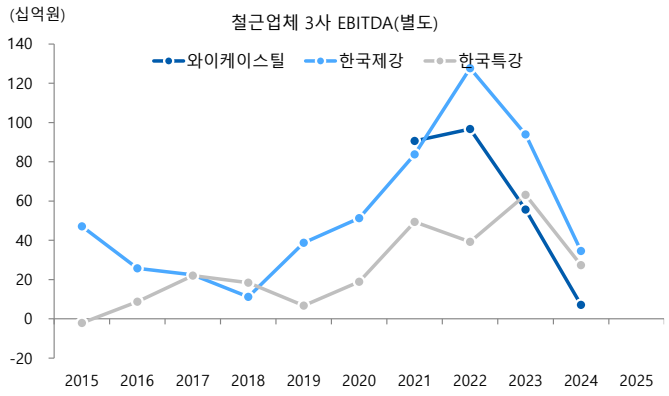
자료: 각 사

[그림-22] 철근업체 3 사 부채비율(별도)



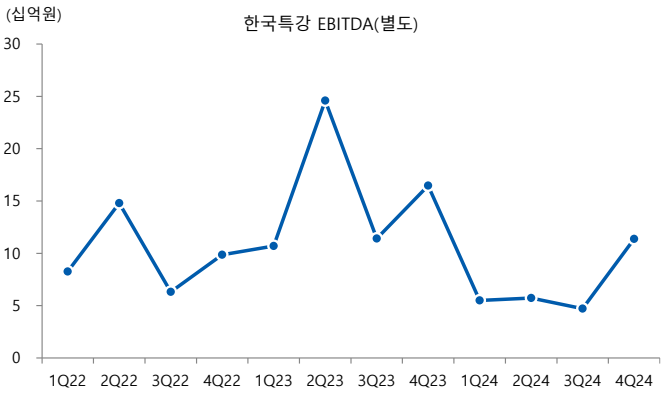
자료: 각 사

[그림-23] 철근업체 3 사 EBITDA(별도) - 연간



자료: 각 사, 주: EBITDA=영업이익+감가상각비

[그림-24] 한국특강 EBITDA(별도) - 분기

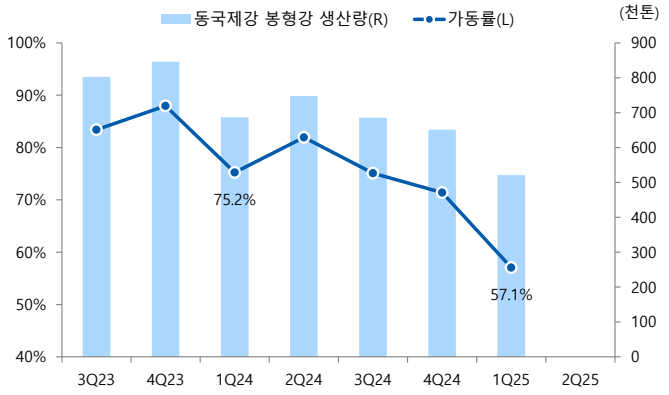


자료: 한국특강, 주: EBITDA=영업이익+감가상각비, 와이케이스틸 및 한국제강은 파악 불가

현대제철 및 동국제강의 철근 생산량 및 판매량은 공개되지 않기에 파악이 불가능하지만 동국제강 공시 자료에 따르면 봉형강 부문 분기별 가동률이 4Q23 이후 하향 추세를 이어가고 있는 것으로 관측된다.

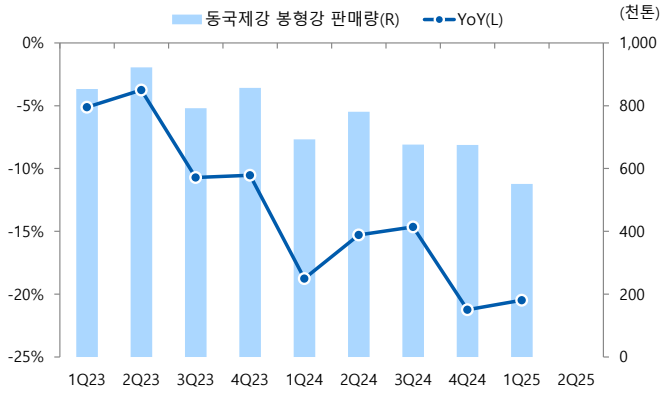
동국제강 1Q25 봉형강 부문 가동률은 57%로 1Q24 75% 대비 크게 하락한 것으로 나타났다.

[그림-25] 동국제강 봉형강 생산량



자료: 동국제강

[그림-26] 동국제강 봉형강 판매량



자료: 동국제강

철근업체들의 탄탄한 재무구조는 업황이 부진한 시기에도 버틸 수 있는 여력이 있다고 해석할 수 있으며 이는 구조조정의 가능성이 낮아지는 또 다른 이유이기도 하다.

그렇기에 철근업체들은 수요 부진에 대해 감산으로 대응하는 모습을 유지할 것으로 전망된다.

감산은 양날이 검이기도 하다. 수급을 정상화 시키며 제품 판매가격을 상승시키는 원동력이 될 수 있지만 고정비 부담은 커지기 때문이다.

하지만 현 시점에서는 감산이 필수라 생각되며 철근업체들도 같은 생각을 하고 있을 것이라 사료된다.

철근 생산업체들은 '24년에 이어 '25년에도 감산을 이어가고 있는 것으로 파악된다.

대표적으로 현대제철은 연산 약 150만톤 규모의 인천 철근 공장을 4월 한달 간 가동 중단했으며 동국제강 역시 보유 철근 공장 중 가장 생산능력이 큰 인천 공장(연산 220만톤)을 7/22일부터 8/15일까지 25일 동안 가동을 중지할 예정이다.

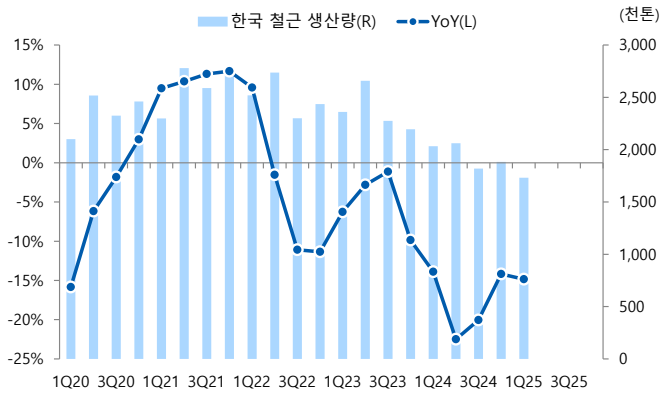
감산의 가장 큰 이유는 수요 부진이겠지만 좀 더 적극적인 감산을 통해 철근 가격을 끌어올리겠다는 정책도 포함되어 있을 것이다.

국내 철근 생산량은 2Q22부터 1Q25까지 12개 분기 연속 전년비 감소 중이다. '24년은 감산에도 불구하고 수요 부진이 더 크게 영향을 미치며 재고량이 높은 수준을 유지했다.

그러나 '25년 들어서 감산 활동이 더욱 적극적으로 일어나며 8대 제강사 철근 재고량이 월별 기준 12월 고점으로 4월까지 지속적으로 감소했다.

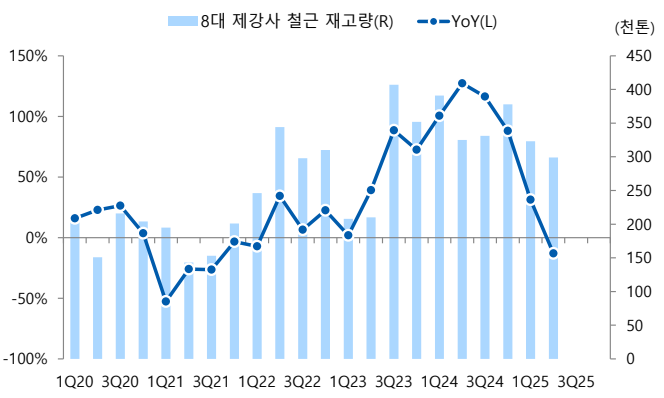
5월 중순 재고량은 4월 대비 다시 증가한 것으로 관측되나 전년동기대비 낮은 수준으로 추정된다.

[그림-27] 한국 철근 생산량



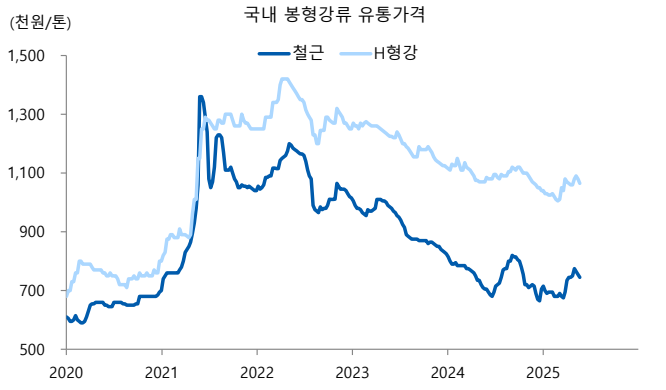
자료: 한국철강협회

[그림-28] 8 대 제강사 철근 재고량



자료: 스틸데일리, 주: 2Q25 는 5 월 중순 기준

[그림-29] 국내 봉형강류 유통가격



자료: 스틸데일리

[그림-30] 국내 봉형강 유통가격 추정 스프레드

자료: 스틸데일리

감산은 말 그대로 감산이기 때문에 업체별로 시장 점유율 확대 등을 목적으로 생산량 유지 또는 증산 할 가능성도 분명히 있다.

하지만 작금의 상황에서 그런 무리수를 둘 기업이 나올 것으로 예상하지는 않는다. 자칫 물량 증대 효과를 누리기 위한 움직임이 제품 판매가격에 악영향을 미치며 증산을 시도한 기업 역시 부정적 영향을 받을 수 있기 때문이다.

III. 철근, 결국 주거용 수요가 핵심

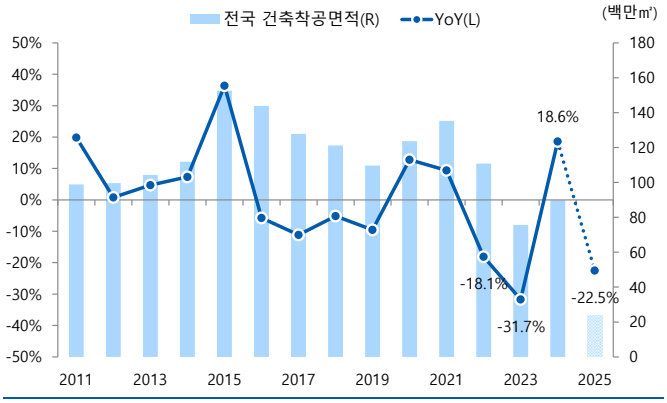
금리/소득/주택가격 긍정〉부정, 미분양 해소는 숙제

'25년 1~3월 국내 철근 명목 소비량은 약 170만톤으로 전년비 -10% 감소한 것으로 추정되며 연간으로는 4년 연속('22~'25년) 감소할 것으로 예상된다.

'24년 철근 추정 명목 소비량은 약 780만톤으로 집계 가능한 '10년 이후 가장 낮은 수준을 나타냈다. 780만톤은 전년비 -19% 감소한 수치이며 '10년 이후 가장 높은 소비량을 기록했던 '17년(약 1,250만톤 추정) 대비 -38% 줄어든 숫자이다.

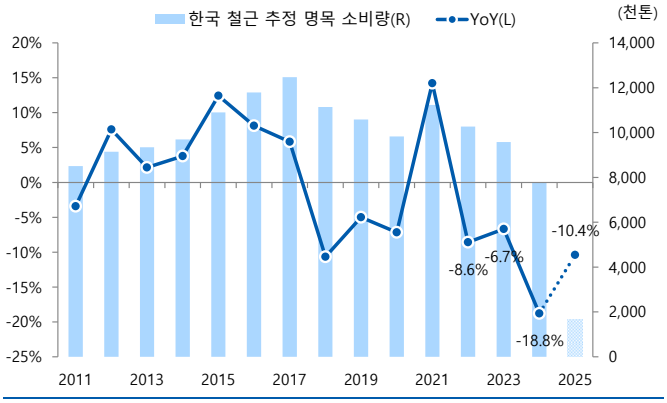
철근 소비가 감소한 이유는 비교적 명확하다. 국내 건설 수요가 축소됐기 때문이다. '24년 전국 건축착공면적은 전년비 +19% 증가했으나 '22년과 '23년은 각각 전년비 -18%, -32% 감소한 바 있으며 '25년 1~3월 역시 전년비 -23% 감소 중이다.

[그림-31] 전국 건축착공면적



자료: 국토교통부, 주: 2025 년은 4 월 기준

[그림-32] 한국 철근 추정 명목 소비량



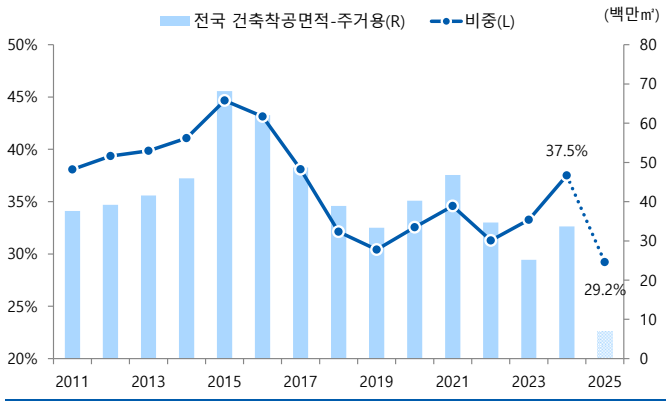
자료: 유안타증권 추정, 주: 2025 년은 3 월 기준

건축착공면적은 철근 소비에 약 6~12개월 선행하는 지표로 추정된다. '24년 건축착공면적이 전년비 증가했음에도 불구하고 철근 소비는 '22~'23년 2년 연속 두 자릿수 이상 감소했던 건축착공면적 영향을 더 크게 받은 것으로 예상된다.

'25년 상반기 철근 소비는 '23~'24년 건축착공면적 증감에 대한 부분을 반영하고 있는 것으로 사료된다.

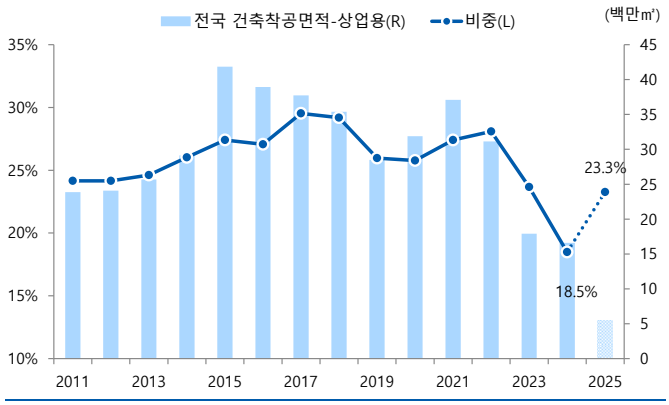
용도별로 건축착공면적을 살펴보면 '24년 가장 높은 비중을 차지한 것은 주거용이며 그 다음은 상업용이다. 철근 소비 측면에서는 주거용이 가장 밀접할 것으로 추정되며 상업용 역시 주거용과 함께 철근 소비와 연관성이 높을 것으로 판단된다.

[그림-33] 전국 건축착공면적 - 주거용



자료: 국토교통부, 주: 2025 년은 4 월 기준

[그림-34] 전국 건축착공면적 - 상업용



자료: 국토교통부, 주: 2025 년은 4 월 기준

주거용 건축착공면적 비중은 '11~17년 35%를 상회했으나 '18~'23년은 '35%를 하회했다. '24년은 다시 '35%를 상회하는 모습을 나타냈으나 상업용 건축착공면적이 전년비 -7% 감소하며 주거용과 상업용을 합한 비중은 '23년 56.9%에서 '24년 56.0%로 감소했다.

전체적인 철근 소비를 감안할 때 주거용, 즉 주택 관련 수요 감소가 철근 업황에 가장 큰 타격을 주고 있음은 분명하다.

주택 시장은 공급자(건설사)와 수요자(소비자)의 이해 관계가 복잡하게 얽혀 있는 곳이다. 공급자가 물량을 늘릴 수 있는 환경이라 할지라도 그 환경이 수요자에게 있어서는 소비를 일으킬 수 있는 상황이라면 소비는 공급에 맞춰 나타날 수가 없다.

반대로 수요자가 소비를 확대할 수 있는 환경이 조성이 되더라도 공급자가 물량을 증가시킬 수 있는 여건(분양가격 등)이 안된다면 수용 증가에 대한 대응은 제한적일 수 있다.

다양한 형태의 주택이 있지만 가장 대표적인 주택은 아파트가 될 것이다. 철근 수요 역시 아파트가 가장 중요하다고 할 수 있다.

무주택자 또는 아파트가 아닌 주택을 보유한 자들 중 상당수는 아파트를 구매할 수 있는 잠정적 수요자라 판단한다. 아파트라는 거주형태에 거부감을 느끼는 자들도 분명 있겠지만 그 수가 상대적으로 적을 것으로 예상한다.

잠정적 수요자들이 실구매까지 행동을 옮기는데 있어 각자만의 조건이 있겠지만 필자가 생각하는 공통된 또는 중요한 조건은 다음과 같다고 사료된다. 다만 여기에 가정이 하나 필요하다. 아파트를 구매하는데 있어 차입을 동반한다는 가정이다.

첫째, 금리와 소득이다.

직방에 따르면 2025년 2월 서울 전용면적 83~86㎡ 평균 매매 거래가격은 약 14.4억원으로 파악된다. 평범한 직장이라면 대부분 공감하겠지만 14억원을 만드는 것은 사실상 불가능에 가깝다고 할 수 있다. 즉, 차입이 필요하다.

대출을 받게 된다면 지금의 월급은 기간이 얼마가 될지 모르겠지만 매달 원리금을 상환하고 생활할 수 있는 수준을 유지할 수 있는 수단일 뿐이다. 그렇기에 고정적인 원리금을 최대한 줄일 필요가 있다.

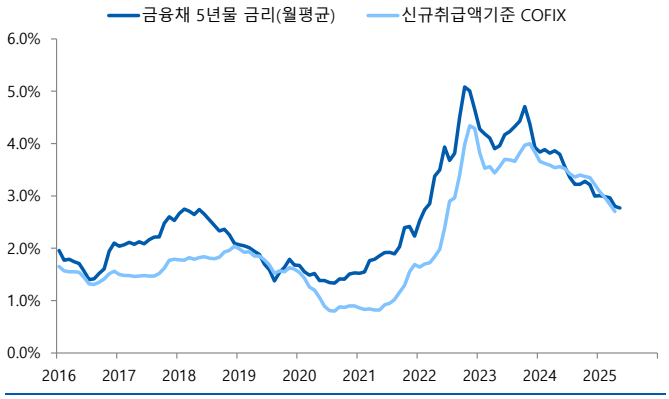
그렇다면 과연 직장인 A씨는 주택담보대출만 있을까? 신용대출은 없을까? 원금 상환은 저축을 하는 것이라고 스스로를 위로할 수 있지만 이자는 그렇지 않다. 일반적으로 주택담보대출보다 신용대출 이자율은 더 높다. 그렇기에 이자를 최대한 줄이는 것은 중요하다.

금융채 5년물 금리와 신규취급액 COFIX는 '23년 하반기 반등 국면이 있었으나 '24년 이후 하향 추세를 나타내고 있다. 금융채 5년물은 '22년 2월, 신규취급액 COFIX는 '22년 11월 수준까지 하락했다.

하지만 '24년 하반기 가계 주택담보대출 금리는 금융권의 가산금리 인상에 따라 오히려 상승하는 모습을 보였다. '25년 이후 가계 주택담보대출 금리 역시 하락하고 있지만 여전히 '23년 상반기 수준을 유지하고 있다.

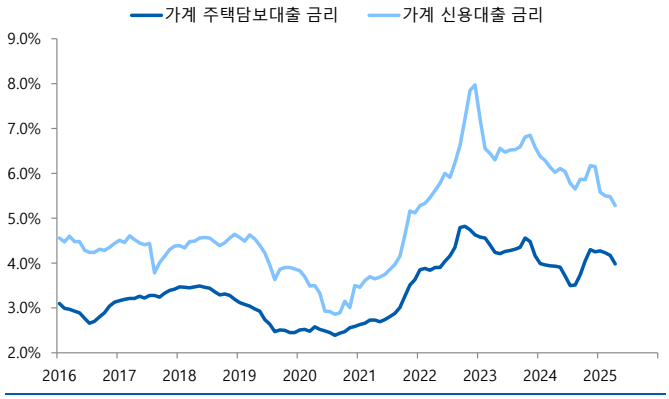
'25년 2월 기준금리를 3.0%에서 2.75%로 -0.25%p 인하했던 한국은행은 글로벌 통상여건 악화 등의 변수가 많다는 점을 고려하고 있으며 추후 '25년 기준금리 방향성을 동결 또는 추가 인하로 결정할 가능성이 높다고 판단된다.

[그림-35] 금융채 5 년물 금리 및 신규취급액기준 COFIX



자료: 금융투자협회, 은행연합회

[그림-36] 가격 주택담보대출 및 신용대출 금리

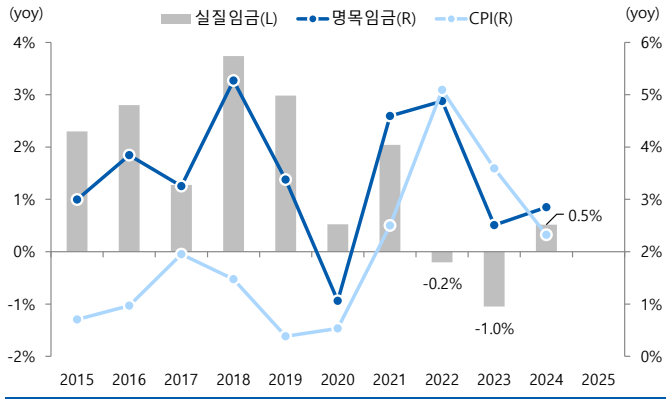


자료: 한국은행

'22~'23년은 실질임금이 하락했던 시기이다. 분기 기준으로는 2Q22부터 1Q24까지 8개 분기 연속 실질임금이 전년비 감소했다. 높은 금리 속 실질임금 축소는 주택 수요자들을 위축시킬 수 밖에 없는 요인이었다.

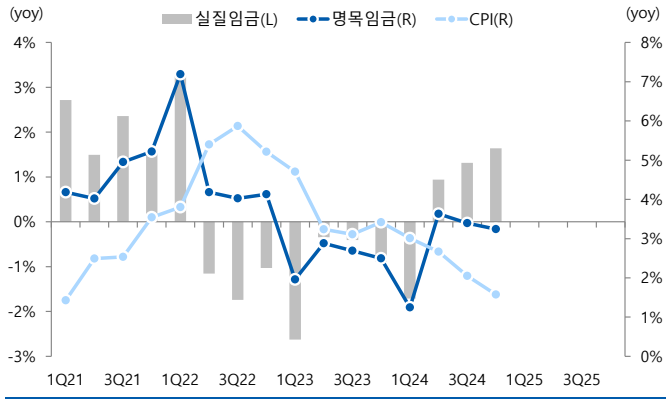
다만 2Q24이후 4Q24까지는 전년비 실질임금 상승세가 이어지고 있으며 '24년은 전년비 +0.5% 상승하여 주택 수요자들의 숨통이 조금은 트이기 시작한 것으로 판단된다.

[그림-37] 실질임금 - 연간



자료: 고용노동부

[그림-38] 실질임금 - 분기



자료: 고용노동부

둘째, 주택가격이다.

누구나 자신이 보유한 자산 및 재화의 가치가 하락하는 것을 원하지 않을 것이다. 그러나 신제품인 재화를 구매하고 사용함과 동시에 그 재화의 가치가 떨어질 것이라는 것을 인지하고 있으며 그것을 자연스럽게 받아들이기 마련이다.

하지만 주택을 바라보는 시각은 다른 재화들을 바라보는 시각과 사뭇 다르다. 대다수의 개인에게 있어 주택은 가장 큰 자산이다. 그리고 이 자산에 있어서는 사용을 하더라도 그 가치가 하락하는 것을 용납하기 쉽지 않다.

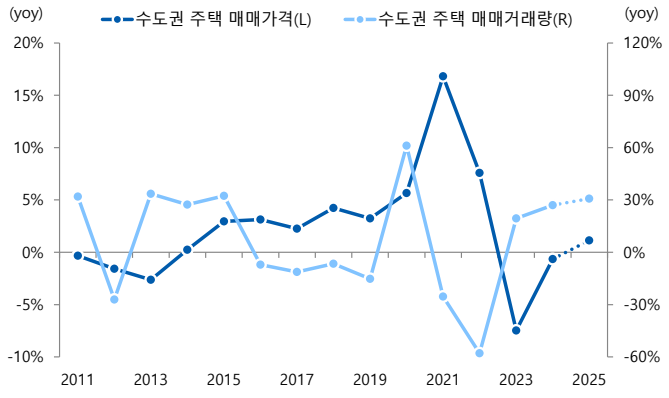
주택에 대한 수요는 가격이라는 변수만 놓고 볼 때 올라갈 때의 수요가 떨어질 때의 수요보다 크기 마련이다.

다만 주택가격 하락 국면에서도 매매거래량이 늘어날 수 있다. 하락세를 이어가지만 하락폭이 둔화되는 구간에서는 실수요 및 투자 수요가 증가하기 때문이다.

'23년 상반기는 매매거래량이 독립변수, 주택가격이 종속변수로 움직였다고 판단한다. 하지만 '24년 이후 주택가격이 상승 국면을 이어가고 있다고 이야기하기도 어렵다.

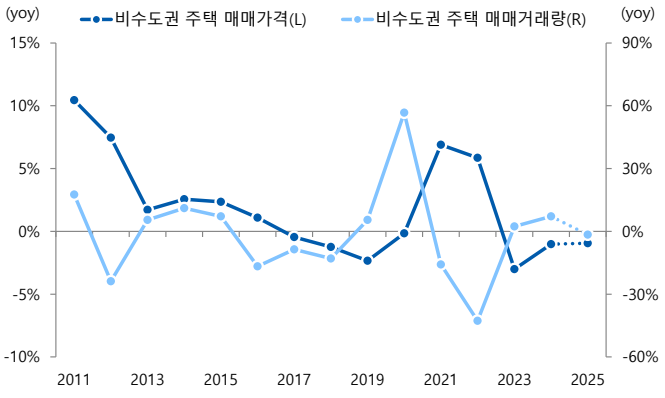
수도권의 경우 '24년 하반기 이후 소폭 주택가격 상승세가 이어지고 있지만 비수도권은 하락세가 이어지고 있다.

[그림-39] 수도권 주택 매매가격 및 매매거래량



자료: 국민은행, 한국부동산원, 주: '25 년 매매가격은 5 월, 거래량은 3 월 기준

[그림-40] 비수도권 주택 매매가격 및 매매거래량

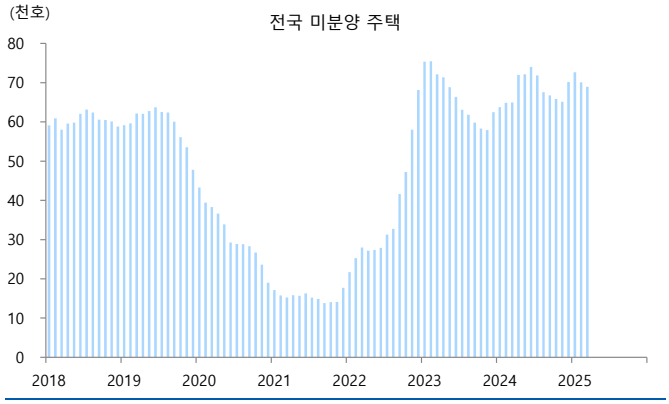


자료: 국민은행, 한국부동산원, 주: '25 년 매매가격은 5 월, 거래량은 3 월 기준

금리와 주택가격이라는 변수 움직임을 볼 때 '23년보다는 수요자들의 심리가 살아난 것으로 사료되나 아직까지는 적극적인 주택 수요 증가를 기대하기는 어렵다고 판단된다.

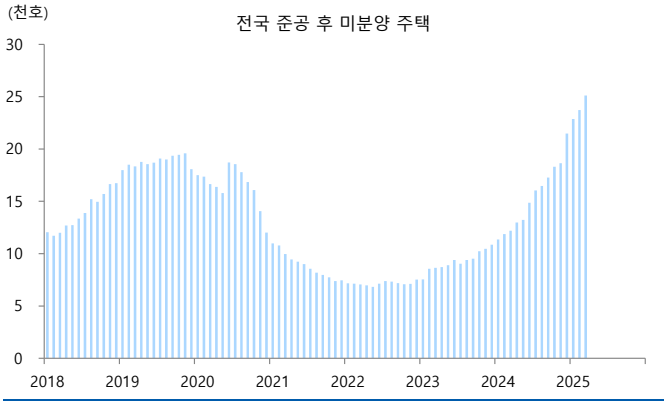
주택 시장의 가장 큰 걸림돌은 미분양, 그 중에서도 준공 후 미분양 물량의 증가이다. 전국 미분양 주택 수는 '22년 가파르게 증가한 후 '23년부터는 7만 세대 부근에서 등락을 하고 있다.

[그림-41] 전국 미분양 주택



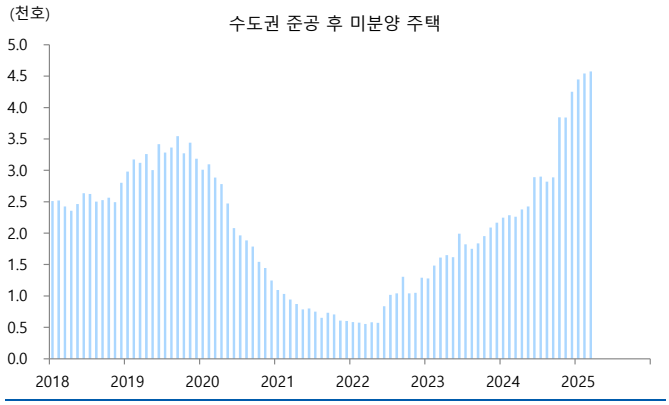
자료: 국토교통부

[그림-42] 전국 준공 후 미분양 주택



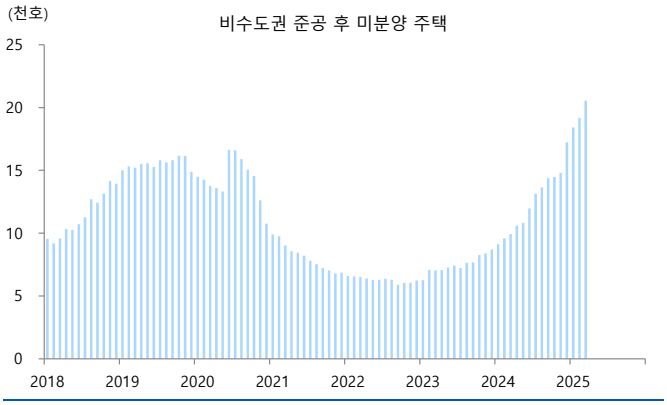
자료: 국토교통부

[그림-43] 수도권 준공 후 미분양 주택



자료: 국토교통부, 주: 수도권(서울/인천/경기)

[그림-44] 비수도권 준공 후 미분양 주택



자료: 국토교통부

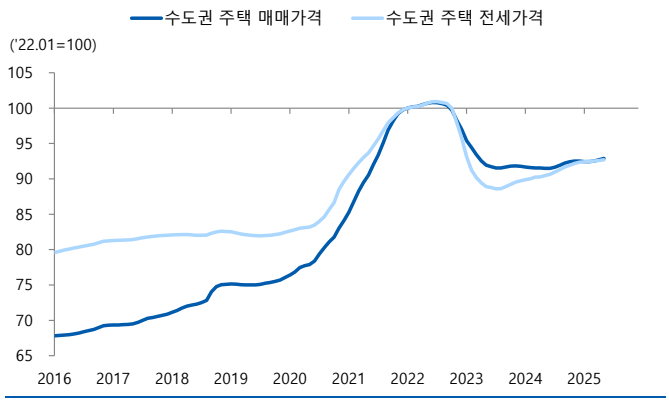
하지만 준공 후 미분양 주택은 수도권과 비수도권을 가리지 않고 '22년 하반기부터 지속적으로 증가 중이다. 준공 후 미분양 주택 수가 미분양 주택 수보다 빠르게 증가하는 이유는 '23~'24년 분양 물량이 '20~'22년 대비 상대적으로 적었기 때문으로 판단된다.

미분양은 공급자로 하여금 공급 과잉에 대한 우려를 낳게 하여 신규 분양을 나서는데 걸림돌이 되고 있으며 수요자에게 있어서는 주택 가격 하락에 대한 걱정을 낳게 하는 요인이다.

그러나 수도권의 경우 미분양 및 준공 후 미분양이 꾸준히 증가하고 있는 가운데 주택 매매가격은 '23년 하반기 이후 견조한 흐름을 보이고 있으며 '24년 하반기에는 소폭이지만 상승세를 나타내고 있다.

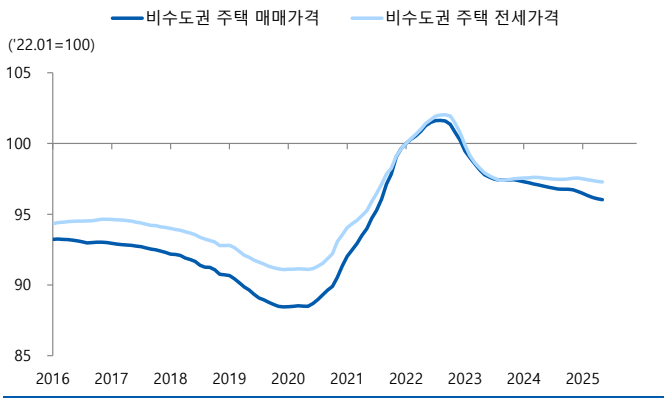
수도권 주택 전세가격은 '23년 하반기 이후 주택 매매가격 대비 빠른 속도로 상승 중이다.

[그림-45] 수도권 주택 매매 및 전세가격



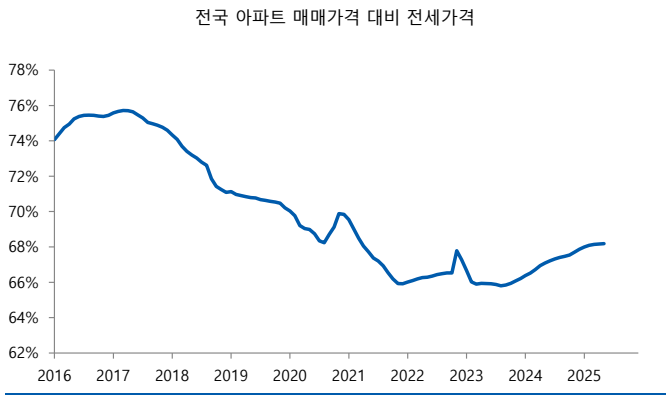
자료: 국민은행

[그림-46] 비수도권 주택 매매 및 전세가격



자료: 국민은행

[그림-47] 수도권 아파트 매매가격 대비 전세가격



자료: 국민은행

[그림-48] 비수도권 아파트 매매가격 대비 전세가격

자료: 국민은행

빌라 등 아파트 외 주택 전세에 대한 리스크가 커졌다라는 인식과 '20년 7월 시행된 주택임대차 보호법에 따라 그 이후 한 차례 갱신요구권을 행사했던 전세 물량들의 재계약이 증가하기 시작하며 전세가격에 영향을 준 것으로 판단된다.

전세가격 상승이 곧 매매가격 상승을 야기하는 것은 아니지만 높아진 전세가격은 분명 수요자들로 하여금 매매를 고려하게 만들 수 있을 것이다.

매매가격이 상승하지 않더라도 더 이상 하락하지 않는다는 인식이 확대될 경우 주택 매매수요는 증가할 것으로 추정된다.

물론 비수도권은 수도권과 사뭇 다른 분위기인 것은 분명하다. '23년 하반기 이후 하락 추세는 약해졌지만 전세가격 약보합 속 주택 매매가격은 하락 기조가 이어지고 있다.

수도권(서울/인천/경기)과 비수도권 인구수는 5:5 수준이나 '25년 4월 준공 후 미분양 주택 수는 비수도권이 수도권보다 3배 이상 많은 상황이다.

비수도권의 어려움이 지속되고 있는 것은 틀림없는 사실이나 금리 및 실질소득 그리고 수도권 주택 시장의 개선 분위기 역시 감지되고 있다.

본격적 수요 개선을 이야기하기는 이른 감이 있으나 업황이 저점에서 벗어날 가능성에 대해서는 언급해볼 수 있는 시기이지 않을까 사료된다.

Ⅳ. 상반기보다 보다 나아질 하반기

부정할 수 없는 어려움. 그러나 낮아질 만큼 낮아진 기저

상반기는 전통적인 계절성을 차치하더라도 정치적 불확실성, 글로벌 통상무역 악화 등의 굵직한 악재들이 철근 수요에 직간접적으로 좋지 않은 영향력을 미쳤다고 사료된다.

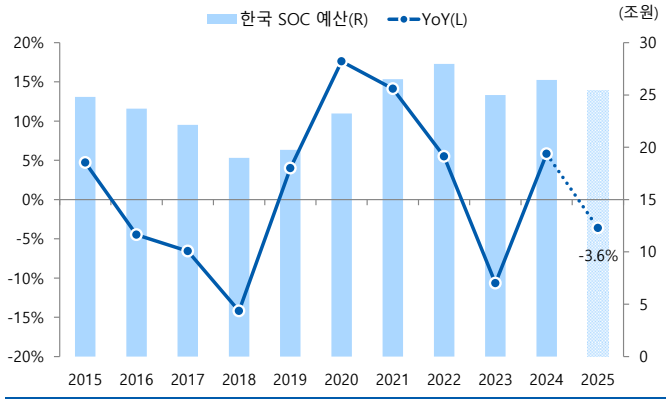
하지만 하반기는 국내 대선 이후 정치적 불확실성이 상당 부분 해소될 것으로 예상되며 글로벌 통상무역 역시 각국의 실리를 찾아가는 과정이 필요하겠지만 적정한 선에서 합의를 도출할 것으로 예상된다.

철강 생산업체들의 감산 노력이 재고 축소와 수급 안정화를 가져옴과 동시에 주택 시장을 바라보는 수요자들의 시각이 긍정적으로 바뀔 가능성도 배제할 수 없다.

대선 이후 공공 부문의 수요 회복도 전망해볼 수 있다. 지난해 '25년 SOC 관련 예산안은 25.5조원으로 전년비 -3.6% 감소된 바 있으며 이 금액은 국회 본예산에서도 그대로 유지되었다.

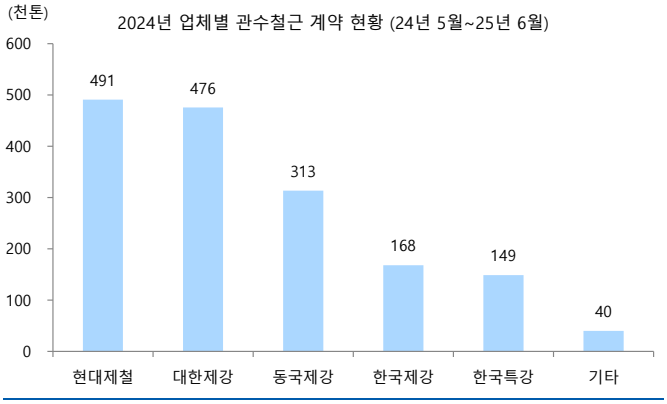
그러나 이 마저도 계엄 및 탄핵 정국을 맞이하며 실질적인 자금 집행은 더디었을 것으로 추정된다. 신 정부 하에 그 동안 지연됐던 투자가 재개되고 신규 투자들이 빠르게 결정된다면 SOC와 관련된 수요도 긍정적으로 바라볼 수 있을 것이다.

[그림-49] 한국 SOC 예산



자료: 기획재정부, 유안타증권 정리

[그림-50] 2024년 관수철근 계약 현황



자료: 조달청, 유안타증권 정리

조달청에 따르면 '24년('24년 5월~'25년 6월) 관수철근 계약 물량은 약 164만톤 수준으로 추정된다. '24년 국내 철근 명목 소비량이 800만톤을 하회하는 점을 감안할 때 적지 않은 비중으로 SOC 투자 증대에 따른 철근 소비 증가도 기대해본다.

철근 생산업체들의 수익성은 하반기가 상반기 대비 개선될 것으로 예상된다. 하절기에도 주요 업체들의 생산중단 및 감산이 예고되고 있지만 스프레드 개선을 통해 이를 만회할 것으로 추정된다.

4Q에는 국내 수요 회복과 함께 비용 부담 완화, 스프레드 개선 등을 기반으로 분기 기준 가장 좋은 수익성을 나타낼 것으로 전망한다.

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.

현대제철 (004020)

이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

정상화 그리고 집중

중국발 호재 기다리는 중

중국은 3월 양회에서 철강 산업 감산 및 생산능력 축소 등을 언급. 그러나 그 이후 약 3개월 동안 구체적인 실행 방안 등은 나오고 있지 않아. 3~5월은 미국과의 관세 협상이 정책의 최우선 순위가 됐을 것으로 사료되며 철강 감산 등에 대해서는 관련 업계의 의견을 청취하는 과정을 가졌을 것으로 추정. 그 사이 중국 바오스틸 및 강철공업협회는 정부의 감산 정책 실행 가능성이 높고 양적 성장보다는 질적 성장을 이어 나가야 한다고 언급. 획일적인 감산을 피하는 정책이 나올 것으로 예상되며 하반기 중 좀 더 구체적인 계획이 발표될 것으로 전망. 4월 중국 조강생산량은 계절적 성수기임에도 불구하고 일환산 기준 전월비 -4.3% 감소. 이를 감산 시그널로 받아들이기 어려울 수 있으나 다소 이례적 결과임에는 틀림없어.

봉형강, 업황 정상화 위한 행보 지속

수요 부진에 따른 가격 하락을 방어하기 위해 적극적인 철근 감산을 진행. 보유 철근 공장 중 가장 큰 생산능력을 가진 인천공장(연산 155만톤)을 4월 한달 동안 가동 중단하는 등 공격적 감산 정책 시행. 이와 동시에 건설향 철근 기준가격 인상 등을 통해 수익성을 꾀하는 움직임도 나타나는 중. 건설업계의 반발이 예상되나 철근 생산업체 입장에서는 그 동안 철스크랩을 제외한 원가(전력비,인건비 등) 상승 분을 제품가격에 반영해야 하는 상황으로 추후 양 업계간 협상이 이어질 것으로 전망.

미래와 주력 사업에 집중

빠르면 상반기 중 미국 전기로 투자와 관련된 지분 구성 등이 완료될 것으로 예상되며 발표 시기가 다소 늦어지더라도 동사에 부담이 되는 수준은 피할 것으로 판단. 내수에서는 판재류 및 봉형강 등 주력 사업에 집중함과 동시에 비주력 사업(대형단조 등) 매각 등을 통해 현금을 확보하는 전략을 취하는 중. 또한 4월부터 반영되고 있는 중국산 후판 AD 잠정조치는 동사 수익성 개선에 도움이 될 것으로 전망.

BUY (M)

목표주가	41,000원 (M)
직전 목표주가	41,000원
현재주가 (5/27)	26,200원
상승여력	56%

시가총액	34,963억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	195억원
60일 평균 거래량	721,235주
52주 고/저	31,850원 / 19,900원
외인지분율	18.16%
배당수익률	3.56%
주요주주	기아 외 6 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.9	(2.6)	(15.8)
상대	5.2	(3.2)	(13.0)
절대 (달러환산)	14.3	2.6	(16.1)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,894	-2.4	5.9	5,891	0.0
영업이익	144	46.5	흑전	116	24.2
세전계속사업이익	91	65.3	흑전	65	39.0
지배순이익	71	흑전	흑전	39	83.0
영업이익률 (%)	2.4	+0.8 %pt	흑전	2.0	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	1.2	흑전	흑전	0.7	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	25,915	23,226	23,288	24,362
영업이익	798	159	521	875
지배순이익	461	-12	242	519
PER	10.1	-329.8	14.5	6.7
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	6.7	5.2	4.4
ROE	2.4	-0.1	1.2	2.6

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정 (단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	QoQ	YoY	3Q25E	4Q25E
매출액		23,226	23,288	0.3%	24,362	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,894	5.9%	-2.4%	5,783	6,048
	별도	18,618	18,437	-1.0%	19,475	4,819	4,852	4,463	4,484	4,290	4,704	9.7%	-3.0%	4,593	4,850
	국내 기타	3,507	3,663	4.4%	3,887	778	900	854	974	836	927	11.0%	3.0%	919	981
	해외	4,620	4,897	6.0%	4,943	1,078	1,152	1,215	1,175	1,266	1,202	-5.1%	4.4%	1,215	1,214
	(연결조정)	-3,518	-3,709	-	-3,943	-728	-863	-908	-1,020	-828	-940	-	-	-944	-997
영업이익		159	521	226.4%	875	56	98	52	-46	-19	144	흑전	46.5%	157	240
	이익률	*0.7%*	*2.2%*	*1.5%p*	*3.6%*	*0.9%*	*1.6%*	*0.9%*	*-0.8%*	*-0.4%*	*2.4%*	*2.8%p*	*0.8%p*	*2.7%*	*4.0%*
	별도	15	372	2384.6	733	89	46	32	-152	-56	103	흑전	124.4%	127	198
	이익률	*0.1%*	*2.0%*	*1.9%p*	*3.8%*	*1.8%*	*0.9%*	*0.7%*	*-3.4%*	*-1.3%*	*2.2%*	*3.5%p*	*1.2%p*	*2.8%*	*4.1%*
	국내 기타	44	64	46.4%	60	-26	32	43	-5	22	14	-35.7%	-56.5%	9	20
	이익률	*1.3%*	*1.8%*	*0.5%p*	*1.6%*	*-3.4%*	*3.6%*	*5.0%*	*-0.5%*	*2.6%*	*1.5%*	*-1.1%p*	*-2.1%p*	*1.0%*	*2.0%*
	해외	129	131	1.8%	139	3	49	2	75	26	35	33.6%	-28.5%	32	38
	이익률	*2.8%*	*2.7%*	*-0.1%p*	*2.8%*	*0.3%*	*4.3%*	*0.1%*	*6.4%*	*2.1%*	*2.9%*	*0.8%p*	*-1.3%p*	*2.6%*	*3.1%*
	(연결조정)	-28	-47	-	-57	-10	-29	-25	36	-11	-8	-	-	-12	-16
세전이익		-60	313	흑전	672	8	55	-56	-66	-67	91	흑전	65.3%	103	186
	이익률	*-0.3%*	*1.3%*	*1.6%p*	*2.8%*	*0.1%*	*0.9%*	*-1.0%*	*-1.2%*	*-1.2%*	*1.5%*	*2.7%p*	*0.6%p*	*1.8%*	*3.1%*
지배순이익		-12	242	흑전	519	32	-7	-18	-18	-55	71	흑전	흑전	81	145
	이익률	*-0.1%*	*1.0%*	*1.1%p*	*2.1%*	*0.5%*	*-0.1%*	*-0.3%*	*-0.3%*	*-1.0%*	*1.2%*	*2.2%p*	*1.3%p*	*1.4%*	*2.4%*

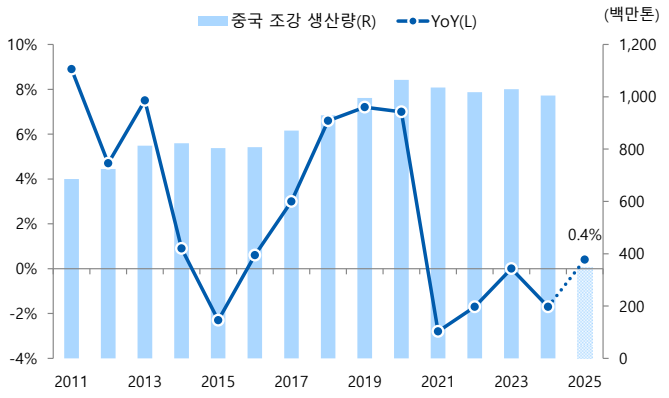
자료: 유안타증권, 주1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주2) 연결조정은 차감항목, 주3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[표-2] 현대제철 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	5,896	23,229	24,110	5,894	23,288	24,362	0.0%	0.3%	1.0%
영업이익	144	521	872	144	521	875	0.0%	-0.2%	0.3%
OPM	*2.4%*	*2.2%*	*3.6%*	*2.4%*	*2.2%*	*3.6%*	*0.0%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
지배순이익	71	243	519	71	242	519	0.0%	-0.4%	0.0%

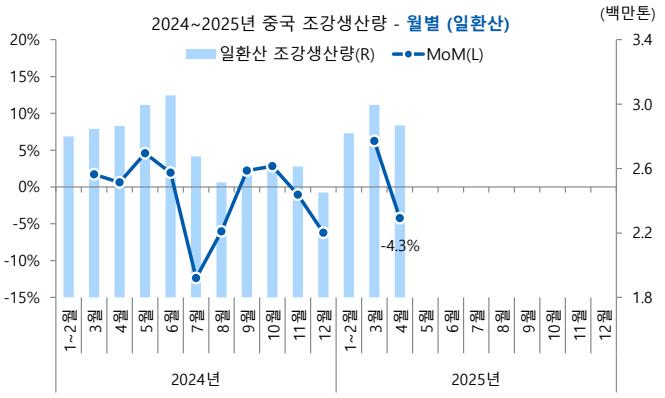
자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 조강 생산량



자료: National Bureau of Statistics, 주: '25 년은 4 월 기준

[그림-2] 2024~2025 년 중국 조강 생산량



자료: National Bureau of Statistics

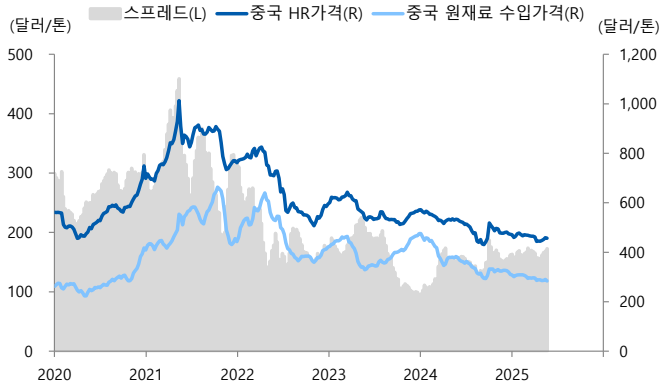
[그림-3] 중국 철강제품 내수가격

자료: Platts

[그림-4] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격

자료: Platts

[그림-5] 중국 HR 가격 및 스프레드



자료: 유안타증권 추정

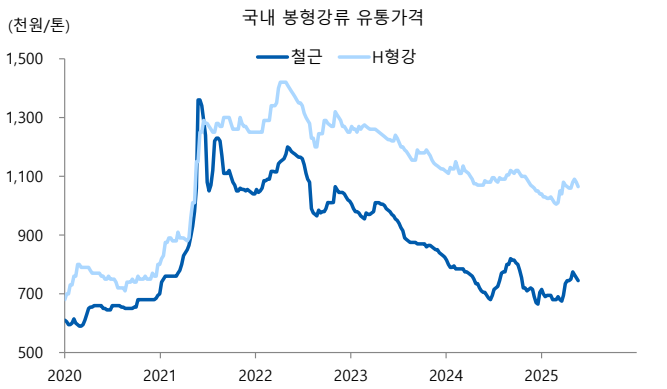
[그림-6] 국내 열연 유통가격

자료: 스틸데일리

[그림-7] 중국 후판 유통가격

자료: 유안타증권 추정

[그림-8] 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**	**23,288**	**24,362**	**25,450**
매출원가	23,782	21,832	21,484	22,144	23,007
매출총이익	2,132	1,394	1,804	2,218	2,443
판관비	1,334	1,234	1,283	1,343	1,403
영업이익	**798**	**159**	**521**	**875**	**1,040**
EBITDA	2,441	1,870	2,235	2,570	2,725
영업외손익	-266	-219	-207	-202	-184
외환관련손익	-37	-59	41	0	0
이자손익	-332	-308	-266	-259	-240
관계기업관련손익	5	12	10	10	10
기타	97	136	8	46	46
법인세비용차감전순손익	532	-59	313	672	856
법인세비용	89	-68	75	161	206
계속사업순손익	443	9	238	511	651
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	9	238	511	651
지배지분순이익	**461**	**-12**	**242**	**519**	**661**
포괄순이익	500	-31	238	511	651
지배지분포괄이익	518	-49	242	519	661

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**	**-294**	**367**	**622**
당기순이익	443	9	238	511	651
감가상각비	1,555	1,621	1,630	1,620	1,618
외환손익	8	7	-41	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	-10	-10	-10
자산부채의 증감	304	276	-2,295	-1,950	-1,824
기타현금흐름	-362	-135	184	196	188
투자활동 현금흐름	**-132**	**-1,503**	**-1,477**	**-1,417**	**-1,701**
투자자산	710	291	37	2	-36
유형자산 증가 (CAPEX)	-824	-1,672	-1,500	-1,400	-1,600
유형자산 감소	24	22	0	0	0
기타현금흐름	-41	-144	-14	-20	-65
재무활동 현금흐름	**-2,121**	**-354**	**-498**	**-499**	**-494**
단기차입금	-54	-87	0	0	4
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	2,323	1,599	1,596
현금의 증감	**-313**	**-90**	**53**	**50**	**23**
기초 현금	1,699	1,386	1,296	1,349	1,399
기말 현금	1,386	1,296	1,349	1,399	1,422
NOPLAT	**798**	**159**	**521**	**875**	**1,040**
FCF	**1,124**	**105**	**-1,794**	**-1,033**	**-978**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**11,954**	**11,460**	**12,188**	**12,631**	**12,950**
현금및현금성자산	1,386	1,296	1,349	1,399	1,422
매출채권 및 기타채권	3,032	2,655	2,890	3,008	3,081
재고자산	6,279	6,291	6,750	7,026	7,196
비유동자산	23,265	23,284	23,052	22,775	22,747
유형자산	18,250	18,431	18,301	18,081	18,063
관계기업등 지분관련자산	259	259	259	259	270
기타투자자산	1,942	2,033	1,996	1,994	2,018
자산총계	**35,219**	**34,744**	**35,240**	**35,406**	**35,696**
유동부채	7,984	7,699	7,068	6,821	6,521
매입채무 및 기타채무	3,898	3,957	3,727	3,879	3,972
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	7,761
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**	**14,792**	**14,545**	**14,283**
지배지분	19,100	18,918	20,037	20,457	21,019
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,639	13,400	13,543	13,963	14,525
비지배지분	396	415	412	404	394
자본총계	**19,496**	**19,334**	**20,449**	**20,861**	**21,413**
순차입금	**8,107**	**8,258**	**7,811**	**7,361**	**6,898**
총차입금	10,602	10,569	10,169	9,769	9,374

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,456	-87	1,813	3,887	4,951
BPS	145,198	143,815	152,319	155,513	159,785
EBITDAPS	18,289	14,013	16,751	19,257	20,419
SPS	194,197	174,049	174,513	182,561	190,713
DPS	1,000	750	750	750	750
PER	**10.1**	**-329.8**	**14.5**	**6.7**	**5.3**
PBR	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**
EV/EBITDA	**5.4**	**6.7**	**5.2**	**4.4**	**4.0**
PSR	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.1**	**0.1**

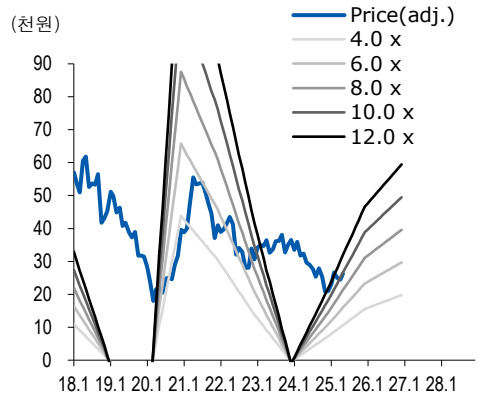
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-5.2**	**-10.4**	**0.3**	**4.6**	**4.5**
영업이익 증가율 (%)	**-50.6**	**-80.0**	**226.4**	**68.0**	**18.9**
지배순이익 증가율 (%)	**-54.7**	**적전**	**흑전**	**114.4**	**27.4**
매출총이익률 (%)	8.2	6.0	7.7	9.1	9.6
영업이익률 (%)	**3.1**	**0.7**	**2.2**	**3.6**	**4.1**
지배순이익률 (%)	1.8	-0.1	1.0	2.1	2.6
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.1	9.6	10.5	10.7
ROIC	2.6	-0.1	1.7	2.6	3.1
ROA	1.3	0.0	0.7	1.5	1.9
ROE	**2.4**	**-0.1**	**1.2**	**2.6**	**3.2**
부채비율 (%)	80.6	79.7	72.3	69.7	66.7
순차입금/자기자본 (%)	42.4	43.7	39.0	36.0	32.8
영업이익/금융비용 (배)	1.9	0.4	1.3	2.3	2.8

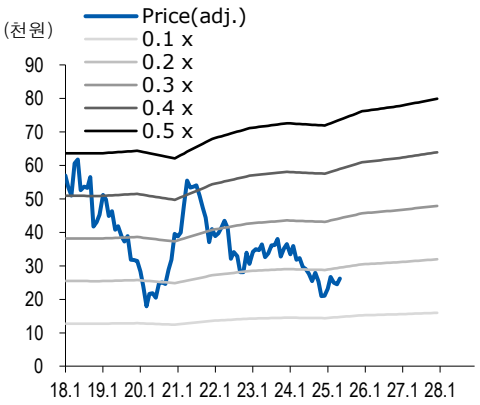
자료: 유안타증권

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

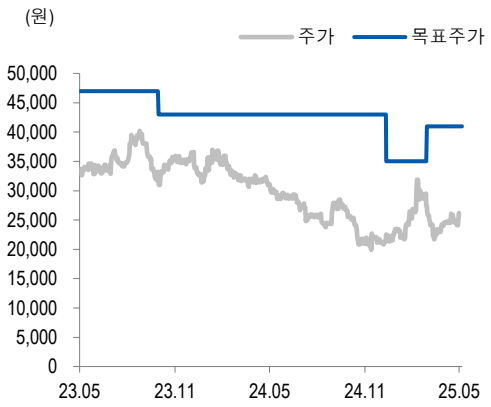
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	41,000	1년		
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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※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.

동국제강 (460860)

이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

극복도 해본 자가 더 잘한다

봉형강(철근&H형강) 및 후판 제조업체

동사는 '23년 6월 기존 동국제강(현 동국홀딩스) 인적분할을 통해 설립됐으며 생산능력 기준 철근 및 H형강 모두 국내 2위 생산업체. '24년 매출액 기준 제품별 판매비중은 봉형강 76%, 후판 23% 등으로 제품 판매량은 봉형강과 후판 각각 283만톤, 77만톤 기록. 봉형강 판매량은 '17년 400만톤을 상회한 적도 있으나 업황 부진 등의 영향으로 '24년 300만톤을 하회했으며 후판 판매량은 '10~'11년 300만톤을 넘어섰었으나 이 역시 조선업 부진 등에 따라 포항 후판 1공장, 2공장을 차례로 폐쇄하며 현재는 당진 후판 공장만 남아 있는 상황. 최근에는 현대제철 자회사인 현대IFC 매각 상대방 중 하나로 언급되는 중.

어려운 국면 통과 중인 봉형강, 개선 가능성 보이는 후판

타 철강제품 대비 수출입 영향이 적은 철근 산업은 국내 수요가 중요. 전방산업은 대부분 건설과 관련된 수요로 주택으로 대변되는 부동산 시장 업황 영향 받아. '24년 주택 시장 지표들이 급격하게 악화되며 동사의 봉형강 수익성도 동반 하락했을 것으로 추정. 연간 생산능력 220만톤 규모의 인천 철근 공장을 7/22일부터 8/15일까지 25일 동안 가동 중단 결정하는 등 어려운 국면 통과 중. 국내 후판 생산업체는 포스코, 현대제철, 동국제강 3곳으로 타사와 다르게 상공정이 없는 동사는 원가 측면에서 상대적으로 불리. 그렇기에 물량을 보전 받는 대신 판매가격의 불리함이 있던 조선용 후판 비중을 지속적으로 낮췄으며 수익성 위주의 판매에 집중하고 있는 것으로 파악. 4/24일 중국산 후판 AD 잠정조치 이후 수입가격 반등이 나타나며 향후 후판 수익성 개선에 대한 기대 가져볼 수 있어.

투자의견 BUY, 목표주가 12,000원으로 분석 개시

국내 철근 생산업체 평균 PBR은 0.35x 수준으로 동사가 국내 2위 생산능력을 보유했다는 점과 후판 부문의 실적 개선 가시성이 높아지는 사항을 고려한다면 Target PBR 0.35x 적용은 합리적이라고 판단. 목표주가 12,000원과 투자의견 BUY로 분석 개시.

BUY (I)

목표주가	12,000원 (I)
직전 목표주가	0원
현재주가 (5/27)	8,340원
상승여력	44%

시가총액	4,137억원
총발행주식수	49,608,017주
60일 평균 거래대금	18억원
60일 평균 거래량	195,794주
52주 고/저	10,930원 / 7,780원
외인지분율	26.30%
배당수익률	7.50%
주요주주	동국홀딩스 외 9 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.1)	(11.6)	(20.6)
상대	(13.2)	(12.1)	(18.1)
절대 (달러환산)	(5.7)	(6.8)	(21.0)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	824	-12.3	13.6	897	-8.1
영업이익	28	-31.5	551.1	18	53.9
세전계속사업이익	18	-42.2	323.9	2	781.6
지배순이익	14	-41.4	453.9	2	805.1
영업이익률 (%)	3.4	-0.9 %pt	+2.8 %pt	2.0	+1.4 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	-0.9 %pt	+1.3 %pt	0.2	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,632	3,528	3,191	3,319
영업이익	235	102	92	135
지배순이익	142	35	46	76
PER	2.2	14.2	9.1	5.4
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.8	4.5	4.6	3.6
ROE	8.3	2.0	2.7	4.4

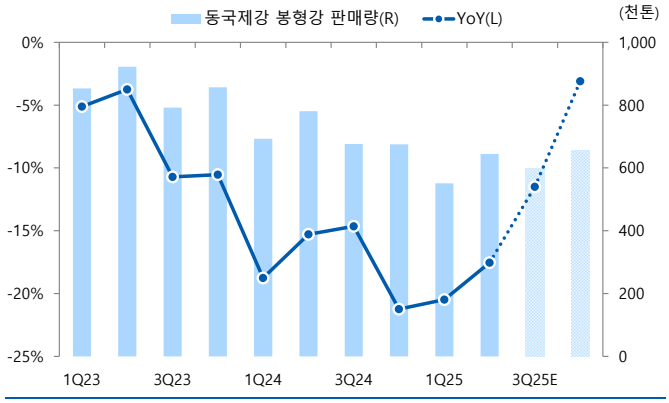
자료: 유안타증권

[표-1] 동국제강 실적 추정 (단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	QoQ	YoY	3Q25E	4Q25E
매출액		3,528	3,191	-9.5%	3,319	927	940	839	822	726	824	13.6%	-12.3%	794	847
	봉형강	2,683	2,382	-11.2%	2,488	684	733	643	622	521	627	20.3%	-14.5%	592	642
	후판	795	762	-4.0%	785	230	194	183	188	194	186	-4.3%	-4.2%	190	193
	기타	50	46	-7.6%	47	13	14	12	11	11	12	10.7%	-11.6%	12	12
판매량		3,597	3,250	-9.6%	3,352	902	961	860	874	755	840	11.2%	-12.6%	798	858
(천톤)	봉형강	2,825	2,447	-13.4%	2,527	693	781	676	675	551	644	16.9%	-17.6%	598	654
	후판	772	803	4.0%	826	209	180	184	199	204	196	-4.1%	8.7%	200	204
영업이익		102	92	-10.4%	135	53	40	21	-12	4	28	551.9%	-31.5%	21	39
	이익률	*2.9%*	*2.9%*	*0.0%p*	*4.1%*	*5.7%*	*4.3%*	*2.6%*	*-1.5%*	*0.6%*	*3.4%*	*2.8%p*	*-0.9%p*	*2.7%*	*4.6%*
세전이익		45	60	34.3%	99	38	30	12	-36	4	18	323.9%	-42.2%	11	28
	이익률	*1.3%*	*1.9%*	*0.6%p*	*3.0%*	*4.1%*	*3.2%*	*1.4%*	*-4.3%*	*0.6%*	*2.1%*	*1.6%p*	*-1.1%p*	*1.3%*	*3.3%*
순이익		35	46	31.0%	76	29	23	10	-27	2	14	454.2%	-41.4%	8	21
	이익률	*1.0%*	*1.4%*	*0.4%p*	*2.3%*	*3.1%*	*2.5%*	*1.1%*	*-3.3%*	*0.3%*	*1.6%*	*1.3%p*	*-0.8%p*	*1.0%*	*2.5%*

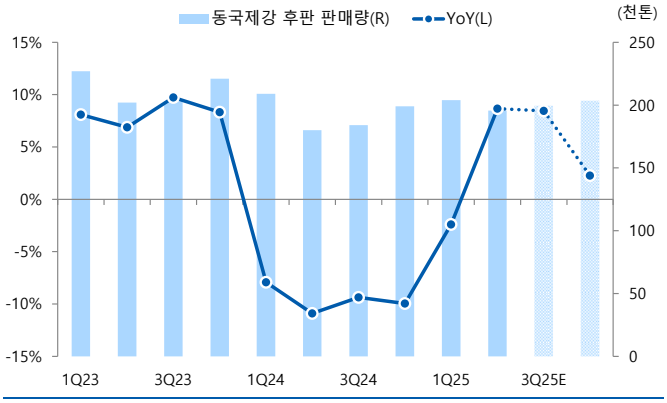
자료: 유안타증권

[그림-1] 동국제강 봉형강 판매량 추정



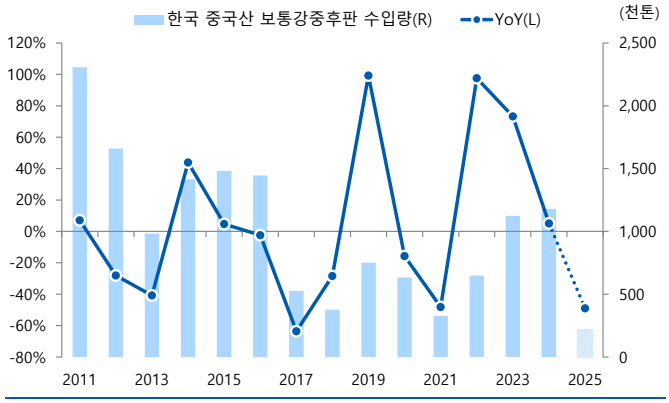
자료: 유안타증권 추정

[그림-2] 동국제강 후판 판매량 추정



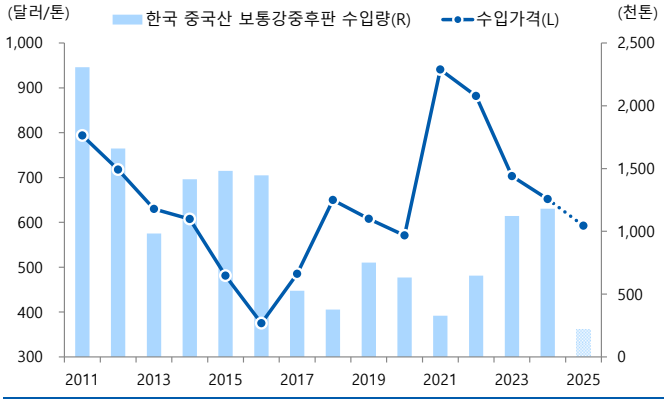
자료: 유안타증권 추정

[그림-3] 한국 중국산 보통강중후판 수입량



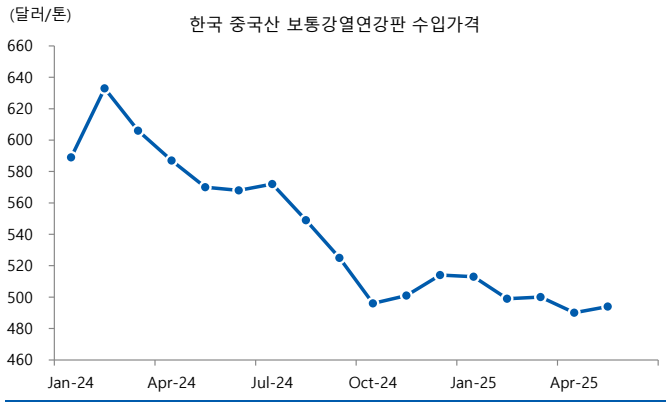
자료: 한국철강협회, 주: '25 년은 4 월 기준

[그림-4] 중국 중국산 보통강중후판 수입가격



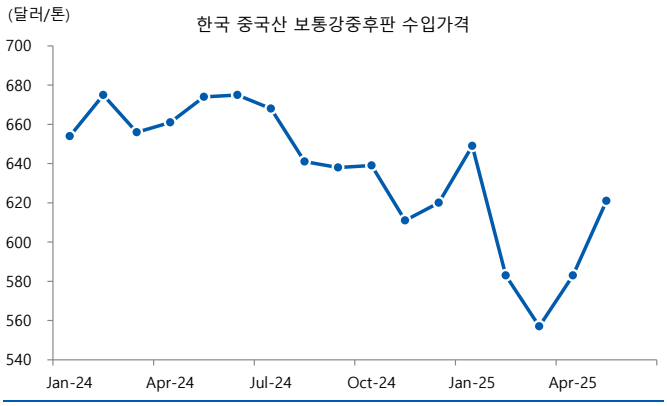
자료: 한국철강협회, 주: '25 년은 4 월 기준

[그림-5] 한국 중국산 보통강열연강판 수입가격



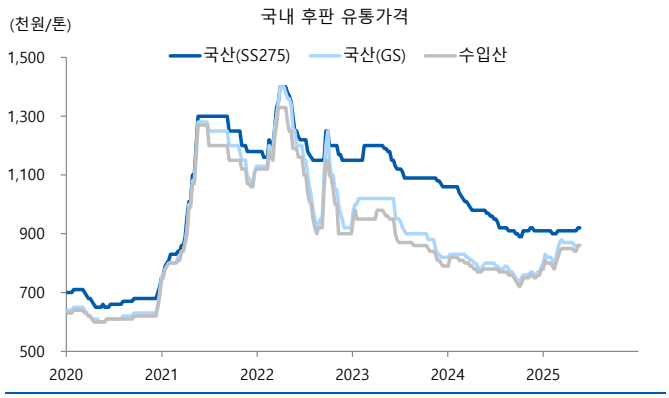
자료: 한국철강협회, 주: '25 년 5 월은 1~18 일 기준

[그림-6] 한국 중국산 보통강중후판 수입가격



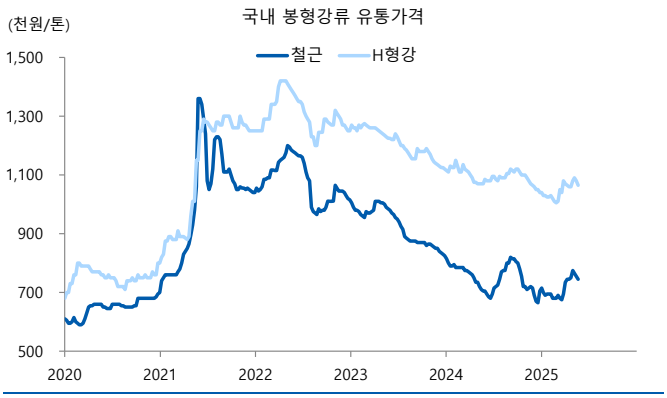
자료: 한국철강협회, 주: '25 년 5 월은 1~18 일 기준

[그림-7] 국내 후판 유통가격



자료: 스틸데일리

[그림-8] 국내 봉형강류 유통가격



자료: 스틸데일리

[그림-9] 국산 철스크랩 가격

자료: 스틸데일리

[그림-10] 국내 봉형강류 유통가격 추정 스프레드

자료: 유안타증권 추정

동국제강 (460860) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,632**	**3,528**	**3,191**	**3,319**	**3,417**
매출원가	2,228	3,188	2,878	2,955	3,035
매출총이익	404	339	312	364	383
판관비	169	237	220	229	236
영업이익	**235**	**102**	**92**	**135**	**147**
EBITDA	314	238	224	263	271
영업외손익	-45	-58	-32	-36	-33
외환관련손익	5	-12	-5	-7	-7
이자손익	-31	-43	-36	-35	-32
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-20	-3	9	6	6
법인세비용차감전순손익	190	45	60	99	113
법인세비용	48	10	15	23	26
계속사업순손익	142	35	46	76	87
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	142	35	46	76	87
지배지분순이익	**142**	**35**	**46**	**76**	**87**
포괄순이익	130	30	46	76	87
지배지분포괄이익	130	30	46	76	87

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	**348**	**214**	**62**	**295**	**270**
당기순이익	142	35	46	76	87
감가상각비	78	134	130	126	122
외환손익	-3	3	6	7	7
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	50	54	-145	52	20
기타현금흐름	81	-11	26	34	34
투자활동 현금흐름	**-69**	**-90**	**-99**	**-100**	**-100**
투자자산	1	5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-68	-98	-94	-100	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	4	-5	0	0
재무활동 현금흐름	**-89**	**-195**	**35**	**-30**	**-30**
단기차입금	911	-99	56	0	0
사채 및 장기차입금	178	-50	-5	0	0
자본	1,301	-200	0	0	0
현금배당	0	-50	-15	-30	-30
기타현금흐름	-2,479	203	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	3	-87	-71
현금의 증감	**191**	**-71**	**1**	**79**	**69**
기초 현금	244	435	364	365	444
기말 현금	435	364	365	444	513
NOPLAT	**235**	**102**	**92**	**135**	**147**
FCF	**281**	**116**	**-32**	**195**	**170**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,461**	**1,185**	**1,366**	**1,439**	**1,541**
현금및현금성자산	435	364	365	444	513
매출채권 및 기타채권	413	315	386	384	396
재고자산	599	501	604	600	620
비유동자산	2,070	2,009	1,970	1,942	1,918
유형자산	1,970	1,924	1,884	1,858	1,836
관계기업등 지분관련자산	0	0	4	4	4
기타투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	**3,532**	**3,194**	**3,336**	**3,381**	**3,459**
유동부채	1,532	1,272	1,412	1,410	1,425
매입채무 및 기타채무	461	332	393	391	403
단기차입금	901	805	862	862	862
유동성장기부채	74	81	91	91	91
비유동부채	279	221	207	207	212
장기차입금	96	45	30	30	30
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**1,810**	**1,492**	**1,618**	**1,617**	**1,637**
지배지분	1,721	1,702	1,718	1,764	1,822
자본금	248	248	248	248	248
자본잉여금	1,053	853	853	853	853
이익잉여금	135	314	330	377	435
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,721**	**1,702**	**1,718**	**1,764**	**1,822**
순차입금	**650**	**576**	**625**	**546**	**477**
총차입금	1,088	940	990	990	991

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	4,888	702	920	1,541	1,758
BPS	34,699	34,346	34,667	35,609	36,770
EBITDAPS	10,806	4,807	4,511	5,300	5,465
SPS	90,496	71,108	64,318	66,908	68,887
DPS	700	600	600	600	600
PER	**2.2**	**14.2**	**9.1**	**5.4**	**4.7**
PBR	**0.3**	**0.3**	**0.2**	**0.2**	**0.2**
EV/EBITDA	**3.8**	**4.5**	**4.6**	**3.6**	**3.3**
PSR	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**

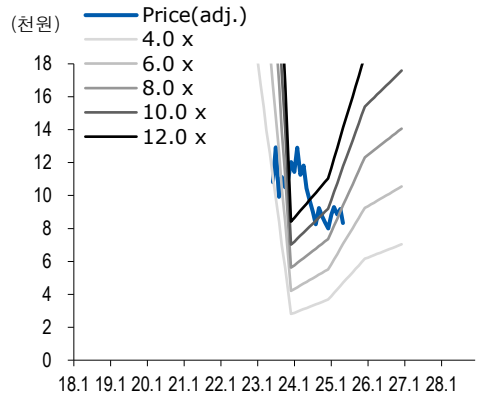
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**0.0**	**34.0**	**-9.5**	**4.0**	**3.0**
영업이익 증가율 (%)	**na**	**-56.5**	**-10.4**	**47.2**	**8.6**
지배순이익 증가율 (%)	**na**	**-75.5**	**31.0**	**67.5**	**14.1**
매출총이익률 (%)	15.4	9.6	9.8	11.0	11.2
영업이익률 (%)	**8.9**	**2.9**	**2.9**	**4.1**	**4.3**
지배순이익률 (%)	5.4	1.0	1.4	2.3	2.6
EBITDA 마진 (%)	11.9	6.8	7.0	7.9	7.9
ROIC	7.1	3.3	2.9	4.2	4.8
ROA	4.0	1.0	1.4	2.3	2.6
ROE	**8.3**	**2.0**	**2.7**	**4.4**	**4.9**
부채비율 (%)	105.2	87.7	94.2	91.6	89.8
순차입금/자기자본 (%)	37.8	33.8	36.4	30.9	26.2
영업이익/금융비용 (배)	6.4	1.9	1.9	2.8	3.1

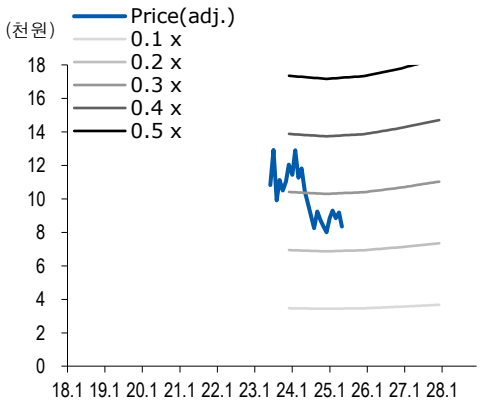
자료: 유안타증권

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

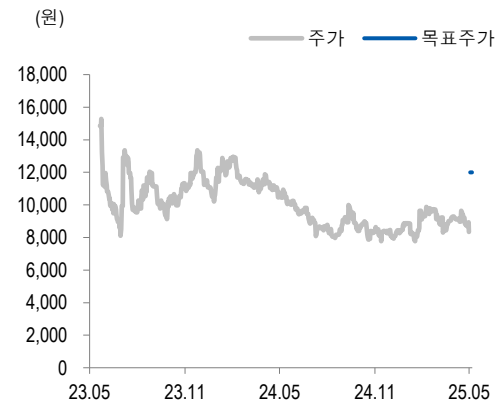
P/E band chart



P/B band chart



동국제강 (460860) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	12,000	1년		

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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※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.